



# 웅진코웨이 (021240)

이선경  
(02) 3772-1568  
sunny.lee@goodi.com

김수현  
(02) 3772-1515  
sh.kim@goodi.com

## 영업권 영향 제외시 무난한 실적

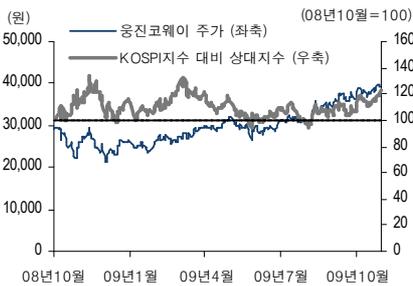
### 매수

주가 (11월 6일) **39,450원**  
적정주가 (% variance) **50,000원 (27.0%)**

- ◆ 3분기 실적, 영업권 영향 제외시 무난한 수치
- ◆ 렌탈과 멤버십 매출원가율 회복 중, 판매 수수료 제외한 판관비 양호하게 통제
- ◆ 중국법인 비수기에도 분기 최대 매출 갱신, 광고 증대 효과 4분기 이후 본격화
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 50,000원으로 상향

시가총액	3,042.6십억원
일평균 거래액	14,533백만원
52주 최고가/최저가	39,950원/21,350원

### 주가 추이



### 투자의견 및 적정주가 추이



**3분기 실적, 영업권 영향 제외시 무난한 수치** 웅진코웨이의 3분기 실적은 매출액 3,552억원(+7.7% YoY), 영업이익은 498억원(+0.8% YoY), 순이익은 370억원(+8.2% YoY)을 기록했다. 매출액은 당사 및 시장 기대에 부합했으나 영업이익과 순이익이 기대에 다소 미흡한 수치였다. 이는 웅진코웨이 비데 사업부의 흡수합병 과정에서 889억원의 영업권이 발생하며 3분기에 22억원의 영업권 상각 비용이 추가된 것이 주원인이다. 영업외에서는 중국법인 33억원, 웅진케미컬 22억원 등 총 55억원의 지분법 이익이 발생했으나 해외 매출채권 평가손실에 따른 외화환산손실 36억원과 자사주 매입등 단기자금 수요 증가에 따른 이자비용 증가로 세전이익은 영업이익과 같은 수치를 기록했다.

### 웅진코웨이 3분기 잠정실적

(십억원)	3Q09P	3Q08	YoY(%)	2Q09	QoQ(%)	SH	Var(%)	컨센서스
매출액	355.2	329.8	7.7	343.9	3.3	349.9	1.5	353.5
영업이익	49.8	49.4	0.8	48.6	2.5	51.3	(2.9)	52.0
세전이익	49.8	48.8	2.0	51.2	(2.7)	51.8	(3.9)	54.7
순이익	37.0	34.2	8.2	38.8	(4.6)	39.2	(5.6)	40.6
영업이익률(%)	14.0	15.0		14.1		14.7		14.7
세전이익률(%)	14.0	14.8		14.9		14.8		15.5
순이익률(%)	10.4	10.4		11.3		11.2		11.5

출처:웅진코웨이,신한금융투자

**렌탈과 멤버십 원가율은 회복, 일시불 판매수수료 증가** 부문별로는 렌탈 매출이 5% 성장한 반면 신상품 재렌탈 수요로의 대체 등으로 멤버십은 전년동기대비 4% 감소했다. 해외 경기 부진으로 수출의 본격적인 성장은 지연되고 있으나 일시불 매출이 전년동기대비 73%, 전분기 대비 91%로 크게 증가했다. 일시불 매출의 증가는 음식물 처리기 신제품 출시와 함께 판매조직에 대한 수수료 증가 유인책을 이용한 프로모션 실시의 결과이다. 음식물 처리기 판매 호조가 이어질지는

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익 (%)
2007	1,213.1	161.3	155.7	116.3	1,562	54.8	18.7	7.4	4.1	24.0	15.7	2.7
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	17.0	6.9	3.7	22.9	14.4	3.0
2009E	1,405.7	204.0	207.0	156.3	2,099	21.1	18.2	8.4	4.5	24.9	20.5	2.6
2010E	1,478.6	224.2	246.9	187.2	2,427	15.6	15.8	7.8	3.9	26.3	3.7	3.2
2011E	1,581.1	248.2	281.0	213.0	2,761	13.8	13.9	7.1	3.3	25.8	(7.7)	3.6

프로모션이 끝난 후 향후 1,2분기 추세를 지켜볼 필요가 있다.

매출원가를 살펴보면, 지난 분기 멤브레인 필터 교체 등에 따른 부품 비용 증가로 일시적으로 상승했던 렌탈원가율과 멤버십 원가율은 이전 수준으로 회복되는 모습이다. 반면, 환율하락으로 수출 원가율은 개선되지 못했고 판매수수료가 크게 증가한 일시불의 매출 원가율은 전분기 대비 7.3%p나 상승했다. 프로모션 등에 의한 수수료 증가에 따른 원가율의 변동성이 크지만 이를 제외한 기타 관관비는 양호하게 통제되고 있다. 일시불 판매수수료가 안정화되면 4분기 매출원가율이 추가 개선이 예상된다.

부문별 매출원가율		3Q09P	3Q08	YoY(%)	2Q09	QoQ(%)
(십억원)						
매출액	전체	355.2	329.8	7.7	343.9	3.3
	렌탈	267.3	254.5	5.0	266.0	0.5
	멤버십	33.7	35.2	(4.0)	33.6	0.6
	일시불	25.4	14.7	72.8	13.3	91.3
	수출	11.8	10.0	18.5	10.3	15.0
	기타(수처리,리빙 등)	16.9	15.4	9.5	20.8	(18.8)
매출원가	전체	113.2	101.4	11.6	112.3	0.8
	렌탈	73.9	69.6	6.2	75.7	(2.4)
	멤버십	10.1	10.5	(3.8)	10.8	(6.2)
	일시불	9.1	5.2	75.0	3.8	139.5
	수출 및 기타	20.1	16.1	24.8	22.0	(8.6)
	매출원가율(%)	전체	31.9	30.7		32.6
	렌탈	27.6	27.3		28.5	
	멤버십	29.9	29.9		32.1	
	일시불	35.8	35.3		28.6	
	수출 및 기타	70.0	63.4		70.8	
매출총이익	전체	242.0	228.4	6.0	231.6	4.5
	렌탈	193.4	184.9	4.6	190.3	1.6
	멤버십	23.6	24.7	(4.1)	22.8	3.8
	일시불	16.3	9.5	71.6	9.5	72.1
	수출 및 기타	8.6	9.3	(7.4)	9.1	(5.1)
	매출총이익률(%)	전체	68.1	69.3		67.4
	렌탈	72.4	72.7		71.5	
	멤버십	70.1	70.1		67.9	
	일시불	64.2	64.7		71.4	
	수출 및 기타	30.0	36.6		29.2	

출처:웅진코웨이,신한금융투자

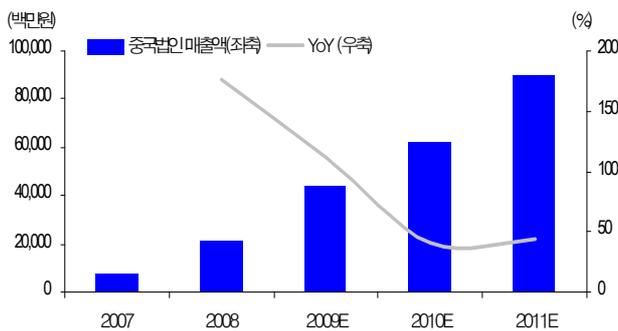
중국법인 비수기에도 분기 최대 매출 갱신, 광고 증대 효과 4분기 이후 본격화 기대를 모았던 중국법인의 3분기 지분법 이익은 33억원을 기록해 당사 추정인 27억원을 상회하는 수치를 기록했다. 화장품 매출액의 경우 3분기가 비수기임에도 불구하고 전분기대비 14% 증가해 5천 2백만 위안을 기록해 매출 기록을 경신했다. 중앙 CCTV광고 집행 외에도 산동성 지역 내 LED광고, 버스 광고 등으로 광고 선전비가 증가했고 산동성 외 지역으로의 지역권 확대를 위한 사업설명회의 증가 등에 따른 비용 지출로 매출 증가에도 화장품 부문 영업이익률은 39%로 전분기대비 감소했다. 그러나 마케팅 활동 강화는 4분기 이후 매출 성장에 기여해 이익률이 하락해도 전체 이익규모는 빠르게 증가할 전망이다.

중국법인 분기 실적						
단위-1,000 RMB		3Q09	3Q08	YoY(%)	2Q09	QoQ(%)
매출액	화장품	52,051	27,965	86.1	45,832	13.6
	환경가전	13,900	14,765	(5.9)	11,719	18.6
	총 계	65,951	42,730	54.3	57,551	14.6
영업이익	화장품	20,447	9,214.0	121.9	28,841.0	(29.1)
	환경가전	(395)	(1,389)	적자감소	(2,773)	적자감소
	총 계	20,052	7,825	156.3	26,068	(23.1)
영업이익률(%)	화장품	39.3	32.9		62.9	
	환경가전	(2.8)	(9.4)		(23.7)	
	총 계	30.4	18.3		45.3	

출처:웅진코웨이,신한금융투자

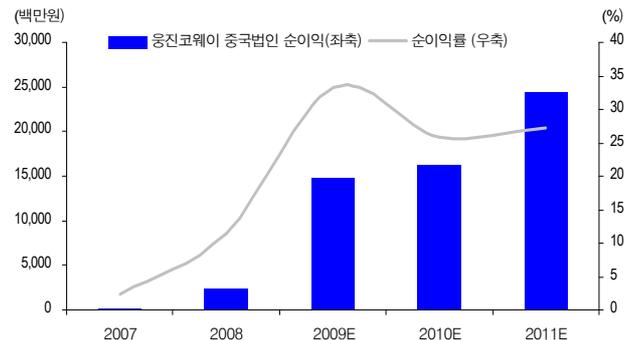
아래 그래프는 중국법인의 매출액과 순이익 추이 및 전망으로 2010년 매출액은 41% 성장할 것으로 예상된다. 2010년의 순이익 성장률이 매출 증가율에 비해 미미한 것은 2010년부터 면세혜택이 사라지고 50% 감면된 법인세를 부담해야하기 때문이다. 그러나 2011년부터 순이익 성장률이 다시 증가할 전망이다.

중국법인 매출액 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

중국법인 순이익 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

투자의견 매수, 적정주가 50,000원으로 상향 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하며 적정주가를 기존 45,000원에서 50,000원으로 상향한다. 기존 주력 사업부의 안정적인 성장이 지속되는 가운데 화장품 사업부문의 빠른 성장으로 주가는 이에 따른 가치 상승을 반영할 것으로 예상된다. 동사의 적정주가는 DCF를 통한 영업가치와 투자자산 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산출되었다. 동사의 적정주가 산출에 사용된 WACC는 9.0%로 Peer 그룹에 해당하는 아모레, 오리온 등의 적정주가 산출에 사용된 WACC가 8%대 인것에 비해 높아 보수적인 수치이다. Peer group 보다 높은 수익성과 현금창출력에도 불구하고 신규성장 동력의 부재가 약점으로 작용하며 밸류에이션 할인 요인으로 작용한 바 중국법인 이익 증대와 함께 이러한 할인은 점차 해소될 것으로 기대된다.

웅진코웨이 적정주가 산정

		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
영업이익	a	204.0	224.2	248.2	275.0	298.9
유무형자산감가상각비	b	151.6	160.3	156.6	154.7	153.2
렌탈폐기손실 등 비현금성 비용	c	57.1	57.5	59.5	62.2	64.1
EBITDA	a+b+c	412.7	442.0	464.3	491.8	516.1
유효세율(%)		24.5	24.2	24.2	24.2	24.2
EBITDA*(1-t)	A	311.6	335.1	352.0	372.8	391.2
(유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실)*t	B	51.1	52.7	52.3	52.5	52.6
순운전자본 증가(감소)	D	(6.1)	4.6	9.8	11.8	8.7
CAPEX	E	180.6	184.2	187.9	191.6	195.5
FCFF	A+B-C-D-E	188.2	198.9	206.6	221.9	239.6
Discount factor		0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
PV of FCFF		172.6	167.3	159.4	157.0	155.5
Total PV of FCFF(2013년 이후)	d	811.7				
Terminal value of end of 2013		4,087.7	영구성장률 3% 적용			
NPV of terminal value	e	2,652.1	WACC 9.0%			
Total firm value	d+e	3,463.9				
총차입금	f	216.3				
현금 및 현금성자산	g	81.3				
매도가능증권	h	3.4				
웅진케미컬시장가치	l	165.0	시가 30%할인			
중국법인 가치	j	299.0	2009년 예상 순이익*P/E 20배(지분을 100%)			
부진한 해외법인 잠재손실 금액	k	38.8	부진한 해외법인 청산시 예상손실			
Total value of equity	d+e-f+g+h+l+j-k	3,757.5				
총발행주식수(천주)		77,125				
자기주식수(천주)		1,350				
주당 가치(원)		49,588				
적정주가(원)		50,000				
현주가	2009-11-08	38,300				
상승여력(%)		30.5				
12개월 Forward EPS(원)		2,380				
12개월 Forward implied PER(배)		21.0				

출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,190.8</b>	<b>1,197.4</b>	<b>1,282.4</b>
유동자산	395.6	475.6	467.1	463.0	523.5
현금및현금성자산	28.5	76.1	75.1	67.0	117.5
단기투자자산	0.5	5.9	6.2	8.1	9.7
매출채권	117.9	149.8	142.5	147.9	158.1
재고자산	57.8	58.0	61.6	62.8	65.0
기타	190.9	185.8	181.7	177.3	173.2
비유동자산	540.5	595.8	723.7	734.4	759.0
투자자산	16.7	114.1	140.0	170.3	206.4
유형자산	388.7	356.4	379.3	376.5	375.7
무형자산	74.1	64.9	142.1	123.4	110.8
<b>부채총계</b>	<b>407.6</b>	<b>474.8</b>	<b>533.8</b>	<b>431.4</b>	<b>397.0</b>
유동부채	393.0	398.7	487.3	414.4	379.5
매입채무	25.8	34.2	36.5	38.4	41.1
단기차입금	92.0	107.8	86.3	73.3	58.7
유동성장기부채	20.0	0.0	100.0	30.0	0.0
기타	255.3	256.7	264.5	272.6	279.7
비유동부채	14.5	76.0	46.5	17.0	17.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	0.0	0.0
기타	14.5	16.0	16.5	17.0	17.5
<b>자본총계</b>	<b>528.5</b>	<b>596.6</b>	<b>657.0</b>	<b>766.0</b>	<b>885.4</b>
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	120.9	120.9	120.9
자본조정	4.9	6.2	(38.5)	(38.5)	(38.5)
기타포괄손익누계액	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	370.1	441.1	532.6	641.6	761.0
<b>총 차입금</b>	<b>112.0</b>	<b>167.8</b>	<b>216.3</b>	<b>103.3</b>	<b>58.7</b>
순차입금(순현금)	83.0	85.8	135.0	28.3	(68.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>283.3</b>	<b>304.8</b>	<b>362.6</b>	<b>381.3</b>	<b>393.8</b>
당기순이익	116.3	129.1	156.3	187.2	213.0
유형자산감가상각비	132.8	126.5	131.6	134.5	134.2
무형자산상각비	8.8	14.7	20.0	25.8	22.4
지분법손실(이익)	4.1	1.4	(20.7)	(27.0)	(32.5)
투자자산처분손실(이익)	(4.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	0.3	2.5	0.1	0.1	0.1
영업활동 자산,부채의 변동	(52.2)	(36.2)	(0.9)	(8.6)	(15.3)
기타	77.8	66.9	76.3	69.3	72.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(220.0)</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(257.9)</b>	<b>(202.0)</b>	<b>(204.5)</b>
단기투자자산의 감소(증가)	4.1	(4.2)	(0.3)	(1.9)	(1.6)
장기투자자산의 감소(증가)	0.8	(82.4)	(5.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산의 감소(증가)	(218.4)	(142.0)	(180.6)	(184.2)	(187.9)
기타	(6.5)	(26.4)	(72.0)	(13.0)	(12.0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>63.3</b>	<b>49.7</b>	<b>104.7</b>	<b>179.2</b>	<b>189.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(75.2)</b>	<b>(187.3)</b>	<b>(138.8)</b>
단기차입금 증가(감소)	(9.7)	15.8	(21.6)	(12.9)	(14.7)
유동성장기부채의 증가(감소)	(10.0)	(20.0)	100.0	(70.0)	(30.0)
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	0.0	60.0	(30.0)	(30.0)	0.0
자본증가(감소)	0.2	0.0	(13.7)	0.0	0.0
배당금 지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(78.1)	(93.6)
기타	(0.4)	0.1	(45.2)	3.7	(0.6)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(6.0)</b>	<b>47.6</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>50.5</b>
기초의 현금	34.5	28.5	76.1	75.1	67.0
기말의 현금	28.5	76.1	75.1	67.0	117.5
설비투자매출액 (%)	18.0	10.8	12.8	12.5	11.9
감가상각비/매출액 (%)	10.9	9.6	9.4	9.1	8.5
감가상각비/설비투자 (%)	60.8	89.1	72.9	73.0	71.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,405.7</b>	<b>1,478.6</b>	<b>1,581.1</b>
증가율 (%)	8.5	8.4	6.9	5.2	6.9
수출비중 (%)	0.0	0.0	3.4	4.2	4.8
매출원가	384.7	407.2	451.3	463.5	505.3
증가율 (%)	1.1	5.8	10.8	2.7	9.0
매출총이익	828.4	907.2	954.4	1,015.1	1,075.8
매출총이익률(%)	68.3	69.0	67.9	68.7	68.0
판매비와관리비	667.1	717.1	750.5	790.9	827.6
증가율 (%)	6.7	7.5	4.7	5.4	4.6
<b>영업이익</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>204.0</b>	<b>224.2</b>	<b>248.2</b>
증가율 (%)	43.7	17.9	7.3	9.9	10.7
영업이익률(%)	13.3	14.5	14.5	15.2	15.7
영업외수익(비용)	(5.6)	(5.4)	3.0	22.7	32.8
이자수익	1.6	3.3	2.9	4.6	6.0
이자비용	8.0	11.3	12.7	9.4	6.1
외화관련이익(손실)	0.9	10.5	(7.9)	(0.2)	(0.5)
자산처분이익(손실)	4.3	(2.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법이익(손실)	(4.1)	(1.4)	20.7	27.0	32.5
기타영업외수익(비용)	(0.3)	(3.9)	0.1	0.7	0.9
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>207.0</b>	<b>246.9</b>	<b>281.0</b>
법인세비용	39.4	55.7	50.7	59.8	68.0
계속사업이익	116.3	129.1	156.3	187.2	213.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>116.3</b>	<b>129.1</b>	<b>156.3</b>	<b>187.2</b>	<b>213.0</b>
증가율 (%)	55.2	11.0	21.1	19.8	13.8
당기순이익률(%)	9.6	9.8	11.1	12.7	13.5
EBITDA	302.9	331.3	355.6	384.5	404.8
증가율 (%)	20.8	9.4	7.3	8.1	5.3
<b>배당성장률 (%)</b>	<b>49.9</b>	<b>50.2</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>

주요 투자지표

12월 결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS (원)	1,562	1,734	2,099	2,427	2,761
Adj. EPS (원)	1,505	1,768	2,100	2,427	2,762
BPS (원)	7,100	8,016	8,518	9,932	11,480
DPS (원)	780	870	1,013	1,213	1,381
PER (배)	18.7	17.0	18.2	15.8	13.9
Adj. PER (배)	19.4	16.6	18.2	15.8	13.9
PBR (배)	4.1	3.7	4.5	3.9	3.3
PCR (배)	6.5	6.4	7.8	7.6	7.2
EV/EBITDA (배)	7.4	6.9	8.4	7.8	7.1
PEG (배)	1.2	1.0	1.3	1.3	1.5
배당수익률 (%)	2.7	3.0	2.6	3.2	3.6
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.5	15.2	15.7
EBITDA이익률 (%)	25.0	25.2	25.3	26.0	25.6
세전이익률(%)	12.8	14.1	14.7	16.7	17.8
순이익률 (%)	9.6	9.8	11.1	12.7	13.5
ROA (%)	12.8	12.9	13.8	15.7	17.2
ROE (%)	24.0	22.9	24.9	26.3	25.8
ROIC (%)	21.3	22.2	24.6	26.0	29.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	77.1	79.6	81.3	56.3	44.8
순부채비율 (%)	15.7	14.4	20.5	3.7	(7.7)
이자보상배율 (배)	20.1	16.8	16.0	24.0	40.9
<b>활동성</b>					
총자산회전률 (회)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
매출채권회전률 (회)	9.5	9.2	9.1	9.6	9.8
재고자산회전률 (회)	17.6	22.7	23.5	23.8	24.7
매입채무회전률 (회)	44.1	43.9	39.8	39.4	39.8
운전자본회전률 (회)	16.0	14.0	15.0	18.3	20.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급

매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하

(2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 :이선경, 김수현) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대해 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.