

웅진코웨이 (021240/BUY)

SELL **HOLD** **BUY**

6개월 목표주가 **49,000원**
 Upside/downside **13%**
 현재주가 **43,200원**



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	-2%	+17% +12
상대주가	-4%	+2% -11

3분기 실적

(십억원)	3Q10	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	378.0	6.4	3.1	(0.7)	(0.4)
영업이익	57.1	14.7	(2.7)	4.1	1.2
세전계속사업이익	59.5	19.5	(5.5)	4.4	2.6
순이익	45.2	13.4	4.3	6.2	3.5
이익률 (%)					
영업이익	15.1				
세전계속사업이익	15.7				
순이익	12.0				

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ RESULTS NOTE

4분기부터는 견조한 중국 성장 재개 전망

이익률 개선세 지속, 자회사 웅진케미칼 호조

• 3분기 매출액은 6% 증가한 3,780억원. 총계정이 전년동기대비 6% 증가하며 렌탈관련 매출은 4% 증가. 영업이익은 15% 증가한 571억원. 영업이익률은 15.1%로 전년 동기대비 0.9%p 개선되며 이익률 개선세가 지속되고 있음. 화장품 런칭 관련 광고선전비 26% 증가에도 1) 인건비율 축소, 2) 판매수수료 체계 변경으로 인한 렌탈자산폐기손실 감소 때문. 세전이익과 순이익은 각각 20%, 22% 증가한 595억원, 452억원. 중국법인의 지분법 축소에도 웅진케미칼의 수익성 개선으로 지분법 이익이 크게 증가했기 때문. 웅진케미칼의 3Q누적 지분법이익은 전년동기 대비 190% 증가한 131억원.

예상대로 부진했던 3분기 중국 화장품 사업, 그러나 4분기부터 예전 기조 복귀

• 중국 3분기 화장품 사업은 위안화 기준 매출액 5% 증가, 영업이익 14% 감소하며 예상대로 부진(영업이익률은 32%). 그러나 10월 매출은 40% 내외로 증가하며 다시 기존의 매출증가세를 유지하고 있어, 연간으로는 매출 30% 증가, 영업이익률 35%로 가이던스 (매출 40% 증가, 영업이익률 35%)보다 소폭 낮은 수준의 이익 실현이 예상됨. 3분기동안 직영점포수는 670개, 시판점포수는 115개 증가해 총 기준점포수 및 시판점포수는 9,900개, 382개로 점포수 증가가 지속적으로 진행되고 있는 점이 긍정적.

국내 화장품사업 - 초기 프로모션 호조는 긍정적

• 9월 중순부터 판매한 국내 화장품 브랜드 '리앤케이'는 초기 프로모션 (더 퍼스트 멤버십), TV광고 등에 힘입어 현재까지 매출이 약 60억원정도인 것으로 추정됨. 이는 연간 가이던스 매출 100억원의 60%로 수준으로 실제로는 연간 120억원의 매출을 기록할 것으로 예상됨. 초기 프로모션 이후의 매출이 중요하지만, 초기 프로모션의 호조는 긍정적으로 판단함. 이는 1) 판매원을 확보하고, 2) 그 판매원들이 일정 수준이상의 수입을 얻으며, 3) 고객들의 제품에 대한 구전마케팅 효과를 기대할 수 있어 방관사업의 조기 정착에 기여할 수 있기 때문. 현재 1,285명의 판매원을 확보했으며 내년 상반기까지 3,000명까지 늘릴 계획.

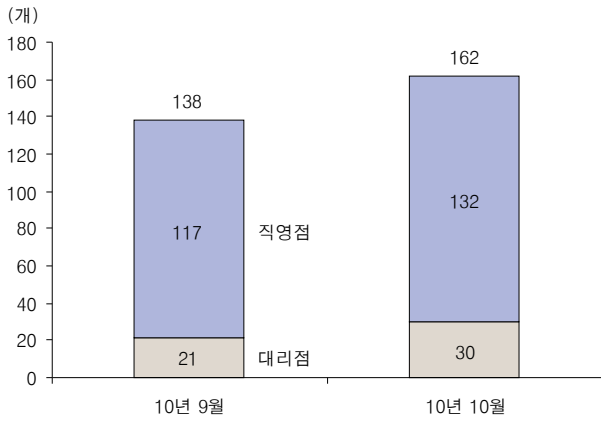
BUY의견과 49,000원 목표주가 유지

• 현 주가는 2011년 P/E 15.7배로 1) 환경가전 사업 안정적 외형성장과 꾸준한 이익률 개선, 2) 중국 화장품 포수의 지속적 증가에서 보여주는 견조한 성장잠재력 및 3) 계획대로 진행되고 있는 국내화장품 사업 고려시 부담스럽지 않은 주가 수준. 또한 웅진케미칼의 호조 지속과, 아직은 손실을 기록하는 말레이시아법인이 내년에는 본격적 흑자를 보일 것이라 예상하며 BUY의견과 49,000원 목표주가 유지.

Valuation summary

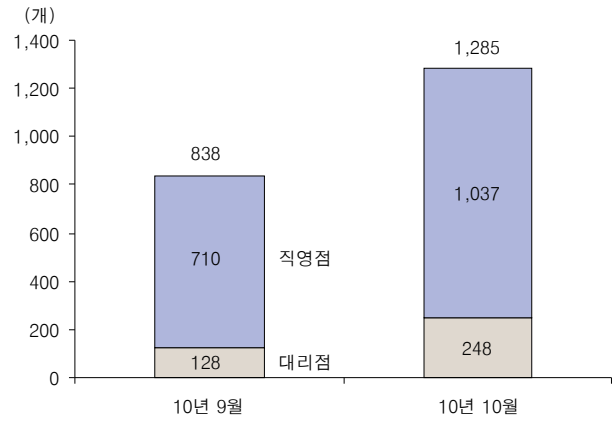
	2009	2010E	2011E
Valuation (배)			
P/E	19.0	18.0	15.7
P/B	5.5	5.0	4.1
EV/EBITDA	9.0	9.1	8.1
Div yield (%)	2.4	2.8	3.2
EPS 증가율 (%)	16.7	18.7	14.6
ROE (%)	24.7	25.2	25.0
주당지표 (원)			
EPS	2,023	2,402	2,752
BVPS	6,996	8,634	10,444
DPS	1,010	1,200	1,380

그림 1. 국내 화장품 조직 현황



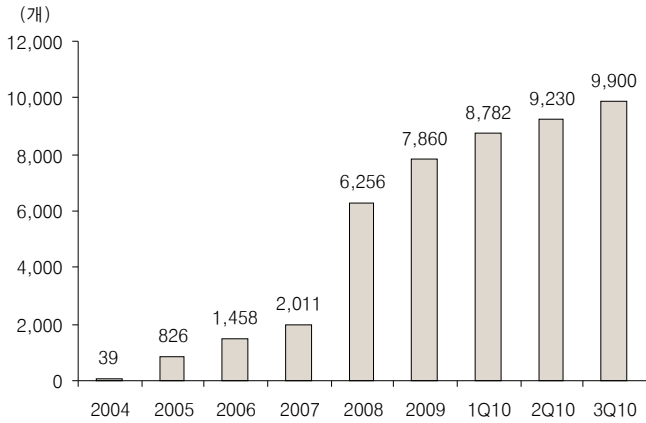
자료: 웅진코웨이

그림 2. 국내 화장품 판매인 현황



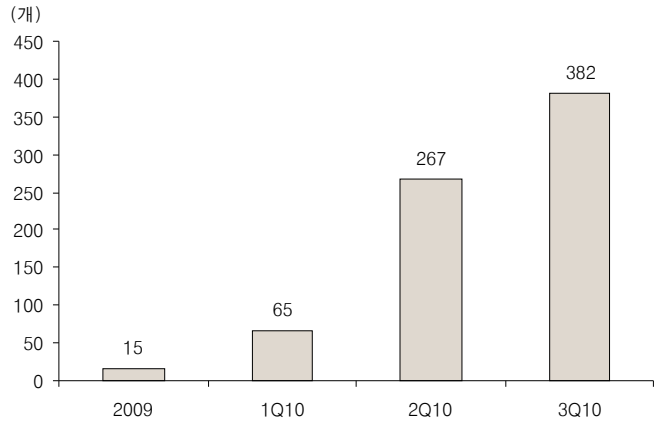
자료: 웅진코웨이

그림 3. 중국 화장품 직영점포수 추이



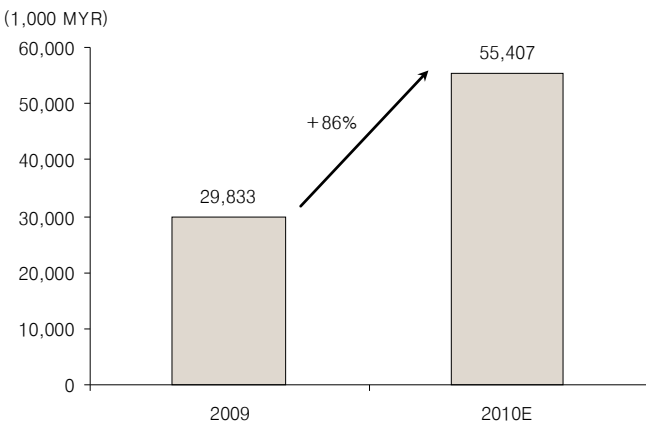
자료: 웅진코웨이

그림 4. 중국 화장품 시판점포수 추이



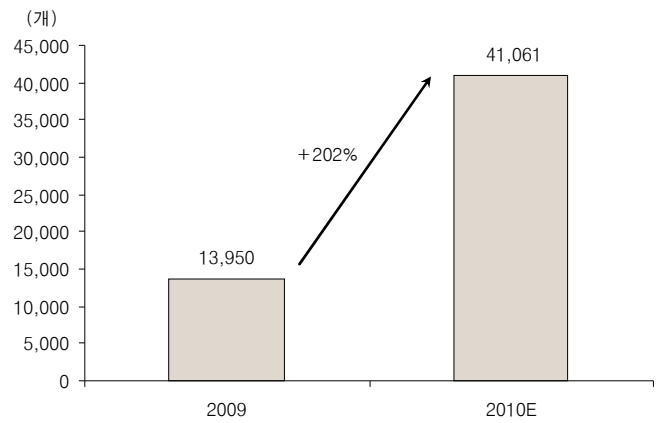
자료: 웅진코웨이

그림 5. 말레이시아 법인 매출액 예상



자료: 웅진코웨이

그림 6. 말레이시아 법인 판매대수 예상



자료: 웅진코웨이

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,529	1,672	1,808
렌탈	1,217	1,276	1,353	1,423	1,478
일시불	60	79	104	113	119
매출원가	407	460	514	572	641
매출총이익	907	952	1,015	1,100	1,166
판매관리비	717	747	785	843	889
인건비	155	195	204	210	216
광고선전비	38	40	44	48	52
판매수수료	258	229	262	293	312
감가상각비	28	33	32	34	36
기타	238	250	243	258	272
영업이익	190	204	230	257	277
영업외수익	21	27	36	43	50
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	33	41	47
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	244	280	310
(계속사업이익)법인세비용	56	49	59	68	75
순이익	129	153	185	212	235
EBITDA	331	352	387	426	460
EPS (원)*	1,734	2,023	2,402	2,752	3,048

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	345	377	413
순이익	129	153	185	212	235
유/무형자산 상각비	141	148	156	169	183
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(31)	(40)	(47)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(39)	(40)	(38)
기타	57	54	58	60	63
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(234)	(251)	(267)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	118	146	164
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	0	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(20)	(19)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(126)	(119)	(135)
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)	(91)	(105)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
현금증감	48	(17)	(15)	6	10
기초현금	29	76	64	48	55
기말현금	76	64	48	55	65

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	531	588	645
현금 및 현금성자산	76	64	48	55	65
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	218	239	258
채고자산	58	55	61	73	82
기타	192	197	202	221	239
비유동자산	596	761	824	888	961
투자자산	114	131	161	201	248
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	123	104	85
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,355	1,476	1,606
유동부채	399	542	483	508	535
매입채무	34	29	32	35	37
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	638	759	889
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	789	910	1,040

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	8.3	9.3	8.1
영업이익	17.9	7.4	12.7	11.6	7.8
세전계속사업이익	18.7	9.7	20.5	14.6	10.8
순이익	11.0	18.8	20.8	14.6	10.8
EBITDA	9.4	6.3	9.7	10.2	8.0
EPS*	11.0	16.7	18.7	14.6	10.8
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	15.1	15.4	15.3
세전계속사업이익률	14.1	14.4	16.0	16.7	17.2
순이익률	9.8	10.9	12.1	12.7	13.0
EBITDA 마진율	25.2	25.0	25.3	25.5	25.5
ROE	21.9	24.7	25.2	25.0	24.1
ROA	12.9	13.1	14.1	15.0	15.3
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.0	15.5	10.0
부채비율 (%)	79.6	86.7	71.7	62.2	54.5
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.4	15.4	19.0
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.3	49.9	50.2
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	19,829	21,674	23,439
BPS	7,144	6,996	8,634	10,444	12,386
DPS	870	1,010	1,200	1,380	1,520
주당EBITDA	4,451	4,651	5,012	5,525	5,970

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 4일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 4일 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	10/21
투자의견	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY
TP (원)	42,000	45,000	49,000	49,000

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

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★☆☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상