



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

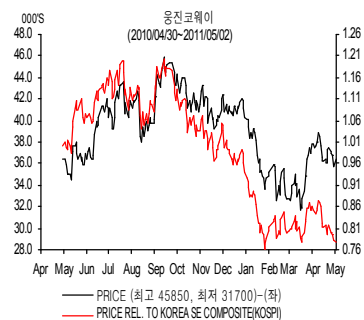
Buy (Maintain)

목표가(6M) 44,000원
증가(2011/05/03) 37,100원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	28,613억원
외국인지분율	48.60%
배당금(2010)	996원
EPS(2011E)	3,008원
BPS(2011E)	10,550원
ROE(2011E)	27.4%
52주 주가	31,700~45,850원
60일평균거래량	343,143주
60일평균거래대금	121.6억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

실적 바닥 확인, 좋아질 일만 남았다

■ 1Q11 환경가전 선전 불구하고 영업이익 부진

동사의 1분기 K-IFRS 별도 기준 매출은 전년동기대비 9.4% 성장한 3,998억원, 영업이익은 yoy (-)15.5% 감소한 571억원을 기록하였다. 구제역과 방사능 확산 여파로 정수기 판매가 전년동기 대비 40% 증가하였고, 청정기와 비대도 20% 이상 높은 성장세를 구가하면서 외형 성장을 견인하였다. 이에 따라 환경가전 부문 계정 순증이 11.8만 계정에 달하면서 이미 연간 목표치(35만 계정)의 34%를 달성하였다. 4월 역시 5만 계정 이상 순증이 가능할 전망이다, 3월말 총 계정수가 520만을 넘어섰다. 전년도 4분기(+15.3만)부터 이어지고 있는 높은 계정수 증가세는 점진적인 렌탈 매출 증가로 이어지면서 하반기 이익모멘텀 확대의 근간이 될 것으로 예측된다. 한편, 화장품 부문이 174억원의 추가매출을 발생시켰으나, 리빙 사업부문 철수와 수처리 및 수출 부진이 매출 성장률을 떨어뜨리는 주 요인으로 작용하였다.

영업이익률은 1) 화장품 부문의 비용 증가와 2) 환경가전 신규판매 증가에 따른 초기 설치 비용 증가, 3) IFRS 비용인식 기준 변경(렌탈 판매수수료 비용인식 5년 분할에서 2년으로 단축)으로 전년동기대비 4.2%p 하락한 14.3% 수준에 그쳤다.

■ 자회사 펀더멘탈 개선세

중국 화장품 부문은 yoy 31%의 양호한 외형 성장을 이어가고 있으며 영업이익률 역시 26.4%로 가이드نس(25%)를 상회하고 있다. 시판 채널 확대와 추가 지역 진출에 진력하고 있는 모습이다. 프로모션과 TV광고 확대 등 마케팅비 확대는 아쉬운 부분이지만, 동사 중국 화장품 사업의 한계로 지적되어 왔던 지역편중(동북 3성 위주)과 유통채널제한(신대리상 점포 위주)을 극복할 수 있다면 문제가 되지 않는다.

40% 지분을 보유하고 있는 웅진케미칼은 면화가격 상승에 의한 합성섬유 주문량 증가, 방사능 확산 등에 따른 가정용 필터 매출 증가 등이 실적개선을 견인하였다. 1분기 매출과 영업이익이 각각 28%, 65% 성장하면서 뚜렷한 회복세를 보이고 있다.

극동건설(웅진홀딩스 지분율86%)은 2010년 흑자전환 하였고, 천억원 유상증자 후 부실사업장 정리, 재무구조 개선에 진력하면서 미분양률이 2009년 57%에서 3월말에는 19%까지 하락한 모습이 긍정적이다. PF보증규모는 7,230억원이나 우량사업장 및 올해 분양예정인 PF를 제외하면 잔여 PF는 2,550억원 수준이다. 누적수주는 2조원 규모로 파악되고 있으며, 부채비율은 130%다.

■ 화장품 추가 리스크 제한적

국내 화장품 부문은 1분기 174억원의 매출과 (-)53억원의 영업손실을 기록하면서 회사 목표치를 초과달성하였다. 올해 매출 목표 600억원은 무난할 것으로 보이며, 올해 영업손실 계획치인 (-)140억원 수준 이내로 손실폭이 제한적일 것으로 예상된다. 1) 판매인력이 2,965명으로 빠르게 증가한 점이 긍정적이며, 2) 4월 면세점 입점은 브랜드 인지도 개선에 고무적이다. 3) 아울러, 추가적인 지출로 인한 영업손실을 막기 위해 철저한 비용통제를 하고 있는 것으로 파악되어, 시장에서 우려하는 화장품 부문의 추가적인 비용 발생 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

■ 하반기 이익모멘텀 확대 대비한 저가 매수 유효

현재 주가 37,100원은 12MF PER 14.3배로 1) 14배 내외가 역사적 주가의 저점이었다는 점을 감안하면 밸류에이션 부담은 크게 완화된 수준이다. 2) 자회사들의 실적 및 펀더멘탈이 빠르게 개선되고 있고, 3) 화장품 부문의 추가적인 비용증가 가능성이 제한적인 상황에서 4) 주력 사업인 환경가전 부문 펀더멘탈이 강화되고 있는 만큼 밸류에이션 하단을 하회하는 추가적인 추가하락 가능성은 제한적이다. 영업이익은 1분기를 저점으로 3분기부터는 yoy (+)성장 전환이 예상되며, 비용통제 수준에 따라 그 시기는 2분기로 앞당겨질 가능성도 있다. 따라서, 불확실성이 해소되고, 밸류에이션 여력이 충분한 현재 주가수준은 투자의 적절한 시기라고 판단된다. 주가는 2분기를 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 영업실적

(단위: 억원)

	1Q10	4Q10	1Q11P	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	3,654	3,988	3,998	0.2	9.4
렌탈	2,717	2,800	2,880	2.9	6.0
멤버십	356	380	391	2.9	9.8
일시불판매	267	530	318	-39.9	19.1
화장품		216	174	-19.6	na
수출	173	194	183	-5.7	5.8
수처리 기타	77	22	51	131.8	-33.8
영업이익	675	538	571	6.1	-15.5
경상이익	647	498	504	1.2	-22.0
순이익	515	366	388	5.8	-24.7
영업이익률(%)	18.5	13.5	14.3	0.78	-4.2
경상이익률(%)	17.7	12.5	12.6	0.12	-5.1
순이익률(%)	14.1	9.2	9.7	0.51	-4.4

자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-IFRS 별도 기준

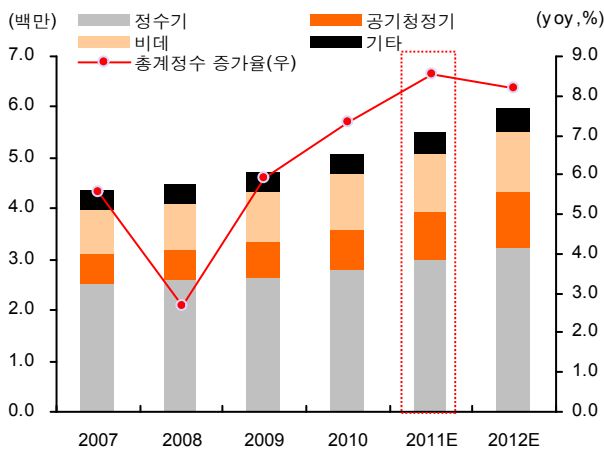
〈표2〉 웅진코웨이 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010년	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011년
매출	3,713	3,666	3,780	4,032	15,191	3,998	4,058	4,130	4,380	16,566
렌탈	2,717	2,735	2,767	2,844	11,063	2,880	2,957	3,035	3,105	11,977
멤버십	356	366	375	380	1,477	391	404	413	422	1,630
일시불판매	267	247	245	314	1,074	318	280	268	340	1,207
화장품			18	216	234	174	191	153	275	793
수출	173	172	153	194	692	183	181	169	213	746
수처리 기타	77	41	84	22	224	51	45	93	24	213
영업이익	594	586	571	537	2,288	571	575	629	657	2,432
경상이익	590	630	595	550	2,365	578	595	644	672	2,490
순이익	421	468	452	430	1,770	445	458	496	518	1,917
영업이익률(%)	16.0	16.0	15.1	13.3	15.1	14.3	14.2	15.2	15.0	14.7
경상이익률(%)	15.9	17.2	15.7	13.6	15.6	14.5	14.7	15.6	15.3	15.0
순이익률(%)	11.3	12.8	12.0	10.7	11.7	11.1	11.3	12.0	11.8	11.6
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		5201	5292	5379	5466	
정수기	2669	2704	2746	2773		2809	2882	2931	2979	
청정기	708	719	722	791		830	882	924	966	
비데	1021	1040	1060	1106		1144	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	

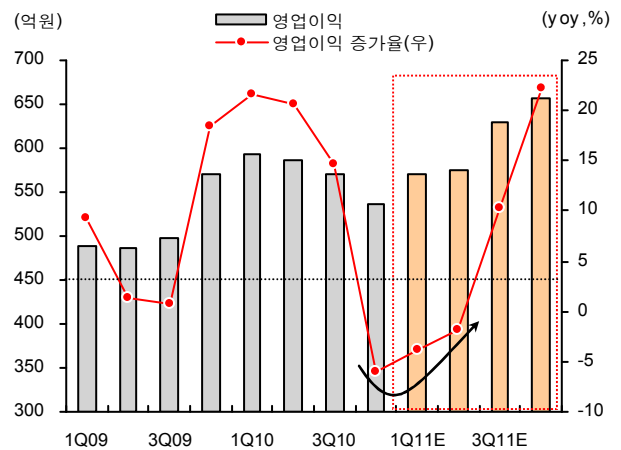
자료: 통계청, 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-GAAP 기준, 단 2011년 1분기 실적에서 영업이익까지는 IFRS 별도 기준 수치임.

〈그림 1〉 웅진코웨이 환경가전 부문별 계정수 추이: 2011년 총 계정수는 5,466천(yoy 7.5%)으로 실적모멘텀 확대 전망



자료: 웅진코웨이, 하이투자증권

〈그림 2〉 웅진코웨이 영업이익은 계정 순증 효과로 1 분기를 저점으로 점진적인 개선세 예상



자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, 단 K-GAAP 기준에 따른 전망치

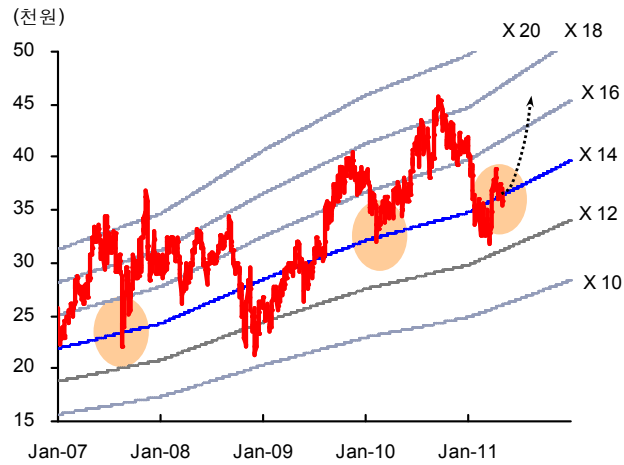
〈표3〉 웅진코웨이 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
매출	14,119	15,191	16,566	17,993	19,277	20,718
렌탈	10,590	11,063	11,977	12,966	13,865	14,856
멤버십	1,380	1,477	1,630	1,744	1,836	1,933
일시불판매	786	1,074	1,207	1,296	1,375	1,442
영업이익	2,043	2,288	2,432	2,691	2,921	3,208
경상이익	2,027	2,365	2,490	2,806	3,141	3,525
순이익	1,533	1,770	1,917	2,189	2,450	2,750
적정시가총액	26,058	30,097	32,589	37,210	41,648	46,744
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	33,786	39,024	42,255	48,247	54,001	60,609
적정PER	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS	1,987	2,296	2,486	2,838	3,177	3,565
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.7	15.0	15.2	15.5
매출 (YoY,%)	7.4	7.6	9.0	8.6	7.1	7.5
영업이익 (YoY,%)	7.4	12.0	6.3	10.7	8.5	9.9
순이익 (YoY,%)	18.8	15.5	8.3	14.2	11.9	12.2

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	16,566	17,993	19,277
매출원가	4,936	5,049	5,365	5,697
매출총이익	10,255	11,517	12,628	13,580
판매비와관리비	7,963	8,562	9,388	10,083
영업이익	2,293	2,955	3,240	3,497
영업외손익	78	58	115	220
금융손익	-141	-143	-118	-73
외환관련손익	-5	0	0	0
세전계속사업손익	2,370	3,013	3,355	3,717
계속사업법인세비용	596	693	738	818
계속사업이익	1,774	2,320	2,617	2,900
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,774	2,320	2,617	2,900

Balance Sheet				
(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	5,751	6,426	6,920	7,295
현금 및 현금성자산	709	1,196	1,499	1,662
매출채권	2,122	2,275	2,424	2,595
재고자산	584	619	661	702
비유동자산	8,489	9,289	10,025	11,262
투자자산	2,687	2,891	3,127	3,421
유형자산	4,537	5,303	5,963	6,843
무형자산	1,264	1,095	935	999
자산총계	14,240	15,715	16,945	18,558
유동부채	4,263	4,179	4,302	4,023
매입채무	316	331	354	376
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	6,568	6,483	6,256	6,278
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	6,302	7,862	9,319	10,910
자본총계	7,672	9,232	10,689	12,280

Statement of Cash Flow				
(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	2,808	3,418	3,866	3,764
당기순이익(손실)	1,774	2,320	2,617	2,900
유형고정자산감가상각비	1,257	1,246	1,432	924
무형자산상각비	239	229	220	218
운전자본의 증감	-190	-173	-168	-190
투자활동 현금흐름	-2,674	-2,071	-2,153	-2,292
유형자산투자	-2,033	-2,011	-2,093	-2,072
투자유가증권투자(순)	-641	0	0	0
재무활동 현금흐름	-62	-860	-1,010	-509
차입금증가	687	500	150	800
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	72	487	303	163
기초현금	637	709	1,196	1,499
기말현금	709	1,196	1,499	1,662

Key Financial Data				
	2010	2011E	2012E	2013E
주당데이터(원)				
SPS	19,697	21,479	23,330	24,994
EPS	2,301	3,008	3,393	3,760
CFPS	4,240	4,921	5,536	5,240
EBITDA/S	4,912	5,744	6,343	6,015
BPS	8,309	10,550	12,648	14,628
DPS(원)	996	985	1,504	1,697
배당수익률(%)	2.5	2.7	4.1	4.7
Valuation(Multiple)				
P/E	19.9	13.9	12.1	10.7
P/CF	10.8	7.5	7.4	6.6
P/S	2.3	1.6	1.7	1.6
P/BV	5.5	3.9	3.4	2.9
P/EBITDA	9.3	6.5	6.3	5.7
EV/EBITDA	10.0	7.2	6.8	6.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	24.5	27.4	26.3	25.2
EBITDA이익률	24.9	26.7	27.2	24.1
부채비율	85.6	70.2	58.5	51.1
순금융비용부담률	0.9	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(x)	13.0	16.6	20.9	31.6
매출채권회전율(x)	7.5	7.5	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	8.7	8.4	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 주관사로 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 종가 대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상 -Hold(보유): 추천일 종가 대비 +15% 미만, -15% 미만 -Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액 기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)