



웅진코웨이 (021240)

이선경
(02) 3772-1568
sunny.lee@goodi.com

4분기 실적 기대 부합, 국내화장품 매출 빠른 성장 긍정적

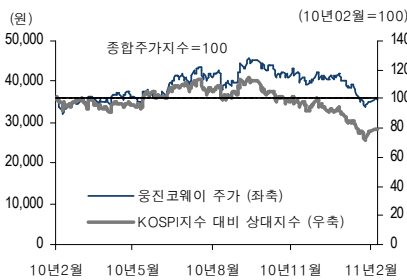
매수

주가 (02월 9일) **35,650원**
적정주가 (% variance) **51,000원 (43.1%)**

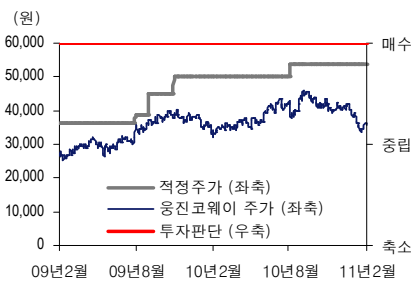
- ◆ 4분기 실적, 전반적으로 기대에 부합
- ◆ 기존 주력 사업부 견조한 실적, 이익률 둔화는 화장품 사업 확대 영향
- ◆ 국내 화장품 사업 빠른 매출 성장 긍정적
- ◆ 적정주가 5만 1천원으로 하향하나 투자의견 매수 유지

| | |
|-------------|-----------------|
| 시가총액 | 2,749.5십억원 |
| 일평균 거래액 | 11,988백만원 |
| 52주 최고가/최저가 | 45,850원/32,650원 |

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



4분기 실적, 전반적으로 기대에 부합 웅진코웨이의 4분기 실적은 매출액 4,032억원(+8.6% YoY), 영업이익은 537억원(-6.1% YoY), 순이익 427억원(+6.0% YoY)로 시장 기대에 부합하는 실적을 기록했다. 기존 주력 비즈니스의 양호한 성장과 화장품 매출 호조로 8.6%의 양호한 매출 성장을 기록했으나 화장품 부문에서 4분기 90억원의 손실이 발생하며 영업이익은 전년동기대비 감소했다. 화장품 부문을 제외할 경우 매출액은 3,816억원(+3% YoY), 영업이익 627억원(+10% YoY), 영업이익률 16.4%로 기존 사업부에서는 분기 사상 최고의 영업이익률을 기록한 것으로 추정된다. 한편, IFRS 도입에 따른 퇴직급여충당금 일시 적립과 환경가전 재고폐기손실로 중국법인에서 41억원의 지분법 손실이 발생했음에도 웅진케미칼로부터 법인세 환급에 따른 일시적 이익 등으로 128억원의 대규모 지분법 이익이 인식되어 전체 지분법 손익은 당사 추정치 40억원을 상회하는 51억원을 기록했다.

웅진코웨이 4분기 실적

| (십억원,%) | 4Q10P | 4Q09 | YoY(%) | 3Q10 | QoQ(%) | SH | Var(%) | Cons. | 2010P | 2009 | YoY(%) |
|---------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|---------|--------|
| 매출액 | 403.2 | 371.4 | 8.6 | 378.0 | 6.7 | 397.3 | 1.5 | 402.3 | 1,519.1 | 1,411.9 | 7.6 |
| 영업이익 | 53.7 | 57.1 | (6.1) | 57.1 | (6.0) | 52.3 | 2.7 | 53.7 | 228.8 | 204.3 | 12.0 |
| 세전이익 | 55.0 | 53.1 | 3.6 | 59.5 | (7.6) | 51.5 | 6.8 | 55.4 | 236.5 | 202.7 | 16.7 |
| 순이익 | 42.7 | 40.3 | 6.0 | 45.2 | (5.5) | 39.0 | 9.5 | 42.1 | 176.7 | 153.3 | 15.3 |
| 영업이익률 | 15.6 | 15.4 | | 15.1 | | 13.2 | | 13.3 | 15.1 | 14.5 | |
| 세전이익률 | 13.6 | 14.3 | | 15.7 | | 13.0 | | 13.8 | 15.6 | 14.4 | |
| 순이익률 | 10.6 | 10.9 | | 12.0 | | 9.8 | | 10.5 | 11.6 | 10.9 | |

Source: 웅진코웨이, 신한금융투자, 에프엔가이드

기존 주력 사업부 견조한 실적, 이익률 둔화는 화장품 사업 확대 영향 4분기 렌탈 순주문은 전년동기대비 26% 증가한 순주문 34만 6천대의 호조세를 기록했고 해양물도 1.03%로 양호한 추세를 이어감에 따라 렌탈계정은 전년동기대비 6.3% 전분기대비 3.0% 증가한 415만 계정을 기록했다. 이에 따라 렌탈 매출

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순부채비율 (%) | 배당수익률 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 2008 | 1,314.4 | 190.1 | 184.8 | 129.1 | 1,734 | 11.0 | 18.5 | 6.3 | 4.0 | 22.9 | 14.4 | 2.7 |
| 2009 | 1,411.9 | 204.3 | 202.7 | 153.3 | 2,023 | 16.7 | 19.3 | 7.9 | 4.4 | 24.0 | 29.5 | 2.6 |
| 2010 | 1,519.2 | 228.8 | 236.1 | 176.4 | 2,287 | 13.0 | 16.1 | 7.3 | 3.7 | 24.4 | 30.0 | 2.8 |
| 2011E | 1,674.3 | 242.6 | 249.4 | 189.1 | 2,452 | 7.2 | 14.5 | 6.7 | 3.2 | 23.1 | 21.4 | 3.1 |
| 2012E | 1,788.1 | 269.7 | 288.3 | 218.6 | 2,834 | 15.6 | 12.6 | 6.2 | 2.7 | 23.3 | 9.6 | 3.6 |

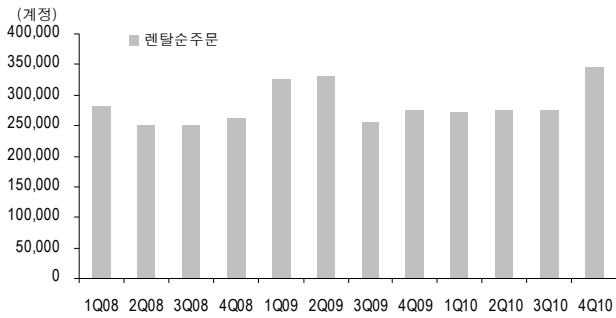
은 6.8% 증가했다. 일시불 순주문은 전년도 4분기 신종인플루로 인한 높은 base로 전년동기대비 21% 감소했으나 고가 품목 판매 확대로 매출액은 전년 동기대비 12.4% 증가했다. 멤버십 매출도 9.2% 성장하는 등 수처리와 기타 사업부를 제외하고 양호한 매출 성장세를 기록했다.

렌탈 매출원가율은 27.5%로 부품 교체 비용 증가와 판매호조에 따른 판매수수료 증가로 전년동기 및 전분기대비 다소 증가했으나 전년도 평균 대비 여전히 낮은 수치이다. 전체 매출원가율은 매출원가율이 낮은 화장품 사업부가 포함되면서 30.9%로 전분기대비 2.1%p 전년동기대비 2.0%p 감소했다. 그러나 화장품 사업부의 비용의 대부분은 판관비 항목으로 원가율 개선 폭 이상으로 판관비가 증가했다. 4분기 판관비율은 55.8%로 전년동기대비 4.1%p, 전분기대비 3.9%p 증가했으며 이에 따라 영업이익률은 13.3%로 둔화되었다.

| 웅진코웨이 4분기 부문별 실적 | | 4Q10 | 4Q09 | YoY(%) | 3Q10 | QoQ(%) |
|------------------|----------|-------|-------|--------|-------|---------|
| (십억원) | | | | | | |
| 매출액 | 전체 | 403.3 | 371.4 | 8.6 | 378.1 | 6.7 |
| | 렌탈 | 284.4 | 266.2 | 6.8 | 276.7 | 2.8 |
| | 멤버십 | 38.0 | 34.8 | 9.2 | 37.5 | 1.3 |
| | 일시불 | 31.4 | 27.9 | 12.4 | 24.5 | 28.2 |
| | 화장품 | 21.6 | | | 1.8 | 1,100.0 |
| | 수출 | 19.4 | 14.6 | 33.1 | 15.3 | 26.8 |
| | 수처리 | 2.2 | 9.5 | (76.8) | 8.4 | (73.8) |
| | 기타 | 6.3 | 18.4 | (65.8) | 13.9 | (54.7) |
| 매출원가 | 전체 | 124.5 | 122.4 | 1.7 | 124.7 | (0.2) |
| | 렌탈 | 78.2 | 71.7 | 9.1 | 74.7 | 4.7 |
| | 멤버십 | 11.6 | 9.9 | 17.1 | 11.7 | (0.9) |
| | 일시불 | 11.0 | 7.9 | 39.2 | 9.3 | 18.3 |
| | 수출 | 15.0 | 10.6 | 41.5 | 11.2 | 33.9 |
| | 수처리 | 1.7 | 7.2 | (76.4) | 6.2 | (72.6) |
| | 기타 | 7.0 | 15.1 | (53.6) | 11.6 | (39.7) |
| | 매출원가율(%) | 전체 | 30.9 | 32.9 | | 33.0 |
| 렌탈 | | 27.5 | 26.9 | | 27.0 | |
| 멤버십 | | 30.5 | 28.5 | | 31.2 | |
| 일시불 | | 35.0 | 28.3 | | 38.0 | |
| 수출 | | 77.3 | 72.7 | | 73.2 | |
| 수처리 | | 77.3 | 75.8 | | 73.8 | |
| 기타 | | 25.1 | 82.1 | | 73.9 | |
| 매출총이익 | | 278.8 | 249.1 | 11.9 | 253.4 | 10.0 |
| 매출총이익률(%) | 69.1 | 67.1 | | 67.0 | | |
| 판관비 | 225.0 | 191.9 | 17.3 | 196.2 | 14.7 | |
| 판관비/매출액(%) | 55.8 | 51.7 | | 51.9 | | |
| 영업이익 | 53.7 | 57.2 | (6.1) | 57.1 | (6.0) | |
| 영업이익률 | 13.3 | 15.4 | | 15.1 | | |

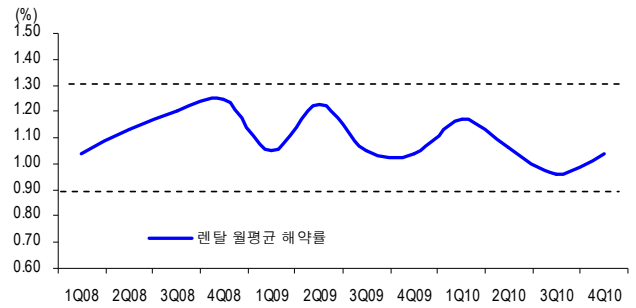
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

4분기 렌탈 순주문 26% 증가



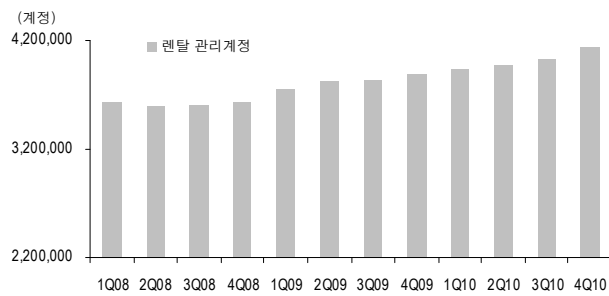
출처:웅진코웨이,신한금융투자

월평균 해약률 추이



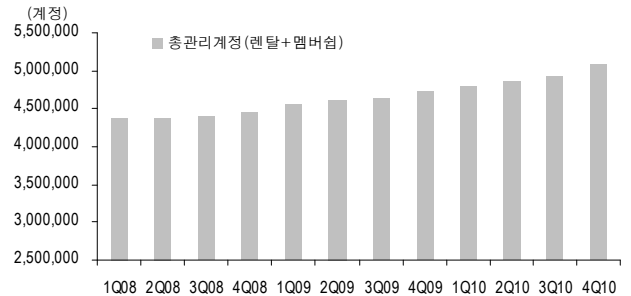
출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈 관리계정 지속적인 증가



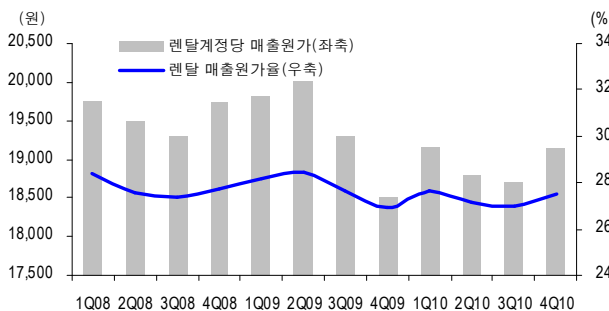
출처:웅진코웨이,신한금융투자

총관리계정 (렌탈+멤버십) 꾸준히 증가



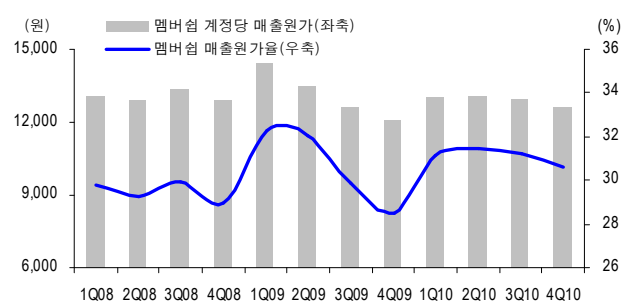
출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈 계정당 매출원가 및 매출원가율 추이



출처:웅진코웨이,신한금융투자

멤버십 계정당 매출원가 및 매출 원가율 추이



출처:웅진코웨이,신한금융투자

중국법인 2011년 성장성과 수익성 둔화 4분기 중국법인의 매출액은 위안화 기준으로 화장품 부문이 전년동기대비 25% 성장했고, 환경가전 부문은 5% 감소해 전체 15.8% 증가했다. 시판채널 진출에 따른 광고비 등 마케팅 비용 증가와 조직채정비에 따른 비용 등으로 화장품 부문 영업이익률은 23%로 둔화되었고 환경가전 부문은 적자를 기록했다. IFRS 도입을 앞두고 퇴직급여 충당금을 소급해 일시적으로 적립하고 환경가전 부문에서 재고관련 손실이 발생하는 등 대규모 일회성 비용이 발생하며 4분기 중국법인은 원화기준 41억원의 손실을 기록한 것으로 추정된다.

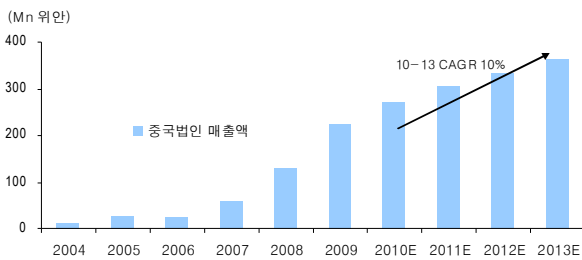
중국법인 4분기 실적

| ('000 RMB) | | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | YoY(%) | QoQ(%) |
|------------|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 화장품 | 27,842 | 45,832 | 52,051 | 40,243 | 42,612 | 61,656 | 54,665 | 50,347 | 25.1 | (7.9) |
| | 환경가전 | 12,755 | 11,719 | 13,900 | 18,133 | 13,865 | 14,747 | 16,373 | 17,227 | (5.0) | 5.2 |
| | 총 계 | 40,597 | 57,551 | 65,951 | 58,376 | 56,477 | 76,403 | 71,038 | 67,574 | 15.8 | (4.9) |
| 영업이익 | 화장품 | 11,127 | 28,841 | 20,447 | 14,616 | 15,291 | 23,454 | 17,572 | 11,729 | (19.8) | (33.3) |
| | 환경가전 | (76) | (2,773) | (395) | 178 | (307) | (320) | (808) | (7,701) | 적전 | 적지 |
| | 총 계 | 11,051 | 26,068 | 20,052 | 14,794 | 14,984 | 23,134 | 16,764 | 4,028 | (72.8) | (76.0) |
| 영업이익률(%) | 화장품 | 40.0 | 62.9 | 39.3 | 36.3 | 35.9 | 38.0 | 32.1 | 23.3 | | |
| | 환경가전 | (0.6) | (23.7) | (2.8) | 1.0 | (2.2) | (2.2) | (4.9) | (44.7) | | |
| | 총 계 | 27.2 | 45.3 | 30.4 | 25.3 | 26.5 | 30.3 | 23.6 | 6.0 | | |

Source: 웅진코웨이, 신한금융투자

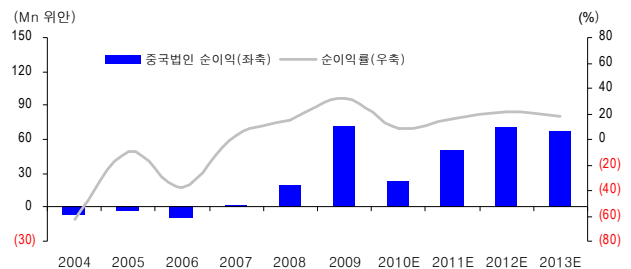
신방관 채널의 지역 확장이 예상보다 부진하며 시판채널 진출의 성과도 미미한 것으로 판단된다. 이에 따라 2010년부터 13년까지 중국법인의 매출액은 연평균 10%로 성장성이 다소 둔화될 전망이다. 또한 시판 채널 확대를 위한 광고비 등 마케팅비 증가로 향후 화장품 부문 영업이익률은 25% 내외로 둔화될 전망이다.

중국법인 매출액 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

중국법인 순이익 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

국내 화장품 사업 빠른 매출 증가 긍정적 9월에 론칭한 화장품 사업은 2010년 연간 매출액 234억원, 영업손실 130억원을 기록했다. 당초 국내 화장품 사업 매출 목표는 2010년 연간 100억원 규모였으나 두배 이상의 빠른 매출 성장은 긍정적으로 평가된다.

회사는 2011년에는 매출액 600억원, 영업손실 140억원 달성, 2012년에는 매출액 1천억원에 영업이익률 5% 달성을 화장품 사업 목표로 제시하고 있다. 이러한 매출 목표 달성을 위해 1) 조직구축 확대와 코디 조직 통한 광고활동 본격화 2) 백화점, 면세점, 홈쇼핑 등 시판채널 진출 3) 신제품 라인업 지속적 확대를 계획하고 있다. 코디 조직을 통해 기존 우수 고객에게 샘플 등이 제공될 계획이며 4월경 면세점과 홈쇼핑 채널 진출도 유력하다. 또한, 2월에는 미백라인, 음므(남성용) 화장품 출시하고 4월에는 한방화장품을 출시할 예정이다.

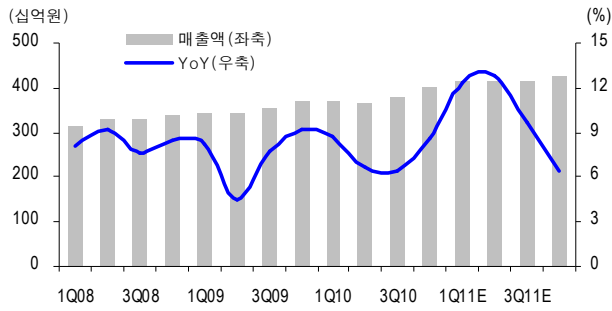
적정주가 5만 1천원으로 하향하나 투자의견 매수 유지 웅진코웨이에 대해 적정주가를 기존 5만 4천원에서 5만 1천원으로 6% 하향 조정한다. 적정주가 하향에도 현주가대비 상승여력이 43%에 달해 투자의견 매수를 유지한다. 적정주가 하향은 기존 밸류에이션 tool인 SOTP 방식을 유지한 가운데 신규사업 진출에 따른 비용 증가 및 운전자본 투자 부담 증가 등을 반영한데 따른 것이다. 화장품 사업에 대한 공격적인 투자는 중장기적 성장 동력 확보를 위한 전략적인 의사결정이며 동사의 FCF 규모 대비 부담스럽지 않은 수준이다. 또한 화장품 관련 마케팅비 투자 부담에도 주력사업인 렌탈 매출의 안정적인 성장과 지속적인 수익 개선으로 2011년에도 절대 이익 규모의 감소는 없을 전망이다. 화장품 매출 성장의 현 추세가 지속된다면 2012년에는 화장품 사업도 이익 구조에 안착할 전망이다.

웅진코웨이 적정주가 산정

| | | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------------------|---------------|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업이익 | a | 242.6 | 269.7 | 294.9 | 311.8 | 321.2 | 357.9 |
| 유무형자산감가상각비 | b | 143.8 | 142.4 | 144.1 | 145.8 | 166.0 | 164.6 |
| 렌탈폐기손실 등 비현금성 비용 | c | 52.8 | 54.6 | 57.1 | 59.1 | 60.8 | 62.7 |
| EBITDA | a+b+c | 439.2 | 466.7 | 496.1 | 516.7 | 548.1 | 585.1 |
| 유효세율(%) | | 25.3 | 24.2 | 24.2 | 24.2 | 24.2 | 24.2 |
| EBITDA*(1-t) | A | 328.1 | 353.8 | 376.1 | 391.7 | 415.4 | 443.5 |
| (유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실)*t | B | 49.7 | 47.7 | 48.7 | 49.6 | 54.9 | 55.0 |
| 순운전자본 증가(감소) | D | 43.8 | 17.5 | 17.8 | 8.6 | 9.2 | 9.5 |
| CAPEX | E | 196.5 | 194.5 | 198.4 | 202.4 | 206.4 | 210.5 |
| FCFF | A+B-C-D-E | 137.6 | 189.4 | 208.6 | 230.2 | 254.7 | 278.5 |
| Discount factor | | 0.93 | 0.79 | 0.73 | 0.67 | 0.62 | 0.57 |
| PV of FCFF | | 127.8 | 149.5 | 151.6 | 154.2 | 157.2 | 158.3 |
| Total PV of FCFF(2016년까지) | d | 898.6 | | | | | |
| Terminal value of end of 2015 | | 5,179.2영구성장률 3% 적용 | | | | | |
| NPV of terminal value | e | 2,944.3 WACC 8.6% | | | | | |
| Total firm value | d+e | 3,842.9 | | | | | |
| 총차입금 | f | 230.6 | | | | | |
| 현금 및 현금성자산 | g | 68.9 | | | | | |
| 매도가능증권 | h | 3.1 | | | | | |
| 웅진케미컬시장가치 | i | 204.3 시가 20%할인 | | | | | |
| 중국법인 가치 | j | 17.0 2011년 예상 순이익*P/E 20배(지분율 100%) | | | | | |
| Total value of equity | d+e-f+g+h+i+j | 3,905.6 | | | | | |
| 총발행주식수(천주) | | 77,125 | | | | | |
| 자기주식수(천주) | | 1,060 | | | | | |
| 주당 가치(원) | | 51,346 | | | | | |
| 적정주가(원) | | 51,000 | | | | | |
| 현주가 | | 35,650 2011-02-09 | | | | | |
| 상승여력(%) | | 43.1 | | | | | |
| 2011년 예상 EPS(원) | | 2,455 | | | | | |
| 적정주가 Implied PER(배) | | 20.8 | | | | | |

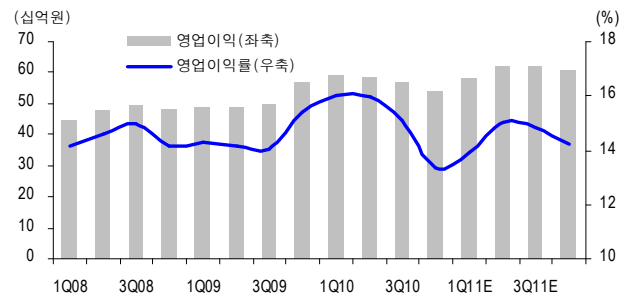
Source: 신한금융투자

분기별 매출액 추이 및 전망



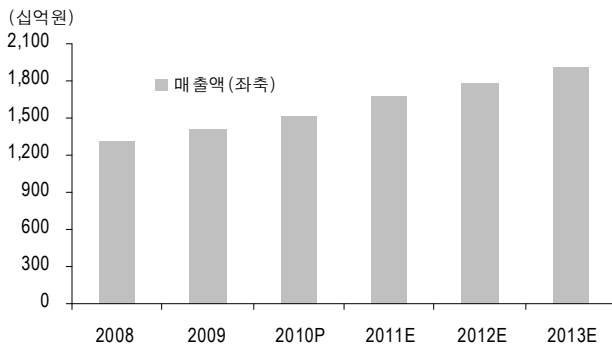
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 영업이익 추이 및 전망



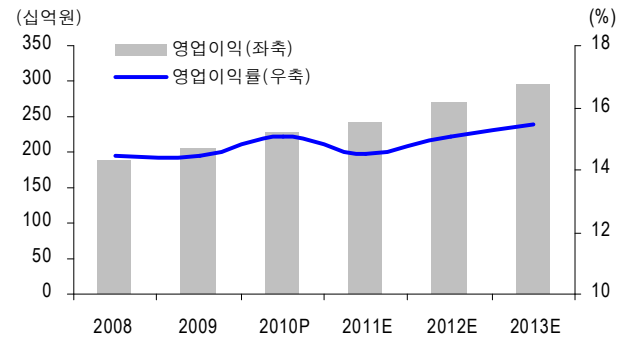
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

연간 매출액 추이 및 전망



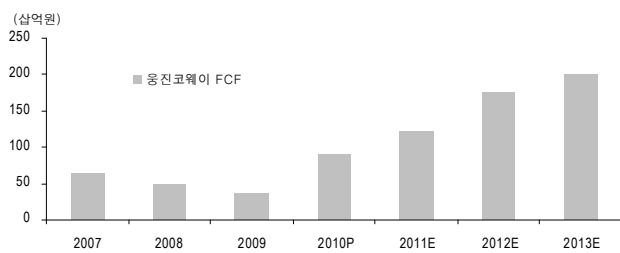
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

연간 영업이익 추이 및 전망



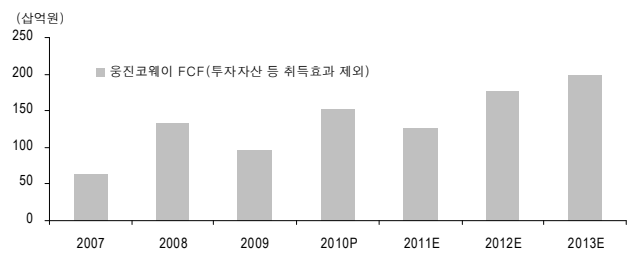
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 FCF 추이 및 전망



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

투자자산 취득 및 영업양수 없었을 경우 FCF 추이 및 전망



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

순차입금(순현금)

| 12월결산 (십억원) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 1,071.4 | 1,270.7 | 1,384.1 | 1,413.2 | 1,444.0 |
| 유동자산 | 475.6 | 509.5 | 526.8 | 523.5 | 517.7 |
| 현금및현금성자산 | 76.1 | 63.7 | 81.7 | 35.1 | 9.4 |
| 단기투자자산 | 5.9 | 5.5 | 7.1 | 8.6 | 12.9 |
| 매출채권 | 149.8 | 194.6 | 191.5 | 224.8 | 240.0 |
| 재고자산 | 58.0 | 54.6 | 60.4 | 73.4 | 78.4 |
| 기타 | 185.8 | 191.1 | 186.2 | 181.6 | 177.0 |
| 비유동자산 | 595.8 | 761.2 | 857.2 | 889.7 | 926.3 |
| 투자자산 | 114.1 | 130.7 | 214.9 | 242.1 | 274.4 |
| 유형자산 | 356.4 | 418.2 | 446.8 | 467.3 | 484.2 |
| 무형자산 | 64.9 | 141.1 | 122.2 | 104.7 | 89.8 |
| 부채총계 | 474.8 | 590.0 | 619.5 | 540.4 | 437.7 |
| 유동부채 | 398.7 | 541.8 | 420.7 | 451.7 | 489.1 |
| 매입채무 | 34.2 | 29.2 | 32.1 | 34.7 | 37.5 |
| 단기차입금 | 107.8 | 119.7 | 38.3 | 30.6 | 29.1 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 120.0 | 80.0 | 110.0 | 140.0 |
| 기타 | 256.7 | 272.8 | 270.3 | 276.4 | 282.5 |
| 비유동부채 | 76.0 | 48.2 | 198.7 | 88.7 | (51.3) |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (50.0) |
| 장기차입금 | 60.0 | 30.0 | 200.0 | 90.0 | 0.0 |
| 기타 | 16.0 | 18.2 | (1.3) | (1.3) | (1.3) |
| 자본총계 | 596.6 | 680.7 | 764.6 | 872.8 | 1,006.3 |
| 자본금 | 39.3 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 |
| 자본잉여금 | 108.7 | 141.9 | 140.3 | 140.3 | 140.3 |
| 자본조정 | 6.2 | (31.5) | (41.4) | (41.4) | (41.4) |
| 기타포괄손익누계액 | 1.3 | 0.0 | (4.1) | (4.1) | (4.1) |
| 이익잉여금 | 441.1 | 529.6 | 629.2 | 737.4 | 870.8 |
| 총 차입금 | 167.8 | 269.7 | 318.3 | 230.6 | 119.1 |
| 순차입금(순현금) | 85.8 | 200.5 | 229.5 | 187.0 | 96.8 |

현금흐름표

| 12월결산 (십억원) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 304.8 | 311.7 | 368.8 | 333.9 | 386.5 |
| 당기순이익 | 129.1 | 153.3 | 176.4 | 189.1 | 218.6 |
| 유형자산감가상각비 | 126.5 | 128.2 | 124.1 | 126.3 | 127.4 |
| 무형자산상각비 | 14.7 | 19.9 | 21.7 | 17.5 | 15.0 |
| 지분법손실(이익) | 1.4 | (13.9) | (22.0) | (23.9) | (29.0) |
| 투자자산처분손실(이익) | 0.0 | 1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산처분손실(이익) | 2.5 | 0.4 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산,부채의 변동 | (36.2) | (48.9) | (3.6) | (49.3) | (22.5) |
| 기타 | 66.9 | 71.6 | 72.0 | 74.3 | 77.0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (255.1) | (276.1) | (279.1) | (210.9) | (211.8) |
| 단기투자자산의 감소(증가) | (4.2) | (0.1) | (1.6) | (1.4) | (4.3) |
| 장기투자자산의 감소(증가) | (82.4) | 2.8 | (62.0) | (3.0) | (3.0) |
| 유형자산의 감소(증가) | (142.0) | (204.1) | (200.5) | (196.5) | (194.5) |
| 기타 | (26.4) | (74.8) | (15.0) | (10.0) | (10.0) |
| Free Cash Flow | 49.7 | 35.5 | 89.7 | 123.0 | 174.7 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (2.1) | (52.3) | (71.7) | (169.6) | (200.4) |
| 단기차입금 증가(감소) | 15.8 | (18.6) | (81.4) | (7.7) | (1.5) |
| 유동성장기부채의 증가(감소) | (20.0) | 0.0 | (40.0) | 30.0 | 0.0 |
| 사채의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (50.0) |
| 장기차입금의 증가(감소) | 60.0 | 0.0 | 170.0 | (110.0) | (90.0) |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | (1.7) | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 지급 | (58.1) | (64.8) | (76.8) | (80.9) | (85.1) |
| 기타 | 0.1 | 31.0 | (41.8) | (1.0) | (3.8) |
| 현금의 증가(감소) | 47.6 | (12.4) | 18.0 | (46.6) | (25.7) |
| 기초의 현금 | 28.5 | 76.1 | 63.7 | 81.7 | 35.1 |
| 기말의 현금 | 76.1 | 63.7 | 81.7 | 35.1 | 9.4 |
| 설비투자매출액 (%) | 10.8 | 14.5 | 13.2 | 11.7 | 10.9 |
| 감가상각비/매출액 (%) | 9.6 | 9.1 | 8.2 | 7.5 | 7.1 |
| 감가상각비/설비투자 (%) | 89.1 | 62.8 | 61.9 | 64.3 | 65.5 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

| 12월결산 (십억원) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,314.4 | 1,411.9 | 1,519.2 | 1,674.3 | 1,788.1 |
| 증가율 (%) | 8.4 | 7.4 | 7.6 | 10.2 | 6.8 |
| 수출비중 (%) | 0.0 | 0.0 | 4.0 | 4.6 | 5.5 |
| 매출원가 | 407.2 | 460.2 | 494.2 | 530.5 | 573.1 |
| 증가율 (%) | 5.8 | 13.0 | 7.4 | 7.3 | 8.0 |
| 매출총이익 | 907.2 | 951.8 | 1,025.0 | 1,143.9 | 1,215.0 |
| 매출총이익률(%) | 69.0 | 67.4 | 67.5 | 68.3 | 67.9 |
| 판매비와관리비 | 717.1 | 747.5 | 796.2 | 901.3 | 945.3 |
| 증가율 (%) | 7.5 | 4.2 | 6.5 | 13.2 | 4.9 |
| 영업이익 | 190.1 | 204.3 | 228.8 | 242.6 | 269.7 |
| 증가율 (%) | 17.9 | 7.4 | 12.0 | 6.0 | 11.2 |
| 영업이익률(%) | 14.5 | 14.5 | 15.1 | 14.5 | 15.1 |
| 영업외수익(비용) | (5.4) | (1.5) | 7.4 | 6.9 | 18.6 |
| 이자수익 | 3.3 | 3.1 | 3.4 | 3.7 | 1.3 |
| 이자비용 | 11.3 | 12.5 | 18.0 | 17.6 | 12.2 |
| 외화관련이익(손실) | 10.5 | (5.2) | (0.4) | (0.3) | 0.0 |
| 자산처분이익(손실) | (2.5) | (1.5) | (0.3) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법이익(손실) | (1.4) | 13.9 | 22.0 | 23.9 | 29.0 |
| 기타영업외수익(비용) | (3.9) | 0.7 | 0.5 | (2.7) | 0.6 |
| 법인세자감전계속사업이익 | 184.8 | 202.7 | 236.1 | 249.4 | 288.3 |
| 법인세비용 | 55.7 | 49.4 | 59.7 | 60.4 | 69.8 |
| 계속사업이익 | 129.1 | 153.3 | 176.4 | 189.1 | 218.6 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 129.1 | 153.3 | 176.4 | 189.1 | 218.6 |
| 증가율 (%) | 11.0 | 18.8 | 15.1 | 7.2 | 15.6 |
| 당기순이익률(%) | 9.8 | 10.9 | 11.6 | 11.3 | 12.2 |
| EBITDA | 394.3 | 400.7 | 422.4 | 435.9 | 462.3 |
| 증가율 (%) | 7.8 | 1.6 | 5.4 | 3.2 | 6.0 |
| 배당성향(%) | 50.2 | 50.1 | 45.9 | 45.0 | 45.0 |

주요 투자지표

| 12월결산 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| EPS (원) | 1,734 | 2,023 | 2,287 | 2,452 | 2,834 |
| Adj. EPS (원) | 1,768 | 2,043 | 2,291 | 2,452 | 2,834 |
| BPS (원) | 8,016 | 8,826 | 9,914 | 11,316 | 13,047 |
| DPS (원) | 870 | 1,010 | 1,049 | 1,103 | 1,275 |
| PER (배) | 18.5 | 19.3 | 16.1 | 14.5 | 12.6 |
| Adj. PER (배) | 18.2 | 19.1 | 16.1 | 14.5 | 12.6 |
| PBR (배) | 4.0 | 4.4 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |
| PCR (배) | 7.0 | 8.2 | 7.6 | 7.2 | 6.7 |
| EV/EBITDA (배) | 6.3 | 7.9 | 7.3 | 6.7 | 6.2 |
| PEG (배) | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | na |
| 배당수익률 (%) | 2.7 | 2.6 | 2.8 | 3.1 | 3.6 |
| 수익성 | | | | | |
| 영업이익률 (%) | 14.5 | 14.5 | 15.1 | 14.5 | 15.1 |
| EBITDA이익률 (%) | 30.0 | 28.4 | 27.8 | 26.0 | 25.9 |
| 세전이익률 (%) | 14.1 | 14.4 | 15.5 | 14.9 | 16.1 |
| 순이익률 (%) | 9.8 | 10.9 | 11.6 | 11.3 | 12.2 |
| ROA (%) | 12.9 | 13.1 | 13.3 | 13.5 | 15.3 |
| ROE (%) | 22.9 | 24.0 | 24.4 | 23.1 | 23.3 |
| ROIC (%) | 22.2 | 22.9 | 22.1 | 23.1 | 24.9 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 79.6 | 86.7 | 81.0 | 61.9 | 43.5 |
| 순부채비율 (%) | 14.4 | 29.5 | 30.0 | 21.4 | 9.6 |
| 이자보상배율 (배) | 16.8 | 16.3 | 12.7 | 13.8 | 22.0 |
| 활동성 | | | | | |
| 총자산회전률 (회) | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 매출채권회전률 (회) | 9.2 | 7.9 | 7.7 | 7.9 | 7.6 |
| 재고자산회전률 (회) | 22.7 | 25.1 | 26.4 | 25.0 | 23.6 |
| 매입채무회전률 (회) | 43.9 | 44.5 | 49.5 | 50.1 | 49.5 |
| 운전자본회전률 (회) | 14.0 | 11.7 | 11.1 | 11.0 | 10.4 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급

매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하

(2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성: 이선경 당사는 상회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상회 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상회 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상회 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상회 회사 및 상회 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중무의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대외, 재배포될 수 없습니다.