



# 웅진코웨이 (021240)

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

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

## 4분기 영업실적 양호, 최근 주가하락은 매수 기회

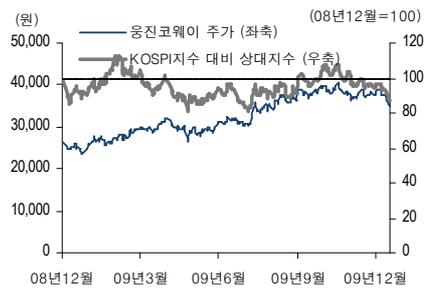
**매수**

주가 (01월 15일) **35,200원**  
 적정주가 (% variance) **50,000원 (42.0%)**

- ◆ 4분기 일시적 비용발생에도 양호한 실적
- ◆ 4분기 중국화장품 부문 매출 다소 부진하나 중장기적 성장성 유효
- ◆ 국내화장품 사업진출 유력, 그러나 투자부담 크지 않을 전망
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 50,000원 유지

시가총액	2,714.8십억원
일평균 거래액	10,958백만원
52주 최고가/최저가	40,550원/23,450원

### 주가 추이



### 투자의견 및 적정주가 추이



**4분기 일시적 비용발생에도 양호한 영업실적** 웅진코웨이의 4분기 실적은 매출액 3,710억원(+9.0% YoY), 영업이익 558억원(+15.8% YoY), 영업이익률 15.0%로 예상된다. 공기청정기 판매 호조가 수출 부진을 만회하며 매출액은 컨센서스에 부합하고 계정당 부품 비용 하락과 판매수수료 감소로 영업이익은 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 특히 웅진해피울 등 인력 구조조정에 따른 퇴직위로금 45억과 본사 이전에 따른 이사 비용 등 일시적 비용이 대거 발생했음에도 영업이익률이 15%에 달했는데 일시적 비용을 제외하면 16%가 넘는 호조세로 추정된다. 양호한 순주문과 더불어 렌탈해약률도 전분기 1.05%에서 1.02%로 더욱 낮아지는 등 렌탈사업의 호조가 이어지고 있다.

**4분기 중국화장품 부문 매출 다소 부진하나 중장기적 성장성 유효** 4분기 중국법인의 화장품 매출은 4천 2백만 위안으로 국경일 연휴, 자체 시상식 행사 등으로 인한 영업일수 감소, 추운 날씨, 위안화 환율 하락의 영향으로 시장의 기대에 다소 하회한 것으로 보인다. 그러나 광고비 증가에도 순이익률은 35%로 양호한 것으로 추정된다. 중국 화장품 시장의 높은 성장성과 동사의 신방관 채널의 경쟁력을 감안하면 비수기가 끝나는 3월 이후 광동성 등 신규 지역의 대리상 및 점포 확대를 기대해 볼 수 있다. 한편, 회사는 11월부터 에스체 브랜드로 SASA 매장에 입점하며 시판 채널에 진출했다. 현재 베이징 6개 매장을 포함 총 13개 매장에 입점해 있는데 초기 비비크림과 색조 라인 몇가지 제품만으로 입점했으나 반응이 좋아 1월부터 기초라인을 추가하고 있다. 또한, SASA 매장 외에도 세포라 등 종합화장품 매장 진출을 확대하기 위해 노력할 계획이다. 이러한 지역 및 채널확대에 힘입어 2010년에도 중국법인의 화장품 매출은 40%의 고성장이 예상된다.

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	순부채비	배당수익률
							(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)
2007	1,213.1	161.3	155.7	116.3	1,562	54.8	18.8	7.5	4.1	24.0	15.7	2.7
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	18.5	7.5	4.0	22.9	14.4	2.7
2009	1,411.5	202.9	205.0	153.9	2,068	19.3	17.9	8.2	4.3	24.3	22.0	2.7
2010E	1,495.2	235.1	245.5	183.6	2,381	15.1	14.8	6.9	3.5	25.3	4.4	3.4
2011E	1,578.6	255.5	273.8	205.4	2,663	11.8	13.2	6.4	3.0	24.6	(7.6)	3.8

고기능성 방판제품으로 국내화장품 사업진출 유력, 투자부담 크지 않을 전망 동사의 국내 화장품 진출이 유력시되며 이와 관련 무리한 투자에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나 동사는 국내 화장품 시장 진출을 한다면 고기능 특수 제품군 위주로 시판이 아닌 방판 시장에 한정할 것을 분명히 하고 있으며 공장의 경우 직접 투자가 아닌 국내 화장품 업체의 유희설비를 임대하는 방식으로 투자 부담을 최소화할 계획이다. 화장품 시장 진출시 회사가 계획한 2010년 투자비용은 150억 내외로 렌탈사업 호조와 연말 인력 구조조정에 따른 비용절감 효과를 감안할 시 큰 부담이 되지 않을 전망이다. 방판의 특성상 광고비 지출은 미미하며 제품개발도 끝나 대부분의 투자는 방판 인력 모집과 교육 등 판매조직 정비에 쓰일 것으로 보여진다. 코디조직을 통한 홍보 등으로 고객에 대한 점점 확보는 수월할 것으로 보여져 무리한 투자가 필연적으로 수반되는 구조가 아니라는 점에서 지나친 우려는 경계할 필요가 있다. 당사는 회사의 국내 화장품 사업에 대한 계획이 아직 확정되지 않아 실적에는 반영하지 않았으나 대규모 투자가 없는 한 실적에 미치는 영향은 미미할 것으로 예상하고 있다.

투자의견 매수, 적정주가 50,000원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 50,000원을 유지한다. 최근 동사의 주가는 중국 화장품 매출 부진 및 국내 화장품 시장 진출과 쿠크홈시스의 정수기 시장 진입에 대한 우려 등으로 부진한 모습이다. 그러나 중장기적으로 중국 화장품 시장의 성장에 따른 동사의 신방판 채널 확대는 지속될 전망이며 국내화장품 사업에 대한 투자 부담도 크지 않아 우려할 요인이 아니다. 쿠크홈시스의 저가 시장 진출은 이미 홈쇼핑 등을 통해 유사한 가격대 모델을 판매하고 있는 동양매직 등 3~4위권 업체들에게는 위협이 될 수 있으나 높은 브랜드 인지도와 고객서비스로 차별화된 고객층을 보유하고 있는 웅진코웨이에게 위협이 되지는 않을 전망이다. 단기적으로 중국 화장품 매출 호조에 의한 catalyst가 다소 둔화되었더라도 현주가는 동사의 중국화장품 사업에 대한 기대감이 반영되기 이전 수준이다. 따라서 최근의 주가하락은 중장기적 성장성을 감안한 매수 기회로 삼아야 할 것이다.

대차대조표

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,212.0</b>	<b>1,215.6</b>	<b>1,293.6</b>
유동자산	395.6	475.6	480.8	480.1	541.7
현금및현금성자산	28.5	76.1	67.2	65.2	120.2
단기투자자산	0.5	5.9	6.2	8.1	9.7
매출채권	117.9	149.8	150.8	149.5	157.9
재고자산	57.8	58.0	58.0	63.5	64.9
기타	190.9	185.8	198.6	193.8	189.1
비유동자산	540.5	595.8	731.2	735.6	751.9
투자자산	16.7	114.1	134.7	157.1	182.7
유형자산	388.7	356.4	380.5	379.2	380.4
무형자산	74.1	64.9	143.4	124.5	111.9
<b>부채총계</b>	<b>407.6</b>	<b>474.8</b>	<b>539.4</b>	<b>436.3</b>	<b>400.7</b>
유동부채	393.0	398.7	492.8	419.3	383.2
매입채무	25.8	34.2	36.7	38.9	41.0
단기차입금	92.0	107.8	91.7	77.9	62.3
유동성장기부채	20.0	0.0	100.0	30.0	0.0
기타	255.3	256.7	264.5	272.5	279.9
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>672.7</b>	<b>779.4</b>	<b>892.9</b>
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	138.9	138.9	138.9
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	530.3	636.9	750.5
<b>총 차입금</b>	<b>112.0</b>	<b>167.8</b>	<b>221.7</b>	<b>107.9</b>	<b>62.3</b>
순차입금(순현금)	83.0	85.8	148.3	34.6	(67.5)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>283.3</b>	<b>304.8</b>	<b>357.5</b>	<b>388.7</b>	<b>397.1</b>
당기순이익	116.3	129.1	153.9	183.6	205.4
유형자산감가상각비	132.8	126.5	132.0	135.4	135.9
무형자산상각비	8.8	14.7	20.0	26.1	22.6
지분법손실(이익)	4.1	1.4	(15.5)	(19.0)	(22.0)
투자자산처분손실(이익)	(4.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	0.3	2.5	0.3	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(52.2)	(36.2)	(5.5)	(5.9)	(13.1)
기타	77.8	66.9	72.2	68.5	68.3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(220.0)</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(266.5)</b>	<b>(202.7)</b>	<b>(205.1)</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)	(181.2)	(184.8)	(188.5)
기타	(6.5)	(26.4)	(80.0)	(13.0)	(12.0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>63.3</b>	<b>49.7</b>	<b>91.1</b>	<b>186.0</b>	<b>192.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(69.8)</b>	<b>(188.0)</b>	<b>(137.0)</b>
단기차입금 증가(감소)	(9.7)	15.8	(16.2)	(13.8)	(15.6)
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)	(77.0)	(91.8)
기타	(0.4)	0.1	(45.2)	2.7	0.4
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(6.0)</b>	<b>47.6</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>55.0</b>
기초의 현금	34.5	28.5	76.1	67.2	65.2
기말의 현금	28.5	76.1	67.2	65.2	120.2
설비투자매출액 (%)	18.0	10.8	12.8	12.4	11.9
감가상각비/매출액 (%)	10.9	9.6	9.4	9.1	8.6
감가상각비/설비투자 (%)	60.8	89.1	72.9	73.3	72.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,411.5</b>	<b>1,495.2</b>	<b>1,578.6</b>
증가율 (%)	8.5	8.4	7.4	5.9	5.6
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	4.0	4.4
매출원가	384.7	407.2	456.4	478.3	514.5
증가율 (%)	1.1	5.8	12.1	4.8	7.6
매출총이익	828.4	907.2	955.1	1,017.0	1,064.1
매출총이익률(%)	68.3	69.0	67.7	68.0	67.4
판매비와관리비	667.1	717.1	752.2	781.8	808.6
증가율 (%)	6.7	7.5	4.9	3.9	3.4
<b>영업이익</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>202.9</b>	<b>235.1</b>	<b>255.5</b>
증가율 (%)	43.7	17.9	6.7	15.9	8.7
영업이익률(%)	13.3	14.5	14.4	15.7	16.2
영업외수익(비용)	(5.6)	(5.4)	2.1	10.4	18.4
이자수익	1.6	3.3	3.1	3.0	4.1
이자비용	8.0	11.3	11.9	9.1	6.1
외화관련이익(손실)	0.9	10.5	(4.9)	(1.2)	0.0
자산처분이익(손실)	4.3	(2.5)	(0.3)	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(4.1)	(1.4)	15.5	19.0	22.0
기타영업외수익(비용)	(0.3)	(3.9)	0.5	(1.4)	(1.6)
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>205.0</b>	<b>245.5</b>	<b>273.8</b>
법인세비용	39.4	55.7	51.1	61.9	68.5
계속사업이익	116.3	129.1	153.9	183.6	205.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>116.3</b>	<b>129.1</b>	<b>153.9</b>	<b>183.6</b>	<b>205.4</b>
증가율 (%)	55.2	11.0	19.3	19.3	11.8
당기순이익률(%)	9.6	9.8	10.9	12.3	13.0
EBITDA	302.9	331.3	355.0	396.6	414.0
증가율 (%)	20.8	9.4	7.1	11.7	4.4
<b>배당성향(%)</b>	<b>49.9</b>	<b>50.2</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>

주요 투자지표

12월결산	2007	2008	2009	2010E	2011E
EPS (원)	1,562	1,734	2,068	2,381	2,663
Adj. EPS (원)	1,505	1,768	2,072	2,381	2,663
BPS (원)	7,100	8,016	8,722	10,105	11,577
DPS (원)	780	870	998	1,191	1,331
PER (배)	18.8	18.5	17.9	14.8	13.2
Adj. PER (배)	19.5	18.2	17.9	14.8	13.2
PBR (배)	4.1	4.0	4.3	3.5	3.0
PCR (배)	6.5	7.0	7.6	6.9	6.6
EV/EBITDA (배)	7.5	7.5	8.2	6.9	6.4
PEG (배)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.4
배당수익률 (%)	2.7	2.7	2.7	3.4	3.8
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.4	15.7	16.2
EBITDA이익률 (%)	25.0	25.2	25.1	26.5	26.2
세전이익률(%)	12.8	14.1	14.5	16.4	17.3
순이익률 (%)	9.6	9.8	10.9	12.3	13.0
ROA (%)	12.8	12.9	13.5	15.1	16.4
ROE (%)	24.0	22.9	24.3	25.3	24.6
ROIC (%)	21.3	22.2	23.7	25.6	28.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	77.1	79.6	80.2	56.0	44.9
순부채비율 (%)	15.7	14.4	22.0	4.4	(7.6)
이자보상배율 (배)	20.1	16.8	17.0	26.0	41.7
<b>활동성</b>					
총자산회전률 (회)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
매출채권회전률 (회)	9.5	9.2	8.9	9.4	9.7
재고자산회전률 (회)	17.6	22.7	24.3	24.6	24.6
매입채무회전률 (회)	44.1	43.9	39.8	39.6	39.5
운전자본회전률 (회)	16.0	14.0	13.5	14.8	16.9

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. (작성: 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 상기 회사가 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 중립의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대어, 재배포될 수 없습니다.