

웅진코웨이 (021240/BUY☆☆☆)

SELL HOLD **BUY**

☆☆☆

6개월 목표주가 **42,000원**
 Upside/downside **20%**
 현재주가 **35,000원**



Analyst
 구창근
 cg.koo@samsung.com
 02 2020 7758

신정현
 junghyun81.shin@samsung.com
 02 2020 7753

■ **AT A GLANCE**

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

산업	유통
시가총액	2.7조원
Shares outstanding (float)	77,124,796주 (63%)
52주 최저/최고	26,350원/40,550원
Bloomberg	002124 KS
60일-평균거래량	261,509
주요주주	웅진홀딩스 (31.6%)
Performance	1M 6M 12M
절대주가	+2% -9% +14%
상대주가	+7% -13% -6%

1분기 실적

(십억원)	1Q10	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
영업수익	371.3	8.8	(0.0)	0.4	0.8
영업이익	59.4	21.7	4.0	0.8	2.6
세전계속사업이익	59.0	21.4	11.1	(2.9)	0.7
순이익	42.1	13.4	4.3	(9.5)	(5.2)
이익률 (%)					
영업이익	16.0				
세전계속사업이익	15.9				
순이익	11.3				

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ **RESULTS NOTE**

사상 최대 분기 영업이익률

사상 최대 분기 영업이익률 시현

- 1분기 매출액은 9% 증가한 3,713억원. 총계정이 전년동기대비 5% 증가하며 렌탈관련 매출은 4% 증가에 그쳤으나, 일시불이 118% 급증했기 때문. 영업이익은 22% 증가한 594억원으로 사상 최대 분기 이익이며, 영업이익률도 전년동기대비 1.7%pts 개선된 16%로 사상 최고 수준. 이는 1) 전년 동기 페이프리로 인해 급증한 신규 렌탈 계정이 정상화되며 마진 개선에 기여했고, 2) 일시불 판매호조로 매출원가율이 하락한데다, 3) 판매수수료 체계 변경으로 판매수수료가 감소했기 때문. 세전이익과 순이익은 각각 21%, 13% 증가한 590억원, 421억원. 순지분법평가이익이 전년동기대비 56억원 증가했으나 환율 영향으로 인한 순외화관련비용이 61억원 증가. 전반적으로 우리의 예상치 및 시장권 센서스와 유사한 실적.
- 긍정적 요인 - 일시불확대, 말레이시아법인 turn around, 페이프리 제휴 확대:** 비데 및 공기청정기의 일시불 매출 호조로 연초 전략적 중점사업이던 일시불 판매가 확대중. 연내 흑자 전환이 예상되던 말레이시아법인은 1분기부터 지분법 이익에 기여. 해외 사업중 현지화로 렌탈 사업의 성공가능성을 최초로 보여준다는 점에서 중요한 출발점임. 4월부터 페이프리 제휴사에 롯데카드를 추가해 고객기반 확대 가능.
- 부정적 요인 - 수출감소, 해약률 상승:** 원화기준 해외 수출은 10% 감소했으나, 이는 원화 강세의 결과. 달러기준으로는 11% 증가해 수출은 여전히 견조. 3월 해약율은 1.47%로 급증하며 1분기 전체 해약률도 1.17%로 전년동기대비 0.12%p 상승. 그러나 이 또한 3월 의무사용기간 만기 도래 집중효과에 따른 것으로 4월에도 1% 초반 수준으로 다시 하향 안정화되는 추세.

중국 화장품도 견조

- 춘절연휴로 인한 계절적 비수기임에도 중국 화장품 매출은 전년동기대비 53% 고성장한 4,261만 위안. 대리상 및 점포가 각각 8개, 922개가 증가했기 때문. 방송광고 확대 및 시판 확장 등으로 인한 마케팅비용 증가로 영업이익률은 전년동기 40%보다 4%p 하락한 36%. 신규 성 진출, 대리상과 점포수 확장 및 시판 판매로 향후 3년간 연평균 매출 30%의 고성장을 지속할 전망이며 35%내외의 영업이익률도 지속가능한 수준으로 판단됨. 다만, 금년 세금납부(세율 12%)로 중국법인으로부터의 지분법이익은 1억원 증가에 그침.

BUY☆☆☆의견과 42,000원 목표주가 유지

- 현 주가는 12개월 forward P/E 14.7배. 높은 프리미엄 하에 거래되는 것이나, 렌탈사업을 기반으로 국내외에서 수평적, 지역적 확장으로 향후 연평균 15% 내외의 안정적 이익 성장을 지속할 것을 고려하면 여전히 매력적 사업구조. 특히 페이프리로 인한 해약률의 안정화는 지속가능한 요인으로 보이며, 신규 진출하는 국내 화장품 사업도 위험보다는 기회 요인.

Valuation summary

	2009	2010E	2011E
Valuation (배)			
P/E	19.0	15.5	13.3
P/B	5.5	4.1	3.4
EV/EBITDA	9.0	7.6	6.8
Div yield (%)	2.9	3.2	3.7
EPS 증가율 (%)	16.7	11.7	16.1
ROE (%)	24.0	23.9	24.2
주당지표 (원)			
EPS	2,023	2,259	2,622
BVPS	6,996	8,467	10,182
DPS	1,010	1,130	1,310

표 1.1분기 매출, 비용 및 원가율 분석

(십억원)	1Q10	1Q09	전년동기대비 (% , %p)	비고
매출액	371.3	341.4	8.8	
렌탈관련 (렌탈 + 멤버십)	307.3	295.4	4.0	
일시불	26.7	12.3	117.6	
수출	17.3	19.1	(9.5)	USD기준으로 11% 증가
수처리	7.7	5.0	55.8	
기타	12.2	9.6	26.9	
매출원가	124.1	112.2	10.6	
렌탈관련 (렌탈 + 멤버십)	86.2	84.8	1.7	
일시불	7.7	4.1	86.9	
수출	13.6	12.8	6.6	
수처리	7.0	4.3	63.6	
기타	9.5	6.2	53.0	
매출원가율 (%)	33.4	32.9	0.6	비주력(고원가율) 사업 매출증대
렌탈관련 (렌탈 + 멤버십)	28.1	28.7	(0.7)	
일시불	28.8	33.3	(4.5)	
수출	78.6	67.0	11.6	홍콩법인 폐쇄에 따른 대손상각비 및 환율 효과
수처리	90.9	86.0	4.9	
기타	77.9	64.6	13.3	
판매관리비	187.9	180.4	4.1	
인건비 (급여 + 복리후생비)	50.2	46.9	7.1	
판매수수료	53.8	55.6	(3.3)	
무형자산상각비	6.2	3.8	60.9	
광고선전비	9.3	9.1	1.4	
지급수수료	17.1	17.3	(0.8)	
렌탈자산폐기손실	9.4	10.6	(11.3)	
기타	49.8	42.9	16.0	
판매비율 (%)	50.6	52.8	(2.2)	
판매수수료	14.5	16.3	(1.8)	판매수수료 체계 변경
렌탈자산폐기손실	2.5	3.1	(0.6)	리퍼브효과
지급수수료	4.6	5.1	(0.5)	
인건비 (급여 + 복리후생비)	13.5	13.7	(0.2)	구조조정 효과
광고선전비	2.5	2.7	(0.2)	
무형자산상각비	1.7	1.1	0.6	웅진쿠첸합병 영업권

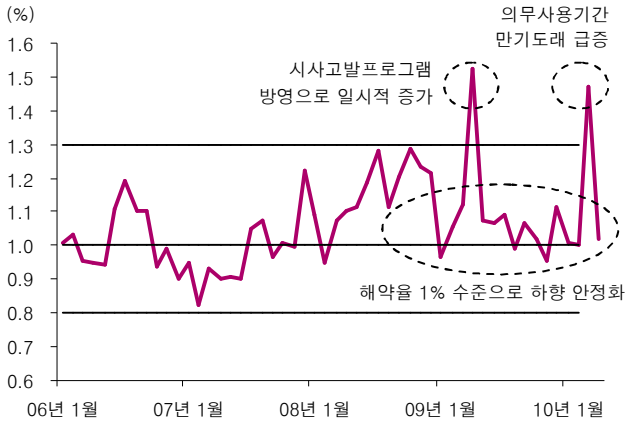
자료: 웅진코웨이, 삼성증권

표 2. 지분법 순이익

(십억원)	1Q10	1Q09	증가액
전체	4.3	(1.3)	5.6
중국법인	2.1	2.0	0.1
말레이시아법인	0.2	(1.2)	1.4
웅진케미칼	2.3	(0.8)	3.1

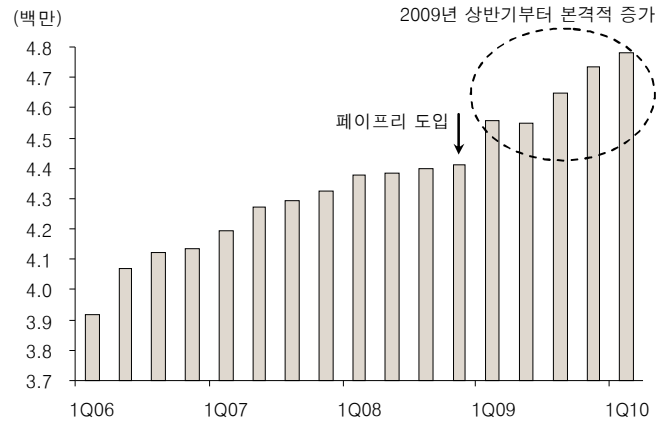
자료: 웅진코웨이, 삼성증권

그림 1. 해약률



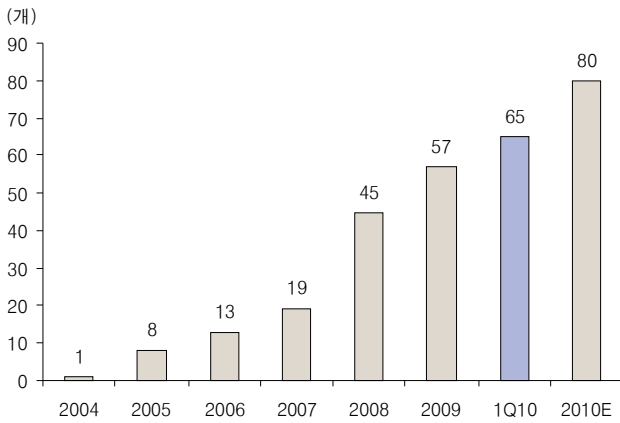
자료: 웅진코웨이

그림 2. 분기별 총렌탈계정수



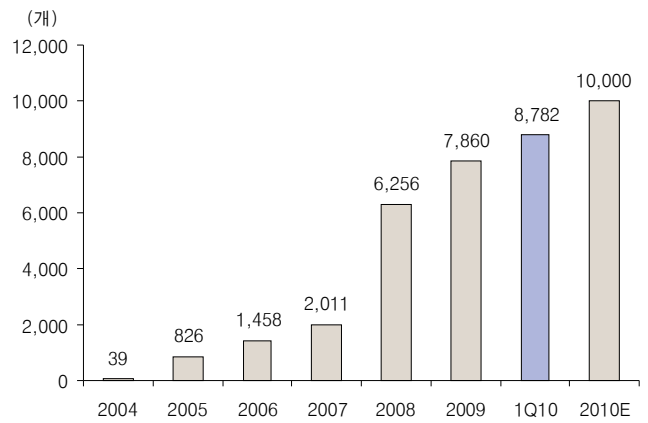
자료: 웅진코웨이

그림 3. 중국성대리상 추이 및 목표



자료: 웅진코웨이

그림 4. 중국 점포수 추이 및 목표



자료: 웅진코웨이

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,540	1,672	1,828
매출원가	407	460	508	569	644
매출총이익	907	952	1,031	1,103	1,184
판매관리비	717	747	809	853	907
인건비	155	195	206	206	212
광고선전비	38	40	45	48	53
판매수수료	258	229	283	309	334
감가상각비	28	33	30	31	33
기타	238	250	245	258	276
영업이익	190	204	222	250	277
영업외수익	21	27	30	37	47
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	28	35	44
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	23	21	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	4	2	0
기타	10	12	2	2	2
세전이익	185	203	230	267	308
(계속사업이익)법인세비용	56	49	56	65	75
순이익	129	153	174	202	233
EBITDA	331	352	377	417	457
EPS (원)*	1,734	2,023	2,259	2,622	3,026

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	337	372	407
순이익	129	153	174	202	233
유/무형자산 상각비	141	148	154	166	180
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(24)	(33)	(44)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(41)	(39)	(41)
기타	57	54	58	60	63
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(229)	(250)	(270)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	110	141	158
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	5	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(18)	(22)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(126)	(114)	(131)
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)	(86)	(101)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
현금증감	48	(17)	(19)	8	6
기초현금	29	76	64	45	53
기말현금	76	64	45	53	59

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	529	585	644
현금 및 현금성자산	76	64	45	53	59
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	220	239	261
채고자산	58	55	62	73	83
기타	192	197	202	220	240
비유동자산	596	761	815	875	950
투자자산	114	131	150	183	227
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	125	109	93
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,344	1,460	1,594
유동부채	399	542	484	508	535
매입채무	34	29	32	35	38
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
비유동부채	76	48	83	57	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
부채총계	475	590	566	566	567
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	627	743	876
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	778	894	1,027

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	9.1	8.6	9.3
영업이익	17.9	7.4	8.9	12.6	10.8
세전계속사업이익	18.7	9.7	13.4	16.1	15.4
순이익	11.0	18.8	13.7	16.1	15.4
EBITDA	9.4	6.3	6.9	10.6	9.7
EPS*	11.0	16.7	11.7	16.1	15.4
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	14.4	15.0	15.2
세전계속사업이익률	14.1	14.4	14.9	16.0	16.8
순이익률	9.8	10.9	11.3	12.1	12.8
EBITDA 마진율	25.2	25.0	24.5	24.9	25.0
ROE	22.9	24.0	23.9	24.2	24.3
ROA	12.9	13.1	13.3	14.4	15.3
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.7	15.9	10.8
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.8	63.2	55.2
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	12.9	15.0	19.0
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.1	50.1	49.9
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	19,966	21,684	23,706
BPS	7,144	6,996	8,467	10,182	12,106
DPS	870	1,010	1,130	1,310	1,510
주당EBITDA	4,451	4,651	4,886	5,405	5,928

■ Compliance Notice

- 당사는 5월 7일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 5월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 7일 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 당사에 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
 투자의견 BUY★☆☆
 TP (원) 42,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분함.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 6개월간 예상 절대수익률 30% 이상 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY★★☆ (매수★★☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 20~30% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 수준
- BUY★☆☆ (매수★☆☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 10~20% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 낮은 수준
- HOLD(중립) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10~10%
- SELL(매도) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

* 2010년 3월 11일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)에서 투자등급 5단계로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상