

웅진코웨이 (021240)

BUY (유지)



유통 Analyst **이상구**
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **태윤선**
02-2003-2934 yoonsun.tae@hdsrc.com

시장의 관심은 영업외적인 요인에 있는 듯

- 시가총액은 환경가전 최소 영업가치 수준에 불과
- 4분기 실적, 예상대로 호조
- 2012년 영업이익 가이드스 15%yoy 제시

시가총액은 환경가전 최소 영업가치 수준에 불과

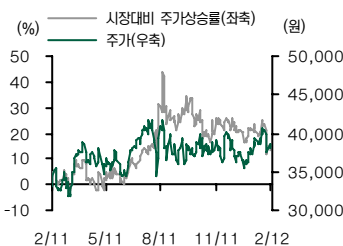
동사의 주가는 기업 매각 뉴스 이후 약세를 보이고 있다. 이는 1) 경영권에 대한 불확실성, 2) 사업부 분할에 대한 주주간 이해관계 충돌 그리고 3) 단기 영업활동 위축 우려가 작용한다.

현 시가총액 약 3조원은 환경가전사업부의 최소 영업가치 수준에 불과하여 저평가 국면에 있다. 주가 상승 촉매제는 브랜드 파워가 있는 인수 주체자 부각 여부이다. 주식가치 부담 (FY12F PER 14배)이 있지만 추가적인 주가 하락 시 투자 매력은 높아질 전망이다.

4분기 실적, 예상대로 호조

동사의 4분기 총매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 11%, 18% 증가하여 기대에 충족하는 호조를 보였다. 환경가전부분이 판매 호조 및 해약률 안정(4분기말 1.1% ← 3분기말 0.89%)으로 수익성이 호조를 보였던 것으로 추정된다. 반면 신규 화장품사업은 2011년 연간기준 매출 682억원, 영업적자 193억원을 보여 적자 폭이 예상을 하회하였다.

주가(2/15)	38,100원
적정주가	50,000원
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자의견	Overweight
시가총액	2.9조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유동주식비율	61.1%
KOSPI 지수	2025.32
KOSDAQ 지수	537.86
60일 평균 거래량	172,067주
60일 평균 거래대금	66억원
외국인보유비중	51.8%
수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	10.3%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	8.2%
52주 최고/최저가 (보통주)	41,800원 31,700원
베타(12M, 일간수익률)	0.5
주요주주	웅진홀딩스 등 31.0%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	0.3% 0.9% -2.7%
상대	-6.1% -4.1% -12.8%



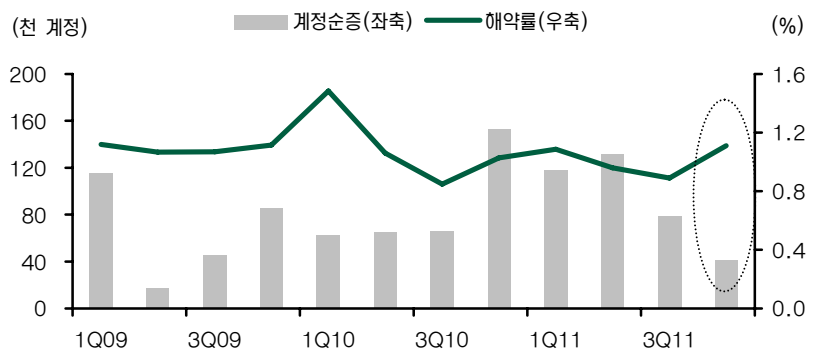
결산기말	12/09A	12/10A	12/11P	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,411.9	1,519.1	1,709.9	1,890.3	2,067.0
영업이익 (십억원)	204.3	228.8	242.5	272.1	302.7
순이익 (십억원)	153.3	177.0	177.1	206.7	231.4
자배기업순이익 (십억원)	153.3	177.0	177.1	206.7	231.4
EPS (원)	2,023	2,294	2,324	2,749	3,077
수정EPS (원)	2,023	2,294	2,324	2,749	3,077
PER* (배)	20.2 - 11.3	20.0 - 13.6	18.4 - 13.4	13.9	12.4
PBR (배)	4.4	4.1	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (배)	9.0	8.8	7.0	6.7	6.2
배당수익률 (%)	2.6	2.6	3.1	3.1	3.3
ROE (%)	24.0	24.5	20.5	22.4	22.0
ROIC (%)	22.5	22.1	19.9	20.5	21.1

그림 1> 4분기 실적 기대치 총족

(십억원)	4Q11P	%YoY	%QoQ	4Q10	3Q11	당사추정치	차이(%)
매출액	444.0	11.3	3.2	398.8	430.1	439.3	1.1
영업이익	62.8	18.1	2.3	53.2	61.4	60.3	4.2
세전이익	55.2	10.9	(14.5)	49.8	64.6	60.0	(8.0)
순이익	47.1	28.6	(4.2)	36.6	49.2	44.8	5.2

자료: 웅진코웨이, 현대증권

그림 2> 4분기는 장기 가입자 해약 유도 영향 있는 듯



참고: 해약률은 분기말 기준

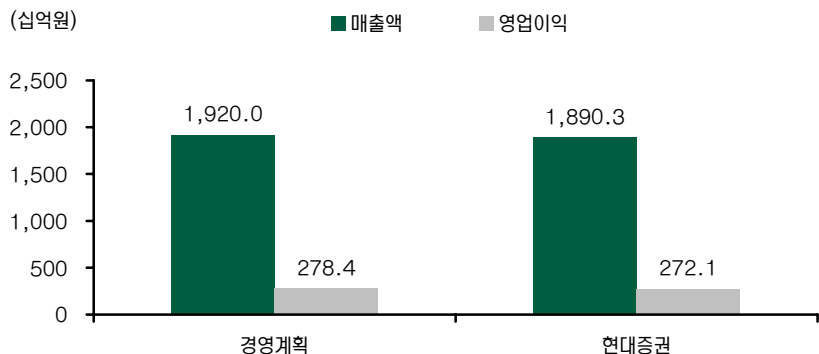
자료: 웅진코웨이, 현대증권

**2012년 영업이익 가이던스
15%yoy 제시**

2012년 회사 가이던스는 매출 1,920억원(12%yoy)과 영업이익 2,784억원(15%yoy)이다. 주요 변수는 화장품사업 손익 전망이다. 동사는 화장품부문이 하반기 BEP를 통과하며 흑자 전환을 계획하고 있다. 채널 다각화와 광고 및 판촉비용 절감을 통해 수익 구조가 개선될 것으로 보고 있다.

동 계획이 이루어진다면 영업이익 16% 증가는 환경가전부분의 이익률을 감안할 때 가능할 전망이다. 당사에서는 보수적인 관점에서 화장품부문의 적자가 80억원 정도 지속될 것으로 보고 영업이익 증가율을 12%로 예상한다.

그림 3> 2012년 영업호조 예상되나 국내 화장품사업이 관건



자료: 웅진코웨이, 현대증권

- 응진코웨이: 작성자는 응진코웨이의 비용으로 중국현지법인에 방문한 사실이 있음을 고지합니다. 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함
- 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

