

웅진코웨이 (021240/BUY)

SELL **HOLD** **BUY**

12개월 목표주가 **49,000원**
 Up/downside **26%**
 현재주가 **38,800원**

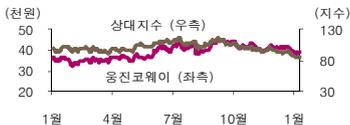


Analyst
 신정현
 junghyun81.shin@samsung.com
 02 2020 7753

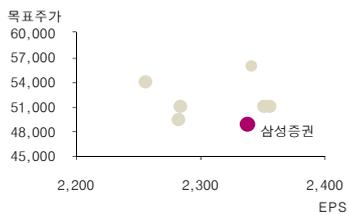
■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통		
시가총액	2조 9,924억원		
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	-4%	-10%	+6%
상대주가	-4%	-31%	-17%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ FLASH NOTE

탄탄한 핵심사업, 매력적 valuation

4Q preview - 계정 순증 예상을 상회

4분기 매출액은 전년동기대비 9% 증가한 4,032억원 예상. 1) 가습 공기청정기 신제품 효과 등으로 렌탈 매출 호조가 지속되었고, 2) 국내화장품 매출액이 약 170억원으로 기존 가이드نس 대비 2배 이상 매출을 시현한 것으로 보임. 4분기 계정 순증이 큰 폭으로 증가하며, 연간으로는 가이드نس인 26.8만을 크게 상회하는 30만 이상의 계정순증이 예상됨. 영업이익은 전년동기대비 8% 감소한 524억원 예상. 국내 화장품 사업으로 인한 광고선전비와 판매수수료 증가 때문이며 예상됐던 수준. 중국 화장품 매출은 위안화 기준 전년동기대비 약 35%정도 증가한 것으로 예상되며 3분기 부진했던 모습에서 회복되는 모습.

국내화장품 사업 - 향후 코디조직과의 시너지를 기대

9월 중순부터 판매한 국내 화장품 브랜드 '리엔케이'는 초기 프로모션 (더 퍼스트 멤버십), TV광고 등에 힘입어 2010년 총 190억원의 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 약 2,400명의 판매원을 확보했으며, 향후 기존 화장품 매출 가이드نس였던 2011년 400억 매출은 상향조정될 여력이 높아보임. 아직 코디조직을 화장품 판매에 활용하지 않았으나, 올해부터 코디조직을 샘플이나 전단지 등을 나눠주는 마케팅 톨로 사용할 경우 큰 시너지를 기대할 수 있을 것으로 예상됨.

Valuation 매력적, BUY 의견과 49,000원 목표주가 유지

BUY 의견과 49,000원 목표주가 유지. 1) 중국 건축과 국내 화장품 사업에 대한 우려, 2) 최근 회사채 추가발행과 관련한 그룹관련 risk 우려로 최근 3개월간 주가는 5% 하락하며 코스피를 17%p 언더퍼폼. 그러나 1) 회사의 핵심 사업인 렌탈, 일시불에서 계정순증이 크게 증가하고 있어 향후에도 꾸준한 이익창출의 기반을 형성하고 있으며, 2) 국내 화장품 사업의 코디와의 시너지로 인한 추가 성장 여력을 고려하면 2011년 기준 P/E 14.5배는 좋은 저점 매수 기회를 제공.

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,338	2,670
BPS (원)	6,996	8,570	10,446
ROE (%)	24.7	24.6	24.3
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	15.0	15.2
순이익/영업이익 (%)	75.0	79.3	81.5
Financial leverage (배)	1.8	1.8	1.7

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

■ RATIOS

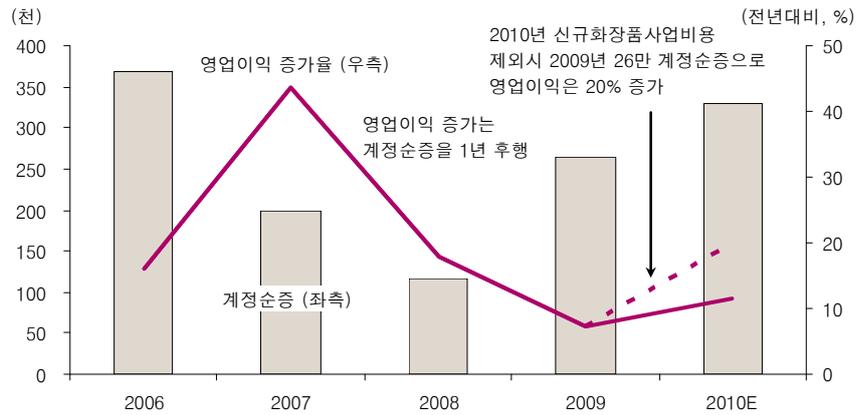
12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	7.6	9.2
EPS 성장률 (%)	16.7	15.5	14.2
P/E (배)	19.0	16.6	14.5
P/B (배)	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA (배)	9.0	8.2	7.4
배당수익률 (보통주, %)	2.5	2.7	3.1
Net debt to equity (%)	30.3	22.1	14.4

표 1. 4분기 preview

(십억원)	4Q10E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스 차이 (%)
매출액	403.2	8.6	6.7	(0.3)
영업이익	52.4	(8.2)	(8.1)	(5.5)
세전이익	56.3	6.0	(5.4)	(3.4)
순이익	46.3	14.7	2.3	0.8
이익률 (% , %pts)				
영업이익	13.0	(2.4)	(2.1)	
세전이익	14.0	(0.3)	(1.8)	
순이익	11.5	0.6	(0.5)	

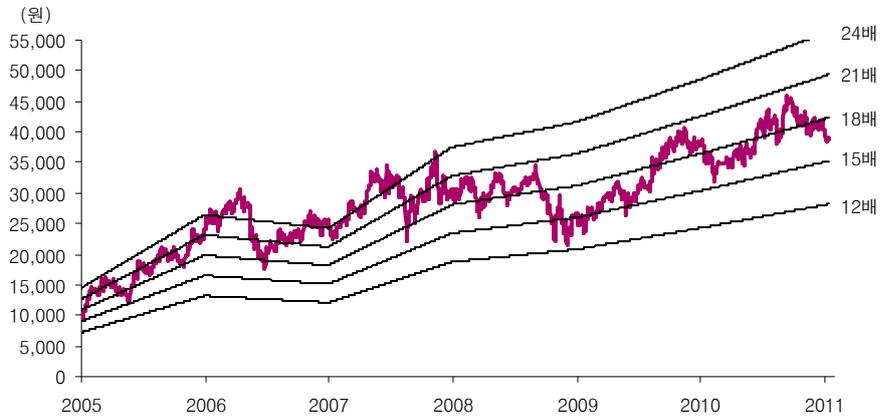
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정, FnGuide

그림 1. 영업이익증가는 계정순증을 1년 후행



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 2. P/E 밴드차트



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,519	1,659	1,795
렌탈	1,217	1,276	1,358	1,429	1,490
일시불	60	79	103	115	123
매출원가	407	460	509	568	636
매출총이익	907	952	1,010	1,091	1,159
판매관리비	717	747	782	838	881
인건비	155	195	204	210	215
광고선전비	38	40	46	48	52
판매수수료	258	229	260	290	309
감가상각비	28	33	32	34	36
기타	238	250	241	256	269
영업이익	190	204	228	253	278
영업외수익	21	27	33	40	46
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	30	37	43
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	22	21	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	3	2	0
기타	10	12	2	2	2
세전이익	185	203	238	272	307
(계속사업이익)법인세비용	56	49	58	66	74
순이익	129	153	180	206	233
EBITDA	331	352	384	422	462
EPS (원)*	1,734	2,023	2,338	2,670	3,022

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	343	375	413
순이익	129	153	180	206	233
유/무형자산 상각비	141	148	156	169	183
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(27)	(36)	(43)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(38)	(40)	(38)
기타	57	54	56	59	61
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(234)	(251)	(267)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	117	144	165
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	0	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(20)	(19)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(124)	(108)	(119)
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)	(80)	(91)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(30)	(32)	(32)
현금증감	48	(17)	(15)	16	26
기초현금	29	76	64	49	65
기말현금	76	64	49	65	91

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	529	595	668
현금 및 현금성자산	76	64	49	65	91
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	217	237	256
채고자산	58	55	61	72	82
기타	192	197	202	221	239
비유동자산	596	761	821	881	950
투자자산	114	131	158	193	236
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	123	104	85
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,350	1,475	1,618
유동부채	399	542	483	508	534
매입채무	34	29	31	34	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	565	566
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	633	759	901
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	784	910	1,052

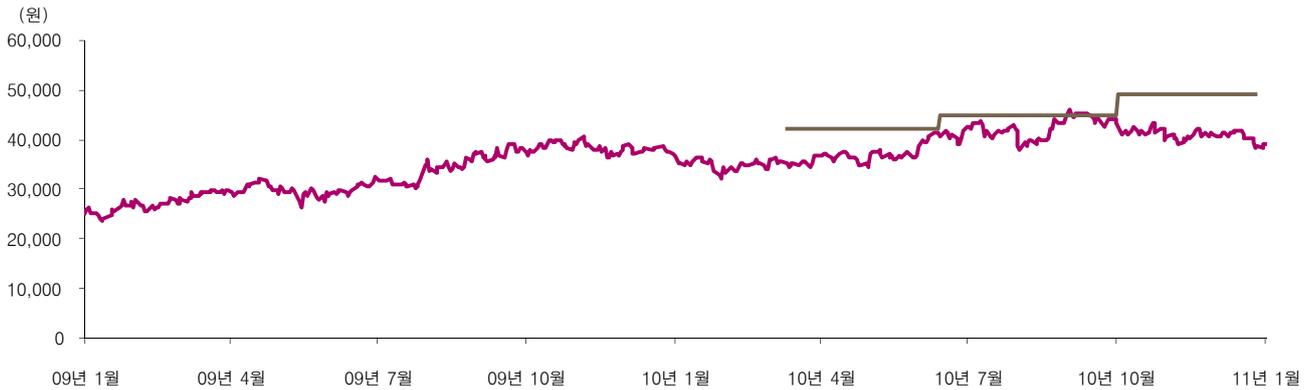
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	7.6	9.2	8.2
영업이익	17.9	7.4	11.4	11.0	10.1
세전계속사업이익	18.7	9.7	17.3	14.2	13.2
순이익	11.0	18.8	17.6	14.2	13.2
EBITDA	9.4	6.3	8.9	9.9	9.4
EPS*	11.0	16.7	15.5	14.2	13.2
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	15.0	15.2	15.5
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.7	16.4	17.1
순이익률	9.8	10.9	11.9	12.4	13.0
EBITDA 마진율	25.2	25.0	25.3	25.4	25.7
ROE	21.9	24.7	24.6	24.3	23.8
ROA	12.9	13.1	13.8	14.6	15.1
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.1	14.4	7.5
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.1	62.1	53.8
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.2	15.1	19.0
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.4	49.9	50.2
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	19,697	21,506	23,277
BPS	7,144	6,996	8,570	10,446	12,540
DPS	870	1,010	1,050	1,200	1,360
주당EBITDA	4,451	4,651	4,977	5,470	5,985

■ Compliance Notice

- 당사는 1월 12일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 1월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 12일 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