



유통/화장품/패션
박종대 (2122-9209)
forsword@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표가(6M) 44,000원
증가(2011/04/18) 36,450원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	28,112억원
외국인지분율	48.20%
배당금(2010)	996원
EPS(2011E)	2,406원
BPS(2011E)	9,944원
ROE(2011E)	22.6%
52주 주가	31,700~45,850원
60일평균거래량	375,955주
60일평균거래대금	132.5억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

1분기 저점으로 점진적 이익모멘텀 확대

■ 1Q11 환경가전 선전 불구 전반적 부진 예상

동사의 1분기 매출은 전년동기대비 8.3% 성장한 4,022억원, 영업이익은 yoy (-)11.8% 감소한 524억원 수준이 예상된다. 환경가전 부분의 견조한 실적개선세가 돋보일 전망이다. 렌탈과 멤버십이 각각 8%내외의 양호한 성장을 지속하고, 일시불(화장품 제외시) 역시 18% 성장하면서 실적개선세를 견인할 것으로 예측된다. 전년도 하반기 신규 런칭한 화장품 부문이 약 150억원의 추가매출을 발생시킬 것으로 예상되나, 리빙 사업부문 축소와 수처리 및 수출 부진이 매출 성장률을 떨어뜨리는 주 요인으로 작용할 전망이다.

영업이익률은 1) 화장품 부문의 비용 증가(약 -60억원 영업손실 예상)와 2) 환경가전 신규판매 증가에 따른 초기 설치 비용 증가, 3) IFRS 비용인식 기준 변경(렌탈 판매수수료 비용인식 5년 분할에서 2년으로 단축)으로 13% 수준에 그칠 것으로 추정된다. 중국 화장품 부문은 yoy 30%의 양호한 성장세를 이어가고 있으며, 영업이익률 역시 25%의 가이던스 수준을 유지하고 있는 것으로 파악된다.

■ 강해지고 있는 환경가전 부문 주목 필요

화장품 부문 신규 라인업 출시에 따른 마케팅비 확대는 당분간 전체적인 수익성 악화의 부담요인으로 작용할 전망이다. 동사 매출의 90%를 차지하는 환경가전 부문의 펀더멘탈 개선에 주목할 필요가 있어 보인다. 최근 잦은 황사와 구제역, 일본 대지진에 의한 방사능 물질 유출 불안감이 정수기와 공기청정기의 가파른 판매 증가로 이어지고 있는데, 3월말 총 계정수가 520만(QoQ +11.5만)을 넘어 서면서 올해 목표 순증 35만 조기 달성 가능성을 높이고 있다. 전년도 4분기(+15.3만)부터 이어지고 있는 높은 계정 증가세는 점진적인 렌탈 매출 증가로 하반기 이익모멘텀 확대의 근간이 될 것으로 예측된다.

■ 하반기 이익모멘텀 확대 대비한 저가 매수 유효

현재 주가 36,450원은 12MF PER 14.5배로 14배 내외가 역사적 주가의 저점이었다는 점을 감안하면 밸류에이션 부담은 크게 완화된 수준이다. 물론, 화장품 부문의 추가적인 비용증가 등 불확실성이 여전하지만, 주력 사업인 환경가전 부문 펀더멘탈이 강화되고 있는 만큼 밸류에이션 하단을 하회하는 추가적인 주가하락 가능성은 제한적이다. 영업이익은 1분기를 저점으로 3분기부터는 yoy (+)성장 전환이 예상되며, 비용통제 수준에 따라 그 시기는 2분기로 앞당겨질 가능성도 있다. 따라서, 주가는 1분기 실적 발표 전후(5월 초)를 기점으로 하반기 양호한 이익모멘텀을 기반한 추세적인 상승세 전환이 가능할 전망이다. 이를 대비한 저점 매수가 유효한 상황이다. 자사주 매입 잔여분(백만주, 6월 20일까지)은 주가의 하방경직성을 담보하는 요인이다.



〈표1〉 웅진코웨이 1분기 예상 영업실적

(단위: 억원)

	1Q10	4Q10	1Q11E	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	3,713	4,032	4,022	-0.2	8.3
렌탈	2,717	2,844	2,913	2.4	7.2
멤버십	356	380	389	2.2	9.1
일시불판매	267	530	467	-12.0	74.6
수출	173	194	182	-6.4	5.0
수처리	77	22	18	-19.5	-77.0
리빙 및 기타	122	63	55	-12.9	-55.0
영업이익	594	537	524	-2.6	-11.8
경상이익	590	550	526	-4.4	-10.9
순이익	421	430	405	-5.8	-3.8
영업이익률(%)	16.0	13.3	13.0	-0.31	-3.0
경상이익률(%)	15.9	13.6	13.1	-0.56	-2.8
순이익률(%)	11.3	10.7	10.1	-0.60	-1.3

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-GAAP 기준

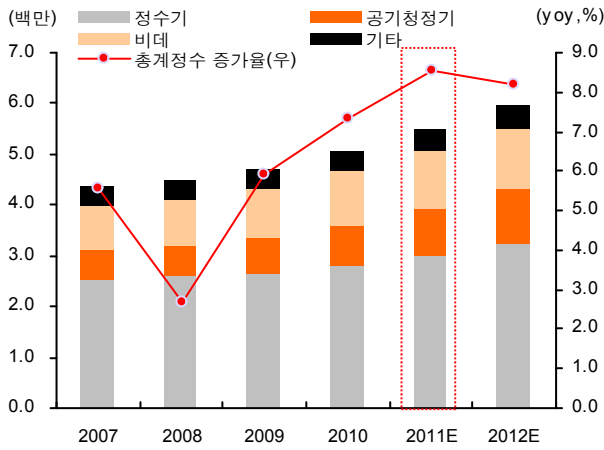
〈표2〉 웅진코웨이 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010년	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011년
매출	3,713	3,666	3,780	4,032	15,191	4,022	4,061	4,143	4,472	16,698
렌탈	2,717	2,735	2,767	2,844	11,063	2,913	2,937	2,962	3,010	11,821
멤버십	356	366	375	380	1,477	389	392	395	398	1,574
일시불판매	267	247	263	530	1,307	467	454	484	801	2,205
수출	173	172	153	194	692	182	181	169	213	744
수처리	77	41	84	22	224	18	45	93	24	180
리빙 및 기타	122	104	139	63	428	55	52	42	25	174
영업이익	594	586	571	537	2,288	524	574	614	650	2,362
경상이익	590	630	595	550	2,365	526	593	627	664	2,410
순이익	421	468	452	430	1,770	405	456	483	512	1,856
영업이익률(%)	16.0	16.0	15.1	13.3	15.1	13.0	14.1	14.8	14.5	14.1
경상이익률(%)	15.9	17.2	15.7	13.6	15.6	13.1	14.6	15.1	14.9	14.4
순이익률(%)	11.3	12.8	12.0	10.7	11.7	10.1	11.2	11.7	11.4	11.1
시장점유율										
정수기	51.1%	50.4%	49.8%	56.1%		56.0%	55.8%	55.5%	55.2%	
청정기	52.0%	53.5%	54.5%	45.2%		45.7%	45.7%	45.7%	45.7%	
비데	48.9%	48.9%	49.0%	46.9%		46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	
계정수(천)										
전체	4799	4864	4930	5083		5206	5309	5413	5516	
정수기	2669	2704	2746	2773		2833	2882	2931	2979	
청정기	708	719	722	791		841	882	924	966	
비데	1021	1040	1060	1106		1114	1123	1132	1141	
국내 보급대수(천)										
정수기	5039	5007	4975	4942		5055	5168	5282	5397	
청정기	1473	1565	1657	1749		1839	1930	2021	2113	
비데	2128	2204	2281	2357		2376	2395	2413	2432	
국내 보급율										
정수기	30.8%	31.5%	32.3%	28.8%		29.4%	29.9%	30.5%	31.1%	
청정기	8.0%	7.9%	7.8%	10.2%		10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	
비데	12.3%	12.5%	12.7%	13.7%		13.8%	13.9%	13.9%	14.0%	
국내 가구수(천)	16,976	17,035	17,093	17,152		17,209	17,266	17,323	17,380	

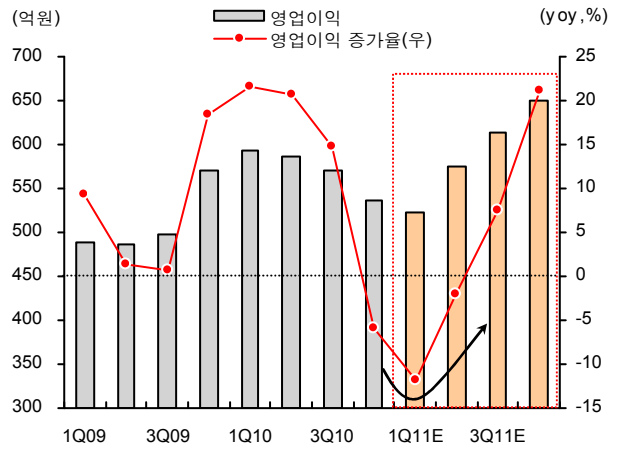
자료: 통계청, 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-GAAP 기준

<그림 1> 웅진코웨이 환경가전 부문별 계정수 추이: 2011년 총 계정수는 5,516 천(yoy 8.5%)으로 실적모멘텀 확대 전망



자료: 웅진코웨이, 하이투자증권

<그림 2> 웅진코웨이 영업이익은 계정 순증 효과로 1분기를 저점으로 점진적인 개선세 예상



자료: 웅진코웨이, 하이투자증권

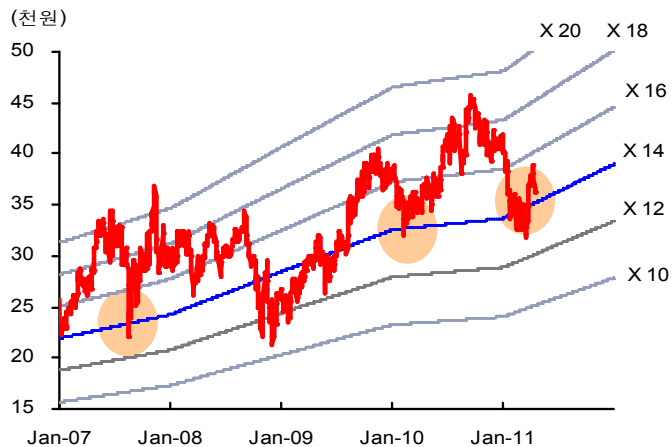
<표3> 웅진코웨이 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
매출						
렌탈	14,119	15,191	16,698	17,755	18,959	20,260
멤버십	10,590	11,063	11,821	12,571	13,406	14,251
일시불판매	1,380	1,477	1,574	1,652	1,742	1,833
기타	786	1,307	2,205	2,494	2,743	3,045
영업이익	2,043	2,288	2,362	2,634	2,897	3,178
경상이익	2,027	2,365	2,410	2,756	3,118	3,492
순이익	1,533	1,770	1,856	2,150	2,432	2,723
적정시가총액	26,824	30,983	32,477	37,625	42,556	47,661
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	34,780	40,172	42,110	48,785	55,179	61,797
적정PER	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
EPS	1,987	2,296	2,406	2,788	3,153	3,531
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.1	14.8	15.3	15.7
매출 (YoY,%)	7.4	7.6	9.9	6.3	6.8	6.9
영업이익 (YoY,%)	7.4	12.0	3.2	11.5	10.0	9.7
순이익 (YoY,%)	18.8	15.5	4.8	15.9	13.1	12.0

자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, K-GAAP 기준

<그림 3> 웅진코웨이 12MF PER 밴드: 하반기 이익모멘텀을 대비한 14배 내외 저가 매수 유효



자료: Bloomberg, 하이투자증권

Income Statement				
(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	15,191	16,698	17,755	18,959
매출원가	4,941	5,282	5,512	5,835
매출총이익	10,250	11,415	12,243	13,124
판매비와관리비	7,963	9,054	9,609	10,227
영업이익	2,288	2,362	2,634	2,897
영업외손익	78	48	123	221
금융손익	-141	-143	-118	-73
외환관련손익	-5	0	0	0
세전계속사업손익	2,365	2,410	2,756	3,118
계속사업법인세비용	595	554	606	686
계속사업이익	1,771	1,856	2,150	2,432
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,771	1,856	2,150	2,432

Balance Sheet				
(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	5,749	5,978	6,225	6,364
현금 및 현금성자산	704	682	760	693
매출채권	2,122	2,323	2,458	2,624
재고자산	586	637	671	711
비유동자산	8,489	9,279	10,023	11,261
투자자산	2,687	2,882	3,125	3,420
유형자산	4,537	5,303	5,963	6,843
무형자산	1,264	1,095	935	999
자산총계	14,237	15,257	16,247	17,625
유동부채	4,265	4,189	4,307	4,028
매입채무	317	341	359	380
단기차입금	386	286	186	86
유동성장기부채	800	800	1,000	800
비유동부채	2,304	2,304	1,954	2,254
사채	498	498	498	498
장기차입금	1,700	1,700	1,350	1,650
부채총계	6,569	6,493	6,261	6,282
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,404	1,404	1,404	1,404
자본조정	-441	-441	-441	-441
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	6,298	7,394	8,616	9,973
자본총계	7,668	8,764	9,986	11,343

Statement of Cash Flow				
(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	2,803	2,908	3,409	3,300
당기순이익(손실)	1,771	1,856	2,150	2,432
유형고정자산감가상각비	1,257	1,246	1,432	924
무형자산상각비	239	229	220	218
운전자본의 증감	-192	-228	-151	-185
투자활동 현금흐름	-2,674	-2,071	-2,153	-2,291
유형자산투자	-2,033	-2,011	-2,093	-2,072
투자유가증권투자(순)	-641	0	0	0
재무활동 현금흐름	-62	-860	-778	-275
차입금증가	687	500	150	800
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	67	-23	78	-66
기초현금	637	704	682	760
기말현금	704	682	760	693

Key Financial Data				
	2010	2011E	2012E	2013E
주당데이터(원)				
SPS	19,697	21,650	23,022	24,582
EPS	2,296	2,406	2,788	3,153
CFPS	4,235	4,319	4,930	4,634
EBITDA/S	4,905	4,975	5,557	5,236
BPS	8,304	9,944	11,736	13,413
DPS(원)	996	985	1,203	1,394
배당수익률(%)	2.5	2.7	3.3	3.8
Valuation(Multiple)				
P/E	20.0	13.9	15.1	13.0
P/CF	10.8	7.6	8.4	7.4
P/S	2.3	1.6	1.7	1.6
P/BV	5.5	3.9	3.7	3.1
P/EBITDA	9.3	6.5	7.3	6.5
EV/EBITDA	10.1	7.2	8.0	7.1
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	24.5	22.6	22.9	22.8
EBITDA이익률	24.9	23.0	24.1	21.3
부채비율	85.7	74.1	62.7	55.4
순금융비용부담률	0.9	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(x)	13.0	13.3	17.0	26.2
매출채권회전율(x)	7.5	7.5	7.4	7.5
재고자산회전율(x)	8.7	8.6	8.4	8.4

자료 : 하이투자증권, 웅진코웨이

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2011-01-18	Buy	44,000						
2010-11-05	Buy	49,500						
2010-10-12	Buy	50,500						
2010-06-22	Buy	48,400						
2010-06-14	Buy	46,000						
2010-04-13	Buy	43,000						
2010-03-10	Buy	41,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박중대)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자등급은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)