



웅진코웨이 (021240)

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

단기모멘텀보다 중장기적 시각 접근

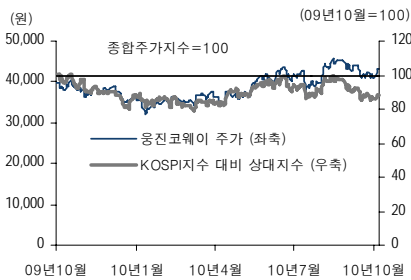
매수

주가(11월 4일) **43,200원**
적정주가 (% variance) **54,000원(25.0%)**

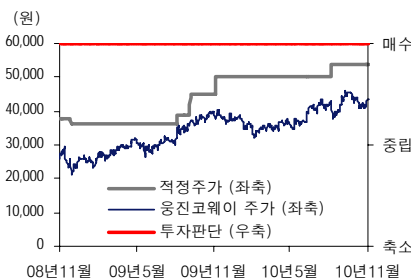
- ◆ 3분기 무난한 실적, 웅진케미칼 실적 호조로 지분법이익 크게 증가
- ◆ 렌탈계정 안정 성장과 지속적인 수익개선, 국내화장품 사업 진출에도 판관비 증가 크지 않아
- ◆ 중국법인 일시적 부진, 10월 화장품 매출 성장세 40%선 회복
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원 유지

시가총액	3,331.8십억원
일평균 거래액	15,581백만원
52주 최고가/최저가	45,850원/32,000원

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



3분기 무난한 실적, 웅진케미칼 실적 호조로 지분법이익 크게 증가 웅진코웨이의 3분기 실적은 매출액 3,780억원(+6.4% YoY), 영업이익은 571억원(+14.8% YoY)로 시장의 기대에 부합하는 양호한 실적을 기록했다. 순이익은 웅진케미칼로부터의 지분법이익이 83억원으로(당사 예상치 35억원) 급증하며 당사 추정을 7% 상회했다. 한편, 화장품 사업 진출로 인한 초기 조직 구축 비용 및 광고비 등의 지출에도 불구하고 영업이익률은 15.1%를 기록했는데 화장품 관련 비용을 제외할 경우 16% 중반대의 이익률로 추정되어 기존 사업부의 경우 지속적인 실적 개선세가 이어지고 있다.

웅진코웨이 3분기 잠정 실적

(십억원)	3Q10	3Q09	YoY(%)	2Q10	QoQ(%)	SH	Var(%)	컨센서스
매출액	378.0	355.2	6.4	366.6	3.1	380.1	(0.6)	379.6
영업이익	57.1	49.8	14.8	58.6	(2.6)	56.8	0.5	56.4
세전이익	59.5	49.8	19.5	63.0	(5.6)	55.9	6.4	58.0
순이익	45.2	37.0	22.0	46.8	(3.4)	42.2	7.1	43.7
영업이익률(%)	15.1	14.0		16.0		14.9		14.9
세전이익률(%)	15.7	14.0		17.2		14.7		15.3
순이익률(%)	12.0	10.4		12.8		11.1		11.5

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

렌탈계정 안정 성장과 지속적인 수익개선, 국내화장품 사업 진출에도 판관비 증가 크지 않아... 꾸준한 순주문 유입과 낮은 해약률로 분기기준으로도 매분기 렌탈계정이 증가하고 있다. 렌탈계정은 전년동기대비 4.7%, 전분기대비 1.5% 증가하며 처음으로 400만 계정을 돌파해 403만 계정을 기록했다. 이렇듯 렌탈 계정이 꾸준히 증가할 수 있는데는 해약률의 안정이 큰 역할을 하는데 3분기 해약률은 0.96%로 2007년 1분기 이후 최저값이다. 사후서비스 강화 등을 통한 고객만족 제고와 렌탈 의무사용기간의 연장(2년→1년)으로 해약률은 추가적인 하락이 예상된다. 렌탈 매출원가율 역시 개선되고 있어 3분기 렌탈 매출원가율은 27%

12월결산	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	5.8	3.7	22.9	14.4	3.0
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	15.9	6.6	3.6	24.0	29.5	3.1
2010E	1,511.6	231.8	237.8	176.7	2,291	13.2	18.9	8.3	4.3	24.2	27.2	2.7
2011E	1,616.1	248.6	260.1	197.2	2,557	11.6	16.9	7.7	3.7	23.6	14.6	3.0
2012E	1,704.7	270.0	295.2	223.8	2,901	13.5	14.9	7.2	3.3	23.5	3.4	3.4

로 전년동기대비 0.6%p 전분기대비 0.4%p 감소했다.

일시불 순주문은 전년동기대비 21% 증가했으나 일시불 매출액은 전년동기대비 3.7% 감소했다. 이는 주스프레소 등 단가가 낮은 기타 제품군의 매출이 증가했기 때문인 것으로 추정된다. 회사는 청정기, 비데 등에 다양한 보급형 모델을 출시하고 내년초 기능이 크게 개선된 음식물 처리기 출시할 계획으로 제품라인업이 강화되면 내년도도 일시불 매출은 20%의 성장이 예상된다. 당사는 올해 일시불 매출은 약 1,025억원, 내년도 매출액은 약 1,233억원으로 예상하고 있다.

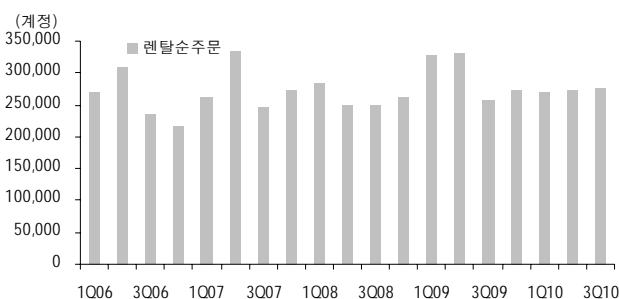
한편, 화장품 사업진출에도 불구하고 판관비율은 51.9%로 전년동기보다는 2.2%p 감소했고 전분기대비 0.9%p 증가하는데 그쳤다. 이는 기존제품의 광고선전비 등 및 렌탈폐기손실 등이 감소한데 따른 것으로 판단된다.

웅진코웨이 3분기 부문별 실적

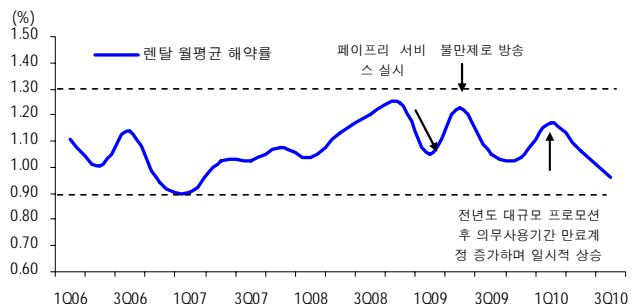
(십억원)		3Q10	3Q09	YoY(%)	2Q10	QoQ(%)
매출액	전체	378.0	355.2	6.4	366.6	3.1
	렌탈	276.7	267.3	3.5	273.5	1.2
	멤버십	37.5	33.7	11.1	36.6	2.3
	일시불	24.5	25.4	(3.7)	24.7	(0.9)
	수출	15.3	11.8	29.7	17.2	(11.0)
	수처리	8.4	2.4	250.0	4.1	104.9
	기타	15.6	14.5	7.6	10.4	50.0
매출원가	전체	124.7	113.2	10.2	120.9	3.1
	렌탈	74.7	73.9	1.1	74.3	0.5
	멤버십	11.7	10.1	16.0	11.5	1.7
	일시불	9.3	9.1	2.2	9.1	2.2
	수출	11.2	7.8	43.6	13.3	(15.8)
	수처리	6.2	1.8	244.4	1.9	226.3
	기타	11.6	10.5	10.5	10.8	7.4
매출원가율(%)	전체	33.0	31.9		33.0	
	렌탈	27.0	27.6		27.2	
	멤버십	31.2	29.9		31.4	
	일시불	38.0	35.8		36.8	
	수출	73.2	66.1		77.3	
	수처리	73.8	75.0		46.3	
	기타	37.5	39.9		39.1	
매출총이익	253.3	242.0	4.7	245.7	3.1	
매출총이익률(%)	67.0	68.1		67.0		
판관비	196.2	192.2	2.1	187.1	4.9	
판관비/매출액(%)	51.9	54.1		51.0		
영업이익	57.1	49.8	14.8	58.6	(2.6)	
영업이익률	15.1	14.0		16.0		

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

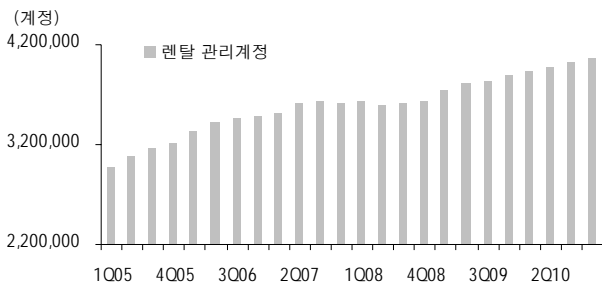
프로모션 없이도 꾸준한 렌탈 순주문 유입



3분기 해약률 0.96% 로 최저 구간 수준

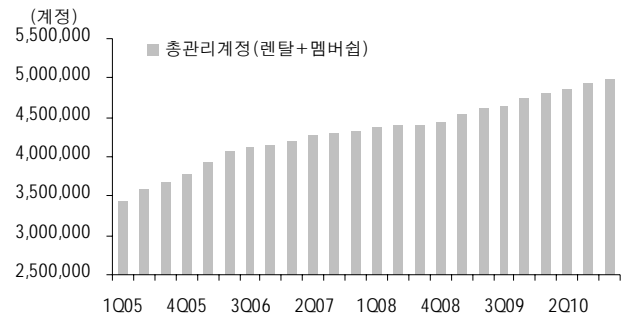


렌탈 관리계정 지속적인 증가



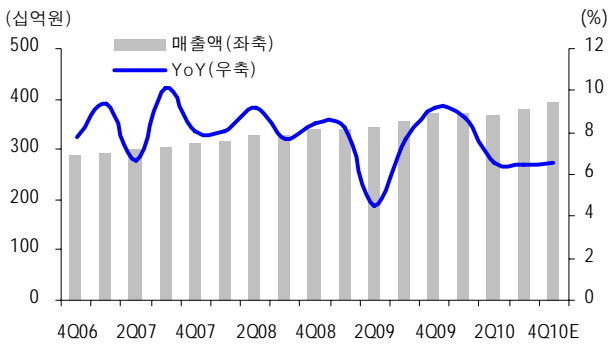
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

총관리계정 (렌탈+멤버십) 꾸준히 증가



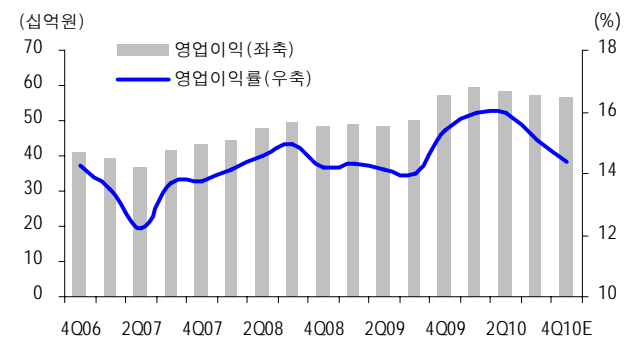
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 매출액 추이 및 전망



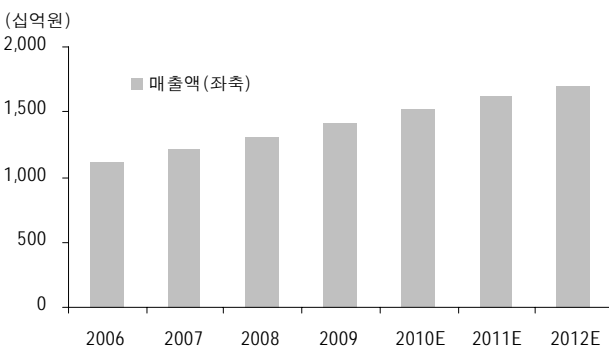
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 영업이익 추이 및 전망



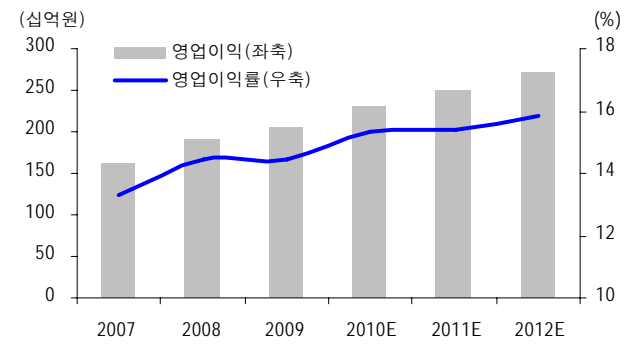
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

연간 매출액 추이 및 전망



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

연간 영업이익 추이 및 전망



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

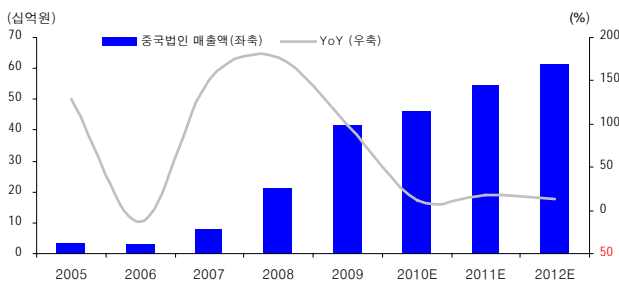
중국법인 일시적 부진, 10월 화장품 매출 성장세 40%선 회복 2분기 중국법인의 매출액은 전년동기대비 8% 성장해 예상보다 부진한 모습이다. 환경가전이 18% 성장했으나 화장품 매출이 5% 성장에 그쳐 부진의 원인이었다. 화장품 매출 성장이 둔화된 것은 지난해 3분기의 높은 판매량에 따른 기저효과와 7월 대홍수 등의 영향으로 내점 고객이 감소하며 점당 판매액이 감소한데 따른 것으로 추정된다. 10월 화장품 판매액은 위안화 기준으로 전년동기대비 40~45% 증가한 것으로 추정되는데 당사는 4분기 전체 성장을 25%로 예상하고 있다. 3분기의 일시 부진에 따라 연간 중국법인으로부터의 지분법 손익은 105억원으로 기존의 120억원보다 다소 감소할 전망이다. 그러나 성대리상 수 및 점포수가 꾸준히 증가하고 있어 일시적 부진을 화장품 법인의 성장 둔화로 판단하는 것은 시기 상조이다. CCTV 광고 및 SASA 등 시판채널 입점으로 브랜드 인지도를 확산하고 있어 2010년부터는 이에따른 효과도 기대해 볼 수 있다.

중국법인 3분기 실적

('000 RMB)		3Q10	3Q09	YoY(%)	2Q10	QoQ(%)
매출액	화장품	54,665	52,051	5.0	61,656	(11.3)
	환경가전	16,373	13,900	17.8	14,747	11.0
	총 계	71,038	65,951	7.7	76,403	(7.0)
영업이익	화장품	17,572	20,447	(14.1)	23,454	(25.1)
	환경가전	(808)	(395)	적지	(320)	적지
	총 계	16,764	20,052	(16.4)	23,134	(27.5)
영업이익률 (%)	화장품	32.1	39.3		38.0	
	환경가전	(4.9)	(2.8)		(2.2)	
	총 계	23.6	30.4		30.3	

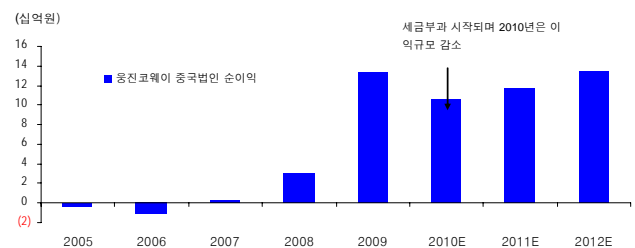
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

중국법인 매출액 추이 및 전망



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

중국법인 순이익 추이 및 전망



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 적정 주가 5만 4천원을 유지한다. 2011년에는 렌탈과 일시불 모두 다양한 신제품 출시가 계획되어 있으며 중국화장품 시판 채널 진출 및 지역 커버리지 확대, 국내 방판 화장품 사업 확대. 수처리 업체 추가 M&A 등으로 중장기 성장 동력 확보를 위한 노력에도 박차를 가할 전망이다. 이러한 다양한 신규사업 진출에도 불구하고 주력사업인 렌탈 매출의 안정적인 성장과 지속적인 수익개선으로 영업이익률 및 영업이익 규모는 감소하지 않을 전망이다. 한편, 50% 배당성향 가정시 2010년 예상 주당 배당금은 1,130원이다.

순차입금(순현금)

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,303.9	1,370.0	1,402.1
유동자산	475.6	509.5	446.0	486.0	489.1
현금및현금성자산	76.1	63.7	2.1	32.6	21.7
단기투자자산	5.9	5.5	7.1	8.6	12.9
매출채권	149.8	194.6	190.5	201.5	212.5
채고자산	58.0	54.6	60.1	62.0	65.4
기타	185.8	191.1	186.1	181.4	176.7
비유동자산	595.8	761.2	857.9	884.1	913.0
투자자산	114.1	130.7	213.7	242.0	274.3
유형자산	356.4	418.2	448.6	464.6	475.9
무형자산	64.9	141.1	122.2	101.8	84.9
부채총계	474.8	590.0	523.3	480.6	387.5
유동부채	398.7	541.8	434.6	481.9	388.8
매입채무	34.2	29.2	32.1	34.7	37.5
단기차입금	107.8	119.7	101.8	81.4	69.2
유동성장기부채	0.0	120.0	30.0	90.0	0.0
기타	256.7	272.8	270.7	275.8	282.2
비유동부채	76.0	48.2	88.7	(1.3)	(1.3)
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	90.0	0.0	0.0
기타	16.0	18.2	(1.3)	(1.3)	(1.3)
자본총계	596.6	680.7	780.5	889.4	1,014.5
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	629.4	738.3	863.5
총 차입금	167.8	269.7	221.8	171.4	69.2
순차입금(순현금)	85.8	200.5	212.5	130.3	34.7

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	304.8	311.7	368.6	381.5	406.1
당기순이익	129.1	153.3	176.7	197.2	223.8
유형자산감가상각비	126.5	128.2	124.6	129.1	132.2
무형자산감가상각비	14.7	19.9	23.1	20.4	17.0
지분법손실(이익)	1.4	(13.9)	(20.9)	(25.0)	(29.0)
투자자산처분손실(이익)	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	2.5	0.4	0.2	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(36.2)	(48.9)	(2.4)	(15.9)	(16.7)
기타	66.9	71.6	67.3	75.7	78.9
투자활동으로인한현금흐름	(255.1)	(276.1)	(279.1)	(210.9)	(211.8)
단기투자자산의 감소(증가)	(4.2)	(0.1)	(1.6)	(1.4)	(4.3)
장기투자자산의 감소(증가)	(82.4)	2.8	(62.0)	(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	89.5	170.6	194.3
재무활동으로인한현금흐름	(2.1)	(52.3)	(151.1)	(140.2)	(205.3)
단기차입금 증가(감소)	15.8	(18.6)	(18.0)	(20.4)	(12.2)
유동성장기부채의 증가(감소)	(20.0)	0.0	(90.0)	60.0	(90.0)
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	60.0	0.0	60.0	(90.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.3)	(98.6)
기타	0.1	31.0	(26.3)	(1.5)	(4.5)
현금의 증가(감소)	47.6	(12.4)	(61.6)	30.4	(10.9)
기초의 현금	28.5	76.1	63.7	2.1	32.6
기말의 현금	76.1	63.7	2.1	32.6	21.7
설비투자매출액 (%)	10.8	14.5	13.3	12.2	11.4
감가상각비/매출액 (%)	9.6	9.1	8.2	8.0	7.8
감가상각비/설비투자 (%)	89.1	62.8	62.1	65.7	68.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314.4	1,411.9	1,511.6	1,616.1	1,704.7
증가율 (%)	8.4	7.4	7.1	6.9	5.5
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	4.5	4.8
매출원가	407.2	460.2	495.3	529.7	560.2
증가율 (%)	5.8	13.0	7.6	6.9	5.7
매출총이익	907.2	951.8	1,016.3	1,086.4	1,144.5
매출총이익률(%)	69.0	67.4	67.2	67.2	67.1
판매비와관리비	717.1	747.5	784.5	837.8	874.6
증가율 (%)	7.5	4.2	4.9	6.8	4.4
영업이익	190.1	204.3	231.8	248.6	270.0
증가율 (%)	17.9	7.4	13.5	7.2	8.6
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.3	15.4	15.8
영업외수익(비용)	(5.4)	(1.5)	6.0	11.6	25.2
이자수익	3.3	3.1	3.2	1.0	5.3
이자비용	11.3	12.5	17.5	12.8	8.4
외화관련이익(손실)	10.5	(5.2)	2.0	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	(2.5)	(1.5)	(0.2)	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(1.4)	13.9	20.9	25.0	29.0
기타영업외수익(비용)	(3.9)	0.7	(2.4)	(1.7)	(0.6)
법인세차감전계속사업이익	184.8	202.7	237.8	260.1	295.2
법인세비용	55.7	49.4	61.1	63.0	71.4
계속사업이익	129.1	153.3	176.7	197.2	223.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	176.7	197.2	223.8
증가율 (%)	11.0	18.8	15.3	11.6	13.5
당기순이익률(%)	9.8	10.9	11.7	12.2	13.1
EBITDA	394.3	400.7	425.1	449.4	470.2
증가율 (%)	7.8	1.6	6.1	5.7	4.6
배당성장률(%)	50.2	50.1	50.0	50.0	50.0

주요 투자지표

12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	1,734	2,023	2,291	2,557	2,901
Adj. EPS (원)	1,768	2,043	2,293	2,557	2,901
BPS (원)	8,016	8,826	10,120	11,532	13,155
DPS (원)	870	1,010	1,145	1,278	1,451
PER (배)	17.0	15.9	18.9	16.9	14.9
Adj. PER (배)	16.6	15.7	18.8	16.9	14.9
PBR (배)	3.7	3.6	4.3	3.7	3.3
PCR (배)	6.4	6.8	9.0	8.4	7.9
EV/EBITDA (배)	5.8	6.6	8.3	7.7	7.2
PEG (배)	1.2	1.2	1.4	1.6	na
배당수익률 (%)	3.0	3.1	2.7	3.0	3.4
수익성					
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.3	15.4	15.8
EBITDA이익률 (%)	30.0	28.4	28.1	27.8	27.6
세전이익률(%)	14.1	14.4	15.7	16.1	17.3
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.7	12.2	13.1
ROA (%)	12.9	13.1	13.7	14.7	16.1
ROE (%)	22.9	24.0	24.2	23.6	23.5
ROIC (%)	22.2	22.9	22.3	24.3	26.5
안정성					
부채비율 (%)	79.6	86.7	67.1	54.0	38.2
순부채비율 (%)	14.4	29.5	27.2	14.6	3.4
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	13.2	19.5	32.1
활동성					
총자산회전률 (회)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전률 (회)	9.2	7.9	7.7	8.1	8.1
채고자산회전률 (회)	22.7	25.1	26.4	26.5	26.8
매입채무회전률 (회)	43.9	44.5	49.3	48.3	47.2
운전자본회전률 (회)	14.0	11.7	11.1	12.1	12.7

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 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 당사는 상기회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임 을 고지합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당 자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사에 대해 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 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대어, 재배포될 수 없습니다.