

웅진코웨이 (021240/BUY)

SELL HOLD **BUY**

12개월 목표주가 **46,000원**
 Up/downside **+26%**
 현재주가 **36,550원**

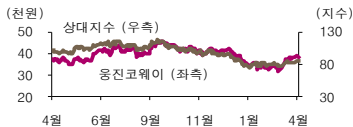


Analyst
 신정현
 jungghyun81.shin@samsung.com
 02 2020 7753

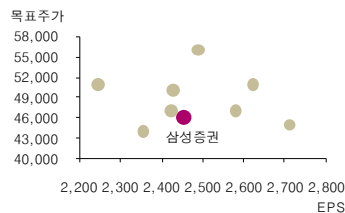
■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통		
시가총액	2조 8,189억원		
Shares outstanding (float)	77,124,796주	(63%)	
52주 최저/최고	31,700원/45,850원		
Bloomberg	021240 KS		
60일-평균거래량	372,450		
주요주주	웅진홀딩스 (28.4%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	+14%	-14%	+2%
상대주가	+8%	-25%	-20%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ COMPANY SPOTLIGHT

1분기 preview 및 해외 NDR 후기

■ 하반기부터 시작될 이익모멘텀, 시장대비 프리미엄 확대될 것

- 올해 분기별 이익률은 1분기를 저점으로 꾸준히 개선될 것으로 예상. 이유는 1) 작년 4분기와 올 1분기 큰 폭의 계정순증으로 인한 영업이익 증가 효과가 약 10개월이 지난 후인 올해 3분기부터 나타날 것이며, 2) 올해 국내 화장품 관련 비용집행은 상반기에 집중되고, 3) 작년 하반기 국내 화장품 신규진출과 중국 자회사의 slowdown으로 인한 기저 효과가 있기 때문. 따라서 하반기부터 본격적인 이익모멘텀이 시작될 것.
- 현재 2011년 기준 P/E는 14.9배로 코스피 대비 47% 프리미엄에 거래되고 있음. 1) 회사의 핵심 사업인 렌탈, 일시불에서 계정순증이 크게 증가하고 있어 향후에도 꾸준한 이익창출의 기반을 형성하고 있으며, 2) 국내 화장품 사업의 코디와의 시너지로 인한 추가 성장 여력과, 3) 예상을 상회할 중국 자회사의 실적을 고려하면 프리미엄은 100%까지 확대될 수 있음. BUY 의견과 46,000원 목표주가 유지.

■ 1분기 preview - 견조한 계정순증, 예상을 상회하는 중국실적

- 1분기 매출액은 전년동기대비 8% 증가한 4,000억원 예상. 1) 국내화장품 매출액이 약 150억원으로 연간 가이드언스의 25% 수준을 달성한 것으로 보이며, 2) 렌탈 매출 호조가 지속되고 있음. 계정순증은 약 11.5만으로 연간 가이드언스 35만의 33% 수준을 달성한 것으로 예상되며, 지난 4분기 15.3만 계정 순증에 이어 두 분기 연속 큰폭의 계정순증이 지속되고 있음. 큰폭의 계정순증과 화장품 부문 영업손실 60억원으로 인해 영업이익은 전년동기대비 8% 감소한 545억원이 예상되며, 영업이익률은 13.6%로 전년동기대비 2.4%p 하락할 전망.
- 위안화 기준 중국 화장품 매출은 전년동기대비 33% 증가, 영업이익률은 26% 수준이 예상되며, 이는 연간 가이드언스인 매출 20%증가, 영업이익률 25%를 상회하는 수준임.

■ 해외 NDR 후기

- 지난 2주간 해외기관투자자 대상 NDR을 실시. 대부분 투자자들은 기업 이익의 95%를 차지하는 환경가전사업과 계정순증 현황에 가장 큰 관심을 가짐. 이외에도 1) 국내/중국 화장품 사업, 2) 수출, 수처리 등의 신규사업, 3) 장기성장 전략, 4) 자사주 매입 배경, 5) 그룹관련 리스크 등에 관한 Q&A로 진행되었음.

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2010	2011E	2012E
EPS (원)*	2,296	2,453	2,874
BPS (원)	8,184	9,902	12,029
ROE (%)	24.6	23.1	23.5
Asset turnover (배)	1.1	1.1	1.1
영업이익률 (%)	15.1	14.3	14.9
순이익/영업이익 (%)	77.4	77.6	78.8
Financial leverage (배)	1.9	1.9	1.8

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ RATIOS

12월 31일 기준	2010	2011E	2012E
매출액 성장률 (%)	7.6	12.2	11.0
EPS 성장률 (%)	13.4	6.9	17.2
P/E (배)	15.9	14.9	12.7
P/B (배)	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA (배)	8.1	7.8	7.1
배당수익률 (보통주, %)	2.9	3.0	3.2
Net debt to equity (%)	34.9	37.8	39.6

하반기부터 시작될 이익 모멘텀

올해 분기별 이익률은 1분기를 저점으로 꾸준히 개선될 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 작년 4분기와 올 1분기 큰 폭의 계정순증으로 인한 영업이익 증가 효과가 약 10개월이 지난 후인 올해 3분기부터 나타날 것이며, 2) 올해 국내 화장품 관련 비용집행은 상반기에 집중되고, 3) 작년 하반기 국내 화장품 신규진출관련과 중국 자회사의 slowdown으로 인한 기저 효과가 있기 때문이다. 이로 인해 상반기에는 영업이익이 전년동기대비 5% 감소하는 반면 하반기에는 19% 증가할 것으로 예상되어 하반기부터 본격적인 이익모멘텀이 시작될 것으로 보인다.

국내 화장품 사업은 1) 최근 리엔케이 화이트닝과 옴트라인을 출시했고, 2) 한방화장품 신규브랜드를 연내에 출시할 예정이며, 3) 4월부터 코디조직을 이용해 화장품 샘플과 전단지 등을 나눠주는 마케팅 tool로 이용하려고 하고 있어 1분기의 견조한 화장품 실적이 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

중국 화장품 사업은 1분기에 매출이 전년동기대비 33% 증가하며 연간 가이드스 매출 증가율인 20%를 크게 상회한 것으로 예상된다. 작년 1분기에 중국 화장품 매출액은 전년동기대비 53% 증가하며 가장 base가 높았는데, 높은 base에도 불구하고 올 1분기에 가이드스를 크게 상회하는 매출증가세를 보여주면서 실제로는 2011년 연간 화장품 매출은 25% 증가하면서 가이드스를 상회할 수 있을 것으로 보여진다.

표 1. 분기별 이익전망

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E
매출액	371.3	366.6	378.0	403.2	400.0	419.1	431.5	453.7
영업이익	59.4	58.6	57.1	53.7	54.5	57.8	60.2	71.2
순이익	42.1	46.8	45.2	43.0	41.0	44.1	46.6	57.5
이익률 (%)								
영업이익	16.0	16.0	15.1	13.3	13.6	13.8	14.0	15.7
순이익	11.3	12.8	12.0	10.7	10.2	10.5	10.8	12.7
증가율 (전년대비, %)								
매출액	8.8	6.6	6.4	8.6	7.7	14.3	14.1	12.5
영업이익	21.7	20.7	14.7	(5.9)	(8.2)	(1.5)	5.6	32.5
순이익	13.4	20.5	22.1	6.6	(2.6)	(5.7)	3.1	33.8

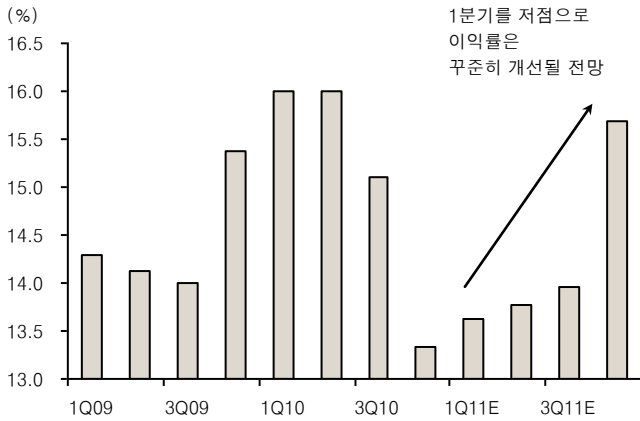
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 2. 분기별 중국법인 매출 및 이익 전망

(백만원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E
매출	56.5	76.4	71.0	67.6	71.4	88.9	91.0	78.5
화장품	42.6	61.7	54.7	50.3	56.7	73.4	73.8	60.4
환경가전	13.9	14.7	16.4	17.2	14.7	15.5	17.2	18.1
영업이익	15.0	23.1	16.8	4.0	11.5	16.8	16.0	12.7
화장품	15.3	23.5	17.6	11.7	14.7	18.3	17.7	14.5
환경가전	(0.3)	(0.3)	(0.8)	(7.7)	(3.2)	(1.5)	(1.7)	(1.8)
영업이익률 (%)								
화장품	35.9	38.0	32.2	23.3	26.0	25.0	24.0	24.0
환경가전	(2.2)	(2.2)	(4.9)	(44.7)	(22.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
증가율 (전년대비, %)								
매출액	39.1	32.8	7.7	15.8	26.4	16.3	28.1	16.2
화장품	53.0	34.5	5.0	25.1	33.0	19.0	35.0	20.0
환경가전	8.7	25.8	17.8	(5.0)	6.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	35.6	(11.2)	(18.0)	(72.8)	(23.2)	(27.4)	(4.6)	215.1
화장품	37.4	(18.7)	(14.1)	(19.8)	(3.6)	(21.8)	0.8	23.6
환경가전	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

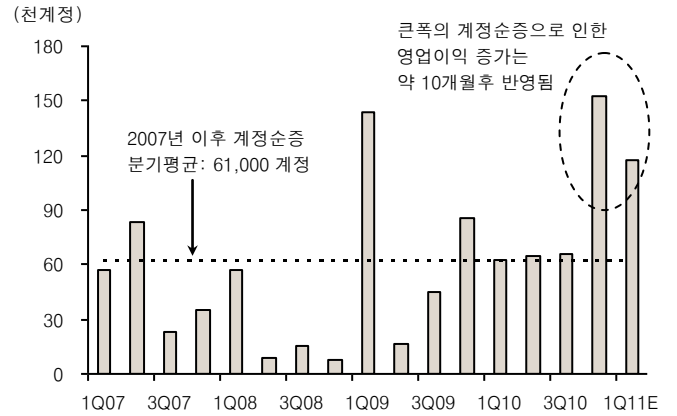
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 1. 분기별 영업이익률 추이 및 전망



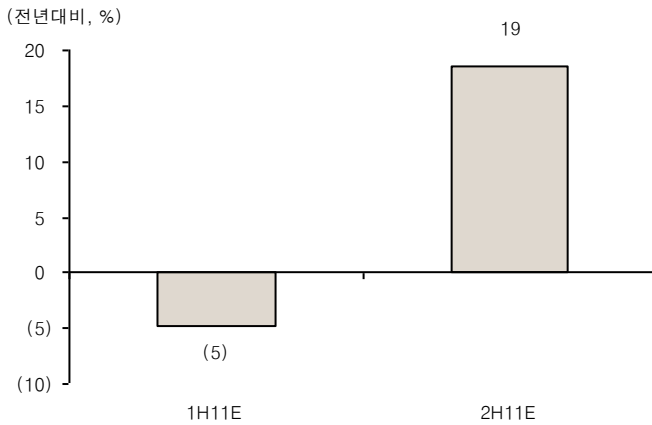
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 2. 분기별 계정순증 추이



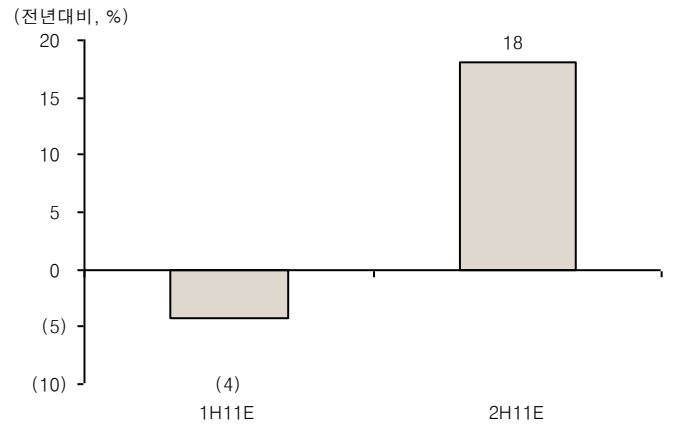
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 3. 2011년 상반기 vs 하반기 영업이익 증가율 비교



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 4. 2011년 상반기 vs 하반기 순이익 증가율 비교

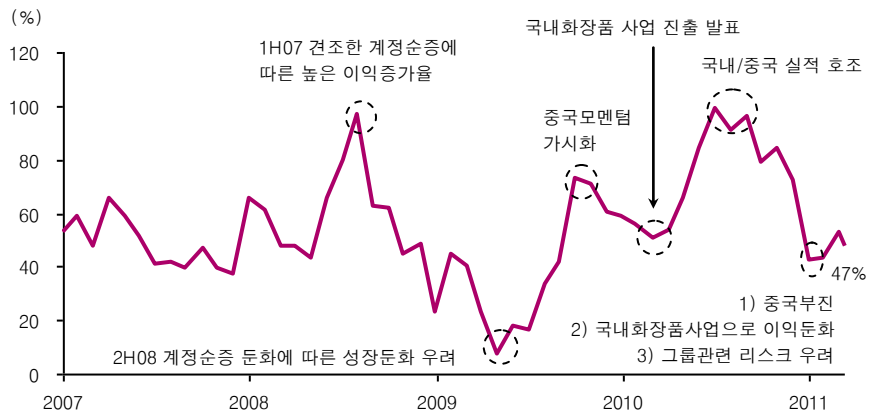


자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

시장대비 프리미엄 확대될 것

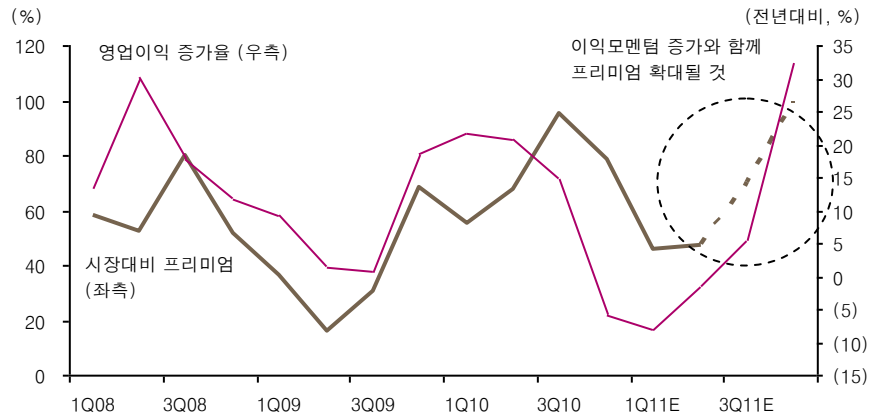
2011년 기준 P/E는 14.9배로 코스피 대비 47% 프리미엄에 거래되고 있다. 2009년 하반기 중국모멘텀이 가시화되기 시작하면서 약 70% 할증을 받았고, 2010년 3분기에는 중국 모멘텀과 함께 국내사업 호조로 약 100%의 할증을 받은 바 있다. 작년 하반기부터 시작된 중국사업 부진과 국내화장품 사업 진출관련 이익둔화로 프리미엄은 현재 50% 미만까지 하락했다. 그러나 1) 회사의 핵심 사업인 렌탈, 일시불에서 계정순증이 크게 증가하고 있어 향후에도 꾸준한 이익창출의 기반을 형성하고 있으며, 2) 국내 화장품 사업의 코디와의 시너지로 인한 추가 성장 여력과, 3) 예상을 상회할 중국 자회사의 실적을 고려하면 프리미엄은 다시 100%까지 확대될 것으로 예상된다.

그림 5. 시장대비 프리미엄 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 6. 이익증가율 vs 시장대비 프리미엄 비교 - 프리미엄 확대될 것



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 3. 1분기 preview

(십억원)	1Q11E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스 차이 (%)
매출액	400.0	7.7	(0.8)	(2.2)
영업이익	54.5	(8.2)	1.5	(0.4)
세전이익	56.1	(5.0)	2.0	1.2
순이익	41.0	(2.6)	(4.7)	(2.5)
이익률 (% , %pts)				
영업이익	13.6	(2.4)	0.3	
세전이익	14.0	(1.9)	0.4	
순이익	10.2	(1.1)	(0.4)	

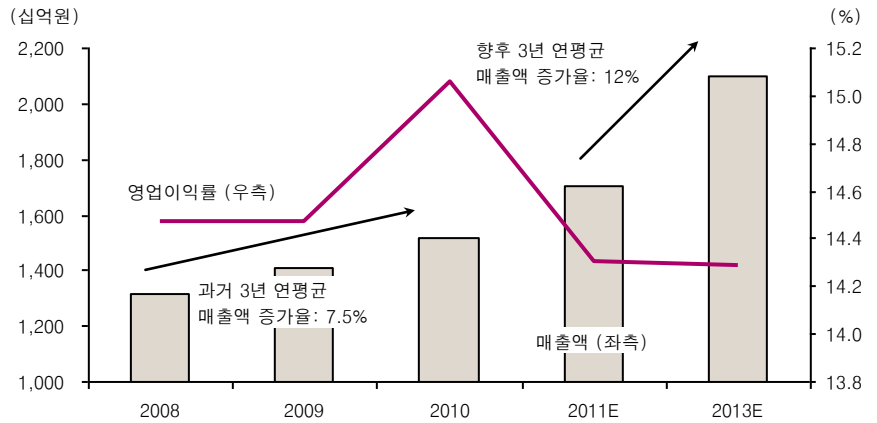
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정, FnGuide

해외 NDR 주요 Q&A 요약

1) 2011년 회사 가이드스 및 장기성장 전략

- 2011년 가이드스:** GAAP 기준 2011년 매출액과 영업이익 가이드스는 각각 전년대비 12%, 6.6% 증가한 1.7조원과 2,440억원. 계정순증 목표는 35만 (vs 작년 34.6만). 큰 폭의 계정순증과 화장품 연간 영업적자 140억원으로 영업이익률은 전년동기 대비 0.8%p 하락한 14.3%를 예상. 올해 신규 렌탈판매대수 목표는 120만으로 총 Capex는 전년대비 25% 증가한 2,800억원 수준.
- 장기성장 전략:** 과거 3년간 연평균 7.5%의 매출성장률과 15% 내외의 영업이익률을 시현했다면, 향후 3년간은 연평균 12%의 매출성장률과 14.5%의 영업이익률을 시현하는 전략을 추구. 두자릿수 매출성장률은 화장품, 수처리, 수출의 신규사업 확대로 가능할 전망이다. 현재 10% 수준의 신규사업 매출비중은 2013년 33%까지 상승할 전망이나 이로 인해 영업이익률은 하락할 것. 그러나 한자릿수 매출 성장률을 추구하면서 이익률을 꾸준히 개선시키는 것보다, 낮은 두자릿수의 매출성장률과 14.5% 내외의 영업이익률 유지하는 것이 절대적 이익규모를 더 높이는 전략임.

그림 7. 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 웅진코웨이

2) 환경가전사업

- 계정증대 전략:** 현재 총 계정수는 510만이며, 가구수는 320만, 이 중 payfree를 이용하는 가구수는 180만임. 해약률은 꾸준히 하락하는 추세이며 작년 1.05%였고 장기적으로는 1%미만을 목표로 함. 가구당계정수 (PPC)는 2009년말 1.52에서 2010년 말 1.56까지 상승했으며 향후 3~4년내로 이를 2.0까지 높이려고 함. 이렇게 될 경우 계정수는 30% 증가한 667만이 될 수 있고, 향후 계정순증은 신규고객유치보다는 PPC 증대와 해약을 하락, 그리고 성공적인 신제품 출시를 통해 이루어질 전망. 시장이 포화될 것이라고 예상하는 시기는 정수기는 7~8년, 나머지 제품은 10년 이상 걸릴 것으로 보임. 젊은 고객 유입을 위해 최근에는 시판 확대에도 노력을 기울이고 있음.
- ARPU 추이:** 기본적으로 전체적인 ARPU는 큰 변화가 없음. 정수기의 ARPU가 비데와 청정기의 ARPU보다 높아, 비데와 청정기의 비중확대로 인해 총 ARPU가 낮아져야 하지만, 신제품들의 ARPU 상승으로 향후에도 전체적으로 ARPU는 현수준이 유지될 것으로 예상. 2006년과 2009년에 한번의 가격 인상이 있었으며 또 한차례의 가격인상은 2012년 이후에나 가능할 것.
- LG전자의 정수기사업 강화계획으로 인한 경쟁심화 우려:** 최근 LG전자의 정수기 In-house production 전환 및 방판 진출계획으로 경쟁심화에 대한 우려가 커지고 있음. 2009년 정수기 사업에 진출한 LG전자의 M/S는 아직 2% 수준에 불과함. In-house production으로의 전환은 경쟁사의 사업강화 의지에 대한 방증으로 위협요인이 될 수 있으나 또한 정수기 시장이 아직 포화되지 않았다는 증거이기도 함. 또한 LG전자는 방판진출을 단기간에 실시하지는 않을 것임. 업계 1위인 동사도 방문판매 네트워크를 확고하게 설립하는데 10년이 걸려, LG전자가 방문판매에 진출한다 하더라도 빠른 시일내에 동사를 따라잡기는 어려울 것. 또한 동사 코디수입의 절반을 차지하는 5백만 계정의 '유지보수 수입'으로 인해 상대적으로 계정수가 낮은 LG전자에서 동사의 코디를 스카우트 하는 것 역시 가능해 보이지 않음. 마지막으로 현대H&S 정수기 사업 및 삼성전자 비데, 청정기 사업 등의 실패 사례에서 보듯 대기업이 환경가전사업에 진출한다고 해서 무조건 성공할 수 있는 것만은 아니라는 것을 알 수 있음.
- 코디 역량 및 이직률:** 현재 코디수는 13,500명이며, 코디당 관리 계정수는 약 400 계정으로 인당 일평균 8 계정을 관리. 코디 인당 평균 월급은 약 200만원 정도로 100만원은 신규판매로, 나머지 100만원은 유지보수로 인한 수입임. 후자가 타사의 방문판매원과 가장 차별화된 수입이며, 이로 인해 동사의 코디들은 더 높은 평균 월급을 보장받고 있음. 또한 코디가 되기 위해서는 기계를 다루는 등의 교육을 3개월간 받아야 함. 코디 이직률은 2007년 100%까지 상승했으나, 교육강화 등을 통해 현재 30%수준까지 안정화됨. 탄탄한 코디조직이 경쟁사에게 가장 큰 진입장벽으로 작용함.
- 일본 방사능 이슈에 관한 잠재적 수요 기대:** 일본 방사능 검출 관련 이슈와 관련해 동사의 정수기, 청정기 제품을 자체 검사한 결과 95% 이상이 방사능 물질을 제거됨을 확인. 우라늄과 라듐은 100%가, 요오드와 세슘은 95%가 제거됨이 검증됐으며, 현재는 외부 인증을 기다리고 있는 상태. 일본 자회사나 한국에서 아직 이로 인한 수요급증 현상이 나타나지는 않고 있으나, 과거 조류독감 유행으로 인해 청정기 매출이 급증한 경험을 통해, 향후 방사능 문제가 불거질 경우 잠재적으로 큰 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상.

3) 국내화장품 사업

- 사업을 시작하게 된 배경:** 동사는 원래 당시 주요 화장품 업체였던 코리아나의 대주주였으나, 1998년 이 지분을 전량 매각하며 국내에서 10년간 화장품 사업이 금지되었으나 2008년 9월부터 그 제한이 풀림. 그 동안 기존에 가지고 있던 화장품 노하우를 적용하기 위해 중국에서 2003년부터 화장품 사업을 영위해왔으며, 이를 위해 자체 화장품 연구소도 보유하고 있었음. 다시 사업을 시작하게 된 가장 큰 이유는 300만명의 방문판매 가능고객을 보유하고 있으며, 코디와의 영업시너지를 기대할 수 있기 때문. 다만 정수기와 화장품은 전혀 다른 제품군이기에 코디를 직접 화장품 판매원으로 이용하지는 않고 마케팅 tool로만 이용할 계획.
- 사업현황:** 현재 ‘리엔케이’ 라는 1개의 브랜드를 보유하고 있으며 비슷한 가격대의 경쟁 제품은 아모레퍼시픽의 ‘헤라’ 임. 올해 매출액 목표는 600억원. 이중 1분기에 150억원 이상을 달성한 것으로 예상. 화장품 판매원인 BP (Beauty Planner)는 올해 3,000명을 모집하기로 계획했는데 현지점 기준 이미 3,000명을 모집했으며, 이는 화장품 방문판매 역사상 가장 단시간 내에 달성한 기록임. 판매원은 두 선발주자인 아모레퍼시픽이나 LG생활건강보다는 중소형 후발업체의 유능한 판매원들을 중심으로 모집하고 있으며, 시장점유율 역시 대형 2사를 제외한 나머지 중소형 업체들의 M/S 20%에서 가져오는 전략. 최근에 리엔케이의 화이트닝라인 및 옴라인을 출시했으며, 향후 한방화장품 신규브랜드를 연내에 출시할 예정. 또한 4월부터 코디를 이용해 화장품 샘플이나 전단지 등을 나눠주려고 하고 있어, 사업을 시작하게 되었던 가장 큰 이유인 ‘코디와의 시너지’ 효과는 이제부터 시작될 전망.
- 가이던스:** 작년과 올해 매출 가이던스는 원래 각각 100억원, 400억원이었으나 작년 가이던스 대비 2배이상의 매출을 시현하면서 올해 매출 가이던스도 600억원으로 상향조정됨. 2014년 기준 매출액 2,000억원, 방문판매채널 M/S 10%, 화장품 판매원 15,000명을 계획하고 있으며, 영업이익 기준으로는 올해는 연간 140억 손실이 예상되나 4분기에는 BEP에 근접할 것으로 예상. 또한 내년부터 영업이익으로 전환되어 영업이익률은 2012년 5%에서 2014년 15%까지 상승할 전망. 올 하반기부터는 백화점과 면세점에도 진출할 계획.
- 성공 vs 실패 시나리오:** 화장품 사업이 성공적으로 안착하면 화장품 사업부문을 spin-off 하려고 하며, 실패할 경우는 사업을 중단할 것. 3~4년후면 이를 알 수 있음. 생산은 outsourcing으로 하고 있고, 방문판매 채널 특성상 대부분의 비용이 변동비인 판매수수료가 차지하고 있어 실패하더라도 손실은 제한적.

표 4. 국내 화장품 매출액, 영업이익 및 판매원수 계획

(십억원)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액	23	60	100	130	200
영업이익	(13)	(14)	5	13	30
영업이익률 (%)	(56)	(23)	5	10	15
판매원수 (명)	2,374	3,000			15,000

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

4) 해외사업

해외사업 매출액은 작년 692억원, 올해는 약 60% 증가한 1,100억원을 목표로 하며 올해 BEP를 달성하고 장기적으로는 8~9%의 영업이익률을 목표로 함. 해외사업은 대리상, OEM, 자회사를 통해 이뤄지고 있음. 특히 해외자회사의 전략은 국내의 환경가전 렌탈사업 모델을 그대로 모사하는 것이 최종 목표. 해외법인 중 말레이시아 법인이 현재 가장 한국의 렌탈모형을 잘 따라하고 있으며, 말레이시아에서 2위의 정수기 업체로 부각. 계정수는 2009년 3만에서 2010년 5만까지 증가했으며 올해는 두배 증가한 10만을 목표로 함. 태국은 말레이시아에 이어 선전하고 있는 해외자회사임.

5) 수처리 사업

2008년 웅진케미컬의 수처리 사업부를 양수하면서 사업을 시작했고, 수처리 매출액은 2009년 130억원, 2010년 224억원이며, 영업이익률은 7~8% 수준. 수처리 사업의 목표는 M&A를 통해 수처리 관련한 모든 기술을 갖추는 것. 작년 그린엔텍 인수를 통해 현재 총 5개의 기술을 갖추고 있고, 올해 상반기에도 300억원 미만 규모의 추가 M&A를 계획하고 있음. 올해는 상반기보다 하반기에 좋은 실적을 보여줄 전망.

6) 중국 화장품사업

- 가이던스:** 2003년부터 화장품 사업을 시작했으며 주로 산동성, 요녕성, 길림성을 중심으로 10,500개의 점포를 가지고 있고 이 세 지역의 매출기여도는 약 80%. 올해 가이던스는 위안화기준 매출 20% 증가, 영업이익률 25%로 작년 매출증가율 26%, 영업이익률 33%보다 둔화된 수준. 이는 올해를 과거 2~3년간 중국의 고성장을 정비하는 한 해로 삼을 것이기 때문이며, ERP 등의 시스템 구축을 통해 회계 및 물류 process를 개선시킬 것임. 과거 한국의 사례를 통해 중국에서도 올해 정비기간을 거친 후 내년부터는 다시 안정적인 성장세로 재진입할 수 있을 것으로 예상. 한국에서도 2007년 코디 이직율이 100%가 넘으면서 계정순증이 크게 감소했는데, 이로 인해 조직 및 사업 재정비 기간을 거친 후 다시 재성장 국면으로 들어섰던 경험이 있음. 작년 중국에서 일회성 비용 45억원 (영업외 재고자산평가손실 22억, 홍콩매각 철수에 따른 투자유가증권 평가손실 8억, 퇴직급여충당금 15억) 발생으로 작년 순이익은 전년동기대비 70% 감소한 40억원이나 올해는 이러한 일회성 요소들이 없을 전망.
- 성장전략:** 지역확장과 시판확대를 통한 성장 전략을 추구. 작년 3분기부터 본격적으로 시판을 확장하기 시작, SASA나 Watsons 같은 500여개의 화장품 종합전문점에 진출했으며, 작년 기준 시판 비중은 4% 수준에 불과하나 올해 5.5%, 2014년 10% 이상까지 상승시킬 예정. 이로 인해 전체 화장품 매출액은 작년 460억원에서 2014년 1,000억원까지 증가할 것으로 예상.

표 5. 연도별 중국법인 매출 및 이익전망

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
매출	131.3	222.5	271.5	329.7	414.2	524.3	645.3	780.3
화장품	86.1	166.0	209.3	264.2	343.5	446.6	558.2	681.0
환경가전	45.2	56.5	62.2	65.5	70.7	77.8	87.1	99.3
영업이익	19.8	72.0	58.9	57.0	85.9	114.7	147.7	182.0
화장품	31.1	75.0	68.0	65.3	86.6	113.9	145.1	177.1
환경가전	(11.3)	(3.1)	(9.1)	(8.3)	(0.7)	0.8	2.6	5.0
영업이익률 (%)	15.1	32.3	21.7	17.3	20.7	21.9	22.9	23.3
화장품	36.1	45.2	32.5	24.7	25.2	25.5	26.0	26.0
환경가전	(25.0)	(5.4)	(14.7)	(12.7)	(1.0)	1.0	3.0	5.0
증가율 (전년대비, %)								
매출	120.7	69.5	22.0	21.4	25.6	26.6	23.1	20.9
화장품	200.8	92.7	26.1	26.3	30.0	30.0	25.0	22.0
환경가전	46.4	25.1	10.1	5.2	8.0	10.0	12.0	14.0
영업이익	908.3	263.0	(18.1)	(3.3)	50.7	33.5	28.9	23.2
화장품	301.5	141.3	(9.3)	(4.1)	32.6	31.5	27.5	22.0
환경가전	n/a	n/a	n/a	n/a	(91.5)	(210.0)	236.0	90.0

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

7) 자사주 매입 배경 및 그룹관련 리스크

2007년 3백만주, 2009년 웅진쿠파와 합병하면서 135만주 자사주 매입을 단행했으며 이들의 평균 매입가는 약 34,000원. 최근 2백만주 (총주식수의 2.59%) 자사주 매입을 공시했으며 현재 76만주를 매입한 상태. 매입한 자사주를 소각하지는 않을 것이며, 아직 사용계획에 대해 정해진 바는 없음. 자사주 매입 배경은 1) 향후 실적 대비 회사가 현재 지나치게 저평가 되어있다고 생각하며, 2) 극동건설 관련한 그룹관련 리스크 우려가 기우에 불과함을 보여주기 위함. 동사의 지주사인 웅진홀딩스는 극동건설을 93% 보유하고 있으며, 극동건설 부실이 현실화 될 경우 계열사인 동사가 직/간접적인 방법으로 이 부담을 떠맡을 수 있을 것에 대한 우려가 있는 상황. 그러나 이번 자사주 매입을 통해 동사는 계열사나 지주사 지원은 없을 것이며, 오히려 주주가치 제고에 더 노력하는 모습을 보여줌.

8) 배당 지급 계획

과거에는 50% 내외의 배당성향을 유지했으나, 향후에는 주당배당금을 최소한 전년 수준 이상을 유지하는 전략으로 전환. 작년 주당배당금은 1,050원으로 배당성향은 45%, 배당수익률은 2.5% 수준. 자사주매입 등으로 순부채율은 작년 34.5%에서 올해 40%까지 상승할 전망.

9) IFRS 도입 영향

판매수수료 인식기준 변경과 무형자산 상각비가 가장 큰 영향을 주는 두 요소임. 판매수수료 인식기간 변경(기존 5년→ 2년)에 따른 판매수수료 증가 (올해 연간 -217억원)와 영업권상각 소멸 (연간 +153억원)로 올해 연간 영업이익에 미치는 영향은 -64억원.

10) 위험요인

정수기를 사용하지 않고 수도물을 마시게 되는 경우가 가장 큰 위험이나 그런 일이 발생할 것이라고 생각하지는 않음. 또한 동사의 대주주인 웅진홀딩스의 지분율은 현재 28%로 작년 3% 지분매각에 이어 지주사의 법적 최소 지분율인 20%까지 추가적 지분매각에 대한 우려가 있으나, 현 수준은 경영권방어에 있어 최소 수준임. 따라서 추가적인 지분매각은 없을 것임.

웅진코웨이

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	1,412	1,519	1,704	1,892	2,085
렌탈	1,276	1,361	1,448	1,548	1,655
일시불	79	107	128	151	170
매출원가	460	494	597	675	757
매출총이익	952	1,025	1,107	1,216	1,328
판매관리비	747	796	864	935	1,005
인건비	195	195	201	206	210
광고선전비	40	56	60	59	63
판매수수료	229	239	314	354	394
감가상각비	33	35	37	40	42
기타	250	271	252	277	296
영업이익	204	229	244	281	323
영업외수익	27	43	39	47	52
이자수익	3	4	3	2	0
지분법평가이익	18	30	37	45	52
기타	6	9	0	0	0
영업외비용	29	35	33	36	38
이자비용	13	18	29	33	35
지분법평가손실	4	8	2	0	0
기타	12	9	3	3	3
세전이익	203	237	250	292	337
(계속사업이익)법인세비용	49	59	60	71	82
순이익	153	177	189	222	256
EBITDA	352	383	404	455	511
EPS (원)*	2,023	2,296	2,453	2,874	3,314

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동에서의 현금흐름	312	314	349	373	413
순이익	153	177	189	222	256
유/무형자산 상각비	148	154	161	174	188
퇴직급여	19	17	17	18	16
지분법평가손실 (이익)	(14)	(22)	(35)	(45)	(52)
순운전자본감소 (증가)	(49)	(71)	(39)	(57)	(52)
기타	54	59	56	63	58
투자활동에서의 현금흐름	(276)	(296)	(307)	(332)	(360)
설비투자	(216)	(223)	(277)	(302)	(329)
Free cash flow	96	91	72	72	84
투자자산의 (증가)감소	3	(65)	(0)	0	(0)
기타	(63)	(8)	(30)	(31)	(31)
재무활동에서의 현금흐름	(52)	(20)	(33)	(89)	(67)
단기차입금의 증가 (감소)	(19)	(45)	2	2	2
장기차입금 증가 (감소)	0	100	70	20	40
사채증가 (감소)	0	50	0	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	70	(50)	110	110	66
배당금	(65)	(77)	(80)	(82)	(87)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	(39)	2	(135)	(140)	(88)
현금증감	(12)	(7)	9	(48)	(14)
기초현금	76	64	56	65	17
기말현금	64	56	65	17	2

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	509	579	636	654	705
현금 및 현금성자산	64	56	65	17	2
단기예금	0	1	1	1	1
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	195	207	225	250	276
채고자산	55	73	74	86	95
기타	197	241	270	300	331
비유동자산	761	861	1,010	1,181	1,372
투자자산	131	204	239	284	336
유형자산	418	454	594	748	915
무형자산	141	134	110	86	60
기타	71	69	66	64	62
자산총계	1,271	1,440	1,646	1,835	2,077
유동부채	542	441	556	593	589
매입채무	29	38	43	48	53
단기차입금	120	74	77	79	81
유동성장기부채	120	30	110	110	66
기타	273	298	326	356	389
비유동부채	48	234	216	229	306
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	30	170	160	180	264
기타	18	14	7	(1)	(7)
부채총계	590	675	772	822	896
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	142	140	140	140	140
이익잉여금	530	630	739	879	1,047
자본조정	(32)	(43)	(43)	(43)	(43)
자본총계	681	765	874	1,014	1,182

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2009	2010	2011E	2012E	2013E
증감률 (%)					
매출액	7.4	7.6	12.2	11.0	10.2
영업이익	7.4	12.0	6.5	15.3	14.9
세전계속사업이익	9.7	16.7	5.5	17.2	15.3
순이익	18.8	15.5	6.9	17.2	15.3
EBITDA	6.3	8.6	5.7	12.5	12.4
EPS*	16.7	13.4	6.9	17.2	15.3
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	15.1	14.3	14.9	15.5
세전계속사업이익률	14.4	15.6	14.6	15.5	16.2
순이익률	10.9	11.7	11.1	11.7	12.3
EBITDA 마진율	25.0	25.2	23.7	24.0	24.5
ROE	24.7	24.6	23.1	23.5	23.3
ROA	13.1	13.1	12.3	12.7	13.1
기타비율					
순부채비율 (%)	30.3	34.9	37.8	39.6	38.7
부채비율 (%)	86.7	88.2	88.3	81.1	75.8
이자보상비율 (배)	16.3	13.0	8.5	8.6	9.2
매출채권회전율 (배)	44.5	48.3	46.3	45.9	46.0
주당지표 (원)					
SPS	18,639	19,697	22,098	24,529	27,040
BPS	6,996	8,184	9,902	12,029	14,542
DPS	1,010	1,050	1,090	1,160	1,190
주당EBITDA	4,651	4,961	5,244	5,898	6,627

■ Compliance Notice

- 당사는 4월 12일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/3/22	6/25	10/14	10/21	2011/2/9
투자 의견	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY★☆☆	BUY	BUY
TP (원)	42,000	45,000	49,000	49,000	46,000

● 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★☆☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상