

매수(유지)

목표주가	50,000원
현재가 (4/11)	38,600원
<hr/>	
KOSPI (4/11)	2,122.39pt
시가총액	29,770억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	45,850원
최저가	31,700원
60일 일평균거래대금	132.9억원
외국인 지분율	48.2%
배당수익률 (10.12월)	2.6%
<hr/>	
주요제품 매출비중	
렌탈 및 멤버십	82.5%
기타	17.5%
<hr/>	
주주구성	
웅진홀딩스 외 22	31.04%
Lazard Asset Management LLC 외 36	14.50%
<hr/>	
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	9% -24% -18%
절대기준	17% -12% 5%

상대주가(%)



웅진코웨이 (021240)

Speed up을 위한 Break

보수적인 가이던스, 1분기 충분히 상회

1분기 1)환경 가전의 고객 순증과 2)화장품 판매 호조세가 지속되며 10%의 매출액 증가가 추산된다. 2011년 동사는 국내는 화장품 신사업 도입에 따른 비용 부담과 중국은 ERP 시스템 도입, 영업망 정비 중심의 전략 제시로 보수적인 가이던스를 제시한 바 있다. 그러나 국내 사업은 2011년은 이미 1분기에만 약 11만 계정 순증이 예상되어 2011년 35만 순증 가능성을 높이고 있다. 이는 환경 가전 사업에 대한 성장률 둔화 우려를 반증하는 신호로 판단된다.

홀딩스 리스크로 인한 과도한 우려

동사의 계열사인 극동건설의 미분양률은 2009년 56%에서 2010년 29%, 2011년 1분기 약 25% 수준으로 낮아졌으며, 2010년 말 미착공 공사 9개 가운데 5개가 2011년 착공에 들어갔다. 또한 2010년 말 약 1조 8천억원 규모의 수주잔고가 유지되며 2011년 1분기에만 2천억원 규모의 신규 수주가 발생했다. 비록 이에 따른 차입금 규모는 약 3,500억원(부채비율 180%) 수준이나 극동건설 자체적인 운영이 가능한 상황으로 동사와 관련된 구체적인 리스크 요인은 크지 않은 것으로 판단된다.

목표주가 5만원과 매수의견 유지

지난 6개월 사이 동사의 주가 하락 요인은 1)웅진홀딩스의 극동건설 운영 정책에 대한 과도한 우려감 반영과 2)국내 및 중국 화장품 사업에 대한 부담감에 있다. 최근 주가는 2011년 영업 전망에 근거할 때 충분히 저평가된 수준으로 상반기 자사주 매입은 적절한 시점에 주주가치 제고를 위한 긍정적 결정으로 판단된다. 주주가치 제고를 위한 적극적 노력으로 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위 십억원배)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,412	1,519	1,700	1,880	2,068
영업이익	204	229	238	266	316
세전이익	203	237	251	280	333
순이익	153	177	187	210	249
EPS(원)	2,023	2,296	2,429	2,717	3,228
증가율 (%)	16.7	13.4	5.8	11.9	18.8
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.0	14.1	15.3
순이익률 (%)	10.9	11.7	11.0	11.1	12.0
ROE (%)	24.0	24.5	22.8	22.2	22.7
PER	15.9	17.0	15.9	14.2	12.0
PBR	4.6	4.8	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	9.0	8.8	8.5	7.7	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

1분기 고객 순증 11만, 2006년 36만 이후 2011년 최고 수준 전망

2011년 순증 목표 35만
1분기 11만 추산

1분기에도 1)환경 가전의 고객 순증과 2)화장품 판매 호조를 바탕으로 약 8~9%의 매출액 증가가 전망된다. 동사는 2006년 36만의 고객 계정 순증을 기록한 이후 10만 계정까지 증가세 둔화를 보여왔다. 2011년에는 연간 35만 순증을 목표로 하고 있는데 1분기 약 11만 순증 달성이 추정되고 있다. 이러한 추세라면 2006년 36만 기록을 넘을 가능성도 높아 보인다. 이는 환경 가전 사업에 대한 성장률 둔화 우려를 반증하는 신호로 판단된다.

화장품 2011년 1분기 목표
매출액 100억원 영업이익 -70억원
매출액 50%이상 상회 영업이익
적자 폭 축소 전망

국내 화장품 영업 동향 역시 긍정적인데 1분기 가이던스(매출액 100억원과 영업이익 70억원 적자) 대비 매출액은 50% 이상 상회하며 적자 폭도 10~20억원 감소가 가능해 보인다. 영업 호조의 근거는 1)기존 환경가전 코디 조직을 효율적으로 활용한 점과 2) 2011년 1분기 BP(Beauty Planner)가 3천명 수준으로 BP 확보가 동종 업계 대비 빠르게 나타났기 때문으로 판단된다. 동사는 화장품 사업 시작, 5~6개월 만에 3천명 규모의 BP 모집을 완료했는데 동종 업계 기준에서는 최소 2~3년이 걸리는 규모이다. 주된 경쟁력은 1)동사 환경 가전 코디 조직이 화장품 마케팅에 적절하게 활용된 점과 2)브랜드 및 보상 체계가 약한 3rd-tier 업체들의 주요 인력들이 유입되었기 때문이다. 방문 판매 화장품 사업은 브랜드와 BP 조직의 영업력이 결정 요인으로, 동사의 BP 확보는 사업 전망에 긍정적으로 판단된다.

화장품 BP(Beauty Planner) 6개월
내 3천명 확보(동종 업계 2~3년
소요)

표 11. 웅진코웨이 2011년 전망

(단위: 억원 %)

	10.1Q	10.2Q	10.3Q	10.4Q	11.1Q(F)	11.2Q(F)	11.3Q(F)	11.4Q(F)	2010	2011F	YoY
매출액	3,713	3,666	3,780	4,032	4,066	4,153	4,300	4,484	15,191	17,003	11.9
렌탈관련	3,073	3,102	3,142	3,224	3,227	3,381	3,456	3,611	12,541	13,675	9.0
일시불	267	247	245	314	288	272	274	342	1,073	1,176	9.6
화장품	-	-	18	216	153	153	153	216	234	675	188.5
수출	173	172	153	194	189	198	171	217	692	775	12.0
수처리	77	41	84	22	81	42	92	25	224	240	7.1
기타(리빙 등)	122	104	139	63	128	107	153	72	428	460	7.5
매출총이익	2,472	2,458	2,533	2,787	2,707	2,785	2,881	3,099	10,250	11,472	11.9
GPM	66.6	67.0	67.0	69.1	66.6	67.1	67.0	69.1	67.5	67.5	0.0p
영업이익	594	586	571	537	554	649	571	604	2,288	2,378	3.9
OPM	16	16	15.1	13.3	13.6	15.6	13.3	13.5	15.1	14.0	-1.1p
당기순이익	421	468	452	427	441	492	441	499	1,768	1,873	5.9

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

표 12. 웅진코웨이의 주요 지분법 자회사 실적 현황

(단위: 천원, %)

웅진코웨이 자회사	09.1Q	09.2Q	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q	10.3Q	10.4Q
웅진코웨이 일본 Cor.								
매출액	2,993,268	2,102,289	2,381,885	2,279,550	2,076,744	2,154,181	2,327,280	2,166,595
당기순이익(손실)	-611,116	-1,527,269	-916,173	-524,435	-913,908	-1,124,954	-1,181,650	-1,530,405
자분율(%)	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
지분법(손)익	-	-	-	-	-	-	-	-
웅진코웨이 셴양 Living Goods Co.,.								
매출액	8,404,939	10,998,838	12,197,583	9,968,136	9,463,306	12,997,553	12,421,907	11,494,645
당기순이익(손실)	2,847,925	5,494,071	4,109,506	924,804	1,929,931	3,287,556	2,360,884	-3,582,788
자분율(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지분법(손)익	1,996,899	5,849,265	3,342,182	2,866,038	2,062,748	4,170,491	2,312,805	-4,070,494
웅진코웨이 (Thailand) Co., Ltd.								
매출액	843,976	999,942	1,501,569	1,179,706	1,459,223	1,528,280	1,808,972	7,014,006
당기순이익(손실)	-221,287	-306,327	-422,546	-390,682	-354,540	-493,102	-525,244	-2,209,360
자분율(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지분법(손)익	-	-	-	-	-	-	-	-
웅진코웨이 (M) S dn Bhd.								
매출액	2,590,144	2,774,046	2,606,329	2,838,507	3,145,818	4,561,540	6,029,597	7,059,153
당기순이익(손실)	-956,613	517,103	55,086	-173,935	-148,515	-1,670,202	138,882	-768,078
자분율(%)	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	100.0%
지분법(손)익	-	-	-209,994	-16,966	69,167	-	-2,734,409	-715,973
웅진메탈 (주)(구(주)세한)								
매출액	182,428,272	210,915,690	207,499,719	202,331,105	212,628,845	227,223,205	221,365,948	249,975,876
당기순이익(손실)	-2,103,802	7,907,388	5,225,330	-846,450	5,542,393	5,687,147	20,758,057	28,205,292
자분율(%)	40.1%	40.1%	40.1%	40.2%	40.2%	40.4%	45.2%	45.2%
지분법(손)익	-811,841	3,104,055	2,222,308	-201,580	2,307,117	2,326,086	8,432,545	12,816,983
Woong Jin Coway SA Inc.								
매출액	2,471,106	2,427,468	2,187,983	2,507,474	2,219,110	2,527,064	2,589,174	2,804,805
당기순이익(손실)	-773,153	-691,187	-335,793	-675,514	-745,631	-606,017	-501,748	-818,500
자분율(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지분법(손)익	-1,303,594	-252,292	-252,628	-1,508,687	-273,537	-551,981	-69,399	-751,687
그린엔텍(주)								
매출액					23,831,869	-13,033,970	4,405,548	10,241,695
당기순이익(손실)					1,468,928	-1,414,778	232,295	738,623
자분율(%)					100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지분법(손)익					-	-1,914,597	725,300	246,710

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

손익계산서

(십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,412	1,519	1,700	1,880	2,068
매출원가	460	494	553	612	673
매출총이익	952	1,025	1,147	1,268	1,395
매출총이익률(%)	67.4	67.5	67.5	67.5	67.5
판매비	747	796	910	1,003	1,079
판매비율(%)	52.9	52.4	53.5	53.3	52.2
영업이익	204	229	238	266	316
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.0	14.1	15.3
EBITDA	352	383	382	428	502
EBITDA마진율(%)	25.0	25.2	22.4	22.8	24.3
영업외손익	-2	8	13	14	16
이자손익	-9	-14	-16	-17	-18
외환손익	-5	0	2	2	0
지분법손익	14	22	26	30	34
기타손익	-1	0	2	0	0
세전이익	203	237	251	280	333
세전이익률(%)	14.4	15.6	14.7	14.9	16.1
법인세	49	59	63	70	84
계속사업이익	153	177	187	210	249
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	153	177	187	210	249
당기순이익률(%)	10.9	11.7	11.0	11.1	12.0
EPS(원)	2,023	2,296	2,429	2,717	3,228
BPS(원)	6,996	8,184	9,737	11,536	13,761
DPS(원)	1,010	1,050	1,050	1,050	1,050
EBITDAPS(원)	4,651	4,961	4,948	5,550	6,506

대차대조표

(십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	509	579	703	725	789
현금성자산	64	57	108	37	28
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	195	207	224	248	258
재고자산	55	73	81	90	99
기타	197	241	289	350	403
비유동자산	761	861	946	1,048	1,161
투자자산	131	204	226	256	290
유형자산	418	454	569	666	751
무형자산	141	134	130	121	118
기타	71	69	21	5	1
자산총계	1,271	1,440	1,649	1,775	1,949
유동부채	542	441	533	527	531
매입채무	29	38	43	47	52
단기차입금	120	74	132	119	113
기타	393	328	358	361	366
비유동부채	48	234	235	237	239
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	30	170	170	170	170
기타	18	14	16	17	19
부채총계	590	675	768	764	770
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	142	140	140	140	140
자본조정등	-31	-46	-37	-37	-37
이익잉여금	530	630	737	867	1,036
자본총계	681	765	881	1,011	1,180

투자지표

(12월 결산)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Valuation					
PER(배)	15.9	17.0	15.9	14.2	12.0
PBR(배)	4.6	4.8	4.0	3.3	2.8
PCFR(배)	6.8	7.8	9.8	8.7	7.4
EV/EBITDA(배)	9.0	8.8	8.5	7.7	6.6
배당수익률(%)	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7
성장성					
매출액성장률(%)	7.4	7.6	11.9	10.6	10.0
영업이익성장률(%)	7.4	12.0	3.9	11.7	19.0
EBITDA성장률(%)	6.3	8.6	-0.3	12.2	17.2
순이익성장률(%)	18.8	15.5	5.8	11.9	18.8
효율성					
ROE(%)	24.0	24.5	22.8	22.2	22.7
ROA(%)	13.1	13.1	12.1	12.2	13.4
ROIC(%)	25.1	24.1	22.1	20.7	21.3
운전자본/매출액(%)	9.8	12.0	13.2	16.5	18.0
안정성					
차입금/EBITDA(배)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(배)	16.3	13.0	11.6	13.4	16.4
부채비율(%)	86.7	88.2	87.1	75.6	65.2

현금흐름표

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	312	314	283	313	385
당기순이익	153	177	187	210	249
유무형자산상각비	148	154	144	162	186
외환손익	4	0	-2	-2	0
지분법손익	-14	-22	-26	-30	-34
운전자본증감	-49	-71	-21	-28	-15
기타	69	76	0	0	0
투자활동현금흐름	-276	-296	-306	-325	-332
유형자산증감	-233	-234	-240	-242	-247
투자자산증감	3	-65	-22	-30	-34
기타	-46	3	-45	-53	-51
FCF	29	17	65	100	163
재무활동현금흐름	-52	-20	74	-60	-63
차입금증감	51	55	58	-13	-6
자본증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-77	-80	-80	-80
기타	-39	2	96	33	23
현금증감	-12	-7	51	-72	-10
기초현금	76	64	56	107	35
기말현금	64	56	107	35	25

자료: Company data, IBK투자증권 예상