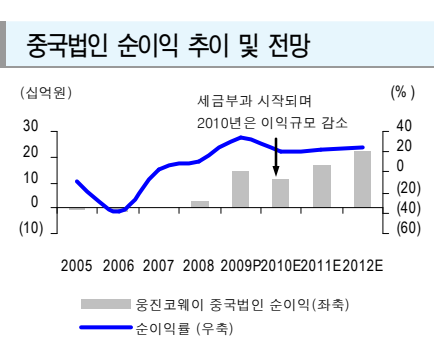
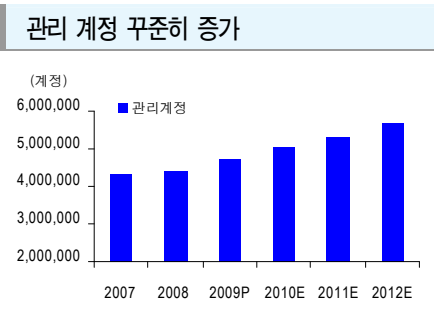
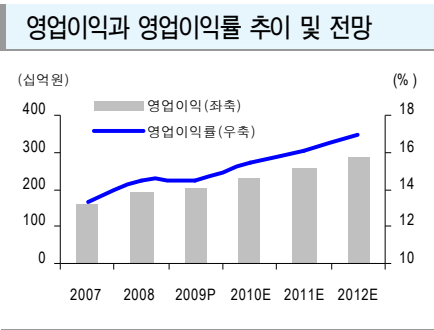


웅진코웨이 (021240)

매수

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

현재주가 (2월 25일) 34,800원
적정주가 (% variance) 50,000원 (43.7%)



신규사업 투자에도 수익성은 더욱 강화

▶ 2010년에도 양호한 성장과 수익성 개선 지속, 투자 의견 매수, 적정주가 5만원

동사의 4분기 실적은 매출액 3,714억원(+9.2% YoY), 영업이익은 571억원(+18.5% YoY), 영업이익률 15.4%로 컨센서스를 상회하는 호조를 기록했다. 인력 구조조정과 이사비용 등 일회성 비용을 제외하면 17.5%의 높은 이익률이다. 이러한 호조세는 1월에도 이어져 1월 영업이익률은 17% 후반대에 이른 것으로 추정된다. 꾸준한 관리 계정 증가로 2010년에도 매출액은 5.6% 성장한 1조 4,906억원을 기록한 전망이다. 또한, 원가절감 및 판매비 통제에 의한 수익성 개선으로 국내 화장품 사업진출 투자비용을 모두 손실로 반영해도 2010년 영업이익률은 15.5%로 1.0%p 개선되고 순이익은 18.0% 증가한 1,808억원으로 예상된다. 양호한 성장과 수익성 개선을 이어가고 있는 동사에 대해 투자 의견 매수와 적정주가 5만원을 유지한다.

▶ 제조원가 및 판매비 하락으로 주력 사업 수익성 개선 이어질 전망

렌탈, 멤버십, 일시불 등 주력사업에서 웅진코웨이 비데사업부 양수와 웅진해피올 닥터 CS 조직 인수 등의 효과로 계정당 부품비용과 설치수당이 감소하며 2009년 3분기부터 원가율이 하락하고 있다. 렌탈과 멤버십 계정의 특성상 원가절감 효과가 누적적으로 나타남에 따라 2010년 매출원가율도 2009년대비 0.9%p 하락 예상된다. 해약률은 4분기 월평균 해약률은 1.04%로 밴드하단 구간에서 양호하게 유지되었는데 신규주문 고객의 의무사용기간이 1년에서 2년으로 늘어남에 따라 2010년에도 해약률은 1.07%로 전년 대비 0.05%p 개선될 전망이다. 이에 따라 렌탈폐기 손실도 감소 전망된다. 또한 연말 닥터 CS 관리조직 등 인력구조 조정 실시로 인건비도 감소가 예상되는 등 주력사업의 수익성 개선이 이어질 전망이다.

▶ 2010년은 중장기적 신규 성장동력 강화를 위한 해

2010년은 웅진코웨이에게 있어 중장기 신규성장 동력을 강화하는 한해가 될 전망이다. 수처리 사업확대를 위해 그린엔텍을 인수(인수금액 280억원)한데 이어 추가로 1개 업체를 더 인수할 계획이며 중국화장품은 고가 라인과 마사지 전용 제품 등의 라인업을 추가하고 SASA를 통한 시판 진출, 광고 및 설명회 강화 등으로 브랜드 인지도 및 지역커버리지 확대에 힘을 계획이다. 또한 하반기에는 이미 개발된 고기능성 제품으로 국내 화장품 방판 시장에도 진출을 계획하고 있다. 국내화장품 사업에 대해서는 투자 부담 우려가 제기되고 있으나 위탁생산 체제, 광고비 지출 제한으로 방판 인력 정비 및 교육의 투자 위주로 약100~150억원의 투자가 예상되어 큰 부담이 되지 않는 전망이다.

12월 결산	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	17.0	6.9	3.7	22.9	14.4	3.0
2009	1,411.9	204.3	202.8	153.3	2,060	18.8	15.6	7.1	3.7	24.2	22.0	3.1
2010E	1,495.8	230.9	239.2	181.3	2,350	14.1	14.8	7.0	3.5	25.0	7.8	3.4
2011E	1,606.9	257.8	275.4	208.7	2,707	15.2	12.9	6.3	3.0	25.0	(5.0)	3.9