

**웅진코웨이**  
(021240)

**“ 2분기 일시 부진, 하반기 빠른 회복 가능 ”**



이선경 769.3162  
sunny\_lee@daishin.com

BUY

**[매수, 유지]**  
기타서비스업종

현재가 35,800

목표주가  
▲ 15%

41,000

KOSPI	1940.59
시가총액	2,761 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	41,800 원 / 31,800 원
120일 평균거래대금	58 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	-0.1	-1.6	-4.7	4.4
상대수익률	-3.8	-6.9	-4.2	-3.1



투자포인트

- 2분기 실적 매출 4,464억원(+2% YoY), 영업이익 630억원(+2% YoY)으로 기대에 미흡
- 신제품 인기와 매트리스 및 클리닝 멤버십 서비스 호조에 따른 하반기 관리 계정의 빠른 증가 및 판매비율 하락으로 두자리수 영업이익 성장 가능
- 투자 의견 매수, 목표주가 4만 1천원 유지

Comment

**2분기 일시적 부진 영향 미미, 투자 의견 매수, 목표주가 4만 1천원 유지**

웅진코웨이의 2분기 실적은 매출 4,464억원(+2.4% YoY), 영업이익 630억원(+2.0% YoY)으로 기존 당사 추정을 미미하게 하회했다. 영업이익률은 14.1%로 전년동기대비 0.1%p, 전분기 대비 0.5%p 감소했다. 대규모 만기도래 계정 발생에 비해서 렌탈 주문은 다소 부진해 렌탈계정 순증이 예상보다 작았고, 오래된 멤버십 계정 정리와 수출 및 화장품 매출이 전년동기대비 소폭 감소한 것이 매출 성장세 둔화 원인이다. 영업이익률 둔화는 신제품 출시에 따른 광고비 증가 때문이나 최근 렌탈, 멤버십, 일시불 전반에 걸쳐 판매호조가 이어지고 있고 판매비율은 하락할 것으로 전망되어 하반기에는 이익률이 빠르게 회복될 전망이다. 웅진코웨이에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 4만 1천원을 유지한다.

한편, 10월로 연기된 웅진케미칼 지분 매각 계약은 딜이 기존예상과 다른 형태로 진행되고 있어 웅진홀딩스의 지분 매입 계약 자체가 취소될 수 있다. 그러나 계약이 취소되더라도 이에 의한 영향은 미미하다.

**하반기 계정 증감 본격화, 판매비는 통제되며 영업이익률 빠르게 회복 전망**

3,4분기는 만기도래 계정이 2분기보다 약 6만 계정 낮는데 반해, 데스크형 얼음정수기, 쉘리 매트리스 등 신제품 라인업 추가와 마케팅 본격화로 렌탈주문은 2분기와 유사할 것으로 전망된다. 이에 따라 하반기 렌탈 계정은 12만대 (상반기 4만 6천 계정 증가) 증가할 전망이다. 멤버십 서비스는 타사 매트리스 관리 프로그램이 인기를 끌며 매트리스만 2분기에 4만 계정이 증가했는데, 7월에는 토탈케어 서비스까지 론칭하며 하반기에도 2분기와 같은 분기 7만 이상의 계정 증가가 지속될 전망이다. 일시불도 제습기 등 신규 도입한 아웃소싱 제품의 매출호조로 두자리수 성장이 예상된다. 반면, 광고선전비 및 판매수수료 비율이 2분기 보다 하락하면서 영업이익률이 회복되어 3,4분기 영업이익은 전년동기대비 두자리수 성장이 가능할 전망이다.

2012년 2분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치		직전추정치	컨센서스	대신증권 추정치			
	2Q11	1Q12	2Q12(A)	YoY			QoQ	3Q12	YoY	QoQ
매출액	436	442	446	2.4	0.9	459	464	466	8.3	4.3
영업이익	62	64	63	2.0	-2.1	66	67	68	10.7	7.9
순이익	42	41	44	4.7	6.8	43	47	46	-5.6	5.4

자료: 웅진코웨이 대신증권 리서치센터

표 1. 2012년 2분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

(십억원)	2Q12P	2Q11	YoY(%)	1Q12	QoQ(%)	당사	Var(%)	컨센서스	Var(%)
매출액	446.4	435.9	2.4	442.4	0.9	459.3	(2.8)	459.8	(2.9)
영업이익	63.0	61.8	2.0	64.4	(2.2)	65.8	(4.3)	65.6	(4.0)
세전이익	56.4	55.1	2.4	55.6	1.4	57.1	(1.3)	60.4	(6.7)
순이익	44.0	42.1	4.6	41.2	6.8	43.3	1.7	45.8	(3.9)
영업이익률(%)	14.1	14.2		14.6		14.3		14.3	
세전이익률(%)	12.6	12.6		12.6		12.4		13.1	
순이익률(%)	9.9	9.7		9.3		9.4		10.0	

자료: 웅진코웨이, Fnguide, 대신증권 리서치센터

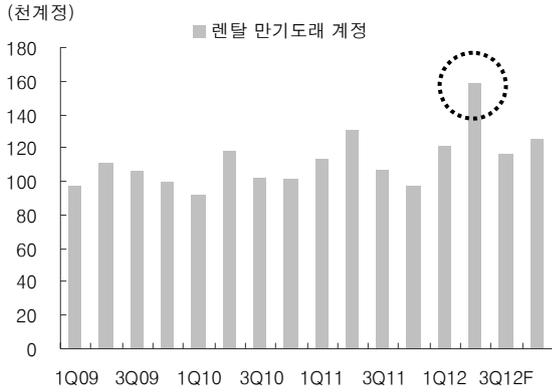
표 2. 웅진코웨이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12P	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F	2014F
렌탈주문(천대)		329.6	341.9	287.7	313.3	284.7	331.1	324.2	320.0	1,272.5	1,260.0	1,287.7	1,318.4
월평균해약률(%)		1.02%	0.99%	0.95%	1.07%	1.01%	1.01%	0.95%	0.96%	1.04%	0.99%	0.95%	0.95%
렌탈계정(천계정)		4,234.0	4,321.2	4,376.6	4,442.8	4,462.9	4,488.9	4,556.6	4,609.0	4,450.0	4,661.7	4,896.9	5,137.7
멤버십계정		967.0	1,011.5	1,034.4	1,002.0	1,003.6	1,082.1	1,156.6	1,231.6	1,002.0	1,231.6	1,467.2	1,656.6
총관리계정		5,201.0	5,332.6	5,411.0	5,444.8	5,466.6	5,571.0	5,713.2	5,840.6	5,452.0	5,893.3	6,364.0	6,794.3
총관리계정의 증감		118.2	131.7	78.4	33.8	21.8	104.4	142.2	127.4	369.3	441.3	470.7	430.2
매출액	전체	400.9	435.9	430.1	444.0	442.4	446.4	465.7	482.9	1,709.9	1,837.3	2,008.4	2,173.4
	렌탈	288.0	299.7	305.7	312.9	316.3	318.9	323.0	328.0	1,206.3	1,286.2	1,346.8	1,421.0
	멤버십	39.1	39.9	41.0	40.8	38.8	39.2	41.0	42.9	160.8	161.8	189.0	209.1
	일시불	31.8	38.8	35.7	31.9	32.7	40.5	43.2	36.6	138.2	152.9	167.2	183.3
	기타	24.6	39.6	30.2	43.1	37.8	31.5	40.6	55.4	137.5	165.4	190.5	224.9
	수출	18.3	22.9	24.5	32.4	30.0	21.1	31.9	38.9	98.1	121.8	144.4	174.3
	수처리 및 기타	6.3	16.7	5.7	10.7	7.8	10.5	8.8	16.5	39.4	43.6	46.2	50.6
	화장품	17.4	17.9	17.6	15.3	16.8	16.3	18.0	20.0	68.2	71.1	115.0	135.0
YoY (%)	전체	8.0	18.9	13.8	11.3	10.3	2.4	8.3	8.7	13.9	7.5	9.3	8.2
	렌탈	6.0	9.5	10.5	10.0	9.8	6.4	5.7	4.8	9.0	6.6	4.7	5.5
	멤버십	9.8	9.0	9.3	7.3	(0.8)	(1.9)	0.0	5.2	8.8	0.7	16.8	10.7
	일시불	19.1	56.8	45.8	1.6	2.8	4.4	20.8	14.6	28.7	10.6	9.3	9.7
	기타	(34.0)	24.9	(19.7)	83.8	53.6	(20.4)	34.7	28.5	5.8	20.3	15.2	18.0
	수출	5.6	33.1	60.1	67.1	63.8	(8.0)	30.0	20.0	41.7	24.1	18.5	20.7
	수처리 및 기타	(68.4)	15.2	(76.4)	163.6	23.9	(37.1)	55.0	54.2	(37.0)	10.7	5.8	9.6
	화장품			897.4	(29.0)	(3.3)	(8.8)	2.3	30.5	191.9	4.3	61.7	17.4
매출총이익		274.3	294.6	295.3	293.6	296.9	304.2	315.0	324.2	1,157.9	1,240.4	1,355.3	1,465.4
영업이익		56.5	61.8	61.4	62.8	64.4	63.0	68.0	74.5	242.5	269.9	309.6	353.4
세전이익		50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	56.4	61.2	67.8	225.4	241.0	279.2	327.1
순이익		38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	44.0	46.4	51.4	177.1	183.0	211.7	247.9
EBITDA		104.6	110.4	111.5	113.4	119.5	121.4	125.6	132.5	439.9	499.0	523.7	571.9
YoY (%)	매출총이익	13.4	19.8	18.8	6.8	8.2	3.3	6.6	10.4	14.5	7.1	9.3	8.1
	영업이익	(18.4)	(15.4)	2.7	18.1	14.0	2.0	10.7	18.6	(4.4)	11.3	14.7	14.1
	세전이익	(22.1)	(27.5)	22.4	11.0	10.3	2.4	(5.2)	22.7	(7.4)	7.0	15.9	17.1
	순이익	(24.7)	(28.9)	36.6	28.8	6.4	4.6	(5.6)	9.0	(3.3)	3.3	15.6	17.1
	EBITDA	(7.1)	(6.6)	8.3	12.5	14.3	9.9	12.7	16.8	1.6	13.4	5.0	9.2
매출총이익률 (%)		68.4	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	67.6	67.1	67.7	67.5	67.5	67.4
영업이익률 (%)		14.1	14.2	14.3	14.1	14.6	14.1	14.6	15.4	14.2	14.7	15.4	16.3
세전이익률 (%)		12.6	12.6	15.0	12.4	12.6	12.6	13.1	14.0	13.2	13.1	13.9	15.0
순이익률 (%)		9.7	9.7	11.4	10.6	9.3	9.9	10.0	10.6	10.4	10.0	10.5	11.4
판매비/매출액 (%)		51.1	50.9	51.7	49.6	49.2	51.2	50.2	48.9	50.8	49.8	49.3	48.5

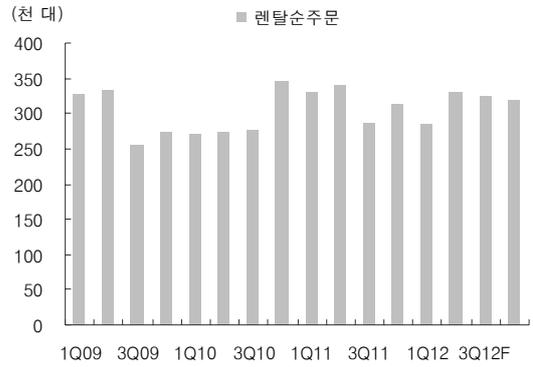
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기별 렌탈 만기도래 계정 추이 및 전망



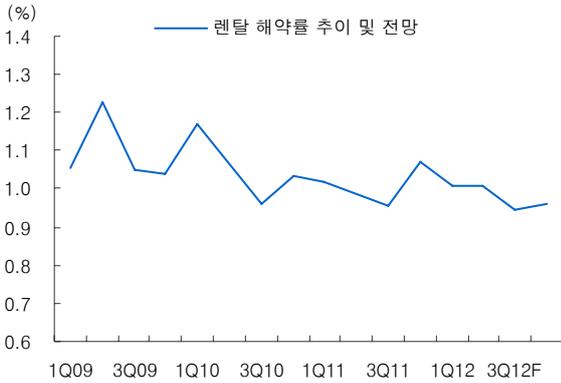
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



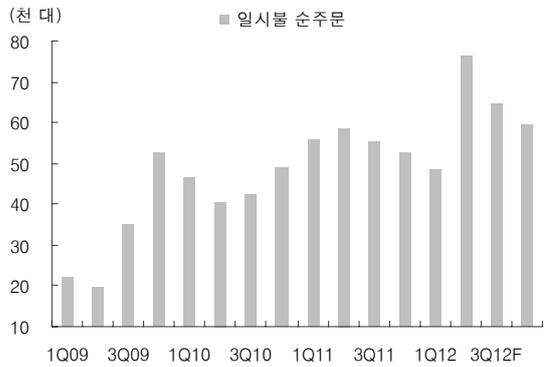
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약률 추이 및 전망



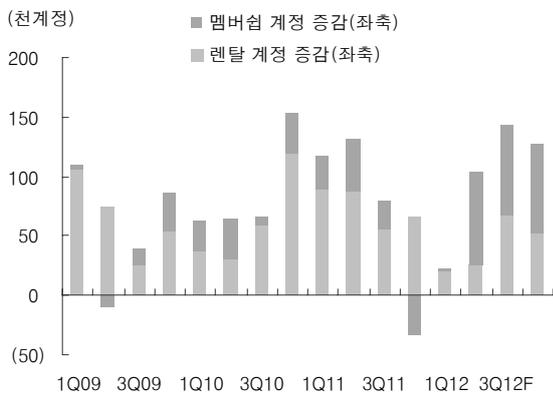
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 4. 분기별 일시불 순주문 추이 및 전망



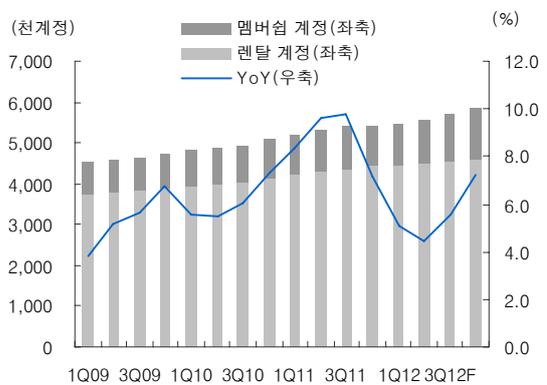
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. 분기별 계정 증감 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. 분기별 관리계정 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

표 3. 실적 추정 변경 내역

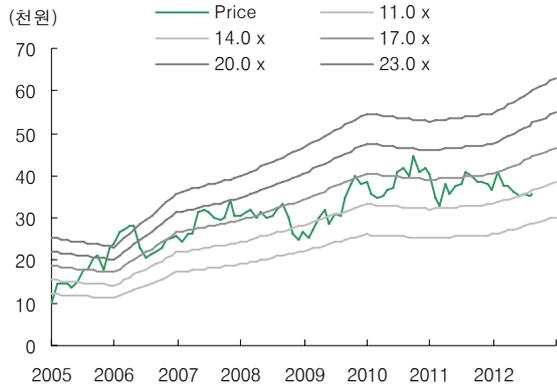
(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
매출액	1,866.0	2,028.1	2,188.0	1,837	2,008	2,173	(1.5)	(1.0)	(0.7)
영업이익	274.1	308.3	351.3	270	310	353	(1.5)	0.4	0.6
세전이익	240	274	321	241	279	327	0.6	1.9	1.8
순이익	181	208	244	183	212	248	1.3	1.9	1.8
EPS	2,436	2,807	3,306	2,469	2,855	3,344	1.4	1.7	1.1
YoY (%) 매출액	9.1	8.7	7.9	7.5	9.3	8.2			
영업이익	13.0	12.5	14.0	11.3	14.7	14.1			
세전이익	6.4	14.3	17.3	7.0	15.9	17.1			
순이익	2.1	14.9	17.3	3.3	15.6	17.1			
영업이익률 (%)	14.7	15.2	16.1	14.7	15.4	16.3			
세전이익률 (%)	12.8	13.5	14.7	13.1	13.9	15.0			
순이익률 (%)	9.7	10.2	11.1	10.0	10.5	11.4			

자료: 대신증권 리서치센터

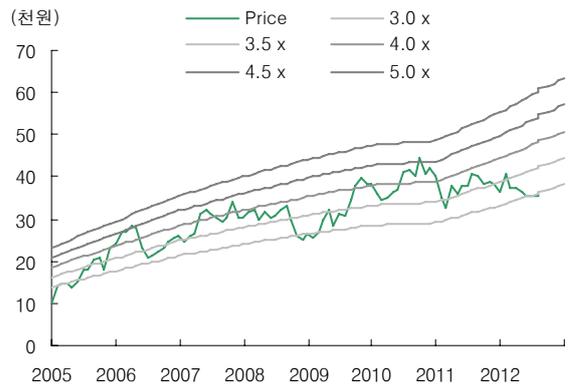
주: EPS는 지배순이익 기준 (자사주 제외)

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	1,837	2,008	2,173	
매출원가	491	552	597	653	708	
매출총이익	1,011	1,158	1,240	1,355	1,465	
기타영업손익	651	823	861	936	997	
판관비	704	869	916	991	1,055	
외환거래손익	0	0	0	0	0	
이자손익	0	0	0	0	0	
기타일시적손익	-53	-46	-55	-55	-57	
영업이익	254	242	270	310	353	
조정영업이익	307	289	324	364	411	
EBITDA	461	441	457	523	571	
영업외손익	11	-17	-29	-30	-26	
관계기업손익	22	0	0	0	0	
금융수익	7	2	2	1	1	
금융비용	-18	-26	-30	-30	-26	
기타	0	6	-1	-1	-1	
법인세비용차감전순손익	243	225	241	279	327	
법인세비용	-60	-48	-58	-68	-79	
계속사업순손익	177	177	183	212	248	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	183	177	183	212	248	
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	
지배지분순이익	177	177	183	212	248	
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	
기타포괄순이익	0	0	0	0	0	
포괄순이익	147	173	184	212	248	
비지배지분포괄이익	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	2,373	2,744	3,214	
PER	17.0	15.9	15.1	13.0	11.1	
BPS	9,504	9,704	11,068	12,706	14,719	
PBR	4.2	3.8	3.2	2.8	2.4	
EBITDAPS	5,973	5,720	5,929	6,776	7,400	
EV/EBITDA	7.3	7.5	7.1	6.2	5.6	
SPS	19,472	22,170	23,823	26,042	28,180	
PSR	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3	
CFPS	5,065	6,108	5,500	6,358	6,947	
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	7.5	9.3	8.2	
영업이익 증가율	24.1	-4.4	11.3	14.7	14.1	
순이익 증가율	19.6	-3.4	3.3	15.6	17.1	
수익성						
ROIC	20.7	18.7	19.0	19.5	20.4	
ROA	19.2	16.5	16.5	17.5	18.7	
ROE	25.9	23.9	22.8	23.1	23.4	
안정성						
부채비율	86.1	110.6	97.6	89.7	69.8	
순차입금비율	36.4	62.5	59.5	51.5	39.6	
이자보상배율	14.4	9.6	9.2	10.2	13.4	

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F	
유동자산	439	511	488	551	533	
현금및현금성자산	56	65	29	62	18	
매출채권 및 기타채권	223	257	265	289	306	
재고자산	73	73	73	80	87	
기타유동자산	86	117	119	120	122	
비유동자산	925	1,065	1,199	1,308	1,394	
유형자산	442	535	668	771	856	
관계기업투자금	192	237	237	237	237	
기타금융자산	3	48	47	47	47	
기타비유동자산	288	245	247	253	254	
자산총계	1,364	1,576	1,687	1,859	1,927	
유동부채	384	534	519	601	471	
매입채무 및 기타채무	182	187	181	187	190	
차입금	74	165	160	150	140	
유동성채무	30	110	100	179	50	
기타유동부채	98	72	77	85	92	
비유동부채	247	294	315	278	321	
차입금	220	267	287	248	288	
전환증권	0	0	0	0	0	
기타비유동부채	27	27	28	30	33	
부채총계	631	828	833	879	792	
지배지분	733	748	854	980	1,135	
자본금	41	41	41	41	41	
자본잉여금	136	131	131	131	131	
이익잉여금	591	678	783	909	1,065	
기타지분변동	-34	-101	-101	-101	-101	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	733	748	854	980	1,135	
총차입금	324	542	547	577	478	

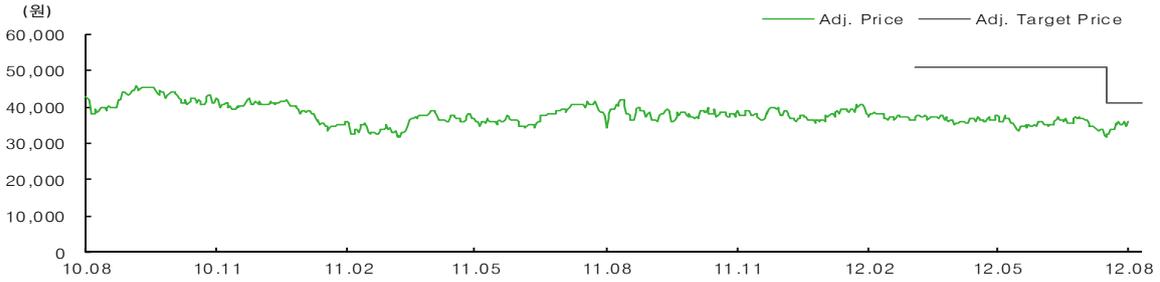
현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F	
영업활동 현금흐름	314	318	334	369	406	
당기순이익	177	177	183	212	248	
비현금항목의 가감	207	294	241	279	288	
감가상각비	154	152	133	158	160	
외환손익	0	1	0	0	0	
지분법평가손익	-22	0	0	0	0	
기타	76	140	109	120	128	
자산부채의 증감	-71	-112	-64	-85	-78	
기타현금흐름	0	-42	-27	-36	-52	
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245	
투자자산	-65	-37	1	0	0	
기타	-19	-16	-5	-5	-5	
재무활동 현금흐름	-20	36	-97	-79	-216	
당기차입금	-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	-36	33	-44	
기초 현금	64	56	65	29	62	
기말 현금	56	65	29	62	18	
NOPLAT	191	191	205	235	268	
FCF	107	37	68	128	178	

▶ 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.

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.08.10	12.07.25	12.06.22	12.03.12						
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy						
목표주가	41,000	41,000	51,000	51,000						
제시일자										
투자이견										
목표주가										
제시일자										
투자이견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자이견**
- 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 투자이견**
- 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