



# 웅진코웨이 (021240)

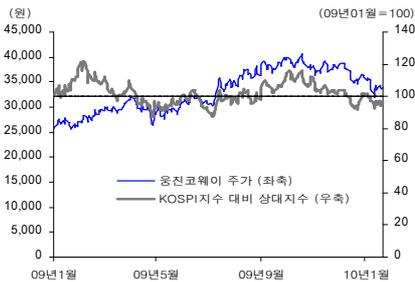
이선경  
(02) 3772-1568  
sunny.lee@goodi.com

## 매수

주가 (2월 19일) **33,800원**  
적정주가 (% variance) **50,000원 (47.9%)**

시가총액 2,606.8십억원  
일평균 거래액 10,937백만원  
52주 최고가/최저가 40,550원/26,000원

## 주가 추이



## 투자 의견 및 적정주가 추이



## 지나치기에는 너무나 가까운 매수 기회

- ◆ 4분기 영업실적 호조, 웅진케미칼로 인해 지분법 이익은 다소 부진
- ◆ 렌탈, 멤버십, 일시불 모두 원가율 개선, 양호한 판관비 통제
- ◆ 중국법인 실적에 대한 지나친 우려 경계, 중장기적 성장성에 주목
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지

4분기 영업실적 호조, 웅진케미칼로 인해 지분법 이익은 다소 부진 웅진코웨이의 4분기 실적은 매출액 3,714억원(+9.2% YoY), 영업이익은 571억원(+18.5% YoY)의 양호한 영업 실적을 기록했다. 4분기에는 특히 공기청정기 주문이 호조를 보여 렌탈 순주문 7만 3천건(+26% YoY), 일시불 3만 7천건(+1,064% YoY)으로 전체 매출 성장을 견인했다. 영업이익률은 인력 구조조정과 이사비용 등 약 75억원의 일회성 비용에도 불구하고 15.4%의 호조를 기록했는데 일회성 비용 제외시 17.5%의 높은 이익률이다. 영업이익 호조에도 순이익은 403억원(+7.2% YoY)으로 시장 및 당사의 추정을 소폭 하회한 것은 지난해 4분기 61억원의 이익을 기록한 웅진케미칼로부터 2억원의 지분법 손실이 주원인이다. 중국법인은 29억원의 지분법 이익을 기록해 당사 추정인 30억원에 부합했고 위안화 가치 하락을 감안하면(2008년 4분기 199원/위안, 2009년 4분기 171원/위안) 양호한 수치이다.

### 웅진코웨이 4분기 실적

(십억원)	4Q09P	4Q08	YoY(%)	3Q09	QoQ(%)	SH	Var(%)	Cons.	2009P	2008	YoY(%)
매출액	3714	3403	9.2	3552	4.6	370.1	0.4	370.4	1,411.9	1,314.4	7.4
영업이익	57.1	48.2	18.5	49.8	14.7	55.8	2.3	54.5	204.3	190.1	7.5
세전이익	53.1	55.1	(3.6)	49.8	6.6	55.4	(4.2)	56.9	202.7	184.8	9.7
순이익	40.3	37.6	7.2	37.1	8.7	41.0	(1.7)	41.5	153.3	129.1	18.7
영업이익률(%)	15.4	14.2		14.0		15.1		14.7	14.5	14.5	
세전이익률(%)	14.3	16.2		14.0		15.0		15.4	14.4	14.1	
순이익률(%)	10.8	11.1		10.4		11.1		11.2	10.9	9.8	

출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈, 멤버십, 일시불 모두 원가율 개선, 양호한 판관비 통제 3분기에 이어 4분기에 도 일시불 판매가 호조를 보여 전년동기대비 89.8% 증가했다. 3분기 음식물 처리기 판매가 프로모션에 의한 것으로 판매수수료를 상승으로 이익면으로는 기여가 없었다면 4분기 일시불 판매는 프로모션 없이 음식물 처리기보다 원가율

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
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	18.4	7.7	4.0	22.9	14.4	2.7
2009P	1,411.9	204.3	202.8	153.3	2,060	18.8	15.5	7.3	3.7	24.2	22.0	3.1
2010E	1,495.8	230.9	239.2	181.3	2,350	14.1	13.6	6.4	3.2	25.0	7.8	3.7
2011E	1,606.9	257.8	275.4	208.7	2,707	15.2	11.8	5.8	2.7	25.0	(5.0)	4.2

이 낮은 공기청정기 판매가 호조를 보이는데 따른 것으로 일시불 매출원가율도 크게 개선되며 이익면에도 기여하는 모습이었다.

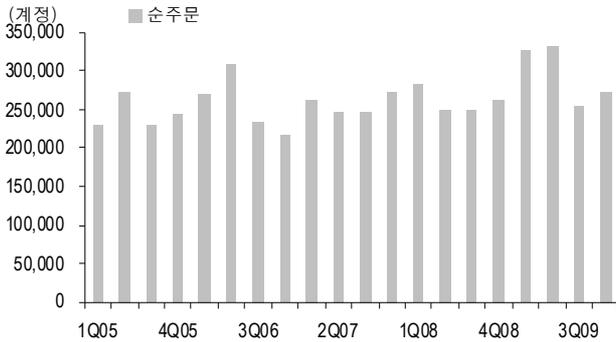
렌탈계정도 공기청정기 판매호조와 1.04%의 낮은 월평균 계약률에 힘입어 전분기대비 5만 4천계정(+1.4%), 전년동기대비 25만 9천 계정(+7.9%)로 지속적인 증가세가 이어졌다. 렌탈계정의 증가세에 비해 렌탈매출은 전년동기대비 3.1% 증가, 전분기대비 0.4%로 다소 부진한데 이는 ▲신규고객의 의무사용기간이 2년으로 증가하면서 초기 렌탈 매출료를 인하한 효과와 ▲정수기에 비해 렌탈료가 낮은 청정기의 비중 증가에 따른 영향으로 추정된다. 멤버십 계정도 전년동기대비 4.9% 전분기대비 4.0% 증가한 80만 6천 계정을 기록했는데 멤버십 매출은 전분기대비로는 증가했으나 전년동기대비해서는 감소했다. 이는 일시불 호조와 관련이 깊다. 멤버십 계정은 1년간 무상으로 서비스를 제공받을 수 있는 일시불 계정을 포함하고 있는데 2009년 멤버십 계정 증가는 3분기 음식물 처리기 및 4분기 공기청정기 일시불 판매호조가 주요인으로 이들 일시불 계정의 증가로 3분기와 4분기 렌탈료 ASP가 전년동기대비 감소했기 때문이다.

해피올과 쿠첸 합병에 따른 설치수당 및 비데 원가 하락과 프로모션의 미실시로 판매수수료율이 하락하며 렌탈, 멤버십, 일시불 모두 매출원가율이 개선되고 있는 모습이 긍정적이다. 또한 광고선전비 감소, 계약률 하락에 따른 폐기손실 감소 등으로 판관비도 양호하게 통제되면서 영업이익률은 전분기대비 1.4%p, 전년동기대비 1.2%p 상승했다.

웅진코웨이 4분기 부문별 실적		4Q09P	4Q08	YoY(%)	3Q09	QoQ(%)
(십억원)						
매출액	전체	371.4	340.3	9.2	355.2	4.6
	렌탈	266.2	258.2	3.1	267.3	(0.4)
	멤버십	34.8	35.4	(1.7)	33.7	3.1
	일시불	27.9	14.7	89.8	25.4	9.7
	수출	14.6	14.5	0.7	11.8	23.7
	수처리	9.5	2.7	255.9	2.4	296.5
	기타	18.4	14.8	24.3	14.5	26.9
매출원가	전체	122.4	109.4	11.9	113.2	8.1
	렌탈	71.7	71.5	0.2	73.9	(3.0)
	멤버십	9.9	10.2	(3.3)	10.1	(2.0)
	일시불	7.9	5.6	41.1	9.1	(13.2)
	수출	10.6	8.7	21.8	7.8	35.9
	수처리	7.2	2.1	242.9	1.8	300.0
	기타	15.1	11.2	34.8	10.5	43.8
매출원가율(%)	전체	33.0	32.1		31.9	
	렌탈	26.9	27.7		27.6	
	멤버십	28.4	28.9		29.9	
	일시불	28.3	38.1		35.8	
	수출	72.6	60.0		66.1	
	수처리	75.6	78.5		74.9	
	기타	45.8	38.2		39.9	
매출총이익		249.0	230.9	7.8	242.0	2.9
매출총이익률(%)		67.0	67.9		68.1	
판관비		191.9	182.7	5.0	192.2	(0.1)
판관비/매출액(%)		51.7	53.7		54.1	
영업이익		57.1	48.2	18.5	49.8	14.7
영업이익률		15.4	14.2		14.0	

출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈 순주문 꾸준히 유입



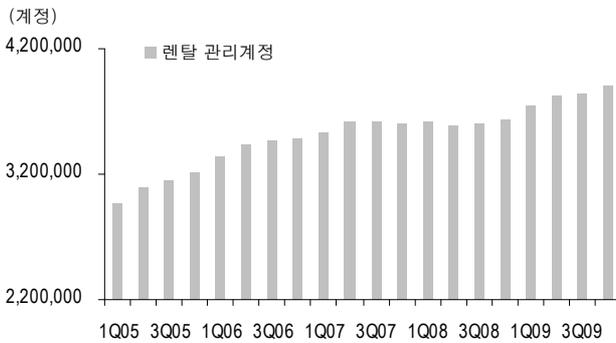
출처:웅진코웨이,신한금융투자

해약률 낮은 수준에서 유지



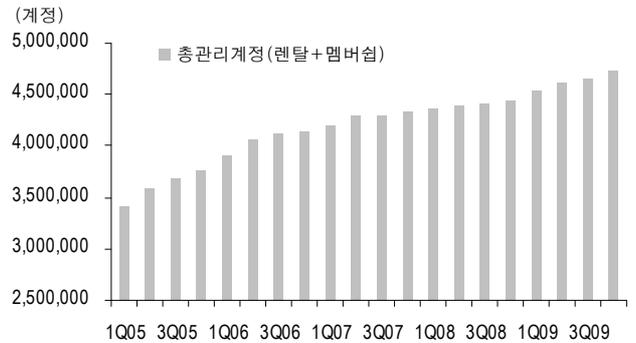
출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈 계정 지속적인 증가



출처:웅진코웨이,신한금융투자

렌탈+멤버십 총 관리 계정 꾸준히 증가



출처:웅진코웨이,신한금융투자

중국법인 실적에 대한 지나친 우려 경계, 중장기적 성장성에 주목 중국법인의 실적은 최근 우려했던 것에 비해서는 양호한 실적을 기록해 당사의 기존 추정치인 지분법 이익 30억원에 부합하는 29억원의 이익을 기록했다. 4분기는 추운날씨로 인해 방문객이 감소하기 쉬워 통상 3분기에 비해 성장률이 둔화되는데 이에 따라 4분기 화장품 매출액은 위안화 기준으로 전분기대비 23% 감소했다. 그러나 전년동기대비 65% 성장해 여전히 고성장세를 이어가고 있다. 화장품 영업이익률은 36.3%로 다소 하락했는데 이는 TV, 버스랩핑 등의 광고 확대, 신규지역 확장을 위한 설명회 개최, 점포 교육 강화 및 매뉴얼 작성 등을 위한 판관비 지출이 증가했기 때문이다.

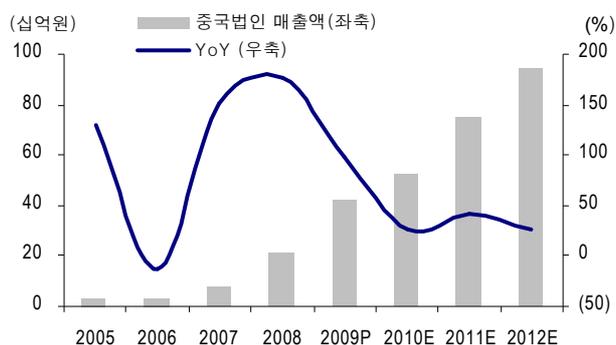
회사는 셀라트 라인에 전류패치 등으로 기능성을 강화한 제품 및 마사지 전용 18개 품목 등 신제품 라인업을 증대시키고 기존 점포의 교육 활동을 강화해 점포당 생산성 향상에 힘쓰고 있다. 한편, 지역 커버리지 확장을 위한 설명회 개최, 광고 증대 등의 마케팅 활동의 성과는 춘절이 끝나고 날씨가 풀리는 3월 이후부터는 신규 점포 확대를 가져올 것으로 기대된다.

4분기 중국 법인 실적									
('000 RMB)		4Q09	4Q08	YoY(%)	3Q09	QoQ(%)	2009	2008	YoY(%)
매출액	화장품	40,243	24,411	64.9	52,051	(22.7)	165,968	86,115	92.7
	환경가전	18,133	14,360	26.3	13,900	30.5	56,507	45,164	25.1
	총 계	58,376	38,771	50.6	65,951	(11.5)	222,475	131,279	69.5
영업이익	화장품	14,616	9,712	50.5	20,447	(28.5)	75,031	31,096	141.3
	환경가전	178	(5,040)	흑전	(395)	흑전	(3,065)	(11,272)	적자
	총 계	14,794	4,672	216.7	20,052	(26.2)	71,966	19,824	263.0
영업이익률(%)	화장품	36.3	39.8		39.3		45.2	36.1	
	환경가전	1.0	(35.1)		(2.8)		(5.4)	(25.0)	
	총 계	25.3	12.1		30.4		32.3	15.1	

출처:웅진코웨이,신한금융투자

중국 화장품 시장의 높은 잠재 성장성과 동사의 조직 및 인력 관리 능력, 마케팅 능력 등을 감안할 때 향후 3년간 동사의 화장품 매출액은 연평균 43% 고성장이 예상된다. 화장품 매출 호조로 중국법인의 매출액은 연평균 36% 성장에 예상되며 마케팅비 증가에도 불구하고 투자부담이 낮아 30%의 높은 영업이익률을 유지에도 문제가 없을 전망이다.

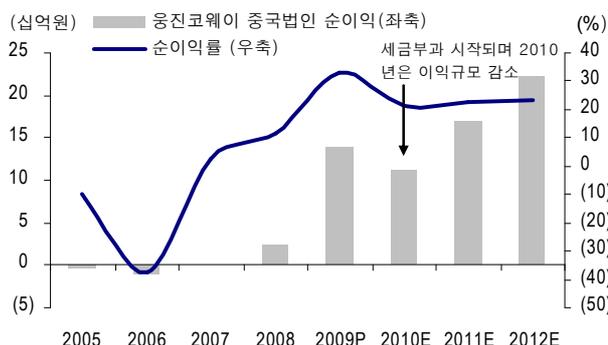
중국법인 매출액 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

주: 환율 170원/위안으로 고정

중국법인 순이익 추이 및 전망



출처:웅진코웨이,신한금융투자

주: 환율 170원/위안으로 고정

투자 의견 매수, 적정주가 5만원 유지 웅진코웨이에 대해 투자 의견 매수와 적정주가 5만원을 유지한다. 양호한 순주문 유입과 낮은 해약률로 렌탈 계정이 꾸준히 증가하는 가운데 원가 개선과 판매비 통제로 영업활동 현금창출 규모가 꾸준히 증대되고 있다. 2010년은 미래 성장동력 확보를 위한 원년으로 중국 화장품 사업 강화 외에도 M&A 등을 통한 수처리 사업 확대, 국내 화장품 시장의 가능성 모색 등이 활발하게 이루어질 계획이다. 신규사업 확대에도 불구하고 투자부담은 제한적으로 화장품 사업과 관련 100억원의 손실을 반영했음에도 2010년 영업이익률은 15.4%로 2009년 대비 0.9%p 개선되고 영업이익은 13.1% 증가한 2,309억원에 이를 것으로 전망한다. 최근의 주가 부진은 신규사업 확대에 대한 지나친 경계의 시각과 중국 화장품 법인 실적에 대한 오해에서 비롯된 것이다. Core business의 양호한 성장 및 수익 강화와 중장기적 신규사업 확대 가능성을 감안할 시 최근의 주가 부진을 적극적인 매수 기회로 삼아야 한다는 판단이다.

대차대조표

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010E	2011E
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,211.4</b>	<b>1,213.3</b>	<b>1,296.6</b>
유동자산	395.6	475.6	481.1	454.3	522.7
현금및현금성자산	28.5	76.1	67.4	39.4	97.2
단기투자자산	0.5	5.9	6.2	8.1	9.7
매출채권	117.9	149.8	150.9	149.6	160.7
채고자산	57.8	58.0	58.0	63.5	66.0
기타	190.9	185.8	198.6	193.8	189.2
비유동자산	540.5	595.8	730.3	759.0	773.9
투자자산	16.7	114.1	133.2	175.8	201.4
유형자산	388.7	356.4	381.1	383.9	383.7
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>436.7</b>	<b>401.8</b>
유동부채	393.0	398.7	492.8	419.7	384.3
매입채무	25.8	34.2	36.7	38.9	41.8
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	272.9	280.2
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>672.0</b>	<b>776.7</b>	<b>894.8</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	529.6	634.2	752.3
<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	148.1	60.5	(44.5)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010E	2011E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>283.3</b>	<b>304.8</b>	<b>358.2</b>	<b>385.1</b>	<b>398.9</b>
당기순이익	116.3	129.1	153.3	181.3	208.7
유형자산감가상각비	132.8	126.5	132.3	137.1	137.0
무형자산상각비	8.8	14.7	20.0	26.1	22.6
지분법손실(이익)	4.1	1.4	(14.0)	(17.2)	(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)	(6.0)	(16.3)
기타	77.8	66.9	71.9	63.8	68.7
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(220.0)</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(266.5)</b>	<b>(224.7)</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)	(25.0)	(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>91.7</b>	<b>160.4</b>	<b>193.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(69.8)</b>	<b>(188.4)</b>	<b>(135.9)</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)	(76.7)	(90.6)
기타	(0.4)	0.1	(45.2)	2.0	0.3
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(6.0)</b>	<b>47.6</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(28.0)</b>	<b>57.8</b>
기초의 현금	34.5	28.5	76.1	67.4	39.4
기말의 현금	28.5	76.1	67.4	39.4	97.2
설비투자매출액 (%)	18.0	10.8	12.8	12.4	11.7
감가상각비/매출액 (%)	10.9	9.6	9.4	9.2	8.5
감가상각비/설비투자 (%)	60.8	89.1	73.0	74.2	72.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,495.8</b>	<b>1,606.9</b>
증가율 (%)	8.5	8.4	7.4	5.9	7.4
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	4.0	4.0
매출원가	384.7	407.2	460.1	473.7	507.7
증가율 (%)	1.1	5.8	13.0	3.0	7.2
매출총이익	828.4	907.2	951.8	1,022.1	1,099.2
매출총이익률(%)	68.3	69.0	67.4	68.3	68.4
판매비와관리비	667.1	717.1	747.6	791.2	841.4
증가율 (%)	6.7	7.5	4.2	5.8	6.3
<b>영업이익</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>204.3</b>	<b>230.9</b>	<b>257.8</b>
증가율 (%)	43.7	17.9	7.4	13.1	11.6
영업이익률(%)	13.3	14.5	14.5	15.4	16.0
영업외수익(비용)	(5.6)	(5.4)	(1.5)	8.2	17.6
이자수익	1.6	3.3	3.1	2.4	3.0
이자비용	8.0	11.3	12.6	9.9	6.3
외화관련이익(손실)	0.9	10.5	(5.4)	(2.3)	0.0
자산처분이익(손실)	4.3	(2.5)	(0.3)	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(4.1)	(1.4)	14.0	17.2	22.0
기타영업외수익(비용)	(0.3)	(3.9)	(0.3)	0.8	(1.1)
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>202.8</b>	<b>239.2</b>	<b>275.4</b>
법인세비용	39.4	55.7	49.5	57.9	66.6
계속사업이익	116.3	129.1	153.3	181.3	208.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>116.3</b>	<b>129.1</b>	<b>153.3</b>	<b>181.3</b>	<b>208.7</b>
증가율 (%)	55.2	11.0	18.8	18.2	15.2
당기순이익률(%)	9.6	9.8	10.9	12.1	13.0
EBITDA	302.9	331.3	356.5	394.1	417.5
증가율 (%)	20.8	9.4	7.6	10.6	5.9
<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

12월결산	2007	2008	2009P	2010E	2011E
EPS (원)	1,562	1,734	2,060	2,350	2,707
Adj. EPS (원)	1,505	1,768	2,063	2,350	2,707
BPS (원)	7,100	8,016	8,714	10,070	11,602
DPS (원)	780	870	994	1,175	1,353
PER (배)	18.7	17.0	15.6	14.4	12.5
Adj. PER (배)	19.4	16.6	15.6	14.4	12.5
PBR (배)	4.1	3.7	3.7	3.4	2.9
PCR (배)	6.5	6.4	6.6	6.7	6.3
EV/EBITDA (배)	7.4	6.9	7.1	6.8	6.1
PEG (배)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.3
배당수익률 (%)	2.7	3.0	3.1	3.5	4.0
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.5	15.4	16.0
EBITDA이익률 (%)	25.0	25.2	25.3	26.4	26.0
세전이익률 (%)	12.8	14.1	14.4	16.0	17.1
순이익률 (%)	9.6	9.8	10.9	12.1	13.0
ROA (%)	12.8	12.9	13.4	15.0	16.6
ROE (%)	24.0	22.9	24.2	25.0	25.0
ROIC (%)	21.3	22.2	24.0	25.3	29.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	77.1	79.6	80.3	56.2	44.9
순부채비율 (%)	15.7	14.4	22.0	7.8	(5.0)
이자보상배율 (배)	20.1	16.8	16.2	23.3	41.0
<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	9.8
재고자산회전률 (회)	17.6	22.7	24.3	24.6	24.8
매입채무회전률 (회)	44.1	43.9	39.8	39.6	39.8
운전자본회전률 (회)	16.0	14.0	13.5	14.9	17.0

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) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 중간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 잠재적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 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 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.