

유통

# 웅진코웨이 (021240)

2011년 1월 20일

## BUY

목표주가(12M): 47,000원(하향)

현재주가(1/19): 36,400원

### 4분기를 저점으로 실적이 회복될 전망

#### 목표주가 하향

웅진코웨이에 대한 목표주가를 47,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은, (1) 4분기 실적 이 기대치를 하회할 것으로 예상되는 가운데 부진의 이유인 국내 화장품사업과 관련된 비용증가가 2011년에도 지속될 것인 바 2011년 영업이익 추정치를 3% 하향하였고, (2) 중국 화장품사업의 경우 일부 부진한 점포의 구조조정으로 인해 성장률이 소폭 둔화할 것으로 전망됨에 따라 수익추정과 적용 P/E를 하향(25배 → 20배)했기 때문이다.

투자이견은 BUY를 유지하는데, 현재 주가가 2011년 EPS 기준 P/E 15배 수준으로 과거 Historical Band의 하단에 위치해 있어 부정적 뉴스를 반영하고 있고, 4분기를 저점으로 실적이 회복될 것인 바 안정성장에 기반한 점진적인 주가상승을 예상하기 때문이다.

#### 4Q Preview, 영업이익률 하락

4분기 매출액은 전년 동기대비 8% 증가한 3,980억원을 예상한다. 환경가전 계정수가 15만 증가하고 해약률도 1%로 안정화되어 환경가전 부문에서 7% 성장하고, 화장품부문에서 약 190억원의 신규 매출이 발생하기 때문이다. 영업이익률은 2.1%p YoY 하락한 13.3%를 기록하면서 영업이익이 528억원으로 8% YoY 감소할 것으로 전망한다. 화장품사업에서 마케팅비용과 판매수수료가 증가하면서 초기 적자가 예상보다 큰 90억원 수준으로 추정한다. 다만, 화장품사업의 적자는 신규사업 런칭에 따른 초기투자 과정의 일부이며, 오히려 예상보다 빠른(목표 100억원 vs. 달성 200억원) 매출증가에 주목할 필요가 있다. 중국 화장품사업의 매출액과 영업이익은 각각 +30%/+20% YoY 증가할 것으로 전망한다.

#### 2011년 매출액/영업이익은 각각 10%/5% 증가할 전망

2011년 매출액은 10% 증가한 1,660억원을 기록할 것이다. 환경가전에서 7% 성장하고, 화장품에서는 600억원의 매출이 예상된다. 환경가전에서는 15.6%의 영업이익률을 예상하나 화장품에서 120억원 적자가 발생하면서 전체 영업이익률은 14.3%로 하락할 전망이다. 중국 화장품사업은 점포 재정비 영향으로 성장률이 25%로 소폭 하락할 것이다.

#### Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,514.0	1,661.2	1,775.7
영업이익	십억원	190.1	204.3	227.9	238.4	263.2
세전이익	십억원	184.8	202.7	234.8	247.1	279.2
순이익	십억원	129.1	153.3	178.5	187.8	212.2
EPS	원	1,734	2,023	2,314	2,435	2,751
증감율	%	11.0	16.7	14.4	5.2	13.0
PER	배	15.4	19.0	17.4	14.9	13.2
PBR	배	3.3	4.1	3.8	3.1	2.7
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	8.3	7.1	6.4
ROE	%	22.9	24.0	24.4	22.6	22.5
BPS	원	8,016	9,298	10,616	11,906	13,453
Net DER	%	14.4	29.4	27.5	20.5	14.4

자료: 하나대투증권



### Earnings Preview

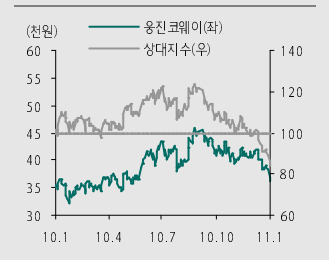
#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,115.69		
52주최고/최저(원)	45,850/32,000		
시가총액(십억원)	2,807.3		
시가총액비중(%)	0.24		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	292.0		
60일 평균거래대금(십억원)	11.8		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,160		
외국인 지분율(%)	46.71		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.9)	(16.1)	2.5
상대	(16.3)	(38.3)	(21.2)

#### Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,519.5	1,652.9
영업이익(십억원)	233.2	260.3
순이익(십억원)	182.4	214.8
EPS(원)	2,370	2,800
BPS(원)	9,662	11,333

#### Stock Price



Analyst 송선재

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 용진코웨이 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q10P	4Q09	YoY	Consensus	Difference(%)
매출액	398.0	371.4	7.2	405.9	-1.9
일시불	20.2	27.9	-27.9		
렌탈	280.6	266.2	5.4		
멤버십	39.0	34.8	12.1		
기타	58.3	42.4	37.4		
영업이익	52.8	57.1	-7.6	55.4	-4.7
세전이익	53.3	53.1	0.3	57.7	-7.6
순이익	44.4	40.3	10.1	43.8	1.4
Margin					
영업이익률	13.3	15.4	-2.1P	13.6	-0.4P
세전이익률	13.4	14.3	-0.9P	14.2	-0.8P
순이익률	11.2	10.9	0.3P	10.8	0.4P

자료: 용진코웨이, 하나대투증권

표 2. 용진코웨이 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10F	11F	12F
매출액	1,118	1,213	1,314	1,412	1,515	1,661	1,776
일시불	41	53	60	79	96	106	110
렌탈	935	986	1,020	1,059	1,109	1,175	1,248
멤버십	85	116	136	138	150	168	184
기타	56	58	98	136	160	211	233
영업이익	112	161	190	204	228	238	263
세전이익	102	156	185	203	235	247	279
순이익	75	116	129	153	178	188	212
매출구성							
일시불	3.7	4.4	4.6	5.6	6.4	6.4	6.2
렌탈	83.7	81.3	77.6	75.0	73.2	70.8	70.3
멤버십	7.6	9.6	10.4	9.8	9.9	10.1	10.4
기타	5.0	4.8	7.4	9.7	10.5	12.7	13.1
YoY							
매출액	10.9	8.5	8.4	7.4	7.3	9.7	6.9
영업이익	15.9	43.7	17.9	7.4	11.6	4.6	10.4
세전이익	19.1	52.0	18.7	9.7	15.8	5.2	13.0
순이익	23.1	55.2	11.0	18.8	16.4	5.2	13.0
Margin							
영업이익률	10.0	13.3	14.5	14.5	15.0	14.3	14.8
세전이익률	9.2	12.8	14.1	14.4	15.5	14.9	15.7
순이익률	6.7	9.6	9.8	10.9	11.8	11.3	11.9

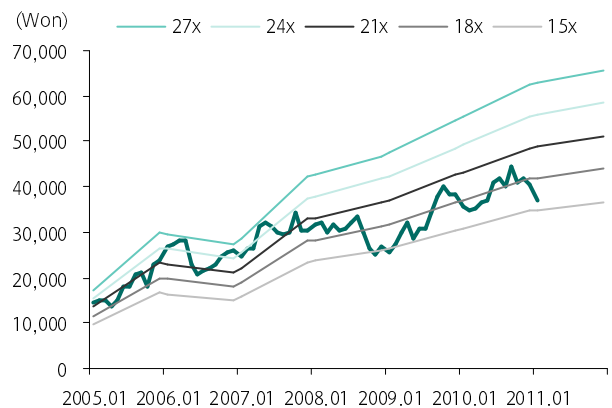
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 보유계정 증가율 추이



자료: 용진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 용진코웨이 P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

표 3. 웅진코웨이 중국법인 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10F	11F	12F	13F
점포수	1,458	2,011	6,256	7,860	10,493	12,277	14,241	16,093
매출액	3.0	7.6	21.0	43.6	46.6	56.3	65.0	73.9
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	36.6	45.9	54.0	62.3
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	14.9	17.4	20.0
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	13.2	15.1	17.5	20.0
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	14.9	17.4	20.0
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	11.3	13.1	15.3	17.6
Margin								
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	27.7	26.5	26.8	27.0
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	36.0	33.0	32.5	32.0
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	26.5	26.8	27.0
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	24.3	23.3	23.6	23.8
YoY								
매출액		151.4	176.7	107.8	6.8	21.0	15.3	13.8
화장품		71.4	203.1	137.5	12.6	25.3	17.6	15.5
생활가전		705.8	134.5	54.2	-10.0	5.0	5.0	5.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	-8.7	15.9	16.7	14.5
화장품		흑전	422.8	197.4	-10.4	14.9	15.8	13.8
생활가전		적확	적확	적축	적축	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	-8.7	15.9	16.7	14.5
순이익		흑전	936.9	642.4	-19.6	15.9	16.7	14.5

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

추정 재무제표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,514.0	1,661.2	1,775.7
매출원가	407.2	460.2	508.3	575.9	621.7
매출총이익	907.2	951.8	1,005.6	1,085.3	1,154.0
판매비	717.1	747.5	777.8	846.9	890.9
영업이익	190.1	204.3	227.9	238.4	263.2
영업외손익	(5.4)	(1.5)	7.0	8.7	16.0
이자손익	(8.1)	(9.4)	(12.8)	(12.3)	(10.4)
지분법손익	(1.4)	13.9	16.2	23.1	26.5
외환손익	10.5	(5.2)	3.5	(2.1)	0.0
기타	(6.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	184.8	202.7	234.8	247.1	279.2
법인세	55.7	49.4	56.4	59.3	67.0
계속사업이익	129.1	153.3	178.5	187.8	212.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	178.5	187.8	212.2
NOPAT	134.7	160.4	188.2	197.1	220.1
EBITDA	334.0	360.2	402.8	423.2	462.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.4	7.4	7.2	9.7	6.9
EBITDA증가율	10.0	7.9	11.8	5.1	9.2
영업이익증가율	17.9	7.4	11.6	4.6	10.4
계속사업이익증가율	11.0	18.8	16.4	5.2	13.0
EPS증가율	11.0	16.7	14.4	5.2	13.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	69.0	67.4	66.4	65.3	65.0
EBITDA이익률	25.4	25.5	26.6	25.5	26.0
영업이익률	14.5	14.5	15.1	14.3	14.8
계속사업이익률	9.8	10.9	11.8	11.3	11.9

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,734	2,023	2,314	2,435	2,751
BPS	8,016	9,298	10,616	11,906	13,453
CFPS	3,406	3,626	4,075	4,386	4,865
EBITDAPS	4,488	4,755	5,223	5,488	5,991
SPS	17,659	18,639	19,630	21,539	23,024
DPS	870	1,010	1,160	1,220	1,380
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.4	19.0	17.4	14.9	13.2
PBR	3.3	4.1	3.8	3.1	2.7
PCFR	7.8	10.6	9.9	8.3	7.5
EV/EBITDA	6.2	8.8	8.3	7.1	6.4
PSR	1.5	2.1	2.1	1.7	1.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	22.9	24.0	24.4	22.6	22.5
ROA	12.9	13.1	13.4	12.8	13.3
ROIC	20.8	20.5	20.0	19.1	19.9
부채비율	79.6	86.7	78.0	74.4	64.1
순부채비율	14.4	29.4	27.5	20.5	14.4
이자보상배율(배)	16.8	16.3	15.1	16.3	19.8

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	11.2	10.1	10.1	51.1	10.6
Emerging Market	13.6	11.7	11.7	31.6	16.1
World	14.2	12.4	12.3	37.7	14.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>유동자산</b>	<b>475.6</b>	<b>509.5</b>	<b>526.2</b>	<b>612.6</b>	<b>635.3</b>
현금 및 현금성자산	76.1	63.7	25.5	28.0	29.9
단기투자자산	5.9	5.5	15.6	46.1	34.0
매출채권	149.8	194.6	208.6	228.9	244.7
재고자산	58.0	54.6	71.7	84.9	86.4
기타유동자산	185.8	191.1	204.9	224.8	240.3
<b>비유동자산</b>	<b>595.8</b>	<b>761.2</b>	<b>866.4</b>	<b>925.3</b>	<b>1,007.1</b>
투자자산	114.1	130.7	175.1	174.3	201.4
유형자산	356.4	418.2	493.1	564.0	630.4
무형자산	64.9	141.1	121.8	103.2	85.7
<b>자산총계</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,392.7</b>	<b>1,538.0</b>	<b>1,642.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>398.7</b>	<b>541.8</b>	<b>446.2</b>	<b>537.4</b>	<b>552.6</b>
매입채무	34.2	29.2	32.3	36.6	39.5
단기차입금	107.8	119.7	106.5	111.4	112.5
유동성장기부채	0.0	120.0	6.0	48.0	32.0
기타유동부채	256.7	272.8	301.4	341.4	368.6
<b>비유동부채</b>	<b>76.0</b>	<b>48.2</b>	<b>164.1</b>	<b>118.8</b>	<b>88.6</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	144.0	96.0	64.0
기타비유동부채	16.0	18.2	20.1	22.8	24.6
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>590.0</b>	<b>610.3</b>	<b>656.2</b>	<b>641.3</b>
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
자본조정	6.2	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	441.1	529.6	631.2	730.7	850.0
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>680.7</b>	<b>782.3</b>	<b>881.8</b>	<b>1,001.1</b>
순부채	85.8	200.1	215.1	180.9	144.2

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>259.1</b>	<b>281.8</b>	<b>324.0</b>	<b>347.6</b>	<b>383.1</b>
당기순이익	129.1	153.3	178.5	187.8	212.2
비현금항목 가감	166.2	177.4	173.1	185.2	191.1
감가상각비	141.2	148.1	155.2	163.9	172.4
외환손익	(10.5)	5.2	(3.5)	2.1	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(16.2)	(23.1)	(26.5)
기타	34.2	38.0	37.7	42.3	45.1
운전자본 증감	(36.2)	(48.9)	(27.6)	(25.4)	(20.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(142.0)</b>	<b>(258.6)</b>	<b>(254.3)</b>	<b>(235.5)</b>	<b>(219.0)</b>
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(28.2)	23.9	(0.6)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(201.9)	(206.8)	(212.2)	(217.4)
기타투자활동	98.5	(54.0)	(19.2)	(47.2)	(1.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(35.6)</b>	<b>(108.0)</b>	<b>(109.6)</b>	<b>(162.2)</b>
사채/차입금증가(감소)	15.8	11.9	(13.2)	(1.2)	(46.8)
유상증자	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금배당	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.3)	(92.9)
기타재무활동	(27.3)	16.0	(17.9)	(20.1)	(22.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>47.6</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(38.2)</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>
Unlevered CFO	253.5	274.7	314.3	338.3	375.2
Free Cash Flow	63.7	(37.9)	71.6	131.8	137.5

Sector Aggregates

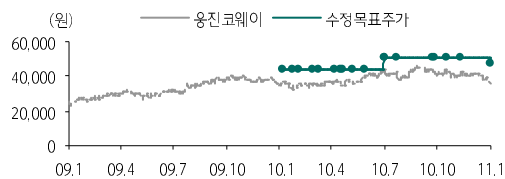
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	13.7	11.8	11.8	18.1	16.0
Emerging Market	21.7	18.2	17.8	31.1	19.1
World	18.3	16.3	16.3	26.1	12.7

\* MSCI Retailing Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자 의견	수정 목표주가
11.1.19	BUY	47,000 원
10.7.19	BUY	51,000 원
10.1.25	BUY	44,000 원



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용 기준
BUY(매수)	목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중 축소)	목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용 기준
Overweight(비중 확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중 축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2011년 1월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2011년 1월 20일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.