

2011년 8월 4일

토러스투자증권 리서치센터 Analyst **박수민**

02) 709-2591 soomin.park@taurus.co.kr

웅진코웨이 (021240) 2Q11 Review: 기대 이상의 외형 성장

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (8월3일) / 상승여력: **45,000원 / 39,200원 / 14.8%**

2Q11 Review: 예상치를 상회하는 외형 성장 기록

- 웅진코웨이의 2분기 매출액은 약 19.3% YoY 성장한 4,359억원, 영업이익은 15.2% YoY 감소한 630억원으로 집계되어, 당사 추정치를 매출액은 약 7%, 영업이익은 약 15% 상회 (매출총이익에서 판매비를 차감한 조정영업이익기준)
- 부문별로는, 매출의 약 78%를 차지하고 있는 렌탈 매출액이 약 9.9% YoY 증가하였으며, 일시불 매출은 약 57.1% YoY 증가. 정수기와 청정기의 렌탈 판매대수가 각각 29.9%, 31.6% 증가하였으며, 일시불에서도 정수기의 판매가 약 47.5% 증가
- 상반기 누계로 렌탈과 멤버십 모두를 포함한 계정순증은 약 25만 계정으로 회사측에 연초에 제시하였던 연간 약 35만 계정 순증 목표치의 71.4%를 달성
- 2분기 국내 화장품 매출액은 약 179억원을 기록하며, 당사의 예상치인 150억원을 상회. 브랜드 다각화 노력을 통해 1분기와 유사한 수준의 매출액을 달성할 수 있었던 것으로 판단

하반기에도 양호한 실적 성장이 기대되다

- 2011년 웅진코웨이의 매출액과 영업이익을 각각 10.9%, 5.1% 증가하는 1조 6,846억원과 2,406억원으로 전망
- 하반기 실적 또한 상반기의 양호한 실적 성장 추세를 이어갈 것으로 전망하는데, 음식물처리기등 신제품 출시 및 환경적 이슈 부각에 따른 정수기, 청정기 등의 주력 제품의 견조한 수요와 국내 화장품 사업의 높은 성장이 기대되기 때문
- 렌탈 계정 순증 주목할 필요. 2008년을 바닥으로 2009년 이후 매년 렌탈 계정 순증이 확대되고 있음. 2011년에도 2010년의 35만 계정 순증보다 확대된 약 40만 계정 순증이 전망. 낮아지고 있는 해약을 또한 안정적인 실적 성장에 기여
- 신규 사업인 화장품 사업부의 성장 또한 동사 실적 성장 확대의 주요 요인. 상반기 누계로 353억원의 매출액을 기록하였으며, 하반기에는 8월에 런칭한 한방화장품 '올빛'등의 신규 브랜드 기여로 상반기 대비 매출액 확대 전망

BUY 투자이견, 목표주가 45,000원 유지

- 현 주가는 2011년 실적 기준 약 14.9배에 거래되고 있어, 과거 3개년 평균 PER이 약 17배였었던 점을 감안하면, 상승여력이 존재한다고 판단
- 중국에서의 실적 모멘텀이 잠시 약화되었으나, 국내 주력 사업부에서의 높은 성장세 시현, 그리고 신규 사업에서의 외형 성장 확대가 기대되고 있어, Valuation 상승의 근거를 충분히 확보하고 있다는 판단

12월 결산 (십억원)	2010	2011F	2012F	주가지수 및 상대주가추이		
매출액	1,519	1,685	1,858	(%)	절대수익률	상대수익률
영업이익	229	241	272	1M	2.6	5.6
세전이익	237	260	303	3M	5.7	12.5
순이익	177	203	236	6M	11.2	11.5
EPS (원)	2,296	2,626	3,063	시가총액	3,023십억원	
PER (H/L) (배)	20.0/13.9	14.9	12.8	발행주식수	77,125천주	
PBR (H/L) (배)	5.6/3.9	3.9	3.2	60일 평균거래량	160천주	
EV/EBITDA (H/L) (배)	9.9/7.1	7.2	6.3	60일 평균거래대금	5,965백만원	
ROE (%)	24.5	24.5	24.5	주요주주	웅진홀딩스 28.4%	



2Q11 Review: 예상치를 상회하는 외형 성장 기록

웅진코웨이의 2분기 매출액은 약 19.3% YoY 성장한 4,359억원, 영업이익은 15.2% YoY 감소한 630억원으로 집계되어, 당사 추정치를 매출액은 약 7%, 영업이익은 약 15% 상회하였다. 주요사업부인 환경가전 렌탈 및 일시불의 판매가 매우 양호하였으며, 여기에 신규사업부인 화장품 사업이 약 179억원의 매출 기여를 하며, 두 자릿수 매출 성장을 이끌었다. 반면, 영업이익은 약 15.2% 감소하였는데, 이는 약 51억원의 화장품 사업 영업손실과 IFRS 회계 기준이 적용되면서 판매수수료가 5년에서 2년으로 인식 기간이 축소되었기 때문으로 분석된다.

부문별로는, 매출의 약 78%를 차지하고 있는 렌탈 매출액이 약 9.9% YoY 증가하였으며, 일시불 매출은 약 57.1% YoY 증가하였다. 정수기와 청정기의 렌탈 판매대수가 각각 29.9%, 31.6% 증가하였으며, 일시불에서도 정수기의 판매가 약 47.5% 증가하였다. 상반기 누계로 렌탈과 멤버십 모두를 포함한 계정순증은 약 25만 계정으로 회사측에 연초에 제시하였던 연간 약 35만 계정 순증 목표치의 71.4%를 달성하였다.

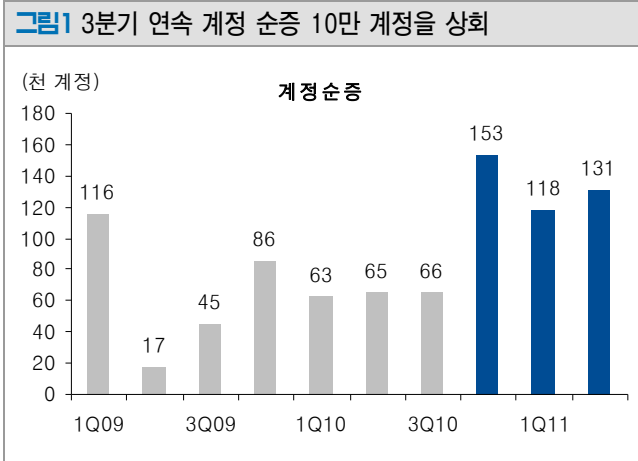
2분기 국내 화장품 매출액은 약 179억원을 기록하며, 당사의 예상치인 150억원을 상회하였다. 2Q11말 기준 방문판매원수는 2011년 목표인원인 3,000명을 상회하는 3,391명을 기록하였으며, 브랜드 다각화 노력을 통해 2분기에도 1분기와 유사한 수준의 매출액을 달성할 수 있었던 것으로 판단된다. 참고로, 'Re:NK' 브랜드 외에도 남성 화장품과 화이트인 라인이 4월에 출시되었으며, 천연화장품 브랜드인 '프롬'이 7월에 런칭되었다.

(십억원)	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11P	% YoY	% QoQ	당사추정치	Consensus	과리율
매출액	365.3	378.0	403.2	399.8	435.9	19.3	9.0	405.0	409.6	7.6
영업이익	74.3	57.1	53.7	58.5	63.0	-15.2	7.7	55.0	58.3	14.6
세전이익	75.9	50.6	49.8	50.4	55.0	-27.4	9.2	52.9	59.5	4.0
순이익	59.2	45.2	43.0	38.8	42.1	-28.9	8.5	39.7	47.7	6.0

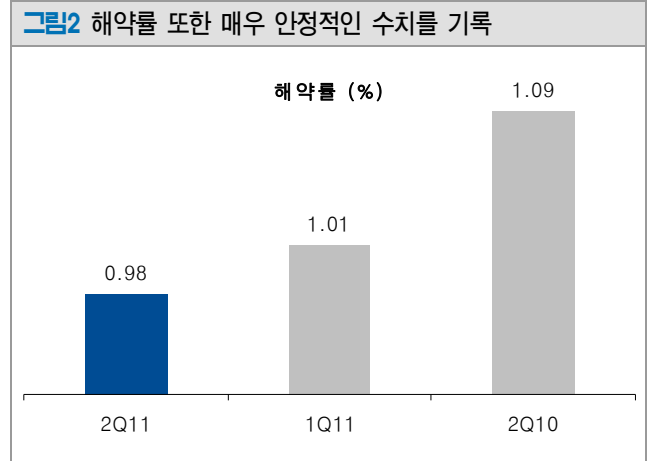
주: 영업이익은 매출총이익에서 판매비만을 차감한 조정영업이익 기준. 렌탈자산폐기손실 판매비성 비용으로 감안
 자료: 웅진코웨이, Fnguide, 토러스투자증권 리서치센터

(십억원)	2Q10	1Q11	2Q11	% YoY	% QoQ
렌탈관련	309.0	327.1	339.6	9.9	3.8
렌탈	272.4	288	299.7	10.0	4.1
멤버십	36.6	39.1	39.9	9.0	2.0
일시불	24.7	31.8	38.8	57.1	22.0
화장품	0.0	17.4	17.9	-	2.9
수출	17.2	18.3	22.9	33.1	25.1
기타	14.4	5.2	16.7	16.0	221.2
합	365.3	399.8	435.9	19.3	9.0

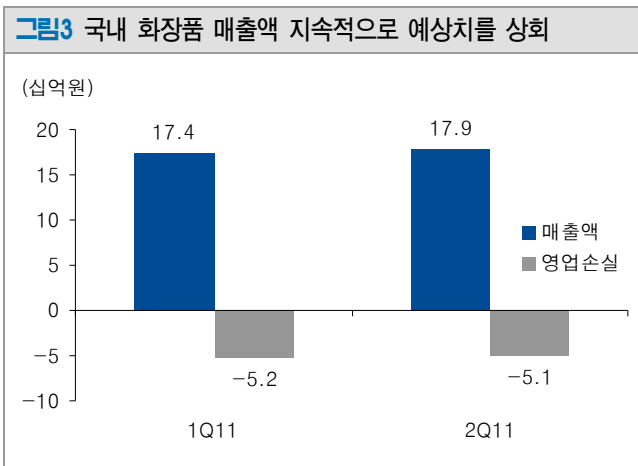
자료 : 토러스투자증권 리서치센터



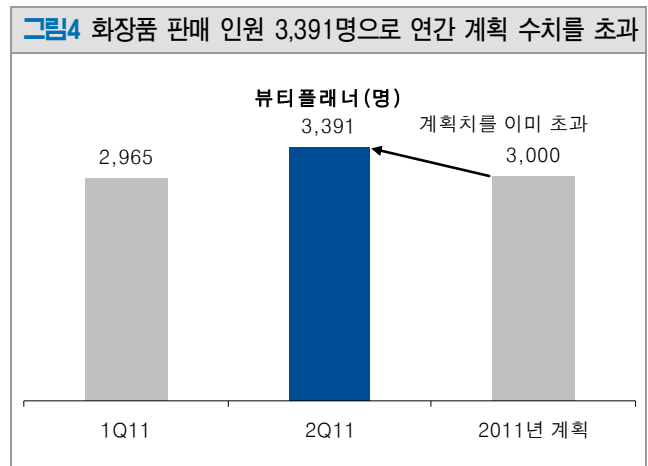
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

동사는 IFRS 별도 기준의 수치만을 공시하고 있어 자회사의 실적이 반영되지는 않았으나, 중국 화장품 실적을 파악해 본 결과, 2Q11 매출액은 약 6.6% 증가하는 65.7백만 RMB를 기록하였으며, 영업이익률은 24.9%를 기록하였다. 상반기 누계로는 매출액은 약 16.6% 성장, 영업이익률은 25.6%를 기록하였다.

2010년 상반기 높은 base effect (매출 성장률 +42% YoY)에도 불구하고, 금년 상반기에 약 17%의 매출 성장률을 기록한 점을 긍정적으로 평가한다. 이와 같은 추세가 지속이 된다면, 동사의 연간 중국 화장품 매출 성장률 20% 목표 달성은 무난해 보인다. 이는 2010년 하반기 화장품 매출 성장률이 약 14% YoY로 상반기 대비 크게 축소되었던 기저 효과가 더욱 힘을 실어줄 것으로 판단된다.

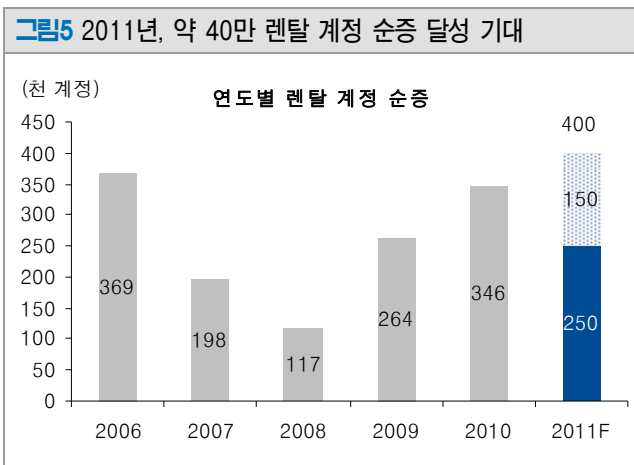
하반기에도 양호한 실적 성장이 기대되다

2011년 웅진코웨이의 매출액과 영업이익을 각각 10.9%, 5.1% 증가하는 1조 6,846억원과 2,406억원으로 전망하며, 기존 전망치를 유지한다. 웅진코웨이의 하반기 실적은 상반기의 양호한 실적 성장 추세를 이어갈 것으로 전망하는데, 음식물처리기등 신제품 출시 및 환경적 이슈 부각에 따른 정수기, 청정기 등의 주력 제품의 견조한 수요와 국내 화장품 사업의 높은 성장이 기대되기 때문이다.

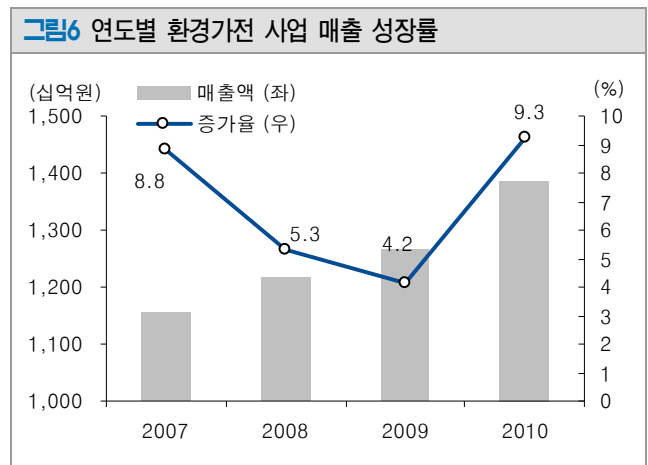
2011년 상반기 매출 성장률은 14.4%를 기록하며, 연간 두 자릿수 외형 성장 전망을 더욱 밝게 하였다. 신규 사업의 기여도 있었으나, 매출액의 80% 이상을 차지하고 있는 환경가전 사업부의 선전 때문이었다. 상반기 렌탈 (멤버십 포함) 계정은 약 25만으로 집계되었다. 그림 5를 참고하면, 상반기 약 25만 계정 순증의 의미를 느낄 수 있을 것이다. 렌탈 계정 순증은 2008년을 바닥으로 2009년 이후 지속적으로 확대되고 있는 상황이다. 2011년에는 전년보다도 더욱 확대되는 약 40만 계정 순증까지도 전망 가능하다.

렌탈 계정 순증과 실적과의 관계는 어떠할까? 시차를 두고 점차 매출액에 반영되는 것으로 판단된다. 월평균 렌탈료는 약 2만 3천원으로, 동사의 매출액이 연간 1조원이 넘는 규모를 보유하고 있는 점을 감안하면 의미 있는 매출 성장 기여까지는 약간의 시차가 필요한 것으로 판단된다(그림 5와 그림 6 참고). 2009년부터 확대되고 있는 신규 편입 계정은 미래 외형 성장을 보장하게 될 것이며, 점차 낮아지고 있는 해약률도 향후 외형 성장의 또 다른 근거로서 작용할 것으로 판단된다.

그러나, 신규 사업인 화장품 사업부의 성장 또한 동사 실적 성장 확대의 주요 요인이다. 상반기 누계로 353억원의 매출액을 기록하였으며, 지속적인 브랜드 확대로 하반기에도 높은 성장이 전망된다. 특히, 8월에 런칭한 한방화장품 ‘올빛’등의 신규 브랜드로 하반기 매출액은 상반기 대비 더욱 확대될 것으로 전망한다.

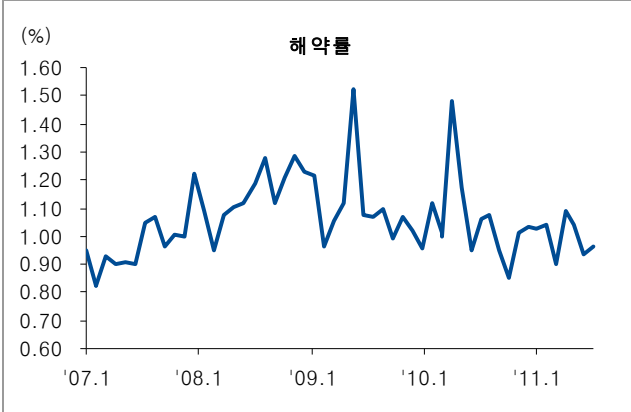


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



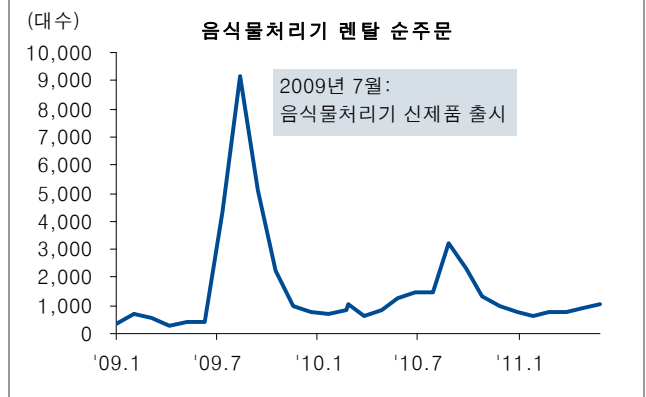
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림7 해약률도 점차 안정화 단계에 진입



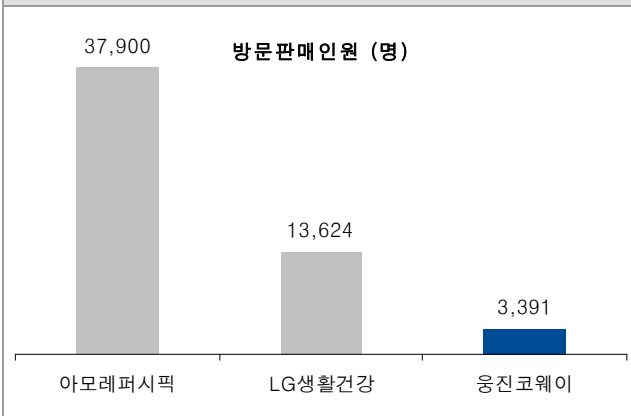
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림8 2011년 7월, 2009년 이후 2년만에 음식물 처리기 출시. 하반기에는 신제품 출시 효과 기대



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림9 국내 화장품 업체들의 방문판매 인원



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림10 2011년 8월, 한방화장품 '올빛' 런칭



자료: 토러스투자증권 리서치센터

BUY 투자의견, 목표주가 45,000원 유지

웅진코웨이에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 45,000원을 유지한다. 현 주가는 2011년 실적 기준 약 14.9배에 거래되고 있어, 과거 3개년 평균 PER이 약 17 배였었던 점을 감안하면, 상승여력이 존재한다고 판단된다. 중국에서의 실적 모멘텀이 잠시 약화되었으나, 국내 주력 사업부에서의 높은 성장세 시현, 그리고 신규 사업에서의 외형 성장 확대가 기대되고 있어, Valuation 상승의 근거를 충분히 확보하고 있다는 판단이다.

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,412	1,519.1	1,684.6	1,858.2	2,007
증가율 (%)	7.4	7.6	10.9	10.3	8.0
매출원가	460	494	544	594	628
증가율 (%)	13.0	7.4	10.1	9.2	5.8
매출총이익	952	1,025	1,140	1,264	1,378
매출총이익률 (%)	67.4	67.5	67.7	68.0	68.7
판매비와 일반관리비	747	796	900	992	1,076
% of Sales	52.9	52.4	53.4	53.4	53.6
영업이익	204	229	241	272	303
증가율 (%)	7.4	12.0	5.1	13.1	11.2
EBITDA	352	383	444	493	542
EBITDA Margin (%)	25.0	25.2	26.4	26.5	27.0
영업외손익	-2	8	19	31	38
순금융수지	-9	-14	-13	-9	-5
외화관련손익	-5	0	-1	0	0
투자자산관련손익	-1	0	0	0	0
유형자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	14	22	32	41	43
법인세전계속사업손익	203	237	260	303	340
계속사업손익법인세	49	59	57	67	75
계속사업손익	153	177	203	236	265
증가율 (%)	18.8	15.5	14.4	16.6	12.4
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	153	177	203	236	265
당기순이익률 (%)	10.9	11.7	12.0	12.7	13.2
수정순이익	147	161	178	204	232

주: GAAP 기준

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	2,023	2,296	2,626	3,063	3,441
수정EPS (원)	1,941	2,087	2,305	2,646	3,003
BPS (원)	7,123	8,184	10,068	12,166	14,413
CPS (원)	4,760	4,984	5,562	6,138	6,704
DPS (원)	1,010	1,050	1,200	1,400	1,550
PER (x)	19.0	17.6	14.9	12.8	11.4
수정PER (x)	19.8	19.3	17.0	14.8	13.1
PBR (x)	5.4	4.9	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA (x)	9.0	8.8	7.2	6.3	5.6
P/EBITDA (x)	8.4	8.1	6.8	6.1	5.6
EBITDA증가율(%)	6.3	8.6	16.1	11.0	9.9
세전계속사업이익증가율(%)	9.7	16.7	9.8	16.6	12.4
순이익증가율(%)	18.8	15.5	14.4	16.6	12.4
EPS증가율(%)	16.7	13.4	14.4	16.6	12.4
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.3	14.6	15.1
세전계속사업이익률 (%)	14.4	15.6	15.4	16.3	17.0
ROE (%)	24.0	24.5	24.5	24.5	23.8
ROA (%)	13.1	13.1	13.4	14.0	14.1
ROIC (%)	22.6	21.2	21.6	22.9	23.8
부채비율(%)	86.7	88.2	78.5	71.6	65.5
순차입금비율 (%)	30.3	34.9	21.5	10.4	0.8
이자보상배율 (x)	21.7	16.2	17.8	29.1	64.7
유동비율(%)	94.0	131.3	150.4	167.0	183.8
매출채권회전율(x)	8.2	7.6	7.7	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	25.1	23.8	21.8	21.8	21.6
매입채무회전율(x)	14.5	14.6	13.5	13.3	12.9

주: GAAP 기준

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	509	579	697	843	999
당좌자산	455	506	616	753	902
현금및현금성자산	64	56	117	204	308
단기투자자산	0	1	1	1	1
매출채권	195	207	230	254	274
재고자산	55	73	81	90	97
비유동자산	761	861	892	934	977
투자자산	131	204	200	200	200
유형자산	418	454	502	554	605
무형자산	141	134	114	97	82
기타비유동자산	71	69	76	83	89
자산총계	1,271	1,440	1,589	1,776	1,975
유동부채	542	441	463	505	543
매입채무	29	38	42	47	51
단기차입금	120	74	83	91	98
유동성장기부채	120	30	8	2	0
비유동부채	48	234	235	237	238
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	30	170	170	170	170
부채총계	590	675	699	741	782
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	142	140	140	140	140
자본조정	-32	-43	-43	-43	-43
기타포괄손익누계액	0	-3	0	0	0
이익잉여금	530	630	752	897	1,056
자본총계	681	765	890	1,035	1,194

주: GAAP 기준

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동 현금흐름	312	314	403	446	493
당기순이익	153	177	203	236	265
현금유출없는비용수익의가감	207	207	226	237	252
유형자산감가상각비	128	132	184	204	225
무형자산상각비	20	22	20	17	14
외환차손 (차익)	0	0	0	0	0
외화환산손실 (이익)	4	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	-14	-22	-32	-41	-43
투자자산처분손실 (이익)	1	0	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	0	0	0	0	0
기타	68	76	54	57	56
영업활동관련자산부채변동	-49	-71	-26	-28	-24
재고자산의 감소(증가)	4	-18	-8	-8	-7
매출채권의 감소(증가)	-52	-24	-23	-24	-20
매입채무의 증가(감소)	-9	9	4	4	4
투자활동 현금흐름	-276	-295	-226	-242	-257
유형자산취득	-218	-223	-232	-256	-276
유형자산처분	14	11	0	0	0
무형자산의 감소 (증가)	-6	-15	0	0	0
기타	-66	-69	6	14	20
재무활동 현금흐름	-52	-20	-115	-117	-132
차입금의 증감	51	55	-14	3	6
자본의 증가	-39	0	0	0	0
현금의 증가	-12	-6	61	86	105
기초현금	76	64	57	119	205
기말현금	64	57	119	205	310

주: GAAP 기준

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Compliance Notice

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	STRONG BUY	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	BUY	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	HOLD	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	SELL	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
		단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능
업종	Overweight	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	Neutral	
	Underweight	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2011년 8월 4일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

목표주가 차트



종목 투자의견

날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원
2010년 2월 22일	BUY	48,000원
2011년 2월 20일	BUY	45,000원