

Bookook Research Center
김성훈 (02)368-9525
shkim@bookook.co.kr

웅진코웨이 (021240)

Buy (유지)

목표주가 **51,000원**

현재가 (원) (8/12)	39,250
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	407
시가총액 (억원)	30,271
상장주식수 (만주)	7,712
외국인보유비중 (%)	51.20
60일 평균거래량 (주)	183,197
52주 최고/최저 (원)	45,850 / 31,700
주요주주	(주)웅진홀딩스(28.37)

하반기에 대한 기대 유효

- 계정 순증 폭발적
- 국내외 화장품 사업 호조세 지속
- 안정적인 실적이 장점

빠른 보폭을 보이는 계정 순증에 주목할 시점

우리가 웅진코웨이를 주목하는 이유는 매출액의 89%를 차지하는 환경가전사업에서 계정이 빠르게 증가하고 있고 해약률이 지속적으로 낮아지고 있기 때문. 기존 사업의 경쟁력이 다시 살아나고 있다는 얘기. 이에 따라 실적은 꾸준한 개선세를 나타낼 것으로 판단.

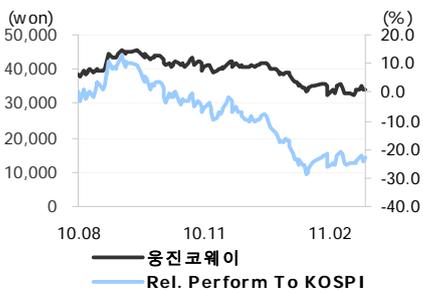
하반기부터 수익성 개선 기대

하반기부터는 수익성 개선을 기대할 수 있을 전망. 화장품 사업에서의 비용이 상반기에 집중된 면이 있어 하반기부터는 비용이 감소할 가능성이 크고 매출 증가에 따른 손실 폭 축소 역시 예상해 볼 수 있기 때문. 또 전년 하반기에는 화장품 사업이 본격적으로 시작된 시기였던 만큼 비용이 집중적으로 발생되었는데 이것이 기저효과로 작용할 수 있다는 판단. 게다가 회계변경으로 판매수수료율이 전년보다 많이 반영되고 있지만 이 역시 시간이 지날수록 차이가 줄어들 것으로 보이기 때문.

목표주가 51,000원, 투자 의견 Buy 유지

웅진코웨이의 목표주가를 51,000원으로 유지하고 투자 의견도 Buy를 유지. 현 주가는 12개월 Forward EPS 대비 P/E 14x 수준인데, 최근 5년간 평균 P/E가 18.6x 임을 고려하면 저평가되어 있다는 판단.

Stock Performance



결산월 (12 월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	13,144	1,901	1,848	1,291	1,734	15.4	6.4	3.3	22.9
2009	14,119	2,043	2,027	1,533	2,023	19.0	9.0	4.4	24.0
2010	15,191	2,288	2,365	1,770	2,296	17.6	8.8	4.1	24.5
2011F	17,392	2,497	2,532	1,895	2,457	15.4	7.4	3.3	23.1
2012F	20,114	3,042	3,087	2,310	2,996	12.7	6.3	2.9	24.4

빠른 보폭을 보이는 계정 순증에 주목할 시점

기존 사업의 경쟁력 회복

우리가 웅진코웨이를 주목하는 이유는 매출액의 89%를 차지하는 환경가전사업에서 계정이 빠르게 증가하고 있고 해약률이 지속적으로 낮아지고 있기 때문이다. 기존 사업의 경쟁력이 다시 살아나고 있다는 얘기이다. 이에 따라 실적은 꾸준한 개선세를 나타낼 것으로 판단하고 있다.

상반기 실적 양호

계정수 증가와 해약률 감소 때문

상반기 실적은 양호한 편이었다. 1H11 매출액은 전년동기기간대비 14.4% 증가한 8,357억원, 영업 이익은 14.7% 감소한 1,182억원을 기록했다. 과거 3년동안 연평균 매출액 증가율이 8% 내외였음을 감안하면 상당히 빠른 증가세로 돌아선 것이다. 이는 4Q10부터 폭발적으로 증가하기 시작한 계정수와 지속적으로 낮아지고 있는 해약률에 기인한다. 구체적으로 보면 정수기, 청정기, 비데 등의 렌탈 판매가 호조를 보이고 있다. 경쟁사의 저가 시장 진입으로 경쟁은 심화되는 듯 보이지만 시장이 커지는 순기능으로 작용하고 있고 방수능 이슈 등에 대한 회사측의 적절한 대응으로 시장 점유율은 오히려 높아지고 있다. 렌탈뿐만 아니라 일시불 비중도 높아지고 있다. 청정기와 비데의 일시불 판매가 증가하고 있고 주스프레스, 반신욕사우나와 같은 다양한 제품 판매가 호조를 보였기 때문이다.

영업이익 감소는 회계이슈 때문

화장품 적자 지속도 원인

반면 영업이익은 줄었다. 그동안 꾸준히 영업이익 성장이 나타났고 수익성 역시 지속적으로 개선되었던 점과는 사뭇 다른 모습이다. 그러나 여기에는 회계적 이슈가 포함되어 있다. IFRS로 회계변경이 이루어지면서 기존에 인식하던 영업권상각비는 더 이상 인식하지 않아 손익에 플러스 영향을 미치지만 이보다 더욱 규모가 큰 판매수수료의 기준이 5년에서 2년으로 바뀌어 단기간에 인식해야 할 비용 부담이 커졌기 때문이다. 이 두가지 효과를 상계하면 연간 약 64억원의 비용이 추가로 인식될 전망이다. 이의 영향이 상반기에 반영된 것이다. 게다가 2H10부터 본격적으로 시작한 화장품 사업의 영업손실이 이어지고 있는 점도 영업이익 하락을 이끌었다. 다만 단기적으로 영업이익은 줄었으나 우려할만한 사안은 아닌 것으로 판단한다. 사업 특성상 가입시 초기 비용이 들지만 의무사용기간인 2년동안 매출이 계속 발생하고 또 시간이 지날수록 비용 부담이 덜해진다는 점을 염두에 두어야 할 것으로 판단한다.

하반기 실적 양호할 전망

매출 성장은 빠를 전망이나

수익성은 다소 희생될 수 있어

상반기에 이어 하반기 실적 역시 양호할 전망이다. 현재의 계정 순증 추이와 낮아지고 있는 해약률이 이를 방증한다. 이에 따라 과거 대비 매출 성장은 더욱 빠를 수 있다는 판단이다. 다만 영업이익률이 과거보다 낮아질 수 있음은 염두에 두어야 할 것으로 본다. 회사측의 목표는 수익성이 다소 희생되더라도 매출을 늘리겠다는 생각이다. 그동안 낮은 성장에도 불구하고 수익성이 지속적으로 개선되었던 점이 긍정적으로 인식되었는데 이제는 성장 전략으로 노선을 바꾼 셈이다. 수익성 둔화가 다소 아쉽지만 매출이 올라가면 이익 규모는 자연히 커지기 때문에 바람직한 선택으로 보여진다. 한편 계정수가 앞으로도 지속적으로 성장할 수 있는 이유는 신규 고객에 집착하지 않고 기존 고객을 활용하는 전략을 사용하기 때문이다. 1H11 현재 1.58인 PPC(Product Per Customer), 즉 가구당 구매대수를 향후 3~4년 내에 2 수준으로 높이려고 한다. 그리고 해약률을 현 수준에서 유지 또는 소폭 낮추고 다양한 신제품 출시로 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

하반기부터 수익성 개선 기대

하반기 수익성 개선
비용 감소 요인 때문

하반기부터는 수익성 개선을 기대할 수 있을 것으로 본다. 화장품 사업에서의 비용이 상반기에 집중된 면이 있어 하반기부터는 비용이 감소할 가능성이 크고 매출 증가에 따른 손실 폭 축소 역시 예상해 볼 수 있기 때문이다. 또 전년 하반기에는 화장품 사업이 본격적으로 시작된 시기였던 만큼 비용이 집중적으로 발생되었는데 이것이 기저효과로 작용할 수 있다는 판단이다. 게다가 회계변경으로 판매수수료율이 전년보다 많이 반영되고 있지만 이 역시 시간이 지날수록 차이가 줄어들 것으로 보이기 때문이다.

국내 화장품 사업 호조 지속
라인 확대, 브랜드 확대, 브랜드 제고
때문

하반기 이후 수익성 개선의 키는 국내 화장품 사업이 될 전망이다. 국내 화장품 사업은 아직까지 순조로운 모습이 나타나고 있는데, 1H11 매출액은 353억원으로 회사가 공식적으로 예상하고 있는 수준인 연간 600억원의 59%를 이미 달성했다. 리엔케이 옴 라인, 리엔케이 화이트닝 라인, 자연주의 화장품 프롬 등의 출시로 매출 확대가 나타나고 있으며 코디와의 시너지 효과, 빠르게 증가하고 있는 판매인력 등이 매출 호조를 이끌고 있다. 게다가 면세점 진출과 백화점 진출을 통해 브랜드 제고를 꾀하고 있어 앞으로의 매출에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

한방화장품 출시로 매출 성장 빨라질
전망

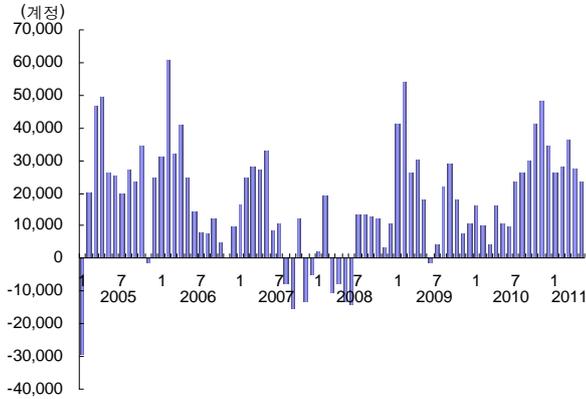
최근 한방화장품 올빛 출시로 화장품 부문의 매출 성장은 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 다만 마케팅 확대가 예정되어 있어 회사측이 연초 예상했던 영업손실액보다 10억원 정도 증가할 가능성은 있다. 그러나 이정도 선에서 마무리된다면 긍정적인 시각이 가능하다는 판단이다. 참고로 2011년 화장품사업의 수정된 회사측 가이던스는 매출액 600억원과 영업손실 150억원이다. 작년말부터 사업을 시작해 1년이 조금 넘는 기간 동안 영업손실액 누계가 280억원에 이르는 셈이다. 그러나 후발주자임에도 불구하고 빠르게 성장하고 있음은 매우 고무적이며 현재의 적자 수준 역시 감소하는 추세여서 부담스럽지 않다는 판단이다. 화장품 사업은 긍정적인 면과 우려스러운 면이 동시에 존재하지만 긍정적인 시각에 무게가 실린다.

목표주가 51,000원, 투자의견 Buy 유지

목표주가와 투자의견 유지
안정적이고 빠른 실적 시현, 배당매력도
염두

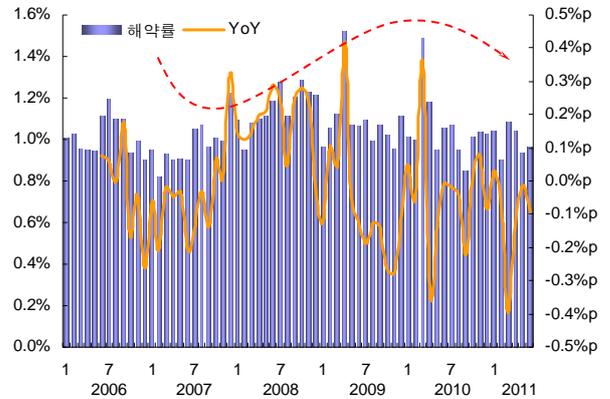
웅진코웨이의 목표주가를 51,000원으로 유지하고 투자의견도 Buy를 유지한다. 현재주는 12개월 Forward EPS 대비 P/E 14x 수준인데, 최근 5년간 평균 P/E가 18.6x 임을 고려하면 저평가되어 있다는 판단이다. 주력 사업인 환경가전부문의 계정수가 빠르게 증가하고 있어 향후 이익 확대 폭이 커질 것으로 예상되고 화장품 부문의 빠른 성장과 손실 축소, 그리고 중국을 비롯한 자회사들의 펀더멘털 개선 등을 감안하면 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 또 현재와 같이 불확실한 시장 상황 속에서는 안정적인 실적을 시현하고 있는 동사에 대한 관심이 필요하다고 생각된다. 게다가 안정적이고 빠른 성장에 그치는 것이 아니라 배당 매력을 갖추고 있는 점도 염두에 두어야 할 것으로 생각된다. 2010년 주당배당금은 1,050원이었는데 올해는 이보다는 올라갈 것으로 예상되며 현 주가 대비 배당수익률은 2.7%에 이른다.

[그림 1] 계정순증 추이



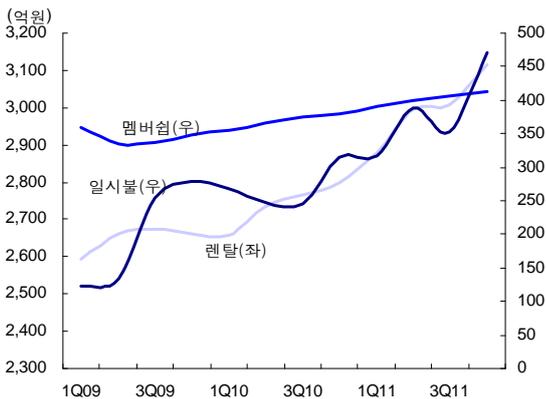
자료: 웅진코웨이 부국증권

[그림 2] 해약률 추이



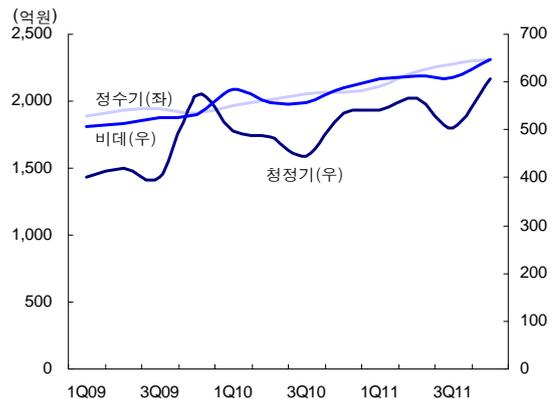
자료: 웅진코웨이 부국증권

[그림 3] 부문별 매출액 추이



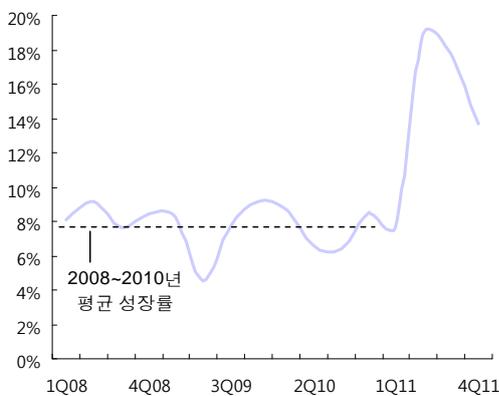
자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

[그림 4] 품목별 매출액 추이



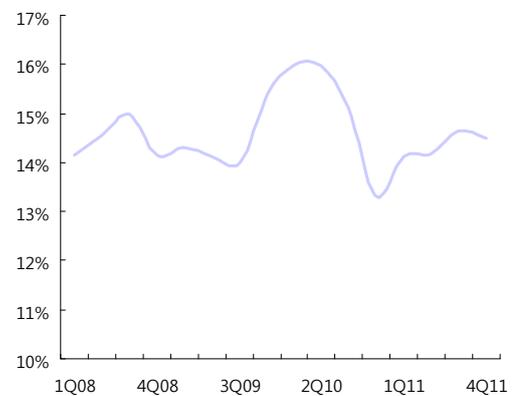
자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

[그림 5] 분기별 매출액 성장률 추이



자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

[그림 6] 분기별 영업이익률 추이



자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2010. 07. 30	Buy	51,000원
2010. 11. 19	Buy	51,000원
2010. 11. 26	Buy	51,000원
2011. 08. 12	Buy	51,000원



- ❖ 본 자료는 2011년 08월 12일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
유동자산	5,095	5,788	6,318	7,338
현금 및 단기예금	637	573	363	448
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	1,946	2,073	2,373	2,744
재고자산	546	732	822	954
기타	1,966	2,410	2,760	3,192
비유동자산	7,612	8,607	9,556	10,477
장기투자증권	21	31	36	41
지분법적용투자주식	1,286	1,971	2,256	2,609
감가상각자산	3,785	4,105	4,594	4,953
기타	2,520	2,501	2,670	2,874
자산총계	12,707	14,395	15,873	17,816
유동부채	5,418	4,410	5,110	5,692
매입채무	292	383	430	500
단기차입금,유동성장기부채	2,397	1,045	1,266	1,245
기타	2,728	2,982	3,414	3,948
비유동부채 등	482	2,338	2,006	1,911
사채,장기차입금	300	2,198	1,846	1,726
기타	182	140	160	185
부채총계	5,900	6,747	7,116	7,604
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,419	1,400	1,400	1,400
자본조정	-315	-430	-430	-430
기타포괄손익누계액	0	-27	-13	-13
이익잉여금	5,296	6,298	7,394	8,848
자본총계	6,807	7,648	8,757	10,212

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
영업활동현금흐름	3,117	3,138	3,304	3,769
당기순이익(손실)	1,533	1,770	1,895	2,310
비현금수익비용가감	2,073	2,073	1,650	1,766
감가상각비,무형자산상각비	1,481	1,538	1,871	1,994
기타	592	535	-222	-228
운전자본증감	-489	-706	-240	-307
매출채권증가(감소)	-519	-236	-300	-371
재고자산증가(감소)	42	-178	-90	-133
매입채무증가(감소)	-90	91	47	69
기타	78	-382	103	127
투자활동현금흐름	-2,761	-2,964	-2,577	-2,676
유형자산처분(취득)	-2,041	-2,119	-2,067	-2,079
무형자산감소(증가)	-62	-147	-357	-348
투자자산감소(증가)	-26	-623	-151	-248
기타	-632	-75	-1	-2
재무활동현금흐름	-523	-204	-939	-1,010
차입금증가(감소)	514	48	-679	-141
사채증가(감소)	0	497	549	0
자본증가(감소)	-1,037	-768	-786	-856
배당금지급	-648	-768	-799	-856
자본조정,포괄손익증가(감소)	-389	0	14	0
기타	0	19	-23	-13
순현금흐름	-124	-74	-211	83
기초현금	761	637	563	352
기말현금	637	563	352	435

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
매출액	14,119	15,191	17,392	20,114
매출원가	4,602	4,941	5,548	6,442
매출총이익	9,518	10,251	11,844	13,672
판매비와관리비	7,475	7,963	9,347	10,630
인건비	1,955	1,949	2,232	2,581
감가상각비	129	128	141	154
무형자산상각비	198	221	210	200
연구개발관련비용	74	63	72	84
기타	5,119	5,602	6,693	7,611
영업이익	2,043	2,288	2,497	3,042
영업외손익	-15	77	34	45
이자수익	31	35	29	26
이자비용	125	176	189	181
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	-11	0	0	0
외환차손익	-11	0	-6	-3
외화환산손익	-42	-4	-23	-13
지분법손익	139	221	244	241
기타	3	1	-22	-25
세전계속사업이익	2,027	2,365	2,532	3,087
계속사업법인세비용	494	595	637	776
계속사업이익	1,533	1,770	1,895	2,310
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,533	1,770	1,895	2,310
주당순이익	2,023	2,296	2,457	2,996

Valuation 관련지표

	200912	201012	201112F	201212F
Per Share (Won)				
EPS	2,023	2,296	2,457	2,996
CFPS	4,005	4,261	4,875	5,560
BPS	8,826	9,916	11,355	13,241
Multiples (X)				
PER	19.0	17.6	15.4	12.7
PCR	9.6	9.5	7.8	6.8
PBR	4.4	4.1	3.3	2.9
EV/EBITDA	9.0	8.8	7.4	6.3
성장성 (%)				
매출액증가율	7.4	7.6	14.5	15.7
영업이익증가율	7.4	12.0	9.2	21.8
EBIT 증가율	10.3	13.1	7.9	22.0
EBITDA 증가율	7.9	9.2	13.4	15.3
순이익증가율	18.8	15.5	7.0	21.9
수익성 (%)				
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.4	15.1
순이익률 (%)	10.9	11.7	10.9	11.5
EBITDA Margin	24.8	25.2	25.0	24.9
ROA	13.1	13.1	12.5	13.7
ROE	24.0	24.5	23.1	24.4
ROIC	23.3	22.0	21.6	23.8
안정성 (%)				
부채비율	86.7	88.2	81.3	74.5
이자보상배율 (배)	16.3	13.0	13.2	16.8