

웅진코웨이
(021240)

2분기 실적 미미한 부진, 일시적 요인으로 하반기는 이상무



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

기타서비스업종

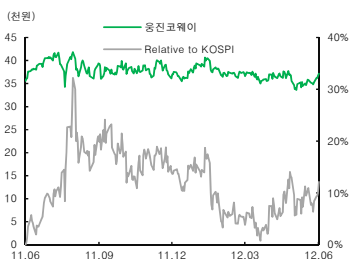
현재가 37,150

목표주가
▲ 37%

51,000

KOSPI	1889.15
시가총액	2,865 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	41,800 원 / 33,600 원
120일 평균거래대금	50 억원
외국인지분율	51.7%
주요주주	웅진홀딩스 외 30 인 31.0% Lazard Asset Management LLC 외 36 인 14.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	6.8	7.1	1.5	4.4
상대수익률	5.8	2.0	8.9	13.1



- 2분기 매출 4,593억원(+5.4% YoY), 영업이익 658억원(+6.5% YoY) 예상
- 대규모의 렌탈 만기 계정 도래에 비해 신제품 출시 늦어지며 다소 부진했던 순주문
- 신제품 라인업 추가와 본격 마케팅 강화로 하반기 실적 이상무
- 일시적 부진보다는 불확실성 해소와 하반기 실적 개선에 무게

대규모 만기도래, 늦어진 신제품 출시로 2분기 일시 부진

웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 4,593억원(+5.4% YoY), 영업이익 658억원(+6.5% YoY)으로 컨센서스를 각각 2%, 5% 하회할 것으로 예상된다. 이는 대규모 만기도래 계정이 발생하는데 비해서 렌탈 주문은 다소 부진해 렌탈계정 순증이 예상보다 작았기 때문이다. 반면, 신제품 출시에 따른 광고비 지출은 증가해 영업이익률은 14.3%로 전년동기대비 0.1%p 상승하나 2분기 대비해서는 0.3%p 감소할 전망이다.

전사업부 모두 상반기 보다 하반기가 양호

다소 늦어진 신제품 출시와 대규모 렌탈 만기 계정 도래로 2분기는 다소 부진했다. 그러나 3,4분기는 만기도래 계정이 2분기보다 약 6만 계정 낮은데 반해 데스크형 얼음정수기, 쉘리 매트리스 등 신제품 라인업 추가와 마케팅 본격화로 순주문은 2분기와 유사할 것으로 전망된다. 따라서 계정의 증감은 하반기에 본격화될 전망이다. 멤버십, 수출, 수처리 등 기타 사업부도 모두 하반기가 상반기보다 호조를 보일 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지

2분기 실적 부진에도 실적 조정폭은 미미해 투자의견 매수와 목표주가 5만 1천원을 유지한다. 웅진홀딩스의 동사에 대한 지분 매각은 늦어도 7월 10일까지는 우선 협상자가 선정될 예정으로 불확실성 해소와 하반기 실적 개선에 주목할 시점이라 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,866	2,028	2,188
영업이익	254	242	274	308	353
세전순이익	243	225	240	274	3 3
총당기순이익	183	177	181	208	245
지배지분순이익	177	177	181	208	245
EPS	2,376	2,296	2,344	2,692	3,173
PER	17.0	15.9	15.9	13.8	11.7
BPS	9,504	9,704	11,038	12,625	14,596
PBR	4.2	3.8	3.4	2.9	2.5
ROE	25.9	23.9	22.6	22.8	23.3

주: 영업이익은 회계별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

2분기 실적 소폭 부진, 일시적으로 우려한 필요는 없음

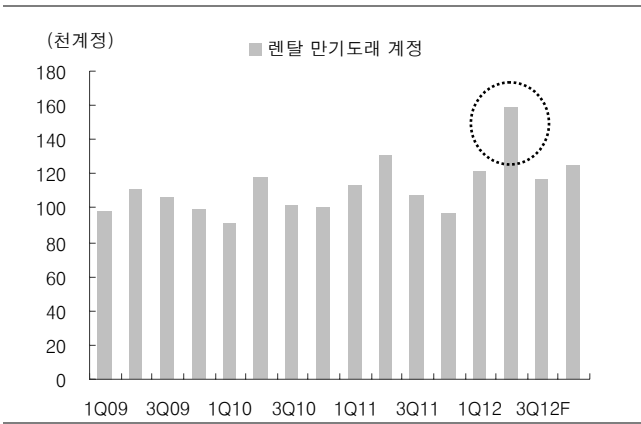
2분기 실적 대규모의 렌탈 계정 만기 도래 대비 다소 부진했던 렌탈주문으로 소폭 부진

동사의 2분기 실적은 매출액 4,593억원으로 전년동기대비 5.4% 성장하고 영업이익은 658억원 (+6.5%), 영업이익률 14.3%로 예상된다. 이는 시장컨센서스 대비 각각 2%, 5% 하회하는 다소 부진한 수치이다.

2분기 실적이 기존 예상보다 다소 부진할 것으로 추정되는 이유는 2분기에 약 16만의 대규모 렌탈 계정의 만기가 도래한데 비해서 신제품 출시 등이 비교적 늦어지면서 유출되는 계정 대비 유입되는 주문의 규모가 작았기 때문이다. (“렌탈 당기말 계정 = 전기말 계정 + 당기 유입 주문 - 당기 해약계정 - 당기 만기도래 계정”)

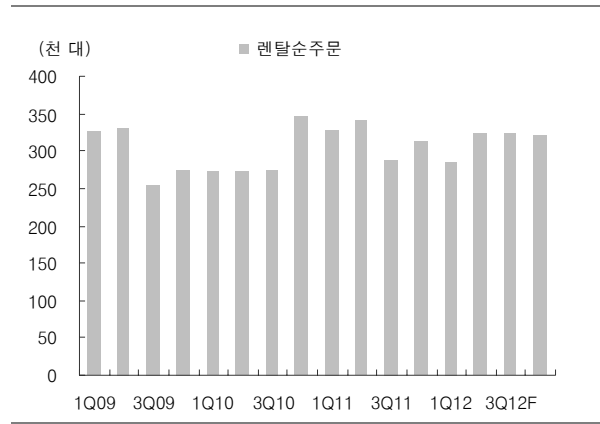
렌탈이 다소 부진할 것으로 예상되는 반면 매트리스 멤버십 호조로 멤버십 계정은 전분기대비 5만 9천계정 이상 증가할 것으로 전망되며 제습 청정기(일시블로만 판매) 판매호조 등으로 일시불 매출은 전년동기대비 14.9% 성장이 예상된다. 한편, 영업이익률이 다소 하락하는 것은 매트리스 및 초소형 정수기 등 신제품 출시에 따른 광고비 집행이 증가했기 때문이다.

그림 1. 분기별 렌탈 만기도래 계정 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

상반기보다는 하반기 계정증감 양호, 이익률 개선폭도 증가

신제품 출시 강화로 2,3분기 렌탈 순주문 호조, 기타부문 실적도 상반기보다는 하반기가 양호

기출시한 초소형 정수기 판매 호조 등이 이어지는 가운데 7월 데스크형 얼음정수기 출시와 썬리와의 매트리스 품목 추가 제휴 등으로 지난해에 상반기 순주문이 집중되었던 것과 달리 3,4 분기 렌탈 순주문도 2분기 수준으로 예상된다. 이에 따라 상반기 보다는 하반기 순주문이 조금 더 호조를 보일 것으로 예상된다.

반면 1분기 12만, 2분기 16만을 기록했던 만기도래 렌탈계정의 규모는 3,4분기에는 각각 12만대 수준으로 예상되어 3,4분기 렌탈계정 순증은 각각 68만대, 53만대에 이를 전망이다. 멤버십 매출은 2분기에 순차적으로 증가한 계정수가 3,4 분기에는 fully 반영되고 3,4분기에도 지속적으로 계정이 증가하면서 하반기로 갈수록 성장률이 증가할 전망이다. 수처리 매출은 4분기에 집중되어 4분기에만 약 120억원의 매출이 예상된다.

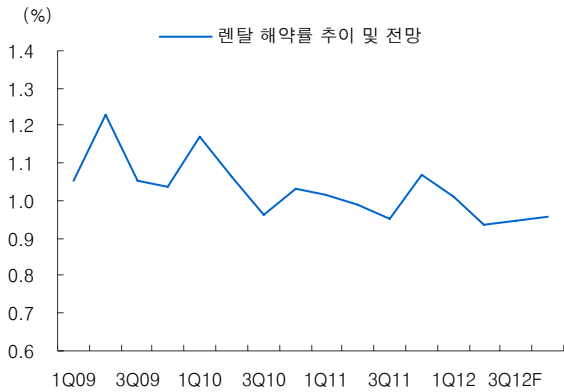
표 1. **웅진코웨이 분기별 실적 추이 및 전망**

(십억원, %)

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F	2014F
렌탈주문(천대)		329.6	341.9	287.7	313.3	284.7	322.5	324.2	320.0	1,272.5	1,251.4	1,287.7	1,318.4
월평균해약률(%)		1.02%	0.99%	0.95%	1.07%	1.01%	0.94%	0.95%	0.95%	1.04%	0.97%	0.95%	0.95%
렌탈계정(천계정)		4,234.0	4,321.2	4,376.6	4,442.8	4,462.9	4,490.6	4,558.3	4,611.4	4,450.0	4,663.5	4,899.0	5,138.6
멤버십계정		967.0	1,011.5	1,034.4	1,002.0	1,003.6	1,062.5	1,096.9	1,132.5	1,001.4	1,132.5	1,256.7	1,360.1
총관리계정		5,201.0	5,332.6	5,411.0	5,444.8	5,466.6	5,553.1	5,655.2	5,743.9	5,451.4	5,795.9	6,155.7	6,498.6
총관리계정의 증감		118.2	131.7	78.4	33.8	21.8	86.5	102.2	88.7	368.6	344.6	359.7	343.0
매출액	전체	400.9	435.9	430.1	444.0	442.4	459.3	477.1	487.3	1,709.9	1,866.0	2,028.1	2,188.0
	렌탈	288.0	299.7	305.7	312.9	316.3	320.3	324.6	329.6	1,206.3	1,290.9	1,352.4	1,424.9
	멤버십	39.1	39.9	41.0	40.8	38.8	40.3	42.5	44.1	160.8	165.6	190.6	206.5
	일시불	31.8	38.8	35.7	31.9	32.7	44.5	43.2	36.6	138.2	157.0	170.7	186.1
	기타	24.6	39.6	30.2	43.1	37.8	34.1	41.9	57.0	137.5	170.7	199.4	235.5
	수출	18.3	22.9	24.5	32.4	30.0	23.6	33.1	40.5	98.1	127.2	153.3	184.9
	수처리	1.3	13.0	2.1	6.6	3.8	6.8	4.5	12.0	23.0	27.1	28.0	31.0
	리빙 및 기타	5.0	3.7	3.6	4.1	4.0	3.7	4.3	4.5	16.4	16.5	18.1	19.6
	화장품	17.4	17.9	17.6	15.3	16.8	20.0	25.0	20.0	68.2	81.8	115.0	135.0
	YoY (%)	전체	8.0	18.9	13.8	11.3	10.3	5.4	10.9	9.7	13.9	9.1	8.7
	렌탈	6.0	9.5	10.5	10.0	9.8	6.9	6.2	5.3	9.0	7.0	4.8	5.4
	멤버십	9.8	9.0	9.3	7.3	(0.8)	1.0	3.7	8.1	8.8	3.0	15.1	8.4
	일시불	19.1	56.8	45.8	1.6	2.8	14.9	20.9	14.7	28.7	13.6	8.7	9.0
	기타	(34.0)	24.9	(19.7)	83.8	53.6	(13.9)	38.7	32.3	5.8	24.2	16.8	18.1
	수출	5.6	33.1	60.1	67.1	64.0	3.0	35.0	25.0	41.7	29.6	20.5	20.7
	수처리	(83.1)	217.1	(75.0)	200.0	192.3	(47.7)	114.3	81.8	2.7	17.8	3.3	10.7
	리빙 및 기타	(59.1)	(64.4)	(77.1)	120.7	(20.7)	0.0	20.0	10.0	(59.1)	0.5	10.0	8.0
	화장품			897.4	(29.0)	(3.3)	11.7	42.0	30.5	191.9	19.9	40.6	17.4
매출총이익		274.3	294.6	295.3	293.6	296.9	312.9	323.6	327.3	1,157.9	1,260.6	1,373.9	1,483.2
영업이익		56.5	61.8	61.4	62.8	64.4	65.8	70.5	73.4	242.5	274.1	308.3	352.7
세전이익		50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	57.1	62.0	64.9	225.4	239.7	273.9	322.8
순이익		38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	43.3	47.0	49.2	177.1	180.8	207.6	244.7
EBITDA		104.6	110.4	111.5	113.4	119.5	124.1	129.0	132.2	439.9	504.8	528.2	592.2
YoY (%)	매출총이익	13.4	19.8	18.8	6.8	8.2	6.2	9.6	11.5	14.5	8.9	9.0	8.0
	영업이익	(18.4)	(15.4)	2.7	18.1	14.0	6.5	14.8	16.8	(4.4)	13.0	12.5	14.4
	세전이익	(22.1)	(27.5)	22.4	11.0	10.3	3.8	(4.0)	17.5	(7.4)	6.4	14.3	17.8
	순이익	(24.7)	(28.9)	36.6	28.8	6.4	2.9	(4.4)	4.4	(3.3)	2.1	14.9	17.8
	EBITDA	(7.1)	(6.6)	8.3	12.5	14.3	12.4	15.8	16.6	1.6	14.8	4.6	12.1
매출총이익률 (%)		68.4	67.6	68.7	66.1	67.1	68.1	67.8	67.2	67.7	67.6	67.7	67.8
영업이익률 (%)		14.1	14.2	14.3	14.1	14.6	14.3	14.8	15.1	14.2	14.7	15.2	16.1
세전이익률 (%)		12.6	12.6	15.0	12.4	12.6	12.4	13.0	13.3	13.2	12.8	13.5	14.8
순이익률 (%)		9.7	9.7	11.4	10.6	9.3	9.4	9.9	10.1	10.4	9.7	10.2	11.2
판관비/매출액 (%)		51.1	50.9	51.7	49.6	49.2	50.9	50.3	49.4	50.8	49.9	49.8	49.0

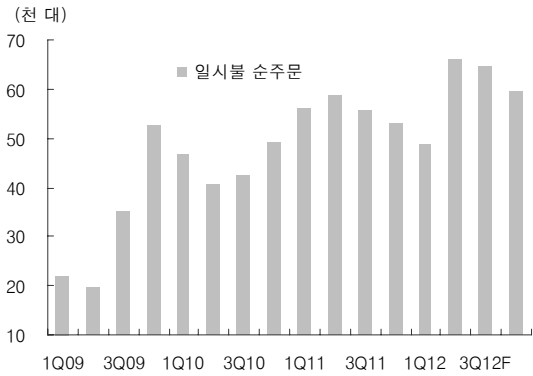
자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약률 추이 및 전망



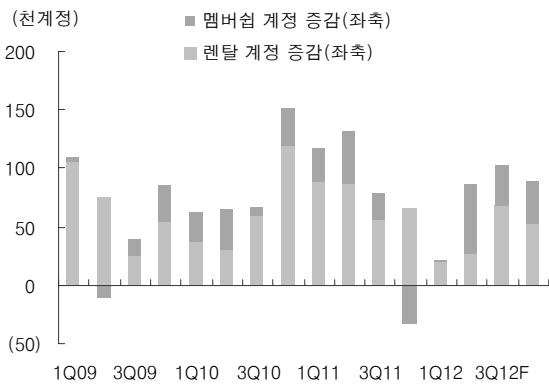
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 4. 분기별 일시불 순주문 추이 및 전망



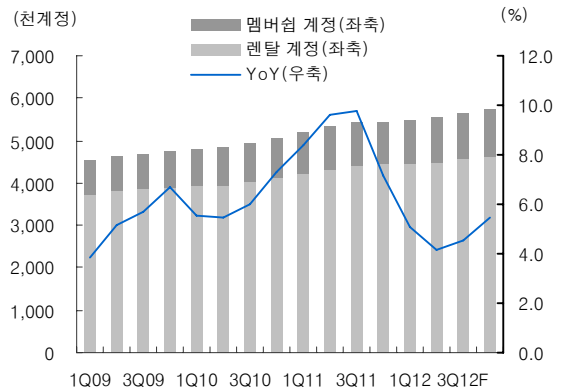
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. 분기별 계정 증감 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. 분기별 관리계정 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지

2분기 실적 부진 요인을 반영해 실적 추정을 소폭 하향 조정했다. 이에 따라 2012년과 2013년의 순이익을 각각 4.0%와 7.9% 하향 조정했다.

그러나 영업가치 산정에 사용된 DCF의 시점 변경과 투자자산 가치에 반영된 웅진케미칼 매각에 따른 유입 금액이 기존 장부가대비 할인으로 반영된 가치 보다 높아 실적 추정 변경에도 산출되는 목표주가 변경폭이 미미해 기존의 목표주가 5만 1천원은 유지한다.

웅진홀딩스의 동사에 대한 지분매각은 늦어도 7월 10일이면 우선협상자가 선정될 예정으로 일시적 2분기 부진보다는 불확실성 해소의 임박에 무게를 둘 필요가 있다고 판단한다.

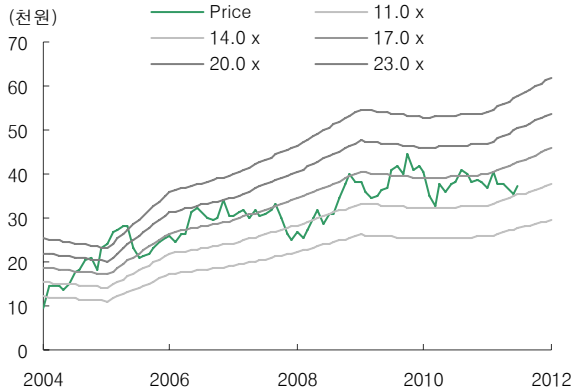
표 2. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
매출액	1,884	2,084	2,238	1,866.0	2,028.1	2,188.0	(0.9)	(2.7)	(2.2)
영업이익	282	329	368	274.1	308.3	352.7	(2.7)	(6.3)	(4.2)
세전이익	250	297	342	239.7	273.9	322.8	(4.0)	(7.9)	(5.6)
순이익	188	225	259	180.8	207.6	244.7	(4.0)	(7.9)	(5.6)
YoY (%)									
매출액	10.2	10.6	7.4	9.1	8.7	7.9			
영업이익	16.1	16.8	11.9	13.0	12.5	14.4			
세전이익	10.8	19.1	14.9	6.4	14.3	17.8			
순이익	6.3	19.7	14.9	2.1	14.9	17.8			
영업이익률 (%)	14.9	15.8	16.4	14.7	15.2	16.1			
세전이익률 (%)	13.3	14.3	15.3	12.8	13.5	14.8			
순이익률 (%)	10.0	10.8	11.6	9.7	10.2	11.2			

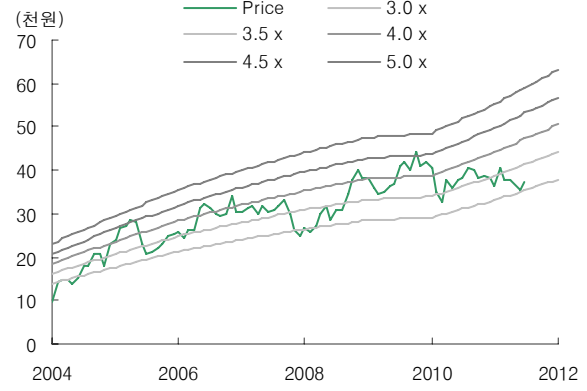
자료: 대신증권 리서치센터

그림 7. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 8. PBR(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,866	2,028	2,188
매출원가	491	552	605	654	705
매출총이익	1,011	1,158	1,261	1,374	1,483
기타영업손익	651	823	877	956	1,015
판관비	704	869	932	1,011	1,073
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-55	-55	-58
영업이익	254	242	274	308	353
조정영업이익	307	289	329	363	411
EBITDA	461	441	464	527	591
영업외손익	11	-17	-34	-34	-30
관계기업손익	22	0	0	0	0
금융수익	7	2	2	1	1
금융비용	-18	-26	-32	-31	-26
기타	0	6	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	243	225	240	274	323
법인세비용	-60	-48	-59	-66	-78
계속사업순이익	177	177	181	208	245
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	181	208	245
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	181	208	245
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	181	208	245
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	173	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	2,344	2,692	3,173
PER	17.0	15.9	15.9	13.8	11.7
BPS	9,504	9,704	11,038	12,625	14,596
PBR	4.2	3.8	3.4	2.9	2.5
EBITDAPS	5,973	5,720	6,020	6,838	7,667
EV/EBITDA	7.3	7.5	7.3	6.4	5.6
SPS	19,472	22,170	24,195	26,296	28,369
PSR	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	5,065	6,108	5,550	6,373	7,161
DPS	1,050	1,050	1,150	1,250	1,375

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	9.1	8.7	7.9
영업이익 증가율	24.1	-4.4	13.0	12.5	14.4
순이익 증가율	19.6	-3.4	2.1	14.9	17.8
수익성					
ROIC	20.7	18.7	19.2	19.5	20.7
ROA	19.2	16.5	16.8	17.4	18.7
ROE	25.9	23.9	22.6	22.8	23.3
안정성					
부채비율	86.1	110.6	98.1	90.4	70.4
순차입금비율	36.4	62.5	60.0	51.8	38.3
이자보상배율	14.4	9.6	8.7	10.0	13.4

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

대차대조표 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	490	555	554
현금및현금성자산	56	65	26	63	37
매출채권 및 기타채권	223	257	270	292	308
재고자산	73	73	75	81	88
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,197	1,298	1,364
유형자산	442	535	666	763	828
관계기업투자금	192	237	237	237	237
기타금융자산	3	48	47	47	47
기타비유동자산	288	245	246	251	253
자산총계	1,364	1,576	1,686	1,853	1,918
유동부채	384	534	520	602	472
매입채무 및 기타채무	182	187	182	188	190
차입금	74	165	160	150	140
유동성채무	30	110	100	179	50
기타유동부채	98	72	79	85	92
비유동부채	247	294	315	278	320
차입금	220	267	287	248	288
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	28	30	33
부채총계	631	828	835	880	793
지배지분	733	748	851	974	1,126
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	781	903	1,055
기타지분변동	-34	-101	-101	-101	-101
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	748	851	974	1,126
총차입금	324	542	547	577	478

현금흐름표 (단위: 십억원)

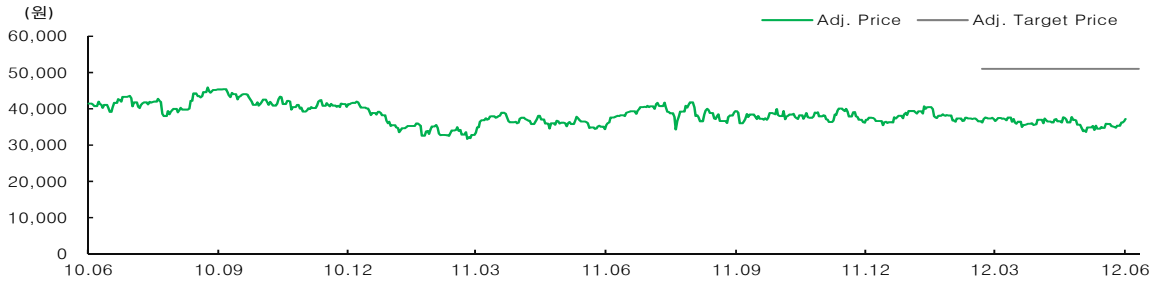
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	334	373	425
당기순이익	177	177	181	208	245
비현금항목의 가감	207	294	247	284	308
감가상각비	154	152	135	164	181
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	112	120	127
자산부채의 증감	-71	-112	-68	-84	-77
기타현금흐름	0	-42	-25	-35	-51
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245
투자자산	-65	-37	1	0	0
기타				-212	-290
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-97	-79	-216
단기차입금	-45	90	-5	-10	-10
사채	50	123	30	-39	30
장기차입금	100	30	-10	0	10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-80	-78	-85	-93
기타	-48	-127	-34	55	-153
현금의 증감	-7	8	-39	36	-26
기초 현금	64	56	65	26	63
기말 현금	56	65	26	63	37
NOPLAT	191	191	207	234	267
FCF	107	37	72	133	198

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.06.22	12.03.12
투자의견	Buy	Buy
목표주가	51,000	51,000
제시일자		
투자의견		
목표주가		
제시일자		
투자의견		
목표주가		

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상