

BUY (유지)

웅진코웨이 (021240)

신사업에 대한 기대감을 높이자

3분기 영업이익, 신규 확장품 제외 시 전년 대비 22% 성장

3 (40) 22% 가

지분범이익 전망 밝아

3 89 40 (008000, 45%) (100%) 100

중국 법인 부진은 계절성, 점포 확장 속도 눈부세

3 5% 가 54.6 RMB 가 (40%) , 3 가 2 7%(34%) 가 4 40% 가

국내 확장품사업, 초기 순항 중

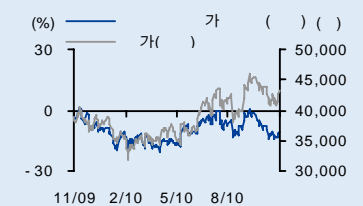
9 Re: NK 10 2010 100 50% 20 2012

적정주가 56,000원으로 상향, 신규 사업에 베티하자

가가 12% 가가 가 가 40,000 가 가

Analyst 이상구	
02 - 2003 - 2915 sk.lee@hdsrc.com	
RA 태운선	
02 - 2003 - 2934 yoonsun.tae@hdsrc.com	
가(11/4)	43,200
적정주가	56,000원 (종전 50,000원)
Overweight	
가	3.3
()	77,124,796
	67.3%
KOSPI	1,935.97
KOSDAQ	525.89
60	367,403
60	152
	44.6%
EPS (10~12 CAGR)	15.4%
EPS (3yr CAGR)	47.7%
52 / 가 ()	45,850
	31,150
(12M,)	0.4
	31.1%

주식상승률	1개월	3개월	6개월
	-1.5%	3.5%	19.3%
	-4.5%	-4.3%	6.0%



계산기말	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
()	1,314.4	1,411.9	1,501.0	1,636.3	1,829.3
()	190.1	204.3	234.1	257.4	283.7
()	184.8	202.7	243.9	285.0	317.0
()	129.1	153.3	183.9	222.3	247.2
EPS ()	1,734	2,023	2,385	2,882	3,206
EPS ()	1,657	2,088	2,396	2,882	3,206
PER* ()	20.8 - 12.9	19.4 - 11.2	18.0	15.0	13.5
PBR ()	3.8	5.6	5.1	4.1	3.4
EV/EBITDA ()	6.2	9.0	9.1	8.4	7.8
ROE (%)	22.9	24.0	25.0	26.0	24.8

3분기 영업이익, 신규
확장품 제외 시 전년 대비
22% 성장

3분기 영업이익은 3,780억 원으로 전년 동기 대비 22% 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 6.4% 증가한 3,780억 원에서 1.1%p 상승한 3,780억 원으로, 전년 동기 대비 15.1% (6.5%p - 3Q09 3.3%) 증가했습니다. 신규 확장품 제외 시 전년 대비 22% 성장했습니다. 이는 전년 동기 대비 19.5% (70% - 3Q09 3.3%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 595억 원에서 23억 원 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 100% (100%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 24억 원 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 100% (100%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 2011년 2010년 대비 20% 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 45% (0.08000, 45%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 20% 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 45% (0.08000, 45%) 증가했습니다.

그림 1> 3분기 실적, 예상 수준 호조

3Q10P ()	%YoY	%QoQ	3Q09	2Q10	3		3		HRC (%)
					HRC	HRC	HRC	HRC	
378.0	6.4	3.1	355.2	366.6	374.0	379.6	1.1	(0.4)	
57.1	14.7	(2.7)	49.8	58.6	54.8	56.4	4.2	1.2	
59.5	19.5	(5.5)	49.8	63.0	63.2	58.0	(5.9)	2.6	
45.2	22.1	(3.3)	37.0	46.8	49.3	43.7	(8.3)	3.5	

출처: FnGuide

중국 법인 부진은 계절성,
점포 확장 속도 예상보다
빨라

중국 법인 부진은 계절성, 점포 확장 속도 예상보다 빨라. 3분기 실적은 54.6억 원으로 전년 동기 대비 5% 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 40% (40%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 2억 원에서 7% (34%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 5.8%p (5.8%p) 증가했습니다. 전년 동기 대비 32.2% (32.2%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 112억 원에서 12% (12%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 85억 원 (2009 3) 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 7% (7%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 9,900억 원 (9,900) 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 4% (4%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 10% (10%) 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 40% (40%) 증가했습니다. 전년 동기 대비 30% (30%) 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 130 (130) 증가했습니다. 이는 전년 동기 대비 5% (5%) 증가했습니다.

그림 2> 중국화장품사업 2010년 3분기 바닥으로 회복 예상

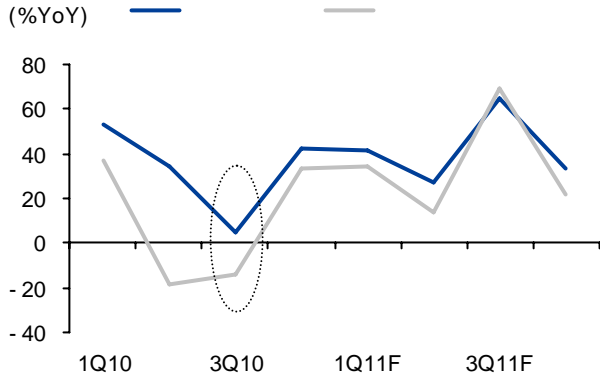
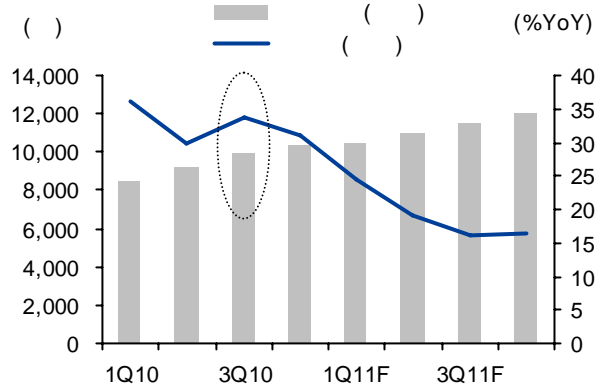


그림 3> 점포 확장 속도는 예상보다 빨라

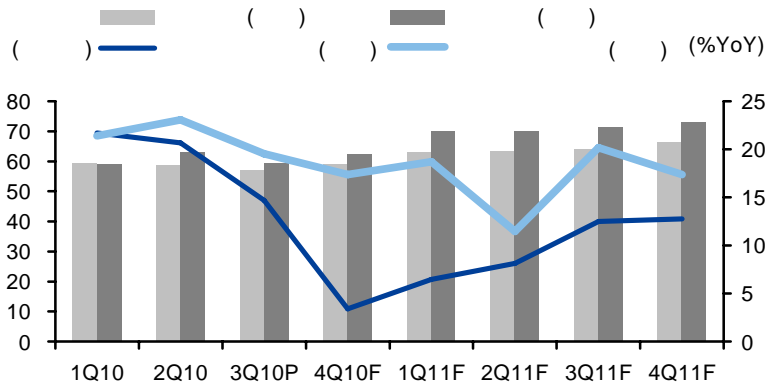


4분기 일시적 이익 둔화
이후 2011년 회복 예상

가
2010 4
20
10%

30% (100) 2010
2011 12% 가가

그림 4> 지분법 호조로 세전이익의 증가를 두드러질 듯

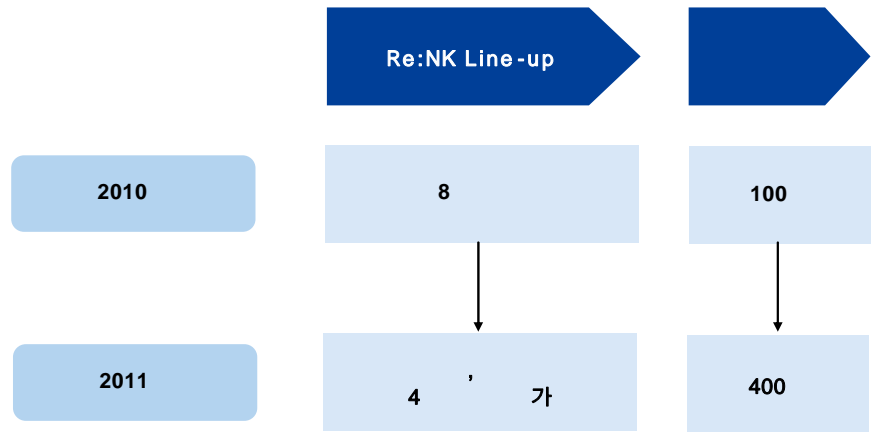


국내 화장품사업, 초기
순항 중

9 Re:NK 10 2010
100 50%
, 2010 70
2011 400
2004 LG (051900, BUY)
10 1,300
가

(Beauty planner) 2010 1,500 , 2011 3,500 . 2011
가
가
20 2012

그림 5> 2011년 국내 화장품 라인 확장될 계획



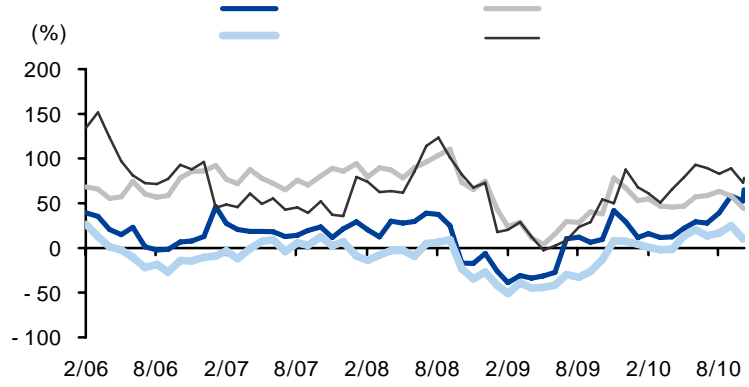
적정주가 56,000원으로
상향, 신규 사업에
베팅하자

가	12%	2011
가		가
EV/EBITDA	9	10
가		가
가	40,000	가
가		2011

그림 6> 적정주가 12% 상향 조정

EBITDA(FY11F,)	422.0
EBITDA ()	9.3
(%)	50.0
가 (a)	3,924.6
가 (b=(c+d+e)*(1-f/100))	523.6
(c, 214.6 , 45.24%)	243.4
(d, 100%)	274.0
(e)	6.2
(f, %)	-
가 (g=a+b)	4,448.2
(h)	219.2
가 (i=g-h)	4,229.0
()	77.1
(,)	76.1
가()	55,554

그림 7> 웅진코웨이 주식가치 부담은 있지만



: PER /
:

추정 손익계산서					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	1,314.4	1,411.9	1,501.0	1,636.3	1,829.3
(%)	0.0	0.0	4.7	5.6	6.6
가	(407.2)	(460.2)	(499.4)	(519.0)	(596.0)
	907.2	951.8	1,001.6	1,117.3	1,233.3
	(717.1)	(747.5)	(767.5)	(859.9)	(949.6)
EBITDA	190.1	204.3	234.1	257.4	283.7
	331.3	352.4	391.6	422.0	454.7
	(5.4)	(1.5)	9.8	27.6	33.3
	(8.1)	(9.4)	(14.1)	(12.8)	(10.2)
	10.5	(5.2)	(0.5)	0.0	0.0
	(1.4)	13.9	24.9	40.0	43.0
	(2.5)	(1.5)	(0.5)	0.0	0.0
	184.8	202.7	243.9	285.0	317.0
	(55.7)	(49.4)	(60.0)	(62.7)	(69.8)
	129.1	153.3	183.9	222.3	247.2
	7.9	(6.4)	(1.1)	0.0	0.0
	123.3	158.1	184.8	222.3	247.2

현금흐름표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	304.8	311.7	306.6	329.6	357.2
	129.1	153.3	183.9	222.3	247.2
	141.2	148.1	157.5	164.6	171.0
	85.1	78.3	24.0	18.0	19.9
	(14.4)	(19.1)	(32.2)	(44.0)	(48.0)
	(36.2)	(48.9)	(26.6)	(31.4)	(32.9)
	(255.1)	(276.1)	(261.3)	(221.7)	(227.5)
	(142.0)	(204.1)	(229.0)	(230.0)	(230.0)
	(4.5)	(6.2)	(4.0)	0.0	0.0
	(82.4)	2.8	(34.5)	0.0	0.0
	(26.1)	(68.6)	6.3	8.3	2.5
	(2.1)	(52.3)	0.6	(98.7)	(100.3)
	55.8	51.4	76.6	(10.0)	0.0
/ ()	0.0	(38.9)	0.0	0.0	0.0
	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.7)	(100.3)
	0.1	0.0	0.8	0.0	0.0
가 ()	47.6	(12.4)	45.9	9.1	29.5
	28.5	76.1	63.7	109.6	118.7
	76.1	63.7	109.6	118.7	148.2
	285.9	295.0	341.2	365.4	392.3
	155.3	(30.3)	100.0	117.6	143.7
	(2.8)	(114.7)	(29.6)	10.9	27.0
()	(85.8)	(200.5)	(230.1)	(219.2)	(192.2)

주주가치 및 재무구조					
(%)	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
ROE	22.9	24.0	25.0	26.0	24.8
ROA	12.9	13.1	13.5	14.6	14.8
ROIC	25.1	22.3	23.3	23.0	23.2
WACC	10.7	7.4	7.0	7.6	8.1
ROIC/WACC ()	2.3	3.0	3.3	3.0	2.9
(EP,)	82.4	104.5	131.0	137.2	147.5
	79.6	86.7	85.1	72.5	63.3
	14.4	29.5	29.2	23.8	18.0
()	29.2	28.1	22.0	22.0	25.9

$$EPS = \frac{EBITDA - \text{Interest Expense} - \text{Income Tax Expense}}{\text{Weighted Average Shares Outstanding}}$$

다차대조표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
	76.1	63.7	109.6	118.7	148.2
	5.9	5.5	6.6	(1.6)	(4.1)
	149.8	194.6	200.0	210.0	220.0
	58.0	54.6	57.9	61.3	65.0
	185.8	191.1	197.7	209.5	222.0
	475.6	509.5	571.8	598.0	651.1
	114.1	130.7	190.7	230.7	273.7
	356.4	418.2	510.7	599.7	683.8
	64.9	141.1	123.5	99.9	74.7
	60.5	71.2	63.8	63.8	63.8
	595.8	761.2	888.8	994.1	1,096.1
	1,071.4	1,270.7	1,460.6	1,592.1	1,747.2
	34.2	29.2	31.0	32.8	34.8
	107.8	119.7	96.3	86.3	86.3
	0.0	120.0	80.0	80.0	80.0
	256.7	272.8	278.3	283.9	289.5
	398.7	541.8	485.6	483.0	490.6
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	60.0	30.0	170.0	170.0	170.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
	15.9	18.1	15.6	16.1	16.6
	76.0	48.2	185.8	186.3	186.8
	474.8	590.0	671.4	669.3	677.4
	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
	6.2	(31.5)	(30.7)	(30.7)	(30.7)
	1.3	0.0	0.6	0.6	0.6
	441.1	529.6	636.7	770.3	917.2
	596.6	680.7	789.2	922.8	1,069.8
	1,071.4	1,270.7	1,460.6	1,592.1	1,747.2

주당지표					
()	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
EPS	1,734	2,023	2,385	2,882	3,206
EPS	1,657	2,088	2,396	2,882	3,206
(BPS)	7,056	6,812	8,543	10,582	12,813
(SPS)	17,659	18,639	19,462	21,216	23,719
EBITDA	4,451	4,569	5,078	5,472	5,896
(GCFPS)	3,841	3,894	4,424	4,738	5,086
	870	996	1,150	1,300	1,450
EPS (3 CAGR, %)	16.6	20.3	15.4	12.9	7.8

성장성 및 수익성비율					
(%)	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F	12/12F
(%YoY)	8.4	7.4	6.3	9.0	11.8
(%YoY)	17.9	7.4	14.6	10.0	10.2
EBITDA (%YoY)	9.4	6.3	11.1	7.8	7.7
(%YoY)	11.0	18.8	20.0	20.9	11.2
(%YoY)	9.6	28.2	16.8	20.3	11.2
	14.5	14.5	15.6	15.7	15.5
EBITDA	25.2	25.0	26.1	25.8	24.9
	9.8	10.9	12.3	13.6	13.5
	9.4	11.2	12.3	13.6	13.5

