하나금융그룹

유통

웅진코웨이 (021240)

2011년 5월 4일

BUY

목표주가(12M): 47,000원

현재주가(5/3): 37,100원

확실한 Star사업을 보유

하반기로 갈수록 실적개선

웅진코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 47,000원을 유지한다. 주력인 환경가전사업에서 9% 성장세를 유지하고 있고, 화장품사업의 초기 적자도 점차 축소되면서 하반기로 갈수록 실적이 개선될 것이다. Valuation도 과거 평균에 비해 낮아졌다(현재 P/E 14.6배 vs. 과거 3년 평균 16.6배). 환경가전이라는 확실한 Star사업을 보유한 업체로 신사업 진출비용으로 이익증가가 둔화된 현재가 하반기를 겨냥한 매수시점이라는 판단이다.

1분기 Review, 환경가전부문의 성장성 우수

K-IFRS 기준 1분기 매출액은 +9% YoY 증가한 3,998억원을 기록했다. 꾸준한 계정수 증가(+11.8만 QoQ, +40.2만 YoY)로 렌탈과 멤버쉽부문이 각각 8%/10% 성장했고, 일시불부문도 +19% YoY 증가하는 등 환경가전부문에서 9% 성장하였다. 해약률은 1.01%(-2bp QoQ, -16bp YoY)로 하락하였다. 영업이익은 화장품사업 초기 적자와 IFRS 전환에 따른 수수료 이연기간 변경효과 등으로 571억원(-16% YoY, +6% QoQ)을 기록했다.

지난 4분기부터 공기청정기의 계정 순증이 눈에 띈다. 공기청정기는 매출비중이 13%이나 최근 두 분기 동안 계정 순증의 45%/33% 비중을 차지했다. 황사/방사능 등 공기관련 위협요인들이 수요를 자극했고, 이에 맞춰 소비자 요구에 맞는 신제품을 적시에 출시한 결과라는 판단이다. 동사 자체분석에 의하면, 공기청정기 M/S는 80%를 상회한다.

화장품부문에서는 174억원의 신규 매출이 발생했다. 313개 직영점/대리점을 바탕으로 2,965명의 판매조직원을 보유하고 있는데, 이는 금년 내 목표를 99% 달성한 것이다. 1분기 매출액 174억원은 연간 목표 600억원의 29% 수준이다. 화장품부문의 영업이익은 -53억원을 기록했다. 초기 조직구축비와 마케팅비용들이 집행되었기 때문이다.

중국 화장품사업은 매출액이 +31% YoY 증가했으나 대리상 구조조정과 마케팅비용이 반영되면서 영업이익은 2% YoY 감소했다. 영업이익률은 9%p YoY 하락한 26.4%였다.

Financial Data

투자지표	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	십억원	1,411.9	1,519.1	1,674.8	1,815.0	1,955.0
영업이익	십억원	204.3	228.8	240.1	264.8	298.6
세전이익	십억원	202.7	236.5	258.7	280.2	325.5
순이익	십억원	153.3	177.0	196.6	212.9	247.4
EPS	원	2,023	2,296	2,549	2,761	3,208
증감율	%	16.7	13.4	11.0	8.3	16.2
PER	배	19.0	17.6	14.6	13.4	11.6
PBR	배	4.1	3.9	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	8.8	8.3	7.2	6.7	6.0
ROE	%	24.0	24.5	23.9	22.6	23.1
BPS	원	9,298	10,358	11,870	13,401	15,272
Net DER	%	29.4	34.5	34.8	34.0	31.3

주: K-GAAP 기준, 자료: 하나대투증권

하나대투증권

Earnings Review

Key Data

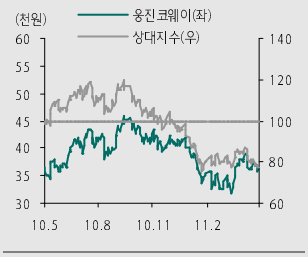
KOSPI 지수(pt)	2,200.73
52주최고/최저(원)	45,850/31,700
시가총액(십억원)	2,861.3
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균거래량(천주)	343.1
60일 평균거래대금(십억원)	12.2
10년 배당금(원)	1,050
11년 배당금(예상,원)	1,270
외국인 지분율(%)	48.61

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.1)	(14.4)	2.1
상대	(5.9)	(28.1)	(25.8)

Consensus Data

	2011	2012
매출액(십억원)	1,687.6	1,840.9
영업이익(십억원)	249.2	279.9
순이익(십억원)	197.5	229.0
EPS(원)	2,562	2,972
BPS(원)	10,890	12,469

Stock Price



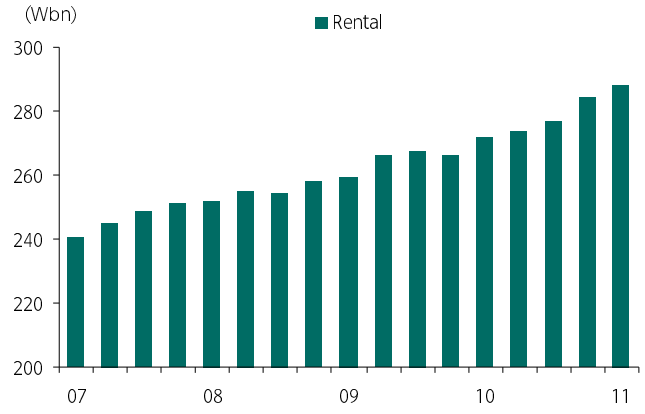
Analyst 송선재
☎ 02-3771-7512
✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 웅진코웨이 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %)

	1Q11P	1Q10	YoY	4Q10	QoQ
매출액	400	365	9	399	0
일시불	32	27	19	31	1
렌탈	288	266	8	280	3
멤버쉽	39	36	10	38	3
화장품	17	0		22	-19
기타	23	37	-37	28	-16
영업이익	57	68	-16	54	6
세전이익	50	65	-22	50	1
순이익	39	51	-25	37	6
Margin					
영업이익률	14.3	18.5	-4.2P	13.5	0.8P
세전이익률	12.6	17.7	-5.1P	12.5	0.1P
순이익률	9.7	14.1	-4.4P	9.2	0.5P

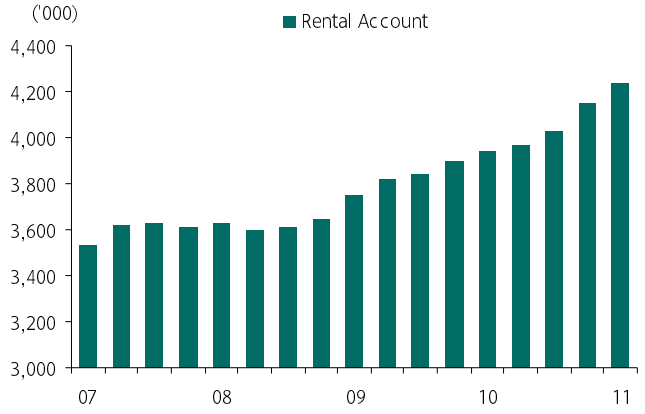
주: K-IFRS 기준
자료: 웅진코웨이

그림 1. 분기별 렌탈매출 추이



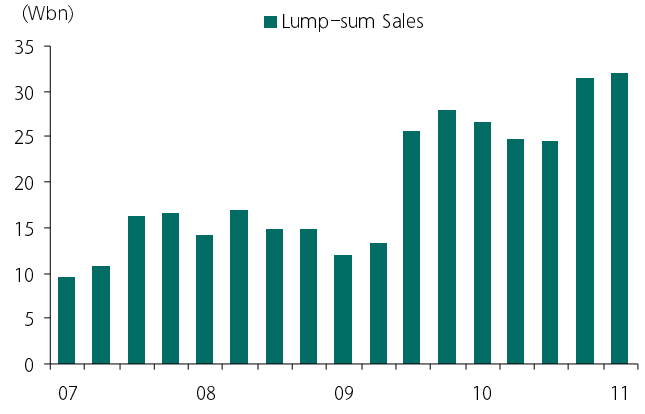
자료: 웅진코웨이

그림 2. 렌탈계정 추이



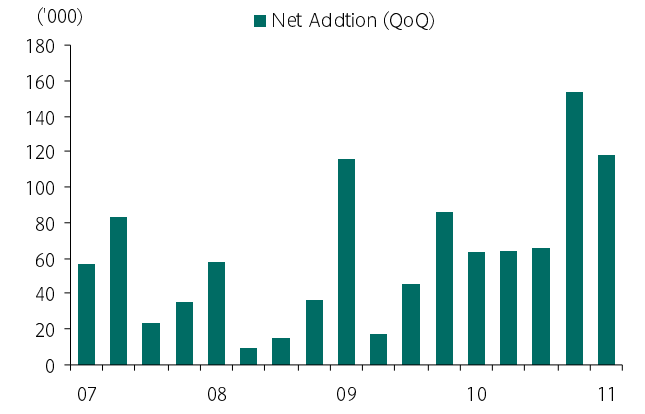
자료: 웅진코웨이

그림 3. 분기별 일시불매출 추이



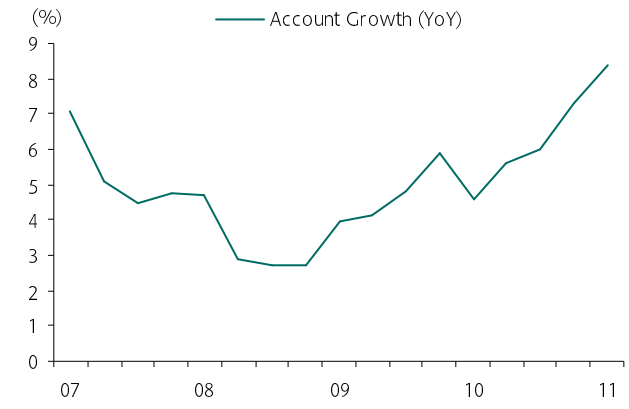
자료: 웅진코웨이

그림 4. 분기별 계정 순증



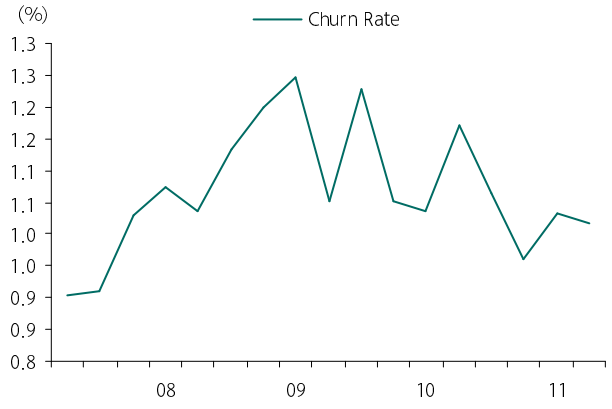
자료: 웅진코웨이

그림 5. 계정 증가율 추이



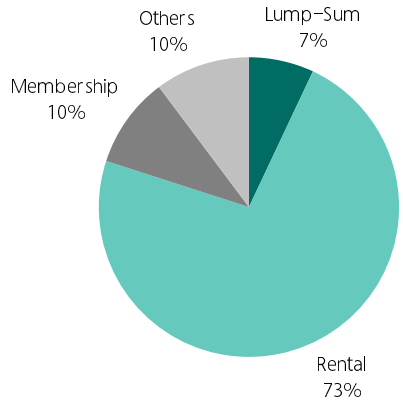
자료: 웅진코웨이

그림 6. 해약률 추이



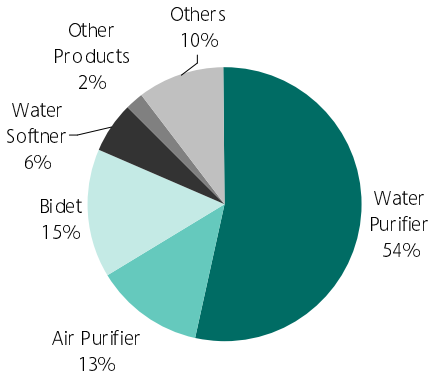
자료: 웅진코웨이

그림 7. 판매방식별 매출비중



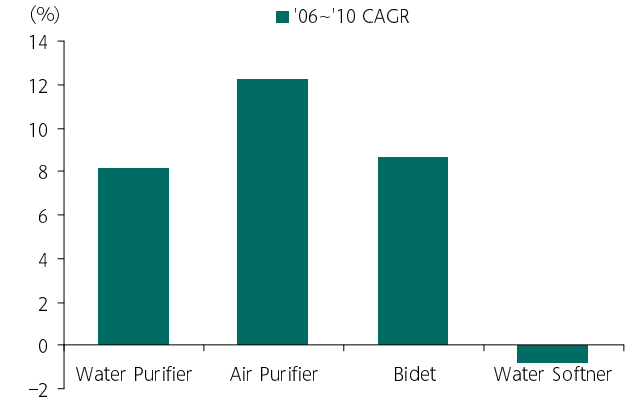
자료: 웅진코웨이

그림 8. 제품별 매출비중



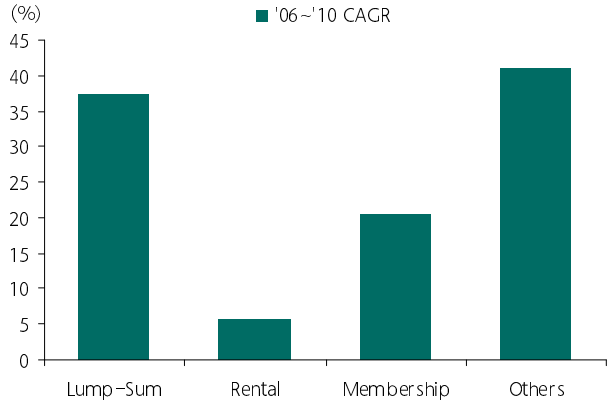
자료: 웅진코웨이

그림 9. 제품별 과거 4년 연평균 성장률



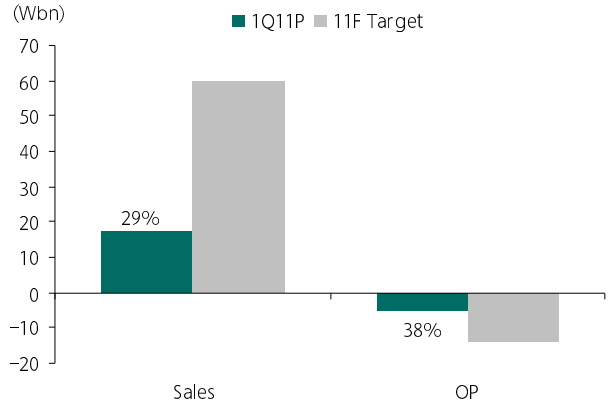
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 10. 판매방식별 과거 4년 연평균 성장률



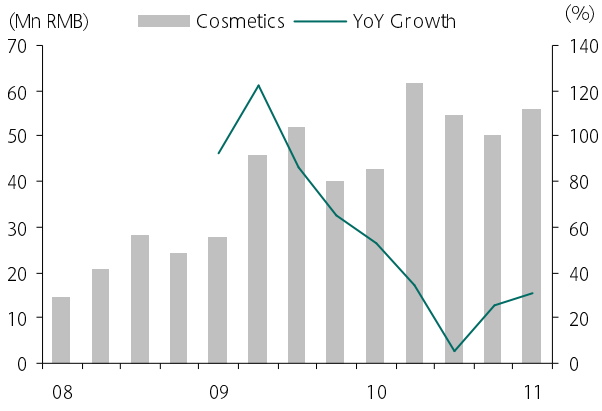
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 11. 국내 화장품사업 1분기 실적과 연간 목표



자료: 용진코웨이

그림 12. 중국 화장품사업 분기별 매출액



자료: 용진코웨이

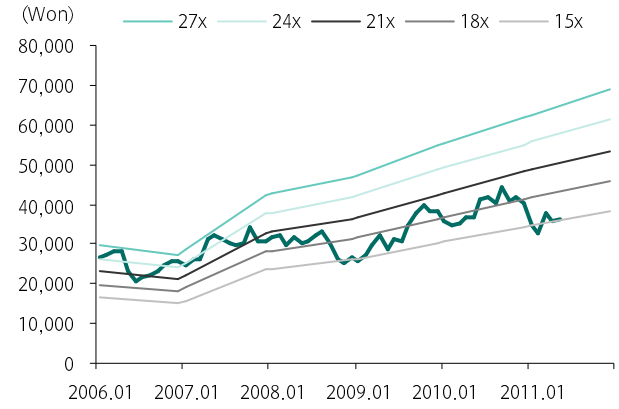
표 2. 용진코웨이 중국법인 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
점포수	1,458	2,011	6,256	7,860	10,505	12,291	14,257	16,111
매출액	3.0	7.6	21.0	43.6	45.6	53.3	59.3	65.0
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	35.2	42.3	47.7	52.9
생활가전	0.4	3.1	7.2	11.1	10.5	11.0	11.5	12.1
영업이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	9.9	9.7	12.2	14.3
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	11.4	10.6	12.9	14.8
생활가전	-0.7	-0.8	-3.0	-0.6	-1.5	-0.9	-0.7	-0.5
세전이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	5.1	9.7	12.2	14.3
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	4.5	8.5	10.7	12.6
Margin								
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	21.7	18.2	20.6	22.0
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	32.5	25.0	27.0	28.0
생활가전	-172.8	-24.9	-42.4	-5.4	-14.7	-8.0	-6.0	-4.0
세전이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	11.2	18.2	20.6	22.0
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	9.9	16.0	18.1	19.4
YoY								
매출액		151.4	176.7	107.8	4.6	16.8	11.2	9.7
화장품		71.4	203.1	137.5	8.1	20.3	12.9	10.9
생활가전		705.8	134.5	54.2	-5.6	5.0	5.0	5.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	-29.8	-2.0	25.8	17.5
화장품		흑전	422.8	197.4	-22.3	-7.5	21.9	15.0
생활가전		적확	적확	적축	적축	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	-63.7	89.6	25.8	17.5
순이익		흑전	936.9	642.4	-68.1	89.6	25.8	17.5

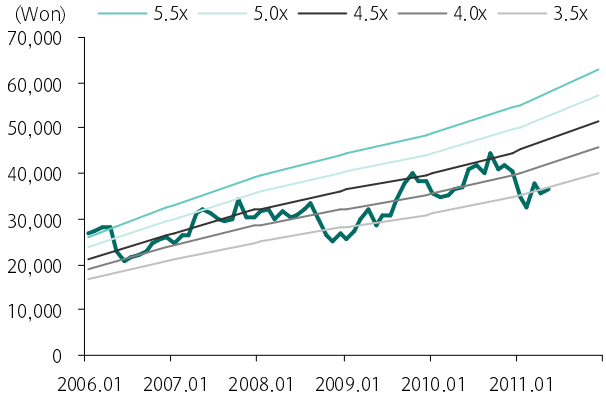
주: '09년 이익에는 '08년 이익분 15억원 정도가 일시적으로 반영.
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

그림 13. P/E Band



자료: 용진코웨이, KRX, 하나대투증권

그림 14. P/B Band



자료: 용진코웨이, KRX, 하나대투증권

추정 재무제표 (K-GAAP 기준)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,411.9	1,519.1	1,674.8	1,815.0	1,955.0
매출원가	460.2	494.1	555.0	609.3	661.3
매출총이익	951.8	1,025.1	1,119.8	1,205.8	1,293.7
판관비	747.5	796.3	879.7	941.0	995.2
영업이익	204.3	228.8	240.1	264.8	298.6
영업외손익	(1.5)	7.7	18.6	15.4	27.0
이자손익	(9.4)	(14.1)	(17.2)	(19.5)	(21.0)
지분법손익	13.9	22.1	29.7	34.2	47.3
외환손익	(5.2)	(0.4)	5.7	0.2	0.2
기타	(0.8)	0.1	0.4	0.4	0.5
세전이익	202.7	236.5	258.7	280.2	325.5
법인세	49.4	59.5	62.1	67.2	78.1
계속사업이익	153.3	177.0	196.6	212.9	247.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	153.3	177.0	196.6	212.9	247.4
NOPAT	160.4	187.6	209.7	227.7	263.4
EBITDA	360.2	404.4	442.0	479.3	538.8
성장성(%)					
매출액증가율	7.4	7.6	10.2	8.4	7.7
EBITDA증가율	7.9	12.3	9.3	8.4	12.4
영업이익증가율	7.4	12.0	4.9	10.3	12.7
계속사업이익증가율	18.8	15.5	11.0	8.3	16.2
EPS증가율	16.7	13.4	11.0	8.3	16.2
수익성(%)					
매출총이익률	67.4	67.5	66.9	66.4	66.2
EBITDA이익률	25.5	26.6	26.4	26.4	27.6
영업이익률	14.5	15.1	14.3	14.6	15.3
계속사업이익률	10.9	11.7	11.7	11.7	12.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	**509.5**	**578.8**	**626.6**	**673.8**	**731.4**
현금 및 현금성자산	63.7	56.3	49.7	53.9	58.0
단기투자자산	5.5	3.9	3.3	2.1	8.4
매출채권	194.6	207.3	228.5	247.6	266.7
재고자산	54.6	73.2	82.6	85.6	91.8
기타유동자산	191.1	238.1	262.5	284.5	306.5
비유동자산	**761.2**	**860.7**	**1,009.0**	**1,154.5**	**1,305.9**
투자자산	130.7	204.3	279.6	360.8	455.0
유형자산	418.2	454.2	529.4	598.0	660.2
무형자산	141.1	133.6	124.2	113.6	102.3
자산총계	**1,270.7**	**1,439.5**	**1,635.6**	**1,828.2**	**2,037.2**
유동부채	**541.8**	**441.0**	**551.9**	**637.1**	**618.5**
매입채무	29.2	38.3	43.0	47.2	51.3
단기차입금	119.7	74.5	100.7	160.0	110.0
유동성장기부채	120.0	30.0	73.3	62.2	58.1
기타유동부채	272.8	298.2	334.9	367.7	399.1
비유동부채	**48.2**	**233.8**	**202.2**	**191.6**	**275.0**
사채	0.0	49.8	73.2	98.8	105.9
장기차입금	30.0	170.0	113.3	75.6	150.4
기타비유동부채	18.2	14.0	15.7	17.3	18.7
부채총계	**590.0**	**674.7**	**754.1**	**828.7**	**893.4**
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	141.9	140.0	140.0	140.0	140.0
자본조정	(31.5)	(43.0)	(43.0)	(43.0)	(43.0)
기타포괄손익누계액	0.0	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
이익잉여금	529.6	629.8	746.5	864.5	1,008.8
자본총계	**680.7**	**764.8**	**881.4**	**999.5**	**1,143.8**
순부채	200.1	263.6	307.0	340.1	357.5

투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	2,023	2,296	2,549	2,761	3,208
BPS	9,298	10,358	11,870	13,401	15,272
CFPS	3,626	3,415	4,058	4,535	4,918
EBITDAPS	4,755	5,243	5,731	6,214	6,986
SPS	18,639	19,697	21,715	23,534	25,348
DPS	1,010	1,050	1,270	1,380	1,600
주가지표(배)					
PER	19.0	17.6	14.6	13.4	11.6
PBR	4.1	3.9	3.1	2.8	2.4
PCFR	10.6	11.8	9.1	8.2	7.5
EV/EBITDA	8.8	8.3	7.2	6.7	6.0
PSR	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	24.0	24.5	23.9	22.6	23.1
ROA	13.1	13.1	12.8	12.3	12.8
ROIC	20.5	19.7	18.9	18.0	18.5
부채비율	86.7	88.2	85.6	82.9	78.1
순부채비율	29.4	34.5	34.8	34.0	31.3
이자보상배율(배)	16.3	13.0	11.8	11.8	12.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	**281.8**	**273.9**	**326.1**	**364.5**	**395.3**
당기순이익	153.3	177.0	196.6	212.9	247.4
비현금항목 가감	177.4	167.5	168.5	185.3	187.4
감가상각비	148.1	153.8	166.1	179.6	192.3
외환손익	5.2	0.4	(5.7)	(0.2)	(0.2)
지분법손익	(13.9)	(22.1)	(29.7)	(34.2)	(47.3)
기타	38.0	35.4	37.8	40.2	42.6
운전자본 증감	(48.9)	(70.6)	(39.0)	(33.7)	(39.5)
투자활동현금흐름	**(258.6)**	**(186.1)**	**(273.2)**	**(284.8)**	**(298.2)**
투자자산감소(증가)	(2.7)	(51.5)	(45.6)	(47.0)	(46.9)
유형자산감소(증가)	(201.9)	(211.7)	(217.3)	(222.8)	(228.5)
기타투자활동	(54.0)	77.1	(10.3)	(15.0)	(22.8)
재무활동현금흐름	**(35.6)**	**(95.2)**	**(59.6)**	**(75.6)**	**(92.9)**
사채/차입금증가(감소)	11.9	4.5	36.2	36.1	27.8
유상증자	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당	(64.8)	(76.8)	(79.9)	(94.9)	(103.1)
기타재무활동	16.0	(22.9)	(15.8)	(16.8)	(17.6)
현금의 증감	**(12.4)**	**(7.4)**	**(6.7)**	**4.2**	**4.2**
Unlevered CFO	274.7	263.4	313.0	349.7	379.3
Free Cash Flow	(37.9)	39.9	49.6	76.6	101.7

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	10.5	9.2	10.0	19.0	13.1
Emerging Market	11.5	10.1	10.9	17.3	13.0
World	12.6	11.0	12.0	14.8	14.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

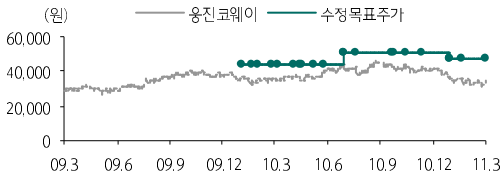
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	11.4	10.1	11.0	5.9	12.9
Emerging Market	17.3	14.5	16.0	23.3	19.0
World	16.6	14.4	15.8	10.2	15.4

* MSCI Retailing Industry Group

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▸ 용진코웨이

날짜	투자의견	수정목표주가
11.1.19	BUY	47,000 원
10.7.19	BUY	51,000 원
10.1.25	BUY	44,000 원



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2011년 5월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2011년 5월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.