

웅진코웨이 (021240)

이선경 _ (02) 3772-1568 sunny.lee@shinhan.com

미주 NDR후기: 불안한 시장에서 투자 대안으로 높은 관심 확인



매수 (유지)

주가 (10월 7일)	37,250 원
목표주가	58,000 원 (유지)
상승여력	55.7%

- ◆ 웅진코웨이 미주 NDR 실시, 외국인 투자자들의 높은 관심 확인
- ◆ 렌탈 사업 내 여전히 기회 존재함에 동의, 신제품 도입 계획에 관심
- ◆ 국내 화장품 사업, 기존 판매 조직 등과의 시너지 창출 여부에 관심
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

KOSPI	1,759.77p
KOSDAQ	442.64p
시가총액	2,872.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	77.1 백만주
유동주식수	40.9 백만주 (53.0%)
52 주 최고가/최저가	44,000 원/31,700 원
일평균 거래량 (60 일)	224,888 주
일평균 거래액 (60 일)	8,659 백만원
외국인 지분율 :	50.98%
주요주주	웅진홀딩스 31.0%
	LF EMEQ 7.0%
절대수익률	3개월 -2.0%
	6개월 -1.6%
	12개월 -15.1%
KOSPI 대비	3개월 17.0%
상대수익률	6개월 17.8%
	12개월 -8.3%

웅진코웨이 미주 NDR 실시, 외국인 투자자들의 높은 관심 확인

당사는 웅진코웨이와 함께 9월 28일부터 10월 7일까지 뉴욕, 보스턴, 시카고, 샌프란시스코 등 미주지역의 톱펀드 위주 15개 기관과 NDR을 실시했다. 외국인 투자자들은 경기 부진시 더욱 돋보이는 웅진코웨이의 안정적인 비즈니스 구조와 이를 반영한 최근의 견조한 주가흐름을 높이 평가했다.

해외에서 비롯된 경기불안 요소가 국내 내수주들에게도 영향을 미치지 않을 수 없으나 사업구조 상 이러한 경기 변수 영향이 매우 제한적인 동사의 비즈니스는 불안한 시기에 프리미엄 요소로 작용할 수 있다는 시각이었다. 또한 회사의 국내 화장품 사업 확대 가능성과 수출시장 현황에 대해서도 높은 관심을 보였다.

렌탈 사업 내 여전히 기회 존재함에 동의, 신제품 도입 계획에 관심

외국인 투자자들은 상반기 기대 이상의 렌탈계정 증가를 높이 평가하며 환경 이슈 부각과 신제품 도입 등을 통해 렌탈 시장에 여전히 성장 기회가 존재한다는 회사의 시각에 동의했다.

상반기 판매 호조에 일본 지진에 대한 일회성 요인이 있었는지 궁금해하는 의견이 있었는데 환경관련 사건의 경우 발생은 일회성에 끝나도 불안감은 이전 수준으로 회귀하지 않는다는 점에서 일본 지진으로 인한 영향 역시 일시적이라기보다 환경가전에 대한 소비자의 관심을 한단계 더 높인 계기가 되었다고 볼 수 있다.

해외 투자자들 역시 LG전자의 렌탈사업 진출이나 기타 중소 기업의 렌탈 사업 확대 등에 대해서는 위협으로 여기지 않고 있었으며 이러한 경쟁 관계 보다는 음식물 처리기 시장 확대 가능성과 신제품 도입 계획 등 회사 자체의 제품군 확대 가능성에 관심을 보였다.

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	15.9	7.5	3.6	24.0	29.5	3.1
2010	1,519.1	228.8	236.5	177.0	2,296	13.4	17.0	8.6	3.9	24.5	34.6	2.7
2011F	1,702.5	240.2	210.3	160.7	2,084	(9.2)	17.9	8.2	3.6	20.7	45.3	2.9
2012F	1,866.4	291.6	271.1	207.1	2,685	28.9	13.9	6.9	3.1	24.3	32.2	3.2
2013F	2,006.9	327.9	311.3	237.8	3,083	14.8	12.1	6.1	2.7	24.0	18.8	3.8

주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

회사는 음식물 처리기에 대해서 소비자의 기대에 비해 아직 기술적 개선점이 많아 본격적인 시장 확대는 미루어지고 있으나 장기적으로 가능성이 높은 제품군임을 설명했다. 시행착오를 거쳐 제품 업그레이드를 지속해 시장이 본격 확대되도록 노력할 것이며 시장이 확대되는 시점에서는 경쟁자들과는 차별적인 입지를 보유할 수 있을 것이라는 자신감을 표명했다.

또한 기타 신제품 도입과 관련해서는 새로운 품목 도입을 지속적으로 검토하고 있으며 올해 내 한개 제품이 추가 될 수도 있다고 밝혔다.

국내 화장품 사업, 기존 판매 조직 등과의 시너지 창출 여부에 관심

주력 비즈니스 다음으로 높은 관심을 보인 것은 국내 화장품 사업이었다. 특히 렌탈 방판과 화장품 방판 시장과의 시너지 창출 여부와 국내 방판 시장 구도에 대해 관심을 표명했다.

회사는 화장품 사업에서 아직 기존 렌탈 고객을 대상으로 한 영업활동이나 코디조직의 화장품 판매 활용을 시행하지 않고 있는데 그 이유는 코디조직 활용 확대 이전에 화장품 시장 내에서 브랜드 이미지 구축이 선행되어야 한다는 입장 때문임을 설명했다.

화이트닝 라인과 움므 제품 출시에 이어 한방브랜드 '올빛' 출시 등으로 라인업이 지속적으로 강화되고 있어 백화점, 면세점 등 제한적인 시판 채널 진출도 이루어짐에 따라 동사의 화장품에 대한 소비자 인지도는 빠르게 확산되고 있다. 따라서, 빠르면 하반기 혹은 내년 이후에는 확산된 브랜드 인지도를 바탕으로 제품 소개에 대한 부담감 없이 기존 렌탈판매와 충돌을 일으키지 않는 범위 내에서 향후 코디 조직의 효율적 활용방안 등도 다양하게 모색할 계획임을 밝혔다.

국내 방판 시장 구도와 관련해서는 아모레와 LG생활건강을 제외하고도 1천억원 대에 이르는 매출을 보이는 업체가 다수 있는데 이러한 중소형 업체의 점유율을 뺏아와 국내 3위로서의 입지를 확보하는 것은 힘들지 않을 것으로 보이며 해외투자자들 역시 이점에 대해 긍정적으로 평가하는 분위기였다.

투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

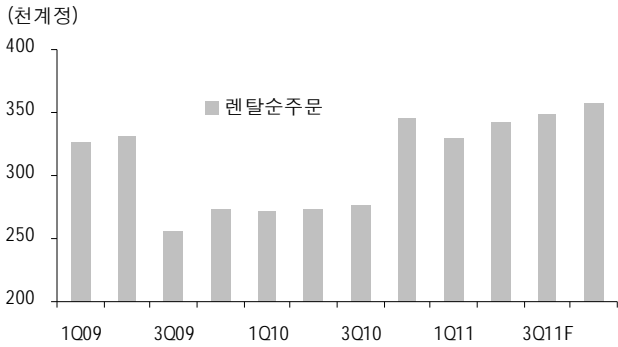
앞서 살펴본 내용 외에도 해외투자자들은 국내 투자자들보다 수출 시장 확대 가능성에 대해 높은 관심을 보였고 중국 화장품 사업, 수처리 사업 등 전반적인 사업 전체 현황을 확인했다. 전반적으로 상반기 실적에 대해 만족하며 하반기에도 이러한 추세가 이어지며 경기 불안시 안정적인 투자 대안이 될 수 있는 것으로 평가하는 분위기였다.

웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 목표주가 58,000원을 유지한다. 2011년에는 두 자리수의 높은 매출 성장에도 신사업과 회계변경 영향으로 수익성이 둔화된 것처럼 보이나 2012년부터는 탑라인과 이익 모두 높은 성장이 예상된다. 2011년 160~170억 원의 적자가 계상되는 화장품 사업이 2012년 흑자로 전환되고 2012년부터는 판매수수료 인식 완료 계정이 점차 증가해 판매수수료율 부담도 완화되며 2012년 영업이익률은 15.6%를 기록할 것으로 전망된다.

동사의 목표주가는 영구성장률 2%, WACC 8.3%를 통해 산출한 DCF 영업가치에 웅진케미칼과 중국법인 가치를 합산해 산정되었다.

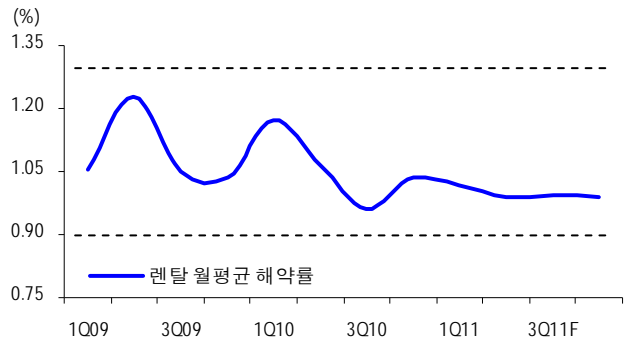
동사는 IFRS 개별 기준 실적을 발표하고 있어 지분법 손익이 누락되어 있는데 중국법인 및 웅진케미칼 실적 호조에 따른 당사 추정 지분법 손익을 반영한 목표주가는 12개월 Forward 기준 PER 20.7배 수준이다.

분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



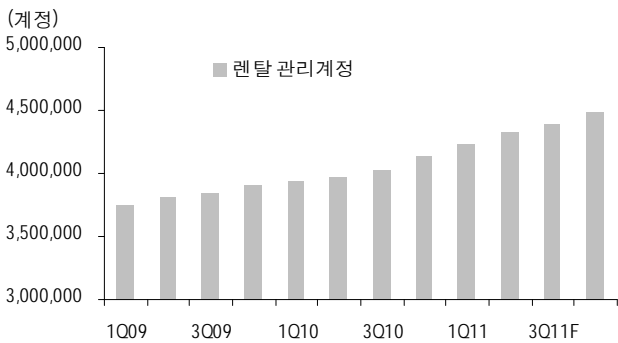
자료: 회사자료, 신한금융투자

렌탈 해약을 추이 및 전망



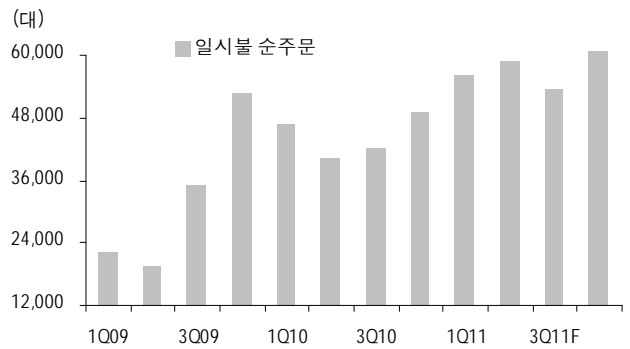
자료: 회사자료, 신한금융투자

렌탈 관리계정 추이 및 전망



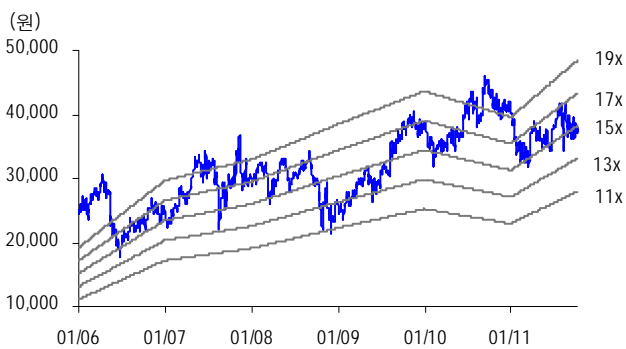
자료: 회사자료, 신한금융투자

일시불 순주문 추이 및 전망



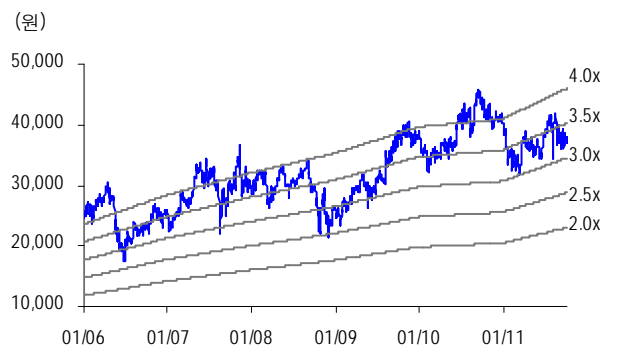
자료: 회사자료, 신한금융투자

웅진코웨이 PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자
 주: 2011년부터 지분법 손익 제외된 수치임에 유의

웅진코웨이 PBR 밴드차트



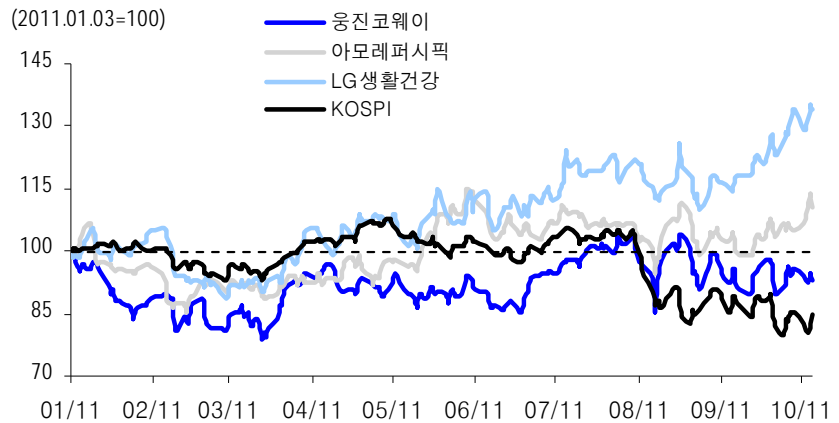
자료: QuantiWise, 신한금융투자
 주: 2011년부터 지분법 손익 제외된 수치임에 유의

웅진코웨이 분기 및 연간 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2010	2011F	2012F	2013F
매출	365.4	365.3	378.0	403.2	399.8	435.9	426.3	440.6	1,519.1	1,702.5	1,866.4	2,006.9
매출총이익	241.8	245.9	253.3	278.7	274.3	294.6	291.2	299.6	1,025.1	1,159.7	1,285.3	1,388.0
영업이익	69.2	71.3	57.1	53.7	56.5	61.8	59.6	62.4	228.8	240.2	291.6	327.9
순이익	51.5	59.2	45.2	43.0	38.8	42.1	38.2	41.7	177.0	160.7	207.1	237.8
YoY, %	7.0	6.2	6.4	8.6	9.4	19.3	12.8	9.3	7.6	12.1	9.6	7.5
	5.5	6.2	4.7	11.9	13.4	19.8	15.0	7.5	7.7	13.1	10.8	8.0
	41.9	46.7	14.7	(5.9)	(18.4)	(13.3)	4.4	16.1	12.0	5.0	21.4	12.4
	38.8	52.5	22.1	6.6	(24.7)	(28.9)	(15.5)	(3.0)	15.5	(9.2)	28.9	14.8
매출총이익률	66.2	67.3	67.0	69.1	68.6	67.6	68.3	68.0	67.5	68.1	68.9	69.2
영업이익률	18.9	19.5	15.1	13.3	14.1	14.2	14.0	14.2	15.1	14.1	15.6	16.3
순이익률	14.1	16.2	12.0	10.7	9.7	9.7	9.0	9.5	11.7	9.4	11.1	11.8

자료: 회사자료, 신한금융투자

웅진코웨이 및 PEER 그룹 연초 이후 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

웅진코웨이 목표주가 산정 방법

		2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Total firm value	E=d+e	4,347					
영업이익	a	240	292	328	360	388	419
유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실	b	197	213	223	231	238	246
EBITDA	a+b	438	504	551	591	626	665
유효세율(%)		24	24	24	24	24	24
EBITDA*(1-t)	A	334	385	421	452	479	508
(유무형자산감가상각비)*t	B	47	50	53	55	56	58
순운전자본 증가(감소)	C	34	22	20	17	14	12
CAPEX	D	245	217	217	215	216	216
FCFF	A+B-C-D	103	196	237	274	304	338
Discount factor		0.98	0.84	0.77	0.71	0.66	0.61
PV of FCFF		101	164	183	195	200	205
Total PV of FCFF(2016년까지)	d	1,048					
Terminal value of end of 2016		5,436	연구성장률	2.0%			
NPV of terminal value	e	3,299	WACC	8.3%			
투자자산 가치	F=h+i	300					
웅진케미칼	h	183	시가				
중국법인	i	117	2011년 예상 순이익에 PER 15.0X 적용				
Total value of equity	G=E+F-j+k+l	4,290					
총차입금	j	420					
현금 및 현금성자산	k	59					
매도가능증권+만기보유증권	l	4					
총발행주식수 (천주)	m	77,125					
자기주식수 (천주)	n	2,990					
주당 가치 (원)	H=G/(m-n)	57,874					
목표 주가 (원)		58,000					
현주가		37,250	2011-10-07				
상승여력(%)		55.7					
12개월 Forward 예상 EPS (원)		2,545			지분법 손익 제외		
적정주가 Implied PER (배)		22.8					
12개월 Forward 예상 EPS (원)		2,802			당사 추정 예상 지분법 손익 포함		
적정주가 Implied PER (배)		20.7					

자료: 신한금융투자

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
자산총계	1,270.7	1,439.5	1,572.4	1,655.7	1,798.1
유동자산	509.5	578.8	627.8	666.7	775.3
현금및현금성자산	63.7	56.3	58.7	54.1	122.9
매출채권	194.6	207.3	232.3	254.6	273.8
재고자산	54.6	73.2	82.0	89.9	96.7
기타	196.6	242.0	254.8	268.1	281.8
비유동자산	761.2	860.7	944.6	989.0	1,022.8
유형자산	418.2	454.2	537.0	582.5	617.3
무형자산	141.1	133.6	129.4	127.0	124.6
지분관련투자자산	128.6	197.1	197.1	197.1	197.1
기타	73.4	75.9	81.2	82.4	83.8
부채총계	590.0	674.7	783.6	739.4	733.0
유동부채	541.8	441.0	517.6	502.6	598.2
매입채무	29.2	38.3	42.1	45.1	48.0
단기부채	239.7	104.5	168.2	132.1	207.7
기타	272.8	298.2	307.3	325.5	342.5
비유동부채	48.2	233.8	266.0	236.8	134.8
장기부채	30.0	220.0	251.5	221.5	120.0
종업원급여충당부채	11.3	6.7	7.1	7.4	7.8
기타	6.9	7.0	7.4	7.9	7.0
자본총계	680.7	764.8	788.9	916.3	1,065.1
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
이익잉여금	529.6	579.8	660.6	788.0	936.8
기타	110.4	144.3	87.6	87.6	87.6
지배주주지분	680.7	764.8	788.9	916.3	1,065.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총차입금	269.7	324.5	419.7	353.6	327.7
순차입금(순현금)	200.5	264.3	357.0	295.3	200.3

개별현금흐름보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	311.7	313.8	439.8	249.5	388.2
당기순이익	153.3	177.0	160.7	207.1	237.8
유형자산감가상각비	128.2	131.6	144.0	157.4	167.6
기타무형자산상각비	19.9	22.2	8.2	7.1	6.6
외화환산손실(이익)	3.8	(0.2)	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
자산손상차손(환입)	(0.5)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법관련손실(이익)	(13.9)	(22.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(48.9)	(70.6)	1.0	(86.4)	(47.2)
법인세납부(-)	0.0	0.0	(49.6)	(64.0)	(73.5)
기타	69.4	75.9	175.4	28.3	96.8
투자활동으로인한현금흐름	(276.1)	(296.4)	(239.8)	(222.5)	(225.3)
금융자산의 감소(증가)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(1.0)	(63.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(204.1)	(211.9)	(226.8)	(202.8)	(202.4)
무형자산의 감소(증가)	(6.2)	(9.8)	(4.0)	(4.6)	(4.3)
기타	(64.8)	(10.6)	(9.0)	(15.0)	(18.6)
FCF	35.5	17.4	200.0	27.0	162.9
재무활동으로인한현금흐름	(52.3)	(20.4)	(197.7)	(22.9)	(94.0)
차입금의 증가(감소)	(18.6)	104.5	(95.3)	66.1	25.9
배당금지급(-)	(64.8)	(76.8)	(79.7)	(89.0)	(103.8)
자기주식의 처분(취득)	(38.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	70.0	(48.1)	(22.7)	0.0	(16.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금및현금성자산의증가	(12.4)	(7.4)	2.3	(4.6)	68.9
기초현금및현금성자산	76.1	63.7	56.3	58.7	54.1
기말현금및현금성자산	63.7	56.3	58.7	54.1	122.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	1,411.9	1,519.1	1,702.5	1,866.4	2,006.9
증가율 (%)	7.4	7.6	12.1	9.6	7.5
매출원가	460.2	494.1	542.9	581.0	618.9
매출총이익	951.8	1,025.1	1,159.7	1,285.3	1,388.0
매출총이익률 (%)	67.4	67.5	68.1	68.9	69.2
영업비용	747.5	796.3	919.4	993.7	1,060.2
연구개발비	7.4	6.3	8.2	8.8	10.0
판매비와관리비	747.5	796.3	873.0	945.7	1,011.6
기타수익	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
기타비용	0.0	0.0	46.7	48.2	48.8
영업이익	204.3	228.8	240.2	291.6	327.9
증가율 (%)	7.4	12.0	5.0	21.4	12.4
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.1	15.6	16.3
이자수익	3.1	3.5	3.4	2.6	3.9
이자비용	12.5	17.6	26.1	22.7	20.0
지분법이익(손실)	13.9	22.1	0.0	0.0	0.0
기타	(6.0)	(0.3)	(7.2)	(0.4)	(0.5)
세전계속사업이익	202.7	236.5	210.3	271.1	311.3
법인세비용	49.4	59.5	49.6	64.0	73.5
유효세율 (%)	24.4	25.1	23.6	23.6	23.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익(지배주주)	153.3	177.0	160.7	207.1	237.8
증가율 (%)	18.8	15.5	(9.2)	28.9	14.8
EBITDA	352.4	382.6	392.4	456.0	502.1
증가율 (%)	6.3	8.6	2.6	16.2	10.1
수정영업이익	204.3	228.8	286.7	339.6	376.4
수정세전순이익	203.8	236.5	214.9	271.1	311.3
수정순이익(지배주주)	154.1	177.0	164.2	207.1	237.8

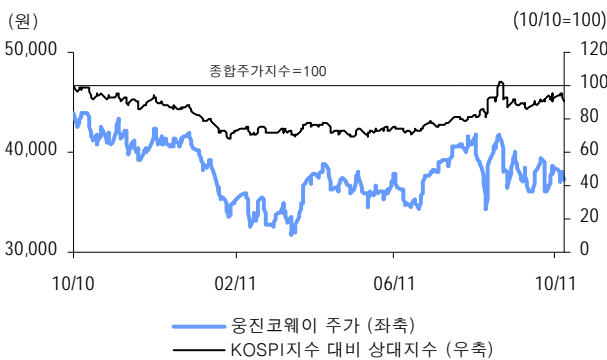
개별주요투자지표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	2,023	2,296	2,084	2,685	3,083
Adj. EPS (원)	2,034	2,296	2,129	2,685	3,083
BPS (원)	8,826	9,916	10,228	11,880	13,810
CFPS (원)	4,760	4,984	6,332	5,184	6,597
DPS (원)	1,010	1,050	1,075	1,200	1,400
PER (배)	15.9	17.0	17.9	13.9	12.1
Adj. PER (배)	15.8	17.0	17.5	13.9	12.1
PBR (배)	3.6	3.9	3.6	3.1	2.7
PCR (배)	11.2	13.6	13.0	13.0	13.0
EV/EBITDA (배)	7.5	8.6	8.2	6.9	6.1
EV/EBIT (배)	12.9	14.3	13.4	10.9	9.4
배당수익률 (%)	3.1	2.7	2.9	3.2	3.8
수익성					
EBITDA이익률 (%)	25.0	25.2	23.0	24.4	25.0
영업이익률 (%)	14.5	15.1	14.1	15.6	16.3
순이익률 (%)	10.9	11.7	9.4	11.1	11.8
ROA (%)	13.1	13.1	10.7	12.8	13.8
ROE (%)	24.0	24.5	20.7	24.3	24.0
ROIC (%)	23.0	21.5	20.6	22.6	24.0
안정성					
부채비율 (%)	86.7	88.2	99.3	80.7	68.8
순부채비율 (%)	29.5	34.6	45.3	32.2	18.8
현금비율 (%)	11.8	12.8	11.3	10.8	20.6
이자보상배율 (배)	16.3	13.0	9.2	12.8	16.4
활동성					
운전자본회전률 (회)	11.7	9.5	8.6	8.2	8.1
재고자산회수기간(일)	14.6	15.4	16.6	16.8	17.0
매출채권회수기간(일)	44.5	48.3	47.1	47.6	48.1

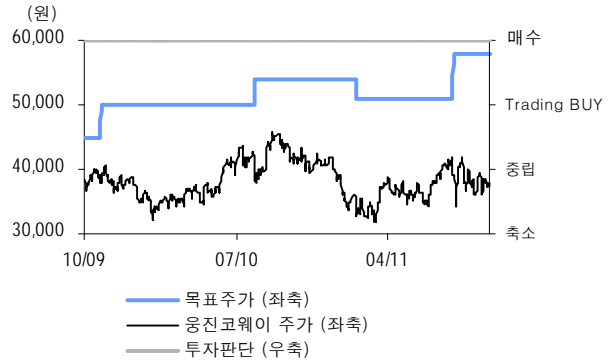
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2010년 실적은 K-GAAP, 2011년 이후 추정치는 IFRS 기준

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : +15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 당사는 상기회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.