

## 매수(신규)

목표주가: 47,000원

### Stock Data

• KOSPI(3/25)	2,054
• 주가(3/25, 원)	36,850
• 발행주식수(백만주)	77.1
• 시가총액(십억원)	2,842
• 52주 최저/최고가(원)	31,700/45,850
• 일평균 거래대금(6개월, 백만원)	12,549.7
• 유통주식비율(%)	67.3
• EPS(2010F, 원)	2,322
• BPS(2010F, 원)	8,536
• 배당수익률(2010F, %)	2.7
• 외국인지분율(%)	47.9
• 주요주주(%)	웅진홀딩스 28.37 LF EM EQ 7.04
• 주가상승률	1개월 6개월 12개월
절대주가(%)	12.3 (18.8) 4.2
상대주가(%p)	7.7 (30.1) (17.4)

### 목차

I. 밸류에이션.....	1
우려는 점점, 해소 과정이 기대된다	
II. 투자 포인트.....	4
1. 주력 사업 강화다! 매출 확대 2011년 재개	
2. 신규 및 성장 사업이 향후 성장 주도한다	
3. 자회사 실적 호조에 주 목	
4. 주주우호 정책	
III. 실적 전망.....	14
매출 확대는 이미 시작, 수익성 개선은 하반기부터	
IV. 기업 개요.....	16
신성장 동력을 모색하는 국내 1위 환경기전 업체	
V. 위험 요인.....	18
수성에 대한 우려와 그룹 리스크 상존	
Appendix.....	19

## 제 2의 성장기를 맞이한다

### 투자 의견 매수와 목표주가 47,000원 제시

투자 의견 ‘매수’와 목표주가 47,000원으로 분석을 시작한다. 향후 1) 주력 및 신규 사업이 주도하는 성장이 재개되고, 2) 하반기부터 수익성 개선이 본격화될 전망이다, 3) 높은 배당 성향과 지속적인 주주가치 우호 정책이 주요 투자 포인트이다. 목표주가 47,000원은 2011년 EPS 2,580원에 과거 5년 평균 PER 18배를 적용하여 산출했다. 제시한 목표주가는 현 주가 대비 27.6% 상승 여력이 있다.

### 제 2의 성장기를 맞이한다

2007~2010년 매출 증가율이 연평균 7.8%로 과거 두 자릿수에 비해 둔화되었다. 그러나 향후 3년간 매출 증가율은 10.7%로 재차 회복될 전망이다. 우선, 주력인 환경기전 사업의 순증 가입자가 급증해 환경기전 사업 매출액 증가율이 과거 3년간 연평균 5.6%에서 향후 3년간 7.6%로 확대될 것으로 예상된다. 두 번째, 국내 화장품 사업이 기대 이상의 매출 호조를 시험하고 있다. 2010년 9월 출시된 국내 화장품 사업은 2010년 매출 비중이 1.5%에 불과했으나 2013년 6.4%로 상승할 것으로 예상된다. 세 번째, 수처리 및 수출 사업 등 신규 사업도 시장 확대와 M&A, 신규 거래선 확보 등으로 향후 중장기 성장 동력이 될 것으로 예상된다. 중국 자회사와 웅진케미칼 등 핵심 자회사 성장이 지속되어 이 또한 주목할 요인이다.

### 수익성 개선은 하반기부터, 향후 3년간 EPS 연평균 13% 증가 예상

영업이익률은 2010년 15.1%를 정점으로 2011년 14.2%로 하락할 것으로 예상된다. 2010년 4분기부터 시작된 화장품 사업에 대한 마케팅 비용 증가와 신규 라인 출시로 인해 2011년 상반기까지 감익 추세가 이어질 전망이다. 그러나 규모의 경제와 광고비 집행이 둔화되는 하반기부터 영업이익은 증가세로 전환돼 2011년 하반기 영업이익은 전년대비 19% 증가할 것으로 예상된다. 2011년 연간 영업이익은 6.5% 증가에 그칠 전망이나 방향은 상저 하고로 예상되고 2012년 영업이익은 14% 늘어날 전망이다. 영업 호조와 자회사 실적 호조로 인한 지분법 이익 개선으로 향후 3년간 EPS는 연평균 13% 증가할 것으로 예상된다.

### 수성에 대한 우려와 그룹 리스크 상존

동사의 독보적인 시장 지배력은 강점인 동시에 중소 기업의 저가 공세와 대기업의 정수기 사업 확대는 리스크 요인이다. 그러나 우리는 이러한 우려보다는 웅진코웨이의 적극적인 신제품 개발, 1만 3천명 코디 조직을 통한 월등한 서비스력은 쉽게 모방할 수 없는 경쟁력이라는 데에 주목한다. 웅진 그룹 관련된 리스크도 우려 요인이다. 모회사의 차입금 부담과 부실 계열사 지원 가능성으로 인해 웅진코웨이 지분 매각 및 자금 유출에 대한 우려가 있다. 그러나 현재 웅진홀딩스의 웅진코웨이 지분은 28.4%에 불과해 추가적으로 지분을 축소할 가능성은 낮고 계열사에 대해서는 과거에도 자금 지원 사례는 없었을 뿐 아니라 향후 가능성도 낮다고 판단된다.

## I. 밸류에이션

### 우려는 정점, 해소 과정이 기대된다

투자의견 ‘매수’,  
목표주가 47,000원 제시

투자의견 ‘매수’와 목표주가 47,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가는 현주가 대비 27.6% 상승 여력이 있다. 목표주가 47,000원은 2011년 EPS 2,580원에 과거 5년 평균 PER 18배를 적용하여 산출했다. 현재 동사의 펀더멘털은 저점을 지나가고 있으나 중국 화장품 사업에 대한 re-rating 기대감이 고조된 2009년과 같은 높은 밸류에이션 확대를 기대하기는 어렵다. 따라서 평균 PER을 적용했으며 국내 화장품 사업 및 신사업들이 본격적으로 진입하게 될 때 추가적인 밸류에이션 확장을 기대해볼 수 있을 것이다.

〈표 1〉 웅진코웨이 historical valuation

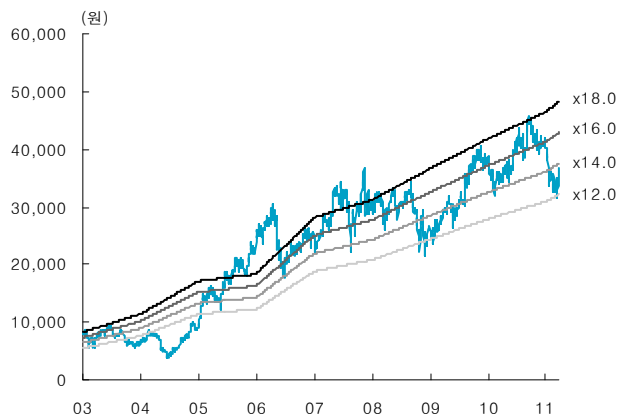
(단위: 배)

	5년 평균	2006	2007	2008	2009	2010
기말	19.3	25.3	19.5	15.4	18.9	17.4
평균	18.4	24.0	18.6	17.0	15.8	16.6
최고	22.6	29.9	23.5	19.8	19.9	19.7
최저	13.8	17.3	14.1	12.3	11.5	13.8

자료: 한국투자증권

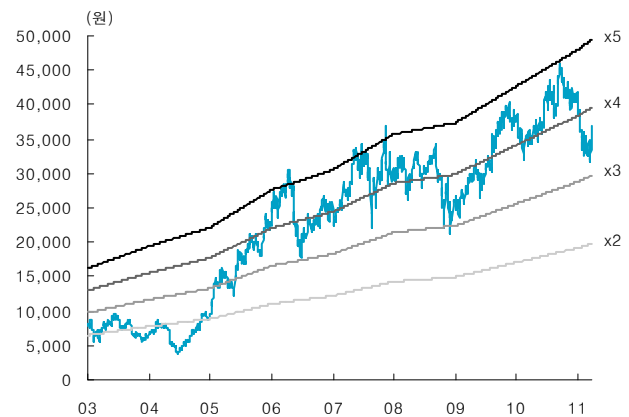
투자 포인트는 다음과 같다. 우선, 2011년부터 성장이 재개될 전망이다. 주력인 렌탈 사업 호조와 화장품 사업 매출 본격화로 2011년 매출액은 12.8% 증가하며 성장이 재개될 것이다. 두 번째, 화장품 사업으로 인한 수익성 둔화 우려가 있으나 규모의 경제를 달성해가면서 불식될 것으로 예상된다. 따라서 수익성 개선은 2010년 하반기부터 가시화될 전망이다. 세 번째, 자회사 실적 호조가 지속될 전망이다. 웅진케미칼은 업황 호조 속에 2011년에도 사상 최대 실적이 예상된다. 중국 화장품 사업에 대한 기대도 한풀 꺾였으나 여전히 20%대 성장이 예상된다. 네 번째, 높은 배당 성향과 지속적인 주주가치 우호 정책이 매력적이다. 마지막으로 밸류에이션이 하단 수준이다. 현재 동사는 2011년 EPS 기준 PER 14.3배이다. 과거 5년 평균 PER이 18.4배, 최저 PER 평균이 13.8배인 점을 감안할 때 최근 자사주 매입 발표 이후 주가 급등에도 현재 밸류에이션은 저점 수준이다.

[그림 1] 웅진코웨이 주가 PER 밴드 하단



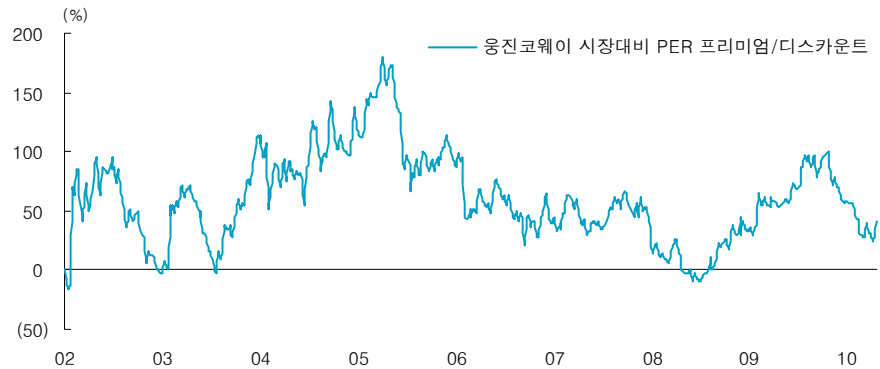
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드에서도 하단에 위치



자료: 한국투자증권

[그림 3] 웅진코웨이 상대 PER 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

**DCF로 검증한 목표주가는 56,500원**

DCF 밸류에이션으로 웅진코웨이 목표주가의 타당성을 검증해 보았다. 동사의 free cash flow를 산정할 때 정기적으로 발생하는 렌탈자산폐기손실도 비현금성 비용이기 때문에 가산했다. 동사의 free cash flow를 DCF로 평가하고 투자유가증권은 적절한 가치 평가를 통해 Sum-of-Parts 방식으로 산정했다. 동사가 보유한 투자유가증권 중 지분 45%를 보유한 웅진케미칼에 대해서는 현 시가총액을 30% 할인했고, 중국 자회사 가치에 대해서는 2011년 예상 순이익에 PER 20배를 적용했다. DCF로 산정한 핵심사업가치 4.3조원에 투자지분가치 3,604억 원을 가산하고 2011년 예상 순차입금 3,004억 원을 차감하여 산정된 주당 가치는 56,500원으로 산출되었다. 보수적으로 영구성장률은 0%, 자본비용을 6.2%로 가정했다.

<표 2> DCF 밸류에이션으로 검증한 목표주가는 56,500원

(단위: 십억원)

	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
영업이익	243.6	277.7	303.0	335.7	352.5
법인세율	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
세후영업이익(NOPLAT)	184.2	209.9	229.1	253.8	266.5
감가상각비/무형자산 상각비	152.6	164.3	174.7	184.6	193.7
렌탈자산폐기손실	46.3	49.3	51.5	55.3	58.7
운전자본의증감	(63.1)	(54.4)	(46.7)	(51.3)	(51.3)
CAPEX	(185.3)	(190.0)	(193.2)	(200.5)	(200.5)
<b>FCF</b>	<b>134.6</b>	<b>179.1</b>	<b>215.4</b>	<b>241.9</b>	<b>267.0</b>
가중평균자본 비용	6.2%				
차입금비중	32.8%				
금융비용	5.7%				
자기자본비중	67.2%				
자기자본비용	7.2%				
무위험수익률	4.0%				
베타	0.63	과거 3년 평균			
리스크프리미엄	5.0%				
FCF의 현재가치	852.7				
잔존가치	3,446.2				
<b>사업가치</b>	<b>4,298.8</b>				
<b>투자유가증권</b>	<b>360.4</b>				
중국 자회사 가치	186.3	2011년 예상 순이익에 중국 관련 Peer 평균 PER 20배 적용			
웅진케미칼 가치	174.1	2011년 2월 25일 시가총액을 30% 할인			
기타 투자유가증권	29.2	공정가액 및 시가 평가, 20-30% 할인			
<b>기업가치</b>	<b>4,659.2</b>				
<b>순현금</b>	<b>(300.4)</b>				
<b>자본가치</b>	<b>4,359</b>				
주식수(주)	77,124,796				
<b>주당가치(원)</b>	<b>56,517</b>				

자료: 한국투자증권

DCF 모형이 WACC와 영구성장률 변화에 따라 목표주가의 차이가 심하다는 단점을 보완하기 위해 가중평균 자본비용을 5.2%~7.2%, 영구성장률은 -1%~1% 범위 내에서 변화할 경우 목표주가의 변동범위를 검토한 결과 목표주가는 43,453원~81,896원의 범위에 위치하는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 영구성장률과 WACC 변화에 따른 목표주가 범위

(단위: 원)

	WACC(할인율)	영구성장률				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
	4.2%	60,687	70,491	84,939	108,351	152,823
	5.2%	51,729	58,553	67,990	81,896	104,431
	<b>6.2%</b>	44,973	49,946	<b>56,517</b>	65,603	78,993
	7.2%	39,702	43,453	48,243	54,572	63,324
	8.2%	35,479	38,386	42,000	46,616	52,714

자료: 한국투자증권

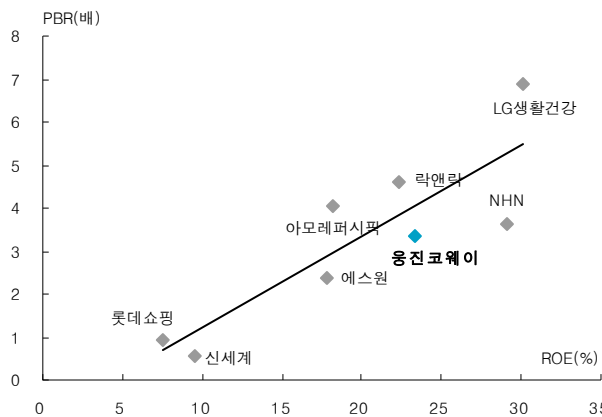
Peer 그룹 대비 밸류에이션 매력 있어

동사 사업의 89%를 차지하는 것은 환경 가전 사업군이다. 일반적인 가전 업체와 비교해 볼 때 방문판매와 코디 채널을 통한 밀착서비스를 제공한다는 점에서 차별된다. 또한 반 내구적인 일반 가전 제품에 비해 지속적인 관리가 필요하기 때문에 높은 ASP 유지와 부가적인 수익 창출이 가능하다는 특성이 있다. 현재 동사의 내수 비중이 90% 이상이라는 점을 감안하여 비교 대상을 내수 업체로 한정하고, 주력 품목인 정수기, 비데 등의 시장 점유율이 50% 이상이라는 점에서 독점적 위치를 가진 업체와 비교하는 것이 바람직하다. 또한 렌탈 사업과 서비스, 방문판매라는 독특한 사업 구조를 볼 때 가입자 기반 서비스를 제공하는 서비스 업체나 방문판매 전문 업체와도 비교해 볼 수 있다.

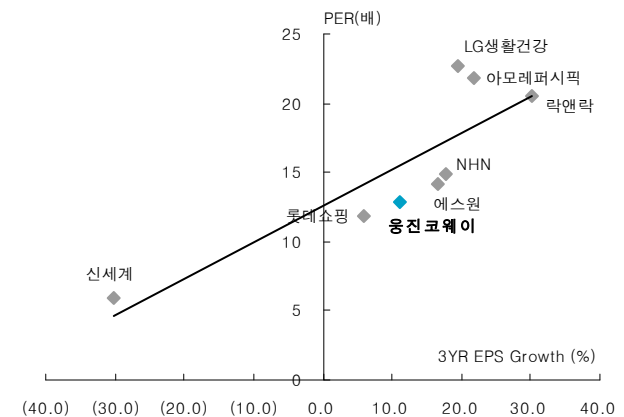
우리는 독점적인 시장 점유율을 보유하면서 이익의 안정성이 보장되는 내수 생활용품 업체인 에스원, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 락앤락 등을 피어 그룹으로 분류한다. 위 4개 업체의 2011년 PER이 18.4배, PBR이 4.3배에 달하는 점을 고려할 때 동사는 저평가되어 있다. 물론, 2011년 성장성이 비교 업체들에 비해 열위에 있으나 2012년부터 이익 개선이 재차 가속화될 전망이다. 2011년 PBR/ROE 지표, 그리고 향후 3년 EPS 성장률과 2011년 PER을 기준으로 비교할 때 동사는 추세선 아래에 있는 것으로 나타났다. 성장통으로 인해 주춤하는 2011년이 매수에 적기이며 향후 성장성을 회복해가면서 밸류에이션도 피어 그룹과 유사한 수준으로 회복될 것으로 예상된다

[그림 4] PBR/ROE 지표로 보았을 때 웅진코웨이 피어 그룹대비 저평가

[그림 5] 향후 3년 EPS 성장률 대비 PER 저평가



자료: 한국투자증권



자료: 한국투자증권

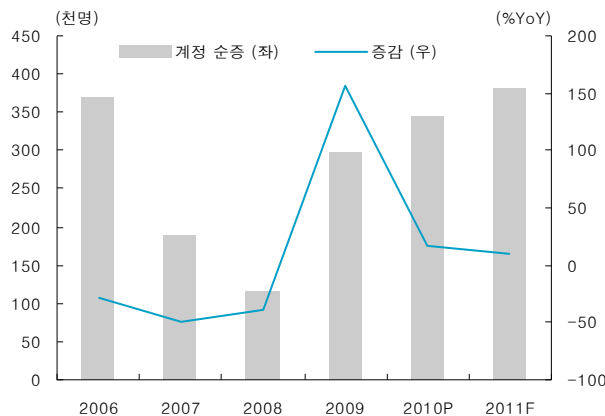
## II. 투자 포인트

### 1. 주력 사업 강하다! 매출 확대 2011년 재개

**주력 사업 계정 순증 확대되고 있어**

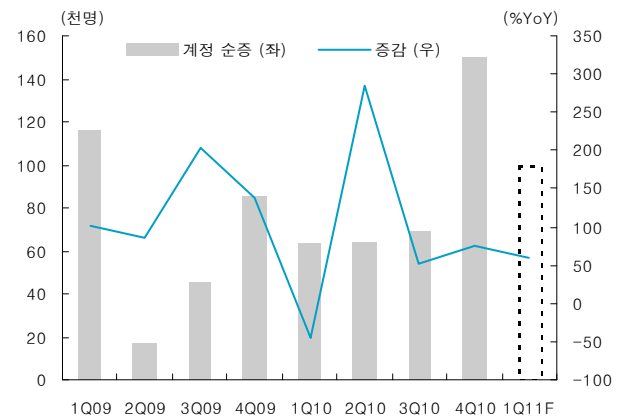
매출의 80% 이상을 차지하는 환경 가전 사업의 성장이 확대될 것으로 예상된다. 2009년부터 동사의 계정 순증이 급증하고 있다. 동사의 환경 가전 렌탈 관련 계정수 순증은 2007년~2008년 급감했으나 2009년부터 증가세가 재개되었다. 2007~2008년은 경기 둔화와 더불어 동사 자체적으로도 신규 고객 유치보다는 기존 고객 이탈을 최소화하려던 시기였다. 특히 만기 도래에 따른 소유권 이전 등으로 인한 렌탈 해지도 급증했던 것으로 파악된다. 그러나 2009년부터 해약률 안정, 렌탈회원수 증가세 확대 등으로 계정수 순증이 급증하고 있다. 2009년에는 연간 29.8만 명 순증으로 전년대비 157% 급증했으며 2010년에도 34.6만 명 순증으로 전년대비 16.4% 증가했다. 특히 2010년은 4분기에만 15만 명 순증했는데 연말 회원 수 증가는 2011년부터 온기로 반영될 전망이다. 2010년 말 렌탈 및 멤버십 계정수는 5,08만명이고 2011 순증은 35만 명을 목표로 하고 있는데 현재 1~2월 가입자 순증이 약 78,000명에 달해 가이드스를 무난히 달성할 가능성이 높아지고 있다.

[그림 6] 계정 순증 2009년부터 재차 확대되고 있어



자료: 한국투자증권

[그림 7] 분기 순증 4Q10~1Q11 급증



자료: 한국투자증권

**환경 가전 사업은 성장 잠재력 높아**

향후 환경 가전 사업의 성장 호조 배경으로는 1) 소득 수준 향상과 웰빙 확산에 따른 시장 성장, 2) 멤버십, 일시불 등 다양한 매출 형태로 성장성 재개, 3) 강한 시장 지배력이 창출하는 로열티로 인한 해지율 하락, 4) 신제품 효과 등으로 들 수 있다.

**웰빙 트렌드 확산에 따라 환경 가전 수요 높아질 전망**

우선 환경 가전 시장은 소득 수준이 높아지고 웰빙 트렌드가 확산될수록 성장할 수 밖에 없는 시장이다. 국내 정수기 시장은 약 1.5조원 규모로 과거 6년간 연평균 7.5% 성장해왔으나 현재 보급률이 30%대에 불과하다. 특히 동사가 주력으로 하는 정수기 외에 청정기, 비데 등은 성장기에 있으며 연수기, 음식물처리기 부문은 이제 시장이 형성되는 초기 단계이다. 국내 공기청정기 시장은 현재 약 5000억 원 규모로 과거 6년간 12.2% 고성장했다. 하지만 국내 보급률은 12.1%에 불과해 향후 성장 잠재력은 높다. 국내 비데 시장은 2010년 기준 4,000억 원 규모로 파악된다. 2000년에 300억 원 규모 시장에 불과했으나 10년 만에 13배 규모로 성장했다. 현재 국내 보급률은 8.2%로 파악된다. 음식물처리기와 연수기 시장은 규모가 파악이 되지 않을 정도로 아직 시장 형성기에 있다.

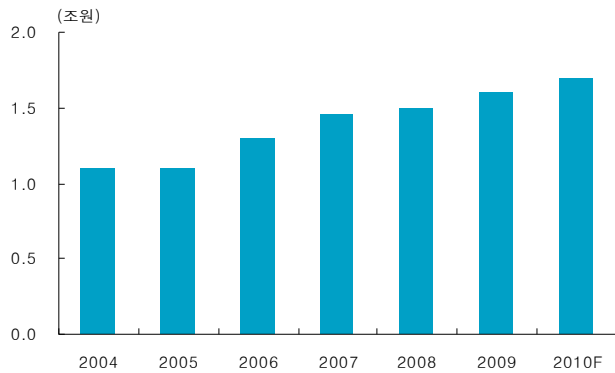
국내 환경 가전 사업은 궁극적으로 일본의 환경 가전 사업과 유사하게 갈 것으로 예상된다. 현재 일본 주요 환경 가전 보급률은 국내보다 월등하게 높은 수준이다. 정수기는 55~60%, 청정기는 20%, 비데는 70%이다. 동사도 국내 정수기 시장의 예상 포화율을 정수기 55~60%, 비데 45~50%, 공기청정기 50~60%로 제시하고 있어 환경 가전 시장은 성장할 수 밖에 없는 구조라고 판단된다.

<표 4> 국내 환경 가전 시장 VS. 일본 환경 가전 시장

	국내			일본
	시장규모	보급률	예상 포화율	보급률
정수기	1.5 조원	30.0%	55~60%	55~60%
청정기	5,000 억원	12.1%	50~60%	20%
비데	4,000 억원	8.2%	45~50%	70%

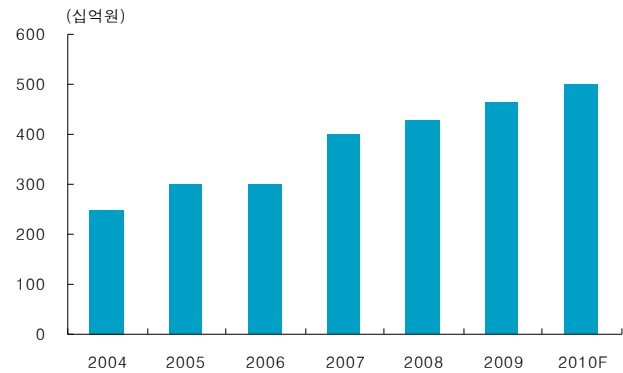
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 8] 국내 정수기 시장 과거 6년 연평균 7.5% 성장



자료: 한국직접판매협회, 한국투자증권

[그림 9] 국내 청정기 시장 과거 6년 연평균 12.2% 성장

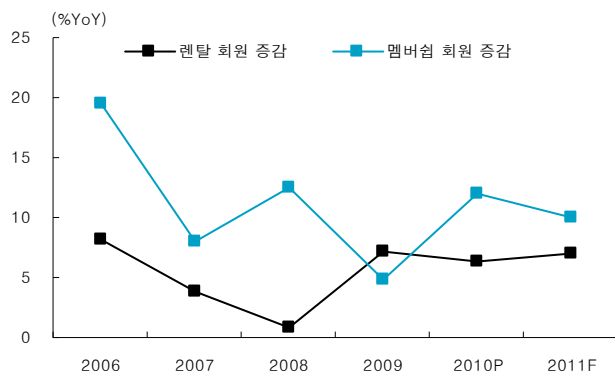


자료: 공기청정협회, 한국투자증권

**다양한 수익원으로 지속적인 수익 창출**

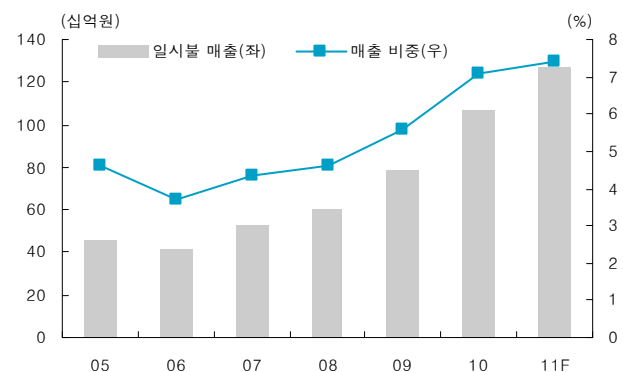
최근 수년간 동사의 환경 가전 사업에서 주목할 부분은 멤버십 회원수 증가와 일시불 매출 호조 등이다. 동사의 렌탈 계정이 급증했던 시기는 사업 초기 단계였던 2001~2004년이다. 이후 2005년부터 만기 고객 사이클이 도래하자 렌탈 회원들의 일부가 멤버십 회원으로 이전, 멤버십 회원수가 급증하면서 지속적인 수익 창출이 가능한 구조가 되었다. 또한 최근 일시불 매출도 급증하면서 환경 가전 사업 성장성 확대에 기여하고 있다. 일시불 매출은 단가가 낮은 멤버십 서비스를 동반 가입하는 형태로 이루어져 멤버십 가입자수 증가로도 이어지기 때문에 향후 지속적인 수익 창출 기반이 된다.

[그림 10] 멤버십 회원 수 빠르게 증가 추세



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 11] 일시불 매출 호조

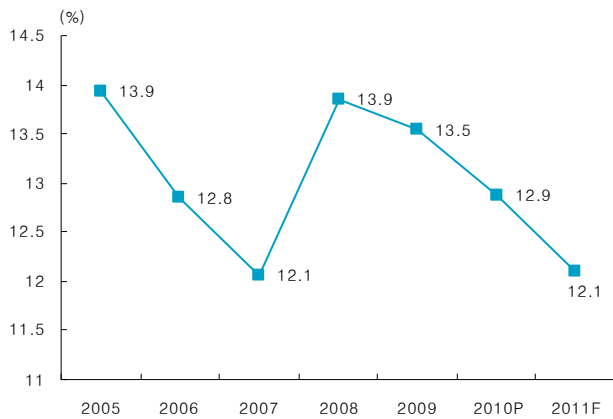


자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**해지율 완만한 하락세,  
안정적인 수준 유지**

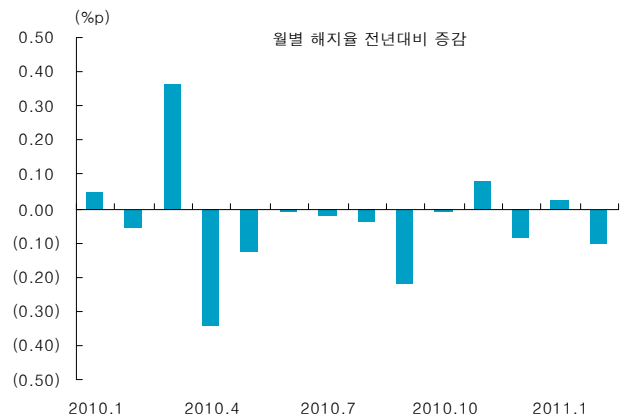
가입자 순증은 결국 신규 고객 유치와 해지율의 함수이다. 동사는 강력한 브랜드 로열티를 기반으로 렌탈 평균 가입년수가 4년에 이르고 가입자 해약률은 2008년 13.9%를 피크로 2010년 12.9%로 지속적으로 하락했다. 이는 만기 사이클과도 연관이 있으나 동사가 자체적으로 Payfree 마케팅 및 고객 서비스 기반을 지속적으로 확대시켜 나갔기 때문으로 해석된다. 2011년 가입자 해약률은 12.1%로 하락할 것으로 예상하는데, 이는 회사 목표인 10.8%보다는 높은 수준이다. 월별 해약률은 대체로 전년대비 하락 추세로 금년 1월, 2월에도 1.04%, 0.9%로 낮은 수준을 유지했다.

[그림 12] 가입자 해약률 2009년부터 지속적으로 하락 추세



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 13] 월별 해약률 전년대비 대체로 하락 추세



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**신제품 효과, 2011년이 특히  
기대된다**

동사는 독보적인 시장 점유율과 현금흐름을 바탕으로 신제품 도입에도 적극적이다. 특히 신제품 출시는 가입자 순증과도 밀접한 연관이 있다. 2010년 4분기 가입자 호조는 신규 가습 청정기 출시가 기여했으며 금년 1분기 순증 호조는 정수기 신제품 출시와 가습 청정기 효과가 이어지고 있기 때문이다. 금년 신제품 출시 계획은 정수기 8대, 공기청정기 11대, 비데 5대, 음식물처리기 1대, 연수기 5대이다. 신제품 출시는 신규 렌탈 고객 유입, 일시불 매출 증대, 기존 고객 재렌탈 시 고객 이탈 방지 등의 효과가 있으며 더불어 ARPU 상승 효과도 있다. 금년 신제품은 메인 마켓을 공략하는 신제품 위주로 출시되어 매출이나 이익 기여도가 높을 것으로 예상된다. 특히 가습청정기의 경우 일본 시장에서는 청정기 시장에서 판매 비중이 80%에 달하는데, 이는 국내의 21%보다 월등히 높은 수준이라는 점을 감안할 때 향후 성장 잠재력도 높다. 금년 신제품 출시 계획은 대부분 6월 이후 집중되어 있어 하반기 고객 기반 확대에 기여할 것으로 예상된다. 우리는 금년 신규 렌탈 판매 대수의 약 10%인 12.2만대를 신제품 효과로 예상하고 있는데 이는 금년 예상 순증 35만 명의 34.9%를 차지하게 될 전망이다.

[그림 14] 2011년 신제품 라인업



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

## 2. 신규 및 성장 사업이 향후 성장 주도한다

### 1) 국내 화장품 - 실패할 거라면 시작하지도 않았다

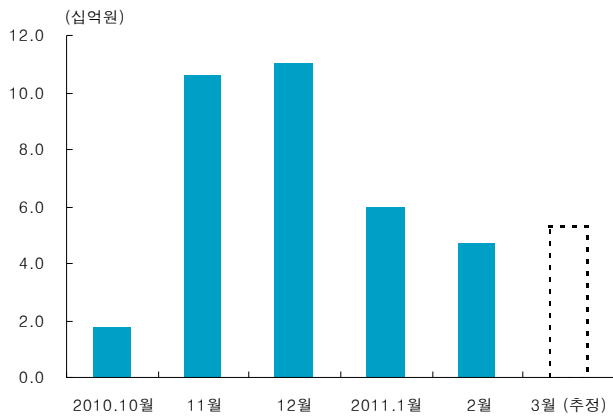
초기 안착은 성공이다

동사는 성장 사업의 일환으로 2010년 10월 프레스티지 화장품 Re:NK(리엔케이)를 출시했다. 출시 이후 반년 남짓 지나 브랜드의 성공 여부를 가늠하기는 이르다. 그러나 현재 초기 매출은 예상을 뛰어넘는 호조이고 이것이 웅진코웨이의 자금력을 활용한 R&D, 그리고 공격적인 초기 마케팅 효과라는 것은 부인할 수 없다. 2010년 매출액은 234억 원으로 회사 목표치인 100억 원을 넘어섰다.

공격적인 프로모션, 그리고 톱스타 고현정을 활용한 막대한 광고비 집행 등으로 인해 초기 안착은 성공적이었다고 평가된다. 동사의 연간 광고비 규모는 매출액 대비 2.8% 내외이나 2010년에는 3.7%까지 상승했고 프리미엄 시간대에 공중파 TV 광고 등에 집중하면서 화장품 사업에만 4분기에 110억 원 내외의 광고비가 집행되었다. 채구매율이 관건이나 소비자 반응이 좋고 초기 인지도 상승이 원활하게 이루어져 올해 연간 목표인 600억 원은 달성할 것으로 보인다. 1월, 2월에도 현재 각각 60억 원대, 40억 원대 후반 매출을 달성한 것으로 파악된다. 2월이 구정 효과와 영업일수가 부족했다는 점을 감안할 때 월별 매출 50억 원 달성은 무난해 보인다.

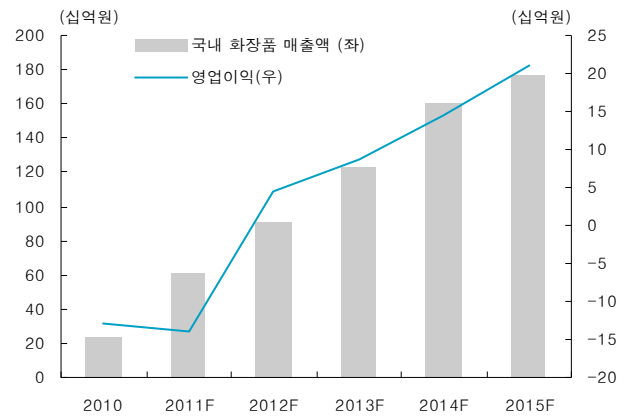


[그림 15] 리엔케이 월별 매출액 추이



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 16] 국내 화장품 매출액 및 영업이익 전망



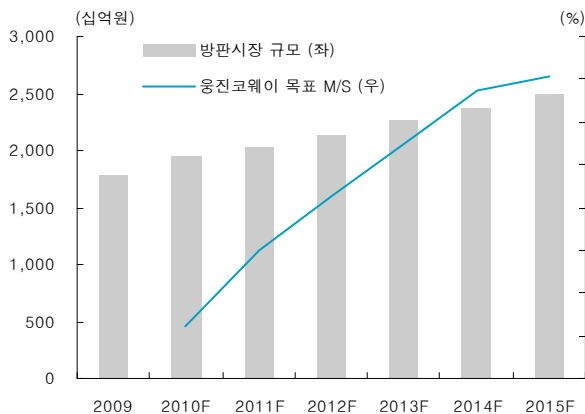
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**프리미엄, 방문판매 시장이 주타겟**

동사의 화장품 사업은 프레스티지 방문 판매 시장이다. 타겟 고객은 30~40대 여성이다. 2010년 국내 화장품 시장 규모가 약 8.4조원으로 추정되는 가운데 방문판매 시장은 2.2조원으로 전체 시장의 26%를 차지하는 주요 채널이다. 동사는 기존 사업에서의 노하우로 화장품에서도 방문 판매로 진입했다. 현재 리엔케이 방문판매원도 급증하는 추세이지만 향후 동사가 가진 13,000명에 달하는 코디 조직과 300만 이상의 가입자 DB를 활용한 제품 홍보 효과도 기대해 볼 수 있을 것이다.

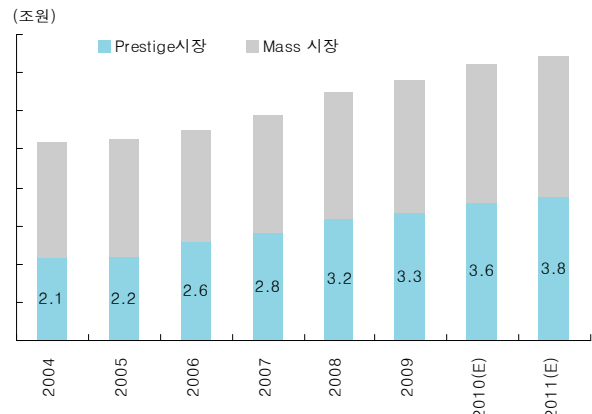
제품 가격대는 아모레퍼시픽의 설화수나 LG생활건강의 OHUI와 유사한 가격대로 프리미엄 시장을 타겟으로 하고 있다. 백화점과 방문판매로 분류되는 국내 프레스티지 시장은 매스 시장보다 빠르게 확대되고 있다. 업계에 따르면 국내 화장품 시장은 과거 7년간 연평균 5.2% 성장했는데 프리미엄 시장은 8.5% 성장한 반면 매스 시장은 2.4% 성장에 그쳤다. 전체 매출 중 프리미엄 제품이 차지하는 비중은 2004년 41%에서 2010년 50%로 확대된 것으로 추정된다.

[그림 17] 국내 화장품 방문시장 규모 및 목표 MS



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 18] 국내 프리미엄 화장품 성장 높아



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

면세점 진출 계획, 추가 라인 출시

동사의 화장품 사업의 매출액 및 이익은 가이던스를 상회할 것으로 예상된다. 현재 LG생활건강의 OHUI와 같은 브랜드가 연간 매출액이 2,000억 원 이상이고 영업이익률이 15%에 달한다는 점을 감안할 때 리엔케이도 금년 600억 원, 2011년 913억 원과 영업이익률 5%라는 목표는 충분히 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 동사는 3월 리엔케이 화이트닝 라인과 리엔케이 움트라는 남성 라인을 출시했고 하반기에는 한방 화장품 신규 출시가 예정되어 있으며 면세점 진출도 검토하고 있어 채널 및 품목 다각화로 지속 성장이 가능하다고 예상된다.

2) 수처리, 수출 사업 중장기 성장 동력

수처리 M&A 로 중장기 성장 모색한다

동사는 2008년 웅진케미칼 인수 및 수처리사업부 영업 양수도를 통해 수처리 사업에 진출했다. 수처리부문은 동사가 중장기 성장 동력으로 육성하고 있으며 2010년 기준 수처리 부문 매출액은 224억 원으로 전체 매출의 1.5%를 차지했고 2010년 초 인수한 그린엔텍의 매출까지 합산 시 470억 원 규모의 매출을 시현한 것으로 파악된다.

현재 수처리 시장은 현대로템, 삼성엔지니어링, 코오롱 등 대형사와 웅진코웨이와 같은 소형사로 양분된다. 국내 수처리 사업은 과거 물리화학적 공정에서 점차 환경 친화적이고 간편한 멤브레인 방식으로 변화하고 있다. 멤브레인의 종류는 다시 정밀여과막(마이크로 필터:MF), 한외여과막(울트라 필터:UF), 나노 필터(NF), 역삼투압 필터(RO)로 나누어진다.

<표 5> 수처리 기술의 진화

	1 세대 (1800년대 ~ 현재)	2 세대 (1920년대 ~ 현재)	3 세대 (1990년대 ~ 현재)
기술	물리화학적 공정	생물학적 공정	막분리 공정
방법	- 약품을 사용하여 응집·침전 후 모래 여과	- 호기성 및 혐기성 미생물을 이용하여 오염물질 분해	- 다양한 분리막을 이용하여 오염물질 여과
특징	- 화학약품 사용 - 다량의 슬러지 발생 - 높은 설비투자비용	- 물리화학적 공정에 비해 2 차 오염 감소 - 난분해성 물질 제거 불가	- 환경친화적 - 간편한 조작 - 콤팩트한 설비로 공간 절약 - 모듈화

자료: 삼성경제연구소, 한국투자증권

<표 6> 수처리용 분리막의 종류 및 용도

구분	오염물질 크기	분리대상	용도
MF 막	100nm~10 $\mu$ m	부유물질, 박테리아	상/하수처리 등
UF 막	1~100nm	현탁물질, 단백질, 다당류, 고분자물질	하수처리(산업용 폐수) 등
NF 막	1nm 정도	유기물(선택적)	담수화 전처리, 상수처리(농약 제거) 등
RO 막	1nm 이하	이온성물질, 중금속	담수화, 초순수 제조, 정수기 등

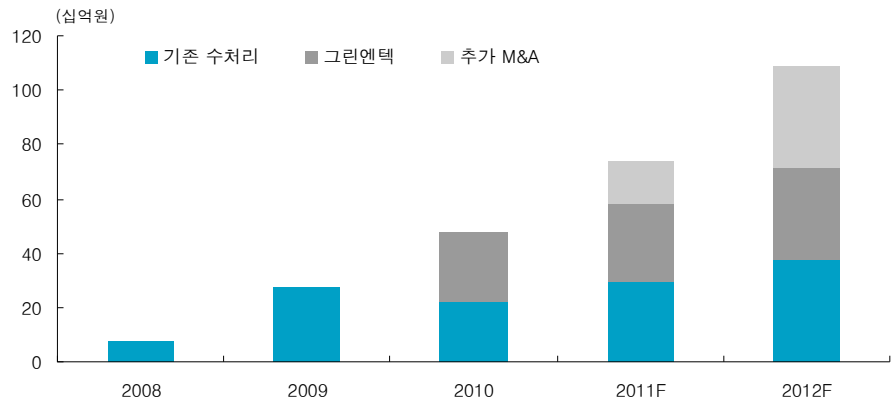
자료: 삼성경제연구소, 한국투자증권

동사는 웅진케미칼 영업 양수도를 통해 RO 필터 생산 기술을 보유하고 있고, 2010년 초 그린엔텍 인수로 UF 필터 기술력도 확보하게 되었다. 또한 그린엔텍은 생물리화학적 고도처리 엔지니어링 역량을 보유, 웅진코웨이는 종합 수처리 업체로 도약한다는 계획이다.

동사는 수처리 사업 기술력 확보와 reference 축적을 위해 규모는 크지만 마진은 낮다는 단점에도 불구하고 정부 수주에 보다 주력하고 있다. 또한 금년에는 소규모 M&A를 추진해 추가 기술 확보 및 외형 성장을 도모할 계획이다.

수처리 부문 매출액은 기존 사업 매출과 그린엔텍 및 추가 M&A를 감안할 때 2010년 478억 원에서 2012년 1,088억 원으로 확대될 것으로 예상된다. 회사 목표치는 2013년 매출 2,300억 원을 달성하는 것으로 우리 예상보다 공격적이며 추가 M&A는 수익 추정에 반영하지 않았다. 적정 영업이익률은 5% 내외로 추정된다.

[그림 19] 수처리 사업 중장기 성장 동력 될 전망



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

수출 사업도 중장기 포석

동사의 수출 사업은 2010년 692억 원을 기록, 매출액 비중은 4.5% 수준이다. 현재 해외 사업은 해외 법인을 통한 직접 매출, OEM 사업, 일반 거래선 매출 등으로 이루어져 있으며 OEM 사업은 Whirlpool, Bosch&Siemens, Philips 등이 주요 바이어이다. 수출 부문은 2010년 달러 기준 37.4% 급증했으며 말레이시아 법인 렌탈 사업 등 해외 법인이 성장을 주도했다. 말레이시아 지역 계정 순증은 2009년 말 20,000 계정에 못 미쳤으나 2010년 말 50,000 계정에 달했고 금년 100,000 계정을 돌파하면 손익분기를 넘어서게 된다. 수출 부문 2011년 매출액은 전년대비 38% 증가한 934억 원으로 예상된다. 회사 가이던스는 2010년 대비 59% 증가한 1,100억 원이다. 하반기에 인도네시아와 인도, 중동 지역에 3개 현지 법인이 출범한다. 신규 거래선 확보에도 주력하고 있으며 금년은 손익분기를 넘어서는 것이 목표이다.

3. 자회사 실적 호조에도 주목

1) 중국 화장품 이보 전진을 위한 일보 후퇴, 그러나 20%대 성장은 지속될 전망

성대리상 위주 전문점 유통으로 중국 사업 호조 지속

동사는 현재 웅진코웨이생활용품유한공사라는 중국 현지 법인을 통해 화장품과 환경가전 제품 판매를 하고 있다. 2010년 매출 464억 원 중 화장품이 358억 원, 환경가전이 106억 원으로 화장품이 주이다. 영업이익 기준으로도 화장품이 116억 원, 환경가전은 16억 원 영업적자를 시현해 화장품이 cash cow라고 할 수 있다.

사업은 시판보다는 성대리상 위주의 방식으로 성대리상에게 제품 마진의 60%를 제공한다. 따라서 동사의 매출액은 판매가격 대비 40% 수준이다. 이후 성대리상은 대리점을 모집해 차 마진을 제공하는 방식이다. 현재 28개 성 중 9개 성에서 제품을 판매하고 있으며 2010년 기준 영업이익률은 32.5%이다. 동사의 중국 화장품 사업은 주로 2~3급 도시를 위주로 진행되고 있으며 향후 강소성, 절강성, 안휘성 등 남방 지역으로 확대를 모색하고 있다.

<표 7> 중국 화장품 브랜드 및 포지셔닝

	Terreau	Hebeir	Nouris	Meiqing	Ruhen	Cellart
ASP (RMB)	190	130	65	50	250	500
매출비중(%)	17	16	26	3	21	17
출시	2003년 6월	2004년 1월	2005년 3월	2008년 5월	2004년 12월	2009년 4월
품목수	52	35	31	6	20	25

자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 20] 중국 화장품 지역별 분포



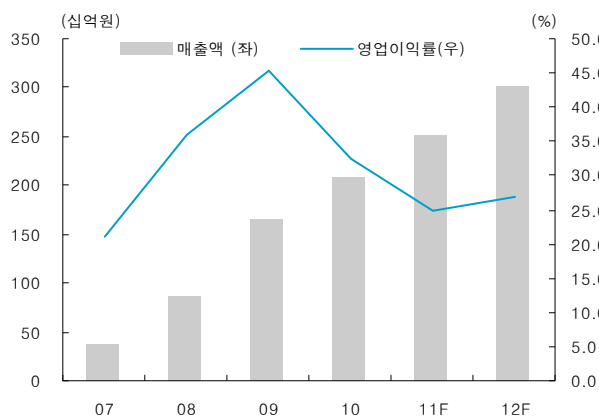
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**2010년 성장 둔화, 2011년도  
쉬어거나 20%대 성장은  
유지될 전망**

중국 화장품 사업 매출액은 2004년 1,100만 위안에서 2010년 2억 위안 수준으로 급증했으나 전년대비 증가율은 2009년 93%에서 2010년 26%로 축소되면서 성장에 대한 우려가 제기되었다. 특히 2010년 분기별로는 3분기 매출 증가율이 8%, 4분기에도 17%에 그쳤다. 시판채널 확대와 마케팅 활동으로 영업이익률도 4분기에 23%로 하락해 수익성 둔화에 대한 우려도 동시에 제기했다.

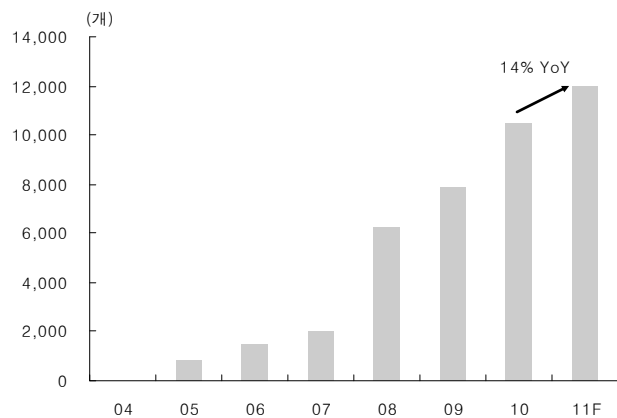
2011년에는 기존 점포 효율화와 시판 채널 강화로 마케팅 비용이 증가할 전망이다. 따라서 점포수 증가율도 과거보다는 둔화될 전망이다. 그럼에도 불구하고 1) 중국 화장품 소비 규모가 향후 3년간 연평균 8% 성장할 것으로 예상되고, 2) 점포수도 전년대비 14% 증가할 것으로 예상되어 가이던스인 20% 성장은 무리 없이 달성할 것으로 예상된다. 1분기에는 약 28%의 매출 성장을 시현하고 있는 것으로 파악된다.

[그림 21] 중국 화장품 매출액과 영업이익



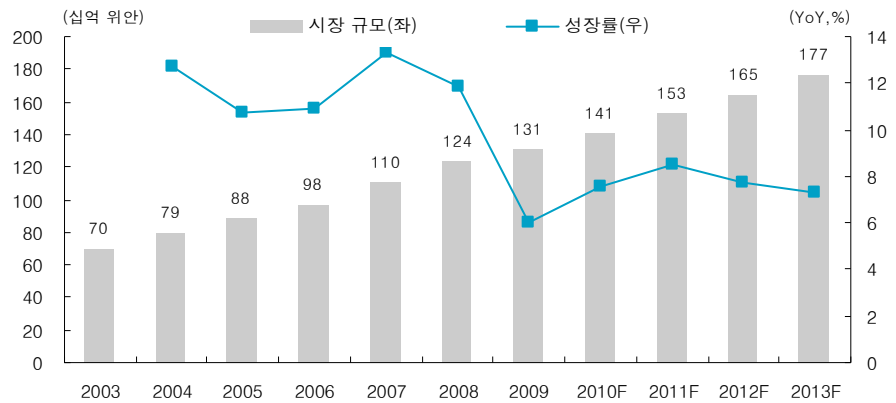
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 22] 중국 화장품 점포수



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 23] 중국 화장품 소비 고성장 지속



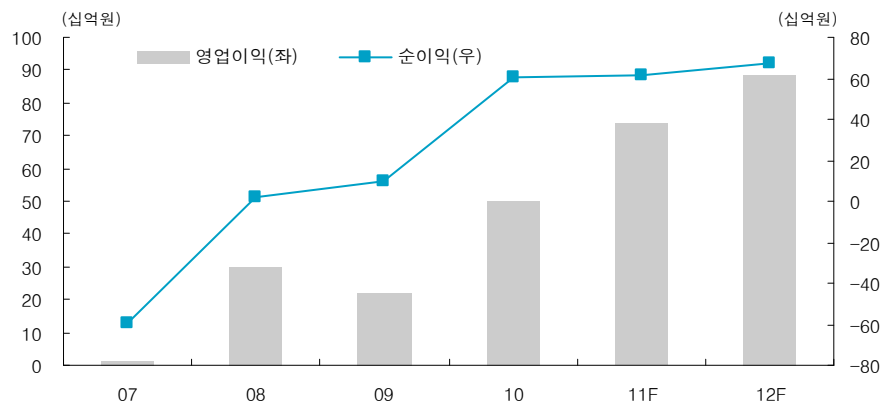
자료: Euromonitor, 한국투자증권

2011년에도 사상 최대 실적  
예상

2)웅진케미칼 – 업황 호조와 필터 사업 고성장 지속 전망

동사가 지분 45%를 보유한 웅진케미칼은 2008년 기업개선작업을 통해 턴어라운드, 2010년 기준 지분법 이익 259억 원을 창출하는 주요 자회사로 자리매김했다. 2010년 매출액 9,119억 원과 순이익 602억 원을 창출한 동사의 2011년 가이던스는 매출액 1조 75억 원, 영업이익 625억 원, 순이익 616억 원이다. 전체 매출의 80%를 차지하는 섬유 부문이 면화가격 상승과 합성섬유 수요 강세에 힘입어 호조가 지속되고 있고 고수익성 필터 사업이 수처리 시장 확대와 글로벌 경쟁력에 힘입어 고성장하고 있다. 동사는 RO필터에서 글로벌 4위 업체이며 MF 시장으로의 확대를 모색하고 있다.

[그림 24] 웅진케미칼 실적 전망



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

#### 4. 주주우호 정책

##### 안정적인 배당 성향과 높은 ROE에 주목

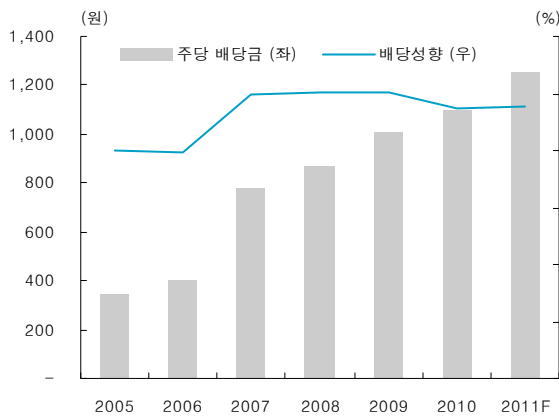
배당성향 50% 내외 유지,  
자사주 매입 등 주주가치  
증대를 위한 정책 지속

동사는 2007년 이래 약 50%에 달하는 배당 성향을 유지해왔다. 금년에도 배당성향 50%를 유지한다고 가정 시 주당 배당금은 1,250원이며 이는 시가배당률 3.4%에 해당되어 배당주로서의 메리트도 있다. 그러나 더 중요한 것은 동사의 주주가치를 부양하기 위한 지속적인 노력이다. 21일 동사는 자사주 200만주를 취득하기로 결정, 취득예정금액은 656억 원이다. 전체 발행 주식수의 2.6%에 해당되며 현재 순차입금 상태이기 때문에 조달 금리 6%로 차입해서 자금을 조달한다고 가정 시 2011년 EPS에 미치는 영향은 1% 내외에 불과하다. 그러나 동사가 과거부터 일관성 있는 배당 정책을 고수한 것이나 자사주 매입 및 이익 소각을 꾸준히 해왔던 점은 동사의 주주가치 제고 정책에 대한 확고한 입장을 확인할 수 있다.

높은 수준 ROE 유지

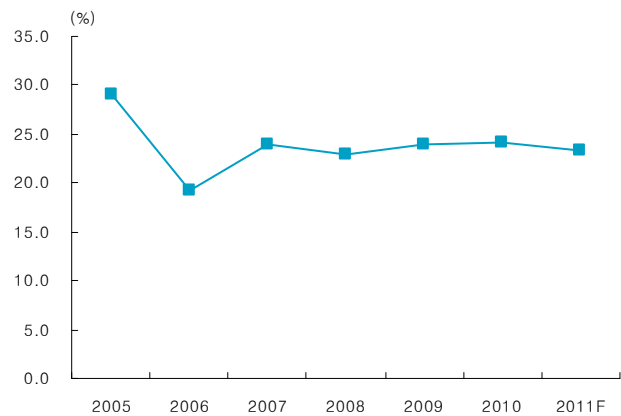
높은 배당 성향과 지속적인 이익 개선으로 ROE도 높은 수준에서 유지된다. 우리는 2011년 ROE를 25.5%로 추정하고 있으며 이 수준은 향후에도 지속 가능하다. 회사의 실제 중장기 목표 ROE는 30%이므로 이를 위해 지속적인 실적 개선 및 주식 가치 증대를 위한 방안이 제시될 것으로 예상된다

[그림 25] 배당성향 50% 내외 준수



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 26] 웅진코웨이 ROE 높은 수준에서 지속 유지



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

### III. 실적 전망

#### 매출 확대는 이미 시작, 수익성 개선은 하반기부터

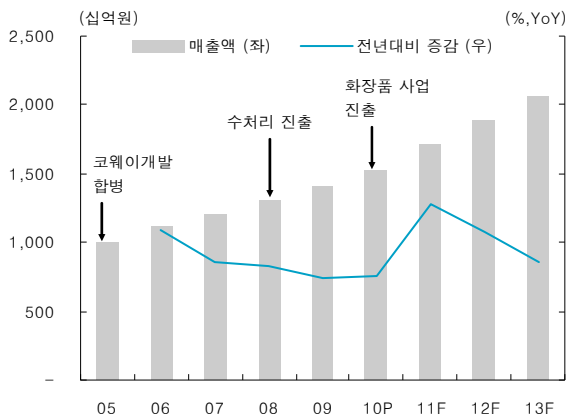
**향후 매출액 3년간 연평균 10.7% 증가 예상**

2007년~2010년 연평균 매출 증가율이 7.8%로 2006년 이전 두 자릿수에서 둔화, 2011년 매출 증가율은 12.8%로 재차 확대될 전망이다. 주요인은 1) 주력인 환경 가전 사업 성장성 회복, 2) 신규 국내 화장품 사업, 3) 수처리 및 수출 사업 고성장 등이다. 주력 사업인 환경 가전 사업의 계정 순증이 확대되고 있고 2010년 하반기 출시된 국내 화장품 매출액 증가가 가파르다. 수처리와 수출 사업은 변동성이 있으나 소규모 M&A와 OEM 거래선 확보 및 해외 법인 출시 등으로 하반기부터 매출 증가세가 확대될 전망이다. 따라서 향후 3년간 매출액은 연평균 10.7% 증가해 2010년 1.5조원에서 2013년 2조원대로 성장할 것으로 예상된다.

**수익성은 상반기가 저점**

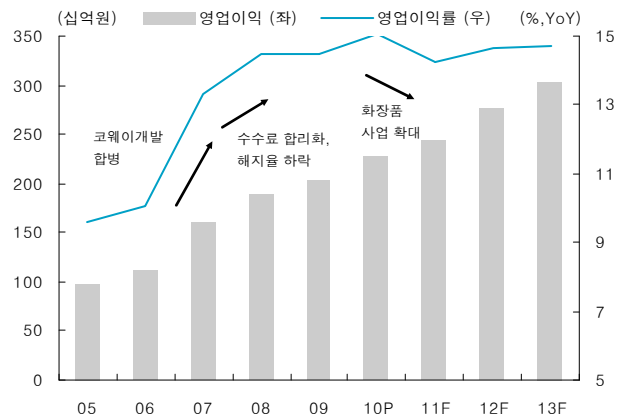
동사의 영업이익률은 2010년 15.1%를 피크로 2011년 14.2%로 하락할 것으로 예상된다. 실제 수익성은 2010년 4분기부터 급격히 둔화되기 시작했는데 신규로 시작한 화장품 사업 마케팅 및 프로모션 비용 때문이다. 동사의 매출액 대비 광고비 비중은 통상 2.8% 내외이나 2010년 3.7%까지 상승했고 이의 대부분이 화장품 출시에 따른 TV 광고 및 판촉비로 인한 것이다. 2011년 상반기까지 신규 라인이 지속 출시되면서 영업이익은 감익 추세가 지속될 전망이다. 그러나 매출 확대가 가속화되고 비용 집행이 완만해지며 기저 효과까지 더해져 2011년 하반기부터 영업이익은 증가세로 전환해 2011년 하반기 영업이익은 전년대비 19% 증가할 것으로 예상된다. 2011년 연간 영업이익은 6.5% 증가해 미미하지만 방향은 상반기 저조, 하반기 호조로 예상된다.

[그림 27] 매출액 증가율 2011년 확대되고



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 28] 2012년 수익성 개선된다

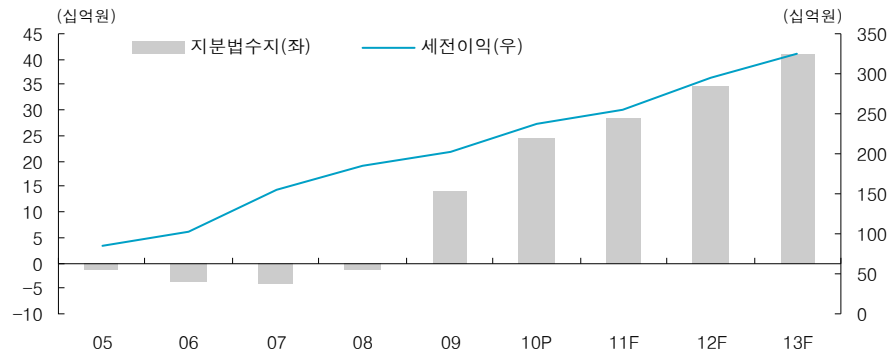


자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**EPS 향후 3년 연평균 12.9% 증가 예상**

영업이익의 완만한 개선과 지분법 이익 호조에 힘입어 EPS는 향후 3년간 연평균 12.9% 증가할 것으로 예상된다. 2011년은 영업이익 증가가 다소 미미해 11% 증가에 그칠 전망이나 2012년에는 수익성 개선과 자회사 실적 호조에 힘입어 EPS 증가율이 16.9%에 달할 전망이다.

[그림 29] 지분법 이익 추이



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

<표 8> 웅진코웨이 실적 주요 기경 및 breakdown

	06	07	08	09	10P	11F	12F	13F
렌탈 계정수 (천명, 기말)	3,478	3,612	3,640	3,899	4,145	4,433	4,679	4,915
렌탈 ARPU (원)	22,261	21,871	22,049	22,316	21,938	22,116	22,126	22,091
멤버십 계정수 (천명, 말)	658	711	799	838	938	1,031	1,125	1,218
멤버십 ARPU (원)	11,675	14,116	15,054	14,054	13,869	13,995	14,187	14,397
해지율 (%)	12.8	12.1	13.9	13.5	12.9	12.1	11.7	11.7
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>1,118</b>	<b>1,213</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,519</b>	<b>1,713</b>	<b>1,897</b>	<b>2,058</b>
증감 (%YoY)	10.9	8.5	8.4	7.4	7.6	12.8	10.7	8.5
렌탈	1,020	1,102	1,156	1,197	1,255	1,355	1,449	1,533
증감 (%YoY)		8.1	4.9	3.5	4.8	8.0	6.9	5.9
일시불	41.5	53.0	60.4	78.6	107.4	127.3	146.5	163.3
증감 (%YoY)	-10.7	27.8	14.0	30.0	36.6	18.5	15.1	11.5
화장품					23.4	60.8	91.3	123.2
증감 (%YoY)						160.0	50.0	35.0
수처리	0.0	0.0	7.1	27.1	22.4	29.1	37.9	45.4
증감 (%YoY)				281.7	-17.3	30.0	30.0	20.0
수출	6.5	19.2	44.6	55.7	69.2	93.4	121.4	139.7
증감 (%YoY)	0.0	195.4	132.3	24.9	24.2	35.0	30.0	15.0
기타	49.8	38.7	46.0	53.5	42.8	47.1	50.8	53.4
증감 (%YoY)	-14.4	-22.3	18.7	16.4	-20.0	10.0	8.0	5.0
<b>매출원가 (십억원)</b>	<b>380.4</b>	<b>384.7</b>	<b>407.2</b>	<b>460.0</b>	<b>493.8</b>	<b>557.8</b>	<b>624.7</b>	<b>680.5</b>
원가율 (%)	34.0	31.7	31.0	32.6	32.5	32.6	32.9	33.1
렌탈 원가	340.7	333.7	323.3	336.8	348.2	375.1	401.4	425.5
매출액 대비 (%)	33.4	30.3	28.0	28.1	27.8	27.7	27.7	27.7
일시불 원가	13.7	18.8	20.4	24.9	37.1	44.0	50.6	56.4
매출액 대비 (%)	33.0	35.5	33.8	31.7	34.6	34.6	34.6	34.6
화장품 원가					3.5	9.1	13.7	18.5
매출액 대비 (%)					15.0	15.0	15.0	15.0
수처리 원가			4.6	21.6	16.8	21.8	27.3	32.7
매출액 대비 (%)				79.7	75.0	75.0	72.0	72.0
수출 원가			29.9	37.6	53.1	70.1	91.1	104.7
매출액 대비 (%)			67.0	67.5	76.7	75.0	75.0	75.0
기타 원가	26.0	32.2	29.0	39.1	38.5	37.7	40.7	42.7
매출액 대비 (%)	52.2	83.1	63.1	73.1	90.1	80.0	80.0	80.0
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>112.3</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>204.3</b>	<b>228.8</b>	<b>243.6</b>	<b>277.7</b>	<b>303.0</b>
증감 (%YoY)	15.9	43.7	17.9	7.4	12.0	6.5	14.0	9.1
영업이익률 (%)	10.0	13.3	14.5	14.5	15.1	14.2	14.6	14.7
<b>영업외수지 (십억원)</b>	<b>-9.9</b>	<b>-5.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>7.9</b>	<b>11.3</b>	<b>16.3</b>	<b>23.0</b>
이자수지	-7.0	-6.4	-8.1	-9.4	-14.5	-17.3	-18.3	-18.1
지분법 수지	-3.9	-4.1	-1.4	13.9	24.4	28.5	34.6	41.0
기타	0.9	4.9	4.0	-6.0	-1.9	0.0	0.1	0.1
<b>세전이익 (십억원)</b>	<b>102.4</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>202.7</b>	<b>236.7</b>	<b>254.9</b>	<b>294.0</b>	<b>326.0</b>
증감 (%YoY)	19.1	52.0	18.7	9.7	16.8	7.7	15.3	10.9
<b>순이익 (십억원)</b>	<b>74.9</b>	<b>116.3</b>	<b>129.1</b>	<b>153.3</b>	<b>176.7</b>	<b>193.7</b>	<b>223.4</b>	<b>247.7</b>
증감 (%YoY)	23.1	55.2	11.0	18.8	15.3	9.6	15.3	10.9

자료: 한국투자증권



## IV. 기업 개요

### 신성장 동력을 모색하는 국내 1위 환경가전 업체

국내 1위의 환경가전 업체  
- 주력 사업의 안정성은  
타의 추종을 불허한다

웅진코웨이는 2010년 말 기준 443만 가입자수를 확보한 확고부동의 국내 1위 환경가전 업체이다. 정수기, 비데, 공기청정기 등 주력 품목에서 시장 점유율이 50%내외로 2위 업체와 현저한 차이를 보인다. 가전 업체이지만 지속적으로 유지·관리가 필요한 품목들을 위주로 판매하고 있어 방문판매와 13,000명에 달하는 코디 조직을 통해 지속적인 서비스를 제공하고 있다. 따라서 일시불보다는 렌탈 및 멤버십 서비스가 주 수익원이다. 2010년 매출액은 1.52조원으로 이중 렌탈서비스가 73%, 멤버십 서비스가 10%, 일시불이 7%를 차지했다. 향후 성장 동력이 될 것으로 예상되는 화장품 사업의 2010년 매출액 비중은 1.5%, 수처리 사업과 수출 부문 비중은 각각 1.5%, 4.6%였다. 품목별로는 정수기가 전체 매출의 53%를 차지했고, 그 외 주요 품목들인 비데는 15%, 청정기는 13%를 차지했다.

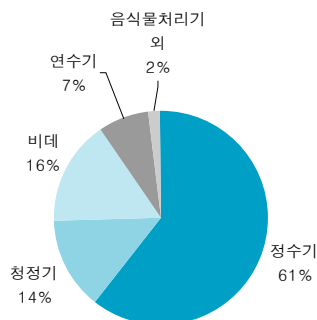
〈표 9〉 웅진코웨이 사업 부문

(단위: 십억 원)

사업부문	2010년 매출액 (비중)	2010년 매출총이익 (비중)	주요 품목	가격대	주요업체 및 MS
렌탈	1,107 (73%)	804 (78%)	정수기 비데 공기청정기 연수기 음식물쓰레기처리기	정수기: 월 26,000 원~44,000 원(2년 약정, 등록비 0 원) 비데: 월 24,000~34,000 원(2년 약정, 등록비 0 원) 청정기: 월 25,900 원(2년 약정, 등록비 10 만원) 연수기: 월 35,000 원(2년 약정, 등록비 0 원) 음식물처리기: 월 24,000~32,500 원(3년 약정, 등록비 0 원)	정수기: 웅진코웨이 (52%) 청호나이스(11%) 암웨이 (8%) 기타 (29%) 청정기: 웅진코웨이 (50%) 삼성전자 (16%) LG 전자 (5%) 기타 (29%)
멤버십	148 (10%)	102 (10%)	정수기 비데 공기청정기 연수기 음식물쓰레기처리기	정수기: 월 15,000 원 내외 청정기: 월 8,000 원 내외 비데: 월 8,800 원 내외 연수기: 월 12,000 원 내외 음식물처리기: 월 10,000 원 내외	비데: 웅진코웨이 (48%) 노비타 (21%) 대림 (8%) 기타 (23%)
일시불	107 (7%)	70 (7%)	정수기 비데 공기청정기 연수기 음식물쓰레기처리기	정수기: 700,000~1,600,000 원 비데: 500,000~800,000 원 청정기: 700,000 원 연수기: 750,000 원 음식물처리기: 240,000~1,300,000 원	연수기: 웅진코웨이 노비타 청호나이스
화장품	23 (2%)	27 (3%)	리엔케이 - 여성, 남성 라인	스킨: 40,000~60,000 원 로션: 40,000~70,000 원 세럼: 70,000~150,000 원 크림: 60,000~140,000 원 아이크림: 70,000~95,000 원	아모레퍼시픽 LG 생활건강 기타
수처리	22 (1%)	6 (1%)	정수 및 공정수 처리 오/폐수 처리 재이용 패키지형 정/연수 장치		코오롱, 한화건설 등
수출	69 (5%)	16 (2%)	정수기, 청정기, 비데 등		글로벌 환경 가전 업체

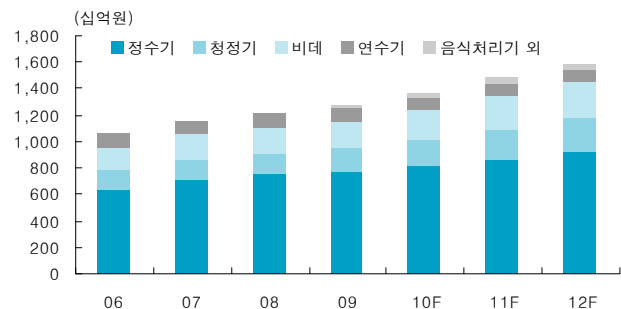
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

〔그림 30〕 2010년 품목별 매출액 비중



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

〔그림 31〕 청정기, 비데 매출액 빠르게 증가 추세



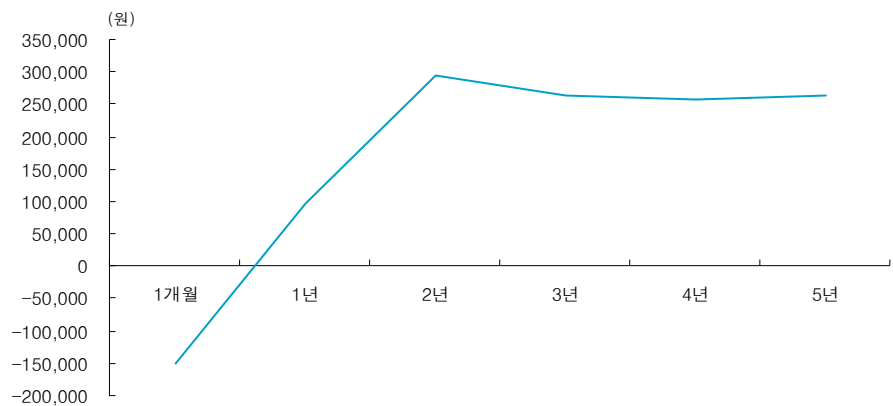
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

부문별 영업이익률은 파악하기가 어려우나, 규모의 경제를 확보한 환경 가진 사업의 경우 영업이익률이 약 20%에 달하는 것으로 파악된다. 화장품 사업은 초기 진입 단계로 적자 상태이며 수처리와 수출 부문도 대동소이한 것으로 보인다.

**지속적이고 다양한  
수익 창출력 돋보여**

동사의 제품군은 생활 필수품은 아니나 소득 수준이 향상될수록 수요가 확대되는 사업이다. 또한 냉장고나 TV처럼 반내구적인 가전 제품이 아니라 필터 교환 등 지속적인 관리가 필요하다는 특징이 있다. 생활 필수품이 아니기 때문에 수요 촉발을 유도하면서 서비스의 중요성을 동시에 부각시키기 위해 초기 등록비와 월 20,000~30,000원 대를 지불하고 이용하는 렌탈 사업이라는 모델을 도입했다. 동시에, 이는 사업자가 초기 투자 비용을 부담해야 하기 때문에 자금력이 뒷받침되어야 가능한 사업 모델이다. 소비자에게는 일시불이라는 부담을 줄여주는 동시에 웅진코웨이는 1년 이내에 손익분기점을 넘어서게 되며 만기인 5년까지 안정적인 현금 흐름이 창출되고 평균 사용 연수는 4년으로 파악된다. 5년 만기 후에는 신상품 재렌탈, 기존 제품 소유권 이전 또는 멤버십 서비스로의 이전 등을 통해 부가적인 수입 창출도 기대할 수 있다. 최근에는 기존의 렌탈 사업 외에 일시불 매출도 증가하는 추세이나 일시불 매출은 단가가 낮은 멤버십 가입을 동반하는 형태로 이루어져 연계 수익을 창출하는 구조이다.

[그림 32] 정수기 렌탈 사업 현금 흐름



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**경기 방어적인 실적 시현  
- 매출액과 영업이익의 2004년  
이래 지속 증가**

위와 같은 특성으로 동사의 실적은 경기 변동에 크게 영향을 받지 않는다는 강점이 있다. 초기 가입비를 지불하고 등록한 경우 평균 4~5년 동안의 현금 흐름은 보장받기 때문에 가입회원수가 증가함에 따라 꾸준히 매출과 영업이익이 증가하는 구조이다. 실제 동사의 가입자수는 2004년 이래 꾸준히 증가 추세이며, 2008년 금융 위기 당시 렌탈 회원수는 0.8% 증가에 그쳤음에도 불구하고 기존 가입자 기반에 힘입어 매출액과 영업이익은 각각 8.4%, 17.9% 증가한 바 있다. 안정적인 현금 흐름과 수익성도 돋보이며 연간 영업이익률은 13~15% 범위를 벗어나지 않는다.

## V. 위험 요인

### 수성에 대한 우려와 그룹 리스크 상존

**중소기업 저가공세와 대기업  
시장 진출에 대한 우려는  
언제나 상존**

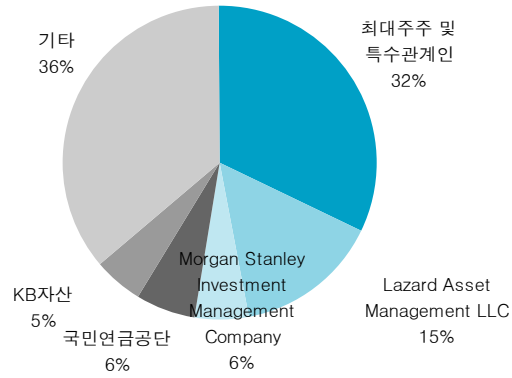
동사의 독보적인 시장 점유율은 강점인 동시에 항상 수성에 대한 우려도 상존했다. 중소기업의 저가 공세와 LG전자의 정수기 사업 확대는 리스크 요인이다. 그러나 동사의 제품군이 환경 관련 제품군으로 비교적 고관여 제품이어서 가격보다는 품질과 위생, 관리 등이 중요한 제품 선택 요인이고 또한 1만 3천명 코디 조직을 통한 방문 판매망은 쉽게 따라올 수 없는 경쟁력으로 작용한다. 실제 LG전자는 이미 정수기 시장에 진출했으나 현재 시장 점유율이 2%에 불과하다. 우리는 이러한 우려보다는 웅진코웨이의 막강한 시장 지배력과 현금 흐름을 활용한 적극적인 신제품 개발, 그리고 월등한 서비스력에 초점을 맞추는 것이 바람직하다는 판단이다.

**웅진 그룹 리스크, 추가적인  
지분 축소 우려는 없고  
자금 지원 사례는 더더욱 없다**

웅진 그룹 관련된 리스크도 우려 요인이다. 현재 웅진 그룹 내에서 문제와 이슈가 되고 있는 회사는 극동건설로, 극동건설에 대한 계열사 자금 지원 우려 속에 웅진 그룹 내에서 안정적인 cash cow 역할을 하고 있는 웅진코웨이에 대한 우려가 있었다. 또한 웅진홀딩스의 과도한 차입금으로 인한 웅진코웨이 지분 매각 가능성에 대해 우려가 제기되어 왔다. 실제 웅진홀딩스는 2010년 웅진코웨이 지분 3%를 매각하여 차입금 상환에 활용한 바 있다. 그러나 현재 웅진홀딩스 차입금 부담은 2010년 차입금 상황과 2012년 BW 전환으로 완화될 전망이고 극동건설 우발채무도 점진적으로 감소하고 있는 추이다. 또한 웅진홀딩스의 웅진코웨이 지분은 현재 28.4%에 불과해 추가적으로 지분을 축소할 가능성은 낮다. 계열사간 지원도 현실적으로 어려워 과거에도 자금 지원 사례는 없었을 뿐 아니라 향후 가능성도 낮다. 무엇보다 웅진코웨이의 금번 자사주 취득 결정 등은 회사의 자금을 계열사 지원 등으로 활용하지 않겠다는 강한 의지로 판단된다.

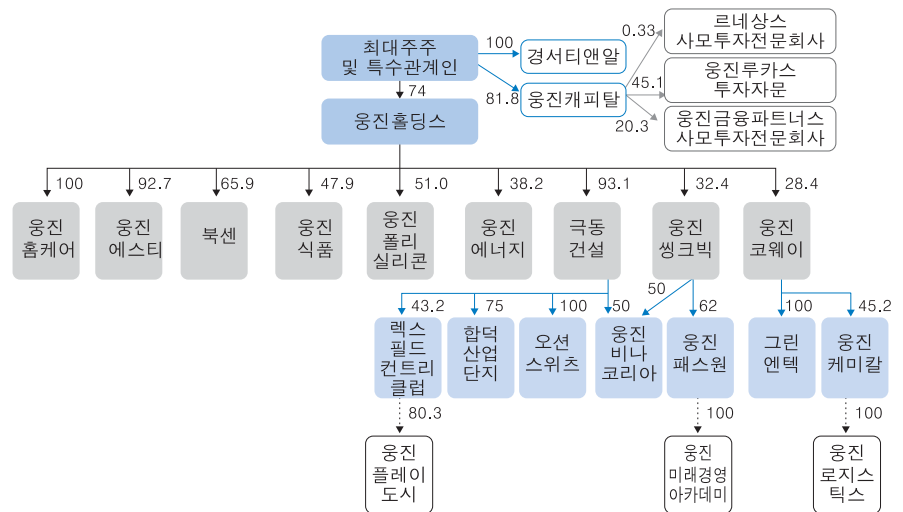
## Appendix

[그림 33] 웅진코웨이 지분 구조



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 34] 웅진그룹 지배구조



자료: 한국투자증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008A	2009A	2010P	2011F	2012F
유동자산	476	509	523	566	633
현금성자산	76	64	76	51	57
매출채권	150	195	177	210	238
재고자산	58	55	59	66	73
비유동자산	596	761	857	933	1,007
투자자산	114	131	191	215	238
유형자산	356	418	447	471	495
무형자산	65	141	152	171	190
자산총계	1,071	1,271	1,380	1,500	1,639
유동부채	399	542	501	517	534
매입채무	34	29	31	35	39
단기차입금및단기사채	108	120	132	143	155
유동성장기부채	0	120	64	64	64
비유동부채	76	48	171	173	175
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및리스부채	60	30	151	151	151
부채총계	475	590	671	690	710
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정	6	(32)	(97)	(97)	(97)
이익잉여금	441	530	623	724	844
자본총계	597	681	709	810	930

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008A	2009A	2010P	2011F	2012F
영업활동현금흐름	305	312	325	281	323
당기순이익	129	153	177	194	223
유형자산감가상각비	126	128	139	146	152
무형자산상각비	15	20	28	31	35
자산부채변동	(36)	(49)	2	(63)	(54)
기타	71	59	(21)	(27)	(33)
투자활동현금흐름	(255)	(276)	(241)	(226)	(226)
유형자산투자	(171)	(218)	(185)	(190)	(193)
유형자산매각	29	14	18	20	17
유동자산순증	(4)	(0)	(0)	(1)	(1)
투자자산순증	(82)	3	(38)	4	12
기타	(26)	(75)	(35)	(59)	(61)
재무활동현금흐름	(2)	(52)	(72)	(80)	(91)
자본금및자본잉여금증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	56	51	77	12	12
배당금지급	(58)	(65)	(77)	(84)	(93)
기타	0	(39)	(71)	(8)	(10)
현금의 증가	48	(12)	12	(25)	6

손익계산서

(단위: 십억원)

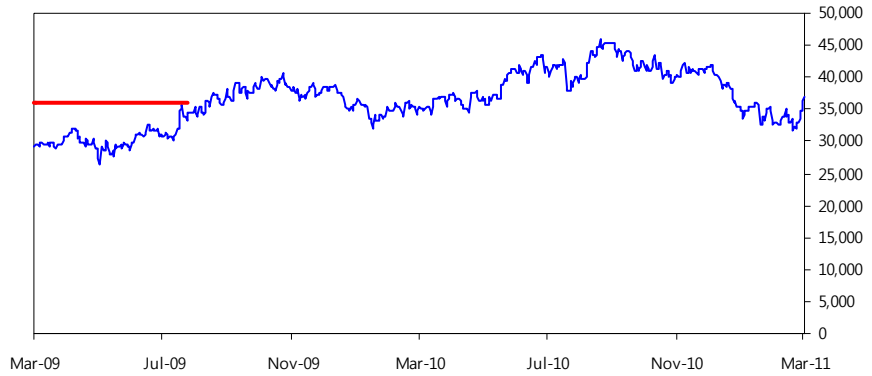
	2008A	2009A	2010P	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,519	1,713	1,897
매출총이익	907	952	1,025	1,155	1,272
판매비	717	747	796	912	994
영업이익	190	204	229	244	278
영업외수익	21	27	44	42	48
이자수익	3	3	3	3	3
외환관련이익	12	1	4	4	4
지분법이익	4	18	30	29	35
영업외비용	27	29	36	31	32
이자비용	11	13	18	20	21
외환관련손실	1	6	5	5	5
지분법손실	6	4	8	0	0
세전계속사업이익	185	203	237	255	294
법인세비용	56	49	60	61	71
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	177	194	223
EBITDA	331	352	396	421	465

주요 투자지표

	2008A	2009A	2010P	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	1,734	2,034	2,322	2,580	3,017
BPS	7,144	7,469	8,536	9,596	10,911
DPS	870	1,010	1,100	1,250	1,400
SPS	17,659	18,736	19,963	22,813	25,607
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.4	7.4	7.6	12.8	10.7
영업이익증가율	17.9	7.4	12.0	6.5	14.0
순이익증가율	11.0	18.8	15.3	9.6	15.3
EPS증가율	10.8	17.3	14.2	11.1	16.9
EBITDA증가율	9.4	6.3	12.4	6.3	10.4
수익성(%)					
영업이익률	14.5	14.5	15.1	14.2	14.6
순이익률	9.8	10.9	11.6	11.3	11.8
EBITDA Margin	25.2	25.0	26.1	24.6	24.5
ROA	12.9	13.1	13.3	13.5	14.2
ROE	22.9	24.0	25.4	25.5	25.7
배당수익률	3.3	2.6	2.7	3.4	3.8
안정성					
순차입금(십억원)	86	200	265	300	306
영업이익이자보상배율(배)	16.8	16.3	13.0	12.1	13.3
차입금/자본총계비율(%)	28.1	39.6	48.9	44.3	39.8
Valuation(X)					
PER	15.4	18.9	17.4	14.3	12.2
PBR	3.7	5.1	4.7	3.8	3.4
PSR	1.5	2.0	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.2	8.9	8.3	7.2	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
웅진코웨이 (021240)	2009.08.18	NA	NA
	2011.03.25	매수	47,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2011년 3월 25일 현재 웅진코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 웅진코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.