

Bookook Research Center

김성훈 (02)368-9525

shkim@bookook.co.kr

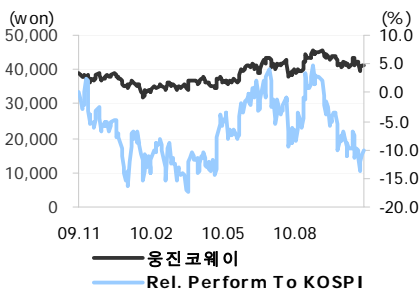
Buy (유지)

목표주가

51,000원

현재가 (원) (11/19)	39,250
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	407
시가총액 (억원)	30,271
상장주식수 (만주)	7,712
외국인보유비중 (%)	44.80
60일 평균거래량 (주)	365,398
52주 최고/최저 (원)	45,850
주요주주	(주)웅진홀딩스(31.61)

Stock Performance



웅진코웨이 (021240)

무난함 그 이상

- 실적 안정성 지속
- 4분기 실적 양호할 전망
- 내년 매출 성장률과 수익성은 올해보다 나을 듯

무난함, 그 이상의 실적 추세 지속

웅진코웨이의 무난한 실적 추세가 이어지고 있음. 주가는 최근 한달 동안 시장 대비 6.2% 하락. 기존 사업의 완만한 성장이 이어지고는 있으나 그동안 모멘텀으로 작용했던 중국 화장품 사업이 주춤한 실적을 보여주고 있기 때문. 다만 최근과 같이 변동성이 커진 장세에서는 실적 안정성이 큰 종목의 수익률이 높을 수 있다고 봄. 기존 사업이 훼손되지 않는 범위 내에서 중국 및 국내 화장품 사업을 성공적으로 잘 해내고 있는 점을 긍정적으로 바라봐야 함.

올해보다 나은 내년 예상

내년 성장률은 올해보다 나아질 전망. 렌탈 매출 회복과 일시불 매출 성장 지속, 화장품 매출 본격 가세 등으로 매출액 성장률이 양호할 전망. 품목별로 정수기와 내년초 신제품 출시가 예상되는 음식물처리기의 판매 호조가 예상됨. 지분법이익 확대로 영업이익률보다 세전이익률 개선이 더 빠를 것으로 예상됨.

목표주가 51,000원, 투자의견 Buy 유지

목표주가를 51,000원으로, 투자의견을 Buy로 각각 유지함. 목표주가는 2011년 예상 실적 기준 P/E 19x 수준.

결산월 (12월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	12,131	1,613	1,557	1,163	1,562	19.5	7.7	4.3	24.0
2008	13,144	1,901	1,848	1,291	1,734	15.4	6.4	3.3	22.9
2009	14,119	2,043	2,027	1,533	2,023	19.0	9.0	4.4	24.0
2010F	15,175	2,323	2,442	1,817	2,356	17.1	8.6	3.9	24.8
2011F	16,507	2,612	2,776	2,065	2,678	15.0	7.4	3.4	24.5

무난함, 그 이상의 실적 추세 지속

<p>무난한 실적 이어지고 있음</p> <p>당장의 모멘텀은 부족해 보임</p>	<p>웅진코웨이의 무난한 실적이 이어지고 있다. 3분기 매출액은 전년대비 6.4% 증가한 3,780억원, 영업이익은 14.7% 증가한 571억원을 시현했고 주가는 최근 한달 동안 시장 대비 6.2% 하락했다. 기존 사업의 완만한 성장이 이어지고는 있으나 그동안 새로운 모멘텀으로 작용했던 중국 화장품 사업이 주춤한 실적을 보여주고 있기 때문에 판단된다. 국내 화장품 사업이 매우 순조롭게 진행되고 있지만 이익을 반영하기에는 시간이 필요하기 때문에 당장의 모멘텀으로 작용하기에는 부족해 보인다. 현재 웅진코웨이의 모습이다.</p>
<p>실적 안정성에 높은 점수 부여 가능</p>	<p>그러나 최근과 같이 변동성이 커진 장세에서는 실적 안정성이 큰 종목의 수익률이 높을 수 있다고 본다. 또 기존 사업이 훼손되지 않는 범위 내에서 새로운 모멘텀인 중국 화장품 사업과 국내 화장품 사업을 성공적으로 잘 해내고 있는 점 역시 긍정적으로 바라봐야 한다고 본다.</p>
<p>전년과 매출 성장률 대체로 유사할 전망</p>	<p>동사의 실적은 매우 안정적이며 변동성 또한 작다. 올해 연간 매출 성장률은 7.5%가 될 것으로 예상되는데 전년의 성장률인 7.4%와 유사한 수준이다. 부문별로 보면 매출 비중이 70%를 상회하는 렌탈 매출의 성장률이 3.9%로 예상되어 전년 성장률인 3.8%와 유사한 반면 멤버십 매출 성장률은 7.8%로 예상되어 전년 성장률인 1.2%에 비해 성장성이 커질 전망이다. 그러나 일시불 매출 성장률은 29%로 예상되어 전년 성장률인 30%와 유사하며 수출 성장률 역시 22.2%로 전년 25.1%에 소폭 못미치지만 대체로 유사한 수준이 예상된다.</p>
<p>일시불 영향으로 멤버십 매출 성장률 증가</p>	<p>부문별 매출에서 올해가 전년과 달라진 점은 멤버십 매출 성장률이 증가한 점이라고 판단된다. 멤버십 매출의 증가 이유는 일시불 고객의 유입 때문이며 렌탈 매출이 줄어들지 않는 범위 내에서 일시불 매출이 성장하고 있다는 점을 긍정적으로 판단하고 있다. 수출 부문이 주춤하고 있으나 향후 5년동안 필립스와 제휴로 중국에 진출할 예정이어서 내년 이후 긍정적인 성장을 예상할 수 있을 것이다.</p>
<p>정수기와 비데 성장 지속</p> <p>화장품은 순조로운 출발</p>	<p>품목별로 보면 일시불 매출 증가로 정수기의 성장률이 증가하고 있다. 정수기의 일시불 매출은 전년대비 50% 내외의 성장을 보이고 있다. 공기청정기는 전년 4분기 매출 호조로 인한 역기저 효과로 올해 성장률은 주춤할 전망이다. 비데는 정수기와 마찬가지로 일시불 매출이 전년대비 50% 내외로 성장할 전망이다. 연수기 역시 일시불 매출이 전년대비 110% 내외로 성장할 전망이다. 규모가 작아 전체에 미치는 영향은 미미할 것으로 보인다. 음식물처리기 부문은 작년에 신제품 출시에 따른 매출 호조를 보인 반면 올해에는 신제품 출시가 내년으로 미뤄져 전년대비 감소할 전망이다. 마지막으로 화장품은 예상외의 매출 호조를 보이고 있다. 9월 중순 론칭 이후 9월 중 실제 영업일수 10일 동안 17.7억원의 매출을 올렸고 10월에도 이와 같은 호조세가 이어지고 있다. 프로모션 활동 강화에 따른 것이기는 하지만 방판 특성상 구전효과와 초기의 인지도가 매우 중요하기 때문에 순조롭게 출발하고 있다는 판단이다.</p>

일시불 주문이 증가한 반면 렌탈 주문은 감소
 반면 올해 3분기까지의 누적 렌탈 판매분은 전년동기대비 10.2% 감소했다. 또 해약분은 0.9% 증가해 결과적으로 렌탈 판매 순증분은 전년대비 17.8% 감소했다. 일시불 판매가 호조를 보인 사이 렌탈 판매가 주춤하고 있는 것이다. 다만 아직까지 문제는 없다는 판단이다.

해약률 낮아진 점이 가장 긍정적
 해약률은 양호하다. 2007년 이후 분기 기준 처음으로 1% 이하를 시현했을 정도이다. 정수기와 청정기, 비데 등의 해약률이 지속적으로 감소하고 있는데, 2009년 7월에 의무사용기간을 1년에서 2년으로 확대한 것과 5년 만기 리텐션 비율이 지속적으로 올라가고 있는 것이 주요 원인인 것으로 판단된다.

[표] 2010년 분기실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q	2QE	3Q	4QE	2010E
매출액	3,713	3,666	3,780	4,015	15,175
렌탈관련	3,073	3,102	3,142	3,168	12,485
렌탈	2,717	2,735	2,767	2,784	11,003
멤버십	356	366	375	384	1,481
일시불	267	247	245	254	1,013
수출	173	172	153	184	682
수처리	77	41	84	150	352
기타(리빙, 화장품 등)	122	104	156	260	642
영업이익	594	586	571	572	2,323
세전이익	590	630	595	627	2,442

자료 : 부국증권 추정

올해 수익성 개선 예상
 올해 수익성은 개선될 전망이다. 다만 부문별로 보면 매출원가는 소폭 증가, 판매관리비는 소폭 감소할 것으로 예상된다. 또 영업이익률보다 세전이익률 개선이 더 빠른 전망이다.

화장품 사업 영향으로 원가율 소폭 증가 전망
 매출원가율은 전년대비 0.4%p 증가한 33.0%가 예상된다. 렌탈 매출원가율은 전년대비 0.8%p 감소한 27.0%로 예상되고 멤버십 매출원가는 전년대비 0.2%p 증가한 30.9%가 예상된다. 또 일시불 매출원가율은 전년대비 3.7%p 증가한 35.3%가 예상된다. 일시불 매출 증가로 원가 비중이 높은 렌탈 관련 매출원가율이 하락하는 점이 긍정적이다. 일시불과 멤버십 매출원가가 상대적으로 증가할 전망이나 렌탈 관련 원가 감소가 전체 수익성 개선을 이끌 것으로 판단된다. 다만 올해 원가율이 전년대비 소폭 증가할 것으로 예상하는 이유는 화장품 관련 원가가 반영되기 때문이다. 화장품을 제외할 경우 전체 매출원가율은 전년대비 0.2%p 감소할 것으로 추정된다.

판매관리율은 비용 효율화로 감소 예상
 판매관리율은 전년대비 소폭 감소할 전망이다. 전년대비 1.3%p 감소한 51.6%가 예상되는데 화장품 광고 확대에 따른 광고선전비 증가에도 불구하고 구조조정에 따른 인건비 감소 효과, 판매조직 수수료체계 합리화에 따른 판매수수료 감소 효과가 비용 감소를 이끌 것으로 예상된다.

지분법이익 개선이 가장 두드러짐

영업외적으로는 지분법이익이 크게 늘어난 점과 이자비용이 늘어난 점이 전년과 달라진 부분이다. 올해 지분법이익을 크게 증가시킨 요인은 중국이 아닌 웅진케미칼이었다는 점도 특징적이다. 달리 말하면 내년부터는 웅진케미칼의 호조세가 이어지고 중국 모멘텀도 기대되어 지분법이익에 대한 기대가 크다.

세전이익률의 빠른 개선 긍정적

지분법이익 덕분에 영업이익률보다 세전이익률이 더 양호할 것으로 예상된다. 영업이익률은 전년대비 0.8%p 개선된 15.3%가 될 것으로 예상되나 세전이익률은 1.7%p 개선된 20.5%로 추정된다.

올해보다 나은 내년 예상

내년 성장을 올해보다 양호

내년 성장률은 올해보다 나아질 전망이다. 사실 이것이 올해보다 내년 주가를 좋게 보는 이유이다. 내년 매출액은 올해 대비 8.8% 성장한 16,507억원이 예상된다. 렌탈 매출 회복과 일시불 매출 성장 지속, 그리고 화장품 매출 본격 가세 등에 따른 것이다.

정수기와 음식물처리기에 기대

품목별로 보면 정수기의 판매 성장이 지속될 전망이고 내년 초 신제품 출시가 예상되는 음식물 처리기의 판매 호조에 따른 성장이 강할 것으로 예상된다. 또 화장품은 아직까지 판매 호조 추세를 거스를만한 요인을 찾기 어렵다는 점에서 강세가 예상된다.

수익성 개선 지속될 전망이고
낮은 금리로 회사채 발행 성공해
장기적으로 이자부담 완화

영업이익은 올해 대비 12.4% 증가한 2,612억원이 될 것으로 예상된다. 매출원가는 화장품 원가 감소로 전년대비 하락이 예상되나 판관비는 판매수수료 확대 등으로 증가할 전망이다. 세전이익은 지분법이익 호조 지속으로 올해 대비 14.0% 증가한 2,776억원이 예상된다. 이에 따라 올해와 마찬가지로 영업이익률보다 세전이익률 개선이 더 빠를 전망이다. 올해 3분기중 사채 500억원을 발행했으나 전체 이자지급부채의 규모는 2분기와 유사한 수준이다. 즉, 단기차입금 규모를 줄이고 장기차입금이 증가했는데 현재의 저렴한 이자를 장기로 묶어두려는 포석이다. 따라서 연간 이자비용의 변화는 크지 않을 것으로 판단된다.

목표주가 51,000원, 투자의견 Buy 유지

목표주가와 투자의견 유지

목표주가 51,000원과, 투자의견 Buy를 그대로 유지한다. 목표주가는 2011년 예상실적 대비 P/E 기준 19x 수준이다. 목표주가 산정을 위한 기간을 12개월 Forward에서 2011년으로 이동하였으나 적용 밸류에이션을 소폭 낮추며 기존 목표주가를 유지한다. P/E는 최근 3년동안의 고점 평균인 21x에 비해 낮은 수준이므로 부담은 없을 전망이다. 실적의 안정성이 뛰어나고 예상을 소폭 하회했던 중국 사업의 회복, 국내 화장품사업의 빠른 성장을 감안하면 매력에 있다는 판단이다.

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2008. 12. 05	Buy	34,000원
2009. 07. 10	Buy	39,000원
2010. 07. 30	Buy	51,000원
2010. 11. 19	Buy	51,000원



- ❖ 본 자료는 2010년 11월 19일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
유동자산	4,756	5,095	6,204	6,949
현금 및 단기예금	761	637	1,094	1,417
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	1,498	1,946	2,092	2,275
재고자산	580	546	603	629
기타	1,917	1,966	2,416	2,628
비유동자산	5,958	7,612	8,437	9,120
장기투자증권	30	21	34	37
지분법적용투자주식	1,098	1,286	1,822	1,982
감가상각자산	3,409	3,785	4,105	4,563
기타	1,421	2,520	2,475	2,538
자산총계	10,714	12,707	14,641	16,069
유동부채	3,987	5,418	4,986	5,251
매입채무	342	292	387	404
단기차입금,유동성장기부채	1,078	2,397	1,763	1,763
기타	2,567	2,728	2,835	3,084
비유동부채 등	760	482	1,786	1,794
사채,장기차입금	600	300	1,700	1,700
기타	160	182	86	94
부채총계	4,748	5,900	6,772	7,045
자본금	393	407	407	407
자본잉여금	1,087	1,419	1,419	1,419
자본조정	62	-315	-307	-307
기타포괄손익누계액	13	0	6	6
이익잉여금	4,411	5,296	6,344	7,499
자본총계	5,966	6,807	7,870	9,025

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
영업활동현금흐름	3,048	3,117	2,869	3,452
당기순이익(손실)	1,291	1,533	1,817	2,065
비현금수익비용가감	2,119	2,073	1,745	1,536
감가상각비,무형자산상각비	1,412	1,481	1,601	1,861
기타	708	592	144	-325
운전자본증감	-362	-489	-693	-149
매출채권증가(감소)	-418	-519	-181	-184
재고자산증가(감소)	-13	42	-48	-26
매입채무증가(감소)	84	-90	95	17
기타	-15	78	-560	44
투자활동현금흐름	-2,551	-2,761	-2,419	-2,219
유형자산처분(취득)	-1,420	-2,041	-1,945	-2,025
무형자산감소(증가)	-45	-62	-140	-290
투자자산감소(증가)	-832	-26	-325	97
기타	-253	-632	-9	-1
재무활동현금흐름	-21	-523	-2	-911
차입금증가(감소)	558	514	766	0
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-581	-1,037	-768	-911
배당금지급	-581	-648	-768	-911
자본조정,포괄손익증가(감소)	0	-389	0	0
기타	1	0	0	0
순현금흐름	476	-124	448	322
기초현금	285	761	637	1,085
기말현금	761	637	1,085	1,408

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
매출액	13,144	14,119	15,175	16,507
매출원가	4,072	4,602	5,014	5,231
매출총이익	9,072	9,518	10,160	11,276
판매비와관리비	7,171	7,475	7,838	8,664
인건비	1,548	1,955	1,961	2,133
감가상각비	135	129	131	144
무형자산상각비	147	198	221	201
연구개발관련비용	69	74	64	69
기타	5,272	5,119	5,461	6,116
영업이익	1,901	2,043	2,323	2,612
영업외손익	-54	-15	119	164
이자수익	33	31	45	64
이자비용	113	125	182	204
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	0	-11	0	0
외환차손익	-2	-11	2	0
외화환산손익	106	-42	24	0
지분법손익	-14	139	249	325
기타	-64	3	-20	-21
세전계속사업이익	1,848	2,027	2,442	2,776
계속사업법인세비용	557	494	625	711
계속사업이익	1,291	1,533	1,817	2,065
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,291	1,533	1,817	2,065
주당순이익	1,734	2,023	2,356	2,678

Valuation 관련지표

	200812	200912	201012F	201112F
Per Share (Won)				
EPS	1,734	2,023	2,356	2,678
CFPS	3,652	4,005	4,346	4,958
BPS	8,016	8,826	10,204	11,701
Multiples (X)				
PER	15.4	19.0	17.1	15.0
PCR	7.3	9.6	9.3	8.1
PBR	3.3	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	6.4	9.0	8.6	7.4
성장성 (%)				
매출액증가율	8.4	7.4	7.5	8.8
영업이익증가율	17.9	7.4	13.7	12.4
EBIT 증가율	11.1	10.3	13.9	12.4
EBITDA 증가율	5.8	7.9	11.5	13.9
순이익증가율	11.0	18.8	18.5	13.7
수익성 (%)				
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.3	15.8
순이익률 (%)	9.8	10.9	12.0	12.5
EBITDA Margin	24.7	24.8	25.7	27.0
ROA	12.9	13.1	13.3	13.5
ROE	22.9	24.0	24.8	24.5
ROIC	22.3	23.3	22.0	22.5
안정성 (%)				
부채비율	79.6	86.7	86.0	78.1
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	12.8	12.8