

실적 턴어라운드 본격화

11년 4Q 시장컨센서스 상회하는 양호한 실적

4분기 K-IFRS 개별기준 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 11.3%, 18.1% 성장한 4,440억원과 628억원으로 시장컨센서스(매출 4,390억원, 영업이익 600억원)를 소폭 상회하는 양호한 실적을 기록하였다. 2011년 연간 36.9만 계정 순증 효과가 가시화되면서 렌탈과 멤버십 매출이 각각 yoy 10%, yoy 7% 성장하였고, 중국 필립스 OEM물량 증가 등에 따른 수출이 67% 큰 폭 증가하면서 화장품 부문의 부진을 상쇄했다. 화장품 부문의 적자폭 축소와 렌탈 순증효과 가시화로 영업이익률은 14.1%(yoy 0.8%p)까지 개선되었다.

1분기 실적모멘텀 확대 예상

이러한 실적모멘텀은 2012년 1분기 더욱 확대될 전망이다. 1) 2007년 이후 최고치를 기록한 지난해 계정 순증 효과가 렌탈비즈니스의 특성상 2012년에 본격화될 전망이며, 2) 화장품 부문 정상화에 따른 영업손실 축소, 3) 전년도 IFRS 회계변경에 따른 렌탈 판매수수료 조기반영에 따른 비용부담의 점진적 완화 때문이다. 이에 따라 1분기 영업이익은 yoy 20%를 상회하는 강한 이익모멘텀이 예상되며, 대부분 내수업체들이 1분기까지 실적모멘텀이 둔화된다는 점을 감안하면 렌탈 비즈니스의 높은 안정성과 실적가시성, 동사의 차별적 기업경쟁력을 단적으로 보여주는 시기가 될 전망이다.

M&A에 대한 불안감 과도

지난 2월 6일 지주사인 웅진홀딩스는 그룹의 재무건전성 확보를 위해 동사에 대한 31% 지분(경영권 포함)을 매각한다고 발표했다. 화장품과 수처리, 웅진케미칼 등 기타사업부문과 자회사는 매각 대상에서 제외될 수 있으며, 3월까지 우선 인수대상자를 선정하고 6월까지 매각을 마무리한다는 계획이다. 주지하다시피 동사의 핵심 기업가치는 340만 가구를 커버하는 1.3만의 코디 네트워크를 기반한 막강한 영업력이다. 따라서, 이들 조직의 동요만 없다면 M&A가 동사 펀더멘탈에 미치는 영향은 제한적이다. 오히려, 그동안 주가 상승의 제한요소로 작용해 왔던 그룹 리스크가 해소되고, 신규사업(화장품, 수처리 등 매각 제외시)에 대한 불확실성 해소와 적자사업 분리로 수익성 개선(현재 14% →16%까지 상승 가능)이 가능하다는 측면에서 긍정적이다.

Financial Data

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	1,519.1	1,709.9	1,892.8	2,080.9	2,260.3
영업이익	십억원	228.8	242.5	275.2	305.3	330.9
세전이익	십억원	236.5	225.4	252.5	286.9	316.8
순이익	십억원	160.5	177.1	197.0	223.8	247.1
EPS	원	2,081	2,296	2,554	2,902	3,204
증감율	%	10.4	10.4	11.2	13.6	10.4
PER	배	17.6	16.6	14.9	13.1	11.9
PBR	배	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	배	7.6	7.6	6.8	6.0	5.4
ROE	%	23.9	21.7	21.3	21.2	20.4
BPS	원	9,946	11,205	12,750	14,643	16,837
Net DER	%	36.0	29.9	23.5	16.3	8.2

자료: 하나대투증권

Initiate

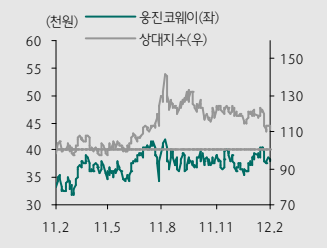
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,025.32		
52주최고/최저(원)	41,800/31,700		
시가총액(십억원)	2,946.1		
시가총액비중(%)	0.25		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	173.0		
60일 평균거래대금(십억원)	6.6		
11년 배당금(원)	1,050		
12년 배당금(예상.원)	1,050		
외국인 지분율(%)	51.85		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.9	(6.6)	15.1
상대	(7.1)	(14.4)	13.3

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	1,861.5	2,019.5
영업이익(십억원)	276.6	307.1
순이익(십억원)	219.6	249.3
EPS(원)	2,880	3,267
BPS(원)	12,230	14,163

Stock Price



Analyst 박종대

☎ 02-3771-8544

✉ forsword@hanaw.com

목표주가 4.6만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

동사에 대한 목표주가 4.6만원과 투자 의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가 4.6만원은 12MF PER 15.8배로 2012년과 13년 EPS에 각각 16배와 15배의 PER을 적용한 후 시간에 대해 가중평균한 값이다. 1) 국내외 환경가전 시장의 지속적인 수요 확대, 2) 국내 환경가전 렌탈 50% 이상의 높은 MS로 안정적 성장 및 높은 현금창출 능력이 돋보이며, 3) 340만 가구를 커버하는 막강한 영업력을 기반으로 MD/OEM 형식의 다양한 가전/가정용품 아이템 개발과 4) 높은 기술력을 기반으로 한 해외수출 등 해외시장 개척이 추가적인 성장동력으로 작용할 전망이다. 올해 동사의 K-IFRS 개별 기준 매출과 영업이익은 각각 전년대비 10.7%, 13.5% 성장한 1조 8,930억원과 2,750억원이 가능할 전망이다. 현재 주가 38,100원은 12MF PER 기준 13배로 역사적 밸류에이션 저점에 있으며, 실적모멘텀 확대와 M&A로 인한 경영권 프리미엄 감안시 주가 상승여력은 충분한 상황이다. 참고로, 동사의 M&A 가치는 3.8조원(주당 5만원) 수준이 가능할 전망이다(표4 참조). 화장품사업부문(중국법인 포함)과 수처리, 웅진케미칼 제외하고(이때 각 사업부문과 자회사는 순자산액과 현재 시가총액 기준으로 웅진홀딩스에 양도/매각 가정), 렌탈사업부문에 경영권 프리미엄으로 적정 밸류에이션에 PER 3배를 추가하여 12MF PER 18배를 적용한 수치다.

표 1. 11년 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q11P		3Q11		4Q10		Market Consensus	
	실적	실적	증가율 (QoQ)	실적	증가율 (YoY)	실적	오차율	
실적(십억원)								
매출액	444	430	3.2	399	11.3	439	1.1	
영업이익	63	61	2.2	53	18.1	60	4.2	
세전이익	55	65	-14.5	50	10.9	60	-7.9	
순이익	47	49	-4.2	37	28.6	49	-4.6	
수익성(%)								
영업이익률	14.1	14.3		13.3		13.7		
세전이익률	12.4	15.0		12.5		13.7		
순이익률	10.6	11.4		9.2		11.2		

자료: Fnguide, 하나대투증권

표 2. 웅진코웨이 분기실적 전망

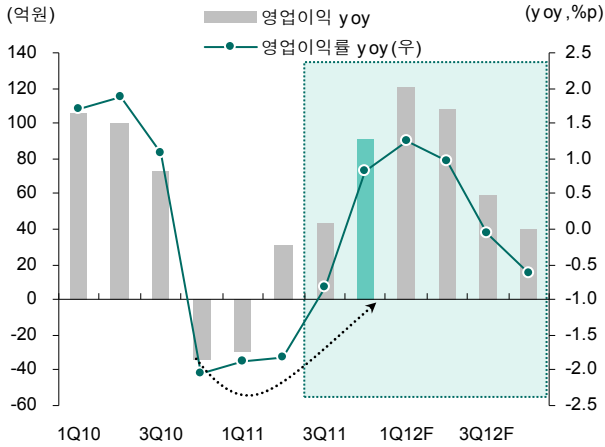
(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011년	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2012년
매출	400	436	430	444	1,710	446	480	473	494	1,893
렌탈	288	300	306	313	1,206	317	324	331	343	1,315
멤버십	39	40	41	41	161	42	42	43	44	171
일시불판매	32	39	36	32	138	38	46	43	38	165
화장품	17	18	18	15	68	21	21	21	18	82
수출	18	23	25	32	98	22	27	29	39	118
수처리 기타	5	17	6	11	38	6	18	6	12	41
영업이익	56	62	61	63	242	68	73	67	67	275
세전이익	50	55	65	55	225	63	67	62	61	253
순이익	39	42	49	47	177	49	52	49	47	197
영업이익률(%)	14.1	14.2	14.3	14.1	14.2	15.4	15.1	14.2	13.5	14.5
세전이익률(%)	12.6	12.6	15.0	12.4	13.2	14.1	14.0	13.1	12.3	13.3
순이익률(%)	9.7	9.7	11.4	10.6	10.4	11.0	10.9	10.2	9.6	10.4

주: K-IFRS 별도기준

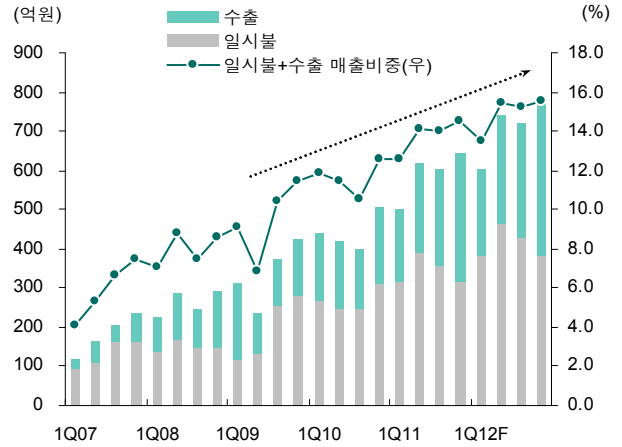
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 2010년 4분기를 저점으로 실적턴어라운드 지속. 2012년 1분기 이익모멘텀 더욱 확대될 전망



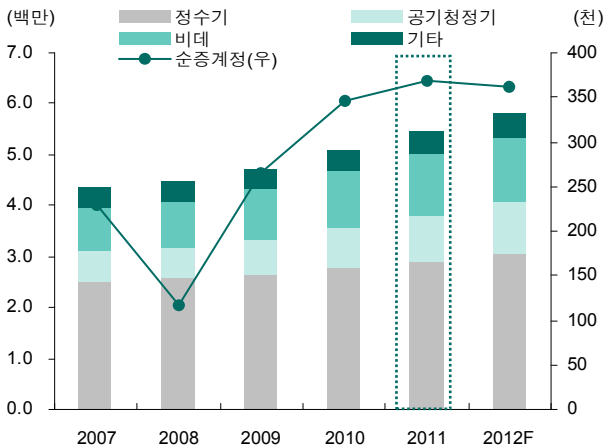
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 국내 렌탈사업부문을 캐시카우로 중국/동남아 OEM수출과 국내 340만 가구를 커버하는 막강한 영업력을 기반으로 한 MD 등 일시불 판매가 향후 추가 성장동력으로 작용할 전망



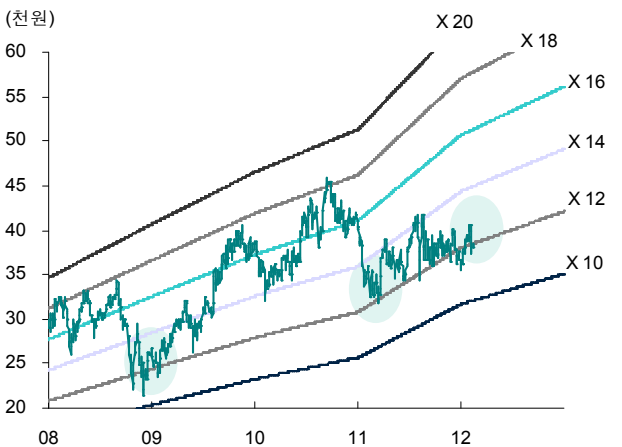
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 3. 2011년 순증계정수는 36.9만으로 2007년 이후 최고치를 기록했으며 렌탈비즈니스의 특성상 이에 따른 실적모멘텀은 2012년에 본격화될 전망



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 4. 현재 주가는 12MF PER 기준 13배로 역사적 밸류에이션 저점에 있으며, 실적모멘텀 확대와 M&A로 인한 경영권 프리미엄 감안시 추가 상승여력은 충분한 상황



자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 3. 웅진코웨이 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
매출	1,519	1,710	1,893	2,081	2,260	2,440
렌탈	1,106	1,206	1,315	1,426	1,534	1,642
멤버십	148	161	171	183	193	204
일시불판매	107	138	165	194	221	246
화장품	23	68	82	94	101	106
수출	69	98	118	140	165	193
수처리 기타	22	38	41	44	47	49
영업이익	229	242	275	305	331	354
세전이익	237	225	253	287	317	344
순이익	177	177	197	224	247	268
수정순익(연결기준)	177	185	220	251	279	303
적정시가총액	28,327	29,532	35,171	37,672	39,054	39,355
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	36,729	38,291	45,602	48,845	50,638	51,027
적정PER	16.0	16.0	16.0	15.0	14.0	13.0
EPS(원)	2,296	2,393	2,850	3,256	3,617	3,925
영업이익률(%)	15.1	14.2	14.5	14.7	14.6	14.5
매출 (YoY,%)	7.6	12.6	10.7	9.9	8.6	7.9
영업이익 (YoY,%)	12.0	6.0	13.5	10.9	8.4	6.9
순이익 (YoY,%)	15.5	0.0	11.2	13.6	10.4	8.5

주: K-IFRS 별도기준, 단 수정순익은 자회사 실적 포함
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 4. 웅진코웨이 M&A 기업가치 산출

(단위: 십억원)

구분	2012F	2013F	비고	지분율(%)
렌탈부문영업가치(A)	3,548	3,994		
세전이익	260	293	전사업부문-(화장품+수처리)	
법인세율	24.2%	24.2%		
수정당기순익	197	222		
적정PER	18.0	18.0	적정 PER 18배(경영권 Pre. +PER 3배)	
자회사가치(B)	199	199		
중국법인	27	27	영업가치 제외한 순자산가액	100
웅진케미칼	172	172	시가총액 80% 반영	45.24
현재시가총액	475	475		
적정시가총액(A+B)	3,748	4,193		
발행주식수(천주)	77,125	77,125		
적정주가 I (원)	48,590	54,370		
적정주가 II (원)	49,553		연도별 시간 가중치 적용	

주: K-IFRS 별도기준이며, 화장품/수처리/웅진케미칼을 제외할 경우 가정
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

추정 재무제표 (K-IFRS, 별도기준)

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,519.1	1,709.9	1,892.8	2,080.9	2,260.3
매출원가	494.1	549.5	618.7	687.7	756.4
매출총이익	1,025.1	1,160.4	1,274.1	1,393.2	1,503.9
판매비	796.3	883.2	961.8	1,047.2	1,128.7
조정영업이익	228.8	277.2	312.3	346.0	375.2
기타영업손익	0.0	(34.7)	(37.0)	(40.8)	(44.3)
영업이익	228.8	242.5	275.2	305.3	330.9
금융손익	(14.1)	(24.3)	(24.3)	(19.3)	(14.9)
중속/판계기업손익	22.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	7.2	1.6	1.0	0.8
세전이익	236.5	225.4	252.5	286.9	316.8
법인세	59.5	48.2	55.6	63.1	69.7
계속사업이익	177.0	177.1	197.0	223.8	247.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	177.0	177.1	197.0	223.8	247.1
포괄이익	177.0	177.1	197.0	223.8	247.1
(지분법제외)순이익	160.5	177.1	197.0	223.8	247.1
NOPAT	192.0	200.6	221.0	244.7	265.5
EBITDA	404.4	419.9	468.8	521.2	567.9
성장성(%)					
매출액증가율	7.6	12.6	10.7	9.9	8.6
EBITDA증가율	11.9	3.8	11.6	11.2	9.0
(조정)영업이익증가율	12.0	21.1	12.7	10.8	8.5
(지분법제외)순이익증가율	12.4	10.4	11.2	13.6	10.4
(지분법제외)EPS증가율	10.4	10.4	11.2	13.6	10.4
수익성(%)					
매출총이익률	67.5	67.9	67.3	67.0	66.5
EBITDA이익률	26.6	24.6	24.8	25.0	25.1
(조정)영업이익률	15.1	16.2	16.5	16.6	16.6
계속사업이익률	11.7	10.4	10.4	10.8	10.9

투자지표

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,081	2,296	2,554	2,902	3,204
BPS	9,946	11,205	12,750	14,643	16,837
CFPS	3,875	4,140	4,818	5,553	6,249
EBITDAPS	5,243	5,444	6,078	6,757	7,363
SPS	19,697	22,170	24,542	26,981	29,307
DPS	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
주가지표(배)					
PER	17.6	16.6	14.9	13.1	11.9
PBR	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3
PCFR	9.4	9.2	7.9	6.9	6.1
EV/EBITDA	7.6	7.6	6.8	6.0	5.4
PSR	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
재무비율(%)					
ROE	23.9	21.7	21.3	21.2	20.4
ROA	13.4	12.2	12.0	12.0	11.6
ROIC	20.5	19.3	19.6	20.0	20.1
부채비율	86.1	84.6	83.7	81.7	80.0
순부채비율	36.0	29.9	23.5	16.3	8.2
이자보상배율(배)	13.0	11.9	11.9	11.5	10.7

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	9.9	8.7	8.6	14.1	13.1
Emerging Market	10.7	9.7	9.6	10.0	9.6
World	12.5	11.3	11.2	9.1	10.3

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	438.8	541.1	667.8	822.4	1,021.7
금융자산	57.4	112.8	192.1	298.3	451.1
현금성자산	56.4	63.5	70.3	77.3	84.0
매출채권	222.8	250.8	277.6	305.2	331.5
재고자산	73.2	81.4	91.7	101.9	112.1
기타유동자산	85.4	96.1	106.4	117.0	127.1
비유동자산	925.3	991.3	1,076.6	1,168.3	1,254.8
투자자산	195.4	195.4	195.4	195.4	195.4
금융자산	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
유형자산	441.6	516.3	592.5	670.8	741.9
무형자산	154.0	145.2	142.2	143.2	146.8
기타비유동자산	134.4	134.4	146.4	158.8	170.7
자산총계	1,364.1	1,532.3	1,744.4	1,990.7	2,276.5
유동부채	384.3	460.0	492.0	533.0	586.9
금융부채	104.5	151.3	147.5	152.7	171.0
매입채무	182.1	202.5	228.0	253.4	278.7
기타유동부채	97.8	106.2	116.6	126.9	137.2
비유동부채	246.8	242.2	303.0	362.4	425.1
금융부채	219.8	212.8	270.7	327.2	386.9
기타비유동부채	27.0	29.4	32.3	35.2	38.2
부채총계	631.1	702.1	795.0	895.4	1,012.0
지배주주지분	733.0	830.2	949.3	1,095.3	1,264.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6
자본조정	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	590.8	688.0	807.1	953.1	1,122.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	733.0	830.2	949.3	1,095.3	1,264.6
순금융부채	263.8	248.2	223.0	178.4	103.7

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	313.8	342.8	395.6	449.2	500.4
당기순이익	160.5	177.1	197.0	223.8	247.1
조정	207.3	272.8	307.7	343.9	376.1
감가상각비	153.8	170.2	192.0	214.9	236.1
외환거래손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(22.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	75.9	102.6	115.7	129.0	139.9
자산/부채의 변동	(70.6)	(43.1)	(38.6)	(42.1)	(42.6)
투자활동현금흐름	(296.4)	(297.4)	(367.5)	(428.4)	(496.3)
투자자산감소(증가)	(68.5)	(48.3)	(72.5)	(99.2)	(146.1)
유형자산감소(증가)	(211.9)	(223.9)	(247.7)	(272.6)	(286.0)
기타투자활동	(16.1)	(25.2)	(47.3)	(56.6)	(64.2)
재무활동현금흐름	(20.4)	(38.2)	(21.3)	(13.8)	2.6
금융부채증가(감소)	54.5	39.8	54.1	61.6	78.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.9	1.9	2.4	2.4	2.4
배당지급	(76.8)	(79.9)	(77.8)	(77.8)	(77.8)
현금의 증감	(7.4)	7.2	6.8	7.0	6.7
Unlevered CFO	298.8	319.3	371.6	428.3	482.0
Free Cash Flow	74.3	119.0	127.1	143.3	171.0

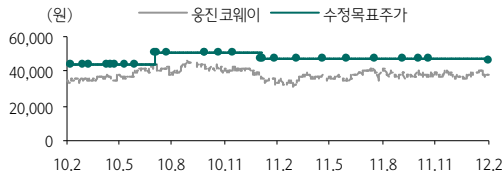
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2011	2012	12M Fwd	2011	2012
Korea	11.6	9.9	9.8	(47.3)	17.1
Emerging Market	17.3	14.8	13.1	2.5	17.0
World	17.9	15.7	15.4	8.3	14.2

* MSCI Retailing Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이		
날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.2.16	BUY	46,000 원
애널리스트 변경		
11.11.4	BUY	47,000 원
11.10.17	BUY	47,000 원
11.9.21	BUY	47,000 원
11.8.4	BUY	47,000 원
11.6.14	BUY	47,000 원
11.5.4	BUY	47,000 원
11.3.22	BUY	47,000 원
11.2.10	BUY	47,000 원
11.1.20	BUY	47,000 원
11.1.19	BUY	47,000 원
10.11.30	BUY	51,000 원
10.11.5	BUY	51,000 원
10.10.13	BUY	51,000 원
10.10.12	BUY	51,000 원
10.8.9	BUY	51,000 원
10.7.20	BUY	51,000 원
10.7.19	BUY	51,000 원
10.6.14	BUY	44,000 원
10.5.27	BUY	44,000 원
10.5.9	BUY	44,000 원
10.5.3	BUY	44,000 원
10.4.25	BUY	44,000 원
10.3.27	BUY	44,000 원
10.3.16	BUY	44,000 원
10.2.21	BUY	44,000 원



투자 의견 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. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 2월 16일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2012년 2월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.