

# 웅진코웨이 (021240)

**BUY**

2011년 8월 4일

현재주가(8월 3일,원)	39,200
목표주가(12M,원)	47,000
시가총액(십억원)	3,023

## 점점 나아진다

Analyst 송선재 (유통/엔터테인먼트)  
02-3771-7512, sunjae.song@hanaw.com

### 하반기로 갈수록 실적이 개선될 전망

- 웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.7만원을 유지. 주력인 환경가전 사업의 성장성이 다시 높아지는 가운데, 국내 화장품사업의 초기 손실도 하반기로 갈수록 축소되면서 전체 실적이 개선(영업이익률 상반기 14.1% vs. 하반기 14.3%)될 것인바 하반기를 겨냥한 매수전략 유효
- 동사 현재 매출의 80%는 과거 가입된 계정을 기반으로 한 실적. 계정수가 쌓일수록 기저가 커지면서 성장률은 낮아질 수 밖에 없는 구조인데, 금년 계정수 순증이 기존 최고치인 2006년 37만을 넘어서 40만 이상을 기록할 것으로 전망. 이는 매출증가율을 높이는 동시에 미래 실적을 담보하는 요인. 금년 렌탈/멤버십 부문의 매출액 증가율은 9.5%를 기록하면서 최근 3년 평균 4.4%의 두 배를 기록할 전망

### 2분기 Review: 매출액 19% 증가, 영업이익 13% 감소

- K-IFRS 기준 2분기 매출액은 전년 동기대비 19.3% 증가한 4,359억원을 기록. 정수기/공기청정기/비데 등 주력제품들의 호조에 힘입어 1분기의 12만에 이어 13만 이상의 계정수 순증. 전년 4분기 이후 10만 이상의 계정 순증세가 유지되면서 2006년 이후 최고의 성적 기록 중. 상반기 계정 순증이 25만으로 금년 회사 측의 연간 계정 순증 목표인 35만은 초과 달성할 것으로 전망. 월 해약률도 0.98%로 지속적으로 안정화. 일시불 판매도 신규제품 호조로 57% YoY 증가하면서 전체 환경가전 매출액 중 10% 비중 돌파
- 국내 화장품부문의 매출액은 179억원(월 60억원) 기록하면서 1분기 174억원(월 58억원)대비 3% QoQ 증가. 초기 조직구축비용과 마케팅비용이 집행되면서 51억원의 영업손실 기록(vs. 1분기 -52억원)
- 영업이익은 618억원으로 전년 동기대비 13% 감소. 전년 동기에 판매수수료가 회계기준 변경으로 과소계상된 것이 있고, 전년 9월부터 국내 화장품사업을 시작하면서 금년 2분기에는 신규로 적자가 반영되었기 때문
- 중국 화장품부문은 매출액/영업이익이 각각 6,570만RMB(+7% YoY)/1,635만RMB(-30% YoY) 기록. 판매조직의 구조조정 여파로 영업이익률은 24.9%로 13%p 하락하였으나 회사 측의 연간 가이드라인인 25% 수준 유지

표 1. 2분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	2Q11	2Q10	YoY	1Q11	QoQ
매출액	435.9	365.3	19.3	399.8	9.0
일시불	38.8	24.7	57.1	31.8	22.0
렌탈	299.7	272.4	10.0	288.0	4.1
멤버십	39.9	36.6	9.0	39.1	2.0
화장품	17.9	0.0	n/a	17.4	2.9
기타	39.6	31.6	25.3	23.5	68.5
영업이익	61.8	71.3	-13.3	56.5	9.4
세전이익	55.1	76.0	-27.5	50.4	9.2
순이익	42.1	59.2	-28.9	38.8	8.5
Margin					
영업이익률	14.2	19.5	-5.3P	14.1	0.1P
세전이익률	12.6	20.8	-8.2P	12.6	0.0P
순이익률	9.7	16.2	-6.5P	9.7	0.0P

주: K-IFRS 기준, 자료: 웅진코웨이

## 하반기 전망

- 환경가전부문에서 다양한 신규제품이 출시되면서 계정수 증가세가 지속되고, 해약률도 안정화되며, 일시불 판매도 호조를 보이면서 하반기에도 10% 이상의 매출증가를 기록할 전망이다. 이는 최근 6년 내 최고 수준
- 국내 화장품부문은 상반기 353억원의 매출을 기록했는데, 하반기 신규 한방브랜드 '올빛'과 자연주의 화장품 브랜드 'FROMN'을 출시하면서 외형성장세 확대될 전망이다. 금년 회사 측의 목표치 600억원은 초과 달성할 전망이다. 다만, 신규 브랜드 런칭으로 마케팅비용이 계획보다 증액되면서 금년 화장품사업에서의 예상 적자폭은 기존 140억원보다 확대될 전망이다. 회사 측은 하반기로 갈수록 적자폭이 감소하면서 금년 150~160억원 정도의 영업손실을 전망 중(상반기 -103억원 기록). 2012년 BEP 도달 목표

## Financial Data

투자지표	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	십억원	1,411.9	1,519.1	1,726.9	1,886.5	2,045.5
영업이익	십억원	204.3	228.8	245.9	279.1	311.0
세전이익	십억원	202.7	236.5	226.4	260.8	295.9
순이익	십억원	153.3	177.0	172.1	198.2	224.9
EPS	원	2,023	2,296	2,231	2,569	2,916
증감율	%	16.7	13.4	7.2	15.2	13.5
PER	배	19.0	17.6	17.6	15.3	13.4
PBR	배	4.1	3.9	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	배	8.8	8.3	8.3	7.4	6.5
ROE	%	24.0	24.5	21.1	21.6	21.7
BPS	원	9,298	10,358	11,156	12,606	14,242
Net DER	%	29.4	34.5	33.2	24.7	15.6

주: 2010년까지는 K-GAAP, 2011년 이후 K-IFRS 기준으로 직접적인 비교 어려움

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2011년 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2011년 8월 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 정 보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결 과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.