



웅진코웨이 (021240)

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

기대에 부합하는 양호한 실적

매수

주가 (5월 7일) **35,000원**
적정주가 (% variance) **50,000원 (42.9%)**

시가총액	2,699.4십억원
일평균 거래액	7,749백만원
52주 최고가/최저가	40,550원/26,350원

주가 추이



투자 의견 및 적정주가 추이



- ◆ 1분기 기대에 부합하는 양호한 실적
- ◆ 렌탈 양호한 성장과 일시불 호조세 지속, 양호한 판관비 통제
- ◆ 중국법인 위안화 기준 전체 39%, 화장품 부문 53%의 고성장
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지

1분기 기대에 부합하는 양호한 실적 웅진코웨이의 1분기 실적은 매출액 3,713억원(+8.8% YoY), 영업이익은 594억원(+21.7% YoY)로 전분기의 사상최대 영업이익 기록을 다시 갱신하며 시장의 기대에 부합하는 양호한 실적을 기록했다. 매출원가율이 다소 증가했으나 판관비가 양호하게 통제되면서 영업이익률은 16.0%의 호조였다. 지분법이익은 중국법인은 예상수준인 21억원이었으나 웅진케미칼의 실적 호조로 예상의 2배에 달하는 23억원의 지분법이익이 발생해 총 43억원의 기대이상의 호조였다. 그러나 수출 매출채권 등에 대한 외화평가손실 등 외환관련 손실 25억원이 발생해 전체 세전이익은 기대치와 유사했다. 한편, 순이익은 법인세 비용이 다소 증가하며 당사 추정을 4% 하회했다.

웅진코웨이 1분기 잠정 실적

(십억원)	1Q10P	1Q09	% YoY	4Q09	% QoQ	SH	Var. (%)	컨센서스
매출액	371.3	341.4	8.8	371.4	(0.0)	365.0	1.7	368.3
영업이익	59.4	48.8	21.7	57.1	4.0	58.5	1.5	57.9
세전이익	59.0	48.6	21.4	53.1	11.1	58.0	1.8	58.6
순이익	42.1	37.1	13.4	40.3	4.3	43.9	(4.3)	44.4
영업이익률(%)	16.0	14.3		15.4		16.0		15.7
세전이익률(%)	15.9	14.2		14.3		15.9		15.9
순이익률(%)	11.3	10.9		10.9		12.0		12.1

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

렌탈 양호한 성장과 일시불 호조세 지속, 양호한 판관비 통제 렌탈계정이 전년동기대비 5.1%, 전분기대비 1.0% 증가한데 힘입어 (약 394만 계정) 렌탈매출은 전년동기대비 4.7%, 전기대비 2.1% 증가했다. 회사는 지난해 3분기부터 일시불 판매를 강화했는데 1분기에도 약 4만 7천건의 주문으로 일시불 매출이 전년동기대비 117% 성장했다.

부품비용 및 코디수당 증가로 렌탈과 멤버십의 원가율이 다소 증가했고 수출

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
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	202.7	153.3	2,023	16.7	15.9	7.5	3.6	24.0	29.5	3.1
2010E	1,501.0	234.6	240.6	179.2	2,324	14.8	15.1	7.2	3.4	24.5	11.1	3.3
2011E	1,559.6	257.0	276.7	209.8	2,720	17.1	12.9	6.6	3.0	24.9	(1.4)	3.9
2012E	1,614.4	268.9	296.7	225.0	2,917	7.2	12.0	6.2	2.6	23.4	(10.9)	4.2

및 수처리도 각각 환율과 관급공사 비중 증대 영향으로 원가율이 증가했다. 전체 매출원가율은 전분기대비 0.4%p 전년동기대비 0.5%p 증가했으나 판관비율이 크게 감소해 영업이익률은 전분기대비 0.6%p, 전년동기대비 1.7%p 개선되었다.

판관비가 크게 감소한 것은 판매조직 수수료 체계 정비에 따른 판매수수료 감소와 리퍼브효과(초단기에 반환된 제품 중 사용가능한 제품을 일정한 처리 후 재사용)에 따른 렌탈폐기손실 감소가 주원인으로 이는 2분기 이후에도 판관비율 개선에 기여할 전망이다.

웅진코웨이 1분기 부문별 실적						
(십억원)		1Q10P	1Q09	% YoY	4Q09%	% QoQ
매출액	전체	371.3	341.4	8.8	371.4	(0.0)
	렌탈	271.7	259.5	4.7	266.2	2.1
	멤버십	35.6	35.9	(0.8)	34.8	2.3
	일시불	26.7	12.3	117.1	27.9	(4.3)
	수출	17.3	19.1	(9.4)	14.6	18.5
	수처리	7.7	5.0	54.0	9.5	(19.2)
	기타	12.2	9.6	27.1	18.4	(33.7)
매출원가	전체	124.1	112.2	10.6	122.4	1.4
	렌탈	75.1	73.2	2.6	71.7	4.7
	멤버십	11.1	11.6	(4.2)	9.9	11.9
	일시불	7.7	4.1	87.8	7.9	(2.5)
	수출	13.6	12.8	6.6	10.6	29.0
	수처리	7.0	4.3	62.8	7.2	(2.8)
	기타	9.5	6.2	53.0	15.1	(37.2)
매출원가율 (%)	전체	33.4	32.9		33.0	
	렌탈	27.6	28.2		26.9	
	멤버십	31.2	32.3		28.5	
	일시불	28.8	33.3		28.3	
	수출	78.8	67.0		72.4	
	수처리	90.9	86.0		75.6	
	기타	32.2	21.6		45.8	
매출총이익		247.2	229.2	7.9	249.0	(0.7)
매출총이익률 (%)		66.6	67.1		67.0	
판관비		187.8	180.4	4.1	191.9	(2.2)
판관비/매출액 (%)		50.6	52.8			51.7
영업이익		59.4	48.8	21.7	57.1	4.0
영업이익률		16.0	14.3		15.4	

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

중국법인 위안화 기준 전체 39%, 화장품 부문 53%의 고성장 중국법인의 실적은 화장품 부문은 위안화 기준 전년동기대비 53% 성장했고 환경가전은 8.7% 성장해 전체 39%의 외형성장을 기록했다. 광고선전비 증가, 시판 채널 진출 등에 따른 비용증가에도 영업이익률은 36%의 양호한 수치를 기록했다. 이러한 호조에도 불구하고 지분법이익은 21억원으로 전년동기 20억원과 유사했는데 이는 위안화가 전년동기 207원/위안에서 1분기 168원/위안으로 19% 감소했고 올해부터 반세율 적용(약 12%, 2012년까지 반세율 적용, 이후 정상적인 법인세율 적용)으로 세금을 납부하기 시작했기 때문이다.

중국법인 1분기 실적		1Q10P	1Q09	% YoY	4Q09	% QoQ
('000 RMB)						
매출액	화장품	42,612	27,842	53.0	40,243	5.9
	환경가전	13,865	12,755	8.7	18,133	(23.5)
	총 계	56,477	40,597	39.1	58,376	(3.3)
영업이익	화장품	15,291	11,127	37.4	14,616	4.6
	환경가전	(307)	(76)	특자전환	178	특자전환
	총 계	14,984	11,051	35.6	14,794	1.3
영업이익률 (%)	화장품	35.9	40.0		36.3	
	환경가전	(2.2)	(0.6)		1.0	
	총 계	26.5	27.2		25.3	

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 적정주가 5만원을 유지한다. 렌탈과 일시불의 호조로 양호한 외형성장과 영업이익률 개선이 이어지며 영업활동 현금창출 규모가 꾸준히 증대되고 있다. 중국화장품 사업의 높은 성장 및 웅진케미칼의 실적 호조로 지분법이익도 빠른 증가가 예상된다. 회사는 9월 국내 화장품 진출을 앞두고 있는데 자체제품 개발은 이미 완료되었으며 제품포트폴리오 강화를 위한 제휴 모색 및 판매인력 모집 및 운영 방안 등이 계획 중이다. 화장품 사업과 관련된 구체적인 로드맵은 7월쯤 발표될 계획이다. 한편, 50%이상의 배당성향에 따라 2010년 예상 주당 배당금은 1,160원으로 현주가 기준 시가배당 수익률도 3.3%에 달한다.

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,244.8	1,321.7	1,436.4
유동자산	475.6	509.5	440.7	493.4	582.8
현금및현금성자산	76.1	63.7	37.4	85.4	167.6
단기투자자산	5.9	5.5	7.1	8.6	12.9
매출채권	149.8	194.6	150.1	156.0	161.4
채고자산	58.0	54.6	60.0	62.4	64.6
기타	185.8	191.1	186.1	181.1	176.3
비유동자산	595.8	761.2	804.0	828.3	853.5
투자자산	114.1	130.7	174.6	201.8	231.2
유형자산	356.4	418.2	446.4	460.1	469.4
무형자산	64.9	141.1	109.7	90.8	75.1
부채총계	474.8	590.0	461.7	418.5	413.1
유동부채	398.7	541.8	442.9	399.1	393.1
매입채무	34.2	29.2	31.1	32.6	34.2
단기차입금	107.8	119.7	101.8	81.4	69.2
유동성장기부채	0.0	120.0	30.0	0.0	0.0
기타	256.7	272.8	280.1	285.1	289.7
비유동부채	76.0	48.2	18.8	19.3	19.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	0.0	0.0	0.0
기타	16.0	18.2	18.8	19.3	19.9
자본총계	596.6	680.7	783.1	903.3	1,023.3
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
자본조정	6.2	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	441.1	529.6	632.0	752.2	872.2
총 차입금	167.8	269.7	131.8	81.4	69.2
순차입금(순현금)	85.8	200.5	87.2	(12.6)	(111.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	304.8	311.7	421.6	399.7	416.6
당기순이익	129.1	153.3	179.2	209.8	225.0
유형자산감가상각비	126.5	128.2	127.5	131.4	134.1
무형자산상각비	14.7	19.9	24.3	18.9	15.7
지분법손실(이익)	1.4	(13.9)	(18.7)	(24.0)	(26.0)
투자자산처분손실(이익)	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	2.5	0.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(36.2)	(48.9)	36.9	(12.2)	(11.0)
기타	66.9	71.6	72.2	75.7	78.9
투자활동으로인한현금흐름	(255.1)	(276.1)	(242.1)	(210.9)	(211.8)
단기투자자산의 감소(증가)	(4.2)	(0.1)	(1.6)	(1.4)	(4.3)
장기투자자산의 감소(증가)	(82.4)	2.8	(25.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산의 감소(증가)	(142.0)	(204.1)	(200.5)	(196.5)	(194.5)
기타	(26.4)	(74.8)	(15.0)	(10.0)	(10.0)
Free Cash Flow	49.7	35.5	179.4	188.8	204.8
재무활동으로인한현금흐름	(2.1)	(52.3)	(205.8)	(140.8)	(122.5)
단기차입금 증가(감소)	15.8	(18.6)	(18.0)	(20.4)	(12.2)
유동성장기부채의 증가(감소)	(20.0)	0.0	(90.0)	(30.0)	0.0
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	60.0	0.0	(30.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(89.6)	(104.9)
기타	0.1	31.0	9.0	(0.8)	(5.4)
현금의 증가(감소)	47.6	(12.4)	(26.3)	48.0	82.3
기초의 현금	28.5	76.1	63.7	37.4	85.4
기말의 현금	76.1	63.7	37.4	85.4	167.6
설비투자매출액 (%)	10.8	14.5	13.4	12.6	12.0
감가상각비/매출액 (%)	9.6	9.1	8.5	8.4	8.3
감가상각비/설비투자 (%)	89.1	62.8	63.6	66.9	68.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314.4	1,411.9	1,501.0	1,559.6	1,614.4
증가율 (%)	8.4	7.4	6.3	3.9	3.5
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	3.8	3.9
매출원가	407.2	460.2	483.6	501.5	527.0
증가율 (%)	5.8	13.0	5.1	3.7	5.1
매출총이익	907.2	951.8	1,017.4	1,058.1	1,087.4
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.8	67.8	67.4
판매비와관리비	717.1	747.5	782.8	801.1	818.5
증가율 (%)	7.5	4.2	4.7	2.3	2.2
영업이익	190.1	204.3	234.6	257.0	268.9
증가율 (%)	17.9	7.4	14.8	9.6	4.6
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.6	16.5	16.7
영업외수익(비용)	(5.4)	(1.5)	6.0	19.7	27.8
이자수익	3.3	3.1	2.3	2.7	5.5
이자비용	11.3	12.5	12.1	6.2	4.2
외화관련이익(손실)	10.5	(5.2)	(3.6)	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	(2.5)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(1.4)	13.9	18.7	24.0	26.0
기타영업외수익(비용)	(3.9)	0.7	0.7	(0.7)	0.6
법인세차감전계속사업이익	184.8	202.7	240.6	276.7	296.7
법인세비용	55.7	49.4	61.3	66.9	71.7
계속사업이익	129.1	153.3	179.2	209.8	225.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	179.2	209.8	225.0
증가율 (%)	11.0	18.8	16.9	17.1	7.2
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	11.9	13.5	13.9
EBITDA	331.3	352.4	386.4	407.3	418.6
증가율 (%)	9.4	6.3	9.7	5.4	2.8
배당성장률 (%)	50.2	50.1	50.0	50.0	50.0

주요 투자지표

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	1,734	2,023	2,324	2,720	2,917
Adj. EPS (원)	1,768	2,043	2,324	2,720	2,917
BPS (원)	8,016	8,826	10,153	11,712	13,269
DPS (원)	870	1,010	1,162	1,360	1,458
PER (배)	17.0	15.9	15.1	12.9	12.0
Adj. PER (배)	16.6	15.7	15.1	12.9	12.0
PBR (배)	3.7	3.6	3.4	3.0	2.6
PCR (배)	6.4	6.8	7.0	6.6	6.3
EV/ EBITDA (배)	6.9	7.5	7.2	6.6	6.2
PEG (배)	1.0	1.2	1.4	2.0	na
배당수익률 (%)	3.0	3.1	3.3	3.9	4.2
수익성					
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.6	16.5	16.7
EBITDA이익률 (%)	25.2	25.0	25.7	26.1	25.9
세전이익률(%)	14.1	14.4	16.0	17.7	18.4
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.9	13.5	13.9
ROA (%)	12.9	13.1	14.2	16.3	16.3
ROE (%)	22.9	24.0	24.5	24.9	23.4
ROIC (%)	22.2	22.9	23.6	27.4	29.0
안정성					
부채비율 (%)	79.6	86.7	59.0	46.3	40.4
순부채비율 (%)	14.4	29.5	11.1	(1.4)	(10.9)
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	19.4	41.1	64.2
활동성					
총자산회전률 (회)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전률 (회)	9.2	7.9	8.5	9.9	9.9
재고자산회전률 (회)	22.7	25.1	26.2	25.5	25.4
매입채무회전률 (회)	43.9	44.5	49.8	49.0	48.3
운전자본회전률 (회)	14.0	11.7	13.4	18.7	20.2

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. (작성일자: 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 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 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.