

Company Update



신정현
Analyst
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	46,000원 (+17%)	
현재주가	39,200원	
Bloomberg code	021240 KS	
시가총액	2.91조원	
Shares (float)	77,124,796주(39.2%)	
52주 최저/최고	37,000원/45,850원	
60일-평균거래대금	58.1억원	
One-year performance	1M	6M 12M
웅진코웨이 (%)	+1	+11 -6
Kospi 지수 대비 (%pts)	+5	+8 -22

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	46,000	46,000	0.0%
2011E EPS	2,446	2,453	-0.3%
2012E EPS	2,979	2,874	+3.7%
2013E EPS	3,352	3,314	+1.1%

■ 분기 실적

(십억원)	2Q11	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	435.9	19.3	9.0	2.9	6.6
영업이익	61.8	(13.3)	9.4	4.2	7.3
세전계속사업이익	55.1	(27.5)	9.2	(4.9)	(7.4)
순이익	42.1	(28.9)	8.5	1.6	(7.6)
이익률 (%)					
영업이익	14.2				
세전계속사업이익	12.6				
순이익	9.7				

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

웅진코웨이 (021240)

제 2의 전성기

WHAT'S THE STORY?

Event: 견조한 2분기 실적 발표. 계정순증은 13.1만으로 세분기 연속 10만 이상의 계정 순증 기록하며 렌탈 사업이 제 2의 전성기를 맞고 있음.

Impact: 작년4분기부터 큰폭으로 증가한 계정순증으로 하반기 견조한 이익모멘텀 예상.

Action: 2분기 순부채급증은 우려스러우나 2분기를 고점으로 하반기부터는 감소할 전망. 매력적 valuation과 하반기 이익모멘텀으로 BUY 의견과 46,000원 목표주가 유지.

THE QUICK VIEW

제 2의 전성기를 맞고 있는 렌탈 사업 - 하반기 견조한 이익모멘텀 예상: K-IFRS 단독 기준 2분기 매출액은 전년동기대비 19% 증가한 4,359억원, 영업이익은 13% 감소한 619억원. 영업이익률은 14.1%로 전년동기 19.2% 대비 5.1%pts 하락했으나, 이는 1) 국내 화장품 관련 신규 비용 51억원 외에도 2) IFRS 도입에 따른 회계기준 변경때문. 2008년 이후 3~4% 성장을 해온 렌탈매출은 정수기, 청정기 판매대수 급증에 힘입어 10% 증가함. 또한 해약율은 0.98%로 하락하고, PPC 1.58대로 증가하며 2분기 계정순증은 13.1만으로 세분기 연속 계정순증이 10만 상회. 이로써 상반기 계정순증은 25만으로 연간 목표인 35만의 70% 이상을 달성하며, 실제로는 연간 계정순증이 45만까지 달할 것으로 전망됨. 2006년 이후 가장 높은 수준의 계정순증이 예상되며, 렌탈 사업은 제 2의 전성기를 맞고 있음. 특히 작년4분기부터 큰폭으로 증가한 계정순증으로 인해 하반기 견조한 이익모멘텀이 예상됨.

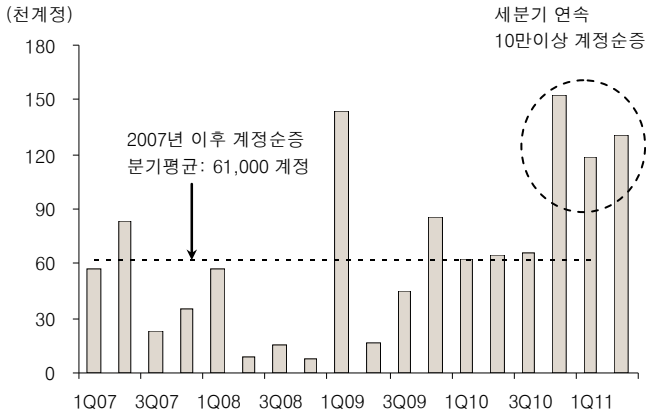
국내, 중국 화장품도 계획대로 진행중: 2분기 국내 화장품 매출액은 179억원, 영업이익자는 51억원. 상반기 화장품 매출액은 355억원으로 올해 계획 600억원 대비 60%가 달성되었으며, 7월 출시된 자연주의 브랜드 '프롬'과 8월부터 출시된 한방브랜드 '올빛'으로 연간 매출액은 가이드를 상회하는 700억원이 예상됨. 중국 화장품 매출액은 전년동기 대비 7% 증가하며 다소 실망스러운 모습이나 전년 동기 높은 base 때문이며, 상반기 전체로는 연간 가이드를 절반 수준을 달성. 특히 하반기 기저효과로 인해 중국 화장품 영업 이익은 상반기 19% 감소한 반면 하반기 8% 증가할 것으로 예상되며, 연간 가이드라인인 매출 20% 증가, 영업이익률은 25%를 무난하게 달성할 것.

순부채 급증은 우려스러우나 BUY 의견과 46,000원 목표주가 유지: 2분기말 기준 순부채는 4,354억원으로 2010년 말 2,670억원 대비 63% 증가. 이는 1) 2분기 799억원 배당금지 급과 734억원 자사주 매입, 2) 화장품 방문판매원 판매 수수료 증가 및 3) 렌탈계정 급증으로 인한 초기 비용 부담 증가에 기인. 하반기부터는 지속적인 영업현금 유입으로 2분기를 고점으로 순부채는 감소할 전망. 12개월 forward 기준 P/E는 14배로 매력적인 valuation과 하반기 이익모멘텀으로 BUY 의견과 46,000원 목표주가 유지. 1) 작년 4분기부터 시작된 큰 폭의 계정순증으로 인해 하반기부터 본격적 영업이익 증가가 기대되며, 2) 국내 화장품 비용은 상반기에 집중되고 (상반기 103억원 적자 vs 하반기 50억원 적자), 3) 작년 하반기 국내 화장품 신규진출과 중국 자회사의 slowdown으로 인한 기저 효과가 있기 때문.

■ Valuation summary

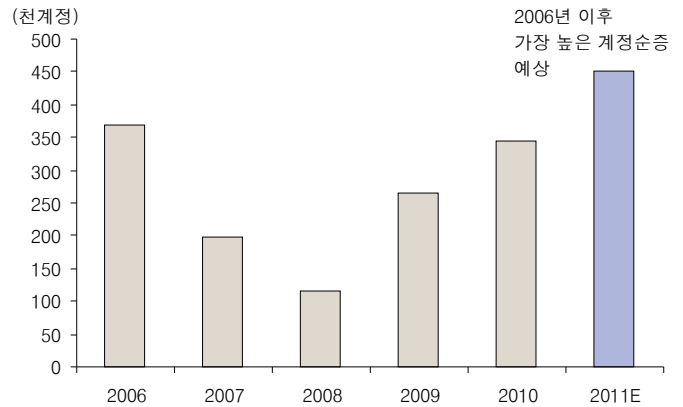
	2010	2011E	2012E
Valuation (배)			
P/E	17.1	16.0	13.2
P/B	4.8	4.0	3.2
EV/EBITDA	8.6	8.1	7.1
Div yield (%)	2.7	2.8	2.9
EPS 증가율 (%)	13.4	6.6	21.8
ROE (%)	24.6	23.0	24.3
주당지표 (원)			
EPS	2,296	2,446	2,979
BVPS	8,184	9,896	12,107
DPS	1,050	1,130	1,170

그림 1. 분기별 계정순증 추이



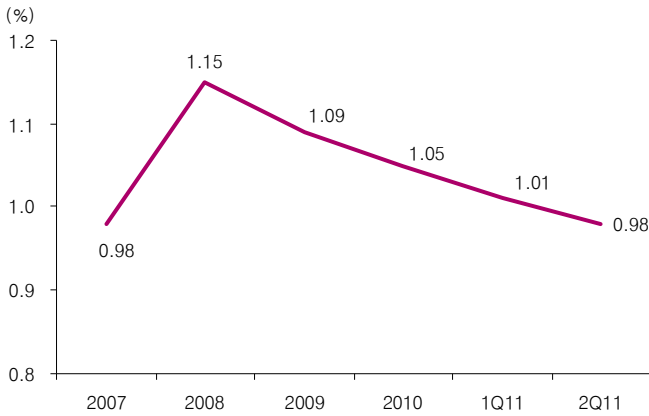
자료: 웅진코웨이, 삼성증권

그림 2. 연간 계정순증 추이 및 전망



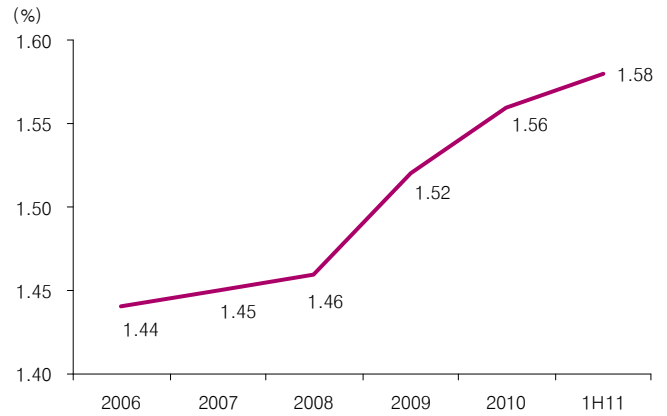
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 3. 해약율 추이



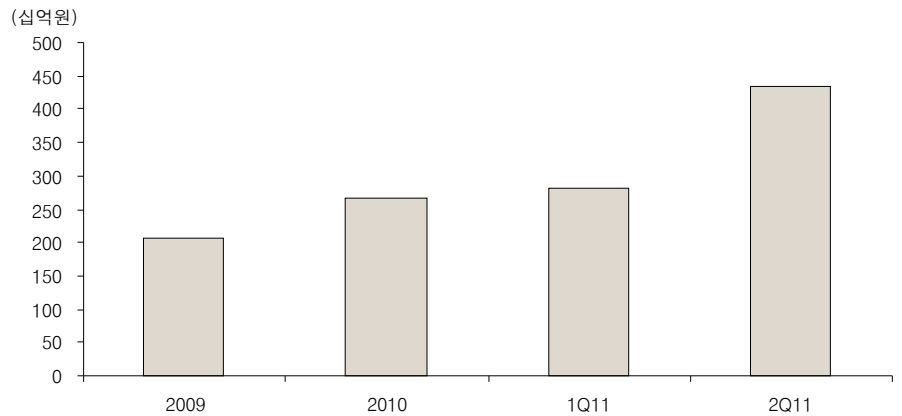
자료: 웅진코웨이, 삼성증권

그림 4. PPC (Product per customer) 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권

그림 5. 순부채 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	1,412	1,519	1,751	1,970	2,134
렌탈	1,276	1,361	1,546	1,695	1,768
일시불	79	107	206	269	279
매출원가	460	494	564	628	758
매출총이익	952	1,025	1,187	1,342	1,377
판매관리비	747	796	944	1,048	1,048
인건비	195	195	201	221	237
광고선전비	40	56	61	61	64
판매수수료	229	239	385	433	395
감가상각비	33	35	37	40	42
기타	250	271	259	293	310
영업이익	204	229	244	294	329
영업외수익	27	43	39	46	52
이자수익	3	4	2	2	1
지분법평가이익	18	30	36	44	51
기타	6	9	0	0	0
영업외비용	29	35	33	36	40
이자비용	13	18	29	33	37
지분법평가손실	4	8	2	0	0
기타	12	9	3	3	3
세전이익	203	237	249	303	341
(계속사업이익)법인세비용	49	59	60	73	83
순이익	153	177	189	230	258
EBITDA	352	383	404	467	517
EPS (원)*	2,023	2,296	2,446	2,979	3,352

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동에서의 현금흐름	312	314	342	377	421
순이익	153	177	189	230	258
유/무형자산 상각비	148	154	161	174	188
퇴직급여	19	17	17	19	18
지분법평가손실 (이익)	(14)	(22)	(35)	(44)	(51)
순운전자본감소 (증가)	(49)	(71)	(46)	(64)	(51)
기타	54	59	56	63	58
투자활동에서의 현금흐름	(276)	(296)	(314)	(337)	(356)
설비투자	(216)	(223)	(277)	(302)	(329)
Free cash flow	96	91	65	76	92
투자자산의 (증가)감소	3	(65)	(0)	0	(0)
기타	(63)	(8)	(38)	(36)	(27)
재무활동에서의 현금흐름	(52)	(20)	(33)	(72)	(67)
단기차입금의 증가 (감소)	(19)	(45)	2	2	2
장기차입금 증가 (감소)	0	100	70	40	40
사채증가 (감소)	0	50	0	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	70	(50)	110	110	66
배당금	(65)	(77)	(80)	(84)	(87)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	(39)	2	(136)	(140)	(88)
현금증감	(12)	(7)	(6)	(32)	(2)
기초현금	76	64	56	50	18
기말현금	64	56	50	18	17

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	509	579	637	682	736
현금 및 현금성자산	64	56	50	18	17
단기예금	0	1	1	1	1
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	195	207	232	261	282
채고자산	55	73	76	90	97
기타	197	241	278	313	339
비유동자산	761	861	1,010	1,180	1,371
투자자산	131	204	239	283	334
유형자산	418	454	594	748	915
무형자산	141	134	110	86	60
기타	71	69	66	64	62
자산총계	1,271	1,440	1,647	1,863	2,107
유동부채	542	441	557	595	590
매입채무	29	38	44	50	54
단기차입금	120	74	77	79	81
유동성장기부채	120	30	110	110	66
기타	273	298	326	356	389
비유동부채	48	234	216	248	325
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	30	170	160	200	284
기타	18	14	7	(1)	(9)
부채총계	590	675	773	843	915
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	142	140	140	140	140
이익잉여금	530	630	739	885	1,056
자본조정	(32)	(43)	(43)	(43)	(43)
자본총계	681	765	874	1,020	1,191

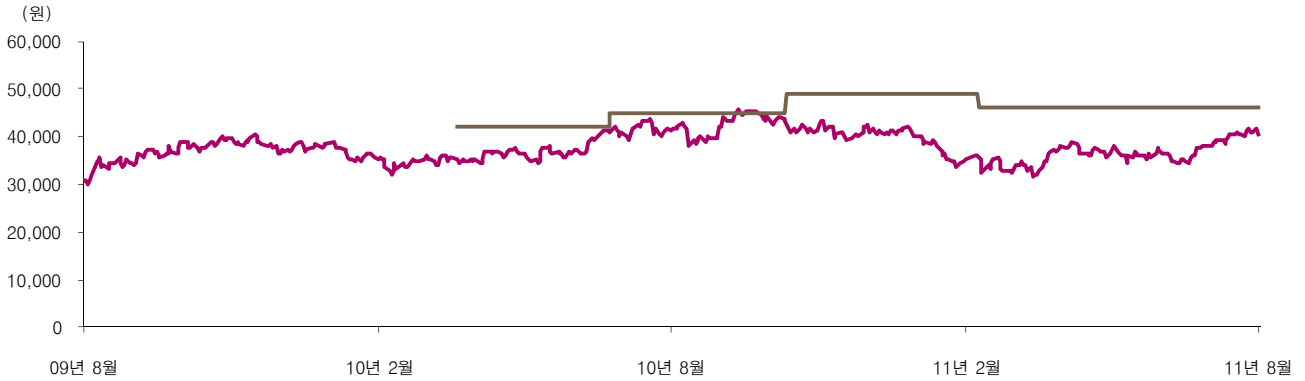
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2009	2010	2011E	2012E	2013E
증감률 (%)					
매출액	7.4	7.6	15.3	12.5	8.3
영업이익	7.4	12.0	6.4	20.6	12.0
세전계속사업이익	9.7	16.7	5.2	21.8	12.5
순이익	18.8	15.5	6.6	21.8	12.5
EBITDA	6.3	8.6	5.6	15.6	10.6
EPS*	16.7	13.4	6.6	21.8	12.5
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	15.1	13.9	14.9	15.4
세전계속사업이익률	14.4	15.6	14.2	15.4	16.0
순이익률	10.9	11.7	10.8	11.7	12.1
EBITDA 마진율	25.0	25.2	23.1	23.7	24.2
ROE	24.7	24.6	23.0	24.3	23.4
ROA	13.1	13.1	12.2	13.1	13.0
기타비율					
순부채비율 (%)	30.3	34.9	39.5	41.1	38.9
부채비율 (%)	86.7	88.2	88.5	82.7	76.8
이자보상비율 (배)	16.3	13.0	8.4	8.8	8.9
매출채권회전율 (배)	44.5	48.3	45.7	45.6	46.4
주당지표 (원)					
SPS	18,639	19,697	22,701	25,542	27,675
BPS	6,996	8,184	9,896	12,107	14,667
DPS	1,010	1,050	1,130	1,170	1,130
주당EBITDA	4,651	4,961	5,241	6,060	6,703

■ Compliance Notice

- 당사는 8월 2일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 8월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/3/22	6/25	10/14	10/21	2011/2/9
투자의견	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY	BUY
TP (원)	42,000	45,000	49,000	49,000	46,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★☆☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상