

매수(유지) / TP 50,000원

웅진코웨이 (021240)

기업브리프 | 유통/화장품

2012년 05월 08일

Analyst 안자영 ☎ 02 6915 5675 [jyahn@ibks.com]

호실적인 이상 무, 매각 불확실성 해소로 모멘텀 강화 전망

- 1분기 K-IFRS 개별 기준 매출액 11%(YoY) 증가, 영업이익 14%(YoY)
- 저마진의 장기 멤버십가격 인상으로 유도된 디마케팅에도 고객순증 5.4% 증가, 원가를 하락
- 매트리스 11년 10월 사업 시작, 12년 1분기 월평균 5천대 판매 관리계정 2만 도달, 렌탈 5대 상품군 안착
- 1분기 갑작스러운 매각 발표와 매각 조건 변동에 따른 일부 영업관련 불확실성 작용
- 2분기 신제품 본격화와 매각 불확실성 해소로 모멘텀 강화 전망, TP 5만원과 매수의견 유지

저마진의 장기 멤버십 탈퇴를 위한 디마케팅에도 1Q 고객순증 5.4%(YoY)

1Q 매출액 +11%(YoY)
 영업이익 14%(YoY)
 당사 전망치 부합

2011년 말 총
 545.2만 계정
 12.1Q 3.2만(5.4% YoY)

1분기 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 11% 증가, 14% 증가했다. 2012년 연초 웅진홀딩스의 웅진코웨이 매각 계획을 제시했다. 갑작스러운 매각계획과 매각 조건 변경 등의 영향에도 1분기 결과, 국내 환경가전의 꾸준한 계정순증을 기반으로 두 자리 수의 외형성장을 시현했다. 여기에 해외법인 매출액도 65%(YoY) 증가했는데 중국 필립스 ODM 판매 급증, 말레이시아 법인의 매출증가가 핵심 요인으로 작용했다. 한편 국내 및 중국 화장품 사업의 매출액은 전년대비 각각 -3%, 5%로 제한적인 결과를 보였지만 국내는 손실 폭 개선, 중국은 경기둔화 속에서도 조직개편과 안정화 작업 등의 비용통제를 고려할 경우 긍정적으로 판단된다.

표 1. 웅진코웨이 12.1Q K-IFRS 개별 실적

(단위: 억원 %)

웅진코웨이	11.1Q	11.4Q	12.1Q	QoQ	YoY	IBK	차이
매출액	3,998	4,440	4,424	-0.4	10.7	4,440	-0.4
렌탈관련	3,271	3,537	3,551	0.4	8.6	3,559	-0.2
일사불	318	319	327	2.5	2.8	320	2.2
화장품	174	153	168	9.8	-3.4	172	-2.3
수출	183	323	300	-7.1	63.9	305	-1.6
기타	51	108	78	-27.8	52.9	84	-7.1
매출총이익	2,744	2,936	2,970	1.2	8.2	2,953	0.6
영업이익	565	628	644	2.5	14.0	630	2.2
당기순이익	388	471	412	-12.5	6.2	415	-0.7
GPM	68.6	66.1	67.1	1.0p	-1.5p	66.5	0.6p
OPM	14.1	14.1	14.6	0.4p	0.4p	14.2	0.4p

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

Company Data	(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
현재가 (5/7)	36,550원	매출액	2,531	1,824	2,312	2,666	3,073
KOSPI (5/7)	1,989.15pt	영업이익	282	233	337	439	494
시가총액	2,819십억원	세전이익	252	218	323	387	458
발행주식수	77,125천주	당기순이익	211	167	248	296	350
액면가	500원	EPS(원)	2,301	2,166	2,969	3,359	3,971
52 주 최고가	41,800원	증가율(%)	14.0	-5.8	37.1	13.2	18.2
최저가	34,300원	영업이익률(%)	11.1	12.8	14.6	16.5	16.1
60 일		순이익률(%)	8.3	9.2	10.7	11.1	11.4
일평균거래대금	6십억원	ROE(%)	24.6	22.2	25.8	22.9	22.9
외국인 지분율	52.3%	PER	17.5	16.9	12.3	10.9	9.2
배당수익률		PBR	5.1	5.1	4.0	3.3	2.7
(배당수익률 (11.12 월))	2.9%	EV/EBITDA	7.8	8.3	3.9	4.9	4.1

자료: Company data, IFRS 연결기준, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1분기 체질 개선 속에서 수익성 개선

영업이익 14% 증가
11년 IFRS전환 의무사용기간 단축
1) 영업이익 일회성 비용, 베이스효과 작용
2)판관비율 2.2%p 하락

매출총이익과 영업이익은 각각 전년대비 8%, 14% 성장했다. 매출총이익은 1,2월 장기 멤버십 고객에 대한 적극적 디마케팅 실시로 계정유출에 기인하며 일시적으로 해약률이 상승하며 일시불 판매부문의 매출원가율이 상승했기 때문으로 판단된다. 일시불, 수출, 기타 부문의 매출원가 증가로 매출총이익률은 전년대비 1.5%p 하락이 불가피한 것으로 판단된다.

한편 영업이익은 외형성장률을 상회한 14%를 시현했는데

- 1) 2011년 IFRS 회계기준상 의무 사용기간을 기존 5년에서 2년으로 단축 반영하면서 연간 200억원의 적자 반영에 따른 베이스 효과가 작용했기 때문이며
- 2) 판관비율의 2.2%p하락 때문이다. 급여 및 판매수수료, 지급수수료 증가에도 국내 화장품광고비 감소(12억원)와 무형자산감가상각비 감소가 있었기 때문으로 파악된다.

2분기 전 사업군 신제품 판매 본격화, 성장 드라이브 강화

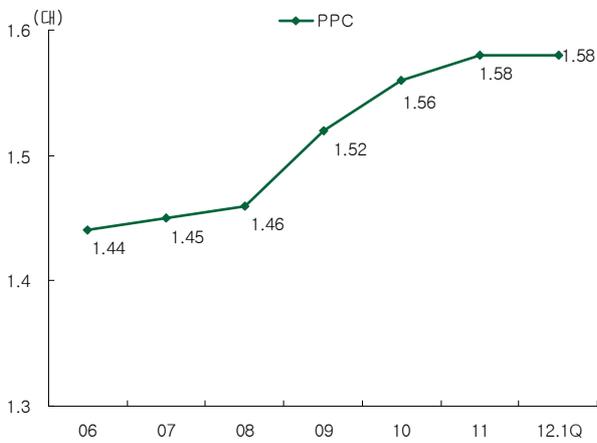
1분기 노후화된 기존 고객에
멤버십비용 인상, 계정유출 예상

1분기엔 렌탈 및 일시불 판매에 있어서 정수기, 청정기, 비데, 연수기 핵심 4가지 품목 모두에서 전년대비 판매대수가 감소했다. 주된 요인은 노후화된 기존 고객들에게 신규 상품 판매와 멤버십비용을 인상함에 따라 예상된 계정 유출이 일부 작용했기 때문이다.

사업 모델에 대한 제고 노력
지속적인 신규 렌탈 사업 확장
-매트리스 런칭 호조
-M/S 3위 바로 진입

그러나 4월부터 정수기(18cm 초소형 슬림 냉온정수기, 데스크탑 얼음정수기), 청정기(4월 제습청정기 9천대 완판), 화장품(국내 K라인 강화) 부문에서 신제품 판매가 강화되고 있어 2분기 이후 외형 성장은 두 자리 수를 충분히 상회할 것으로 추정된다. 여기에 매트리스가 사업 시작 6개월 만에 5대 렌탈 사업군으로 안착함에 따라 전사 계정 순증에도 직접적인 영향을 줄 것으로 전망된다. 현재 매트리스의 경우 브랜드 확대(기존 1개)와 관리전문인력 확충에 따라 사업 6개월 만에 2만 계정에 도달했으며 연간 5만대 이상의 판매가 추정되어, 1년 내에 10만 계정 도달이 충분할 전망이다.

그림 1. 중복구매율 지속적인 상승추세



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈제품 해약율 일시적 상승 - 12.1분기 디마케팅 강화



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

표 2. 웅진코웨이 IFRS 기준 개별 2012년 전망

(단위: 억원, %)

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q(P)	12.2QF	12.3QF	12.4QF	2011	2012F	YoY
매출액	3,998	4,359	4,301	4,440	4,424	4,650	4,991	5,429	17,142	19,494	13.7
렌탈	3,271	3,396	3,467	3,537	3,551	3,575	3,865	4,245	13,745	15,236	10.8
일사불	318	388	357	319	327	410	420	426	1,405	1,583	12.7
화장품	174	179	176	153	168	200	220	232	745	820	10.1
수출	183	229	245	323	300	320	335	400	874	1,355	55.0
기타	51	167	56	108	78	145	151	126	346	500	44.5
매출총이익	2,744	2,947	2,953	2,936	2,970	3,205	3,300	3,735	11,743	13,210	12.5
GPM	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.9	66.1	68.8	68.5	67.8	-0.7p
영업이익	571	618	614	628	644	670	710	771	2,378	2,795	17.5
OPM	14.3	14.2	14.3	14.1	14.6	14.4	14.2	14.2	13.9	14.3	0.5p

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

매각 불확실성 해소 임박, TP 5만원과 매수의견 유지

사업 모델에 대한 제고 노력
 지속적인 신규 렌탈 사업 확장
 - 매트리스 런칭 호조
 - M/S 3위 바로 진입

2012년 연초 웅진 홀딩스의 웅진코웨이 매각 계획을 제시했다. 갑작스러운 매각계획과 매각 조건 변경 등의 영향에도 1분기 결과, 국내 환경가전의 꾸준한 계정 순증을 기반으로 두 자리 수의 외형성장을 시현했다. 2분기 영업은 전사업 신제품 라인업에 따른 판매 본격화로 1분기 대비 성장성 확대가 추정되며, 매각 절차 또한 속도감 있게 진행되고 있어 주가 상승 모멘텀도 강화될 것으로 전망된다. 핵심 사업 성장성 확대와 신규 사업의 도약으로 2012년은 외형 성장뿐만 아니라 영업이익 개선은 두 자리 수 성장이 유지될 것이다. 하반기엔 그룹사 관련 리스크 해소와 사업 안정을 바탕으로한 영업 실적 개선에 근거 동사에 대한 기존 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계약회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 1년간 주가변로 참여하지 않았습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

Not Rated ◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소



투자이견 안내

종목 투자이견 (절대수익률 기준)		업종 투자이견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~-10%	
비중축소	~-15%			