

# 웅진코웨이 (021240/BUY☆☆☆)

**SELL** **HOLD** **BUY**  
☆☆☆

6개월 목표주가 **42,000원**  
Up/downside **19%**  
현재주가 **35,200원**



**Analyst**  
구창근  
cg.koo@samsung.com  
02 2020 7758

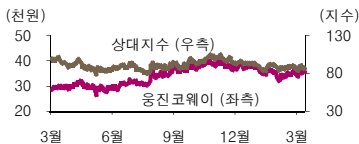
신정현  
junghyun81.shin@samsung.com  
02 2020 7753

## ■ AT A GLANCE

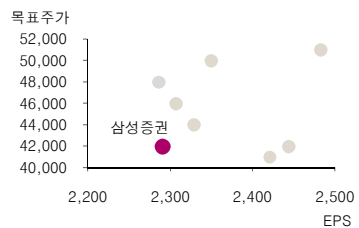
**Business Summary** 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통
시가총액	2.7조원
Shares outstanding (float)	77,124,796주 (63%)
52주 최저/최고	26,350원/40,550원
Bloomberg	002124 KS
60일-평균거래량	261,509
주요주주	웅진홀딩스 (31.6%)

Performance	1M	6M	12M
절대주가	+0%	-4%	+24%
상대주가	-3%	-1%	-19%



## ■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



## ■ COMPANY IN-DEPTH REPORT

### 구조적 수익성 개선과 신성장 중국사업

#### ■ THE PITCH

BUY☆☆☆ 의견과 6개월 목표주가 42,000원을 제시. 1) 페이프리, 수출, 수처리 확대, 신규 화장품 사업 진출 및 계열사 인수합병으로 인한 외형성장과 구조적인 이익률 개선, 2) 중국법인의 견조한 성장지속으로 향후 3년간 EPS는 연평균 15% 증가할 전망. 또한 3) 최근 주가 조정으로 valuation 부담이 크게 완화되었고, 4) 안정적 현금흐름과 50% 내외의 배당성향이 유지될 것으로 보이기 때문.

#### ■ VALUATION

p2

- DCF와 sum-of-the-parts로 산정한 목표주가는 42,000원. 현재가 대비 upside는 19%이며, 2010년 implied P/E 18.3배에 해당. 최근 주가 하락으로 12개월 forward P/E는 15배로 15% 내외의 안정적 성장을 지속할 것을 고려하면 매력적 밸류에이션.

#### ■ FUNDAMENTALS

p5

- 기존 사업 - 안정적 외형성장과 구조적 이익률 개선:** 1) 페이프리로 인한 매출증가와 영업이익률 개선, 2) 경영진의 강력한 수출 및 수처리 확장정책으로 인한 외형성장, 3) 계열사 인수합병으로 인한 제조/판매/서비스의 일원화로 구조적인 비용절감 지속.
- 국내 화장품 사업 - 낮은 비용으로 신규성장기회 모색:** 올해 하반기부터 기존 500명의 판매전담조직 이용한 방판형태의 국내 화장품 사업 시작. 기존 방판 조직으로 조직구축에 높은 비용이 소요되지 않으며, 임대생산으로 화장품 사업 비용은 100억원에 그칠 것. 저비용으로 신성장동인을 찾는다는 점에서 위험보다는 기회.
- 중국 사업 - 견조한 성장지속:** 1) 대리점, 점포 확대와 신규 지역 진출, 2) 시판 채널 확대, 3) TV광고효과로 2012년까지 연평균 30% 매출 증가 예상 (vs 중국 화장품 시장 20% 내외 성장). 낮은 고정비와 원가율로 35% 이상의 영업 이익률 유지가 가능, 중국법인 이익기여도는 2008년 1%에서 2015년 11%까지 상승예상.

#### ■ 위험요인

p23

- 1) 국내 화장품 사업 신규판매원 채용으로 인한 경쟁사와의 인력확보 경쟁으로 비용 확대 가능성 및 2) 대기업, 후발주자 환경가전사업 진입으로 인한 경쟁심화 가능성.

## ■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,291	2,639
BPS (원)	6,996	8,498	10,210
ROE (%)	24.0	24.2	24.3
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	14.6	15.0
순이익/영업이익 (%)	75.0	78.3	80.7
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨  
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## ■ RATIOS

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	9.2	9.3
EPS 성장률 (%)	16.7	13.2	15.2
P/E (배)	19.0	15.4	13.3
P/B (배)	5.5	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	9.0	7.6	6.8
배당수익률(보통주, %)	2.8	3.3	3.8
Net debt to equity(%)	30.3	22.4	16.0

## ■ 목차

1. 투자요약 및 valuation	p2
2. Business fundamentals	p5
3. 중국사업	p17
4. 위험요인	p23

## 1. 투자 요약 및 valuation

웅진코웨이에 대해 BUY★☆☆ 투자의견과 6개월 목표주가 42,000원을 제시하며, 커버리지를 재개한다. 1)페이프리, 수출, 수처리확대 및 계열사인수합병으로 인한 외형성장과 구조적 이익률 개선, 2)신규 국내화장품 사업 진출 및 3)중국법인의 견조한 성장지속으로 향후 3년간 EPS는 연평균 15% 증가할 전망이다. 또한 최근 주가 조정으로 최근 3개월간 주가는 6% 하락, 시장을 7%p 언더퍼폼하며, valuation 부담이 크게 완화되었다. 현 주가 기준 12개월 forward P/E는 15배로 15% 내외의 안정적 이익성장을 지속할 것을 고려하면 매력적 수준이다. 이와 더불어 연간 3,000억원 이상의 꾸준한 영업현금 발생으로 인한 안정적 현금흐름과 3% 이상의 배당수익률이 예상된다.

- BUY★☆☆ 의견과 42,000원 목표주가 제시:** 목표주가는 현금흐름할인모형 (DCF) 및 웅진케미칼과 중국법인 가치를 포함한 Sum-of-the-parts로 산정하였으며, 웅진케미칼은 시가 대비 30% 할인, 중국법인은 2010년 예상 순이익에 PER 18배를 적용하였다. DCF 방식으로 산정한 이유는 매년 영업현금흐름이 안정적으로 유지되며, 동사의 capex가 매출에 연동돼 FCF 예측 가능성이 높기 때문이다. 무위험이자율은 4.5%, 시장 프리미엄 6%, 베타 1을 가정하여 WACC 9.8%를 산출하였다. 목표주가 기준 2010년 P/E는 18.3배이다. 내년 순이익 중 국내가 차지하는 비중은 92%, 이에 따른 국내 사업에서의 적정주가는 37,000원이며, 중국 비중은 8%로 중국 화장품 사업자의 2011년 PER 평균인 16배를 적용 시 중국사업에서의 적정주가는 4,000원이다. 총 41,000원으로 DCF를 통해 산출한 목표주가와 비슷하다.
- 페이프리, 수출, 수처리 확대 및 화장품사업 신규진출을 통한 외형성장:** 제작년말 도입한 페이프리는 가입자들의 렌탈료 부담을 덜어주어 해약률 하락, 가구당 중복사용제품수를 높이며, 만기고객의 재유치율을 높여 계정순증 증대에 기여하고 있다. 또한 경영진의 강력한 수출 확장정책으로 수출 매출 비중은 '06년 0.5% 수준에서 '12년에는 7.5% 수준까지 상승할 것으로 예상되며, 최근 M&A를 통한 수처리 사업포트폴리오 확대로 수처리 매출비중이 '09년 1.9%에서 '12년 6.5%까지 상승할 것으로 예상된다. 올해부터 신규로 진출하는 국내 화장품 사업은 300만명의 방문판매 가능 고객이 확보되어 있으며 방판사업에서 가장 많은 비용이 드는 조직구축에 상대적으로 높은 비용이 들지 않아, 낮은 투자비에 새로운 성장기회를 모색할 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단한다.
- 페이프리와 계열사인수합병으로 인한 구조적인 이익률 개선:** 향후 페이프리 발급자수의 지속적 확대에 따른 매출증가와 렌탈폐기손실 감소로 영업이익률 개선이 예상된다. 또한 렌탈 손익 분기점이 약 10개월임을 감안 시, 작년 상반기부터 시작된 계정증가로 올 상반기부터 본격적인 이익모멘텀 예상된다. 계열사 인수합병으로 인한 제조 (웅진코웨이개발, 웅진쿠첸 비데사업부), 판매 (웅진코웨이), 서비스 (웅진해피올)의 일원화로, 구조적인 비용절감과 이익률 개선이 지속될 것으로 보인다.
- 중국 사업 - 견조한 성장 지속:** 중국 법인은 10년간 화장품 사업을 영위, 틈새시장을 공략하는 '신대리상 유통체계'의 성공으로 작년부터 본격적으로 턴어라운드하며 매출액과 영업이익이 각각 93%, 141% 성장했다. 중국 화장품시장이 향후 20% 내외의 고성장 지속할 것이라는 산업 요인 외에도 1)대리점, 점포 확대와 신규 성 진출, 2)신제품 에스체를 통한 시판채널 확대, 3)작년말부터 집행한 TV광고 효과 등으로 2012년까지 연평균 30% 매출 증가가 예상된다. 또한 낮은 고정비와 원가율, 인건비 등으로 모회사의 영업이익률 15%를 크게 상회하는 35% 이상의 영업이익률 유지가

가능할 것으로 보여, 중국법인 이익기여도는 2008년 1%에서 2015년 11%까지 상승할 것으로 예상된다.

- **Valuation 부담 완화:** 국내 화장품 시장 신규진출 우려로 최근 3개월 간 주가가 6% 하락하며 코스피를 7%p 언더퍼폼, 밸류에이션 부담이 크게 완화되었다. 12개월 forward P/E 15배로 2005년 이후 평균인 17.3배를 하회하는 수준이며, 안정적 이익성장 고려시 매력적 수준이다.
- **안정적 현금흐름 및 배당:** 렌탈료가 전체 매출의 88%를 차지해 영업현금흐름이 매년 약 3,000억원으로 안정적 수준을 유지하고 있다. Capex의 85%가 렌탈자산으로 렌탈 순주문대수만큼 증가하며 매출에 연동되는 구조로 내년부터 1,000억원 이상의 FCF가 안정적으로 발생할 전망이다. 배당성향은 향후에도 50%내외 수준 유지할 것으로 보이며 현재 배당수익률은 3.2%이다.

표 1. DCF

(십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	204	226	252	280	308	344	376	410	447	487	531	578
법인세	50	55	61	68	75	83	91	99	108	118	128	140
NOPLAT	154	171	191	212	233	260	285	311	339	369	402	438
감가상각비	148	154	166	180	194	210	228	242	256	271	288	305
Gross Cash Flows	303	325	358	392	428	471	513	552	595	640	690	743
순운전자본 증감	49	41	40	41	36	37	36	42	44	47	50	53
설비투자	151	216	226	231	248	260	272	284	310	338	368	402
Free Cash flows	102	68	91	119	143	174	205	226	240	256	272	289
Present value of FCF	0	0	84	101	110	121	130	131	127	123	119	115

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 2. 목표주가 산정내역

(십억원)	참고
Discount Rate (WACC, %)	9.8
Terminal growth (%)	0.5
Sum of PV (A)	1,163
PV of Continuing Value (B)	1,842
영업가치 (A+B)	3,005
현금 및 유가증권 (C)	64 2009년 기준
기타 투자유가증권 (D)	421
투자유가증권	2 2009년 기준
웅진케미컬	151 시가 30% 할인
중국법인 가치	267 2010년 예상 순이익, P/E 18배 적용
차입금 (E)	270 2009년 기준
우선주 (F)	0
Value of equity (A+B+C+D-E-F)	3,220
총발행주식수 (천주)	77,125
<b>목표주가 (원)</b>	<b>42,000</b>
현주가	35,200
Updise (%)	19.3

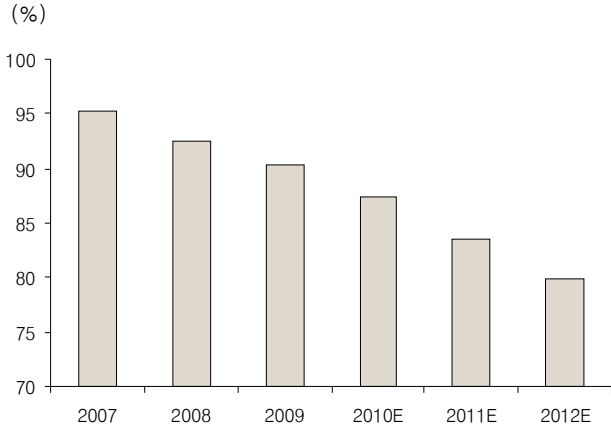
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 3. 목표주가 민감도 분석

(원)		Growth rate of NOPLAT after 2019 (%)				
		(0.5)	0.0	0.5	1.0	1.5
Discount rate (%)	8.9	45,000	46,000	47,000	48,000	49,000
	9.2	44,000	44,000	45,000	46,000	47,000
	9.5	42,000	43,000	43,000	44,000	45,000
	9.8	40,000	41,000	42,000	42,000	43,000
	10.1	39,000	40,000	40,000	41,000	42,000
	10.4	38,000	38,000	39,000	39,000	40,000
	10.7	36,000	37,000	37,000	38,000	38,000

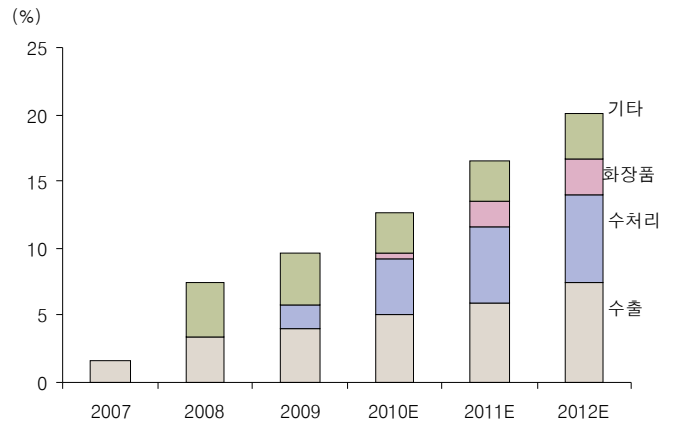
자료: 삼성증권 추정

그림 1. 환경가전 매출비중



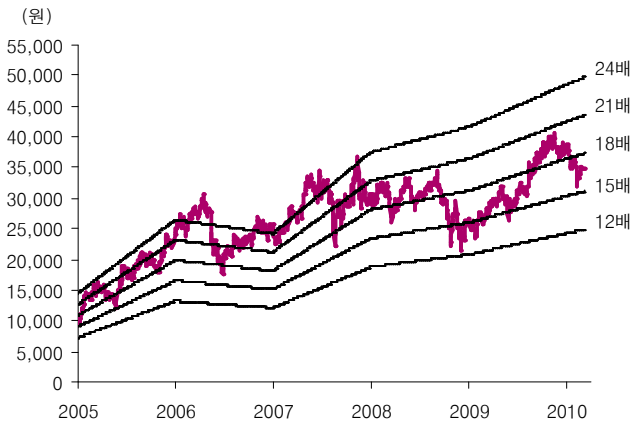
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 2. 수출, 수처리, 화장품, 기타 매출 비중



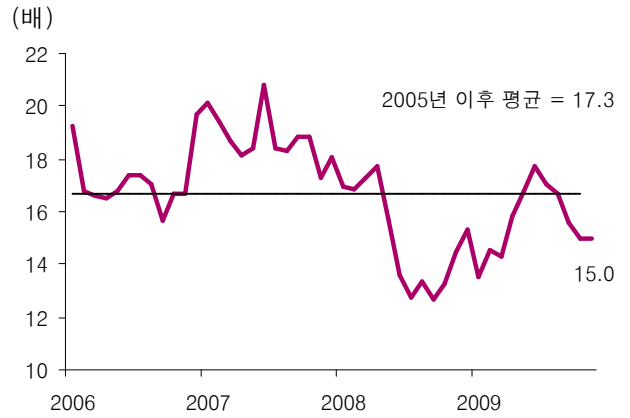
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 3. P/E 밴드차트



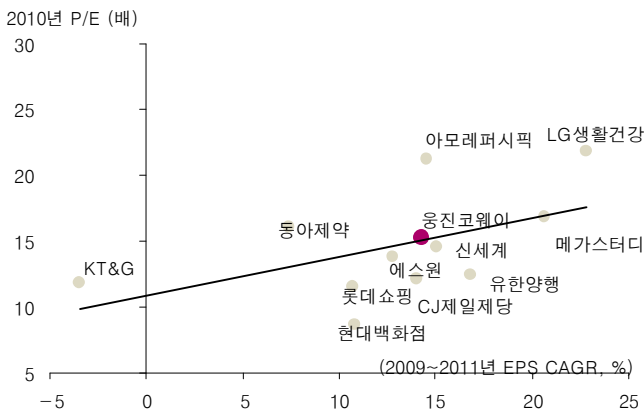
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 4. 12개월 forward P/E 추이



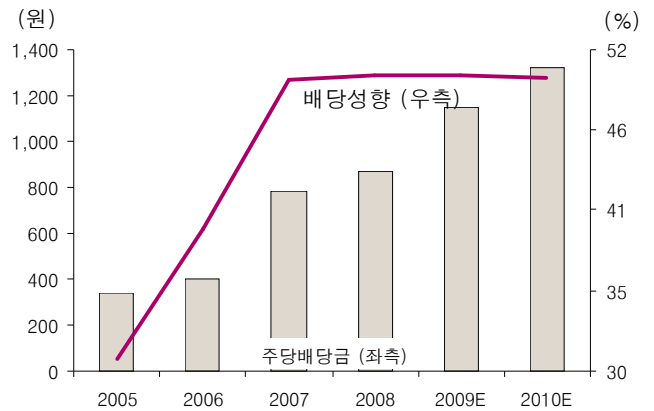
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 5. P/E - EPS 증가율



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 6. 주당배당금 및 배당성향



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ 목차

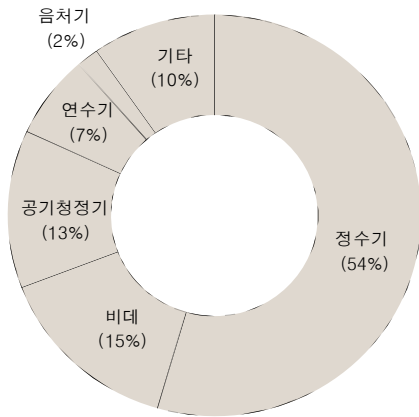
1. 투자요약 및 valuation	p2
2. Business fundamentals	p5
3. 중국사업	p16
4. 위험요인	p23

## 2. Business fundamentals

웅진코웨이의 주요 매출 품목은 정수기, 비데, 공기청정기, 연수기, 음식물처리기이며 서비스별로는 렌탈, 멤버십, 일시불 및 수출로 나눌 수 있다. 품목별 매출비중은 정수기 54%, 비데 15%, 공기청정기 13%, 연수기 7%이며, 서비스별로는 렌탈 75%, 멤버십 10%, 일시불 6%, 수출 4%이다.

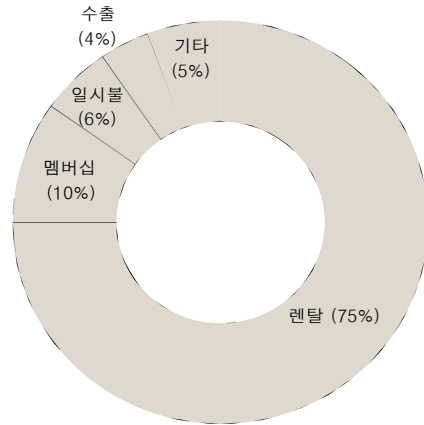
향후 3년간 전체 매출은 연평균 9% 성장할 것으로 예상된다. 정수기, 비데, 공기청정기, 연수기, 음식물의 5대렌탈 제품은 5% 증가하며 안정적 성장이 예상되는 반면, 수출 32%, 수처리 37%, 화장품이 150% 증가하며 새로운 성장동력이 될 전망이다.

그림 7. 제품별 매출 breakdown



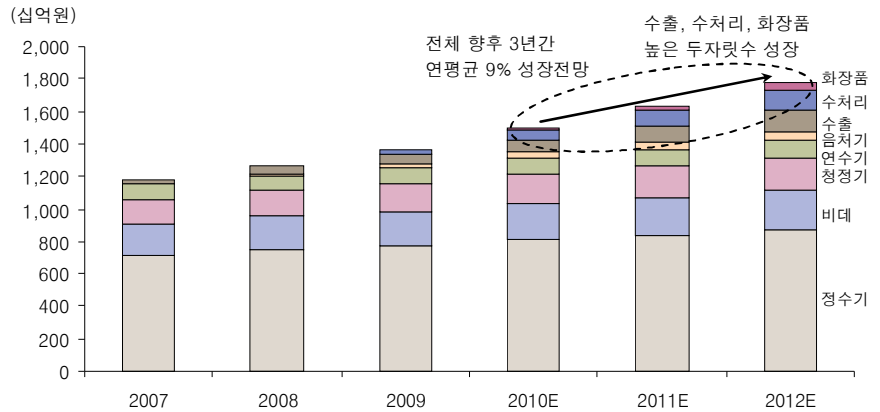
참고: 2009년  
자료: 웅진코웨이

그림 8. 서비스별 매출 breakdown



참고: 2009년  
자료: 웅진코웨이

그림 9. 제품별 매출 추이 및 전망



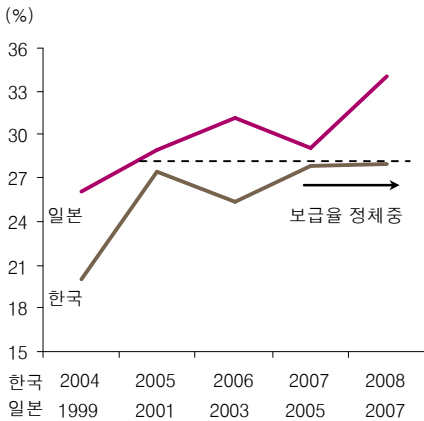
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

1. 5대 렌탈 매출 향후 3년간 연평균 5% 성장 전망

향후 3년간 5대 렌탈매출은 연평균 5% 증가하며 안정적인 성장을 유지할 전망이다. 그 이유는 1) 환경가전 시장 성장여력이 남아있고, 2) 확고한 1위로서의 시장 지위, 3) 페이퍼리 마케팅 전략으로 인한 계정순증 지속과 주문량 증대, 4) 영업인원수의 꾸준한 증가, 5) 판매채널 다변화, 6) 경쟁사 대비 합리적 제품 가격 등으로 판매대수 증대와 더불어 높은 시장점유율이 유지가 가능할 것으로 판단하기 때문이다. 이와 더불어 작년 7월에 단행한 제품가격 인상 및 의무기간 1년 확대에 의한 매출 증가도 예상된다.

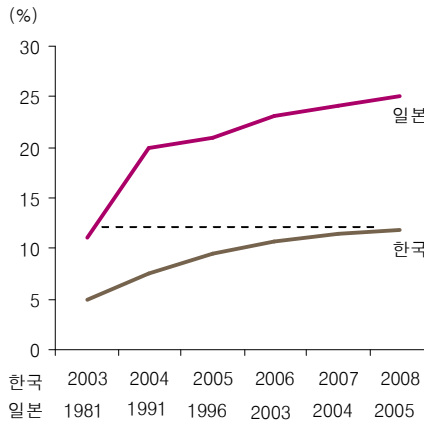
- **환경가전시장 포화 우려에도 불구하고 성장여력 남아있어...:** 대표 렌탈 제품인 정수기, 비데, 공기청정기의 국내 보급율은 2008년 28%, 12%, 9%이다. 전체 매출의 55%를 차지하는 정수기 보급율 추이가 점차 둔화되고 있어 정수기는 어느 정도 포화상태에 도달한 것으로 보여진다. 그러나 이 시장의 선발시장인 일본시장과 비교시 아직 환경가전제품의 보급율은 일본의 10~20년전 수준으로, 성장여력은 아직 남아있는 것으로 보인다.

그림 10. 정수기 보급율 비교



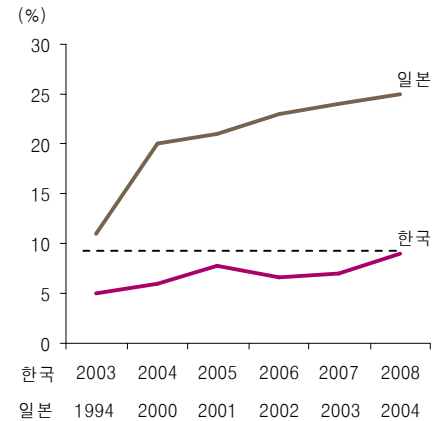
자료: 환경부, 갤러리서치, 일본정수기협회

그림 11. 비데 보급율 비교



자료: 매경이코노미, 갤러리서치, 일본공업신문

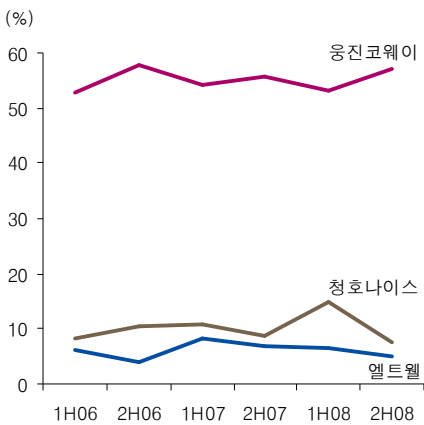
그림 12. 공기청정기 보급율 비교



자료: 환경부, 갤러리서치, 대한설비공학회

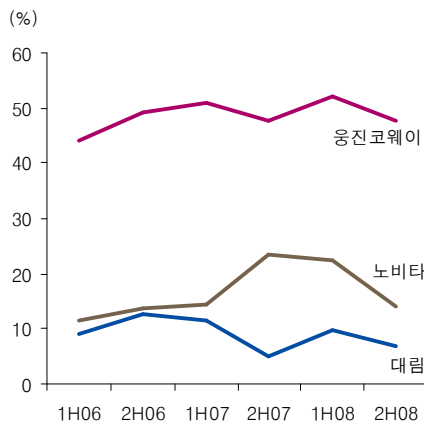
- **확고한 1위로서의 시장 지위:** 2008년 기준 웅진코웨이의 정수기, 비데, 공기청정기 시장 점유율은 각각 57%, 48%, 41%이다. 각 제품 군에서 2위 경쟁사와의 시장점유율 차이는 각각 50%p, 34%p, 27%p로, 시장점유율의 큰 격차로 인해 지속적인 업계 1위의 지위 유지가 예상된다.

그림 13. 정수기 시장점유율 비교



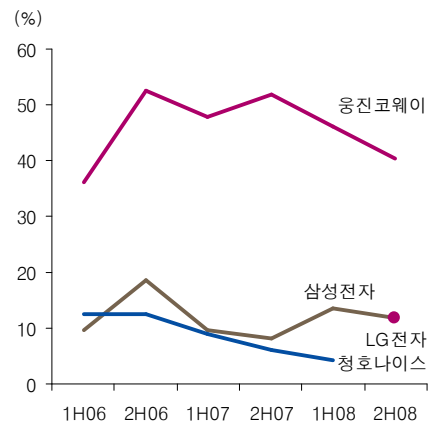
자료: 갤러리서치, 웅진코웨이

그림 14. 비데 시장점유율 비교



자료: 갤러리서치, 웅진코웨이

그림 15. 공기청정기 시장점유율 비교

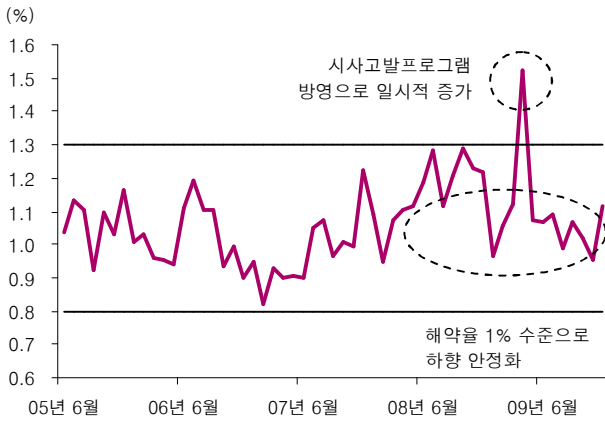


자료: 갤러리서치, 웅진코웨이

- 페이프리-꾸준한 계정 순증:** 페이프리 외한/현대 카드는 가입자가 웅진페이프리 신용카드를 사용시 사용금액의 일정부분을 다음달 통장에 각각 3/6만원까지 현금으로 입금시켜 주며, 회사의 추가비용 없이 가입자들의 실질 렌탈료 부담을 덜어주는 제도이다. 또한 110만명이 발급받은 페이프리 멤버스카드는 36개의 제휴처에서 포인트를 적립받아 현금처럼 사용할수 있다. 작년 12월 기준 페이프리 가입자의 평균 환급금액은 약 6,800원으로 월평균 렌탈료 23,000원의 30% 수준이다. 페이프리는 가입자들의 렌탈료 부담을 덜어주어 해약율 하락에 기여하고, 가구당 중복사용제품수 (PPC)를 높이며, 만기고객의 재유치율을 높여 계정 순증 증대에 기여하고 있다.

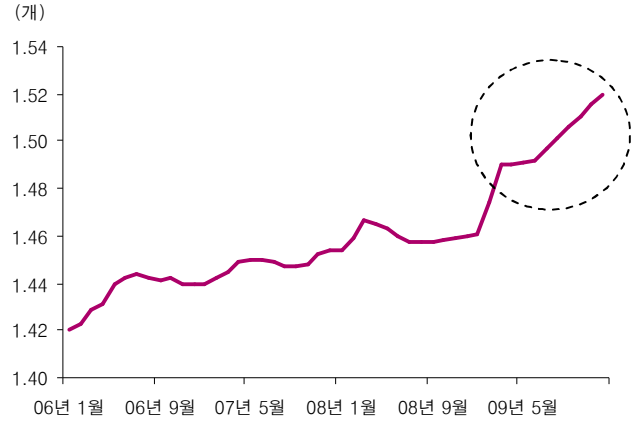
또한 렌탈 5년 만기도래 고객은 연간 50만건 수준이며, 이 고객들은 1) 신상품 재렌탈, 2) 멤버십 가입, 3) 이탈, 4) 미확정으로 분류된다. 이 중 신상품 재렌탈은 렌탈순주문을 증대시키고 페이프리로 인한 만기고객의 신상품 재렌탈 증가로 재렌탈율이 '08년 3분기 24%에서 '09년 2분기 32%까지 확대되었다. 향후 페이프리 발급자수 지속적 확대와 함께 계정 순증 및 순주문 증대는 지속될 전망이다.

그림 16. 월별 해약율 추이



자료: 웅진코웨이

그림 17. 가구당 중복사용제품수 (PPC) 추이



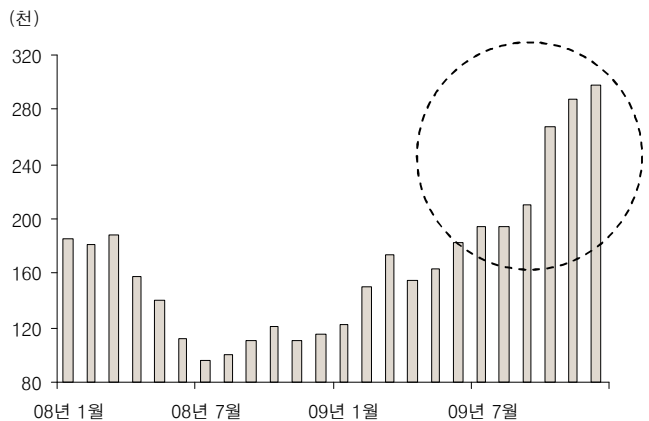
자료: 웅진코웨이

그림 18. 만기 고객 재유치율



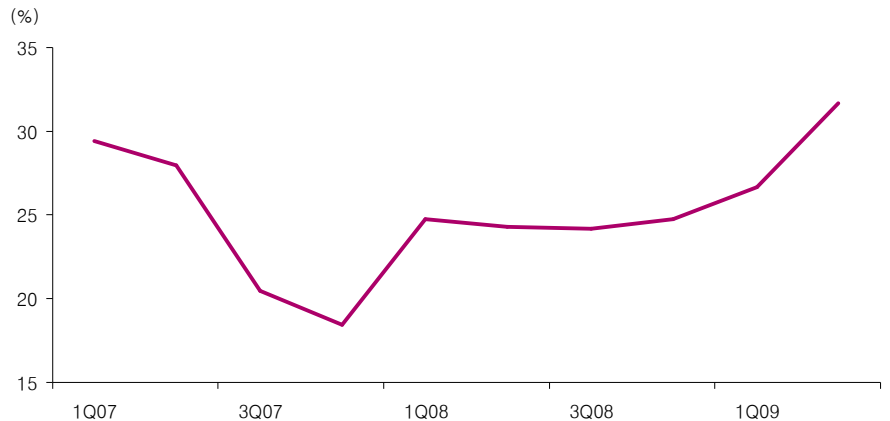
자료: 웅진코웨이

그림 19. 전년대비 총계정 증가 추이



자료: 웅진코웨이

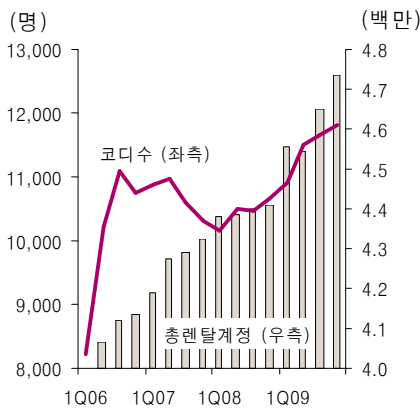
그림 20. 만기고객 신상품 재렌탈율



자료: 웅진코웨이

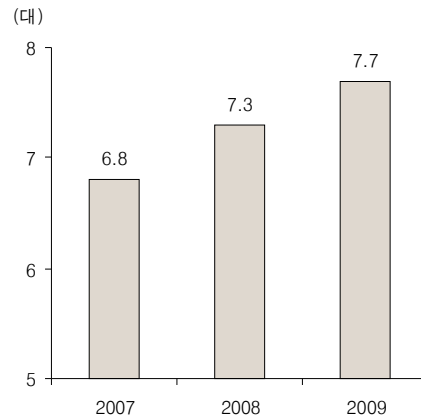
- CODY수 증대 - 판매조직 강화:** 현재 회사의 코디수는 11,826명이며 올해 13,300명까지 코디수를 늘리는 계획을 갖고 있다. 회사 신규 렌탈주문의 85%가 코디를 통해 발생하며, 코디들의 유지보수 작업인 렌탈매출이 전체의 86%를 차지하고 있어, 코디수 증가 및 코디들의 영업능력 개선은 회사의 성장동력인 동시에 시장점유율을 유지하는 가장 중요한 요인 중 하나라 할 수 있다. 특히 올해 홈쇼핑 이용해 코디캐스팅을 하는 등 코디순증 확대방안을 활성화 할 계획이며, 코디들의 인당판매대수 증가 및 이직률 하락 등으로 향후에도 판매대수 증대 및 높은 시장점유율을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

그림 21. 코디수 및 총렌탈계정 추이



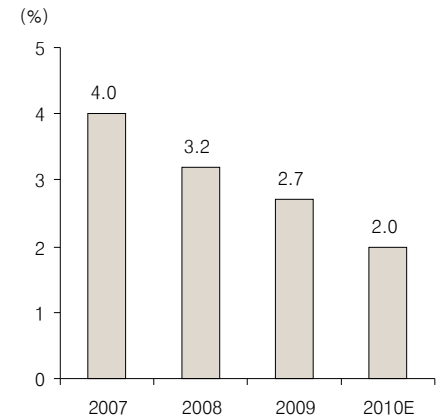
자료: 웅진코웨이

그림 22. 코디 인당판매대수



자료: 웅진코웨이

그림 23. 코디 이직률



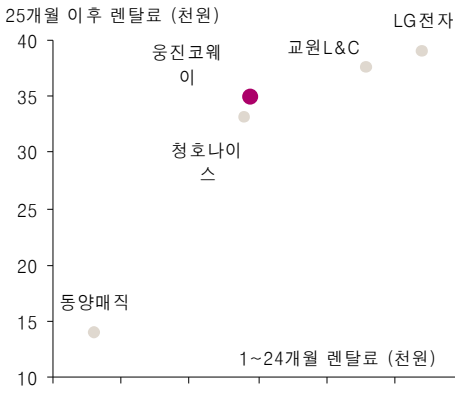
자료: 웅진코웨이

- 판매채널 다변화:** 동사는 매출의 90% 이상을 차지하는 방문판매 조직 외에도 시판조직을 꾸준히 늘리며 판매채널을 다변화하고 있다. 작년엔 롯데마트 18개점에 신규로 진출했으며, 대리점도 3개 늘어났다. 할인점 채널의 매출대비 비중은 1% 미만으로 미미하나 사람들이 모이는 곳에 제품을 전시하며 간접적인 광고효과를 주고 있어, 향후에도 할인점에서의 진출을 꾸준히 시도하려고 하고 있다. 또한 올해부터 TV홈쇼핑, 인터넷쇼핑물로도 신규 진출하며 채널을 확대해 나갈 것이다.



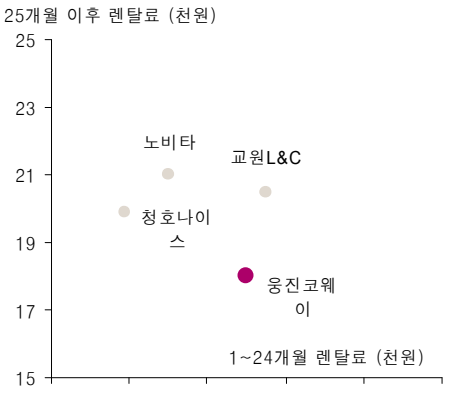
- 가격경쟁력 - 합리적 수준:** 웅진코웨이의 렌탈료는 비슷한 경쟁사 제품 대비 소폭 높거나 낮다. 제품마다 성능이 다르고, 경과 기간에 따른 렌탈료도 차이가 있어 일대일 비교는 어렵지만, 렌탈 의무가입기간, 방문주기 등을 고려 시 브랜드 인지도 1위업체로서 지나치게 높은 렌탈료는 아니라고 판단한다. 또한 경쟁사의 낮은 영업이익률로 이들의 가격인하 여력이 높지 않아 가격경쟁이 치열하게 전개되기는 어려울 것으로 보이며, 이에 현 수준의 시장점유율 유지가 가능할 것으로 예상된다.

그림 24. 정수기 가격비교



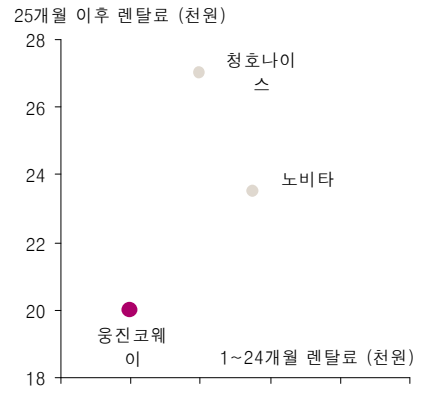
자료: 각 사, 삼성증권

그림 25. 비데 가격비교



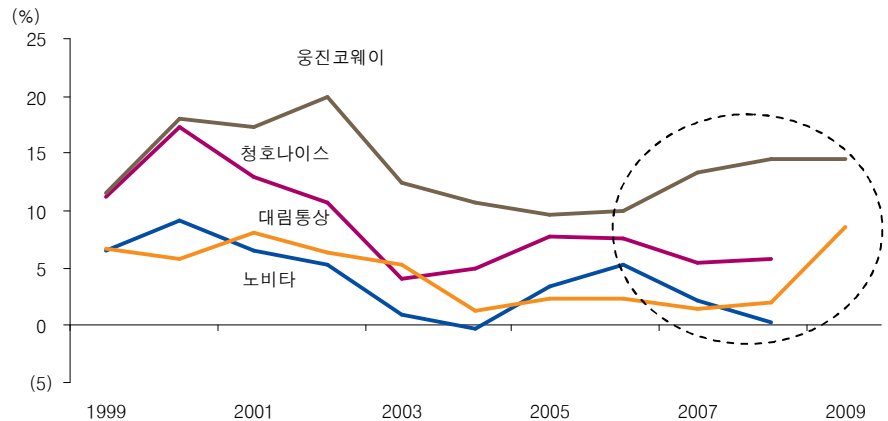
자료: 각 사, 삼성증권

그림 26. 공기청정기 가격비교



자료: 각 사, 삼성증권

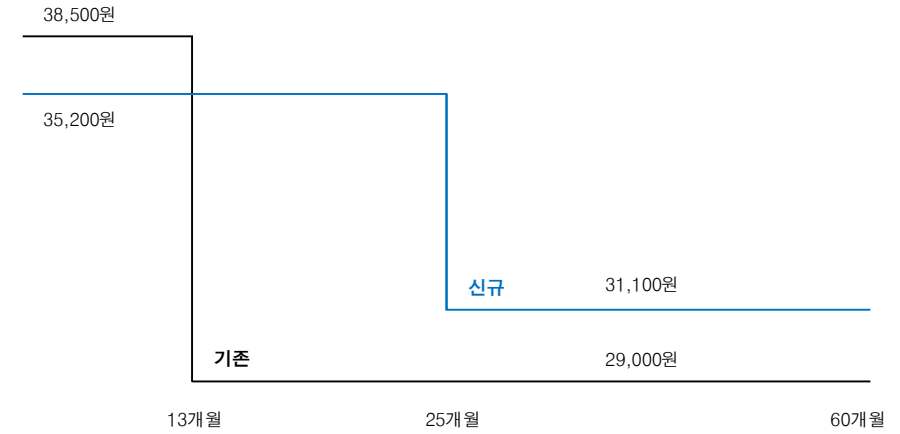
그림 27. 경쟁사와의 영업이익률 비교



자료: 웅진코웨이, 삼성증권

- 작년 7월 가격인상 및 의무기간 1년 연장 단행:** 작년 7월 신규고객을 대상으로 의무사용기간을 기존 1년에서 2년으로 확대했으며, 정수기 멤버십 및 렌탈, 연수기 렌탈 가격의 각각 10%, 6%, 2% 인상했다. 정수기의 경우 초기 렌탈료를 낮춰 부담을 완화시키면서 2년 이후 렌탈가격은 기존보다 높여 평균 ASP가 향후 5년에 걸쳐 약 6% 상승할 전망이다.

그림 28. 가격체계 변경



자료: 웅진코웨이, 삼성증권

**2. 수출 - 추가성장동력, 경영진의 강력한 의지**

동사는 1) 5개의 해외 자회사, 2) OEM 및 3) 일반거래선의 세가지 채널로 수출사업을 진행하고 있다. 특히 OEM과 해외현지법인을 통한 수출 전략을 동시에 실시하고 있으며 OEM으로 인지도를 높인 후 직접적으로 독자 브랜드 론칭을 통해 해외사업을 확대할 계획을 갖고 있다.

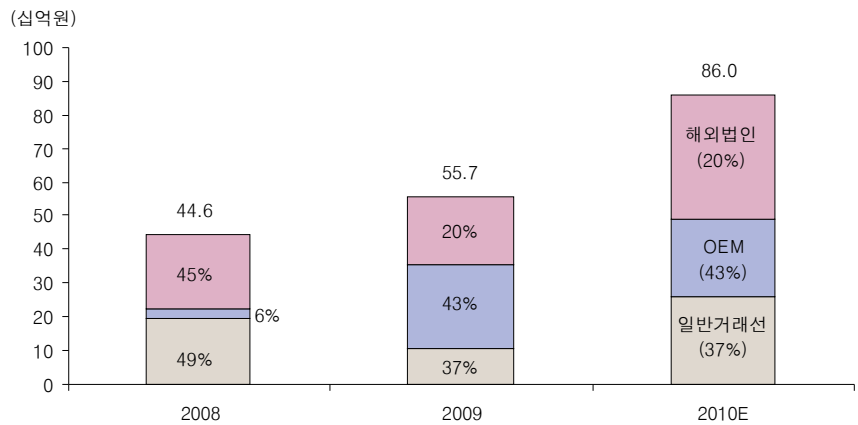
5개의 해외 자회사 (미국, 중국, 일본, 말레이시아, 태국)는 렌탈사업을 지속적으로 진행하고 있다. 중국을 제외한 4개 법인이 모두 적자를 시현하고 있으나, 말레이시아 법인은 연내 흑자전환이 예상된다.

OEM판매의 경우 글로벌 백색가전업체들과 정수기 계약을 체결하였다. 월폴 인디아와 3년간 7천7백만불, 보쉬엔 지멘스사와의 3년간 2천5백만불 규모의 정수기 OEM 계약을 체결하였고, 작년 상반기 신규로 미국 대형 유통업체인 로우스와 3년간 6천만불 규모의 공기청정기 계약을 맺었다.

작년 수출 매출총이익률은 33%로 전체의 절반수준으로 수출 비중 상승은 전체 수익성에는 단기적으로 부정적이다. 하지만, 1) 작년 수출부문 영업이익이 흑자전환했고, 향후 규모의 경제를 갖춰나감에 따라 이익률 개선도 지속될 전망이다, 2) OEM이 아직 환경가전시장이 형성이 안된 신규 시장에 진출하기에 적합하고 효과적인 방법이라 판단, 향후 이를 기반으로 한 인지도 형성 및 자사제품 매출을 통한 이익률 개선이 가능할 것으로 예상된다.

이에 따라 매출액대비 해외매출 비중은 '06년 0.5% 수준에서 '12년에는 7.5% 수준까지 상승할 것으로 예상되며, 지역과 제품다양화, OEM 매출 및 전략적 제휴 확대, 해외제품 line up 강화 등의 경영진의 강력한 수출 확장정책을 감안 시 달성 가능한 수준으로 보인다.

**그림 29. 해외수출 채널별 현황 및 전망**



자료: 웅진코웨이

**3. 수처리사업 - M&A를 통한 본격적 확장 의지**

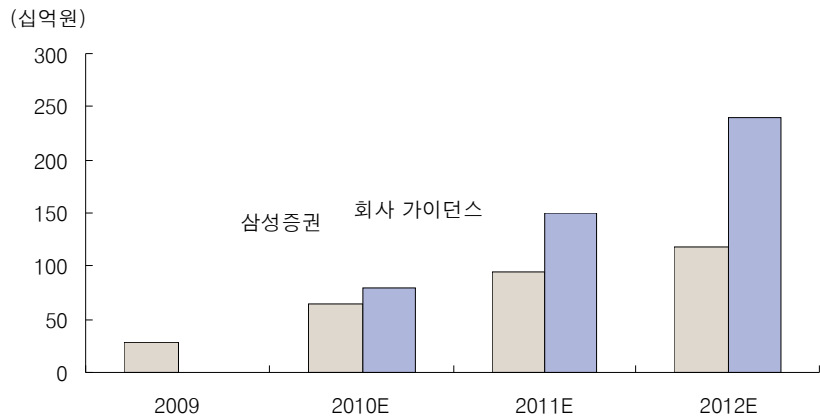
웅진코웨이는 장기적으로 산업용 수처리 시장 진출에 대한 계획을 구체화하고 있다. 먼저 웅진그룹은 그룹내 수처리관련 조직 개편을 단행, 웅진케미컬의 수처리사업부를 웅진코웨이로 옮겨와 본격적인 연구작업에 착수했다. 사업 진출은 단계적으로 수처리 시설 관리, 중수화 설비에 이어 해수담수화 진출까지 계획하고 있다.

전세계적인 수처리사업 추세는 M&A로 제조분야와 서비스분야가 수직적 통합을 이뤄 일원화된 수처리를 제공하는 것이다. 웅진그룹의 수처리사업도 웅진코웨이가 물산업 서비스 부문에 집중하며 전체적 수주를 담당, 웅진케미칼은 멤브레인 필터 및 유닛시스템 제공, 극동건설은 플랜트 시공, 웅진캐피탈은 사업수주를 위한 프로젝트 파이낸싱을 맡아 수직적 통합 체계를 갖추고 있다.

그러나 웅진그룹이 수처리시장에서 실질적인 성과를 얻기 위해서는 단계적인 시장접근이 필요할 것으로 예상된다. 서비스분야의 경우, 민영화율이 낮고 대부분 공공기업이 담당하거나 유럽의 대형사들이 점유하고 있어 국내기업의 신규진입은 어려운 상황이며, 시공분야에서는 극동건설의 대형플랜트공사 경험이 상대적으로 적다. 제조분야에서는 UF(Ultra filter) 기술을 제외하고 생화학 수처리나 해수담수 기술까지 보유하지 않고 있으나, 최근 그린엔텍 M&A를 통해 생화학 기술을 보유하게 되었으며, 회사가 갖추지 못한 기타 기술 역량을 갖춘 회사를 올 해 하나 이상 더 인수할 예정이다.

작년 웅진코웨이 수처리 매출액 270억원이며, 인수회사의 매출액은 약 240억원이다. 올해는 사업포트폴리오 확대 등으로 600억원 이상의 매출을 예상, 2012년 전체 매출의 6.4%까지 비중 상승이 예상된다.

**그림 30. 수처리 매출 전망**



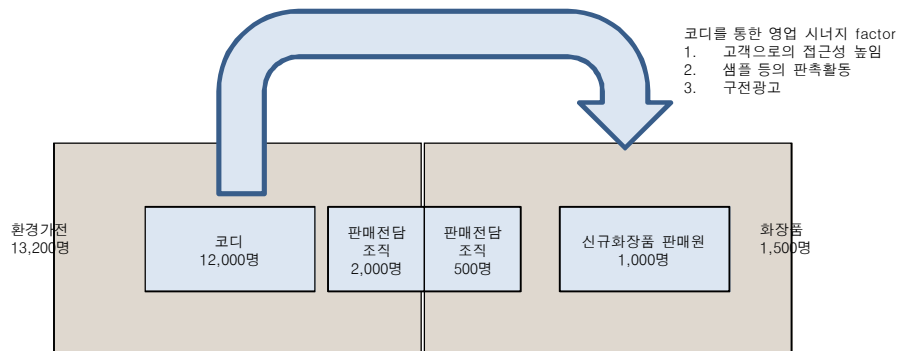
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

4. 국내 화장품 사업 - 낮은 투자부담으로 위험보다는 기회

교원 L&C, 청호나이스 등 생활가전업체들이 기존의 방문판매망을 이용하여 화장품 사업 진출을 시작했다. 동사는 1999년 코리아나화장품을 매각하면서 국내에서 10년간 화장품 사업이 금지되었었으나 작년 9월부터 그 제한이 풀려 올해 하반기부터 본격적으로 화장품 사업을 시작하려고 한다. 1) 10년간 해오던 기존의 방판채널 이용, 300만명의 방문판매 가능 고객으로 확보, 2) 코디와의 영업시너지, 3) 고기능 특수제품 개발, 4) 임대생산 등으로 투자비는 낮추며 새로운 성장기회를 모색할 수 있어 위험보다는 기회요인으로 판단된다. 또한 방판 화장품은 영업이익률이 20%를 상회하는 사업으로 장기적으로는 회사의 이익 성장에도 기여할 수 있다.

- **방판채널 및 여성고객 확보:** 방판채널로 진출함으로써 방판의 가장 큰 비용인 조직구축 비용이 크게 들지 않으며, 10년간 쌓아온 방판 노하우를 적용할 수 있다. 샘플 등을 나눠주는 홍보채널로 활용해 마케팅효과도 기대할 수 있다. 또한 기존 300만명의 고객이 있으며, 고객의 60%가 프리미엄 화장품 타겟인 33세~49세 여성이다.
- **코디조직과의 영업시너지:** 기존 판매전담조직의 일시불 판매원 2,500명 중 500명을 초기 화장품 판매원으로 이용, 올해 추가적으로 1,000여명의 신규인력채용을 계획하고 있어, 총 화장품 방문판매원은 올해 총 1,500명 정도 확보할 계획이다 (vs 아모레퍼시픽 3만 5천명, LG생활건강 1만1천명). 기존 12,000명의 코디는 화장품 판매에 직접 관여하지는 않으나 고객으로의 접근성을 높여주며, 샘플 등의 판촉활동과 구전광고의 홍보채널로 이용해 영업시너지를 높일 수 있어 비해 경쟁사 대비 낮은 화장품 판매원수를 보완시켜 줄 수 있을 것으로 보인다.

그림 31. 코디와 화장품 판매원간의 영업 시너지



자료: 삼성증권

- **고기능 특수 제품:** 프리미엄 제품으로 기초, 색조보다는 특수화장품 (링클, 패치 등 줄기 세포 관련 특허 제품)이 주를 이룰 것이다. 2008년 하반기에 35억원 규모의 국책과제를 연구중이던 아르떼르 연구조직을 인수, '웅진화장품 연구소'를 설립했으며, 국내판매제품 개발은 완료된 상태이다. 또한 고기능 특수제품군 위주로 진출할 것이어서 다른 두 업체들과의 직접적 경쟁은 높지 않을 것으로 예상된다.
- **낮은 생산비용:** 외주업체로부터의 생산시설 임대생산으로 인해 생산비용을 낮춤으로 조직 구성, 마케팅, 생산 비용을 합친 올해 화장품 사업 투자비는 100~150억원 수준에 그칠 전망이다.
- **위험요소:** 장기적으로 1만명의 화장품 판매원 확보를 계획하고 있으며, 신규인력 채용으로 인한 3사간의 인력확보전으로 조직 구성 비용이 예상보다 높아질 위험이 있다.

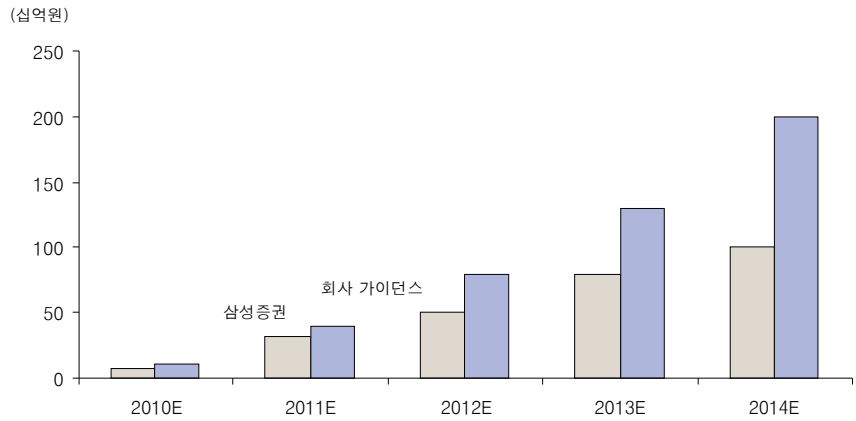
1.8조원의 방판시장은 90%이상을 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 양분하고 있고, 이들의 영업이익률은 20% 이상으로 추정된다. 회사의 가이드라인인 2014년 매출 2,000억원은 연평균 방판 시장 성장률 8%와 2014년 기준 시장점유율 8% 가정시 가능한 수준이다. 우리는 시장성장률은 8%로 같게 가정하나 시장점유율은 4%로 가정, 2014년 매출액을 1,000억원으로 예상했다. 10% 영업이익률을 가정하면 영업이익이 100억원으로 작년 영업이익의 5% 수준이다.

표 4. 방판 시장 성장률, 웅진코웨이 시장점유율에 따른 매출 민감도 분석

(십억원)		시장성장률 (%)				
		4	6	8	10	12
시장점유율(%)	4	83.8	90.4	97.4	104.8	112.7
	6	125.6	135.6	146.1	157.2	169.0
	8	167.5	180.8	194.8	209.7	225.3
	10	209.4	226.0	243.5	262.1	281.7
	12	251.3	271.2	292.2	314.5	338.0

자료: 삼성증권 추정

그림 32. 화장품 매출 전망



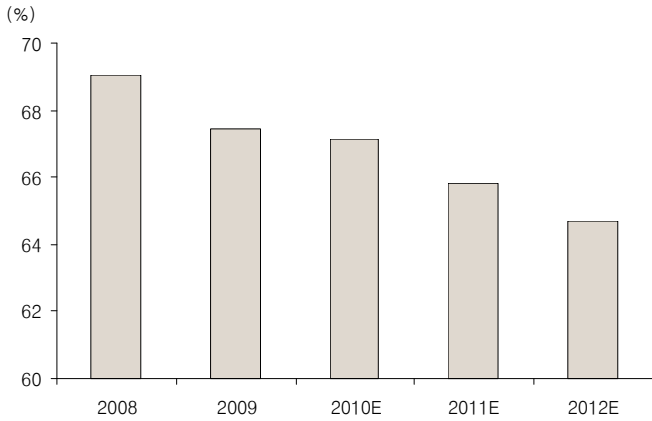
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

### 5. 제조, 판매, 서비스의 일원화로 마진개선 지속 - 향후 3년간 EPS 연평균 15% 증가

수출비중 확대에 의한 매출원가율 상승 및 쿠첸 비데사업부 합병으로 인한 영업권 상각비 증가에도 불구하고, 1) 제조 (웅진코웨이개발, 웅진쿠첸 비데사업부), 판매 (웅진코웨이), 서비스 (웅진해피올)의 일원화, 2)페이프로로 인한 렌탈해약률 하락과 및 계정 순증 증대로 영업이익은 향후 3년간 연평균 10% 성장할 것으로 보인다. 영업이익률도 '08년 14.5%에서 '12년 15.2%로 점진적으로 개선되며 향후 3년간 EPS는 연평균 15% 증가할 전망이다. 렌탈 손익 분기점이 약 10개월임을 감안 시, 작년 상반기부터 시작된 계정증가로 올해부터 영업이익률이 개선되며 본격적인 이익모멘텀 예상된다. 다만 하반기 국내화장품 사업 진출로 인한 마진 하락을 고려해 올해는 작년대비 0.1%p 개선된 영업이익률 14.6%를 예상한다.

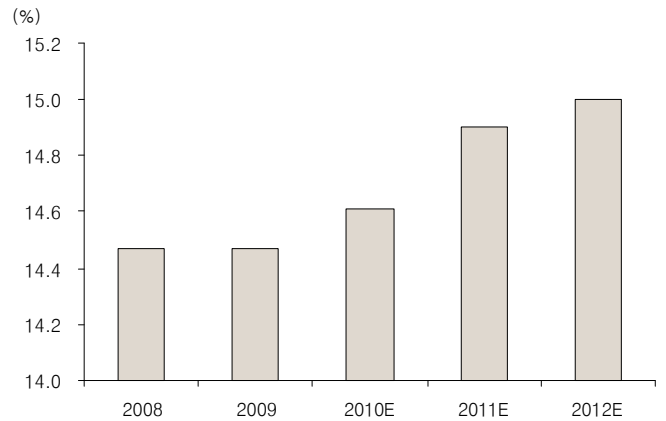
- 수출 비중 확대에 전체 GP마진은 소폭 하락:** 2009년 수출 GP마진은 33%로 전체 (67.4%)의 절반 수준이다. 수출 비중이 '08년 3.4%에서 '12년 7.5%까지 상승할 것으로 예상하나 수출 부문 GP마진의 완만한 개선으로, 전체 GP마진은 2009년 67.4%에서 2012년 64.7%까지 3%p 하락에 그칠 전망이다.
- 웅진쿠첸 비데사업부 합병 - 영업권 발생으로 마진에 소폭 부정적:** 작년 2월 쿠첸 비데사업부 흡수 합병함으로써 주력제품을 자체 제조하는 구조를 완성시키고 계열사에 일정마진을 보장해주는 이슈도 사라지게 되었다. 또한 웅진코웨이개발 합병으로 인한 매출원가 및 판관비 축소 효과가 쿠첸합병으로 인해 규모는 작지만 동일하게 나타날 전망이다. 그러나 합병으로 인한 영업권 931억원으로 향후 10년간 연간 93억원의 판관비가 증가해, 합병으로 인한 매출원가 및 감가상각비 감소분이 영업권상각 증가분을 본격적으로 상회하는 시점인 2012년까지는 합병이 영업이익에 미치는 효과는 소폭 부정적일 것이다.
- 웅진코웨이개발 합병으로 인한 마진개선은 2010년까지:** 2005년 웅진코웨이개발 합병으로 제조원가가 20% 감소하며 GP마진이 '05년 64%에서 '09년 67%로 상승했다. 또한 합병으로 인해 렌탈자산 폐기손실 (고객이 5년 이내에 해약할 경우, 사용 중인 렌탈자산을 폐기하면서 잔존가액을 일시불로 처리하는 판관비용) 감가상각비가 감소했으며, 이 효과는 렌탈자산 감가상각 기간 5년인 올해까지 지속될 전망이다.
- 웅진해피올 서비스 조직 합병으로 외주용역비 절감:** 제품설치 엔지니어에게 지급되는 외주용역비는 2008년 1,800억원으로 전체 매출의 14% 수준이다. '08년 말 웅진해피올 서비스조직 인수로 작년 외주용역비가 200억 내외로 절감되어, 조직인수로 인한 인건비 증가 차감시 연간 약 60억원 이상의 비용 절감 (0.6%p 영업이익률 개선)이 예상된다.
- 페이프로로 인한 렌탈 해약을 하락으로 렌탈폐기손실 감소:** 2005년 렌탈매출의 5%를 차지하던 렌탈폐기손실이 페이프로로 인한 렌탈해약률 하락으로 작년 3.2% 수준까지 하락했다. 해약율의 하향안정화를 통한 영업이익률 개선 지속이 예상된다.

그림 33. 매출총이익률 추이 및 전망



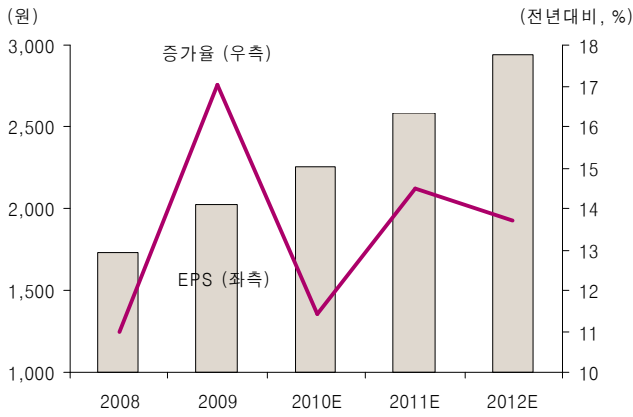
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 34. 영업이익률 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 35. EPS 및 EPS 증가율 전망



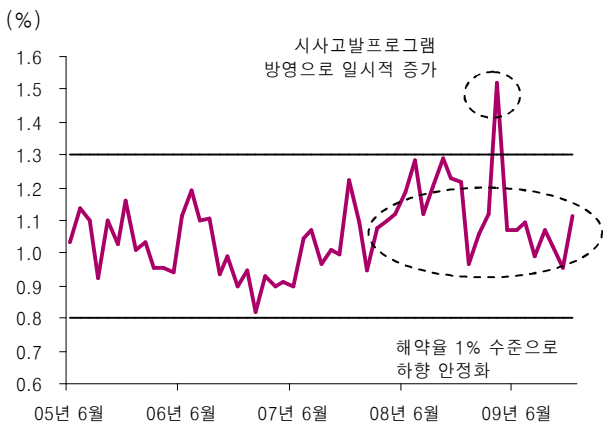
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 36. 렌탈매출 대비 폐기손실 비중



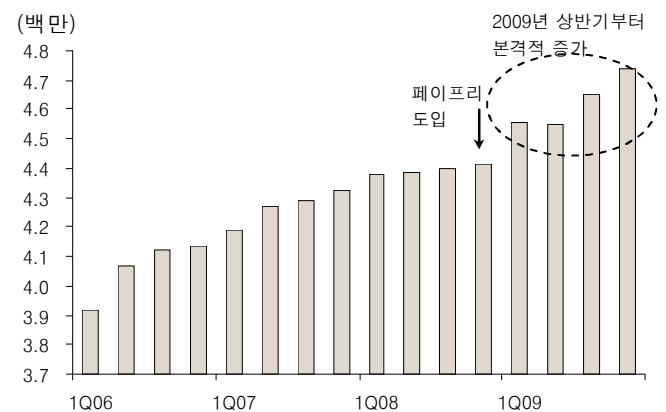
자료: 웅진코웨이

그림 37. 해약률



자료: 웅진코웨이

그림 38. 분기별 총렌탈계정수



자료: 웅진코웨이



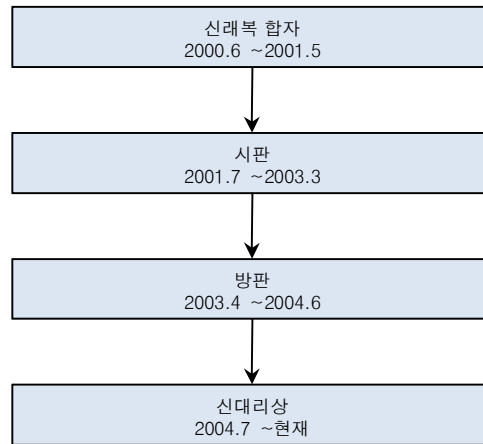
■ 목차

1. 투자요약 및 valuation	p2
2. Business fundamentals	p5
3. 중국사업	p17
4. 위험요인	p23

### 3. 중국사업

중국에서 2000년 7월 법인을 세우고 심양에 화장품 생산 공장을 준공해 지난 10년간 화장품을 생산, 판매해왔다. 시판, 방판 채널 시도 후 현재 신대리상 채널을 구축해 51개 성대리상, 7,500여개 점포에서 7개의 브랜드, 182가지 화장품을 판매하고 있다. 상품은 저가품(35위안)에서부터 프리미엄급 제품(500위안)까지 다양하며, 중고가인 루헨과 때로의 매출 비중이 약 42%를 차지한다. 2009년 화장품 매출과 영업이익이 각각 93%, 141%로 크게 성장했다.

그림 39. 법인 채널 변화 이력



자료: 웅진코웨이

표 5. 화장품 제품 현황

	매출비중 (%)	ASP (RMB)	ASP (원)	종류 (개)	타겟
셀라트	18	500	84,000	23	28세 이상의 도시거주 전문직 여성
루헨	21	250	42,000	20	30~40대의 고소득 소비자
때로	16	190	32,000	51	22~32세의 대도시 소비자
허베얼허	16	130	22,000	33	16~25세 중소도시 소비자
나리스	26	50	8,000	29	40~50대 이상의 소시민적 소비자
메이칭	3	35	6,000	6	중고등학생~대학초년생
에스체					신규론칭

자료: 웅진코웨이

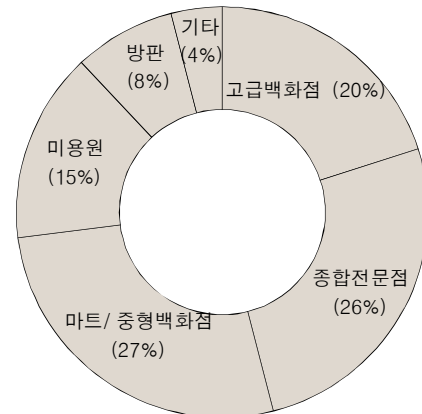
1. 신대리상 채널 - 가장 큰 성공요인

중국에서 가장 일반적인 화장품 유통채널은 백화점과 화장품 종합전문점이다. 아모레퍼시픽, 시세이도 등 일반적으로 외국 제품들은 백화점에 입점해 있으며, 3,000여개의 로컬화장품들이 종합전문점에서 유통되고 있다. 웅진화장품은 이러한 시판채널이 아닌, 주거 지역에 입지한 점포 중심으로 제품을 유통시키고 있다. 회사는 57개의 성대리점에 제품을 판매함으로써 매출이 발생하며, 7,860개의 점포관리는 각 대리점이 맡고 있다. 수많은 회사들이 경쟁하는 중국 화장품 시장에서, 기존 외국업체들과는 달리 '지역밀착형 대리점-점포 체계'로 시장 포지셔닝했던 점이 웅진화장품이 성장할 수 있었던 가장 큰 요인중 하나라고 판단한다.

구매는 대리상이 선구매후 점포에 판매하는 형태가 아니고, 각 점포에서 대리상으로 필요수량 신청 후 제품이 바로 회사에서 해당점포로 판매되는 구조이다. 제품이 해당 점포로 판매될 때, 점포는 소비자가 대비 60% 금액을 상위 구/현 대리상으로 입금, 구/현대리상은 10% 내외 마진 취득 후 나머지 50%를 시대리상에 입금, 시대리상도 8% 내외의 마진 취득 후 나머지 42%를 성대리상에 입금한다. 마지막으로 성대리상이 2% 내외의 마진 취득 후 회사에 40%를 입금한다. 따라서 회사는 성대리상을 직접 관리, 소비자가 대비 40%를 회계 매출로 인식하고, 대리상 마진 합계가 20%, 점포 마진이 40%이다.

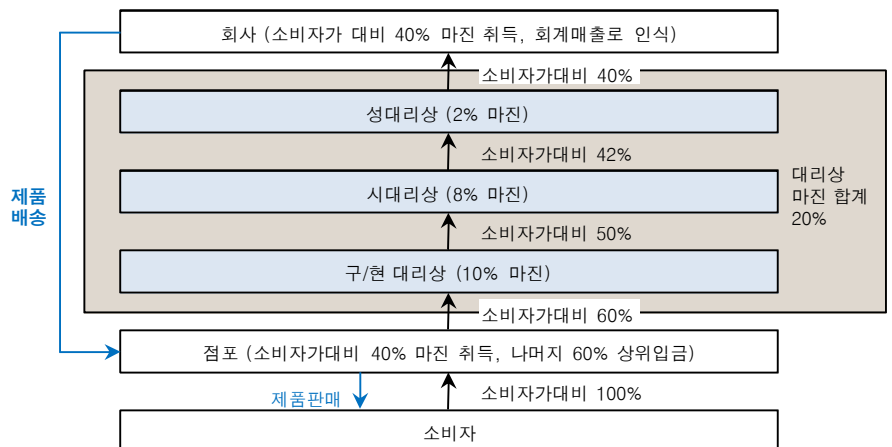
개별점포에서는 일정조건에 따라 제품 반환/교환이 가능하다. 또한 개별점포 점주가 소개를 통해 신규점포를 유치할 수 있고, 이 수가 일정 이상이 되면, 대리상으로 승급되며 대리상 마진을 취할 수 있다. 현재 산동성을 중심으로 10개내외의 성에 진출해있으며, 점진적으로 지역을 확장해 나갈 계획이다.

그림 40. 중국 화장품 채널별 판매현황 (21개 대도시 기준)



자료: 웅진코웨이

그림 41. 신대리상 마진 정책



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 정리

표 6. 진출지역 현황

진출지역	진출시기	매출비중 (%)
산동성	2004년 12월	45
강소성	2008년 4월	16
요녕성	2008년 8월	13
안휘성	2009년 4분기	8
산서성	2009년 9월	5
길림성	2009년 3월	4
기타		9

자료: 웅진코웨이

표 7. 제품 반환/교환 규정

	반환	교환	비고
1주일 이내	100% 인정	가능	물류비 본인 부담, 파손제품 불가,
3개월 이내	90%만 인정	20%까지 가능	교환 1회만 인정, 반환 시 판촉지원품 회수
6개월 이내	50%만 인정	10%까지 가능	

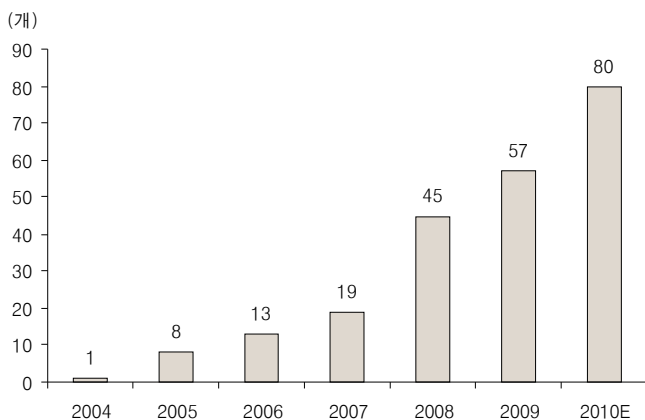
자료: 웅진코웨이

2. 중국법인 매출 전망 - 2012년까지 연평균 매출 30% 증가

2009년 기준 중국 화장품시장은 740억 위안 (약 12.5조원)이며, 매년 20% 내외의 높은 두자릿수 성장을 지속하고 있다. 중국의 화장품 사용자는 6천만명 수준이며, 특히 미용에 관심이 많은 20대 중후반 여성들이 핵심 소비자로서 2015년까지 이 숫자가 꾸준히 증가할 것으로 보인다. 중국 실질 GDP가 2015년까지 8~9% 높은 한자릿수의 성장을 지속할 것으로 보이며, 중국 소매판매액 증가율도 15%내외로 견조하게 유지되고 있어, 중국 화장품 시장도 15~20%내외의 성장을 지속할 것으로 예상된다.

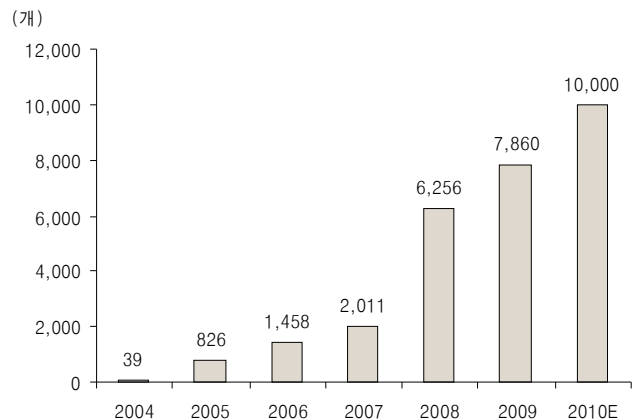
긍정적 산업 요인 외에도 1) 신규지역 진출과 대리점/ 점포 확대 (올해 대리점 80개, 점포 10,000개 목표 vs 현재 대리점 57개, 점포 7,860여개), 2) 작년말 출시한 시판 전용 브랜드 '에스체(S'Che)'에 이은 시판 라인업 확대와 함께 종합화장품shop 및 백화점으로서의 진출, 3) 인쇄물 및 TV광고 등 마케팅 강화, 4) 제품 라인업 확장 (현재 182개 제품에서 올해 260개까지), 5) 올 5월 예정된 생산라인 2개 증설 (capex 4억원) 등 생산인프라 강화 및 6) 청도 지역 방문판매 승인 가능성 등에 힘입어 중국법인 매출액이 2012년까지 연평균 30% 성장할 것으로 예상된다.

그림 42. 성대리상 추이



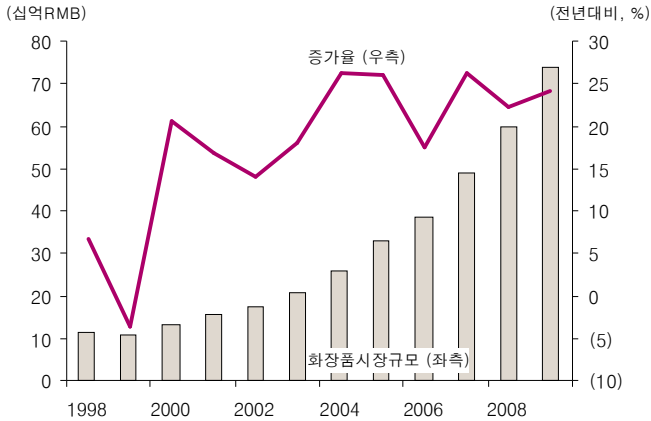
자료: 웅진코웨이

그림 43. 점포수 추이



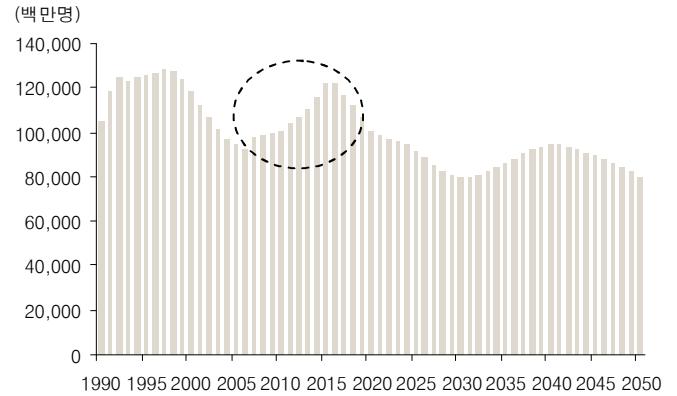
자료: 웅진코웨이

그림 44. 중국 화장품 시장 규모 및 증가율



자료: CEIC

그림 45. 중국 25세~29세 인구추계



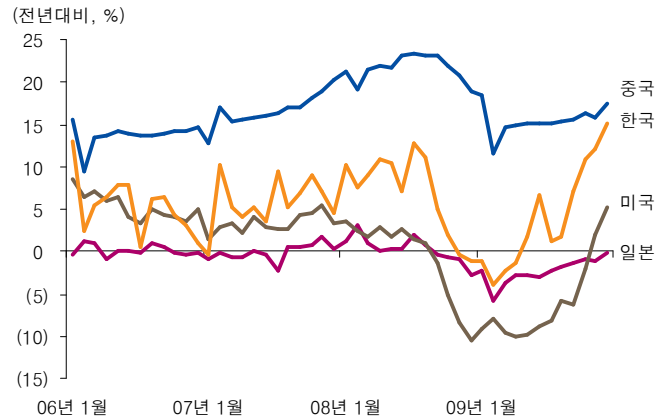
자료: CEIC

그림 46. 중국 실질 GDP 증가율 추이 및 전망



자료: Global Insight

그림 47. 주요국가 소매판매액 증가율



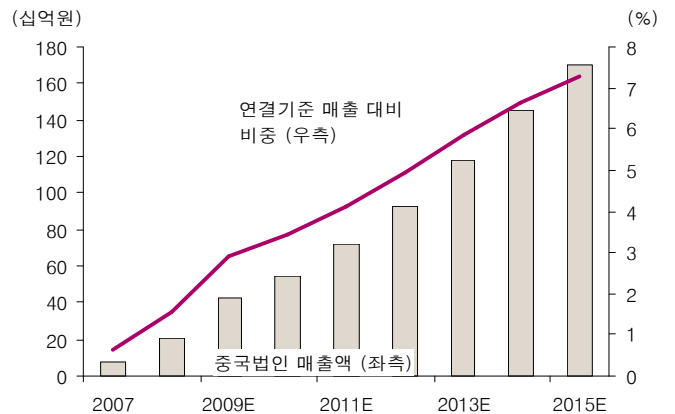
자료: Thomson Reuters, 통계청

그림 48. 채널확장 계획



자료: 웅진코웨이

그림 49. 연결기준 중국법인 매출기여도 전망



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

3. 높은 이익률은 지속가능한가? - 35% 이상의 영업이익률 유지 가능

화장품부문에서의 영업이익률은 2007년 27%에서 작년 45%까지 꾸준히 개선되면서 높은 이익률을 유지해 왔다. 이는 1) 공장 임차료가 월 32,000위안으로 (작년 매출액의 1.8%) 매출 증대시 상대적으로 고정비 비중이 낮아지며, 2) 화장품 원료는 대부분 한국에서 조달하나, 제조원가에 많은 비중을 차지하는 부자재의 현지화로 매출원가를 낮췄고, 3) 시판 위주의 사업이 아니어서 백화점, 화장품 종합전문점 등에서 발생하는 입점수수료가 없기 때문이다.

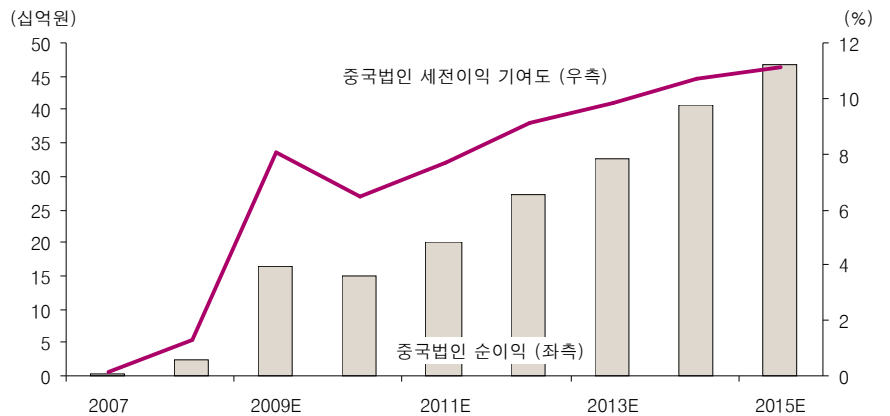
1) 시판확대로 입점수수료 발생, 2) 작년 9월부터 TV광고 신규 집행으로 인한 광고비 확대로 영업이익률은 올해부터 다소 낮아질 것이나, 2015년까지 모회사의 영업이익률 15%를 크게 상회하는 36% 이상의 화장품 부문 영업이익률 유지가 가능할 것으로 판단된다. 순이익률의 경우 2009년까지는 세금이 면제되고 영업의 비용이 거의 없어 영업이익률과 같지만, 2010년부터 세금발생으로 (2012년까지는 법인세 50% 감면) 순이익률도 올해부터 하락할 것으로 보인다. 중국법인으로부터의 지분법이익의 세전이익 기여도는 2008년 1%에서 2015년 11%까지 상승할 전망이다.

표 8. 중국법인 실적 추이 및 전망

(백만위안)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
매출	1.7	5.8	0.9	2.6	11.0	28.0	25.2	59.5	131.3	222.5	290.6	379.4	491.9	624.5
화장품				2.6	11.0	28.0	22.0	28.6	85.7	166.0	232.4	318.3	426.6	554.5
환경가전							3.2	30.9	45.5	56.5	58.2	61.1	65.4	70.0
영업이익	0.0	(0.4)	(7.3)	(10.3)	(6.9)	(1.8)	(8.2)	2.0	19.8	72.0	87.1	118.4	160.4	203.8
화장품	0.0	(0.4)	(7.3)	(10.3)	(6.9)	(1.8)	(3.1)	7.7	29.1	75.0	88.3	117.8	157.8	199.6
환경가전							(5.1)	(5.8)	(9.3)	(3.1)	(1.2)	0.6	2.6	4.2
순이익	(0.4)	(0.4)	(7.2)	(10.8)	(7.0)	(2.7)	(9.4)	1.9	19.7	72.0	78.4	106.6	144.4	173.3
영업이익률 (%)				(397.5)	(63.0)	(6.3)	(32.5)	3.3	15.1	32.3	30.0	31.2	32.6	32.6
화장품				(397.5)	(63.0)	(6.3)	(13.9)	27.1	33.9	45.2	38.0	37.0	37.0	36.0
환경가전								(18.7)	(20.4)	(5.4)	(2.0)	1.0	4.0	6.0
순이익률 (%)	(21.0)	(7.8)	(841.0)	(416.0)	(63.1)	(9.8)	(37.4)	3.2	15.0	32.3	27.0	28.1	29.4	27.7
매출액증가율 (전년대비, %)		231.5	(85.1)	203.0	323.5	154.0	(9.9)	135.8	120.7	69.5	30.6	30.6	29.7	26.9
화장품					323.5	154.0	(21.4)	30.1	199.5	92.7	40.0	37.0	34.0	30.0
환경가전								859.7	47.6	25.1	3.0	5.0	7.0	7.0
영업이익증가율 (전년대비, %)									908.4	263.0	21.1	35.9	35.5	27.0
화장품									275.9	141.3	17.7	33.4	34.0	26.5
환경가전									n/a	n/a	n/a	n/a	328.0	60.5
순이익증가율 (전년대비, %)									946.7	265.7	9.0	35.9	35.5	20.0

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 50. 중국지분법이익/세전이익 비중 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

#### 4. 중국 환경가전사업 현황 - 지속적 확대, 시간 필요

2006년 6월 환경가전 사업을 시작했다. 한국에서는 렌탈 비율이 90%인 반면 아직 중국에서는 30~40% 수준이며, 계정수는 1만, 100여명의 코디들이 중국에서 활동 중이다. 현재 판매제품은 한국에서 제작한 수출 전용 제품인데, 중국 정수기시장에서 가장 보편화된 형태는 '언더싱크형 정수기'이다. 이를 중국 현지에서 제작해 렌탈할 계획을 가지고 있으며, 아직은 렌탈개념이 생소한 중국에 렌탈시스템을 지속적으로 확대해 나가려고 한다.

■ 목차

1. 투자요약 및 valuation	p2
2. Business fundamentals	p5
3. 중국사업	p17
4. 위험요인	p23

### 4. 위험요인

#### 국내 화장품 사업 진출 - 인력확보 비용 부담

기존 2,000명 판매전담조직 중 500명을 화장품 판매원으로 활용, 추가적으로 1,000명 신규인력 채용으로 올해 총 1,500명 정도의 화장품 판매원을 확보할 계획이다. 장기적으로는 1만여명의 신규인력채용을 계획하고 있어(vs 아모레퍼시픽 3만5천명, LG생활건강 1만1천명) 신규인력 채용으로 인한 3사간의 인력확보 경쟁으로 조직 구성 비용이 예상보다 높아질 위험이 있다. 또한 화장품 브랜드로써의 정착실패 등으로 인한 사업철수 가능성도 있을 수 있으나 이 경우 높지 않았던 초기 투자비용으로 인해 downside risk는 제한적으로 보인다.

#### 경쟁심화 가능성 - 크게 우려할 만한 수준 아님

1) LG전자, 쿠쿠홈시스의 정수기 시장에 진출 등 대기업의 환경가전 시장진출과 2) 경쟁업체의 저가 공세로 인한 시장점유율 하락 가능성은 회사의 가장 큰 위험요소로 꼽힌다. 무엇보다 정수기 시장의 타제품군 대비 높은 포화율 고려시, 향후 정수기 보급을 상승은 1위 업체인 동사보다 저가 공세를 위시한 후발업체에 의해 이뤄질 수 밖에 없는 구조여서에 따른 시장점유율 하락 가능성이 있다. 그러나 환경가전은 대부분 렌탈로 이루어지며, 렌탈 서비스의 핵심인 코디 조직의 구축을 위해 장기간의 시간이 소요된다는 점이 타업체에게 진입장벽으로 작용할 것으로 보인다. 또한 경쟁사들의 낮은 영업이익률로 후발주자들의 가격인하 여력이 높지 않아 가격 경쟁이 치열하게 전개되기는 어려울 것으로 보인다.

표 9. 제품별 매출 추이 및 전망

(십억원)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	향후 3년 CAGR (%)
<b>5대 렌탈제품</b>	<b>1,155</b>	<b>1,217</b>	<b>1,276</b>	<b>1,347</b>	<b>1,407</b>	<b>1,473</b>	<b>5</b>
정수기	714	753	769	808	836	872	4
비데	193	202	208	224	235	245	5
공기청정기	146	156	180	181	189	197	4
연수기	95	93	95	99	104	107	4
음식물처리기	6	13	25	35	44	52	21
<b>기타</b>	<b>58</b>	<b>98</b>	<b>136</b>	<b>195</b>	<b>278</b>	<b>369</b>	<b>38</b>
수출	19	45	56	79	100	138	32
수처리			27	63	95	119	37
화장품				8	32	50	150
기타		53	54	45	50	62	18
<b>전체</b>	<b>1,213</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,542</b>	<b>1,685</b>	<b>1,843</b>	<b>9</b>

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 10. 제품별/서비스별 매출 및 계정수

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	향후 3년 CAGR (%)
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>1,213</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,542</b>	<b>1,685</b>	<b>1,843</b>	<b>4</b>
<b>제품별</b>							
정수기	714	753	769	808	836	872	4
비데	193	202	208	224	235	245	5
공기청정기	146	156	180	181	189	197	4
연수기	95	93	95	99	104	107	4
음식물처리기	6	13	25	35	44	52	21
<b>서비스별</b>							
렌탈	986	1,020	1,059	1,123	1,170	1,223	4
멤버십	116	136	138	143	148	153	4
일시불	53	60	79	82	89	97	9
<b>총계정수 (천건)</b>	<b>4,323</b>	<b>4,410</b>	<b>4,736</b>	<b>4,903</b>	<b>5,090</b>	<b>5,270</b>	<b>4</b>
정수기	2,477	2,544	2,652	2,738	2,813	2,883	3
비데	879	900	993	1,052	1,104	1,159	5
공기청정기	581	580	689	690	728	763	5
연수기	380	370	376	392	409	425	4
음식물처리기	6	15	27	30	35	40	15
<b>렌탈계정수 (천건)</b>	<b>3,612</b>	<b>3,611</b>	<b>3,899</b>	<b>4,038</b>	<b>4,203</b>	<b>4,362</b>	<b>4</b>
정수기	1,856	1,870	1,987	2,067	2,139	2,205	3
비데	849	866	951	1,008	1,059	1,112	5
공기청정기	563	551	628	622	653	682	5
연수기	338	310	307	313	321	328	2
음식물처리기	6	14	25	28	31	35	12
<b>멤버십 계정수 (천건)</b>	<b>711</b>	<b>799</b>	<b>838</b>	<b>865</b>	<b>887</b>	<b>909</b>	<b>3</b>
정수기	622	674	665	672	674	678	0
비데	18	30	61	68	75	81	9
공기청정기	29	34	41	43	45	47	5
연수기	42	60	68	79	88	97	11
음식물처리기	0	1	2	3	4	6	44
<b>ARPU (원)</b>							
<b>제품별 월렌탈료</b>							
정수기	24,848	25,594	25,208	25,576	25,832	26,090	1
비데	16,204	16,801	16,221	16,324	16,272	16,298	(0)
공기청정기	18,549	19,734	18,405	19,182	18,794	18,988	(1)
연수기	20,964	20,787	21,237	21,220	21,326	21,433	0
음식물처리기	22,225	16,382	20,517	18,639	18,639	18,639	0
<b>서비스별</b>							
렌탈	21,464	22,142	21,575	21,894	21,979	22,073	0
멤버십	13,591	14,222	13,728	13,756	13,884	14,040	1
일시불	664,106	643,721	606,152	679,989	691,329	700,353	1

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



표 11. 연도별 이익전망

(십억원)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,213	1,314	1,412	1,542	1,685	1,843
매출총이익	828	907	952	1,035	1,109	1,192
영업이익	161	190	204	226	252	280
세전이익	156	185	203	232	266	307
순이익	116	129	153	176	202	232
<b>마진 (%)</b>						
매출총이익	68.3	69.0	67.4	67.1	65.9	64.7
영업이익	13.3	14.5	14.5	14.6	15.0	15.2
세전이익	12.8	14.1	14.4	15.1	15.8	16.6
순이익	9.6	9.8	10.9	11.4	12.0	12.6
<b>증가율 (전년대비, %)</b>						
매출액	8.5	8.4	7.4	9.2	9.3	9.4
매출총이익	12.3	9.5	4.9	8.8	7.2	7.5
영업이익	43.7	17.9	7.4	10.4	11.8	11.2
세전이익	52.0	18.7	9.7	14.6	14.4	15.4
순이익	55.2	11.0	18.8	14.9	14.4	15.4

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 12. 분기별 이익전망

(십억원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E
매출액	341	344	355	371	378	376	384	404
매출총이익	229	232	242	249	254	254	261	266
영업이익	49	49	50	57	58	58	54	55
세전이익	49	51	50	54	60	60	56	57
순이익	37	39	37	41	46	46	42	42
<b>마진 (%)</b>								
매출총이익	67.1	67.3	68.1	67.0	67.3	67.5	67.9	65.9
영업이익	14.3	14.1	14.0	15.4	15.4	15.4	14.1	13.7
세전이익	14.2	14.9	14.0	14.5	15.9	15.9	14.6	14.2
순이익	10.9	11.3	10.4	11.0	12.2	12.2	10.9	10.5
<b>증가율 (전년대비, %)</b>								
매출액	8.3	4.5	7.7	9.2	10.7	9.3	8.0	8.9
매출총이익	4.2	1.5	6.0	7.9	11.0	9.5	7.7	7.0
영업이익	9.3	1.4	0.7	18.5	19.3	19.1	8.8	(3.2)
세전이익	31.7	16.2	2.1	(2.3)	23.5	16.7	12.5	6.5
순이익	36.6	29.0	8.3	8.3	24.6	18.5	13.3	4.2

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>매출액</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,542</b>	<b>1,685</b>	<b>1,843</b>
매출원가	407	460	507	575	650
매출총이익	907	952	1,035	1,109	1,192
판매관리비	717	747	810	857	912
인건비	155	195	206	206	212
광고선전비	38	40	45	49	53
판매수수료	258	229	284	312	336
감가상각비	28	33	30	31	33
기타	238	250	246	260	278
<b>영업이익</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>226</b>	<b>252</b>	<b>280</b>
영업외수익	21	27	30	37	47
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	28	35	44
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	23	21	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	4	2	0
기타	10	12	2	2	2
<b>세전이익</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>233</b>	<b>268</b>	<b>311</b>
(계속사업이익)법인세비용	56	49	56	65	75
<b>순이익</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>177</b>	<b>204</b>	<b>235</b>
EBITDA	331	352	380	419	460
EPS (원)*	1,734	2,023	2,291	2,639	3,053

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>305</b>	<b>312</b>	<b>339</b>	<b>372</b>	<b>409</b>
순이익	129	153	177	204	235
유/무형자산 상각비	141	148	154	166	180
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(24)	(33)	(44)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(41)	(40)	(41)
기타	57	54	58	60	63
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(255)</b>	<b>(276)</b>	<b>(229)</b>	<b>(251)</b>	<b>(270)</b>
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	112	141	160
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	5	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(20)	(22)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(2)</b>	<b>(52)</b>	<b>(126)</b>	<b>(116)</b>	<b>(132)</b>
단기차입금의 증가 (감소)	16	(19)	12	4	4
장기차입금 증가 (감소)	60	0	30	(30)	(30)
사채증가 (감소)	0	0	(90)	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	(20)	70	30	30	30
배당금	(58)	(65)	(77)	(87)	(102)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
<b>현금증감</b>	<b>48</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
기초현금	29	76	64	47	52
기말현금	76	64	47	52	59

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨  
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>유동자산</b>	<b>476</b>	<b>509</b>	<b>531</b>	<b>587</b>	<b>648</b>
현금 및 현금성자산	76	64	47	52	59
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	220	241	263
채고자산	58	55	62	73	84
기타	192	197	202	221	242
<b>비유동자산</b>	<b>596</b>	<b>761</b>	<b>815</b>	<b>875</b>	<b>950</b>
투자자산	114	131	150	183	227
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	125	109	93
기타	60	71	72	73	73
<b>자산총계</b>	<b>1,071</b>	<b>1,271</b>	<b>1,347</b>	<b>1,462</b>	<b>1,597</b>
<b>유동부채</b>	<b>399</b>	<b>542</b>	<b>484</b>	<b>509</b>	<b>535</b>
매입채무	34	29	32	35	38
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
<b>비유동부채</b>	<b>76</b>	<b>48</b>	<b>83</b>	<b>57</b>	<b>32</b>
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
<b>부채총계</b>	<b>475</b>	<b>590</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>567</b>
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	629	745	879
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
<b>자본총계</b>	<b>597</b>	<b>681</b>	<b>781</b>	<b>897</b>	<b>1,030</b>

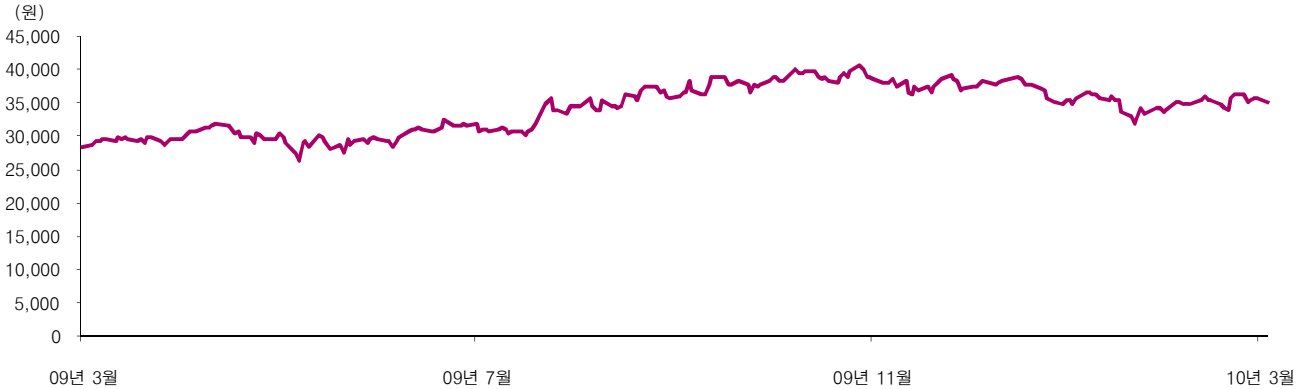
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	8.4	7.4	9.2	9.3	9.4
영업이익	17.9	7.4	10.4	11.8	11.2
세전계속사업이익	18.7	9.7	15.0	15.2	15.7
순이익	11.0	18.8	15.3	15.2	15.7
EBITDA	9.4	6.3	7.8	10.2	9.9
EPS*	11.0	16.7	13.2	15.2	15.7
<b>수익률 (%)</b>					
영업이익률	14.5	14.5	14.6	15.0	15.2
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.1	15.9	16.9
순이익률	9.8	10.9	11.5	12.1	12.8
EBITDA 마진율	25.2	25.0	24.6	24.8	25.0
ROE	22.9	24.0	24.2	24.3	24.4
ROA	12.9	13.1	13.5	14.5	15.4
<b>기타비율</b>					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.4	16.0	10.8
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.5	63.1	55.0
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.1	15.1	19.2
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.1	49.9	49.9
<b>주당지표 (원)</b>					
SPS	17,659	18,639	19,993	21,843	23,892
BPS	7,144	6,996	8,498	10,210	12,151
DPS	870	1,010	1,150	1,320	1,530
주당EBITDA	4,451	4,651	4,927	5,427	5,965

■ Disclosures

- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 신정현은 2009년 10월 21~22일 웅진코웨이의 비용으로 중국법인 IR행사에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 3월 19일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 3월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2010/3/22  
 투자의견 BUY★☆☆  
 TP (원) 42,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분함.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 6개월간 예상 절대수익률 30% 이상 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY★★☆ (매수★★☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 20~30% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 수준
- BUY★☆☆ (매수★☆☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 10~20% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 낮은 수준
- HOLD(중립) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10~10%
- SELL(매도) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

※ 2010년 3월 11일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)에서 투자등급 5단계로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상

create<sup>▲</sup> with you 삼성증권 

- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900