

# 웅진코웨이 (021240/BUY)

SELL HOLD **BUY**

12개월 목표주가 **46,000원**  
 Upside/downside **+29%**  
 현재주가 **35,650원**



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

**■ AT A GLANCE**

**Business summary:** 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통		
시가총액	2조 7,495억원		
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	-7%	-7%	+11%
상대주가	-7%	-24%	-19%

**■ RESULTS NOTE**

**국내 외형성장 강화, 중국에 대한 눈높이는 낮춰야...**

**예상과 부합하는 4분기 실적**

- 4분기 매출액은 전년동기대비 9% 증가한 4,032억원, 영업이익은 6% 감소한 537억원으로 예상과 유사. 총계정이 전년동기대비 7% 증가하며 렌탈관련 매출 7% 증가했으며, 국내 화장품 매출은 216억원으로 기존 가이드스 대비 2배 이상. 국내 화장품 사업으로 인한 광고선전비와 판매수수료가 크게 증가하며 영업이익률은 2.1%p 하락한 13.3%를 기록. 중국 화장품 매출은 위안화 기준 25% 증가했으나 1) 중국에 물류, 재고관리 process 정비 등으로 인한 비용과 2) IFRS 도입 관련 회계기준 변경으로 인한 일회성 비용으로 중국으로부터 지분법 손실 41억 발생. 그러나 웅진케미칼로부터의 지분법이익은 128억원으로 예상을 상회.

**올해 가이드스: 국내는 환경가전 중심 외형성장 강화, 중국에 대한 눈높이는 낮춰야**

- 2011년 가이드스는 매출과 영업이익이 각각 12%, 7% 증가한 1.7조원과 2,440억원. 2007년부터 4년간 동사의 매출 증가율은 8% 내외였으나 향후에는 외형 성장에 초점을 맞추면서 2013년까지 연평균 12%의 매출성장을 계획하고 있음. 특히 올해는 핵심사업인 환경가전을 중심으로 드라이브를 걸 전망. 작년 계정순증이 34.6만으로 기존 목표대비 30% 초과달성하며 2006년 이후 가장 높은 계정순증을 달성했는데, 올해는 작년보다 높은 35만이 목표임. 국내 화장품 매출 목표는 600억원이며 연간 화장품 사업관련 손실은 140억원 예상. 화장품관련 비용 등으로 영업이익률은 0.8%p 하락한 14.3% 예상.
- 중국 화장품 매출액은 꾸준한 점포수 확대 (10,505개 → 12,000개)와 시판 확대 통해 위안화기준 20% 성장 목표. 영업이익률은 전년대비 8%p 하락한 25% 예상. 중국에 대한 기존 가이드스였던 연평균 40%성장, 영업이익률 30% 이상에서 낮아진 수치.

**목표주가 46,000원으로 하향조정하나 BUY 의견 유지**

- 1) 국내 화장품 사업관련 비용증가와 2)중국 자회사에 대한 가이드스 하향으로 2011년 EPS 7% 하향조정하며, 목표주가 46,000원으로 7% 하향 조정. 그러나 1) 계정순증을 통한 성장은 quality가 높은 성장이며, 2) 향후 국내 화장품 사업의 코디와의 시너지로 인한 추가 성장 가능성을 고려하면 2011년 기준 P/E 13.8배는 매력적인 수준.

**4분기 실적**

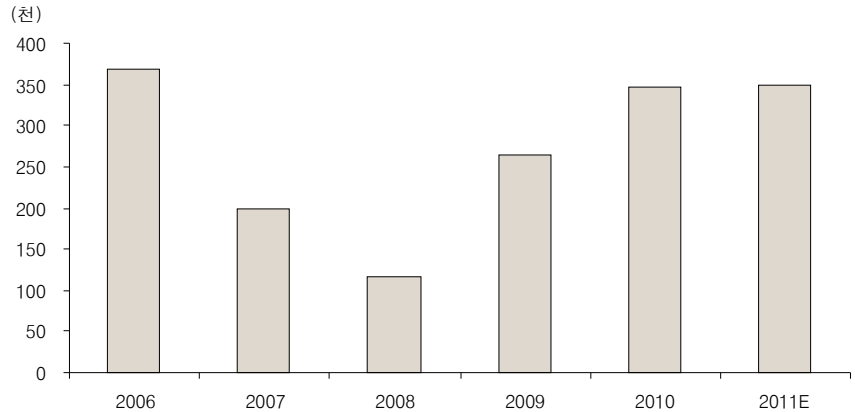
(십억원)	4Q10	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	403.2	8.6	6.7	(0.0)	0.2
영업이익	53.7	(5.9)	(5.9)	2.4	0.0
세전계속사업이익	55.0	3.5	(7.7)	(2.4)	(0.7)
순이익	42.7	5.7	(5.7)	(7.7)	1.4
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	13.3				
세전계속사업이익	13.6				
순이익	10.6				

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**Valuation summary**

	2009	2010E	2011E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	19.0	15.6	13.8
P/B	5.5	4.2	3.5
EV/EBITDA	9.0	7.6	7.0
Div yield (%)	2.6	2.9	3.3
EPS 증가율 (%)	16.7	13.1	12.9
ROE (%)	24.7	24.2	23.7
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	2,023	2,289	2,585
BVPS	6,996	8,522	10,314
DPS	1,010	1,050	1,160

그림 1. 연도별 계정 순증 추이 및 계획



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 1. 이익 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전		변경 후		차이 (%)	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
매출액	1,659	1,795	1,681	1,867	1.3	4.0
영업이익	263	289	245	282	(6.9)	(2.4)
세전이익	282	318	263	313	(6.6)	(1.8)
순이익	213	241	199	237	(6.6)	(1.8)

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 2. 목표주가 산정내역

(십억원)	참고
Discount Rate (WACC, %)	8.9
Terminal growth (%)	1.0
Sum of PV (A)	1,138
PV of Continuing Value (B)	2,096
영업가치 (A+B)	3,234
기타 투자유가증권 (C)	389
투자유가증권	2 장부가 기준
웅진케미칼	158 시가 30% 할인
<b>중국법인 가치</b>	<b>229 2011년 예상 순이익, P/E 25배 적용</b>
순부채 (D)	87 2010년 기준
우선주 (E)	0
Value of equity (A + B + C - D - E)	3,536
총발행주식수 (천주)	77,125
<b>목표주가 (원)</b>	<b>46,000</b>
현주가 (원)	35,650
Upside (%)	29.0

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>매출액</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,519</b>	<b>1,681</b>	<b>1,867</b>
렌탈	1,217	1,276	1,361	1,436	1,541
일시불	60	79	107	114	148
매출원가	407	460	494	578	660
매출총이익	907	952	1,023	1,102	1,207
<b>판매관리비</b>	<b>717</b>	<b>747</b>	<b>794</b>	<b>858</b>	<b>925</b>
인건비	155	195	204	210	215
광고선전비	38	40	46	59	58
판매수수료	258	229	260	304	340
감가상각비	28	33	32	34	36
기타	238	250	253	251	276
<b>영업이익</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>229</b>	<b>245</b>	<b>282</b>
영업외수익	21	27	30	39	48
이자수익	3	3	2	2	2
지분법평가이익	4	18	22	37	45
기타	14	6	5	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
<b>세전이익</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>236</b>	<b>263</b>	<b>313</b>
(계속사업이익)법인세비용	56	49	60	64	76
<b>순이익</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>177</b>	<b>199</b>	<b>237</b>
EBITDA	331	352	385	414	466
EPS (원)*	1,734	2,023	2,289	2,585	3,073

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>305</b>	<b>312</b>	<b>347</b>	<b>357</b>	<b>403</b>
순이익	129	153	177	199	237
유/무형자산 상각비	141	148	156	169	183
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(20)	(36)	(45)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(38)	(44)	(46)
기타	57	54	56	51	58
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(255)</b>	<b>(276)</b>	<b>(234)</b>	<b>(254)</b>	<b>(274)</b>
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	121	125	155
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	0	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(23)	(26)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(2)</b>	<b>(52)</b>	<b>(135)</b>	<b>(100)</b>	<b>(113)</b>
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)	(88)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(40)	(24)	(29)
<b>현금증감</b>	<b>48</b>	<b>(17)</b>	<b>(21)</b>	<b>3</b>	<b>16</b>
기초현금	29	76	64	43	46
기말현금	76	64	43	46	61

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>유동자산</b>	<b>476</b>	<b>509</b>	<b>523</b>	<b>583</b>	<b>662</b>
현금 및 현금성자산	76	64	43	46	61
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	217	240	267
채고자산	58	55	61	73	85
기타	192	197	202	224	249
<b>비유동자산</b>	<b>596</b>	<b>761</b>	<b>823</b>	<b>883</b>	<b>954</b>
투자자산	114	131	160	196	241
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	123	104	85
기타	60	71	72	73	73
<b>자산총계</b>	<b>1,071</b>	<b>1,271</b>	<b>1,346</b>	<b>1,466</b>	<b>1,616</b>
<b>유동부채</b>	<b>399</b>	<b>542</b>	<b>483</b>	<b>509</b>	<b>536</b>
매입채무	34	29	31	35	39
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
<b>비유동부채</b>	<b>76</b>	<b>48</b>	<b>83</b>	<b>57</b>	<b>32</b>
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
<b>부채총계</b>	<b>475</b>	<b>590</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>568</b>
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	629	749	897
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
<b>자본총계</b>	<b>597</b>	<b>681</b>	<b>780</b>	<b>900</b>	<b>1,049</b>

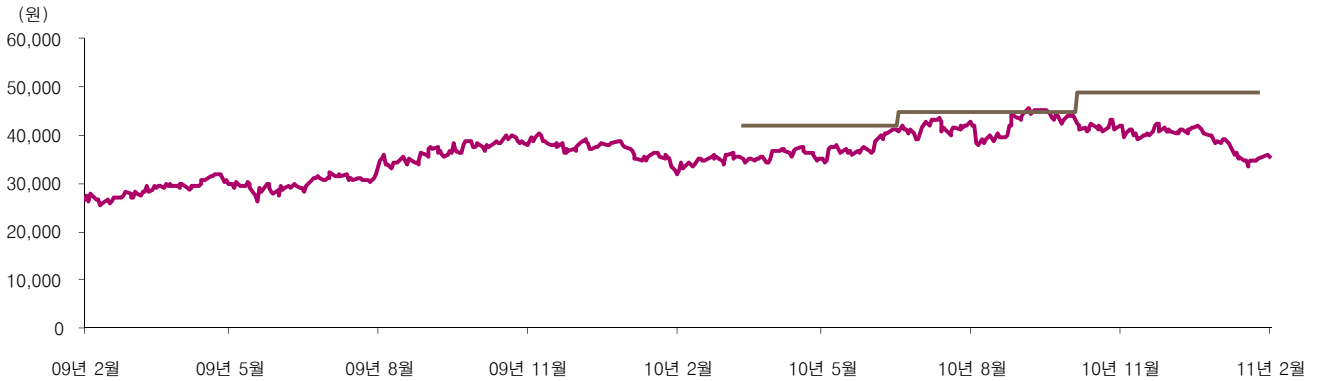
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	8.4	7.4	7.6	10.6	11.1
영업이익	17.9	7.4	12.0	6.9	15.4
세전계속사업이익	18.7	9.7	16.6	11.3	18.9
순이익	11.0	18.8	15.2	12.9	18.9
EBITDA	9.4	6.3	9.3	7.4	12.5
EPS*	11.0	16.7	13.1	12.9	18.9
<b>수익률 (%)</b>					
영업이익률	14.5	14.5	15.1	14.5	15.1
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.6	15.6	16.7
순이익률	9.8	10.9	11.6	11.9	12.7
EBITDA 마진율	25.2	25.0	25.4	24.6	24.9
ROE	21.9	24.7	24.2	23.7	24.3
ROA	12.9	13.1	13.5	14.2	15.4
<b>기타비율</b>					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.9	16.7	10.3
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.5	62.9	54.1
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.3	14.6	19.3
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.4	49.6	49.5
<b>주당지표 (원)</b>					
SPS	17,659	18,639	19,697	21,793	24,207
BPS	7,144	6,996	8,522	10,314	12,497
DPS	870	1,010	1,050	1,160	1,380
주당EBITDA	4,451	4,651	4,994	5,365	6,036

■ Compliance Notice

- 당사는 2월 9일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 9일 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	2011/2/9
투자의견	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY	BUY
TP (원)	42,000	45,000	49,000	49,000	46,000

• 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