신한금융투자

웅진코웨이 (021240)

이선경 _ (02) 3772-1568 sunny.lee@shinhan.com

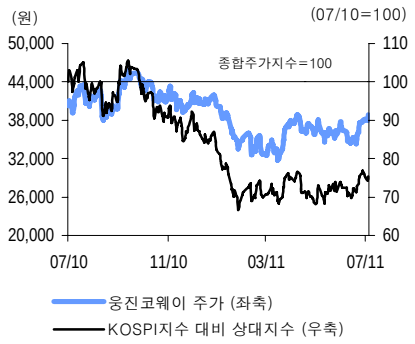
쉴 만큼 쉬었다

매수

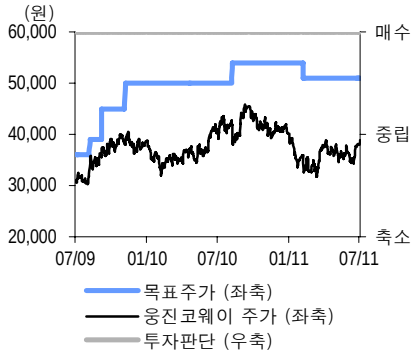
주가 (7 월 5 일)	38,900 원
목표주가 (% variance)	51,000 원(31.1%)

시가총액	3,000.2 십억원
일평균 거래액	7,608 백만원
52 주 최고가/최저가	45,850 원/31,700 원

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



- 2분기 두자리수 매출 성장, 양호한 실적
- 주력 렌탈 사업 높은 베이스에도 8%의 높은 성장
- 국내 외 화장품 사업 순항 중, 국내 화장품 회사 목표 초과 달성 전망
- 투자의견 매수, 적정주가 5만 1천원 유지

2분기 두자리수 매출 성장, 양호한 실적

웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 4,045억원(+10.3% YoY), K-GAAP 기준(기타 영업 수익 및 비용 항목 제외, 렌탈폐기손실만 반영), 영업이익 575억원(-2.0% YoY), 영업이익률 14.2%로 전망된다. 주력사업인 렌탈 및 일시불 호조에 화장품 사업 추가로 매출은 전년동기대비 10.3% 증가해 2007년 2분기 이후 처음으로 두자리수 성장세를 기록할 전망이다.

IFRS 도입에 따른 수수료율 인식 기간 단축과 화장품 사업 적자로 양호한 매출 성장에도 영업이익은 소폭 감소할 전망이다. 그러나 회계기준 변경 영향 제외시 주력 렌탈사업 영업이익률은 15%를 상회해 꾸준한 개선세가 이어지고 있는 것으로 판단되며 화장품 사업도 4분기말 월기준 흑자 전환이 예상되어 실질적인 수익성은 강화되고 있다.

웅진코웨이 분기 실적 추이 및 전망

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11F	3Q11F	4Q11F
렌탈계정	3,936	3,966	4,026	4,145	4,234	4,336	4,423	4,518
YoY(%)	5.1	3.8	4.7	6.3	7.6	9.3	9.9	9.0
멤버쉽계정	864	897	904	938	967	985	1,001	1,016
YoY(%)	7.6	13.3	12.2	11.9	12.0	9.7	10.7	8.4
전체계정	4,799	4,864	4,930	5,083	5,201	5,320	5,424	5,534
YoY(%)	5.5	5.5	6.0	7.3	8.4	9.4	10.0	8.9
매출액	371,292	366,619	378,006	403,262	399,786	404,516	413,779	431,351
YoY(%)	8.8	6.6	6.4	8.6	7.7	10.3	9.5	7.0
매출총이익	247,224	245,825	253,291	278,767	274,350	277,368	285,256	295,927
YoY(%)	7.9	6.2	4.7	11.9	11.0	12.8	12.6	6.2
영업이익	59,373	58,634	57,068	53,767	58,464	57,470	61,232	66,017
YoY(%)	21.7	20.7	14.6	(5.9)	(1.5)	(2.0)	7.3	22.8
매출총이익률	66.6	67.1	67.0	69.1	68.6	68.6	68.9	68.6
영업이익률	16.0	16.0	15.1	13.3	14.6	14.2	14.8	15.3

Source: 회사자료,신한금융투자

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	15.9	6.6	3.6	24.0	29.5	3.1
2010	1,519.1	228.8	236.5	177.0	2,296	13.4	17.0	7.6	3.9	24.5	34.5	2.7
2011F	1,649.4	231.9	237.9	179.8	2,331	1.6	16.7	7.7	3.8	23.1	33.9	2.8
2012F	1,778.3	269.1	281.0	213.0	2,762	18.4	14.1	6.8	3.3	24.9	19.6	3.3
2013F	1,872.4	285.8	308.0	233.5	3,027	9.6	12.8	6.4	2.8	23.5	7.4	3.6

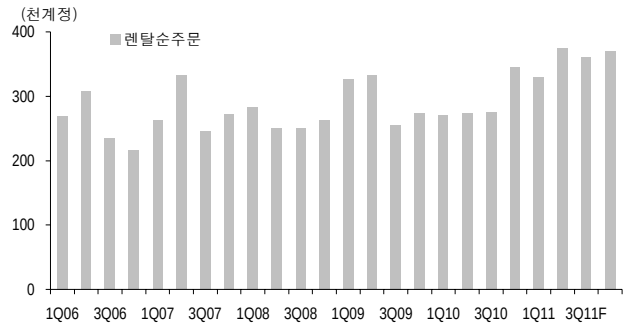
주력 렌탈 사업 높은 베이스에도 8%의 높은 성장

5월까지 누적 렌탈 순주문은 전년동기대비 20% 이상 증가했고 1% 초반의 낮은 해약률이 유지되면서 5월 현재까지 렌탈 계정은 전분기대비 20만 계정 이상 증가한 것으로 추정된다.

이미 렌탈 계정만 423만에 달하고 있는 높은 베이스에서 새로운 품목군의 추가 없이 기존 제품만으로도 렌탈 매출은 전년동기대비 8% 이상의 높은 성장을 기록할 전망이다. 또한, 전체 계정에서 의무 사용기간이 2년인 계정의 비율이 높아지면서 렌탈계정의 안정성도 더욱 견고해지고 있다

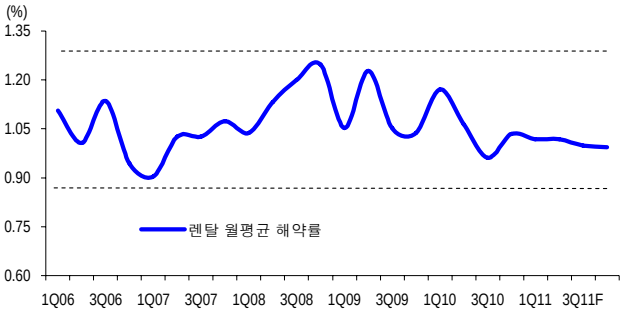
한편, 일시불 역시 정수기 및 청정기를 중심으로 안마기, 원적외선기 등 기타 품목군까지 판매 호조를 보이며 전년동기대비 13%의 매출 성장이 예상된다.

렌탈 순주문 추이 및 전망



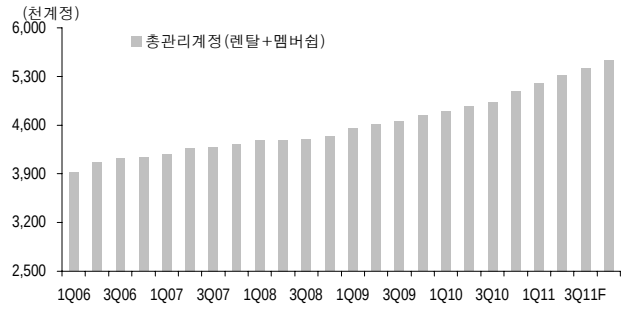
Source: 회사자료,신한금융투자

렌탈 해약률 추이 및 전망



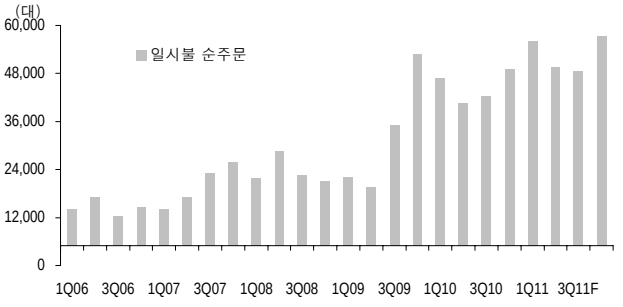
Source: 회사자료,신한금융투자

총관리 계정 추이 및 전망



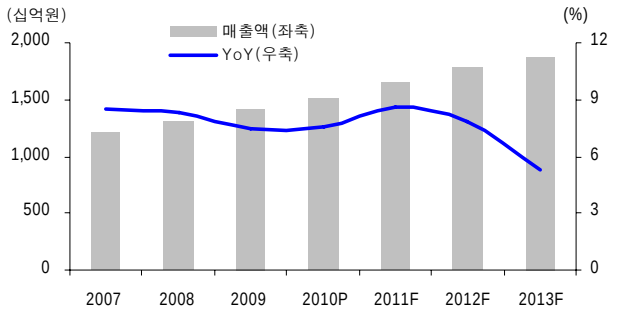
Source: 회사자료,신한금융투자

일시불 순주문 추이 및 전망



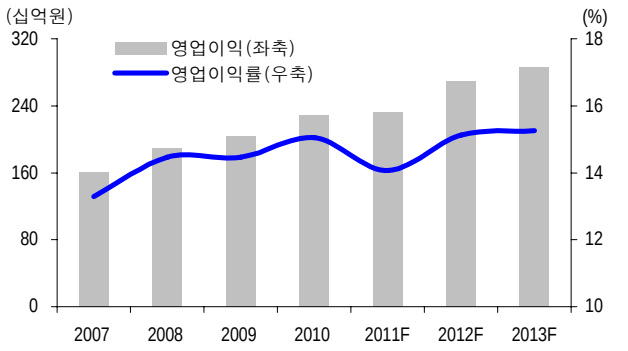
Source: 회사자료,신한금융투자

매출액 추이 및 전망



Source: 회사자료,신한금융투자

영업이익 추이 및 전망



Source: 회사자료,신한금융투자

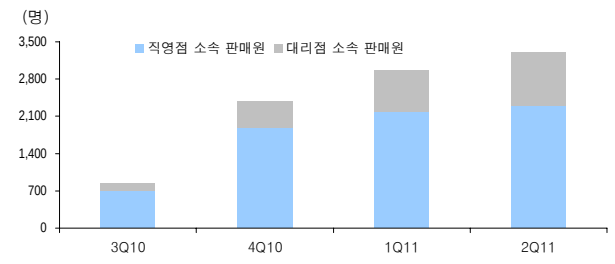
국내 외 화장품 사업 순항 중, 국내 화장품 회사 목표 초과 달성 전망

2분기 국내 화장품 매출은 당사 추정치인 160억원을 무난히 달성할 전망이다. 지난해 4분기와 올해 1분기에는 1+1행사 등 대규모 프로모션이 매출에 상당 부분 역할을 했다면 이번 2분기에는 이러한 프로모션 없이 높은 매출이 이어지고 있다는 점이 긍정적으로 평가된다.

지난 3월 화이트닝 라인과 남성용 옴므라인을 추가한데 이어 중저가 유기농 브랜드인 프롬이 출시되었고 하반기에는 한방 라인도 추가될 계획으로 제품 라인업이 빠르게 증가하고 있다. 브랜드 인지도 확산, 판매인력 증가와 제품 라인업 추가 등에 힘입어 2011년 국내 화장품 매출액은 회사측 목표인 연 600억원은 물론 당사 추정치인 714억원도 충분히 달성 가능할 전망이다.

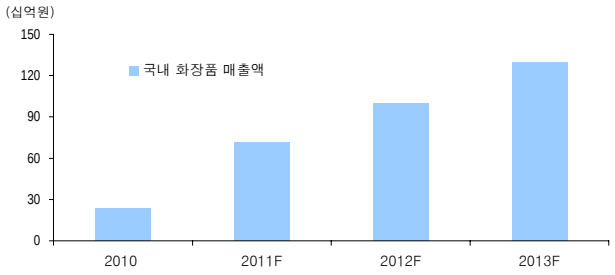
2분기 중국 법인도 20%의 매출성장과 영업이익률 25%의 양호한 실적이 예상되는 등 국내 외 화장품 사업은 순항하고 있는 것으로 추정된다.

웅진코웨이 화장품 판매원 수 추이



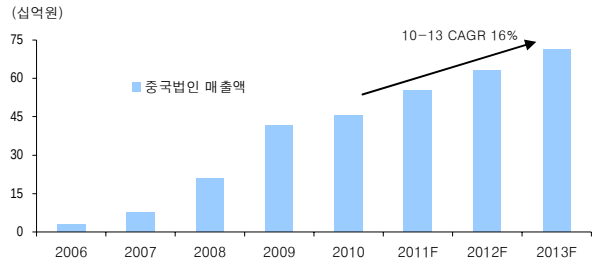
Source: 회사자료,신한금융투자

국내 화장품 매출액 추이 및 전망



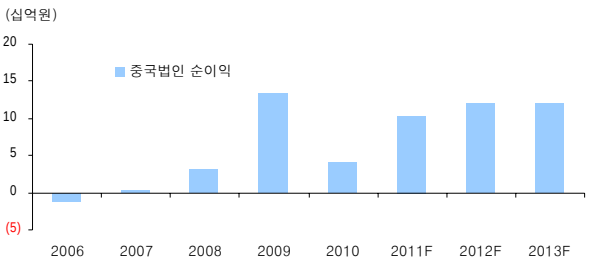
Source: 회사자료,신한금융투자

중국 법인 매출액 추이 및 전망



Source: 회사자료,신한금융투자

중국법인 순이익 추이 및 전망



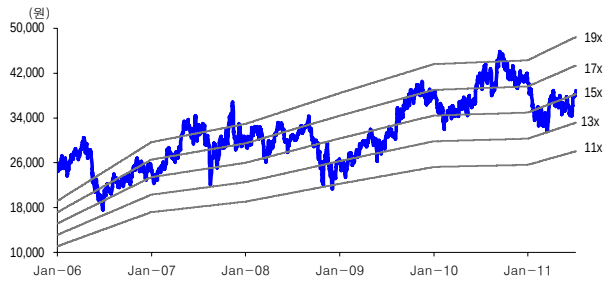
Source: 회사자료,신한금융투자

투자의견 매수, 적정주가 51,000원 유지

최근 경쟁사인 2위 업체 청호나이스가 서비스 인력을 통한 불법적인 영업 행태와 대표이사의 횡령 등으로 타격을 받을 것으로 예상되는 가운데, 웅진코웨이는 기능이 강화된 신제품 출시를 지속하며 하반기에도 렌탈 매출의 높은 성장세를 이어갈 것으로 기대된다. 또한 화장품 부문은 매출 증대와 광고 선전비 감소로 손실이 빠르게 축소될 것으로 예상된다.

웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 5만 1천원을 유지한다. 양호한 매출 성장과 수익 개선에도 불구하고 동사의 주가는 지지부진한 흐름이 지속되었다. 그러나 국내 외 증시에 대한 불안감이 커지며 안정적인 실적 흐름과 높은 배당성향의 동사에 대한 관심이 요구되는 시점이다.

웅진코웨이 12개월 PER 밴드



Source: 회사자료,신한금융투자

웅진코웨이 12개월 Forward EV/EBITDA 밴드

Source: 회사자료,신한금융투자

웅진코웨이 실적추정 변경 테이블

(십억원)	변경전			변경후			차이		
	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F
매출액	1,644.3	1,758.4	1,864.9	1,649.4	1,778.3	1,872.4	0.3	1.1	0.4
영업이익	233.6	262.9	282.7	231.9	269.1	285.8	(0.7)	2.4	1.1
당기순이익	176.6	206.6	230.1	179.8	213.0	233.5	1.8	3.1	1.5
영업이익률 (%)	14.2	15.0	15.2	14.1	15.1	15.3			
당기순이익률 (%)	10.7	11.7	12.3	10.9	12.0	12.5			

Source: 신한금융투자

대차대조표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
자산총계	**1,270.7**	**1,439.5**	**1,486.6**	**1,545.9**	**1,631.3**
유동자산	509.5	578.8	592.7	614.0	659.3
현금및현금성자산	63.7	56.3	62.8	65.2	100.1
단기투자자산	5.5	3.9	4.6	7.0	11.1
매출채권	194.6	207.3	221.4	238.7	251.4
재고자산	54.6	73.2	72.3	78.0	82.1
기타	191.1	238.1	231.5	225.1	214.7
비유동자산	761.2	860.7	893.8	931.8	972.0
투자자산	130.7	204.3	234.2	269.8	307.5
유형자산	418.2	454.2	463.1	471.3	478.7
무형자산	141.1	133.6	125.8	117.9	110.8
부채총계	**590.0**	**674.7**	**695.9**	**623.1**	**571.0**
유동부채	541.8	441.0	515.5	472.3	475.9
매입채무	29.2	38.3	41.4	44.7	48.3
단기차입금	119.7	74.5	59.6	56.6	53.8
유동성장기부채	120.0	30.0	110.0	60.0	56.3
기타	272.8	298.2	304.5	311.0	317.6
비유동부채	48.2	233.8	180.4	150.9	95.1
사채	0.0	49.8	106.0	106.0	49.8
장기차입금	30.0	170.0	60.0	30.0	30.0
기타	18.2	14.0	14.4	14.8	15.3
자본총계	**680.7**	**764.8**	**790.7**	**922.7**	**1,060.4**
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)	(117.0)	(117.0)	(117.0)
기타포괄손익누계액	0.0	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
이익잉여금	529.6	629.8	729.7	861.7	999.4
총 차입금	**269.7**	**324.2**	**335.6**	**252.6**	**189.8**
순차입금(순현금)	**200.5**	**264.0**	**268.2**	**180.4**	**78.6**

손익계산서

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**1,411.9**	**1,519.1**	**1,649.4**	**1,778.3**	**1,872.4**
증가율 (%)	7.4	7.6	8.6	7.8	5.3
수출비중 (%)	4.0	4.0	4.6	4.9	4.9
매출원가	460.2	494.1	516.7	554.5	587.0
증가율 (%)	13.0	7.4	4.6	7.3	5.9
매출총이익	951.8	1,025.1	1,132.7	1,223.8	1,285.4
매출총이익률(%)	67.4	67.5	68.7	68.8	68.6
판매비와관리비	747.5	796.3	900.8	954.7	999.5
증가율 (%)	4.2	6.5	13.1	6.0	4.7
영업이익	**204.3**	**228.8**	**231.9**	**269.1**	**285.8**
증가율 (%)	7.4	12.0	1.4	16.0	6.2
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.1	15.1	15.3
영업외수익(비용)	(1.5)	7.7	6.0	11.8	22.2
이자수익	3.1	3.5	3.7	2.8	3.6
이자비용	12.5	17.6	15.4	20.6	15.5
외화관련이익(손실)	(5.2)	(0.4)	(1.7)	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	(1.5)	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0
지분법이익(손실)	13.9	22.1	26.4	32.0	37.0
기타영업외수익(비용)	0.7	0.4	(7.0)	(2.3)	(3.0)
법인세차감전계속사업이익	**202.7**	**236.5**	**237.9**	**281.0**	**308.0**
법인세비용	49.4	59.5	58.1	68.6	75.2
계속사업이익	153.3	177.0	179.8	213.0	233.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**153.3**	**177.0**	**179.8**	**213.0**	**233.5**
증가율 (%)	18.8	15.5	1.6	18.4	9.6
당기순이익률(%)	10.9	11.7	10.9	12.0	12.5
EBITDA	400.7	430.9	425.8	464.8	481.1
증가율 (%)	1.6	7.5	(1.2)	9.1	3.5
배당성향(%)	**50.1**	**45.2**	**45.0**	**45.0**	**45.0**

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	**311.7**	**313.8**	**353.4**	**371.6**	**397.0**
당기순이익	153.3	177.0	179.8	213.0	233.5
유형자산감가상각비	128.2	131.6	130.0	128.0	127.5
무형자산상각비	19.9	22.2	7.9	7.9	7.1
지분법손실(이익)	(13.9)	(22.1)	(26.4)	(32.0)	(37.0)
투자자산처분손실(이익)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(48.9)	(70.6)	(15.8)	(24.6)	(16.2)
기타	71.6	75.4	77.9	79.4	82.1
투자활동으로인한현금흐름	**(276.1)**	**(296.4)**	**(214.7)**	**(213.8)**	**(214.4)**
단기투자자산의 감소(-증가)	(0.1)	(3.3)	(0.8)	(2.3)	(4.2)
장기투자자산의 감소(-증가)	2.8	(64.7)	(3.0)	(3.0)	0.0
유형자산의 감소(-증가)	(204.1)	(211.9)	(201.0)	(198.5)	(200.3)
기타	(74.8)	(16.5)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
Free Cash Flow	**35.5**	**17.4**	**138.7**	**157.7**	**182.6**
재무활동으로인한현금흐름	**(52.3)**	**(20.4)**	**(132.2)**	**(155.3)**	**(147.7)**
단기차입금 증가(감소)	(18.6)	(45.2)	(14.9)	(3.0)	(2.8)
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	(50.0)	80.0	(50.0)	(3.8)
사채의 증가(감소)	0.0	49.7	56.3	0.0	(56.3)
장기차입금의 증가(감소)	0.0	100.0	(110.0)	(30.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	(74.0)	0.0	0.0
배당금 지급	(64.8)	(76.8)	(79.9)	(80.9)	(95.8)
기타	31.0	1.9	10.4	8.6	10.9
현금의 증가(감소)	**(12.4)**	**(7.4)**	**6.5**	**2.4**	**34.8**
기초의 현금	76.1	63.7	56.3	62.8	65.2
기말의 현금	63.7	56.3	62.8	65.2	100.1
설비투자/매출액 (%)	14.5	13.9	12.2	11.2	10.7
감가상각비/매출액 (%)	9.1	8.7	7.9	7.2	6.8
감가상각비/설비투자 (%)	62.8	62.1	64.7	64.5	63.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 투자지표

12월결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	2,023	2,296	2,331	2,762	3,027
Adj. EPS (원)	2,043	2,299	2,394	2,835	3,108
BPS (원)	8,826	9,916	10,252	11,964	13,749
DPS (원)	1,010	1,050	1,077	1,276	1,399
PER (배)	15.9	17.0	16.7	14.1	12.8
Adj. PER (배)	15.7	17.0	16.2	13.7	12.5
PBR (배)	3.6	3.9	3.8	3.3	2.8
PCR (배)	6.8	7.8	8.1	7.6	7.3
EV/ EBITDA (배)	6.6	7.6	7.7	6.8	6.4
PEG (배)	1.5	1.8	1.4	0.9	na
배당수익률 (%)	3.1	2.7	2.8	3.3	3.6
수익성					
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.1	15.1	15.3
EBITDA이익률 (%)	28.4	28.4	25.8	26.1	25.7
세전이익률(%)	14.4	15.6	14.4	15.8	16.5
순이익률 (%)	10.9	11.7	10.9	12.0	12.5
ROA (%)	13.1	13.1	12.3	14.0	14.7
ROE (%)	24.0	24.5	23.1	24.9	23.5
ROIC (%)	23.0	21.5	21.0	24.2	25.6
안정성					
부채비율 (%)	86.7	88.2	88.0	67.5	53.8
순부채비율 (%)	29.5	34.5	33.9	19.6	7.4
이자보상배율 (배)	16.3	13.0	15.0	13.1	18.5
활동성					
총자산회전율 (회)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율 (회)	7.9	7.3	7.3	7.4	7.3
재고자산회전율 (회)	25.1	23.8	22.7	23.7	23.4
매입채무회전율 (회)	44.5	45.0	41.4	41.3	40.3
운전자본회전율 (회)	11.7	9.5	9.1	9.7	10.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급 **매수** 6개월 수익률 +15% 이상, **중립** 6개월 수익률 −15% ~ +15%, **축소** 6개월 수익률 −15% 이하 (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 당사는 상기회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.