

2009년 8월 10일

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

김수현
(02) 3772-1515
sh.kim@goodi.com

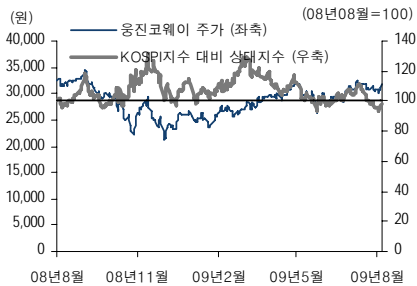
매수

주가 (8월 7일) **31,900원**
적정주가 (% variance) **39,000원 (22.3%)**

시가총액 2,460.3십억원
일평균 거래액 9,238백만원
52주 최고가/최저가 34,400원/21,350원

12월 결산	2008	2009E	2010E
EPS (won)	1,734	2,098	2,420
% change	11.0	21.0	15.3
% from cons		1.1	0.8
PER (x)	17.0	15.2	13.2
Rel. PER (x)	1.2	1.3	1.6
EV/EBITDA (x)	6.9	6.8	6.4
PBR (x)	3.7	3.7	3.2
ROE (%)	22.9	24.8	26.1

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



웅진코웨이 (021240)

2분기 실적 기대부합, 이익개선은 하반기 본격화

- ◆ 2분기 영업실적 시장 컨센서스에 부합, 지분법 이익 기대 이상의 호조
- ◆ 렌탈과 수처리사업 호조, 수출과 일시불 부진
- ◆ 꾸준한 순주문 유입과 해약률 안정화로 관리계정 지속 증가 전망
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 36,000원에서 39,000원으로 상향

2분기 영업실적 컨센서스에 부합, 지분법 이익 기대 이상의 호조 웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 3,439억원(+4.5% YoY), 영업이익은 486억원(+1.5% YoY)로 시장기대치에 부합하는 수준이다. 법인세차감전 순이익은 전년동기 24억원의 손실을 기록한 지분법에서 중국법인 58억원, 웅진케미컬 31억원 등 총 85억원의 이익이 발생하며 기대를 상회하는 호조를 기록했다.

영업이익률이 14.1%로 다소 감소했는데 이는 단가가 높은 멤브레인 필터 교체 수요 증가, 2분기 렌탈순주문 증가에 따른 일회성 판매 수당 증가, 신규사업 구상 등을 위한 컨설팅 비용 증가 등에 따른 것이다. 그러나 일회성 비용 요인이 감소하고 렌탈계정이 꾸준히 증가하며 하반기로 갈수록 영업이익률은 상승할 전망이다. 한편, 화장품 판매 호조로 중국법인에서 대규모 이익을 기록했는데 중국 내 동사의 화장품 브랜드 인지도 상승으로 하반기에도 양호한 실적이 이어질 전망이며 웅진케미컬도 지속적인 호조가 예상되어 2009년 142억원의 지분법이익이 전망된다.

웅진코웨이 2분기 실적

(십억원)	2Q09P	2Q08	YoY(%)	1Q09	QoQ(%)	GMSH	Var(%)	컨센서스
매출액	343.9	329.0	4.5	341.4	0.7	340.8	0.9	352.4
영업이익	48.6	47.9	1.4	48.8	(0.4)	47.4	2.5	48.8
세전이익	51.2	44.0	16.2	48.6	5.3	48.2	6.2	48.3
영업이익률 (%)	14.1	14.6		14.3		13.9		13.8
세전이익률 (%)	14.9	13.4		14.2		14.1		13.7

자료: 웅진코웨이, 굿모닝신한증권

렌탈과 수처리사업 호조, 수출과 일시불 부진 부문별 실적을 살펴보면, 렌탈과 수처리 사업이 전체 성장을 견인했다. 지난해 3분기부터 포함된 수처리사업부는 1분기 52억원에서 2분기 99억원으로 크게 증가했다. 멤버십은 전분기대비 6.7% 감소했는데 이는 2분기 프로모션으로 인해 멤버십 고객 중 상당수 고객이 신상품재렌탈로 전환했기 때문이다. 일시불 판매는 전년동기대비 21.3% 감소했으나 전분기대비해서는 8.1% 증가해 여전히 부진하나 감소세는 진정되는 모습이다.

렌탈 및 멤버십 매출원가율이 상승했는데 이는 2년에 한번씩 교체되는 단가가 높은 멤브레인 필터 교환 수요가 증가했고 4월 소비자고발 프로그램 방송 후 고객 불안요소를 잠재우기 위해 필터교체 및 기타 부품 교체 서비스를 실시하

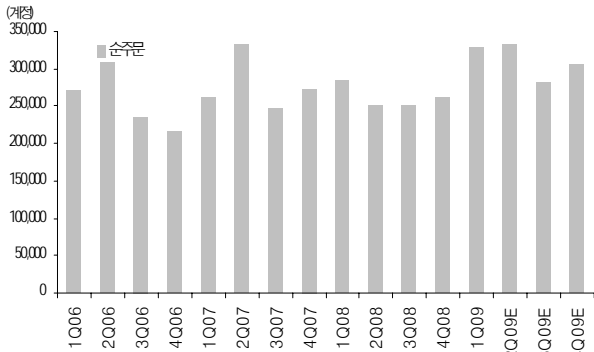
면서 관련 비용이 증가했기 때문이다. 또한 프로모션에 의한 순주문의 경우 등 록비 할인으로 ASP는 다소 떨어지는 반면 판매수수료는 일반순주문과 같아 매출액대비 판매수수료율이 증가하였고 코디 1인당 생산성 증가에 따른 수수료율 인상도 매출원가를 상승의 원인으로 추정된다.

웅진코웨이 부문별 2분기 실적		2Q09P	2Q08	YoY(%)	1Q09	QoQ(%)
(십억원)						
매출액	전체	343.9	329.0	4.5	341.4	0.7
	렌탈	266.0	255.3	4.2	259.5	2.5
	멤버쉽	33.5	33.8	(0.9)	35.9	(6.7)
	일시불	13.3	16.9	(21.3)	12.3	8.1
	수출	10.3	11.9	(13.4)	19.1	(46.1)
	기타(수처리,리빙 등)	20.8	11.1	87.4	14.6	42.5
매출원가	전체	112.3	100.9	11.3	112.2	0.1
	렌탈	75.7	70.4	7.5	73.2	3.4
	멤버쉽	10.8	9.9	9.1	11.6	(6.9)
	일시불	3.8	5.6	(32.1)	4.1	(7.3)
	수출 및 기타	22.0	15.0	46.7	23.3	(5.6)
매출총이익	전체	231.6	228.1	1.5	229.2	1.0
	렌탈	190.3	184.9	2.9	186.3	2.1
	멤버쉽	22.7	23.9	(5.0)	24.3	(6.6)
	일시불	9.5	11.3	(15.9)	8.2	15.9
	수출 및 기타	9.1	8.0	13.8	10.4	(12.5)
매출총이익률(%)	전체	67.3	69.3		67.1	
	렌탈	71.5	72.4		71.8	
	멤버쉽	67.8	70.7		67.7	
	일시불	71.4	66.9		66.7	
	수출 및 기타	88.3	67.2		54.5	
영업이익	전체	48.6	47.9	1.5	48.8	(0.4)
세전이익	전체	51.2	44.0	16.4	48.6	5.3
영업이익률	전체	14.1	14.6		14.3	
세전이익률	전체	14.9	13.4		14.2	

자료: 웅진코웨이,굿모닝신한증권

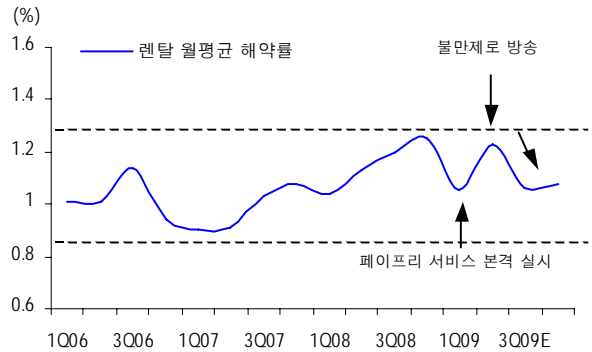
꾸준한 순주문 유입과 해약률 안정화로 관리계정 지속 증가 전망 웅진코웨이의 2분기 순주문은 33만2천여건으로 전년동기대비 32.6%, 전분기대비 1.4% 증가해 수년이래 최고치인 2007년 2분기와 유사한 수치를 기록했다. 그러나 프로모션에 의해 멤버쉽에서 신상품 재렌탈로 전환해 멤버쉽 고객이 전분기말 대비 6만 1천계정 감소했고 4월 정수기 소비자고발 프로그램 방영 이후 해약률이 1.52% 까지 급증하며 2분기 총관리계정의 증가는 1만 4천여건에 그쳤다. 그러나 발빠른 소비자 대응과 점검서비스로 5월들어 해약률은 1.07%로 밴드 최저 구간까지 떨어진 후 유지되고 있으며 얼음정수기, 음식물 처리기 신제품에 이어 곧 비데 신제품도 출시 예정으로 하반기에도 순주문이 꾸준히 증가해 총관리계정은 지속 증가할 전망이다.

분기별 순주문 추이 및 전망



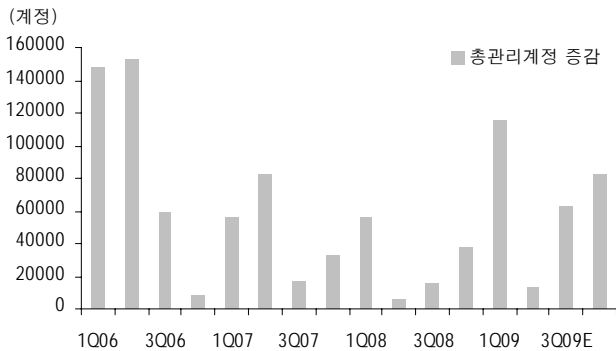
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

2분기 다소 상승했던 해약을 3분기 이후 감소 전망



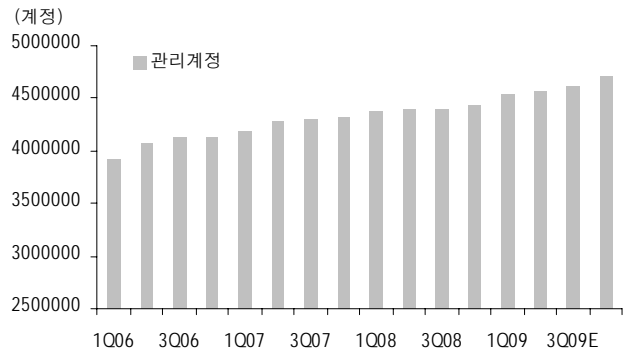
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

총관리계정 1분기 급증 후 2분기 주춤하나 점차 회복 전망



자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

총관리계정 지속 증가



자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

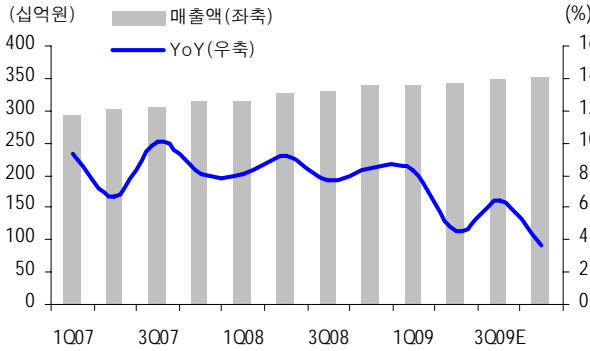
실적 추정 변경 , 2010년과 2011년 EPS 각각 3.0%와 2.2% 상향 수출 부문의 부진, 웅진쿠첸 흡수 합병 영향, 지분법이익 호조 등을 종합적으로 반영해 동사에 대한 실적 추정을 변경한다. 수출 부문이 부진하나 렌탈 호조로 매출 조정폭은 미미하다. 그러나 쿠첸 합병효과 및 지분법 호조로 영업이익률 및 세전이익률은 증가가 예상된다. 실적추정 변경으로 2010년과 2011년 EPS를 기존대비 각각 3.0%와 2.2% 상향 조정한다.

웅진코웨이 실적추정 변경

	변경 전			변경 후			차이		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
매출액	1,392	1,502	1,610	1,389	1,489	1,573	(0.2)	(0.8)	(2.3)
영업이익	202	224	245	202	225	244	0.2	0.4	(0.4)
세전이익	206	232	263	206	239	268	(0.2)	3.0	2.2
EPS(원)	2,103	2,349	2,657	2,098	2,420	2,714	(0.2)	3.0	2.2
영업이익률(%)	14.5	14.9	15.2	14.6	15.1	15.5			
세전이익률(%)	14.8	15.5	16.3	14.8	16.1	17.1			

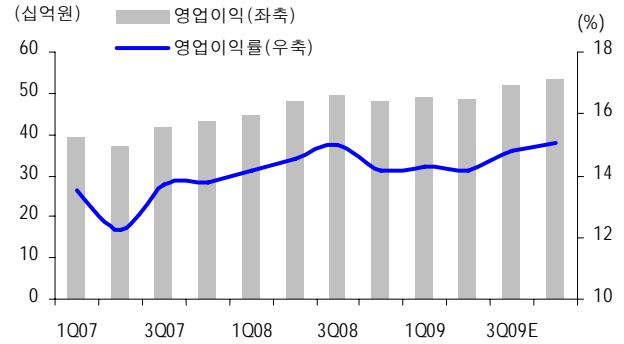
자료: 굿모닝신한증권

분기별 매출액 꾸준히 증가



자료: 웅진코웨이, 굿모닝신한증권

3분기이후 영업이익률 상승 전망

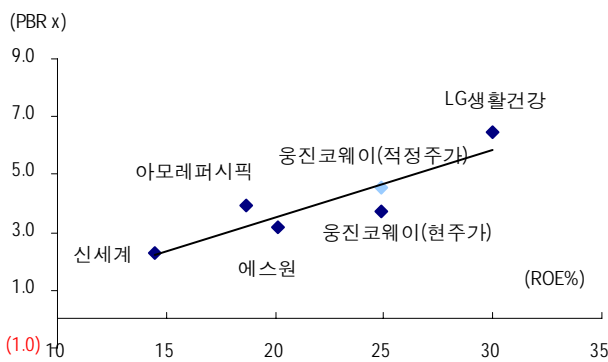


자료: 웅진코웨이, 굿모닝신한증권

투자의견 매수, 적정주가 36,000원에서 39,000원으로 상향 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하며 적정주가를 기존 36,000원에서 39,000원으로 8.3% 상향한다. 동사의 적정주가는 12개월 Forward EPS 2,294원에 GMSH KOSPI Universe 14배를 20% 할증한 Target PER 17배를 적용해 산출한 값이다. 동사와 같이 경기부진 영향이 낮고 높은 시장점유율과 안정적인 현금흐름을 이어가는 peer 그룹인 신세계, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 에스원의 4개업체의 현재 2009년 평균 PER은 20.0배로 동사의 15.2배보다 높다. ROE 및 3개년 연평균 EPS 성장률과 PBR, PER을 비교한 지표에서도 동사는 Peer group 대비 저평가 되어 있다.

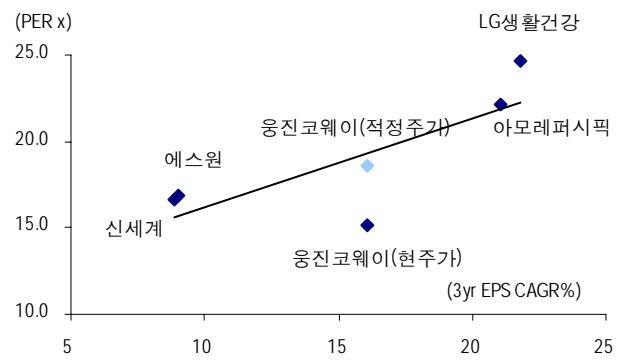
연초 이후 동사의 주가는 KOSPI를 15.3% 언더퍼폼하고 있다. 하반기에는 이익률도 개선되고 음식물 처리기 신제품 효과, 중국법인 화장품 사업확대, 수처리 사업 확대, 대형 수출거래선 추가 등을 기대해 볼 수 있어 이러한 주가부진은 점차 해소될 것으로 기대된다.

내수 PEER group PBR VS. ROE



자료: 퀀트와이즈, 굿모닝신한증권

내수 PEER group PER VS. EPS Growth



자료: 퀀트와이즈, 굿모닝신한증권

투자등급 매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하 (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경, 김수현) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.