

3분기는 기대보다 부진하지만 점진적으로 개선될 것

분기별 실적이 점진적으로 개선될 것이라는 시각을 유지

용진코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4.7만원을 유지한다. 3분기 실적은 충성고객에 대한 렌탈료 할인 등 프로모션의 영향으로 마진이 하락하면서 기대치를 하회할 것으로 예상되지만, 이는 펀더멘털 훼손의 문제가 아닌 영업정책 변화에 따른 일시적인 것으로 우려할 요인이 아니라는 판단이다.

금년 렌탈/멤버십 부문이 9.5% 성장하면서 최근 3년 평균 4.4%의 두 배를 기록할 정도로 주력인 환경가전 사업에서의 성장성이 높아진 가운데, 국내 화장품사업도 신규 브랜드 출시에 따른 외형성장과 마케팅비용 감소 등으로 인해 손실규모가 점차 축소될 것이다. 이에 따라 분기별 실적도 점진적으로 개선될 것이라는 기존 시각을 유지한다.

3분기 Preview: 기대보다는 부진하지만 영업정책 변화에 따른 일시적인 문제

3분기 매출액은 전년 동기대비 13% 증가한 4,279억원을 예상한다. 주력사업인 환경가전 부문에서 11% 성장하고, 신규사업인 화장품부문에서 약 180억원의 매출이 기대된다. 계정수 순증은 전년 4분기 이후 분기별로 10만 이상을 기록했으나, 신규가입에 따른 초기 비용반영을 적절한 수준에서 유지하기 위해 가입자 유치활동을 다소 조절하면서 6~7만 수준으로 하락한 것으로 파악된다. 상반기에 이미 25만 순증을 달성하였기 때문에 금년 목표치인 35만은 무난히 달성할 전망이다. 해약률은 여전히 1% 전후에서 유지되고 있다.

영업이익률은 1.4%p YoY 하락한 13.7%를 기록하면서 영업이익이 585억원으로 3% YoY 증가에 그칠 것이다. 충성고객에 대한 CRP(Customer Reward Program)를 확대/시행하면서 등 록비 면제, 렌탈료 할인 등으로 마진하락이 있었고, 화장품사업도 마케팅비용으로 적자가 지속되기 때문이다. 중국 화장품사업은 +20% YoY 성장하나 점포 구조조정과 마케팅비용 등으로 영업이익률은 7%p 하락하며 25%를 기록할 전망이다.

Financial Data (K-IFRS, 별도기준)

투자지표	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	십억원	1,411.9	1,519.1	1,704.0	1,856.6	2,009.1
영업이익	십억원	204.3	228.8	238.6	265.4	295.9
세전이익	십억원	202.7	236.5	217.7	244.6	276.7
순이익	십억원	142.8	160.5	165.4	185.9	210.3
EPS	원	1,885	2,081	2,145	2,410	2,727
증감율	%	7.9	10.4	3.1	12.4	13.1
PER	배	20.4	19.4	18.2	16.2	14.3
PBR	배	4.1	4.1	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	배	8.7	8.3	8.8	7.9	7.1
ROE	%	23.3	23.9	20.4	20.5	20.6
BPS	원	9,298	9,946	11,070	12,452	14,015
Net DER	%	29.1	36.0	33.7	28.1	21.2

자료: 용진코웨이, 하나대투증권

Earnings Preview

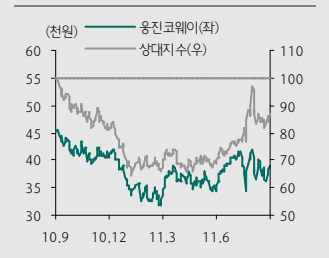
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,837.97
52주최고/최저(원)	45,400/31,700
시가총액(십억원)	3,038.7
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균거래량(천주)	217.0
60일 평균거래대금(십억원)	8.4
10년 배당금(원)	1,050
11년 배당금(예상.원)	1,070
외국인 지분율(%)	51.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.7) 20.1 (13.0)
상대	(11.1) 27.3 (13.3)

Consensus Data

	2011	2012
매출액(십억원)	1,702.4	1,878.8
영업이익(십억원)	244.9	283.8
순이익(십억원)	191.4	228.4
EPS(원)	2,485	2,939
BPS(원)	10,595	12,265

Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 웅진코웨이 3분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	3Q11F	3Q10	YoY	2Q11	QoQ
매출액	427.9	378.0	13.2	435.9	-1.8
일시불	28.8	24.5	17.8	38.8	-25.7
렌탈	304.8	276.7	10.2	299.7	1.7
멤버십	42.9	37.5	14.6	39.9	7.5
화장품	18.0	1.8	n/a	17.9	0.6
기타	33.3	37.6	-11.4	39.6	-16.0
영업이익	58.5	57.1	2.5	61.2	-4.4
세전이익	53.3	n/a	n/a	55.1	-3.3
순이익	40.5	n/a	n/a	42.1	-3.8
Margin					
영업이익률	13.7	15.1	-1.4P	14.0	-0.4P
세전이익률	12.4			12.6	-0.2P
순이익률	9.5			9.7	-0.2P

주: 2010년 3분기는 K-GAAP기준이고, 2011년 2분기/3분기는 K-IFRS 별도기준이라 직접적인 비교는 어려움
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 2. 웅진코웨이 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10	11F	12F
매출액	1,118	1,213	1,314	1,412	1,519	1,704	1,857
일시불	41	53	60	79	107	139	149
렌탈	935	986	1,020	1,059	1,106	1,202	1,307
멤버십	85	116	136	138	148	165	184
화장품	0	0	0	0	23	73	88
기타	56	58	98	136	134	125	128
영업이익	112	161	190	204	229	239	265
세전이익	102	156	185	203	237	218	245
순이익	75	116	129	153	177	165	186
매출구성							
일시불	3.7	4.4	4.6	5.6	7.1	8.1	8.0
렌탈	83.7	81.3	77.6	75.0	72.8	70.6	70.4
멤버십	7.6	9.6	10.4	9.8	9.7	9.7	9.9
기타	5.0	4.8	7.4	9.7	8.8	7.3	6.9
YoY							
매출액		8.5	8.4	7.4	7.6	12.2	9.0
영업이익		43.7	17.9	7.4	12.0	4.3	11.2
세전이익		52.0	18.7	9.7	16.7	-8.0	12.4
순이익		55.2	11.0	18.8	15.5	-6.6	12.4
Margin							
영업이익률	10.0	13.3	14.5	14.5	15.1	14.0	14.3
세전이익률	9.2	12.8	14.1	14.4	15.6	12.8	13.2
순이익률	6.7	9.6	9.8	10.9	11.7	9.7	10.0

주: 2010년은 K-GAAP기준이고, 2011년 이후 추정치는 K-IFRS 별도기준이라 직접적인 비교는 어려움
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

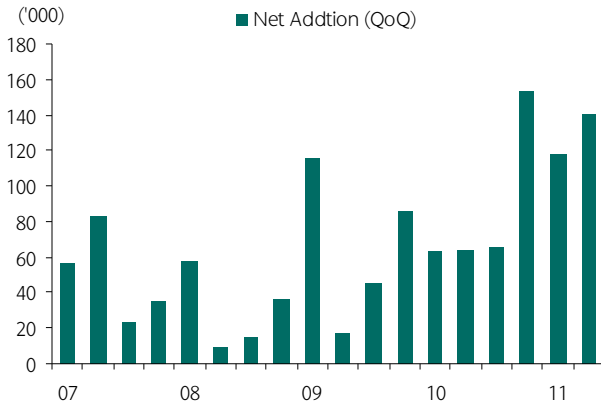
표 3. 웅진코웨이 분기 실적전망

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F
매출액	365	365	378	403	400	436	428	440
영업이익	68	73	57	54	57	61	58	62
세전이익	65	76	60	55	50	55	53	59
순이익	51	59	45	43	39	42	40	44
Margin								
영업이익률	18.5	20.0	15.1	13.3	14.3	14.0	13.6	14.0
세전이익률	17.7	20.8	15.7	13.6	12.6	12.6	12.4	13.3
순이익률	14.1	16.2	12.0	10.7	9.7	9.7	9.4	10.0

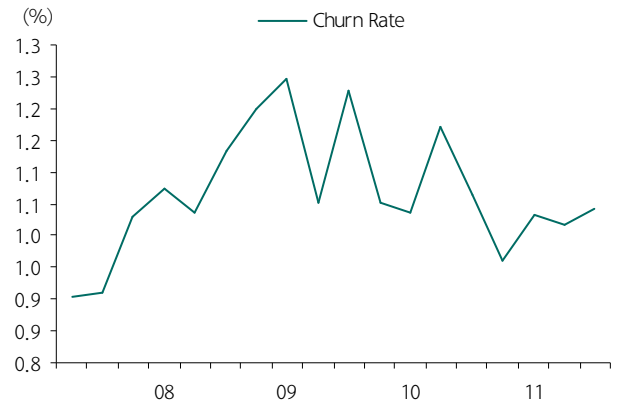
주: 2010년은 K-GAAP기준이고, 2011년 이후 추정치는 K-IFRS 별도기준이라 직접적인 비교는 어려움
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 계정수 순증 추이



자료: 웅진코웨이

그림 2. 해약률 추이



자료: 웅진코웨이

표 4. 웅진코웨이 중국법인 실적전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	3.0	7.6	21.0	43.6	45.6	53.3	59.3	65.0
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	35.2	42.3	47.7	52.9
생활가전	0.4	3.1	7.2	11.1	10.5	11.0	11.5	12.1
영업이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	9.9	9.7	12.2	14.3
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	11.4	10.6	12.9	14.8
생활가전	-0.7	-0.8	-3.0	-0.6	-1.5	-0.9	-0.7	-0.5
세전이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	5.1	9.7	12.2	14.3
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	4.5	8.5	10.7	12.6
Margin								
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	21.7	18.2	20.6	22.0
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	32.5	25.0	27.0	28.0
생활가전	-172.8	-24.9	-42.4	-5.4	-14.7	-8.0	-6.0	-4.0
세전이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	11.2	18.2	20.6	22.0
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	9.9	16.0	18.1	19.4
YoY								
매출액		151.4	176.7	107.8	4.6	16.8	11.2	9.7
화장품		71.4	203.1	137.5	8.1	20.3	12.9	10.9
생활가전		705.8	134.5	54.2	-5.6	5.0	5.0	5.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	-29.8	-2.0	25.8	17.5
화장품		흑전	422.8	197.4	-22.3	-7.5	21.9	15.0
생활가전		적확	적확	적축	적축	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	-63.7	89.6	25.8	17.5
순이익		흑전	936.9	642.4	-68.1	89.6	25.8	17.5

주: '09년 이익에는 '08년 이익분 15억원 정도가 일시적으로 반영
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

추정 재무제표 (K-IFRS, 별도기준)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,411.9	1,519.1	1,704.0	1,856.6	2,009.1
매출원가	460.2	494.1	545.3	600.6	653.8
매출총이익	951.8	1,025.1	1,158.7	1,255.9	1,355.3
판매비	747.5	796.3	874.4	947.2	1,016.1
조정영업이익	204.3	228.8	284.3	308.7	339.2
기타영업손익	0.0	0.0	(45.7)	(43.3)	(43.3)
영업이익	204.3	228.8	238.6	265.4	295.9
금융손익	(10.5)	(14.1)	(17.8)	(17.7)	(16.1)
중속/관계기업손익	13.9	22.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.9)	(0.3)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
세전이익	202.7	236.5	217.7	244.6	276.7
법인세	49.4	59.5	52.2	58.7	66.4
계속사업이익	153.3	177.0	165.4	185.9	210.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	153.3	177.0	165.4	185.9	210.3
포괄이익	153.3	177.0	165.4	185.9	210.3
(지분법제외)순이익	142.8	160.5	165.4	185.9	210.3
NOPAT	164.3	192.0	184.1	204.5	227.3
EBITDA	361.3	404.4	373.7	413.0	455.6
성장성(%)					
매출액증가율	7.4	7.6	12.2	9.0	8.2
EBITDA증가율	8.2	11.9	(7.6)	10.5	10.3
(조정)영업이익증가율	7.4	12.0	24.2	8.6	9.9
(지분법제외)순이익증가율	9.8	12.4	3.1	12.4	13.1
(지분법제외)EPS증가율	7.9	10.4	3.1	12.4	13.1
수익성(%)					
매출총이익률	67.4	67.5	68.0	67.6	67.5
EBITDA이익률	25.6	26.6	21.9	22.2	22.7
(조정)영업이익률	14.5	15.1	16.7	16.6	16.9
계속사업이익률	10.9	11.7	9.7	10.0	10.5

투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	1,885	2,081	2,145	2,410	2,727
BPS	9,298	9,946	11,070	12,452	14,015
CFPS	3,969	3,875	3,932	4,251	4,795
EBITDAPS	4,770	5,243	4,846	5,354	5,907
SPS	18,639	19,697	22,094	24,072	26,050
DPS	1,010	1,050	1,070	1,210	1,360
주기지표(배)					
PER	20.4	19.4	18.2	16.2	14.3
PBR	4.1	4.1	3.5	3.1	2.8
PCFR	9.7	10.4	9.9	9.2	8.1
EV/EBITDA	8.7	8.3	8.8	7.9	7.1
PSR	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	23.3	23.9	20.4	20.5	20.6
ROA	13.1	13.4	11.4	11.9	12.5
ROIC	21.1	20.5	17.8	18.3	18.8
부채비율	86.7	86.1	90.2	76.4	70.2
순부채비율	29.1	36.0	33.7	28.1	21.2
이자보상배율(배)	16.3	13.0	11.1	12.3	15.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	8.9	8.0	8.2	17.8	11.7
Emerging Market	9.9	8.8	9.1	12.7	12.4
World	11.1	9.8	10.1	13.3	13.2

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	509.5	438.8	519.5	511.9	585.7
금융자산	69.2	57.4	115.7	71.0	108.0
현금성자산	63.7	56.4	63.3	69.0	74.6
매출채권	198.6	222.8	227.2	247.5	267.9
재고자산	54.6	73.2	80.8	89.0	96.9
기타유동자산	187.1	85.4	95.8	104.4	113.0
비유동자산	761.2	925.3	1,008.1	1,092.5	1,168.2
투자자산	130.7	195.4	195.4	195.4	195.4
금융자산	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
유형자산	418.2	441.6	526.5	602.4	669.6
무형자산	141.1	154.0	152.2	150.6	149.1
기타비유동자산	71.2	134.4	134.0	144.0	154.1
자산총계	1,270.7	1,364.1	1,527.6	1,604.3	1,753.9
유동부채	541.8	384.3	416.0	384.3	516.2
금융부채	239.7	104.5	110.0	50.0	154.7
매입채무	154.8	182.1	201.0	221.3	240.9
기타유동부채	147.3	97.8	105.1	113.0	120.5
비유동부채	48.2	246.8	308.5	310.4	207.5
금융부채	30.0	219.8	279.8	279.8	175.0
기타비유동부채	18.2	27.0	28.8	30.7	32.5
부채총계	590.0	631.1	724.6	694.7	723.7
지배주주지분	680.7	733.0	803.1	909.6	1,030.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	141.9	135.6	95.7	95.7	95.7
자본조정	(31.5)	(34.0)	(9.7)	(9.7)	(9.7)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	529.6	590.8	676.3	782.9	903.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	680.7	733.0	803.1	909.6	1,030.2
순금융부채	198.4	263.8	271.0	255.7	218.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	311.7	313.8	322.0	346.5	386.8
당기순이익	142.8	160.5	165.4	185.9	210.3
조정	207.3	207.3	246.1	271.1	295.6
감가상각비	148.1	153.8	138.2	150.7	162.8
외환거래손익	3.8	(0.2)	0.4	0.4	0.4
지분법손익	(13.9)	(22.1)	0.0	0.0	0.0
기타	69.3	75.9	107.5	120.0	132.5
자산/부채의 변동	(48.9)	(70.6)	(19.5)	(34.1)	(36.7)
투자활동현금흐름	(276.1)	(296.4)	(302.4)	(203.4)	(293.2)
투자자산감소(증가)	2.7	(68.5)	(51.4)	50.4	(31.4)
유형자산감소(증가)	(204.1)	(211.9)	(215.5)	(219.0)	(222.5)
기타투자활동	(74.8)	(16.1)	(35.5)	(34.8)	(39.4)
재무활동현금흐름	(52.3)	(20.4)	(12.6)	(137.4)	(87.9)
금융부채증가(감소)	51.4	54.5	65.5	(60.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(39.0)	1.9	1.8	1.9	1.8
배당지급	(64.8)	(76.8)	(79.9)	(79.3)	(89.7)
현금의 증감	(12.4)	(7.4)	6.9	5.7	5.7
Unlevered CFO	300.7	298.8	303.3	327.8	369.8
Free Cash Flow	(36.6)	74.3	106.9	113.3	143.7

Sector Aggregates

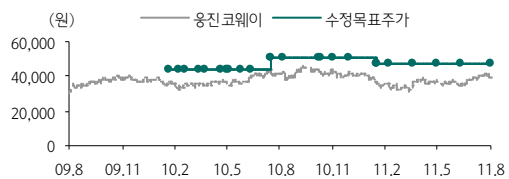
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	12.1	10.6	10.9	(44.0)	14.6
Emerging Market	17.5	15.0	15.3	2.3	16.4
World	16.5	14.2	14.8	8.4	16.1

Emerging Market

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자의견	수정목표주가
11.1.19	BUY	47,000 원
10.7.19	BUY	51,000 원
10.1.25	BUY	44,000 원



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2011년 9월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2011년 9월 21일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.