

## 환경가전은 좋고, 국내외 화장품은 기대반/우려반

### 4분기 실적은 주가에 선 반영된 상태

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.7만원을 유지한다. 4분기 영업이익은 국내 화장품사업 진출에 따른 초기 투자비용이 반영되면서 예상대로 전년 동기대비 6% 감소하였으나 이는 최근 주가조정을 통해 선 반영되었고, 현재 주가가 P/E 14.7배로 과거 Historical Band의 하단에 위치해 있기 때문이다. 또한, 4분기를 저점으로 실적이 회복될 것인 바 안정성장에 기반한 점진적인 주가상승을 예상할 수 있다.

### 4분기 실적, 환경가전은 좋고, 국내 화장품은 기대반/우려반, 중국 화장품은 실망

4분기 매출액은 전년 동기대비 9% 증가한 4,032억원을 기록했다. 환경가전 부문에서 계정수가 전년 동기대비 34.6만 증가하면서 8% 성장하였고, 화장품부문에서는 예상보다 많은 216억원의 신규 매출이 발생하였다. 영업이익률은 2.1%p 하락한 13.3%를 기록하였는데, 화장품사업에서 초기 적자가 90억원 반영되었기 때문이다. 화장품사업의 실적을 제외한 기존 사업부의 영업이익률은 16.4%로 사상 최고치였다. 중국 화장품사업은 매출액은 25% 증가하였으나 영업이익은 20% 감소하였다. 영업이익률이 13%p 하락하며 23.3%를 기록하였는데, 마케팅비용이 증가하였고 ERP 관련비용 등 일회성 비용이 반영되었다.

### 회사 측의 2011년 가이던스는 매출액과 영업이익이 각각 12%/7% 증가 예상

회사 측이 제시하는 2011년 예상 매출액/영업이익은 1.7조원(+12%)/2,440억원(+7%)으로 우리의 예상치 1.67조원(+10%)/2,399억원(+5%)과 유사하다. 국내 화장품에서는 600억원의 매출을 예상하고 있는데, 출시 4개월 만에 234억원의 매출을 기록했고 방판인력 구축속도가 빠르다는 점 등을 감안할 경우 달성 가능하다는 판단이다. 화장품부문의 적지는 140억원으로 전년 대비 10억원 늘어날 것으로 전망된다. 아쉬운 점은 중국 화장품사업이 점포 재정비 영향으로 외형성장률이 20%에 그치고, 마케팅 비용은 증가하면서 영업이익률이 8%p 하락한 25%를 예상하고 있다는 것이다. 이는 이익감소를 의미한다.

### Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,519.1	1,674.8	1,808.1
영업이익	십억원	190.1	204.3	228.8	239.9	267.4
세전이익	십억원	184.8	202.7	236.5	245.7	280.4
순이익	십억원	129.1	153.3	176.7	186.7	213.1
EPS	원	1,734	2,023	2,291	2,421	2,764
증감율	%	11.0	16.7	13.2	5.7	14.1
PER	배	15.4	19.0	17.6	14.7	12.9
PBR	배	3.3	4.1	3.8	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	8.3	7.0	6.2
ROE	%	22.9	24.0	24.2	22.5	22.7
BPS	원	8,016	9,298	10,593	11,879	13,448
Net DER	%	14.4	29.4	28.8	21.8	15.3

자료: 하나대투증권



## Earnings Review

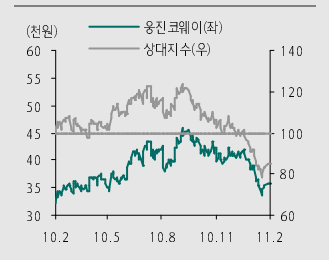
### Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,045.58		
52주최고/최저(원)	45,850/32,000		
시가총액(십억원)	2,749.5		
시가총액비중(%)	0.24		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	310.8		
60일 평균거래대금(십억원)	12.0		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,150		
외국인 지분율(%)	46.70		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(8.1)	(16.6)	11.4
상대	(6.2)	(30.9)	(18.8)

### Consensus Data

	2011	2012
매출액(십억원)	1,676.1	1,806.5
영업이익(십억원)	253.1	285.3
순이익(십억원)	204.9	239.4
EPS(원)	2,670	3,088
BPS(원)	11,282	13,214

### Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 웅진코웨이 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q10P	4Q09	YoY	4Q10F	Difference(%)
매출액	403.2	371.4	8.6	398.0	1.3
일시불	31.4	27.9	12.4	20.2	55.8
렌탈	284.4	266.2	6.8	280.6	1.3
멤버십	38.0	34.8	9.2	39.0	-2.6
기타	49.5	42.4	16.5	58.3	-15.2
영업이익	53.7	57.1	-5.9	52.8	1.7
세전이익	55.0	53.1	3.5	53.3	3.2
순이익	42.7	40.3	5.7	44.4	-4.0
Margin					
영업이익률	13.3	15.4	-2.1P	13.3	0.1P
세전이익률	13.6	14.3	-0.7P	13.4	0.2P
순이익률	10.6	10.9	-0.3P	11.2	-0.6P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

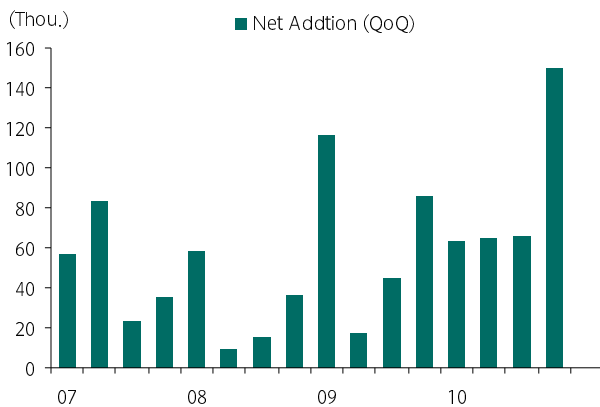
표 2. 웅진코웨이 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10P	11F	12F
매출액	1,118	1,213	1,314	1,412	1,519	1,675	1,808
일시불	41	53	60	79	107	121	130
렌탈	935	986	1,020	1,059	1,106	1,187	1,271
멤버십	85	116	136	138	148	166	185
기타	56	58	98	136	158	200	222
영업이익	112	161	190	204	229	240	270
세전이익	102	156	185	203	237	246	283
순이익	75	116	129	153	177	187	215
매출구성							
일시불	3.7	4.4	4.6	5.6	7.1	7.2	7.2
렌탈	83.7	81.3	77.6	75.0	72.8	70.9	70.3
멤버십	7.6	9.6	10.4	9.8	9.7	9.9	10.2
기타	5.0	4.8	7.4	9.7	10.4	12.0	12.3
YoY							
매출액	10.9	8.5	8.4	7.4	7.6	10.2	8.0
영업이익	15.9	43.7	17.9	7.4	12.0	4.9	12.4
세전이익	19.1	52.0	18.7	9.7	16.7	3.9	15.1
순이익	23.1	55.2	11.0	18.8	15.3	5.7	15.1
Margin							
영업이익률	10.0	13.3	14.5	14.5	15.1	14.3	14.9
세전이익률	9.2	12.8	14.1	14.4	15.6	14.7	15.6
순이익률	6.7	9.6	9.8	10.9	11.6	11.2	11.9

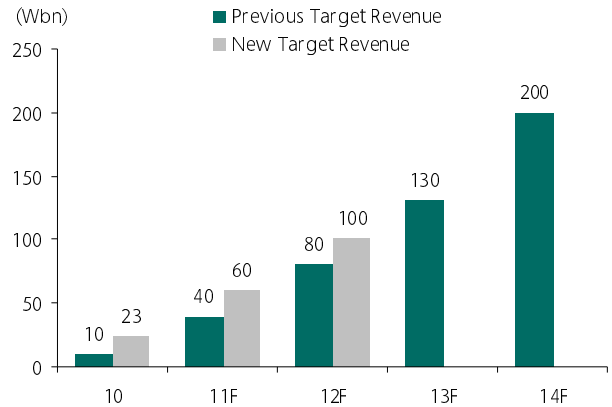
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 분기별 보유계정 순증 추이



자료: 웅진코웨이

그림 2. 국내 화장품사업의 매출 목표



자료: 웅진코웨이

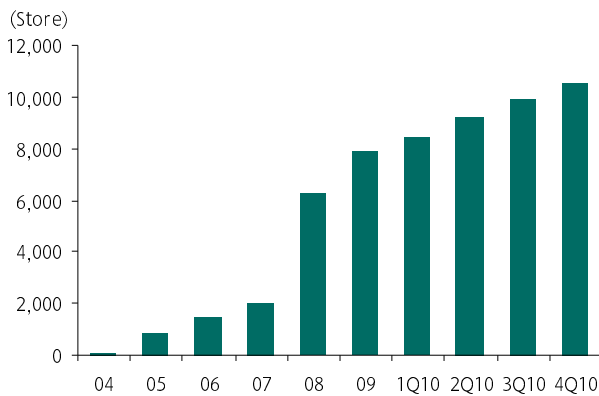
표 3. 웅진코웨이 중국법인 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10P	11F	12F	13F
점포수	1,458	2,011	6,256	7,860	10,505	12,291	14,257	16,111
매출액	3.0	7.6	21.0	43.6	45.6	53.3	59.3	65.0
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	35.2	42.3	47.7	52.9
생활가전	0.4	3.1	7.2	11.1	10.5	11.0	11.5	12.1
영업이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	9.9	10.4	12.8	14.8
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	11.4	10.6	12.9	14.8
생활가전	-0.7	-0.8	-3.0	-0.6	-1.5	-0.2	-0.1	0.0
세전이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	9.9	10.4	12.8	14.8
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	8.7	9.1	11.2	13.0
Margin								
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	21.7	19.4	21.6	22.8
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	32.5	25.0	27.0	28.0
생활가전	-172.8	-24.9	-42.4	-5.4	-14.7	-2.0	-1.0	0.0
세전이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	21.7	19.4	21.6	22.8
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	19.1	17.1	19.0	20.1
YoY								
매출액		151.4	176.7	107.8	4.6	16.8	11.2	9.7
화장품		71.4	203.1	137.5	8.1	20.3	12.9	10.9
생활가전		705.8	134.5	54.2	-5.6	5.0	5.0	5.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	-29.8	4.6	23.4	16.0
화장품		흑전	422.8	197.4	-22.3	-7.5	21.9	15.0
생활가전		적확	적확	적축	적축	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	-29.8	4.6	23.4	16.0
순이익		흑전	936.9	642.4	-38.3	4.6	23.4	16.0

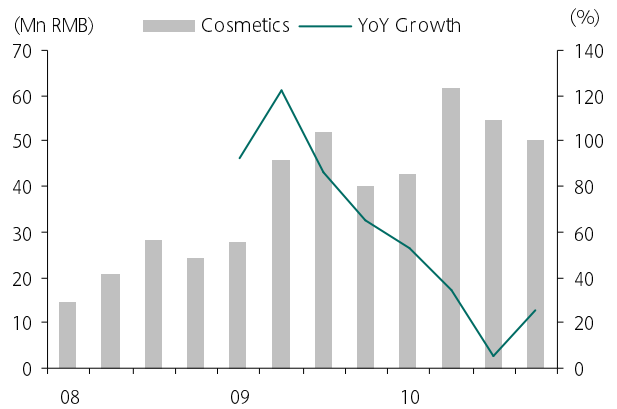
주: '09년 이익에는 '08년 이익분 15억원 정도가 일시적으로 반영. 이를 감안한 '10년 이익은 '09년과 동일  
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 3. 웅진코웨이의 중국 내 화장품 점포수 추이



자료: 웅진코웨이

그림 4. 중국 화장품사업의 분기별 매출액 추이



자료: 웅진코웨이

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,519.1	1,674.8	1,808.1
매출원가	407.2	460.2	494.1	555.9	602.5
매출총이익	907.2	951.8	1,025.1	1,118.9	1,205.6
판매비	717.1	747.5	796.3	879.0	938.2
영업이익	190.1	204.3	228.8	239.9	267.4
영업외손익	(5.4)	(1.5)	7.7	5.8	13.0
이자손익	(8.1)	(9.4)	(13.0)	(12.7)	(10.8)
지분법손익	(1.4)	13.9	13.6	19.1	22.4
외환손익	10.5	(5.2)	3.5	(2.1)	0.0
기타	(6.4)	(0.8)	3.6	1.5	1.5
세전이익	184.8	202.7	236.5	245.7	280.4
법인세	55.7	49.4	59.8	59.0	67.3
계속사업이익	129.1	153.3	176.7	186.7	213.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	176.7	186.7	213.1
NOPAT	134.7	160.4	186.4	196.4	221.4
EBITDA	334.0	360.2	403.9	423.1	466.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.4	7.4	7.6	10.2	8.0
EBITDA증가율	10.0	7.9	12.1	4.8	10.1
영업이익증가율	17.9	7.4	12.0	4.9	11.5
계속사업이익증가율	11.0	18.8	15.3	5.7	14.1
EPS증가율	11.0	16.7	13.2	5.7	14.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	69.0	67.4	67.5	66.8	66.7
EBITDA이익률	25.4	25.5	26.6	25.3	25.8
영업이익률	14.5	14.5	15.1	14.3	14.8
계속사업이익률	9.8	10.9	11.6	11.1	11.8

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,734	2,023	2,291	2,421	2,764
BPS	8,016	9,298	10,593	11,879	13,448
CFPS	3,406	3,626	3,913	4,339	4,868
EBITDAPS	4,488	4,755	5,237	5,486	6,042
SPS	17,659	18,639	19,697	21,715	23,444
DPS	870	1,010	1,150	1,210	1,380
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.4	19.0	17.6	14.7	12.9
PBR	3.3	4.1	3.8	3.0	2.7
PCFR	7.8	10.6	10.3	8.2	7.3
EV/EBITDA	6.2	8.8	8.3	7.0	6.2
PSR	1.5	2.1	2.0	1.6	1.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	22.9	24.0	24.2	22.5	22.7
ROA	12.9	13.1	13.3	12.9	13.5
ROIC	20.8	20.5	19.8	18.9	19.9
부채비율	79.6	86.7	76.9	73.0	62.7
순부채비율	14.4	29.4	28.8	21.8	15.3
이자보상배율(배)	16.8	16.3	15.2	16.4	20.1

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	11.7	10.4	10.3	50.1	12.5
Emerging Market	13.5	11.6	11.5	31.8	16.3
World	14.6	12.6	12.4	38.1	15.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>유동자산</b>	<b>475.6</b>	<b>509.5</b>	<b>516.1</b>	<b>602.5</b>	<b>632.6</b>
현금 및 현금성자산	76.1	63.7	25.5	28.1	30.3
단기투자자산	5.9	5.5	6.0	35.1	24.7
매출채권	149.8	194.6	209.4	230.8	249.2
재고자산	58.0	54.6	69.7	81.9	83.7
기타유동자산	185.8	191.1	205.6	226.6	244.7
<b>비유동자산</b>	<b>595.8</b>	<b>761.2</b>	<b>864.9</b>	<b>919.5</b>	<b>996.1</b>
투자자산	114.1	130.7	172.5	167.7	190.6
유형자산	356.4	418.2	493.9	564.1	628.5
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>1,381.0</b>	<b>1,522.0</b>	<b>1,628.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>398.7</b>	<b>541.8</b>	<b>436.8</b>	<b>524.2</b>	<b>540.0</b>
매입채무	34.2	29.2	31.4	35.3	38.3
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	292.9	329.6	357.2
<b>비유동부채</b>	<b>76.0</b>	<b>48.2</b>	<b>163.6</b>	<b>118.0</b>	<b>87.9</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	19.6	22.0	23.9
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>590.0</b>	<b>600.4</b>	<b>642.3</b>	<b>627.9</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	629.5	728.6	849.7
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>680.7</b>	<b>780.6</b>	<b>879.7</b>	<b>1,000.7</b>
순부채	85.8	200.1	224.6	191.8	153.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>259.1</b>	<b>281.8</b>	<b>311.5</b>	<b>344.3</b>	<b>383.7</b>
당기순이익	129.1	153.3	176.7	186.7	213.1
비현금항목 가감	166.2	177.4	170.2	186.4	193.6
감가상각비	141.2	148.1	154.4	164.7	174.7
외환손익	(10.5)	5.2	(3.5)	2.1	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(13.6)	(19.1)	(22.4)
기타	34.2	38.0	33.0	38.7	41.3
운전자본 증감	(36.2)	(48.9)	(35.5)	(28.9)	(23.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(142.0)</b>	<b>(258.6)</b>	<b>(242.3)</b>	<b>(234.9)</b>	<b>(222.7)</b>
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(28.2)	23.9	(0.6)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(201.9)	(206.9)	(212.3)	(217.6)
기타투자활동	98.5	(54.0)	(7.2)	(46.5)	(4.5)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(35.6)</b>	<b>(107.4)</b>	<b>(106.8)</b>	<b>(158.7)</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)	(87.6)	(92.1)
기타재무활동	(27.3)	16.0	(17.3)	(18.1)	(19.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>47.6</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(38.2)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
Unlevered CFO	253.5	274.7	301.8	334.6	375.4
Free Cash Flow	63.7	(37.9)	62.0	130.0	139.0

Sector Aggregates

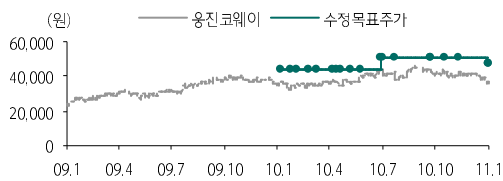
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	12.9	11.2	11.1	19.6	15.3
Emerging Market	21.0	17.6	16.4	25.7	19.1
World	18.1	16.1	15.9	26.2	12.3

\* 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중 축소)	목표주가가 연주가 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 2월 10일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2011년 2월 10일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 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.