

# 웅진코웨이 (021240)

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

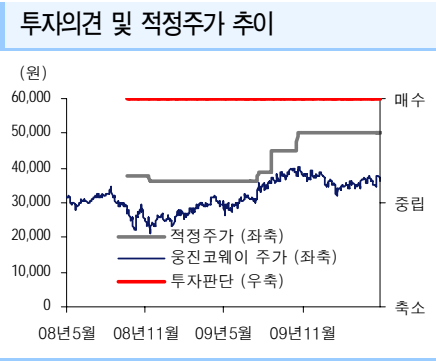
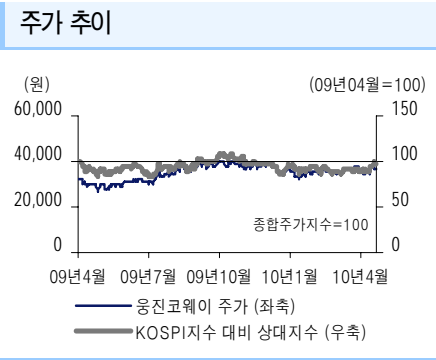
## 미주 NDR 후기

**매수**

주가 (10월 21일) **36,350원**  
 적정주가 (% variance) **50,000원(37.6%)**

- ◆ 5월 17일에서 20일 까지 뉴욕, 보스턴 NDR 실시
- ◆ 주요 Q&A 내용 요약
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지

시가총액	2,803.5십억원
일평균 거래액	7,879백만원
52주 최고가/최저가	40,550원/26,350원



**5월 17일에서 20일 까지 뉴욕, 보스턴 NDR 실시** 당사와 웅진코웨이는 5월 17부터 3일에 걸쳐 뉴욕 보스턴에서 해외투자자 대상의 NDR을 진행했다. 해외투자자들은 웅진코웨이의 렌탈 비즈니스의 unique함과 안정적인 수익창출력에 대해 높은 평가를 하며 동시에 중국과 국내 화장품 사업, 수출 등을 통한 중장기적 성장성 확보 방안에 대해서도 높은 관심을 표명했다. 해외투자자들의 주요 질문사항은 기존 렌탈 사업에서의 품목 확대 등을 통한 추가적인 성장 가능성, 중국과 국내 화장품 사업 향후 성장 계획, 수출 및 수처리 사업 현황, 배당 정책 등으로 요약된다.

### 주요 Q&A 내용 요약

▶ 렌탈 사업의 Penetration rate은 어디까지 가능하다고 보며 추가 품목 확대 계획은 있나?

정수기의 경우 약 30%의 보급률인데 일본의 경우 보급률이 55~60%에 달하고 있음을 미루어 볼 때 추가적인 확대 여지는 아직 충분하다고 생각된다. 기타 비데와 공기청정기, 연수기 등은 보급률이 낮아 환경가전에 대한 저변확대와 함께 높은 수요 증가가 예상된다. 특히 공기청정기는 신종인플루, 황사 등으로 보급률이 빠르게 확대되고 있다. 정수기를 제외한 음식물 처리기까지 기타 4개 품목의 보급률이 낮아 기타 추가 아이템은 예정되어 있지 않으며 이들 품목의 기능 및 디자인 향상 등으로 수요 확대를 꾀할 계획이다.

▶ 기타 경쟁사들 대비 우월한 시장 점유율과 높은 수익성을 가지는 이유는 무엇이며 이러한 시장구도에 변화가 있을 수 있나?

웅진코웨이는 가전제품에 렌탈 서비스 모델을 처음으로 도입하고 현재의 렌탈 시장을 구축했다. 렌탈의 경우 초기 자본 투자 부담이 크고 고객 기반을 안정적으로 구축하는데 많은 시간이 소요된다. 이러한 특성이 일종의 진입장벽으로 작용하며 신규업체들이 진입하더라도 자본투자 부담으로 인해 제품력과 서비스에 대한 지속적인 투자가 이루어지기 힘들어 가격 경쟁력 외에 기타 경쟁력 확보가 힘들다. 그러나 웅진코웨이의 경우 확고한 대규모의 고객기반을 형성해 안정

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER	EV/EBITDA	PBR	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	15.6	7.5	3.6	24.5	11.1	3.2
2011E	1,559.6	257.0	276.7	209.8	2,720	17.1	13.4	6.9	3.1	24.9	(1.4)	3.7
2012E	1,614.4	268.9	296.7	225.0	2,917	7.2	12.5	6.4	2.7	23.4	(10.9)	4.0

적인 현금흐름이 창출되고 있고 이를 통해 기술과 디자인에 대한 지속적인 투자로 새로운 수요를 창출하고 있으며 제품 및 서비스에 만족할 경우 가격에 의한 고객 이탈 유인도 낮아 선순환구도에 안착했다. 이러한 특성상 회사가 보유한 경쟁우위는 쉽게 흔들리지 않을 전망이다.

▶ 수출과 수처리 등 기타 사업 현황과 계획은?

수출의 경우 세계 경기부진으로 당초 계획보다는 다소 부진하다. 특히 홍콩과 일본이 부진한데 홍콩의 경우 1분기 대손상각 등으로 구조조정을 했으며 조만간 정리할 계획이다. 일본도 부진하나 선진국인 일본 시장을 벤치마킹하는 정보 수집 역할도 담당하고 있어 당분간은 유지하나 추가 투자 등은 없을 것이며 이 역시 장기적으로는 정리될 가능성이 높다. 그러나 말레이시아 법인은 성과를 거두고 있어 집중 공략할 계획이며 미국, 유럽의 해외 우수브랜드들과의 공기청정기, 비데 등의 OEM 수출은 지속적으로 확대되고 있다. 현재 제품력을 알리고 있고 제품에 대한 반응이 좋아 중장기적으로 수출이 또다른 성장동력이 될 것으로 기대한다.

수처리 사업도 올해 초 화학적 수처리 1위 기업인 그린엔텍을 인수했고 향후에도 소규모 M&A를 통해 사업영역을 확대할 계획이다.

▶ 중국 화장품 사업은 어떻게 진행되고 있나?

1분기에도 위안화 기준으로 화장품 매출은 53% 성장했고 광고선전비 등 증가에도 36%의 영업이익률을 기록했다. 광고 선전과 시판채널(sasa 매장)에도 직접해 브랜드 알리기에 힘쓰고 있으며 지역 커버리지 확대, 제품라인업 강화 등으로 중국 화장품 사업의 고성장은 지속될 전망이며 회사의 연간 목표인 40% 성장은 무난할 전망이다.

▶ 국내 화장품 사업 진출을 계획하고 있는데 화장품 사업에서 성공 가능성이 있나?

과거 그룹 오너가 코리아나 화장품 지분 보유 등으로 화장품 사업에 대한 노하우를 보유하고 있다. 시판 시장의 경우 마케팅비 및 매장 오픈에 따른 투자부담이 높고 경쟁이 치열해 진출할 계획이 없다. 그러나 방판 시장의 경우 방판인력과 제품이 핵심으로 방판인력의 경우 경쟁사 대비 우월한 모집 및 관리능력을 보유하고 있으며 자체 화장품 연구소 등에서 고기능성 제품 등도 개발되어 있어 충분히 가능성이 있다는 판단이다. 투자부담을 최소화하기 위해 임대계약으로 생산할 예정이며 브랜드를 보완하기 위해 국내외 업체와의 브랜드 라이선싱 등 다양한 제휴도 모색 중이다. 큰 투자 부담없이 고기능성 방판 시장으로 진출한다면 해볼만한 사업이라 생각한다.

▶ 신규사업 확대에 따른 투자부담으로 배당 정책 등에 변화가 있을 수 있나?

연간 1,800억원 이상의 Free cash flow가 창출되고 있는데 50%의 배당을 유지해도 신규사업 등에 따른 자금소요를 충분히 충당할 수 있는 수준이다. 또한 재무구조도 우수해 단기적으로 일부 자금의 mismatch가 있을 경우 양호한 금리에 시장 조달이 가능하다. 따라서 신규사업으로 인한 배당성향의 변화는 없을 것이다.

**투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지** 이번 NDR을 통해 외국인 투자자들의 웅진코웨이의 사업모델에 대한 관심과 국내외 화장품 사업, 수출 사업 확대에 대한 기대감을 확인할 수 있었다. 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 적정주가 5만원을 유지한다.

대차대조표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>자산총계</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,244.8</b>	<b>1,321.7</b>	<b>1,436.4</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>590.0</b>	<b>461.7</b>	<b>418.5</b>	<b>413.1</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>680.7</b>	<b>783.1</b>	<b>903.3</b>	<b>1,023.3</b>
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
<b>총 차입금</b>	<b>167.8</b>	<b>269.7</b>	<b>131.8</b>	<b>81.4</b>	<b>69.2</b>
순차입금(순현금)	<b>85.8</b>	<b>200.5</b>	<b>87.2</b>	<b>(12.6)</b>	<b>(111.3)</b>

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>304.8</b>	<b>311.7</b>	<b>421.6</b>	<b>399.7</b>	<b>416.6</b>
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
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(276.1)</b>	<b>(242.1)</b>	<b>(210.9)</b>	<b>(211.8)</b>
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)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>49.7</b>	<b>35.5</b>	<b>179.4</b>	<b>188.8</b>	<b>204.8</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(52.3)</b>	<b>(205.8)</b>	<b>(140.8)</b>	<b>(122.5)</b>
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)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>47.6</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(26.3)</b>	<b>48.0</b>	<b>82.3</b>
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

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>매출액</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,501.0</b>	<b>1,559.6</b>	<b>1,614.4</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>190.1</b>	<b>204.3</b>	<b>234.6</b>	<b>257.0</b>	<b>268.9</b>
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
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>184.8</b>	<b>202.7</b>	<b>240.6</b>	<b>276.7</b>	<b>296.7</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>129.1</b>	<b>153.3</b>	<b>179.2</b>	<b>209.8</b>	<b>225.0</b>
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
<b>배당성장률(%)</b>	<b>50.2</b>	<b>50.1</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>

주요 투자지표

12월결산	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	15.6	13.4	12.5
Adj. PER (배)	16.6	15.7	15.6	13.4	12.5
PBR (배)	3.7	3.6	3.6	3.1	2.7
PCR (배)	6.4	6.8	7.3	6.8	6.6
EV/ EBITDA (배)	6.9	7.5	7.5	6.9	6.4
PEG (배)	1.0	1.2	1.5	2.1	na
배당수익률 (%)	3.0	3.1	3.2	3.7	4.0
<b>수익성</b>					
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
<b>안정성</b>					
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
<b>활동성</b>					
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: 2013년 12월 26일) 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 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 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.