

# 웅진코웨이 (021240)

기업분석 | 유통/화장품

2012년 08월 10일

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

## 매수(유지)

목표주가	45,000원		
현재가 (8/9)	35,800원		
KOSPI (8/9)	1,940.59pt		
시가총액	2,761십억원		
발행주식수	77,125천주		
액면가	500원		
52주 최고가	41,800원		
최저가	31,800원		
60일 일평균거래대금	6십억원		
외국인 지분율	51.6%		
배당수익률 (11.12월)	3.0%		
주요제품 매출비중			
렌탈	75%		
기타	25%		
주주구성			
웅진홀딩스 외 30 인	31.01%		
Lazard Asset Management LLC 외 36 인	14.50%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-10%	-7%
절대기준	-5%	-6%	-5%

## 영업력은 검증되었지만 아쉬운 숫자

### Review: 매출액 +2.4%(YoY), 영업이익 +1.9%(YoY)

2분기 결과, 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 2.4%, 1.9% 증가했지만 당사 추정치 대비 각각 3%, 7% 하회했다. 컨센서스 대비로도 각각 3%, 7% 하회한 것으로 확인된다. 2012년 2분기 계정수는 약 11.6만의 순증을 보였는데 대부분이 고가 정수기의 판매 호조에 기인한 것이다. 그러나 전체적인 영업 진행이 순조로운 상황임에도 불구하고 2분기 실적이 저조한 이유는 1) 11년 2분기 베이스효과: 일본 방사능 사태와 국내 구제역 이슈 2) 12년 1분기 노후화된 멤버십 계정 탈퇴 유도에 따른 고객 순증 둔화에 있다. 그러나 2분기 고가의 신제품 정수기 판매가 18.7만대로 분기 최고치를 경신했으며 매트리스 부문 또한 7만 계정에 도달하여 하반기 실적 개선을 주도할 전망이다.

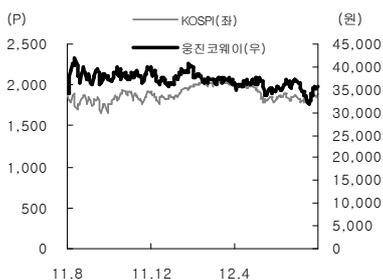
### Forecast: 상반기 체력 개선은 하반기 실적 개선으로

상반기 동사의 영업 환경은 매각에 따른 다양한 시나리오 전개와 다소 불투명한 사업 전략으로 일부 사업에서 정체가 불가피했다. 그러나 동사 사업 모델의 핵심인 정수기 부문이 계정 순증과 ARPU 상승(2년 사이 +3.7%)을 주도함에 따라 상반기 대비 하반기 실적 개선이 가시성을 높여줄 것으로 판단된다.

### Action: TP 45,000원 하향, 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 50,000원에서 45,000원으로 10% 하향조정 한다. 조정의 근거는 2분기 실적을 반영, 연간 추정에 대한 하향 조정이 불가피하기 때문이다. 2012년 실적 하향조정은 기존 대비 매출액 1.4%, 영업이익 4.6%, 순이익 4.8% 수준이다. 실적 조정에도 불구하고 매수 의견을 유지한다. 동사 주가는 지난 상반기 동안 매각 진행에서 오는 불확실성 요인들을 이미 반영했으며 상반기 영업 부문의 체질 개선을 기반, 하반기 실적 개선의 가시성이 구체화 될 전망이다. SPC설립에 따른 자금 조달이라는 결과가 확실시 됨에 따라 경영권에 대한 불확실성이 해소된 시점이며 하반기 실적 개선에 따라 반등 모멘텀은 충분해 보인다. 목표주가는 2012년 예상 EPS 기준 Target P/E 16배를 적용한 결과로 기존 Valuation 대비 15%, 중국관련 소비재 평균 대비 40%의 할인율을 적용한 수준이다.

### 웅진코웨이 주가추이



(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
연결매출액	2,531	1,824	2,031	2,347	2,670
영업이익	282	233	270	321	362
세전이익	252	218	270	316	359
자배주순이익	177	167	198	247	280
EPS(원)	2,301	2,166	2,564	3,197	3,633
증가율(%)	14.0	-5.8	18.4	24.7	13.7
영업이익률(%)	11.1	12.8	13.3	13.7	13.6
순이익률(%)	8.3	9.2	10.2	11.2	11.2
ROE(%)	24.6	22.2	24.2	25.2	24.1
PER	17.5	16.9	13.6	10.9	9.6
PBR	5.1	5.1	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	7.8	8.3	5.3	4.3	3.9

자료: Company data, 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 추가 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.

### 12년 2분기 실적 및 연간 전망

표 1. 웅진코웨이 12.1Q K-IFRS 개별 실적

(단위: 억원, %)

웅진코웨이	11.2Q	12.1Q	12.2Q	QoQ	YoY	IBK	차이
매출액	4,359	4,424	4,464	0.9	2.4	4,598	-2.9
렌탈관련	3,396	3,551	3,581	0.8	5.4	3,450	3.8
일시불	388	327	405	23.9	4.4	500	-19.0
화장품	179	168	163	-3.0	-8.9	183	-10.9
수출	229	300	211	-29.7	-7.9	320	-34.1
기타	167	78	104	33.3	-37.7	145	-28.3
매출총이익	2,947	2,970	3,043	2.5	3.3	3,205	-5.1
영업이익	618	644	630	-2.2	1.9	680	-7.4
GPM	67.6	67.1	68.2	1.0p	0.6p	69.7	-1.5p
OPM	14.2	14.6	14.1	-0.4p	-0.1p	14.8	-0.7p

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

표 2. 웅진코웨이 IFRS 기준 개별 2012년 전망치 기준 대비 매출액 1.4%, 영업이익 4.6%, 순이익 4.8% 하향 조정

(단위: 억원, %)

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q(P)	12.3Q(F)	12.4Q(F)	2011	2012F	YoY
매출액	3,998	4,359	4,301	4,440	4,424	4,464	4,719	4,781	17,099	18,388	7.5
렌탈	3,271	3,396	3,467	3,537	3,551	3,581	3,665	3,710	13,671	14,507	6.1
일시불	318	388	357	319	327	405	430	400	1,382	1,562	13.0
화장품	174	179	176	153	168	163	173	180	682	684	0.3
수출	183	229	245	323	300	211	300	365	981	1,176	19.9
기타	51	167	56	108	78	104	151	126	383	459	19.8
매출총이익	2,744	2,947	2,953	2,936	2,970	3,043	3,300	3,735	11,580	13,210	14.1
GPM	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	69.9	78.1	67.7	71.8	4.1p
영업이익	565	618	614	628	644	630	699	729	2,425	2,702	11.4
OPM	14.1	14.2	14.3	14.1	14.6	14.1	14.8	15.2	14.2	14.7	0.5p

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

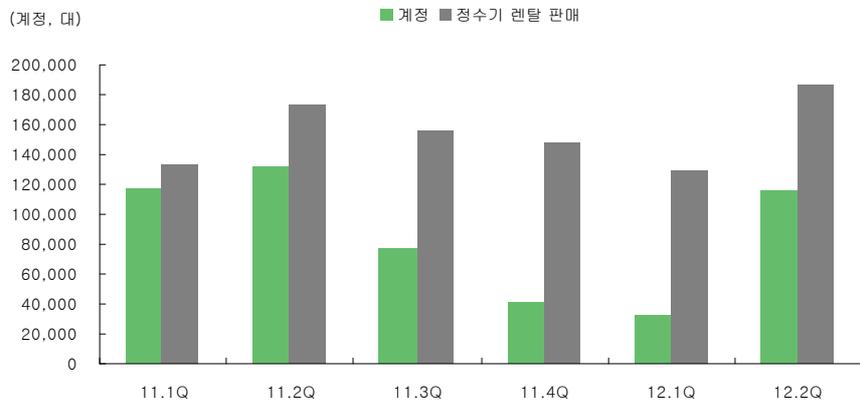
표 3. 2012년 계정 순증 예상

(단위: 억원, %)

	1H12	2H12F	2012F
(+)렌탈판매	61.6	61.6	123.2
(-)민박계정	28.4	24.1	52.5
(-)해약	26.9	28.2	55.2
렌탈 순증	6.3	9.2	15.5
멤버십 순증	8.0	11.5	19.5
Total	14.3	20.7	35.0

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 1. 계정 순증 및 정수기 렌탈 판매 추이



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
연결매출액	2,531	1,824	2,031	2,347	2,670
매출원가	1,309	581	563	759	863
매출총이익	1,222	1,244	1,468	1,589	1,807
매출총이익률 (%)	48.3	68.2	72.3	67.7	67.7
판매비	941	955	1,146	1,198	1,375
판매비율 (%)	37.2	52.3	56.4	51.0	51.5
조정영업이익	282	289	323	391	432
조정영업이익률 (%)	11.1	15.8	15.9	16.7	16.2
가타영업손익	0	-55	-53	-70	-70
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
가타	0	-55	-53	-70	-70
영업이익	282	233	270	321	362
영업이익률 (%)	11.1	12.8	13.3	13.7	13.6
EBITDA	469	393	423	524	530
EBITDA마진율 (%)	18.5	21.5	20.8	22.3	19.8
순금융손익	-28	-24	-5	-5	-3
이자손익	-24	-24	-5	-5	-3
가타	-4	0	0	0	0
가타영업외손익	1	5	0	0	0
외환거래손익	5	-2	0	0	0
가타	-4	7	0	0	0
중속공동자배당관계기업관련손익	-2	3	6	0	0
세전이익	252	218	270	316	359
법인세	41	50	62	53	61
계속사업이익	211	167	208	263	299
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	211	167	208	263	299
당기순이익률 (%)	8.3	9.2	10.2	11.2	11.2
자배주주당순이익	177	167	198	247	280
비자배주주당순이익	33	0	10	16	18
가타포괄이익	0	-6	0	0	0
총포괄이익	0	161	208	263	299
총포괄이익률 (%)	0.0	8.8	10.2	11.2	11.2

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	2,301	2,166	2,564	3,197	3,633
EPS <sup>2</sup> (원)	2,734	2,166	2,699	3,407	3,872
BPS <sup>1</sup> (원)	7958	7,193	9,903	11,572	13,871
CPS (원)	6,355	6,203	5,360	7,007	6,991
DPS (원)	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
PER <sup>1</sup> (배)	17.5	16.9	13.6	10.9	9.6
PBR <sup>1</sup> (배)	5.1	5.1	3.5	3.0	2.5
PCR(배)	6.3	5.9	6.5	5.0	5.0
EV/EBITDA(배)	7.8	8.3	5.3	4.3	3.9
배당수익률 (%)	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0
성장성					
매출액증가율 (%)	10.1	-27.9	11.3	15.5	13.7
영업이익증가율 (%)	17.8	-17.2	15.6	19.0	12.8
EBITDA증가율 (%)	11.9	-16.3	7.6	24.0	1.2
순이익증가율 (%)	32.9	-20.8	24.6	26.2	13.7
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	14.0	-5.8	18.4	24.7	13.7
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	24.6	22.2	24.2	25.2	24.1
ROA (%)	11.0	9.2	14.6	20.8	18.4
ROIC (%)	18.4	15.7	30.5	53.4	54.3
안정성					
유동비율 (%)	124.7	99.0	206.3	183.4	144.6
부채비율 (%)	114.5	120.2	35.9	19.1	48.2
차입금/EBITDA(배)	1.1	1.4	0.1	0.0	0.3
이자보상배율(배)	9.6	10.9	61.4	80.7	161.6
활동성					
매출채권회전율(배)	8.8	7.3	11.7	21.7	20.4
재고자산회전율(배)	15.1	12.6	21.5	23.8	22.3
매입채무회전율(배)	17.1	17.4	41.7	49.3	41.1
총자산회전율(배)	1.3	1.0	1.4	1.9	1.6

주: <sup>1</sup>자배주주기준, <sup>2</sup>지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	1,111	1,052	505	658	827
유형자산	837	569	297	394	526
무형자산	151	183	130	170	195
투자자산	32	207	61	72	81
투자부동산	0	24	0	0	0
기타 비유동자산	92	69	17	22	25
유동자산	912	573	724	640	1,115
재고자산	186	104	85	112	127
유기증권	0	0	0	0	0
매출채권	294	205	142	75	187
가타유동자산	272	165	3	3	4
현금및현금성자산	159	98	494	450	797
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,023	1,625	1,229	1,297	1,941
비유동부채	349	308	-26	-141	-139
사채	50	177	-50	-50	-50
장기차입금	266	91	-50	-100	-100
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	33	41	74	9	11
유동부채	731	578	351	349	771
단기차입금	142	168	85	93	240
매입채무및기타채무	158	52	45	50	80
유동성장기부채	68	110	50	50	50
가타유동부채	363	248	170	156	400
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,080	887	325	208	631
자배주주지분	765	738	894	1,062	1,265
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	123	126	0	0	0
자본조정등	-26	-99	0	0	0
가타포괄이익누계액	-3	-6	-10	-10	-10
이익잉여금	630	676	863	1,031	1,234
비자배주주지분	179	0	10	27	45
자본총계	943	738	904	1,089	1,310

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	381	314	226	580	439
당기순이익	211	167	208	263	299
현금유출이없는비용 및 수익	279	311	205	278	241
유형자산및기타장비	162	152	153	203	168
무형자산장각비	25	8	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손실(이익)	1	0	0	0	0
이자비용(수익)	1	24	5	5	3
가타	90	128	47	70	70
영업활동으로인한자산부채변동	-109	-121	-182	45	-97
매출채권및기타채권인감소	34	-28	-142	67	-112
재고자산인감소	-80	-13	-85	-27	-15
매입채무및기타채무의증가	1	-6	45	4	30
가타	-64	-73	0	0	0
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	0	-43	-5	-5	-3
투자활동으로인한현금흐름	-297	-324	-658	-356	-337
투자자산의 감소(증가)	-7	-8	-61	-11	-9
유형자산의 감소	14	14	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	295	317	450	300	300
무형자산의 감소(증가)	-16	-7	-130	-40	-25
가타	-1	-9	-17	-5	-3
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	9	2	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-75	31	233	-269	-80
장기차입금의증가(감소)	116	27	-50	-50	0
사채의증가(감소)	50	123	-50	0	0
자본의 증가	4	0	41	0	0
가타	-62	-73	234	-150	-149
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-182	-45	57	-70	69
현금의 증가	5	24	494	-44	22
기초현금	154	75	0	494	450
기말현금	159	98	494	450	472

Compliance Notice

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

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

해당사항없음

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%			

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

웅진코웨이 [ 매수 / TP: 45,000 원 ]

