

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

신정현  
 junghyun81.shin@samsung.com  
 02 2020 7753

## 웅진코웨이 (021240/35,000원 /BUY★☆☆/TP: 42,000원)

### 사상 최대 분기 영업이익 시현

1분기 매출액은 9% 증가한 3,713억원. 총계정이 전년동기대비 5% 증가하며 렌탈관련 매출은 4% 증가에 그쳤으나, 일시불이 118% 급증했기 때문. 영업이익은 22% 증가한 594억원으로 사상 최대 분기 이익이며, 영업이익률도 전년동기대비 1.7%pts 개선된 16%로 사상 최고 수준. 이는 1) 전년 동기 페이프리로 인해 급증한 신규 렌탈 계정이 정상화 되며 마진 개선에 기여했고, 2) 일시불 판매호조로 매출원가율이 하락한데다, 3) 판매수수료 체계 변경으로 판매수수료가 감소했기 때문. 세전이익과 순이익은 각각 21%, 13% 증가한 590억원, 421억원. 순지분법평가이익이 전년동기대비 56억원 증가했으나 환율 영향으로 인한 순외화관련비용이 61억원 증가. 전반적으로 우리의 예상치 및 시장컨센서스와 유사한 실적.

- **긍정적 요인 - 일시불확대, 말레이시아법인 turn around, 페이프리 제휴 확대:** 비데 및 공기청정기의 일시불 매출 호조로 연초 전략적 중점사업이던 일시불 판매가 확대중. 연내 흑자전환이 예상되던 말레이시아법인은 1분기부터 지분법 이익에 기여. 해외 사업중 현지화로 렌탈 사업의 성공가능성을 최초로 보여준다는 점에서 중요한 출발점임. 4월부터 페이프리 제휴사에 롯데카드를 추가해 고객기반 확대 가능.
- **부정적 요인 - 수출감소, 해약률 상승:** 원화기준 해외 수출은 10% 감소했으나, 이는 원화 강세의 결과. 달러기준으로는 11% 증가해 수출은 여전히 견조. 3월 해약율은 1.47%로 급증하며 1분기 전체 해약률도 1.17%로 전년동기대비 0.12%p 상승. 그러나 이 또한 3월 의무사용기간 만기 도래 집중효과에 따른 것으로 4월에도 1% 초반 수준으로 다시 하향 안정화되는 추세.

### 중국 화장품도 견조

춘절연휴로 인한 계절적 비수기임에도 중국 화장품 매출은 전년동기대비 53% 고성장한 4,261만 위안. 대리상 및 점포가 각각 8개, 922개가 증가했기 때문. 방송광고 확대 및 시판 확장 등으로 인한 마케팅비용 증가로 영업이익률은 전년동기 40%보다 4%p 하락한 36%. 신규 성 진출, 대리상과 점포수 확장 및 시판 판매로 향후 3년간 연평균 매출 30%의 고성장을 지속할 전망이다. 35%내외의 영업이익률도 지속가능한 수준으로 판단됨. 다만, 금년 세금납부(세율 12%)로 중국법인으로부터의 지분법이익은 1억원 증가에 그침.

### BUY★☆☆의견과 42,000원 목표주가 유지

현 주가는 12개월 forward P/E 14.7배. 높은 프리미엄 하에 거래되는 것이나, 렌탈사업을 기반으로 국내외에서 수평적, 지역적 확장으로 향후 연평균 15% 내외의 안정적 이익 성장을 지속할 것을 고려하면 여전히 매력적 사업구조. 특히 페이프리로 인한 해약률의 안정화는 지속가능한 요인으로 보이며, 신규 진출하는 국내 화장품 사업도 위험보다는 기회 요인.

\* 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다

#### ■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,259	2,622
BPS (원)	6,996	8,467	10,182
ROE (%)	24.0	23.9	24.2
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	14.4	15.0
순이익/영업이익 (%)	75.0	78.4	80.8
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

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

#### ■ RATIOS

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	9.1	8.6
EPS 성장률 (%)	16.7	11.7	16.1
P/E (배)	19.0	15.5	13.3
P/B (배)	5.5	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	9.0	7.6	6.8
배당수익률(보통주, %)	2.9	3.2	3.7
Net debt to equity(%)	30.3	22.7	15.9