웅진코웨이(021240)

일시적 수익성 하락보다는 펀더멘탈 개선을 보자

유통/화장품/패션
박종대 (2122-9209)
forsword@hi-ib.com

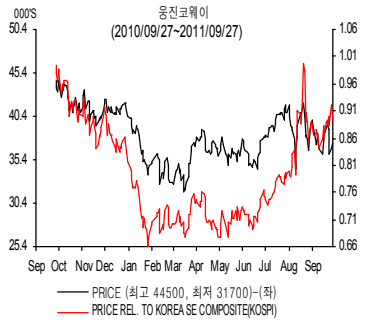
Buy(Maintain)

목표가(6M)	48,500원
종가(2011/09/27)	37,250원

Stock Indicator

자본금	407 억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	28,729억원
외국인지분율	51.00%
배당금(2010)	1,050원
EPS(2011E)	2,140 원
BPS(2011E)	9,314 원
ROE(2011E)	20.4 %
52주 주가	31,700~44,500원
60일평균거래량	217,278주
60일평균거래대금	83.8억원

Price Trend



■ 3Q11 수익성은 다소 기대치 하회할 전망

동사의 3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 13%, 1.1% 성장한 4,272억원과 577억원 수준이 예상된다. 환경가전 부문의 견조한 외형성장에도 불구하고 CRP(Customer Reward Program)제도 도입과 화장품 연구인력 충원에 따른 인건비 증가 영향으로 영업이익률은 13.5% 수준에 머물 것으로 예상된다. 연간 계정순증은 8월까지 약 30만을 조금 상회한 것으로 파악되며, 연간 계획치 35만~40만은 충분히 달성 가능할 것으로 보인다. 일시불 매출이 yoy 50% 이상 성장하는 구조적인 매출 규모의 레벨업이 기대되며, 화장품은 여름 비수기에도 월 50억원의 평균 매출을 기록하고 있는 것으로 파악된다. 중국은 3분기에도 매출 yoy 20% 성장과 영업이익률 25%를 유지하고 있는 것으로 추정된다.

■ 수익성 하락은 일시적, 펀더멘탈 개선을 봐야

수익성 하락의 주원인 CRP제도 도입에 따른 수입 감소다. 그러나, 이를 부정적으로 볼 필요는 없다. CRP제도는 기존 고객의 재구매시 등록비를 할인하고 장기고객에게 월렌탈료를 할인해주는 보상 정책으로 제도 도입후 해약률은 0.98%까지 하락하였고, 가구당 계정수(PPC, Product Per Customer)는 1.56개까지 상승하였다. 즉, 기존 렌탈 고객의 로열티와 재구매율 증가시킴으로써 단기적인 수익성 저하에도 중장기적으로 안정적인 성장성 확보에 긍정적인 효과가 기대된다.

일시불 매출의 레벨업에 주목할 필요가 있다. 기존 정수기 등 환경가전 부문 판매영역을 확대하여 반신욕기, 에스프레소 머신, 안마의자 등 고부가가치 생활용품을 판매하고 있는데, 1) 코디 1만 3천명, 약 300만 가구의 기존 렌탈 고객을 대상으로 한다는 점에서 성장 잠재력이 크고, 2) 넓은 고객풀을 전제로 한 강한 바잉파워로 양질의 제품을 저렴하게 공급할 수 있으며, 3) 고객 입장에서도 고가의 제품을 일반 백화점보다 더 싸게 구매할 수 있다는 장점이 있다. 기본적으로 3~4년간의 렌탈 서비스를 통해 구축된 회사/코디와 고객간의 신뢰를 바탕으로 한다는 점에서 향후 성장의 가시성이 높다는 판단이다.

그동안 불안요인으로 작용해왔던 화장품 사업은 점차 안정화되는 모습으로 신규 런칭한 '올빗' 역시 양호한 판매추이를 나타내고 있는 것으로 파악된다. 화장품부문 가이던스인 매출 600억원, 영업손실 (-)150억원 달성은 무난해 보인다.

■ 높은 실적 가시성 + 확대되는 이익모멘텀 + 밸류에이션 여력

동사는 전체 매출의 90%가 환경가전에서 발생하고 있는데, 렌탈서비스의 특성상 실적 가시성이 매우 높다. 또한, 전년도 화장품 사업과 계정순증에 따른 단기적 이익훼손이 점진적으로 개선되는 추세인데, 전년도 말부터 급증한 계정순증치가 이익으로 전환되는 4분기부터는 수익성의 본격적인 회복이 예상된다. 현재 주가 38,550원은 12MF PER 14배로 밸류에이션 여력은 충분한 상태다. 높은 실적 가시성과 확대되는 이익모멘텀, 여유있는 밸류에이션으로 불확실한 시장상황에 합리적인 투자대안이 될 수 있다.

현대중공업그룹 하이투자증권

동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

〈표1〉 웅진코웨이 3분기 예상 영업실적 (단위: 억원)

	3Q10	2Q11	3Q11E	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	3,780	4,359	4,272	-2.0	13.0
렌탈	2,767	2,997	3,083	2.9	11.4
멤버쉽	375	399	415	3.8	10.6
일시불판매	245	388	370	-4.6	51.1
화장품	18	179	143	-20.0	711.8
수출	153	229	169	-26.4	10.0
수처리 기타	84	167	93	-44.6	10.0
영업이익	571	612	577	-5.7	1.1
경상이익	595	551	510	-7.3	-14.3
순이익	452	421	390	-7.3	-13.8
영업이익률(%)	15.1	14.0	13.5	-0.53	-1.6
경상이익률(%)	15.7	12.6	11.9	-0.69	-3.8
순이익률(%)	12.0	9.7	9.1	-0.52	-2.8

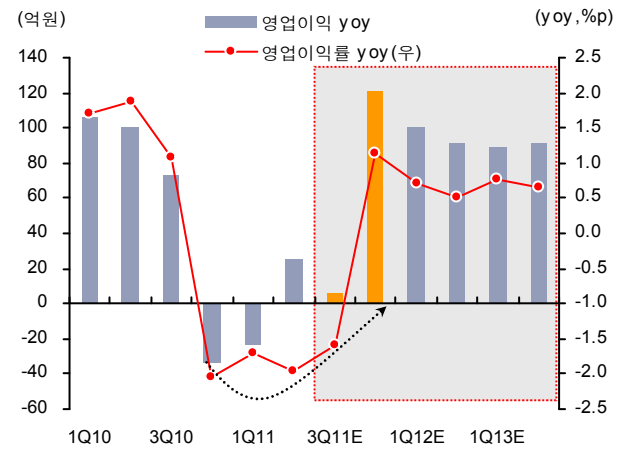
자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-IFRS 별도 기준이며, 2010년은 K-GAAP기준

〈표2〉 웅진코웨이 분기실적 전망 (단위: 억원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010년	1Q11	2Q11	3Q11E	4Q11E	2011년
매출	3,713	3,666	3,780	4,032	15,191	3,998	4,359	4,272	4,546	17,175
렌탈	2,717	2,735	2,767	2,844	11,063	2,880	2,997	3,083	3,160	12,119
멤버쉽	356	366	375	380	1,477	391	399	415	425	1,630
일시불판매	267	247	245	314	1,074	318	388	370	466	1,543
화장품			18	216	234	174	179	143	258	754
수출	173	172	153	194	692	183	229	169	213	794
수처리 기타	77	41	84	22	224	52	167	93	24	336
영업이익	594	586	571	537	2,288	571	612	577	658	2,417
경상이익	590	630	595	550	2,365	504	551	510	592	2,157
순이익	421	468	452	430	1,770	388	421	390	452	1,650
영업이익률(%)	16.0	16.0	15.1	13.3	15.1	14.3	14.0	13.5	14.5	14.1
경상이익률(%)	15.9	17.2	15.7	13.6	15.6	12.6	12.6	11.9	13.0	12.6
순이익률(%)	11.3	12.8	12.0	10.7	11.7	9.7	9.7	9.1	9.9	9.6

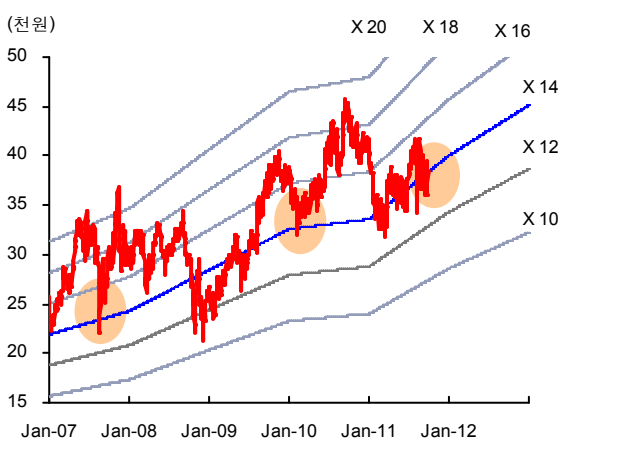
자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-IFRS 별도 기준이며, 2010년은 K-GAAP기준

〈그림 1〉 계정 순증 효과 가시화로 4 분기 이익모멘텀 확대 예상



자료: 웅진코웨이, 하이투자증권

〈그림 2〉 웅진코웨이 12MF PER 밴드: 현재주가는 14 배 수준으로 4 분기 ~2012 년도 이익모멘텀 회복세를 감안하면 저평가



자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈표3〉 웅진코웨이 연간실적 전망 및 Valuation (단위: 억원)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
매출	14,119	15,191	17,175	18,926	20,429	22,055
렌탈	10,590	11,063	12,119	13,221	14,141	15,133
멤버쉽	1,380	1,477	1,630	1,761	1,859	1,959
일시불판매	786	1,074	1,543	1,818	2,083	2,331
영업이익	2,043	2,288	2,417	2,789	3,065	3,415
경상이익	2,027	2,365	2,157	2,532	2,818	3,179
순이익	1,533	1,770	1,650	1,975	2,198	2,480
수정순익(연결기준)	1,533	1,770	1,850	2,207	2,488	2,826
적정시가총액	26,058	30,097	31,458	37,521	42,304	48,041
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	33,786	39,024	40,788	48,649	54,851	62,289
적정PER	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS	1,987	2,296	2,399	2,862	3,227	3,664
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.1	14.7	15.0	15.5
매출 (YoY,%)	7.4	7.6	13.1	10.2	7.9	8.0
영업이익 (YoY,%)	7.4	12.0	5.7	15.4	9.9	11.4
순이익 (YoY,%)	18.8	15.5	-6.8	19.7	11.3	12.8

자료: 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, K-IFRS 별도 기준이며, 2010년은 K-GAAP기준

IFRS 별도 추정 재무제표

재무상태표

(단위:억원)

	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	5,788	6,250	6,643	7,123
현금 및 현금성자산	563	343	135	97
단기금융자산	39	44	48	52
매출채권	2,177	2,461	2,712	2,927
재고자산	732	828	912	984
비유동자산	8,607	9,299	9,822	10,253
유형자산	4,542	5,234	5,756	6,187
무형자산	1,336	1,336	1,336	1,336
자산총계	14,395	15,550	16,465	17,375
유동부채	4,410	4,892	4,811	4,699
매입채무	1,901	2,149	2,368	2,556
단기차입금	745	1,000	700	400
유동성장기부채	300	300	300	300
비유동부채	2,338	2,138	1,938	1,540
사채	498	298	98	0
장기차입금	1,700	1,700	1,700	1,400
부채총계	6,747	7,030	6,749	6,239
지배주주지분	7,648	8,520	9,716	11,136
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,400	1,400	1,400	1,400
이익잉여금	6,298	7,170	8,367	9,786
기타자본항목	-430	-430	-430	-430
비지배주주지분				
자본총계	7,648	8,520	9,716	11,136

포괄손익계산서

(단위:억원,%)

	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	15,191	17,175	18,926	20,429
증가율(%)	7.6	13.1	10.2	7.9
매출원가	4,941	5,441	6,001	6,477
매출총이익	10,251	11,735	12,924	13,952
연구개발비				
판매비와관리비	7,963	8,894	9,745	10,466
기타영업수익		-17	-46	-48
기타영업비용		406	344	373
영업이익	2,288	2,417	2,789	3,065
증가율(%)	12.0	24.2	11.9	9.6
영업이익률(%)	15.1	16.5	16.8	17.1
이자수익	35	29	31	32
이자비용	176	242	246	236
지분법이익(손실)	221			
기타영업외손익	-3	-43	-36	-36
세전계속사업이익	2,365	2,157	2,532	2,818
법인세비용	595	507	557	620
세전계속이익률(%)	15.6	12.6	13.4	13.8
당기순이익	1,770	1,650	1,975	2,198
순이익률(%)	11.7	9.6	10.4	10.8
지배주주귀속 순이익	1,770	1,650	1,975	2,198
기타포괄이익		32	31	30
총포괄이익		1,683	2,006	2,228
지배주주귀속총포괄이익		1,683	2,006	2,228

현금흐름표

(단위:억원)

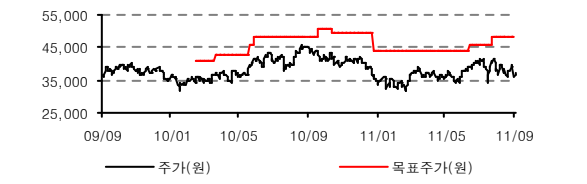
	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동 현금흐름	3,138	3,377	3,972	4,403
당기순이익	1,770	1,650	1,975	2,198
유형자산감가상각비	1,316	1,427	1,597	1,688
무형자산상각비	222	222	222	222
지분법관련손실(이익)	221			
투자활동 현금흐름	-2,964	-886	-714	-621
유형자산의 처분(취득)	112	112	112	112
무형자산의 처분(취득)	-148	-222	-222	-222
금융상품의 증감	-16	5	4	4
재무활동 현금흐름	-204	-744	-1,278	-1,476
단기금융부채의증감				
장기금융부채의증감				
자본의증감	-19			
배당금지급	-768	-799	-778	-778
현금및현금성자산의증감	-74	-220	-209	-38
기초현금및현금성자산	637	563	343	135
기말현금및현금성자산	563	343	135	97

주요투자지표

	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)				
EPS	2,296	2,140	2,561	2,850
BPS	8,184	9,314	10,866	12,707
CFPS	4,290	4,278	4,919	5,327
DPS	1,050	1,050	1,050	1,050
Valuation(배)				
PER	17.6	17.4	14.5	13.1
PBR	4.9	4.0	3.4	2.9
PCR	9.4	8.7	7.6	7.0
EV/EBITDA	8.8	7.0	6.3	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.5	20.4	21.7	21.1
EBITDA 이익률	25.2	26.1	26.4	26.4
부채비율	88.2	82.5	69.5	56.0
순부채비율	-35.0	-34.7	-27.4	-18.0
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	7.7	7.0	6.9	6.8

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권 리서치센터
주) 영업이익 회사발표 기준

주가와 목표주가와의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2011-08-17	Buy	48,500	2010-04-13	Buy	43,000			
2011-07-07	Buy	46,000	2010-03-10	Buy	41,000			
2011-01-18	Buy	44,000						
2010-11-05	Buy	49,500						
2010-10-12	Buy	50,500						
2010-06-22	Buy	48,400						
2010-06-14	Buy	46,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박종대)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)