

웅진코웨이 (021240/BUY☆☆☆)

SELL **HOLD** **BUY**
☆☆☆

6개월 목표주가 **49,000원**
Up/downside **15%**
현재주가 **42,600원**

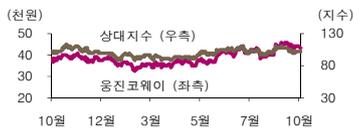


Analyst
신정현
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

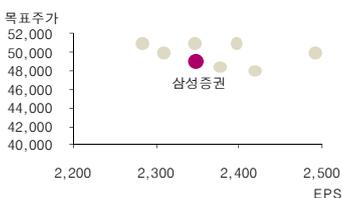
■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통		
시가총액	3.3조원		
Shares outstanding (float)	77,124,796주	(63%)	
52주 최저/최고	32,000원/45,850원		
Bloomberg	021240 KS		
60일-평균거래량	322,873		
주요주주	웅진홀딩스 (28.4%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	-1%	+19%	+15%
상대주가	-5%	+9%	+1%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ FLASH NOTE

3분기 preview - 중국 일시적 부진, 국내 사업 견조

3Q preview - 국내 환경가전사업 견조, 중국 화장품 부진

- 3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 7%, 10% 증가한 3,808억원, 548억원 예상. 1) 렌탈 및 일시불 호조와 2) 해약률 하향안정화 추세(1% 초반)가 지속되고 있음. 영업이익률은 전년동기대비 0.4%pts 개선된 14.4%로 상반기 16.0%보다는 둔화가 예상되는데, 9월부터 시작한 국내 화장품 신규 사업으로 인한 마케팅 등의 비용 때문이며 예상했던 수준.
- 반면, 중국 화장품 사업은 예상을 크게 하회할 전망이다. 7월 폭우로 인한 영업장애로 매분기 전년동기대비 30~40%씩 성장하던 매출은 10%정도 증가에 그칠 전망이다. 영업이익률은 32% 수준 예상 (표 2). 그러나 3분기 동안 직영점포수는 약 800개, 시판점포수는 약 140개 증가해 총 직영 및 시판 점포수는 각각 9,800개, 400개정도로 점포수 증가가 지속적으로 진행되고 있는 점이 긍정적. 연간으로는 매출 31% 증가, 영업이익률 35%로 가이드스 (매출 40% 증가, 영업이익률 35% 이상)보다 소폭 낮은 수준의 이익 실현이 예상된다. 중국법인 지분법 이익 축소에도 웅진케미칼 실적 호조로 전체 지분법 이익은 2분기와 비슷할 전망이다.

국내화장품 사업 - Right on the track

- 국내 신규화장품 '리엔케이'는 9월 중순부터 방문판매 및 TV광고가 시작되었음. 1,000명의 화장품 판매원 (뷰티플래너)이 활동하며, 광고비 및 조직구축 등을 포함한 올해 연간 총 비용은 170억원 예상. 아직 초기단계이므로 향후 추이를 지켜봐야 하지만, 1) 동사의 우월한 마케팅 역량, 2) 제품 경쟁력 및 3) 방문판매 가능고객 확보 (기존 300만 고객)로 신규사업은 기회요인. 이에 올해 가이드스인 매출 100억원은 무난히 달성할 것으로 보임.

BUY☆☆☆의견 유지, 목표주가 49,000원으로 상향

- BUY☆☆☆의견 유지하며, 목표주가는 기존 45,000원에서 49,000원으로 9% 상향조정 (2011년 implied P/E 18.0배). 1) 환경가전사업의 안정적 외형성장과 꾸준한 이익률 개선, 2) 3분기 중국화장품 사업의 일시적 부진에도 점포수의 지속적 증가에서 보여주는 견조한 성장 및 3) 기존 회사가이드스 대비 50% 미만으로 추정하던 국내화장품 부문 매출추정 상향으로 내년 EPS를 5% 상향조정. 9월 29일 대주주인 웅진홀딩스가 3.2% 지분 블록딜을 완료함으로써 주가 upside를 제한했던 오버행 이슈가 사라져 sentiment도 긍정적.

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,348	2,784
BPS (원)	6,996	8,580	10,453
ROE (%)	24.7	24.7	25.3
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	15.0	15.9
순이익/영업이익 (%)	75.0	78.7	80.6
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

■ RATIOS

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	8.5	9.4
EPS 성장률 (%)	16.7	16.1	18.6
P/E (배)	19.0	18.1	15.3
P/B (배)	5.5	5.0	4.1
EV/EBITDA (배)	9.0	9.0	7.8
배당수익률(보통주, %)	2.3	2.7	3.3
Net debt to equity(%)	30.3	22.0	14.2

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 1. 3분기 preview

(십억원)	3Q10E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스 차이 (%)
매출액	380.8	7.2	3.9	(0.4)
영업이익	54.8	10.1	(6.6)	(3.7)
세전이익	57.0	14.4	(9.6)	(1.2)
순이익	42.6	15.0	(8.9)	(5.1)
이익률(% , %pts)				
영업이익	14.4	0.4	(1.6)	
세전이익	15.0	0.9	(2.2)	
순이익	11.2	0.8	(1.6)	

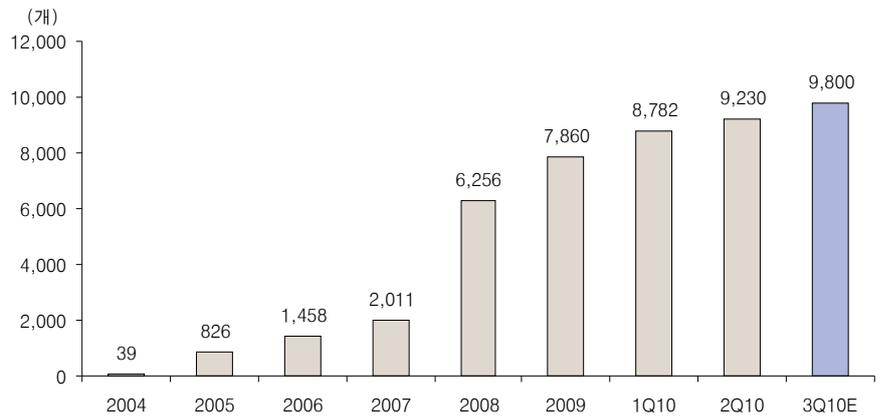
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정, FnGuide

표 2. 목표주가 산정내역

2011E	순이익 비중 (%)	EPS (원)	적용 PER	적정주가
국내사업	90.8	2,528	17	43,000
중국사업	9.2	256	25	6,000
전체	100.0	2,784	18	49,000

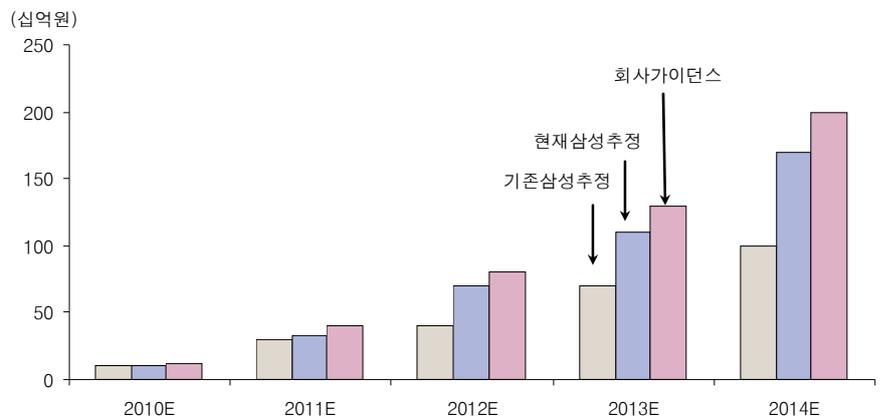
참고: 국내적용 PER은 내년 시장평균 9.5배에 2003년 이후 시장대비 프리미엄 평균인 70% 할증적용
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 1. 중국 직영 점포수 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 2. 국내 화장품 매출 추정



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 2. 분기별 중국법인 매출 및 이익전망

(백만원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10E	4Q10E
매출	40.6	57.6	66.0	58.4	56.5	76.4	71.9	75.4
화장품	27.8	45.8	52.1	40.2	42.6	61.7	57.3	56.3
환경가전	12.8	11.7	13.9	18.1	13.9	14.7	14.6	19.0
영업이익	11.1	26.1	20.1	14.8	15.0	23.1	18.2	19.1
화장품	11.1	28.8	20.4	14.6	15.3	23.5	18.3	19.2
환경가전	(0.1)	(2.8)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
영업이익율 (%)	27.2	45.3	30.4	25.3	26.5	30.3	25.3	25.4
화장품	40.0	62.9	39.3	36.3	35.9	38.0	32.0	34.0
환경가전	(0.6)	(23.7)	(2.8)	1.0	(2.2)	(2.2)	(1.0)	(0.1)
매출액증가율 (전년대비, %)				50.6	39.1	32.8	8.9	29.1
화장품				64.9	53.0	34.5	10.0	40.0
환경가전				26.3	8.7	25.8	5.0	5.0
영업이익증가율 (전년대비, %)				216.7	35.6	(11.2)	(9.4)	29.4
화장품				50.5	37.4	(18.7)	(10.4)	31.1
환경가전				n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 3. 연도별 중국법인 매출 및 이익전망

(백만원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
매출	131.3	222.5	280.1	372.2	488.8	626.8	778.4	920.9
화장품	86.1	166.0	217.9	300.7	402.9	523.7	654.7	772.5
환경가전	45.2	56.5	62.2	71.6	85.9	103.1	123.7	148.4
영업이익	19.8	72.0	75.4	109.7	148.5	194.7	243.1	279.3
화장품	31.1	75.0	76.2	108.2	145.0	188.5	235.7	270.4
환경가전	(11.3)	(3.1)	(0.8)	1.4	3.4	6.2	7.4	8.9
영업이익율 (%)	15.1	32.3	26.9	29.5	30.4	31.1	31.2	30.3
화장품	36.1	45.2	35.0	36.0	36.0	36.0	36.0	35.0
환경가전	(25.0)	(5.4)	(1.3)	2.0	4.0	6.0	6.0	6.0
매출액증가율 (전년대비, %)	120.7	69.5	25.9	32.9	31.3	28.2	24.2	18.3
화장품	200.8	92.7	31.3	38.0	34.0	30.0	25.0	18.0
환경가전	46.4	25.1	10.2	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0
영업이익증가율 (전년대비, %)	908.3	263.0	4.8	45.4	35.4	31.2	24.8	14.9
화장품	301.5	141.3	1.6	42.0	34.0	30.0	25.0	14.7
환경가전	n/a	n/a	n/a	n/a	140.0	80.0	20.0	20.0

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,532	1,676	1,822
렌탈	1,217	1,276	1,345	1,412	1,470
일시불	60	79	94	104	110
매출원가	407	460	510	562	636
매출총이익	907	952	1,022	1,114	1,186
판매관리비	717	747	792	848	898
인건비	155	195	204	210	216
광고선전비	38	40	44	49	53
판매수수료	258	229	268	297	318
감가상각비	28	33	32	34	36
기타	238	250	244	259	275
영업이익	190	204	230	267	288
영업외수익	21	27	31	37	47
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	28	35	44
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	22	20	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	3	2	0
기타	10	12	2	2	2
세전이익	185	203	239	283	318
(계속사업이익)법인세비용	56	49	58	69	77
순이익	129	153	181	215	241
EBITDA	331	352	386	436	471
EPS (원)*	1,734	2,023	2,348	2,784	3,127

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	345	386	421
순이익	129	153	181	215	241
유/무형자산 상각비	141	148	156	169	183
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(26)	(33)	(44)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(40)	(41)	(39)
기타	57	54	58	60	63
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(234)	(251)	(268)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	119	154	173
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	0	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(20)	(20)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(126)	(117)	(136)
단기차입금의 증가 (감소)	16	(19)	12	4	4
장기차입금 증가 (감소)	60	0	30	(30)	(30)
사채증가 (감소)	0	0	(90)	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	(20)	70	30	30	30
배당금	(58)	(65)	(77)	(89)	(106)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
현금증감	48	(17)	(15)	17	17
기초현금	29	76	64	49	66
기말현금	76	64	49	66	83

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	532	600	667
현금 및 현금성자산	76	64	49	66	83
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	219	239	260
채고자산	58	55	61	73	83
기타	192	197	202	222	241
비유동자산	596	761	819	876	946
투자자산	114	131	156	189	232
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	123	104	85
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,351	1,476	1,613
유동부채	399	542	483	508	535
매입채무	34	29	32	35	38
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
비유동부채	76	48	83	57	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
부채총계	475	590	566	566	567
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	634	760	895
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	785	911	1,046

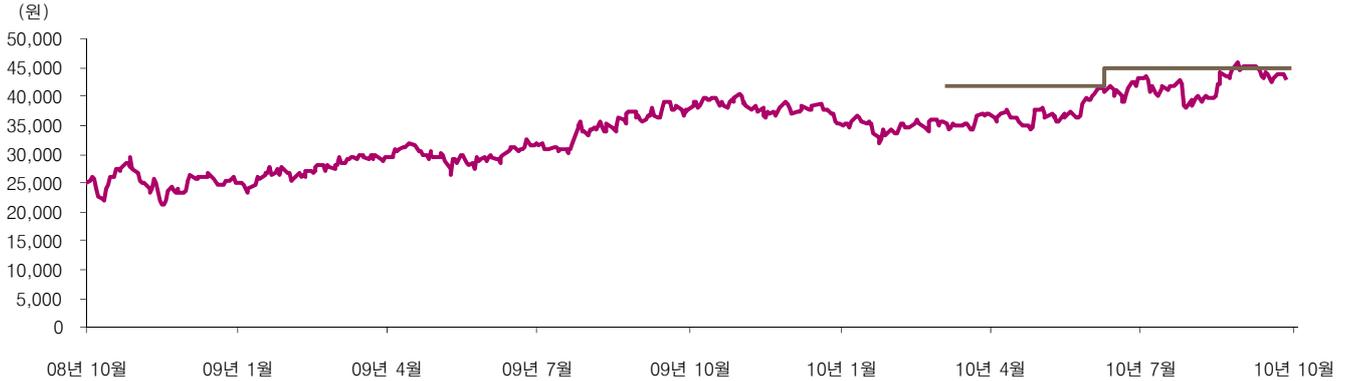
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	8.5	9.4	8.7
영업이익	17.9	7.4	12.6	15.9	8.0
세전계속사업이익	18.7	9.7	17.9	18.6	12.3
순이익	11.0	18.8	18.2	18.6	12.3
EBITDA	9.4	6.3	9.6	12.8	8.2
EPS*	11.0	16.7	16.1	18.6	12.3
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	15.0	15.9	15.8
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.6	16.9	17.5
순이익률	9.8	10.9	11.8	12.8	13.2
EBITDA 마진율	25.2	25.0	25.2	26.0	25.9
ROE	21.9	24.7	24.7	25.3	24.7
ROA	12.9	13.1	13.8	15.2	15.6
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.0	14.2	8.3
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.1	62.1	54.2
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.4	16.0	19.7
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.2	49.9	50.1
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	19,865	21,737	23,621
BPS	7,144	6,996	8,580	10,453	12,464
DPS	870	1,010	1,170	1,390	1,560
주당EBITDA	4,451	4,651	5,009	5,651	6,111

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 13일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/3/22	6/25	10/14
투자의견	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY★☆☆
TP (원)	42,000	45,000	49,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분함.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 6개월간 예상 절대수익률 30% 이상 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY★★☆ (매수★★☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 20~30% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 수준
- BUY★☆☆ (매수★☆☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 10~20% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 낮은 수준
- HOLD(중립) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10~10%
- SELL(매도) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

* 2010년 3월 11일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)에서 투자등급 5단계로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상