



웅진코웨이 (021240)

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

매수

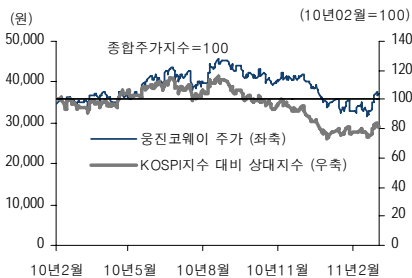
주가 (3월 30일) **37,200원**
적정주가 **51,000원**

1분기 실적, 회계변경 영향 제외시 양호

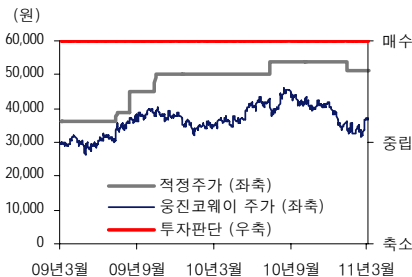
- ◆ 1분기 양호한 매출 성장, 회계 변경 등에 의한 이익률 둔화는 우려 요소 아님
- ◆ 행사, 방사능 우려로 청정기와 정수기 판매량 호조
- ◆ 국내 화장품 사업 확장 지속, 중국 화장품도 순항 중
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만 1천원 유지

시가총액	2,869.0십억원
일평균 거래액	13,660백만원
52주 최고가/최저가	45,850원/31,700원

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



1분기 양호한 매출 성장, 회계 변경 등에 의한 이익률 둔화는 우려 요소 아님
웅진코웨이의 1분기 실적은 매출액 4,050억원(+9.1% YoY), 영업이익 545억원(-8.2% YoY), 영업이익률 13.5%로 예상된다. 정수기와 청정기 렌탈 순주문 호조와 1.0% 내외의 낮은 해약률 유지, 화장품 사업 추가로 매출은 9%의 양호한 성장이 예상된다. 그러나 IFRS 기준 판매수수료 인식기간 변경(기존 5년→2년)에 따른 판매수수료를 증가와 화장품 사업관련 광고선전비 증가 등으로 전년동기대비 영업이익은 소폭 감소할 전망이다. 이러한 요인을 제외한 기존 사업부의 이익률 개선세는 지속되고 있으며 이익 규모가 감소를 가져온 회계변경 요인은 2012년 이익률 상승으로 재반영되며 화장품 부문도 4분기 이후 흑자전환 예상된다는 점에서 이익률 하락을 우려한 필요는 없다는 판단이다. 한편 중국법인도 성장률 둔화에 대한 우려와 달리 30% 이상 성장해 1분기 지분법이익은 전년동기 20억원 보다 증가한 25억원으로 예상된다.

분기별 실적 추이 및 전망

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E
매출액	371,292	366,619	378,006	403,262	404,990	412,203	420,391	436,421
영업이익	59,380	58,557	57,043	53,709	54,487	57,259	57,956	57,016
당기순이익	42,072	46,693	45,196	42,968	41,831	44,139	47,020	43,263
YoY(%)	8.8	6.6	6.4	8.6	9.1	12.4	11.2	8.2
	13.4	20.3	21.9	6.4	(0.6)	(5.5)	4.0	0.7
	21.7	20.5	14.6	(6.0)	(8.2)	(2.2)	1.6	6.2
영업이익률 (%)	16.0	16.0	15.1	13.3	13.5	13.9	13.8	13.1
순이익률 (%)	11.3	12.7	12.0	10.7	10.3	10.7	11.2	9.9

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

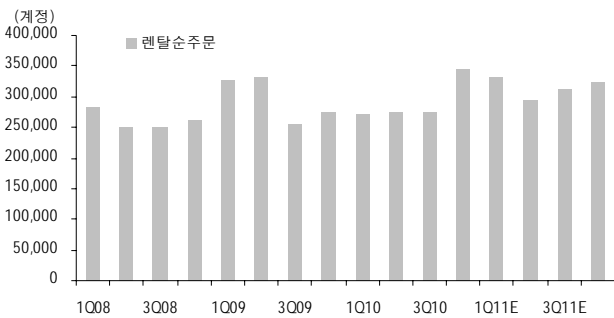
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	18.5	6.3	4.0	22.9	14.4	2.7
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	19.3	7.9	4.4	24.0	29.5	2.6
2010	1,519.1	228.8	236.5	177.0	2,296	13.4	15.4	6.9	3.6	24.5	34.5	3.0
2011E	1,674.0	226.7	229.5	173.2	2,246	(2.2)	16.6	7.2	3.3	21.3	25.0	2.7
2012E	1,793.8	269.0	280.4	211.8	2,746	22.3	13.5	6.4	2.9	22.9	12.8	3.3

항사, 방사능 우려로 청정기와 정수기 판매량 호조 중국발 황사와 일본 지진 관련 방사능 우려가 커지면서 정수기와 청정기에 대한 관심도 커지고 있다. 정수기의 필터 방식에는 역삼투압 방식과 중공사막 방식이 있는데 웅진코웨이와 청호나 이스만이 채택하고 있는 역삼투압 방식은 모든 물질을 걸러내는 것으로 알려져 있다. 웅진코웨이의 역삼투압 정수기는 이미 2009년 자연환경에서 방출되는 방사능 원소 중 라듐, 라돈 등을 필터로 걸러낼 수 있음을 인증받은 바 있다. 회사는 자사 정수기 및 청정기에 대해 세슘, 요오드 등에 대한 필터링 능력을 테스트 하기 위해 공신력 있는 기관에 실험을 의뢰한 상황이다.

식수 및 공기에 대한 불안감 증대는 이미 청정기와 정수기 판매량 확대로 반영되고 있다. 1,2월 공기청정기 렌탈 주문은 약 60% 증가한 것으로 추정된다. 정수기도 구제역 사태 이후 취수원 오염에 대한 우려까지 가세하며 비수기임에도 불구하고 1,2월 렌탈 주문이 약 25% 증가한 것으로 추정된다.

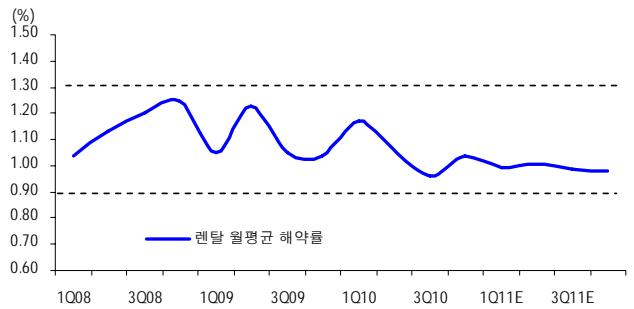
당사는 추정의 보수성을 위해 이러한 판매 호조세가 1분기에 일시적인 현상에 그칠 것으로 가정하고 있으나 일본 원전 사태의 진행 상황에 따라 판매량 호조세가 기대 이상으로 지속될 가능성은 커지고 있으며 이 경우 실적 추정 상황이 예상된다.

분기별 렌탈 주문량 추이 및 전망



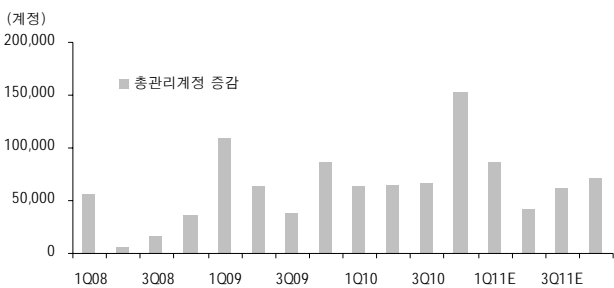
출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

월평균 해약률 추이 및 전망



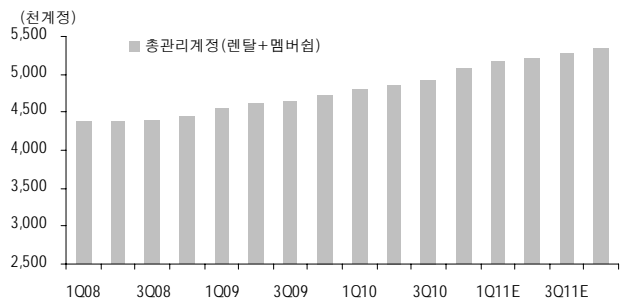
출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 총 관리계정 증감 추이 및 전망



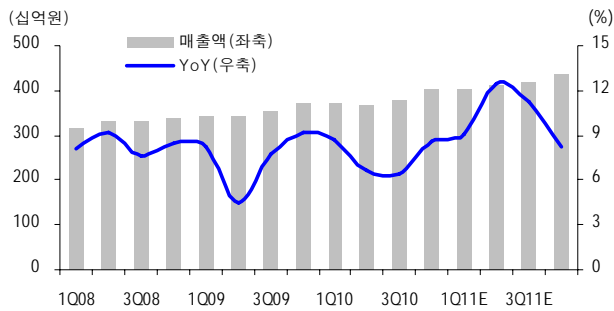
출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

총관리 계정 꾸준히 증가 전망



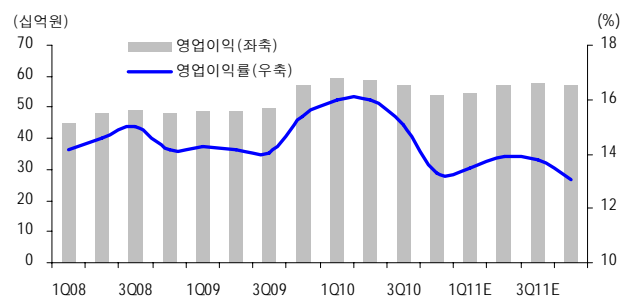
출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 매출액 추이 및 전망



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 영업이익 추이 및 전망



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

국내 화장품 사업 확장 지속, 중국 화장품도 순항 중 국내 화장품 매출액은 1,2월 누계 약 90억원으로 추정된다. 구정 연휴로 인해 판매일수가 다소 감소했음에도 양호한 실적으로 1분기 약 150억원의 매출이 예상되어 연간 600억원의 목표 달성은 무난할 전망이다. 화이트닝라인과 남성용 움트라인이 신규 출시되었고 4월 한방 라인도 출시를 앞두고 있어 제품 라인업은 빠르게 진행되고 있다. 채널면에서도 4월 중 면세점 채널에 입점하고 상반기 중 주요 3대 백화점에서 입점하는 등 일부 고급화된 시판 채널 진출을 통해 브랜드 알리기에 더욱 힘쓸 계획이다. 화장품 사업부는 4분기 흑자도달을 목표로 하고 있는데 시판채널 진출 결과에 따라 BEP 도달 시점이 다소 앞당겨질 가능성이 있다.

중국 법인 역시 우려와 달리 1분기 30% 이상의 성장을 기록한 것으로 추정된다. 회사는 신방관 사업의 안정적 성장을 위한 브랜드 관리차원에서 과거에 오픈한 영세한 대리점에 대해서는 정리 작업을 진행하고 있는데 이러한 정리 중에도 30%의 성장을 기록한 점은 고무적이다. 향후 영세 점포 정리 속도에 따라 일시적으로 분기별 성장률이 다소 둔화될 가능성은 있으나 당사는 이미 중국 화장품 사업에 대한 기대를 충분히 낮추어 향후 연평균 13%의 성장을 가정하고 있어 당사 추정치 달성에 무리가 없을 전망이다.

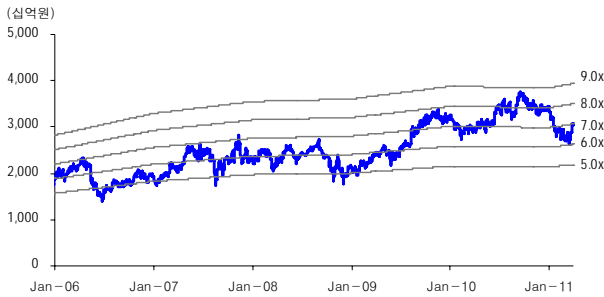
LG전자 및 중소기업에 의한 시장 잠식 가능성 낮음 최근 LG전자의 방문판매 시장 진출, 쿠팡, 동양매직 등 중소기업들의 공격적인 시장 공략 방침을 밝히고 있으나 이들에 의한 시장 잠식 가능성은 낮다. 동사의 방문판매 인력은 약 1만 3천 명이며 2위인 청호나이스가 약 3천명 내외인 것으로 추정되는데 후발주자가 방문판매 인력을 모집하고자해도 방문판매의 핵심이라 할 수 있는 인력의 모집과 유지가 쉽지 않다. 방문판매 인력의 수당은 유지보수 수당과 판매수당으로 구성되는데 신규업체의 경우 고정샐러리적 성격인 유지보수 수당이 낮아 방문판매의 수입 변동성이 커지게 된다. 또한 미미한 브랜드 가치와 낮은 판매단가로 판매가 힘들어 판매수수료율을 높여주더라도 판매수당 역시 늘리기 힘들어 우수한 판매인력의 유입을 기대하기 힘들다.

중소업체들은 그동안 홈쇼핑 등의 채널을 이용해 기존의 웅진코웨이의 중산층 가정 외에 새로운 수요층을 창출해 중저가 제품 시장 형성에 기여해온 것으로 평가된다. 그러나 이들의 방문 시장 진출은 앞서 살펴본 이유와 제품력 등의 차이로 쉽지 않을 전망이다. 또한 웅진코웨이가 고가형인 역삼투압 모델 외에도 중공사막 방식의 일부 중저가 모델을 출시해 홈쇼핑 등의 공략에 나설 계획을 밝히고 있다. 웅진코웨이가 중저가 모델을 출시하게 되면 중소기업들의 중저가 시

장의 상당부분을 흡수해 올 수 있을 것으로 기대되어 중소기업체들의 입지 약화가 예상된다.

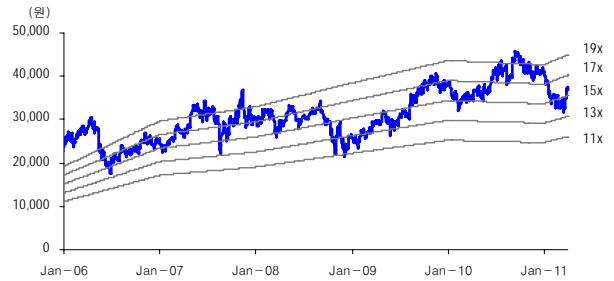
투자의견 매수, 적정주가 5만 1천원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 5만 1천원을 유지한다. 지난해 하반기 이후 중국 법인의 매출 둔화와 화장품 사업 진출에 따른 비용 증가요인, 계열사인 극동건설 부실에 대한 우려 등으로 동사의 주가는 기존 주력사업의 호조세 지속에도 불구하고 부진한 흐름을 이어왔다. 그러나 중국법인의 성장률도 30%대의 고성장세를 회복하고 화장품 사업도 빠르게 매출이 증가해 하반기부터 비용 부담을 충분히 커버할 수 있는 수준으로 매출 상승이 예상되고 200만주의 자사주 매입 발표로 극동건설 관련 지원에 대한 주주의 우려도 불식시켜 주가 상승을 제약하던 요인들은 해소되고 있는 것으로 판단된다.

웅진코웨이 12개월 Forward EV/EBITDA 밴드 차트



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 12개월 Forward PER 밴드 차트



출처: 웅진코웨이, 신한금융투자

대차대조표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,439.5	1,553.4	1,584.9
유동자산	475.6	509.5	578.8	650.6	640.0
현금및현금성자산	76.1	63.7	56.3	116.3	88.5
단기투자자산	5.9	5.5	3.9	4.6	7.0
매출채권	149.8	194.6	207.3	224.7	240.8
채고자산	58.0	54.6	73.2	73.4	78.6
기타	185.8	191.1	238.1	231.5	225.1
비유동자산	595.8	761.2	860.7	902.7	944.9
투자자산	114.1	130.7	204.3	232.6	265.2
유형자산	356.4	418.2	454.2	484.9	508.7
무형자산	64.9	141.1	133.6	114.5	98.2
부채총계	474.8	590.0	674.7	695.3	593.0
유동부채	398.7	541.8	441.0	514.9	502.1
매입채무	34.2	29.2	38.3	41.4	44.7
단기차입금	107.8	119.7	74.5	59.6	56.6
유동성장기부채	0.0	120.0	30.0	110.0	90.0
기타	256.7	272.8	298.2	303.9	310.9
비유동부채	76.0	48.2	233.8	180.4	90.9
사채	0.0	0.0	49.8	106.0	106.0
장기차입금	60.0	30.0	170.0	60.0	(30.0)
기타	16.0	18.2	14.0	14.4	14.8
자본총계	596.6	680.7	764.8	858.1	991.9
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	140.0	140.0	140.0
자본조정	6.2	(31.5)	(43.0)	(43.0)	(43.0)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	(2.7)	(2.7)	(2.7)
이익잉여금	441.1	529.6	629.8	723.1	856.9
총 차입금	167.8	269.7	324.2	335.6	222.6
순차입금(순현금)	85.8	200.5	264.0	214.6	127.2

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	304.8	311.7	313.8	349.1	383.3
당기순이익	129.1	153.3	177.0	173.2	211.8
유형자산감가상각비	126.5	128.2	131.6	131.0	133.9
무형자산상각비	14.7	19.9	22.2	19.1	16.4
지분법손실(이익)	1.4	(13.9)	(22.1)	(24.8)	(29.0)
투자자산처분손실(이익)	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	2.5	0.4	0.3	0.0	0.0
영업활동 자산, 부채의 변동	(36.2)	(48.9)	(70.6)	(20.2)	(23.0)
기타	66.9	71.6	75.4	70.7	73.3
투자활동으로인한현금흐름	(255.1)	(276.1)	(296.4)	(225.7)	(225.2)
단기투자자산의 감소(증가)	(4.2)	(0.1)	(3.3)	(0.8)	(2.3)
장기투자자산의 감소(증가)	(82.4)	2.8	(64.7)	(3.0)	(3.0)
유형자산의 감소(증가)	(142.0)	(204.1)	(211.9)	(212.0)	(209.8)
기타	(26.4)	(74.8)	(16.5)	(10.0)	(10.0)
Free Cash Flow	49.7	35.5	17.4	123.4	158.1
재무활동으로인한현금흐름	(2.1)	(52.3)	(20.4)	(63.4)	(186.0)
단기차입금 증가(감소)	15.8	(18.6)	(45.2)	(14.9)	(3.0)
유동성장기부채의 증가(감소)	(20.0)	0.0	(50.0)	80.0	(20.0)
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	49.7	56.3	0.0
장기차입금의 증가(감소)	60.0	0.0	100.0	(110.0)	(90.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(79.9)	(77.9)
기타	0.1	31.0	1.9	5.2	4.9
현금의 증가(감소)	47.6	(12.4)	(7.4)	60.0	(27.8)
기초의 현금	28.5	76.1	63.7	56.3	116.3
기말의 현금	76.1	63.7	56.3	116.3	88.5
설비투자매출액 (%)	10.8	14.5	13.9	12.7	11.7
감가상각비/매출액 (%)	9.6	9.1	8.7	7.8	7.5
감가상각비/설비투자 (%)	89.1	62.8	62.1	61.8	63.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액	1,314.4	1,411.9	1,519.1	1,674.0	1,793.8
증가율 (%)	8.4	7.4	7.6	10.2	7.2
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	4.6	5.0
매출원가	407.2	460.2	494.1	519.5	562.5
증가율 (%)	5.8	13.0	7.4	5.2	8.3
매출총이익	907.2	951.8	1,025.1	1,154.5	1,231.2
매출총이익률(%)	69.0	67.4	67.5	69.0	68.6
판매비와관리비	717.1	747.5	796.3	927.7	962.2
증가율 (%)	7.5	4.2	6.5	16.5	3.7
영업이익	190.1	204.3	228.8	226.7	269.0
증가율 (%)	17.9	7.4	12.0	(0.9)	18.7
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.1	13.5	15.0
영업외수익(비용)	(5.4)	(1.5)	7.7	2.7	11.4
이자수익	3.3	3.1	3.5	3.7	4.3
이자비용	11.3	12.5	17.6	19.3	19.5
외화관련이익(손실)	10.5	(5.2)	(0.4)	(0.4)	0.0
자산처분이익(손실)	(2.5)	(1.5)	(0.3)	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(1.4)	13.9	22.1	24.8	29.0
기타영업외수익(비용)	(3.9)	0.7	0.4	(6.0)	(2.4)
법인세차감전계속사업이익	184.8	202.7	236.5	229.5	280.4
법인세비용	55.7	49.4	59.5	56.3	68.8
계속사업이익	129.1	153.3	177.0	173.2	211.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	177.0	173.2	211.8
증가율 (%)	11.0	18.8	15.5	(2.2)	22.3
당기순이익률(%)	9.8	10.9	11.7	10.3	11.8
EBITDA	394.3	400.7	430.9	427.1	471.4
증가율 (%)	7.8	1.6	7.5	(0.9)	10.4
배당성장률(%)	50.2	50.1	45.2	45.0	45.0

주요 투자지표

12월결산	2008	2009	2010	2011E	2012E
EPS (원)	1,734	2,023	2,296	2,246	2,746
Adj. EPS (원)	1,768	2,043	2,299	2,246	2,746
BPS (원)	8,016	8,826	9,916	11,126	12,861
DPS (원)	870	1,010	1,050	1,011	1,236
PER (배)	18.5	19.3	15.4	16.6	13.5
Adj. PER (배)	18.2	19.1	15.3	16.6	13.5
PBR (배)	4.0	4.4	3.6	3.3	2.9
PCR (배)	7.0	8.2	7.1	7.8	7.1
EV/ EBITDA (배)	6.3	7.9	6.9	7.2	6.4
PEG (배)	2.1	1.8	1.5	1.2	0.9
배당수익률 (%)	2.7	2.6	3.0	2.7	3.3
수익성					
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.1	13.5	15.0
EBITDA이익률 (%)	30.0	28.4	28.4	25.5	26.3
세전이익률(%)	14.1	14.4	15.6	13.7	15.6
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.7	10.3	11.8
ROA (%)	12.9	13.1	13.1	11.6	13.5
ROE (%)	22.9	24.0	24.5	21.3	22.9
ROIC (%)	22.2	22.9	21.3	20.1	23.5
안정성					
부채비율 (%)	79.6	86.7	88.2	81.0	59.8
순부채비율 (%)	14.4	29.5	34.5	25.0	12.8
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	13.0	11.7	13.8
활동성					
총자산회전률 (회)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전률 (회)	9.2	7.9	7.3	7.4	7.4
채고자산회전률 (회)	22.7	25.1	23.8	22.8	23.6
매입채무회전률 (회)	43.9	44.5	45.0	42.0	41.7
운전자본회전률 (회)	14.0	11.7	9.5	9.1	9.6

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. (작성사 : 이선경) 당사는 상기회사를 기초자산으로 하는 ELW를 발행하였으며, 유동성 공급회사(LP)임을 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 중간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산상 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 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.