

## 매수(유지)

**목표주가** 50,000원  
**현재가 (5/25)** 34,850원

KOSPI (5/25)	1,824.17pt
시가총액	2,688십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	41,800원
최저가	33,600원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	51.8%
배당수익률 (11.12월)	3.0%
주요제품 매출비중	
렌탈사업	78%
일사불, 화장품 및 기타	22%
주주구성	
웅진홀딩스 외 30 인	31.01%
Lazard Asset Management LLC 외 36 인	14.50%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-7% -4% -3%
절대기준	0% -7% 8%

상대주가(%)



## 웅진코웨이 (021240)

### 안정성에서 성장성까지 겸비 그리고 + α

#### 2분기 성장드라이브 본격화 예고

2012년 연초 웅진 홀딩스의 웅진코웨이 매각 계획을 제시했다. 갑작스러운 매각계획과 매각 조건 변경 등의 영향에도 국내 환경가전의 꾸준한 계정순증을 기반으로 두 자리 수의 외형성장을 시험할 전망이다.

2분기 영업은 전사업 신제품 라인업에 따른 판매 본격화가 전망되는데 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. 매트리스 역시 5대 렌탈 사업군으로 안착하며 전사 계정 순증에도 직접적인 영향을 주고 있기 때문이다. 특히 한뼘 정수기(초소형 슬림 냉온정수기)는 2년6개월간의 R&D 기간을 거쳐 출시된 상품으로 소비자가격은 기존 정수기 대비 약 80%가 상승한 가격이며 렌탈 가격은 기존정수기 대비 월평균 4천원 이상 상승하는 수준이다.

#### M&A관련 불확실성은 기우, 목표주가 5만원과 매수유지

동사는 갑작스러운 매각계획과 매각 조건 변경에도 영업 동향은 흔들림 없는 기조를 나타내고 있다. 최근 Short list에 따르면 대형 유통 3사 및 풍부한 자금력을 갖춘 FI들이 실사 중에 있는 것으로 파악된다. 2분기 중 M&A 완료에 따른 불확실성이 일부 존재하긴 하지만 펀더멘탈 강화와 속도감 있는 M&A 전개로 오히려 기존 그룹사와 관련된 리스크가 해소될 전망이다. 궁극적으로 핵심 사업군의 성장성 확대와 신규 사업의 도약으로 2012년은 외형 성장뿐만 아니라 영업이익 개선은 두 자리 수 성장이 유지될 것이다. 기존 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,531	1,824	1,903	2,257	2,663
영업이익	282	233	273	313	363
세전이익	252	218	274	310	360
지배주주순이익	177	167	201	226	262
EPS(원)	2,301	2,166	2,600	2,927	3,400
증가율(%)	14.0	-5.8	20.1	12.6	16.2
영업이익률(%)	11.1	12.8	14.3	13.9	13.6
순이익률(%)	8.3	9.2	11.1	10.6	10.5
ROE(%)	24.6	22.2	24.5	23.3	23.1
PER	17.5	16.9	13.4	11.9	10.2
PBR	5.1	5.1	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	7.8	8.3	5.3	4.5	4.2

자료: Company data, K-IFRS 연결기준, BK투자증권 예상

### 호실적에도 성장에 대한 기우 불식

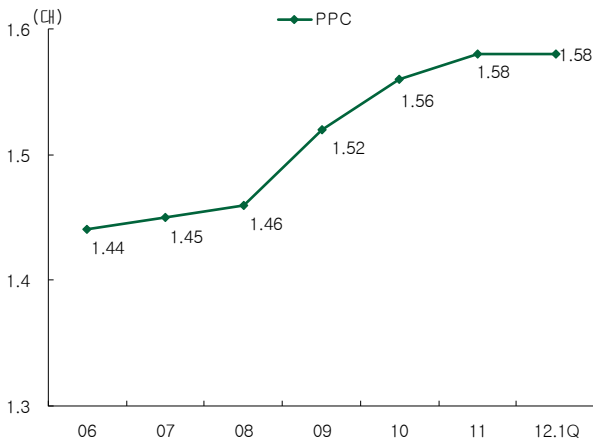
2분기 신제품 예약 완료 및 매트리스 사업군 강화

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.

한뼌정수기로 평균 렌탈가격 대비 7천원 상승  
2년6개월의 R&D 기간

2분기 가장 큰 기대를 모으고 있는 신제품은 2년 6개월의 R&D기간을 거쳐 출시된 한뼌 정수기(18cm 초소형 슬립 냉온정수기, 데스크탑 얼음정수기)에 있다. 4월 출시와 함께 150만대 예약이 완료되었으며 이어서 청정기(4월 제습청정기 9천대 완판), 화장품(국내 K라인 강화) 부문에서 신제품 판매가 강화되고 있어 외형 성장과 영업이익 모두 두 자리 수 성장은 충분할 것으로 추정되며 두 자리 수 중반 성장도 가능성이 높아 보인다. 특히 매트리스가 사업 시작 6개월 만에 5대 렌탈 사업군으로 안착함에 따라 전사 계정 순증에도 직접적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 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 36. 중북구매율 지속적인 상승추세



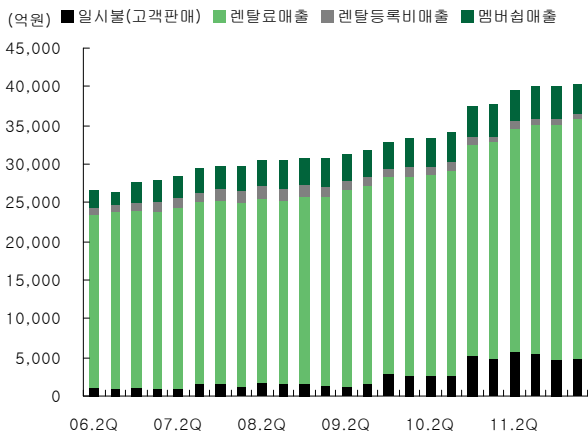
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 37. 렌탈제품 해약율 일시적 상승 - 12.1분기 디마케팅 강화



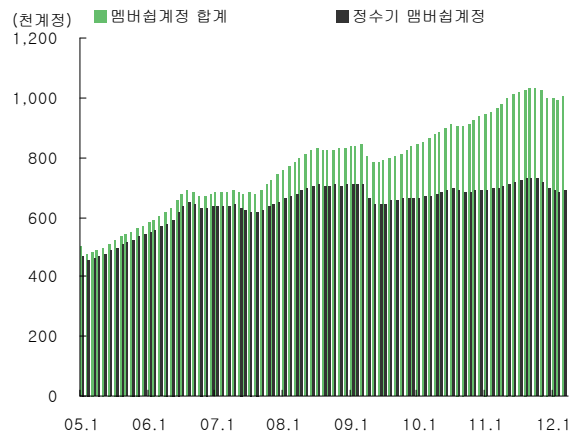
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 38. 형태별 매출 현황 추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 39. 전체 멤버십 현황 및 정수기 멤버십 추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

**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

최근 언론을 통해 밝혀진 M&A 관련 Short list에 따르면 대형 유통 3사 및 풍부한 자금력을 갖춘 FI들이 실사 중에 있는 것으로 파악된다. 2분기 중 M&A 완료에 따른 불확실성이 일부 존재하긴 하지만 펀더멘탈 강화와 속도감 있는 M&A 전개로 오히려 기존 그룹사와 관련된 리스크가 해소될 전망이다. 궁극적으로 핵심 사업군의 성장성 확대와 신규 사업의 도약으로 2012년은 외형 성장뿐만 아니라 영업이익 개선은 두 자리 수 성장이 유지될 것이다. 이에 근거하여 기존 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

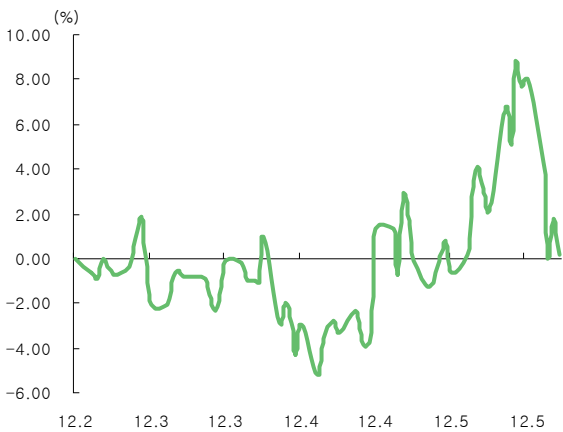
표 11. 웅진코웨이 IFRS 기준 개별 2012년 전망

(단위: 억원 %)

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q(P)	12.2Q(F)	12.3Q(F)	12.4Q(F)	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
일시불	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

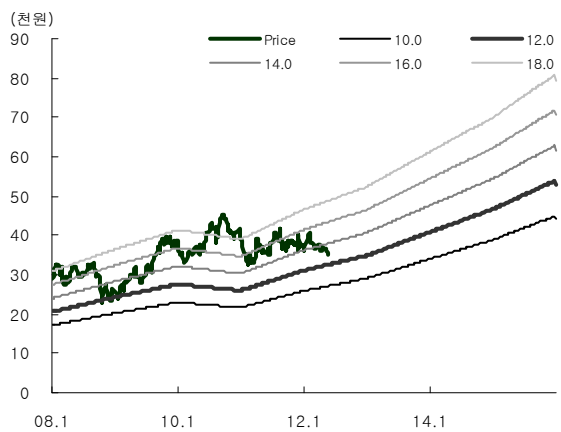
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 40. 웅진코웨이 3개월 기준 상대 주가 추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 41. 웅진코웨이의 Forward P/E Band 추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,531	1,824	1,903	2,257	2,663
매출원가	1,309	581	525	705	832
매출총이익	1,222	1,244	1,378	1,552	1,831
매출총이익률(%)	48.3	68.2	72.4	68.8	68.8
판매비	941	955	1,061	1,168	1,398
판매비율(%)	37.2	52.3	55.7	51.8	52.5
조정영업이익	282	289	317	383	433
조정영업이익률(%)	11.1	15.8	16.6	17.0	16.3
기타영업손익	0	-55	-44	-70	-70
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	-55	-44	-70	-70
영업이익	282	233	273	313	363
영업이익률(%)	11.1	12.8	14.3	13.9	13.6
EBITDA	469	393	426	516	531
EBITDA마진율(%)	18.5	21.5	22.4	22.9	19.9
순금융손익	-28	-24	-5	-4	-3
이자손익	-24	-24	-5	-4	-3
기타	-4	0	0	0	0
기타영업외손익	1	5	0	0	0
외환기타손익	5	-2	0	0	0
기타	-4	7	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	-2	3	6	0	0
세전이익	252	218	274	310	360
법인세	41	50	63	69	81
계속사업이익	211	167	211	240	279
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	211	167	211	240	279
당기순이익률(%)	8.3	9.2	11.1	10.6	10.5
자배주주당순이익	177	167	201	226	262
비자배주주당순이익	33	0	11	14	17
기타포괄이익	0	-6	0	0	0
총포괄이익	0	161	211	240	279
총포괄이익률(%)	0.0	8.8	11.1	10.6	10.5

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	2,301	2,166	2,600	2,927	3,400
EPS <sup>2</sup> (원)	2,734	2,166	2,737	3,115	3,619
BPS <sup>1</sup> (원)	7,958	7,193	9,939	11,338	13,405
CPS (원)	6,355	6,203	5,272	6,700	6,747
DPS (원)	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
PER <sup>1</sup> (배)	17.5	16.9	13.4	11.9	10.2
PBR <sup>1</sup> (배)	5.1	5.1	3.5	3.1	2.6
PCR(배)	6.3	5.9	6.6	5.2	5.2
EV/EBITDA(배)	7.8	8.3	5.3	4.5	4.2
배당수익률(%)	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0
성장성					
매출액증가율(%)	10.1	-27.9	4.3	18.6	18.0
영업이익증가율(%)	17.8	-17.2	16.9	14.9	15.9
EBITDA증가율(%)	11.9	-16.3	8.4	21.3	2.9
순이익증가율(%)	32.9	-20.8	26.4	13.8	16.2
EPS <sup>1</sup> 증가율(%)	14.0	-5.8	20.1	12.6	16.2
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	24.6	22.2	24.5	23.3	23.1
ROA (%)	11.0	9.2	14.2	17.5	16.9
ROIC (%)	18.4	15.7	30.9	49.0	48.6
안정성					
유동비율(%)	124.7	99.0	184.0	152.1	134.5
부채비율(%)	114.5	120.2	48.9	30.5	49.9
차입금/EBITDA(배)	112.0	139.0	14.6	5.6	26.3
이자보상배율(배)	9.6	10.9	69.3	104.9	128.4
활동성					
매출채권회전율(배)	8.8	7.3	9.7	15.6	18.4
재고자산회전율(배)	15.1	12.6	17.6	16.9	15.8
매입채무회전율(배)	17.1	17.4	34.1	35.1	35.8
총자산회전율(배)	1.3	1.0	1.3	1.6	1.6

주: <sup>1</sup> 지배주주기준, <sup>2</sup> 지배 및 비지배 기준, K-IFRS 연결기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	1,111	1,052	530	691	870
유형자산	837	569	297	394	526
무형자산	151	183	130	170	195
투자자산	32	207	80	97	114
투자부동산	0	24	0	0	0
기타 비유동자산	92	69	22	30	36
유동자산	912	573	821	704	1,035
재고자산	186	104	112	155	183
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	294	205	187	103	186
기타유동자산	272	165	4	4	5
현금및현금성자산	159	98	518	442	660
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,023	1,625	1,351	1,395	1,905
비유동부채	349	308	-3	-137	-135
사채	50	177	-50	-50	-50
장기차입금	266	91	-50	-100	-100
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	33	41	97	13	15
유동부채	731	578	446	463	769
단기차입금	142	168	112	129	240
매입채무및기타채무	158	52	60	69	80
유동성장기부채	68	110	50	50	50
기타유동부채	363	248	224	215	399
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,080	887	444	326	634
자배주주지분	765	738	897	1,044	1,229
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	123	126	0	0	0
자본조정등	-26	-99	0	0	0
기타포괄이익누계액	-3	-6	-10	-10	-10
이익잉여금	630	676	866	1,013	1,198
비자배주주지분	179	0	11	25	42
자본총계	943	738	907	1,070	1,271

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	381	314	163	563	417
당기순이익	211	167	211	240	279
현금유출이 없는비용 및 수익	279	311	195	276	241
유형자산감가상각비	162	152	153	203	168
무형자산상각비	25	8	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	1	0	0	0	0
이자비용(수익)	1	24	5	4	3
기타	90	128	38	70	70
영업활동으로인한자산부채변동	-109	-121	-239	50	-100
매출채권및기타채권의감소	34	-28	-187	84	-83
재고자산의감소	-80	-13	-112	-43	-28
매입채무및기타채무의증가	1	-6	60	9	11
기타	-64	-73	0	0	0
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-43	-5	-4	-3
투자활동으로인한현금흐름	-297	-324	-682	-365	-347
투자자산의 감소(증가)	-7	-8	-80	-17	-17
유형자산의 감소	14	14	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	295	317	450	300	300
무형자산의 감소(증가)	-16	-7	-130	-40	-25
기타	-1	-9	-22	-8	-5
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	9	2	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-75	31	345	-275	-176
장기차입금의증가(감소)	116	27	-50	-50	0
사채의증가(감소)	50	123	-50	0	0
자본의 증가	4	0	41	0	0
기타	-62	-73	320	-164	-209
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-182	-45	84	-61	-33
현금의 증가	5	24	518	-77	-106
기초현금	154	75	0	518	442
기말현금	159	98	518	442	335