

매수(유지) / TP 50,000원

# 웅진코웨이 (021240)

기업브리프 | 유통/화장품

2010년 05월 04일

Analyst 안지영/이혜경 ☎ 02 6915 5675 [jyahn@ibks.com]

## 하반기 영업 강화의 신호 확인

- 1분기 K-IFRS 기준 매출액 전년대비 9.4% 증가, 영업이익 전년대비 15.4% 감소
- 매출액 증가는 방사능과 구제역 등에 환경가전 성능 부각에 기인, 1분기 고객 순증(11만8천)
- 영업이익 감소는 1)IFRS전환 판매수수로 인식 5년에서 2년 축소 2) 신사업인 화장품 관련 영향
- 1분기 화장품 매출액은 174억원 (목표치 174% 초과), 영업손실 53억원 (목표 -70억원)
- 극동건설 리스크 관련 과도한 우려 - 1분기 실적 개선, 잔여 PF와 부채비율 급감
- 과도한 우려 속에도 긍정 신호 지속, 목표주가 5만원과 매수의견 유지

## 가이던스 충분히 상회, 긍정신호에 주목

1Q 매출액 +9.4%(YoY),  
영업이익 -15.4%(YoY)

1분기 결과, 매출액은 전년대비 9.4% 증가한 반면 영업이익은 15.4% 감소하며 수익성 하락을 나타냈다. 그러나 구체적으로는 하반기 영업 전망에 대한 긍정적 신호가 확인된 결과로 판단된다. 1분기 생활환경가전은 렌탈 기준, 정수기 +22.2%(YoY), 청정기 +39.2% (YoY) 판매 증가를 보이며 성장 정체 우려감을 불식시켰다.

그러나  
체질은 긍정적  
고객 순증 11만8천  
(3년 평균 6만8천)

표 1. 웅진코웨이 2011년 1분기 잠정 실적

(단위: 억원, %)

	10.1Q	10.4Q	11.1Q(P)	QoQ	YoY
매출액	3,654	3,988	3,998	0.3	9.4
렌탈관련	3,014	3,180	3,271	2.9	8.5
렌탈	2,658	2,800	2,880	2.9	8.4
멤버십	356	380	391	2.9	9.8
일시불	267	314	318	1.3	19.1
화장품	-	216	174	-19.4	-
수출	173	194	183	-5.7	5.8
기타 (리빙 등)	199	85	51	-40	-74.4
매출총이익	2,418	2,749	2,744	-0.2	13.5
GPM	66.2	68.9	68.6	-0.3p	2.5p
영업이익	675	538	571	6.1	-15.4
OPM	18.5	13.5	14.3	0.8p	-4.2p
당기순이익	515	366	388	5.8	-24.7

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

Company Data	(단위: 십억원/배)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현재가 (5/2)	36,350원	매출액	1,412	1,519	1,700	1,880
KOSPI (5/2)	2,228.96pt	영업이익	204	229	238	266
시가총액	28,035억원	세전이익	203	237	251	280
발행주식수	77,125천주	순이익	153	177	187	210
액면가	500원	EPS(원)	2,023	2,296	2,429	2,717
52 주 최고가	45,850원	증가율 (%)	16.7	13.4	5.8	11.9
최저가	31,700원	영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.0	14.1
60 일	121.6억원	순이익률 (%)	10.9	11.7	11.0	11.1
일평균거래대금		ROE (%)	24.0	24.5	22.8	22.2
외국인 지분율	48.61%	PER	15.9	17.0	15.0	13.4
배당수익률		PBR	4.6	4.8	3.7	3.2
(10.12 월)	2.61%	EV/EBITDA	9.0	8.8	8.1	7.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

주된 요인은 규제역과 황사, 방사능 오염 등의 환경 속에서 타사 제품 대비 성능이 부각되었으며 신제품 출시 또한 효과적이었기 때문이다. 이로 인해 고객 순증은 과거 3년 분기 평균 6만8천을 74% 상회한 11만 8천으로 이어졌다.

3월 이후 동사의 RO방식 정수기 성능 부각 분기당 10만 수준의 고객 순증 추세 이어질 전망  
 화장품, 가이던스 상회하며 약진

3월 이후 일본 방사능 이슈로 동사의 RO방식 정수기는 필터의 우수성이 보다 확산되는 추세에 있어 분기 평균 10만대의 고객 순증이 지속될 전망이다. 1분기 11만 8천의 고객 순증은 2011년 연내에 약 750억원의 매출 효과로 이어지는 구조로 하반기 매출 증가를 확산하는 지표로 볼 수 있다. 뿐만 아니라 해약율은 2007년 1분기 이후 최저 수준인 1.01%를 기록했다. 신규 사업인 국내 화장품은 1분기 목표 100억원을 174% 상회한 174억원을 기록했고 영업적자는 53억원(목표 -73억원)을 기록해 긍정적인 성과로 판단 된다.

한편 영업이익 감소는 1)IFRS전환에 따른 영업권 상각 소멸 38억원에도 판매수수료 인식 기준 5년에서 2년(의무사용기간)으로 단축되면서 약 55억원의 적자를 반영한 데 있다. 2)신규 사업인 화장품 부문의 광고, 판촉 등의 비용 발생 53억원 또한 단기적으로 영업 실적에는 부담 요인으로 작용했다.

표 2. 코웨이 RO정수기, 규제역 침출수 및 방사성물질 효과적 제거

규제역 침출수					방사능 오염물질																																			
I. 오염물질					후쿠시마 빗물 속 세슘 요오드 제거 성능 시험결과(11년4월)																																			
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 살처분 가축 침출수 오염물</li> <li>- 암모니아성/질산성 질소</li> <li>- 염소이온, 항생제</li> <li>- 병원성 바이러스</li> </ul>					<table border="1"> <thead> <tr> <th>항목</th> <th>원수(Bq/L)</th> <th>정수(Bq/L)</th> <th colspan="2">제거율</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>요오드-131</td> <td>930</td> <td>5.8</td> <td colspan="2">99.4%</td> </tr> <tr> <td>세슘-134</td> <td>110</td> <td>5.4</td> <td colspan="2">95.1%</td> </tr> <tr> <td>세슘-137</td> <td>130</td> <td>6.6</td> <td colspan="2">94.9%</td> </tr> <tr> <td colspan="3">세슘(Total)</td> <td colspan="2">95.0%</td> </tr> </tbody> </table>				항목	원수(Bq/L)	정수(Bq/L)	제거율		요오드-131	930	5.8	99.4%		세슘-134	110	5.4	95.1%		세슘-137	130	6.6	94.9%		세슘(Total)			95.0%								
항목	원수(Bq/L)	정수(Bq/L)	제거율																																					
요오드-131	930	5.8	99.4%																																					
세슘-134	110	5.4	95.1%																																					
세슘-137	130	6.6	94.9%																																					
세슘(Total)			95.0%																																					
II. 정수 기술별 제거 방식					우라늄, 라듐 제거성능 시험결과(09년 출차 한국원자력연구원)																																			
역삼투막 정수기가 오염된 지하수를 음용수로 처리할 수 있는 유일한 정수 방식					<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">정수시스템</th> <th rowspan="2">시험종류</th> <th colspan="2">제거율</th> </tr> <tr> <th>우라늄-238</th> <th>라듐-226</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="2">RO system</td> <td>새 필터</td> <td>100%</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>사용 중 필터</td> <td>100%</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">UF system</td> <td>새 필터</td> <td>56%</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>사용 중 필터</td> <td>43%</td> <td>9%</td> </tr> </tbody> </table>				정수시스템	시험종류	제거율		우라늄-238	라듐-226	RO system	새 필터	100%	100%	사용 중 필터	100%	100%	UF system	새 필터	56%	15%	사용 중 필터	43%	9%												
정수시스템	시험종류	제거율																																						
		우라늄-238	라듐-226																																					
RO system	새 필터	100%	100%																																					
	사용 중 필터	100%	100%																																					
UF system	새 필터	56%	15%																																					
	사용 중 필터	43%	9%																																					
<table border="1"> <thead> <tr> <th>침출수 오염물질</th> <th>활성탄</th> <th>중공사막(UF)</th> <th colspan="2">역삼투막(RO)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="3">유해화학 오염물질</td> <td>암모니아성질소</td> <td>불가</td> <td>불가</td> <td>제거</td> </tr> <tr> <td>질산성질소</td> <td>불가</td> <td>불가</td> <td>제거</td> </tr> <tr> <td>염소이온</td> <td>불가</td> <td>불가</td> <td>제거</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">미생물 오염</td> <td>항생제</td> <td>일부</td> <td>일부</td> <td>제거</td> </tr> <tr> <td>총대장균군</td> <td>불가</td> <td>제거</td> <td>제거</td> </tr> <tr> <td></td> <td>바이러스</td> <td>불가</td> <td>불가</td> <td>제거</td> </tr> </tbody> </table>					침출수 오염물질	활성탄	중공사막(UF)	역삼투막(RO)		유해화학 오염물질	암모니아성질소	불가	불가	제거	질산성질소	불가	불가	제거	염소이온	불가	불가	제거	미생물 오염	항생제	일부	일부	제거	총대장균군	불가	제거	제거		바이러스	불가	불가	제거	※ 출처 일본환경조사연구소 ※ 분석기 최소값, 정밀분석 진행 중, Bq: 베크렐 1초에 방사능의 세기			
침출수 오염물질	활성탄	중공사막(UF)	역삼투막(RO)																																					
유해화학 오염물질	암모니아성질소	불가	불가	제거																																				
	질산성질소	불가	불가	제거																																				
	염소이온	불가	불가	제거																																				
미생물 오염	항생제	일부	일부	제거																																				
	총대장균군	불가	제거	제거																																				
	바이러스	불가	불가	제거																																				

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

화장품 적자, 중장기 성장  
 동력을 고려하면 긍정적 수준

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

동사는 화장품 사업부를 통해 2011년 600억원, 2012년 1,200억원 매출액 증가가 가능할 전망이다. 2011년 예상 적자는 140억원 수준으로 향후 신규 성장 채널로 가능성을 고려한다면 부담이 크지 않은 수준이다. 또한 후발 주자임에도, 생활환경 가전 사업을 통해 쌓아온 고객 DB관련 영업 노하우는 사업 진행을 빠르게 하는 원동력이 되고 있다. 최근 BP(Beauty Planner)가 6개월 사이 3천명 확보되었는데 이는 동 업계 대비 2~3년이 빠른 수준이기 때문이다. BP의 90%가 브랜드와 보상 체계가 약한 3rd-tier 업체들의 주요 인력들이란 점 또한 긍정적이다. 뿐만 아니라 2분기부터는 동사 기존 사업부의 1)코디 조직의 본격적인 활용과 2)면세점 입점을 통한 마케팅이 진행되고 있어 하반기 TV광고비 축소도 가능할 전망이다.

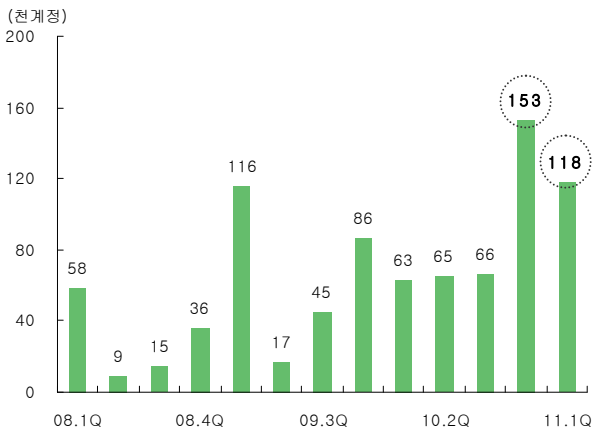
표 3. 웅진코웨이 2011년 전망

(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	3,988	4,221	4,300	4,484	15,191	17,003	11.9
렌탈	3,073	3,102	3,142	3,224	3,271	3,337	3,456	3,611	12,541	13,675	9.0
일시불	267	247	245	314	318	242	274	342	1,073	1,176	9.6
화장품	-	-	18	216	174	132	153	216	234	675	188.5
수출	173	172	153	194	183	204	171	217	692	775	12.0
기타(리빙 등)	122	104	139	63	51	184	153	72	428	460	7.5
매출총이익	2,472	2,458	2,533	2,787	2,744	2,748	2,881	3,099	10,250	11,472	11.9
GPM	66.6	67.0	67.0	69.1	68.6	65.1	67.0	69.1	67.5	67.5	0.0p
영업이익	594	586	571	537	571	632	571	604	2,288	2,378	3.9
OPM	16	16	15.1	13.3	14.3	15.0	13.3	13.5	15.1	14.0	-1.1p
당기순이익	421	468	452	427	388	545	441	499	1,768	1,873	5.9

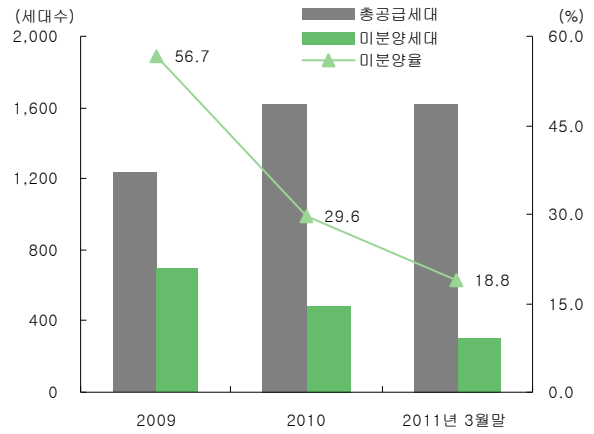
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 1. 생활환경개선 계정순증 확대추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 2. 극동건설 2011년 1분기 주요 영업현황



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

### 극동건설 1분기 실적 개선 확인

극동건설 현황에 대한  
과도한 우려감

미분양률 2009년  
57%→2011년 1분기 19%,  
PF 보증 7,230억원 중  
잔여 2,550억원

계열사 극동건설의 미분양률은 2009년 57%에서 2010년 30%, 2011년 1분기 약 19% 수준으로 낮아졌으며, 2010년 말 미착공 공사 9개 가운데 5개가 2011년 착공에 들어갔다. 총 PF 7,200억원 가운데 착공 수준에 있는 우량 PF와 분양 예정에 있는 3,100억 원을 제외하면 잔여 규모는 약 2,500억원 수준이다. 최근 홀딩스는 극동건설에 대해 1,000억원의 유상증자를 실시, 부채비율은 170%에서 130%로, 순차입 비중은 77%에서 57%로 하락했다. 극동건설의 실적 개선과 홀딩스의 적극적인 운영 측면에서 볼 때 향후 웅진코웨이에 미치는 부정적인 영향은 제한적으로 판단된다.

### 목표주가 5만원과 매수의견 유지

리스크 관리와  
주주가치제고 노력  
자사주 200만주 중 150만주  
매입

지난 6개월 사이 동사의 주가 하락 요인은 1)웅진홀딩스의 극동건설 운영 정책에 대한 과도한 우려감 반영과 2)국내 및 중국 화장품 사업에 대한 부담감에서 확인되며, 최근 주가는 이러한 요인을 충분히 반영한 것으로 판단된다. 하반기로 갈수록 기존 사업의 영업력 확대와 함께 국내 화장품 사업의 빠른 도약, 그리고 해외 사업 정비에도 30% 수준의 매출 신장은 전사 사업모델에 대한 우려감을 해소시켜 주기에 충분할 전망이다. 또한 3월 21일 자사주 매입 결정 이후 5월 3일 기준 자사주 매입 현황은 150만주로 추가 50만주 매입이 가능한 상황으로, 주주가치 제고를 위한 적극적 노력과 함께 주가 상승 모멘텀이 가능할 전망이다. 기존의 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

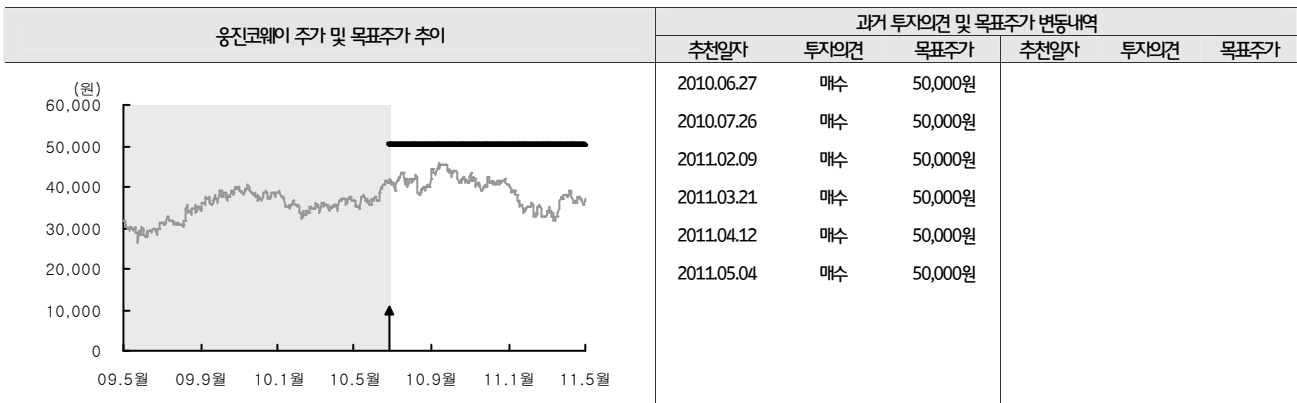
#### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 입력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 1년간 주가사로 참여하지 않았습니다.  
 동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행내역	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

해당사항없음

Not Rated    ◆적극매수    ▲매수    ●중립    ■비중축소



#### 투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)		업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~-10%	
비중축소	~-15%			