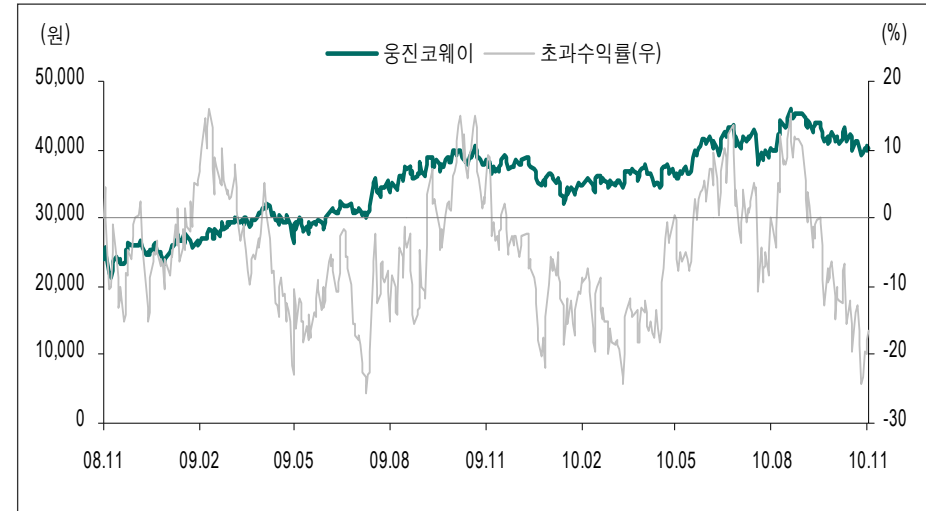


용진코웨이 (021240.KSE, BUY, TP 51,000원)

투자포인트

- 국내 생활가전 사업에서의 안정적 현금창출력
- 중국 화장품사업의 높은 성장세
- 국내 화장품사업 진출에 따른 성장 잠재력
- 배당성향 50% 등의 주주우대정책

주가 Performance



Financial Data

결산월 12월	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	수정EPS (원)	증감율 (%)	BPS (원)	수정PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	NetDER (%)
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,701	12.3	8,016	15.7	3.3	6.2	22.9	14.4
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,089	22.8	9,298	18.4	4.1	8.8	24.0	27.9
2010F	1,509.6	229.5	238.6	181.4	2,321	11.1	10,653	17.3	3.8	8.2	24.7	26.4
2011F	1,622.1	245.8	258.9	196.8	2,577	11.0	12,040	15.6	3.3	7.6	23.5	19.5
2012F	1,727.2	266.5	289.2	219.8	2,855	10.8	13,626	14.1	3.0	6.9	23.1	14.1

안정 성장하는 내수 비즈니스

Cash Cow로서의 국내 생활가전 사업

- 향후 3년 매출 CAGR 7%, 영업이익 CAGR 9%
- 렌탈/멤버십의 꾸준한 증가 + 해약률 하락 + 수처리/화장품 등 신규 아이템을 통한 장기 성장잠재력 확보
- 국내 화장품사업 진출에 따른 단기 비용증가로 OPM 상승 둔화되나 15% 이상 꾸준히 유지

용진코웨이 실적추이 (단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10F	11F	12F
매출액	1,118	1,213	1,314	1,412	1,510	1,622	1,727
일시불	41	53	60	79	99	109	113
렌탈	935	986	1,020	1,059	1,109	1,173	1,239
멤버십	85	116	136	138	150	166	182
기타	56	58	98	136	152	174	193
영업이익	112	161	190	204	229	246	267
세전이익	102	156	185	203	237	257	286
순이익	75	116	129	153	180	195	217
매출구성							
일시불	3.7	4.4	4.6	5.6	6.6	6.7	6.6
렌탈	83.7	81.3	77.6	75.0	73.5	72.3	71.8
멤버십	7.6	9.6	10.4	9.8	9.9	10.3	10.5
기타	5.0	4.8	7.4	9.7	10.0	10.7	11.2
YoY							
매출액	10.9	8.5	8.4	7.4	6.9	7.5	6.5
영업이익	15.9	43.7	17.9	7.4	12.4	7.1	8.5
세전이익	19.1	52.0	18.7	9.7	17.1	8.2	11.2
순이익	23.1	55.2	11.0	18.8	17.7	8.2	11.2
Margin							
영업이익률	10.0	13.3	14.5	14.5	15.2	15.2	15.4
세전이익률	9.2	12.8	14.1	14.4	15.7	15.8	16.6
순이익률	6.7	9.6	9.8	10.9	12.0	12.0	12.6

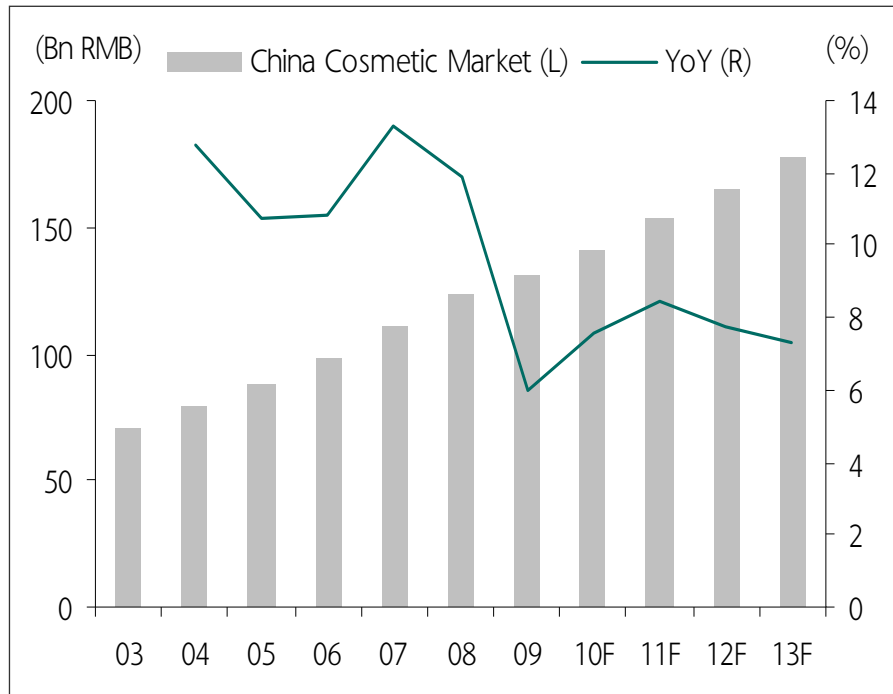
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

중국 화장품시장

1,310억RMB 규모. 욱실/헤어 제외한 순수 화장품은 850억RMB (한국의 4배). 향후 4년 CAGR 8%

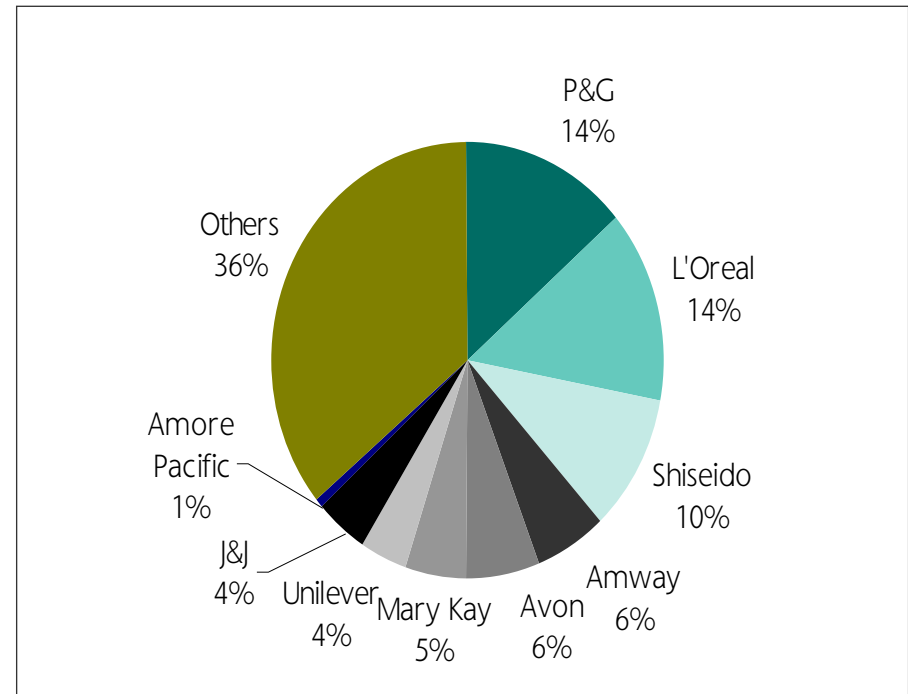
- 주요 유통경로는 백화점(50%), 시판(38%), 약국/전문점/직판/인터넷 (12%) 등
- P&G, L'Oreal, Shiseido 등 글로벌 브랜드들이 시장을 지배

중국 화장품시장 규모



자료: Euromonitor

중국 화장품시장 브랜드별 M/S



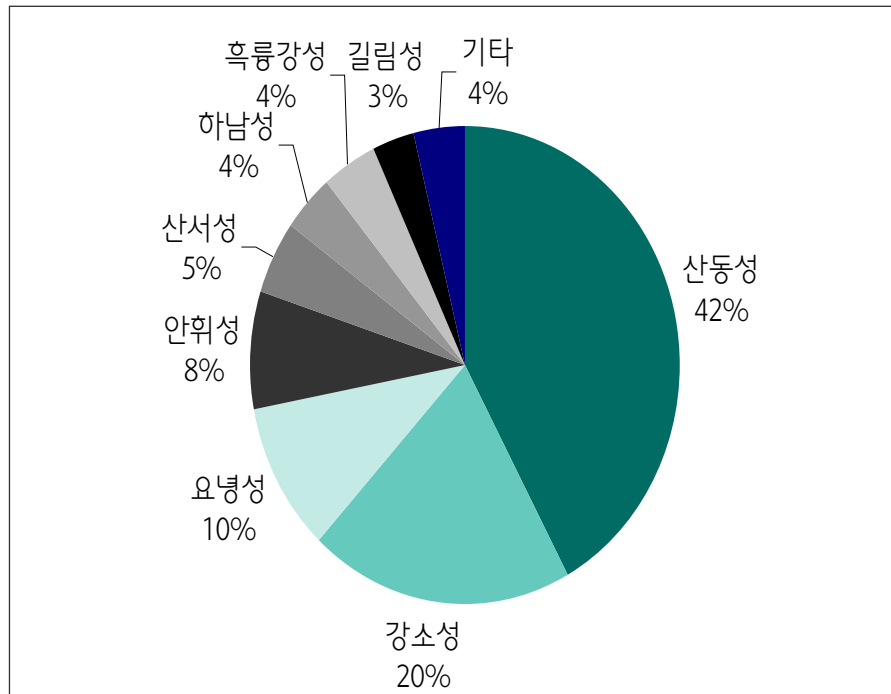
자료: Euromonitor

용진코웨이 중국 화장품사업 현황

지방 중소도시에서 프랜차이즈사업을 하고 있는 Niche Player

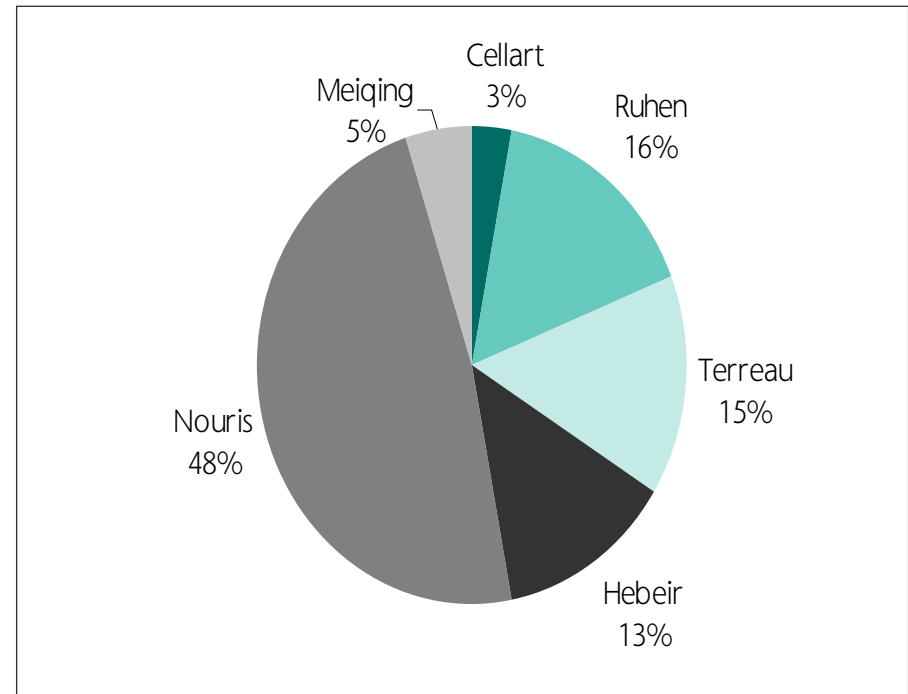
- 동부 연안 지방 중소도시에서 마사지샵과 연계한 전문점을 프랜차이즈 형태로 운영
- 주요 6개 브랜드, 200여개 제품 Line-up 보유

중국 지역별 매출비중



자료: 용진코웨이

브랜드별 매출비중



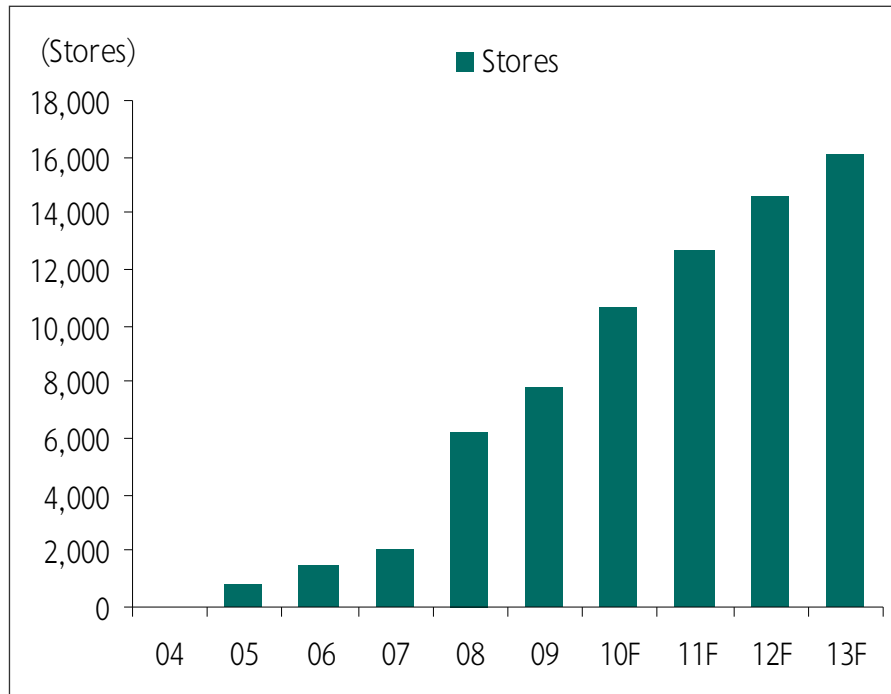
자료: 용진코웨이

중국 화장품사업 확장 전략

향후 4년 매출액 CAGR 24% 전망

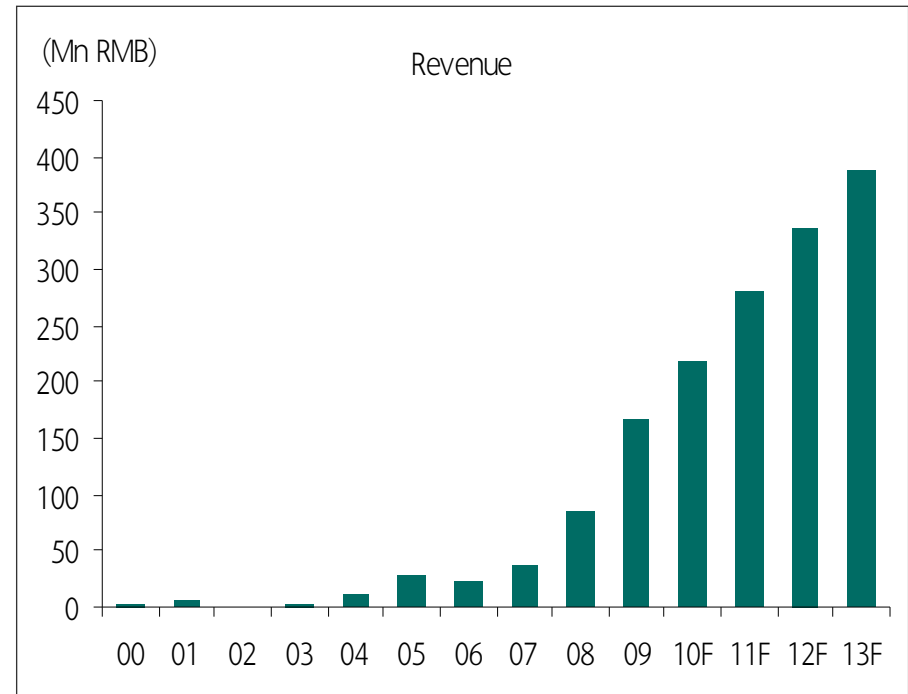
- 대리상/점포수 확대('09년 7,860개 → '10F 10,500개, 매년 2,000여 개 출점)
- 지역적 확대(동북, 동남으로 확대) + 신규 유통채널 진출(시판채널 '09년 15개 → 3Q10 382개)

매년 2천여개 점포수 증가



자료: 용진코웨이, 하나대투증권

중국 화장품사업 매출액 CAGR 24%



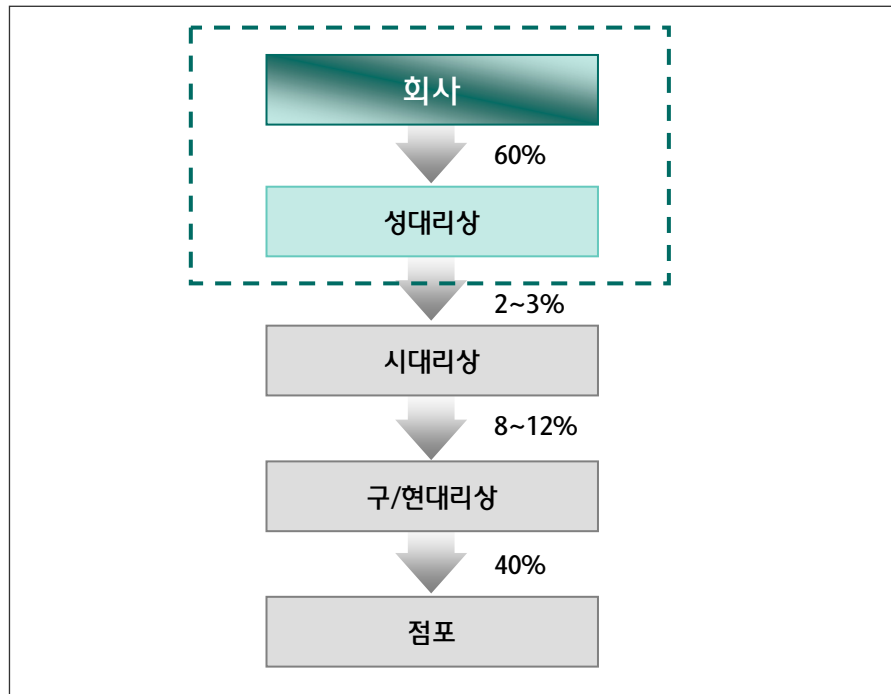
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

중국 화장품 Biz Model의 장점과 단점

단점 보완을 통한 장기 Value 만드는 것이 과제

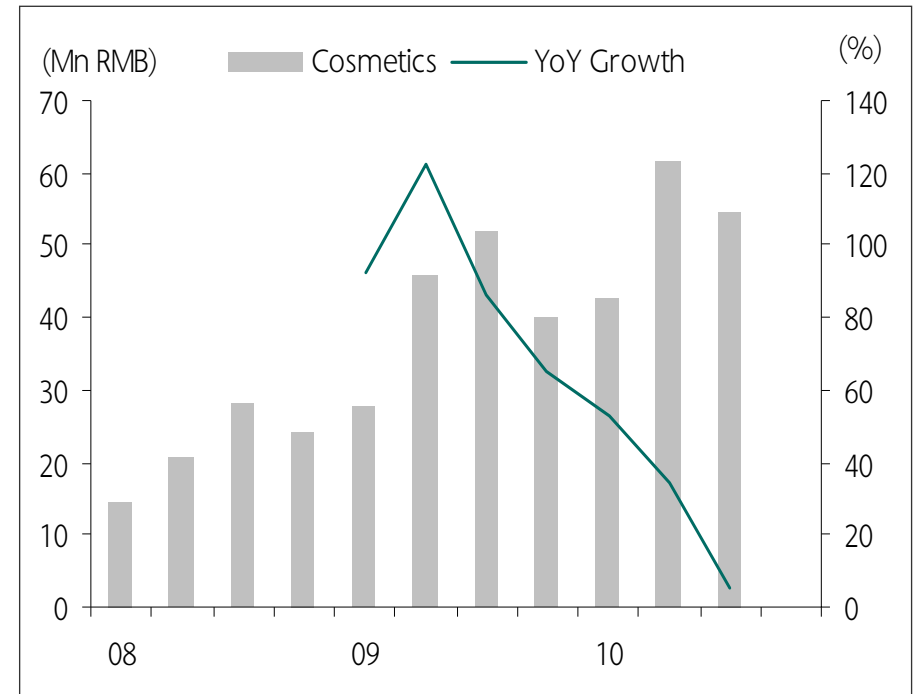
- 장점: Niche Player로서 경쟁강도 약한 편, 프랜차이즈 모델로 낮은 Capex와 운영비용 소요(→ 빠른 지역적 확장이 가능)
- 단점: 낮은 Brand Royalty로 인한 약한 협상력, 중소도시 마사지사업 위주의 약한 집객력(ex) 3Q10 실적둔화의 이유)

중국 화장품사업 대리상/점포 마진정책



자료: 용진코웨이

중국 화장품사업 분기별 매출액 추이



자료: 용진코웨이

중국 법인 실적전망

고 성장세 지속

- 중국 화장품사업 영업이익 향후 3년 CAGR 20% 증가
- 시판채널 진입으로 영업이익률 소폭 하락하지만 35% 전후의 고 마진 유지될 전망

	06	07	08	09	10F	11F	12F	13F
점포수	1,458	2,011	6,256	7,860	10,493	12,802	14,978	16,775
매출액	3.0	7.6	21.0	43.6	46.6	57.4	67.5	76.8
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	36.6	46.9	56.5	65.3
생활가전	0.4	3.1	7.2	11.1	10.0	10.5	11.0	11.5
영업이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	12.9	16.5	19.7	22.5
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	13.2	16.7	19.8	22.5
생활가전	-0.7	-0.8	-3.0	-0.6	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
세전이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	12.9	16.5	19.7	22.5
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	11.3	14.5	17.3	19.8
Margin								
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	27.7	28.7	29.1	29.3
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	36.0	35.5	35.0	34.5
생활가전	-172.8	-24.9	-42.4	-5.4	-3.0	-2.0	-1.0	0.0
세전이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	27.7	28.7	29.1	29.3
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	24.3	25.2	25.6	25.8
YoY								
매출액		151.4	176.7	107.8	6.8	23.2	17.6	13.7
화장품		71.4	203.1	137.5	12.6	28.2	20.4	15.4
생활가전		705.8	134.5	54.2	-10.0	5.0	5.0	5.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	-8.7	27.7	19.6	14.4
화장품		흑전	422.8	197.4	-10.4	26.4	18.7	13.8
생활가전		적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	-8.7	27.7	19.6	14.4
순이익		흑전	936.9	642.4	-19.6	27.7	19.6	14.4

주: '09년 이익에는 '08년 이익분 15억원 정도가 일시적으로 반영. 이를 감안한 '10년 이익은 '09년과 동일

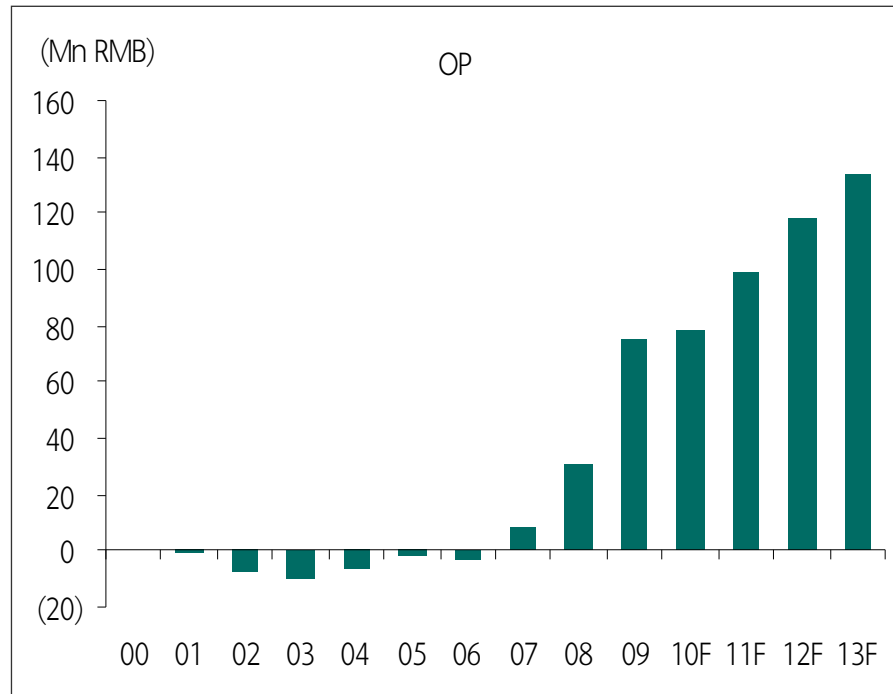
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

중국법인의 이익 기여

국내 영업이익 대비 6% 비중

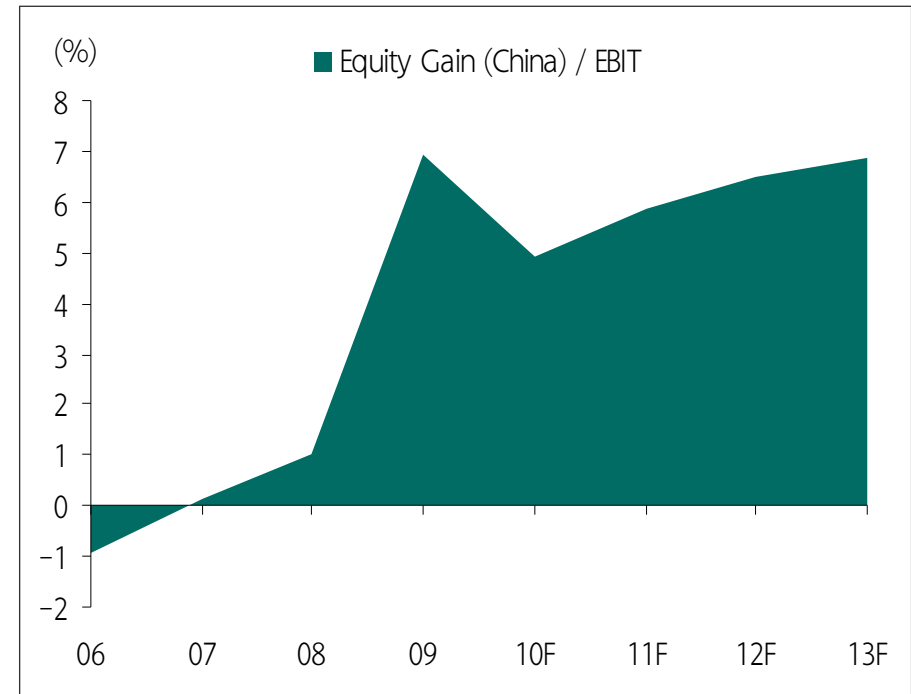
- 2010년부터 법인세(12%) 부과되기 시작하면서 일시적인 하락
- 중국 화장품부문 이익증가에 힘입어 국내 영업이익 대비 중국법인에 대한 지분법이익 비중이 6% 이상으로 상승

중국 화장품사업 영업이익 추이



자료: 용진코웨이, 하나대투증권

중국법인에 대한 지분법이익 비중 추이



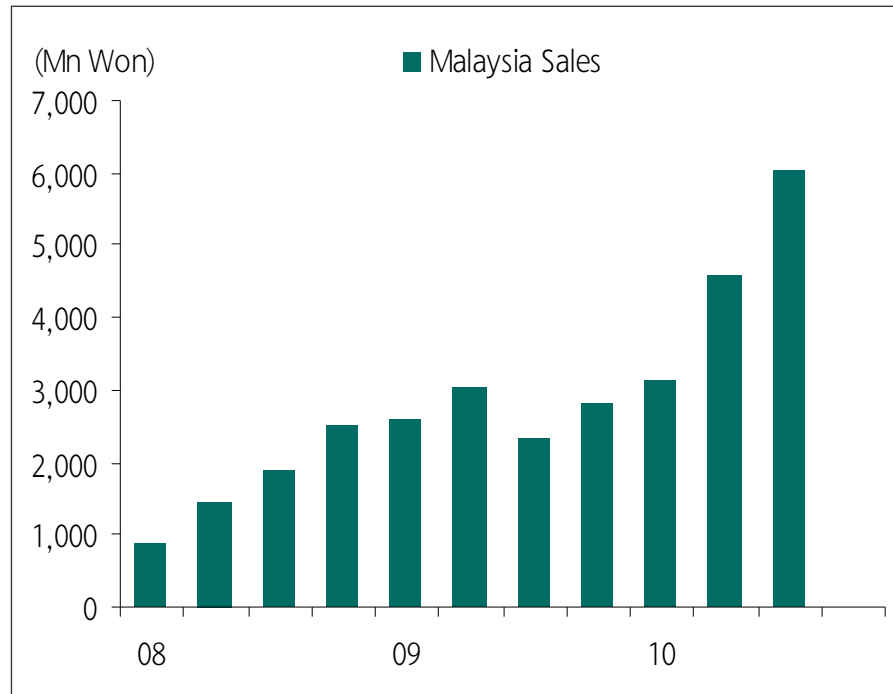
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

말레이시아 정수기사업의 잠재력

2010년 정수기 렌탈판매 급증

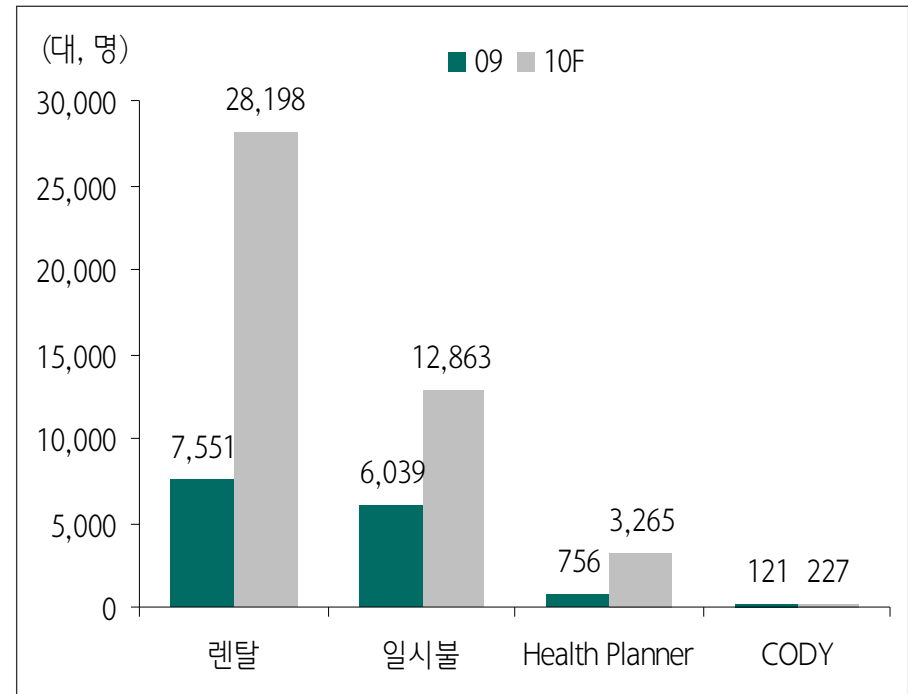
- 2006년 법인설립 후 2010년 Health Planner 판매조직 대폭 확대
- 2011년 상반기 월 BEP 돌파, 연말 연간 BEP 돌파 후 2012년부터 지분법이익 기여가 시작될 전망

말레이시아법인 분기별 매출액 추이



자료: 용진코웨이

말레이시아 정수기사업 현황 ('09년 vs. '10년F)



자료: 용진코웨이

Valuation

적정주가는 51,000원 (목표 P/E 20배)

- 영업가치: DCF (WACC 8.6%, TGR 3%) → 3.57조원
- 투자자산 가치: 중국법인(P/E 25배 적용 0.36조원)+웅진케미칼 지분 0.31조원-순차입금 합계에 22% 할인 → 0.34조원

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ~
NOPAT	189.4	203.8	224.2	243.5	232.3	
(+) D&A	155.1	163.3	171.2	178.8	184.8	
Gross Cash Flow	344.5	367.0	395.4	422.3	417.0	
(-) Increase in WC	16.0	10.5	2.4	5.7	7.9	
(-) Capex	206.8	211.9	217.0	222.2	184.8	
(-) Increase in other assets	4.9	5.7	5.3	5.4	4.6	
Free Cash Flow	116.8	139.0	170.7	189.1	219.7	
Discount Factor (r=8.6%)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	
Continuing Value (CV)	115.9	127.0	143.6	146.5	156.7	
Total PV of FCF to 2014	689.8					
Continuing Value (CV)						4,040.7
PV of CV	2,882.7					
Value of Firm	3,572.5					
N-O Assets	337.5					
Value of Equity	3,910.0					
# of Shares (thousand)	77,124.8					
Value per Share (Won)	50,697					

구분	지분율	11F 순이익	목표 P/E	지분가치
중국법인	100%	14	25	362
웅진케미칼	45%	53	13	313
기타				27
순현금				-270
합계				433
할인율				22%
N-O Assets				337

자료: 하나대투증권