

# 웅진코웨이 (021240)

Buy (매수, 유지)

## 성장성 우려가 해소되며 3차 주가 상승기 도래

### 성장성 우려 해소, 투자의견 매수, 목표주가 34,500원 제시

웅진코웨이에 대한 투자의견 매수, 목표주가 34,500원으로 커버리지를 재개한다. 09년 렌탈 주문이 전년 대비 11.9% 상승해 사상 최대의 렌탈 주문을 기록하면서 성장성에 대한 시장의 우려가 해소될 것으로 예상된다. 특히 09년은 payFree마케팅 확대로 신규 렌탈 가입자가 급증하면서 총 렌탈 계정이 전년 대비 8.9% 상승해 05년 이후 가장 높은 성장율을 기록할 전망이다.

### 09년은 실적, 프리미엄 동반 상승으로 3차 주가 상승기 전망

과거 웅진코웨이 주가는 성장에 대한 기대감과 실적 가시화로 두 차례의 주가 상승기를 맞았는데 09년 역시 1) 실적 개선과 2) 성장성 재부각에 따른 프리미엄 상승으로 3차 주가 상승기 도래가 전망된다. 09년 EPS는 전년 대비 27.5% 증가하면서 07년 이후 가장 큰 폭의 상승을 보일 것으로 추정되고 이같은 성장성 재부각으로 06년 이후 하락하던 프리미엄이 재상승할 수 있을 전망이다. 현재 동사 주가는 시장 PER과 비슷한 수준에서 거래되고 있는데 프리미엄이 가장 낮았던 07년에도 최소 40%의 프리미엄을 받았던 점을 감안하면 현 주가는 성장성을 감안하지 않더라도 저평가된 수준이라는 판단이다.

### 09년 2분기 payFee 확대, 해외 수출 부문 새로운 성장 축으로 등장

payFree마케팅은 기존 고객의 해약율을 감소시키고 가구당 중복 사용 제품 수(PPC)와 신규 가입 가구 수를 증가시키는 1석 3조의 효과를 나타내고 있다. 09년 6월 현대페이프리 신용카드가 출시될 예정으로 09년 2분기 이후에도 payFree효과가 지속될 전망이다. 글로벌 기업들과의 OEM계약에 따른 수출이 09년부터 본격화되고 웅진쿠킹과의 합병을 끝으로 주력 제품 자체 제조 구조를 완성해 향후 수익성 개선 역시 기대해 볼 수 있을 것으로 전망된다.

### 영업실적 및 주요투자 지표

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
매출액(십억원)	1,213	1,314	1,482	1,723	1,989
영업이익(십억원)	161	190	237	290	338
세전순이익(십억원)	156	185	236	291	343
순이익(십억원)	116	129	165	209	246
EPS(원)	1,562	1,734	2,211	2,809	3,310
증감율(%)	54.8	11.0	27.5	27.1	17.8
PER(배)	19.5	15.4	11.9	9.4	8.0
PBR(배)	4.3	3.3	2.8	2.4	2.0
ROE(%)	24.0	22.9	25.5	27.4	27.1

자료: 웅진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

### Equity Research

(자료 공표일: 5월 27일)

Analyst 정연우

☎ 769-3076  
cyw92@daishin.com

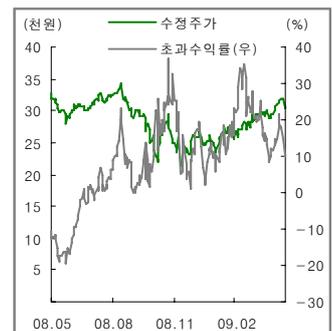
Analyst 송우연

☎ 769-3162  
wysong@daishin.com

목표주가	34,500원
현재가(09/05/26)	26,350원
예상주가상승률(6M)	30.9%
시가총액	19,613억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	393억원
액면가	500원
52주 최고/최저	34,400원 / 21,350원
120일 평균거래대금	102억원
KOSPI	1,372.04
발행주식수	74,432천주
외국인지분율	47.4%
자사주	0.00%
주요주주	
웅진홀딩스	32.74%
Morgan Stanley Investment Management Company	6.25%
배당수익률(08년)	3.26%

### Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-14.6	-15.7
6개월	0.4	-22.8
12개월	-16.2	10.0



I. Valuation .....	3
투자 의견 매수, 목표주가 34,500원 제시	
현 주가는 시장 대비 제로 프리미엄 상태, 이는 04년 이후 최저	
II. 용진큐웨이 비즈니스 구조 및 특징 .....	7
III. 투자포인트 .....	10
09년 1분기 사상 최대의 렌탈 주문을 기록하면서 성장성 우려 해소	
09년 실적, 프리미엄 동반 상승으로 3차 주가 상승기 전망	
payFree로 해약을 감소, 중복사용과 신규 가입 증가	
해외 시장 진출로 내수기업 탈피 시도	
웅진쿠팡과의 합병을 끝으로 주력 제품 자체 제조 구조 완성	
VI. 리스크 요인 점검 .....	19
Appendix .....	21
재무제표 .....	23

## I. Valuation

### 투자익견 매수, 목표주가 34,500 원 제시

**투자익견 매수  
목표주가 34,500 원 제시**

용진코웨이에 대한 투자익견 매수, 목표주가 34,500원으로 커버리지를 재개한다. 투자익견을 매수로 유지하는 이유는 1) 09년 1분기 사상 최대의 렌탈 주문 대수를 기록하면서 동사 성장성에 대한 우려가 해소됐고 2) 실적, 프리미엄 동반 상승으로 3차 주가 상승기가 전망되며 3) payFree 마케팅으로 해약율이 감소하고 가구당 중복 사용 제품 수와 신규 가입 가구 수가 증가하기 때문이다. 이 밖에도 4) 수출이 큰 폭으로 증가하면서 수익 다변화가 진행되고 있으며 5) 용진쿠첸과의 합병을 끝으로 주력 제품 자체 제조 구조를 완성되며 수익성 개선이 전망되기 때문이다. 목표주가는 대기간 RIM모형(무위험수익율 5%, 리스크프리미엄 6%, 베타 0.7)를 통해 산정했다.

**RIM(잔여가치 추정) 적용 valuation**

(단위: 백만원)

RIM	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Total Shareholder's Equity	596,631	696,423	831,086	984,441	1,174,320
Total Shareholder's Equity (Average)	562,557	646,527	763,754	907,763	1,079,381
Asset	1,175,560	1,286,485	1,416,762	1,614,611	1,840,090
Net Profit	164,547	209,095	246,396	290,362	332,694
Net Profit margin (%)	11.1	12.1	12.4	12.6	12.7
Dividend	74,432	93,040	100,483	115,370	126,534
Payout Ratio (%)	45.2	44.5	40.8	39.7	38.0
FROE (Forecasted ROE)	27.6	30.0	29.6	29.5	28.3
COE (Cost of Equity)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROE Spread (FROE-COE)	18.3	20.7	20.3	20.2	19.0
<b>Residual Income</b>	<b>108,941</b>	<b>144,188</b>	<b>168,939</b>	<b>198,612</b>	<b>223,248</b>
PVIF (including Mid-year adj. Factor)	0.95	0.84	0.79	0.73	0.66
PV of Residual Income	103,198	124,942	133,909	144,008	148,071
<b>추정잔여이익의 현재가치 (A)</b>	<b>654,128</b>				
RI	168,785				
Terminal growth (%)	0.0				
계속가치	1,979,789				
PVIF	0.66				
<b>계속가치의 현재가치 (B)</b>	<b>1,313,108</b>				
<b>Beginning Shareholder's Equity (C)</b>	<b>596,631</b>				
<b>Equity Value for Residual Income (A+B+C)</b>	<b>2,563,867</b>				
발행주식수 (천주)	74,432				
<b>추정주당가치 (원)</b>	<b>34,446</b>				

자료: 대신증권 리서치센터 추정

**COE, Terminal growth 변화시 적정주가 민감도**

(단위: 원)

		COE					
		7.0%	8.0%	9.0%	9.3%	10.0%	11.0%
Terminal growth	0.0%	46,828	40,636	35,785	34,446	31,876	28,655
	0.5%	49,011	42,164	36,889	35,446	32,693	29,271
	1.0%	51,558	43,910	38,130	36,566	33,600	29,949

자료: 대신증권 리서치센터 추정

### 현 주가는 시장 대비 제로 프리미엄 상태, 이는 04년 이후 최저

**주가의 핵심 변수**

- 1) EPS 증가율
- 2) 시장 대비 프리미엄 수준

동사는 09년 실적 개선 가시화로 성장성에 대한 시장의 우려를 해소함으로써 시장 대비 프리미엄이 회복되고, 다시 한번 05년, 07년과 같은 큰 폭의 주가상승을 보일 것으로 전망된다. 동사 주가를 움직이는 주요 변수는 1)실적 개선을 나타내는 EPS증가율과 2) 성장성에 대한 시장의 평가를 나타내는 프리미엄으로 요약할 수 있다.

**09년 EPS 27.5% 상승  
전망으로 3차 주가  
상승기 진입**

동사 주가 상승의 첫 번째 핵심 변수는 EPS의 증감인데 07년 전년대비 55%의 EPS증가율을 기록한 이후 08년 EPS증가율이 11%으로 다소 낮아지면서 렌탈가전시장의 향후 성장성에 대한 우려가 끊임없이 제기되었다. 그러나 08년 하반기부터 시작된 경기침체에도 불구하고 09년 EPS는 전년 대비 27.5% 상승한 2,211원을 기록할 것으로 전망돼 성장성에 대한 우려를 불식시키며 05년 1차, 07년에 2차 주가 상승기에 이어 09년 3차 주가 상승기를 맞이할 것으로 판단된다.

**성장성 재부각으로  
시장PER 대비 프리미엄  
회복 전망**

두 번째 주가 핵심 변수는 시장에서의 평가를 나타내는 시장 PER대비 동사 PER가 받는 프리미엄이다. 04년 이후 06년 초까지 동사의 PER는 시장 대비 최고 200%까지의 프리미엄을 받았으나 이후 성장성에 대한 우려로 프리미엄이 06년 이후 하락하는 추세를 보였다. 09년 5월 현재는 시장 PER와 비슷한 수준으로 거래되는 체로 프리미엄 상태인데 이는 04년 이후 최저이다. 그러나 09년 1분기 신규가입자 급증으로 향후 성장동력을 되찾고 있어 09년은 잃어버렸던 동사의 성장성 프리미엄이 다시 회복되는 한 해가 될 것으로 전망된다.

**목표주가 34,500 원은  
PER 15.6 배로 프리미엄  
미반영된 수준**

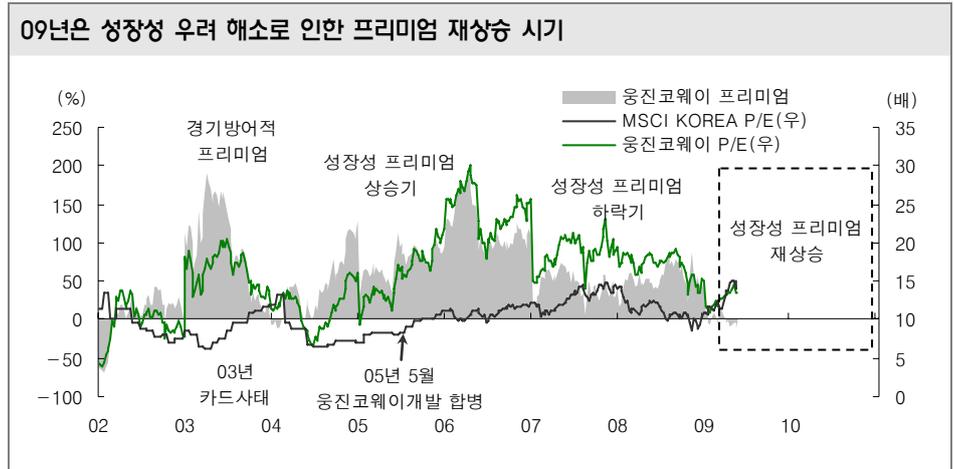
동사의 현재 PER는 09년 EPS의 12.4배 수준으로 시장대비 프리미엄이 전혀 반영되지 않은 상태이자 역사적 저점수준이다. 목표주가 34,500원은 09년 EPS 대비 15.6배 수준으로 현재 시장 PER 15.2배 대비 약 2.6%정도 높는데 이는 프리미엄이 거의 반영되지 않은 수준이다. 04년 이후 프리미엄이 가장 낮았던 07년 말에도 시장대비 최소 40%의 프리미엄을 받았던 점에 감안하면 향후 경기 회복시 19~20배(시장 PER 대비 30%의 프리미엄)의 PER적용도 가능할 수 있다는 판단이다.



자료: 대신증권 리서치센터



자료: 대신증권 리서치센터



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

### 용진코웨이 프리미엄별 적정주가

(단위: 원)

		시장 PER 대비 용진코웨이 프리미엄						
		-10%	0%	2.6%	10%	20%	30%	40%
시장 PER	10.0	19,899	22,110	22,685	24,321	26,532	28,743	30,954
	11.0	21,889	24,321	24,953	26,753	29,185	31,617	34,049
	12.0	23,879	26,532	27,222	29,185	31,838	34,492	37,145
	13.0	25,869	28,743	29,490	31,617	34,492	37,366	40,240
	14.0	27,859	30,954	31,759	34,049	37,145	40,240	43,336
	15.2	30,246	33,607	34,481	36,968	40,329	43,689	47,050
	16.0	31,838	35,376	36,296	38,914	42,451	45,989	49,526
	16.0	31,838	35,376	36,296	38,914	42,451	45,989	49,526
	17.0	33,828	37,587	38,564	41,346	45,104	48,863	52,622

자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

주: 시장 PER은 MSCI KOREA PER 기준

주: 현 주가는 09년 EPS대비 15.6배, 이는 시장 PER의 15.2배보다 2.6% 높은 수준임

Earnings 주요 가정

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
총 계정 (A+B) (증가율)	3,767,295	4,135,804	4,323,113	4,438,166	4,834,976	5,206,145	5,588,100	6,000,550	6,337,329
렌탈 계정(A) (증가율)	3,217,197	3,478,035	3,612,491	3,639,197	3,965,225	4,210,755	4,474,539	4,764,173	5,017,343
정수기	1,627,024	1,729,508	1,855,500	1,880,302	2,014,955	2,125,516	2,222,910	2,331,024	2,424,996
청정기	527,733	551,647	563,405	559,708	628,696	679,262	736,549	791,842	828,639
비데	703,707	818,741	849,266	875,687	980,282	1,055,497	1,142,579	1,236,717	1,325,502
연수기	355,331	374,471	338,475	309,512	327,446	336,306	357,840	389,439	422,645
음처리기	3,402	3,668	5,594	13,751	13,640	13,995	14,499	14,997	15,413
기타			251	237	207	178	162	153	147
멤버십 계정(B) (증가율)	550,098	657,769	710,622	798,969	869,750	995,390	1,113,562	1,236,377	1,319,986
정수기	520,301	616,833	621,549	673,665	733,337	726,225	738,249	772,309	772,197
청정기	4,181	7,477	17,862	29,600	32,222	84,692	124,450	162,538	190,777
비데	8,901	13,849	29,333	33,689	36,673	92,602	145,176	187,923	231,684
연수기	16,690	19,596	41,847	59,988	65,302	88,919	102,486	109,572	117,928
음처리기	25	14	30	1,407	1,638	1,367	1,140	2,234	5,864
기타			1	620	579	1,585	2,062	1,801	1,535
렌탈 주문(대)	976,317	1,030,172	1,113,535	1,045,248	1,170,101	1,044,781	1,101,115	1,169,897	1,199,612
정수기	414,340	479,040	569,062	463,720	472,238	385,502	405,232	448,453	453,981
청정기	208,962	196,784	212,553	200,118	263,891	266,783	277,985	292,163	278,196
비데	223,950	247,931	240,365	271,096	304,774	267,797	296,570	298,450	324,265
연수기	125,136	103,755	86,642	95,763	121,287	105,200	112,110	120,835	130,181
음처리기	0	0	4,622	14,434	7,836	8,261	8,361	9,848	12,894
기타	3,929	2,662	291	117	75	1,239	859	147	95
일시불 주문(대)	60,211	58,200	79,834	93,893	96,421	95,191	94,947	94,687	94,666
정수기	17,376	15,539	25,145	27,910	27,045	27,890	27,879	28,303	28,512
청정기	10,238	8,328	13,312	10,573	12,499	11,882	12,556	12,586	12,948
비데	22,636	24,694	24,693	24,634	24,514	24,820	24,913	25,115	25,264
연수기	5,276	4,170	2,942	3,998	3,618	3,960	3,941	4,108	4,185
음처리기	305	160	348	14,964	15,995	14,112	12,766	11,611	10,569
기타	4,380	5,309	13,394	11,814	12,751	12,528	12,892	12,964	13,187

자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

주: 1. 계정이란 렌탈이나 멤버십 서비스를 이용하고 있는 고객의 수를 말함

당월 렌탈 계정 = 전월 렌탈 계정 + 당월 렌탈 주문 - 당월 렌탈 해지

당월 멤버십 계정 = 전월 멤버십 계정 + 당월 멤버십 가입 - 당월 멤버십 해지

총 계정 = 렌탈 계정 + 멤버십 계정

2. 렌탈 주문은 1) 신규 가입으로 인한 최초 렌탈 주문과 2)신규 기기로 교체하는 기존 고객의 재렌탈 주문으로 이루어짐

3. 일시불 주문이란 렌탈이 아닌 일반 제품 판매의 개념으로 일시에 금액을 지불받는 매출 형태

## II. 용진코웨이 비즈니스 구조 및 특징

### 안정적 수익 구조를 지닌 렌탈 서비스

98년 외환위기 당시  
렌탈비즈니스 도입으로  
생활가전 보급화에 성공

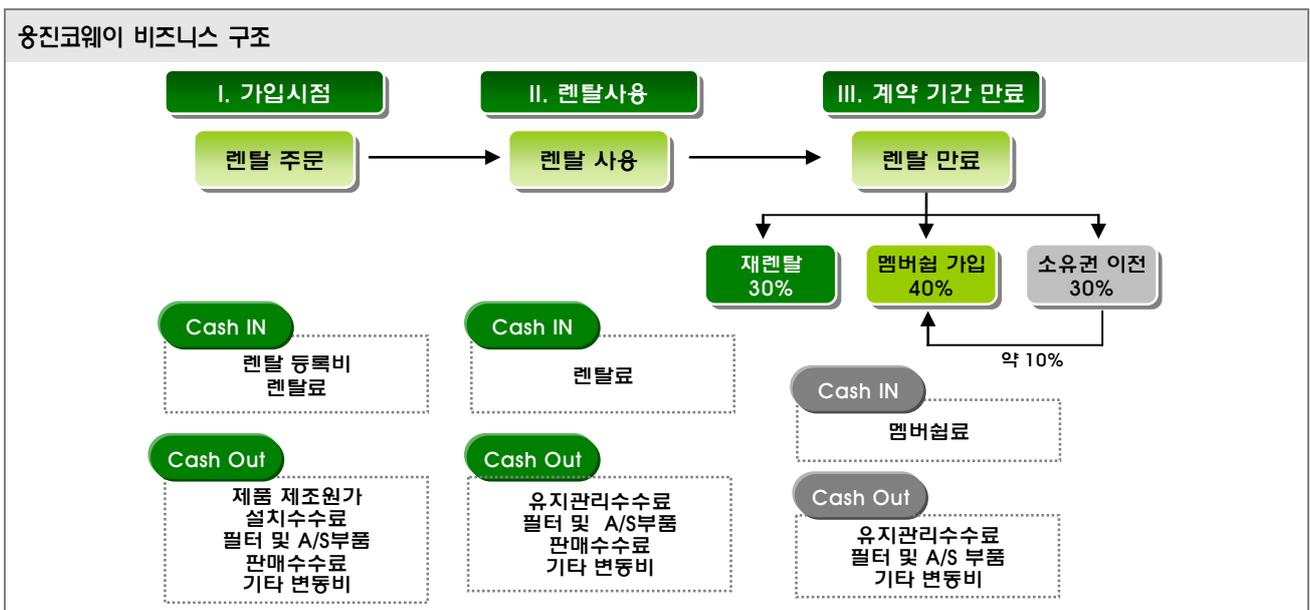
용진코웨이는 정수기, 공기청정기, 비데 등과 같은 생활가전을 구매의 개념에서 빌려쓰는 렌탈의 개념으로 바꿔 새로운 비즈니스 영역을 개척한 회사이다. 98년 렌탈사업을 시작할 때만해도 백색가전(냉장고, 세탁기 등)과 달리 생활가전(정수기, 비데 등)은 생활필수품으로 인식되지 않았고 제품가격도 높은 편이었기 때문에 제품 보급에 어려움이 있었다. 게다가 98년은 외환위기로 소비경기가 최악의 상태였기 때문에 더욱 어려움이 컸으나 렌탈 비즈니스를 개척함으로써 고객의 제품 사용에 대한 가격부담을 낮춤으로써 보급율을 높이는 결과를 창출했다.

동사 비즈니스는  
1)렌탈서비스, 2)멤버십서비스, 3)일시불 매출, 4)수출 및 기타 부문  
기타로 구성

동사 비즈니스는 크게 1) 렌탈서비스, 2) 멤버십서비스, 3) 일시불 매출, 4) 수출 및 기타 부문으로 이루어져 있다. ‘렌탈서비스’란 고객이 월 렌탈료를 지불하고 제품을 사용하면서 코디(CODY)를 통한 유지관리 서비스를 받는 것을 말한다. 렌탈 계약기간은 5년으로 이 기간이 경과하면 제품에 대한 소유권이 고객에게 이전되는 구조이다. 계약기간이 끝나면 고객은 쓰던 제품을 새로운 제품으로 교체해 렌탈서비스를 계속 이용할 수 있다. 또는 소유권을 이전받은 제품을 사용하면서 코디를 통한 유지관리 서비스만 받을 수도 있는데 이것이 바로 ‘멤버십 서비스’이다. 이 밖에도 제품에 대한 일시불 매출과 최근 급성장하고 있는 해외 수출부문과 주방가구, 식탁, 키친시스템 디자인과 같은 리빙사업을 통해 새로운 사업 영역을 개척하고 있다.

렌탈관련 매출이 88%,  
생활가전 M/S 1 위

08년 기준 동사 매출은 렌탈서비스가 78%, 멤버십서비스가 10%를 차지하고 있어 렌탈관련 매출이 전체의 88%를 구성하고 있다. 제품별로는 정수기가 전체 판매의 61%를 차지하고 있다. 동사는 생활가전 렌탈비즈니스를 처음 도입한 기업답게 정수기, 연수기, 비데, 공기청정기 시장에서 모두 시장점유율 1위를 기록하고 있다.



자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터

주: 렌탈 기간이 만료된 고객 중 30% 정도는 렌탈서비스로 재유입되고, 40% 정도는 멤버십서비스에 가입

**렌탈서비스 1년 내  
BEP 달성**

정수기 렌탈을 예로 들자면 렌탈 가입시점 약 8개월 후에 손익분기점(BEP)에 도달한다. 가입 첫 달은 고객으로부터 렌탈등록비와 렌탈료로 약 126,000원의 현금이 유입되지만 제품원가와 설치수수료, 코디에게 지급하는 판매수수료를 포함한 272,000원의 현금이 소요돼 총 146,000원의 순현금 유출이 발생한다. 그러나 8개월 이후 손익분기점에 도달 한 후 현금이 유출 항목으로는 코디가 1년에 6번 방문하는 유지관리수수료와 필터 및 A/S 부품과 기타변동비 정도로 현금이 약 7~8만원정도 소요되는데 반해 연간 렌탈료로 316,000원 정도의 현금이 유입돼 렌탈 계약기간(5년)동안 1,074,000원 가량의 순현금흐름이 발생한다.

**1년 이내 계약 해지시  
Penalty 부과로 손실 최소화**

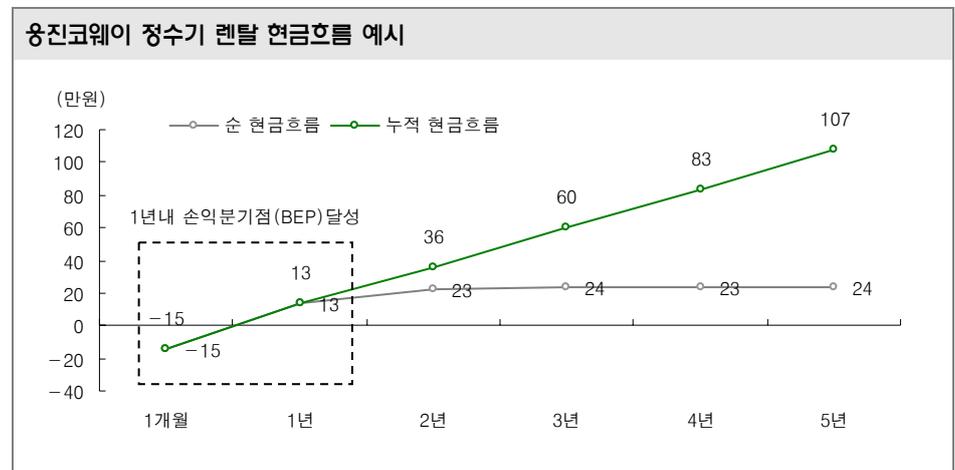
가입자기반 비즈니스의 경우 가장 큰 리스크는 가입자의 이탈이다. 그러나 동사는 1년 이내 계약 해지시에는 고객에게 잔여기간(1년) 렌탈비의 50%를 부과하고 판매인에게 판매수수료 중 12개월동안 분할 지급하는 유지관리 수당의 지급을 중단함으로써 손실을 최소화시킨다. 정수기 렌탈을 예로 들면 1년 렌탈비의 50%를 penalty로 부과하기 때문에 비록 가입자가 한 달만에 이탈하더라도 300,909원(렌탈등록비와 1년 렌탈료의 50%)의 현금유입이 발생해 손실이 발생하지 않도록 구조화돼 있다.

용진코웨이 정수기 렌탈 현금흐름 예시

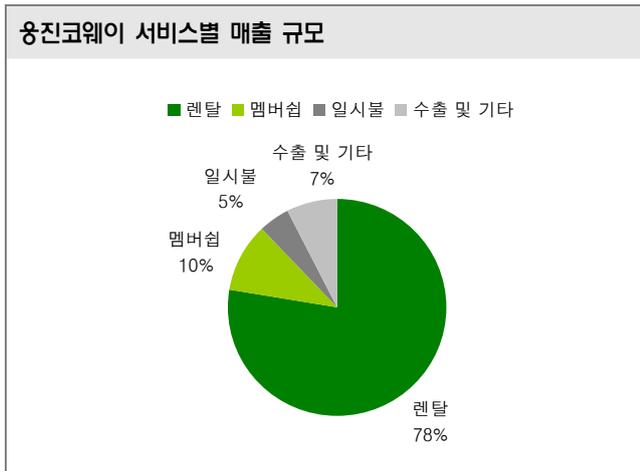
(단위: 원)

현금유입	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	35,000	420,000	316,364	316,364	316,364	316,364
<b>소계</b>	<b>125,909</b>	<b>510,909</b>	<b>316,364</b>	<b>316,364</b>	<b>316,364</b>	<b>316,364</b>
현금유출	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
제품제조원가	152,536	152,536				
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 A/S 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타 변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
<b>소계</b>	<b>272,085</b>	<b>377,363</b>	<b>89,366</b>	<b>76,638</b>	<b>82,435</b>	<b>76,253</b>
<b>순 현금흐름</b>	<b>-146,176</b>	<b>133,546</b>	<b>226,998</b>	<b>239,726</b>	<b>233,929</b>	<b>240,111</b>
<b>누적 현금흐름</b>	<b>-146,176</b>	<b>133,546</b>	<b>360,544</b>	<b>600,270</b>	<b>834,199</b>	<b>1,074,310</b>

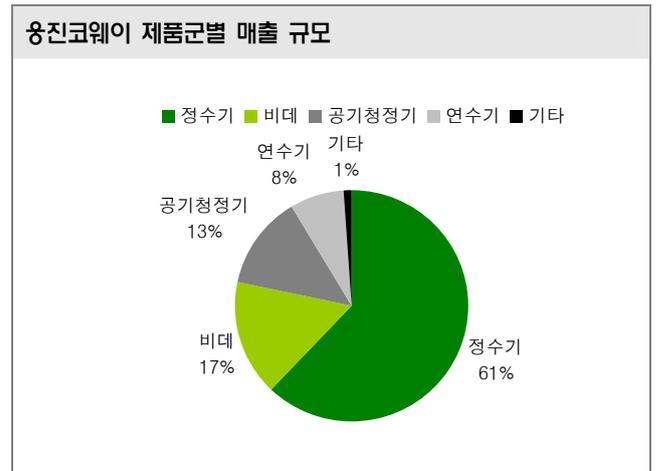
자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터  
 주: 정수기모델은 CP-07BLO 기준



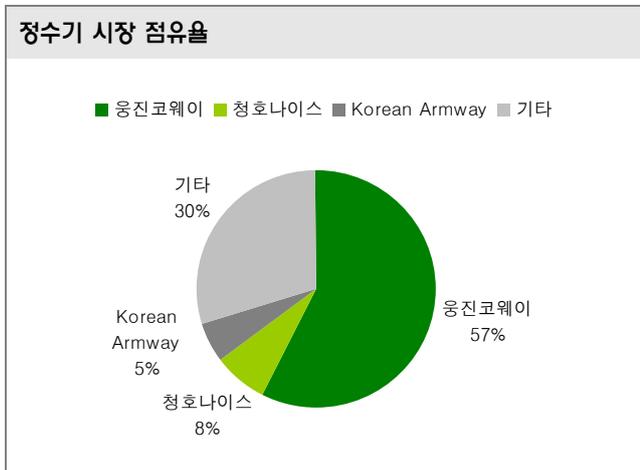
자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터



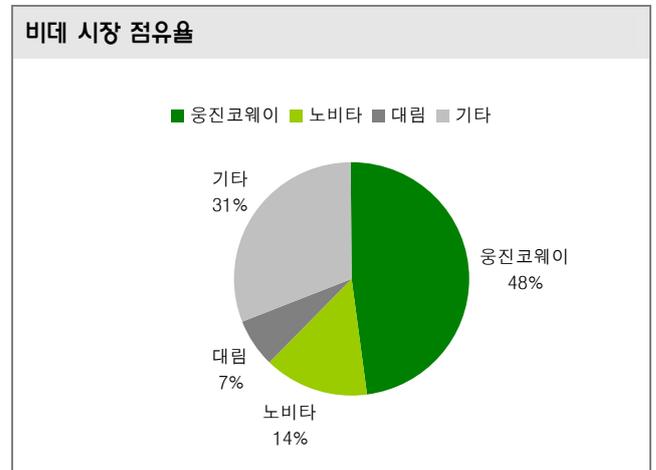
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: 08년 매출액 기준



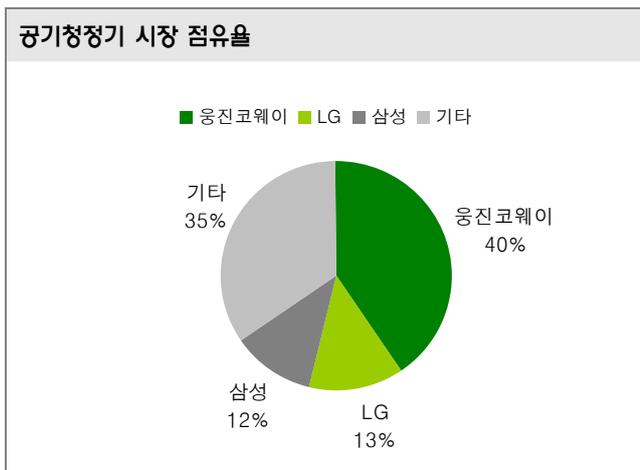
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: 08년 매출액 기준



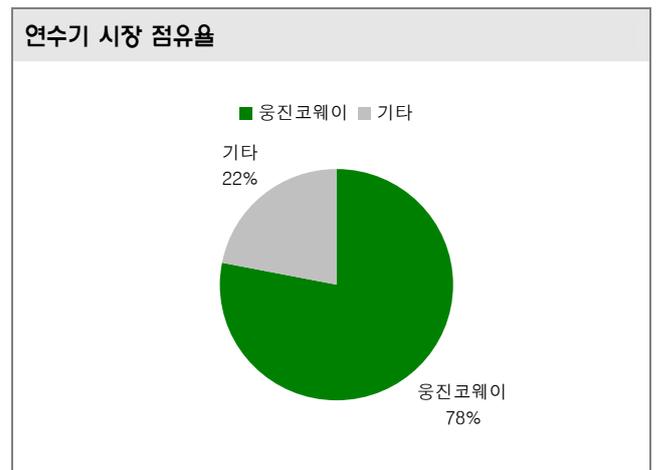
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: Gallup research (2008년 하반기 기준)



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: Gallup research (2008년 하반기 기준)



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: Gallup research (2008년 하반기 기준)



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: Gallup research (2008년 하반기 기준)

### III. 투자 포인트

#### 09년 1분기 사상 최대의 렌탈 주문을 기록하면서 성장성 우려 해소

**소비경기 침체에도 불구하고  
사상 최대의 판매대수 기록**

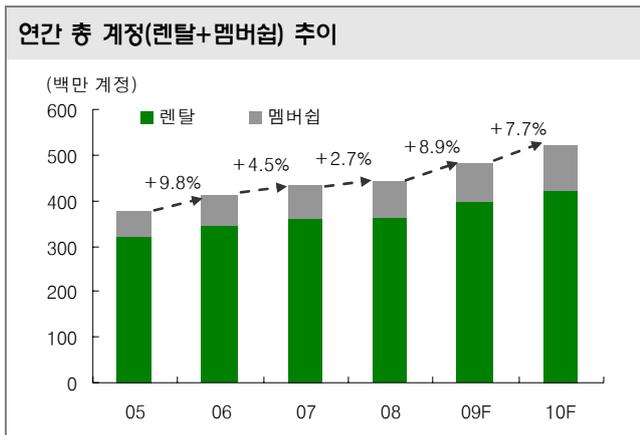
지난 10년동안 생활가전 보급율이 크게 향상됨에 따라 동사의 성장성에 대한 의문이 끊임 없이 제기되었다. 그러나 09년 1분기 소비경기 침체에도 불구하고 렌탈 주문 대수가 사상 최대치를 기록하면서 이런 우려를 불식시키기에 충분했다는 판단이다. 물론 방문판매가 다른 소매업과는 달리 경기방어적인 성격이 강하고 2~3월에 진행된 ‘하나 더 갖기’ 프로모션이 있었으나 외환위기 이후의 최악의 소비침체가 진행된 상황에서 이 같은 실적을 달성했다는 점에서 향후 소비경기 회복이 가시화되는 시점에는 성장 잠재력이 더욱 부각될 수 있다는 판단이다.

**렌탈 주문은 1) 멤버십보다  
ARPU가 높은 렌탈 계정을  
증가시키고, 2) 4~5년 계약  
기간 유지로 매출 증가에  
가장 효과적**

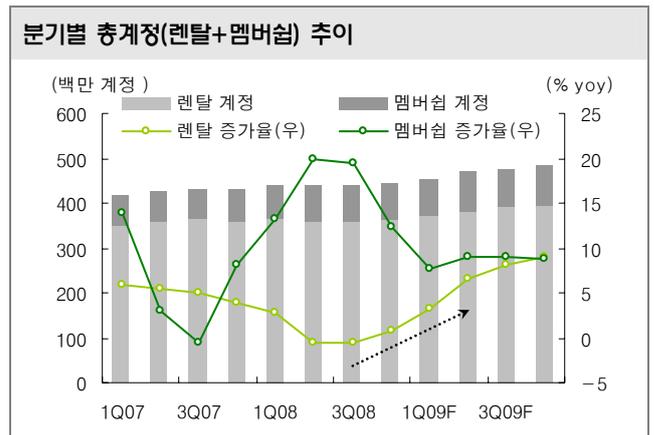
렌탈 주문 증가는 멤버십보다 ARPU(Average Revenue Per User, 가입자당 월 평균 매출)가 높은 렌탈 계정을 증가시키고 초기 1년 의무가입을 포함한 계약기간이 5년이므로 향후 4~5년의 매출을 확보할 수 있다는 점에서 동사 매출 성장에 기여하는 바가 크다. 이와 같은 신규 고객 증가로 09년 말에는 총 계정수가 전년동기대비 8.9% 증가한 480만 계정을 돌파하며 06년 이래 가장 큰 폭의 증가율을 보일 것으로 예상된다.

**09년 최초 렌탈 주문  
급증으로 매출 성장 동력  
확보**

렌탈 주문은 1) 신규 가입으로 인한 최초 렌탈 주문과 2)신규 기기로 교체하는 기존 고객의 재렌탈 주문으로 이루어져 있는데 08년 2분기 최초 주문이 렌탈 주문의 37%를 차지했으나 09년 1분기에는 67%으로 증가했다는 점을 주목할 필요가 있다. 07년 이후 동사 성장성에 우려를 나타냈던 가장 큰 이유는 기존 가입자가 ARPU가 낮은 멤버십 서비스로 재가입을 많이 하고 최초 렌탈 가입율이 떨어졌기 때문이었다. 성장 측면에서는 기존 고객의 이탈을 줄이는 것 뿐만 아니라 신규 고객 유치가 필수적인데 09년 1분기 최초 렌탈 주문이 전년 동기 대비 71% 상승했다는 점은 향후 매출 증가의 동력을 확보했다는 반증이다.



자료: 웅진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

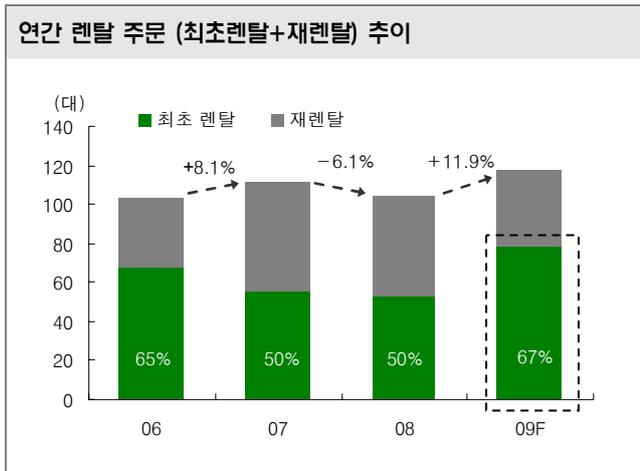


자료: 웅진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

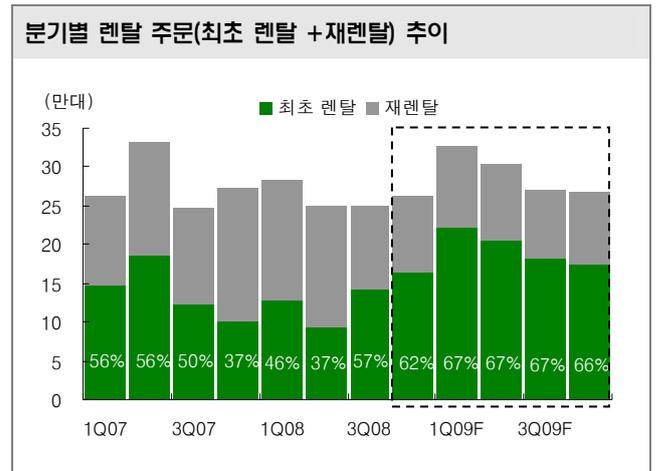
#### 분기별 렌탈 및 멤버십 계정 추이

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09 F	3Q09 F	4Q09 F
총 계정	4,379,304	4,384,957	4,401,194	4,438,166	4,553,318	4,693,146	4,764,767	4,834,976
(증가율 yoy)	4.5%	2.6%	2.6%	2.7%	4.0%	7.0%	8.3%	8.9%
렌탈 계정	3,629,184	3,598,145	3,610,902	3,639,197	3,745,162	3,836,310	3,903,456	3,965,225
멤버십 계정	750,120	786,812	790,292	798,969	808,156	856,836	861,311	869,750

자료: 웅진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
주: 최초렌탈과 재렌탈구분은 대신증권 리서치센터 추정치



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
주: 최초렌탈과 재렌탈구분은 대신증권 리서치센터 추정치

### 렌탈 및 일시불 주문 추이

(단위: 대)

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09 F	3Q09 F	4Q09 F	2008	2009 F
렌탈 주문(A+B)	283,064	250,097	249,849	262,238	327,276	304,851	270,558	267,416	1,045,248	1,170,101
(증가율)	8.1%	-24.8%	1.3%	-3.8%	15.6%	21.9%	8.3%	2.0%	-6.1%	11.9%
정수기	112,722	126,735	121,497	102,766	122,880	130,995	125,949	92,414	463,720	472,238
청정기	63,971	43,536	34,653	57,958	80,940	68,333	46,593	68,024	200,118	263,891
비데	78,205	54,200	67,951	70,740	85,039	70,339	71,435	77,961	271,096	304,774
연수기	26,825	19,834	20,476	28,628	36,756	33,107	24,497	26,927	95,763	121,287
음차기	1,341	5,758	5,229	2,106	1,640	2,059	2,065	2,071	14,434	7,836
기타	0	34	43	40	21	18	18	18	117	75
최초 렌탈 (A)	129,094	92,205	142,267	163,495	220,906	204,822	181,469	175,367	527,061	782,564
(증가율)	-11.3%	-50.1%	15.2%	63.3%	71.1%	122.1%	27.6%	7.3%	-4.8%	48.5%
정수기	41,301	42,870	68,243	60,462	75,971	82,732	84,133	57,647	212,876	300,482
청정기	43,033	23,864	24,137	43,731	63,627	51,883	34,435	50,367	134,765	200,312
비데	33,531	14,830	36,628	39,831	55,210	45,133	46,311	48,347	124,820	195,001
연수기	9,937	4,905	8,031	17,373	24,485	23,021	14,532	16,942	40,246	78,980
음차기	1,292	5,703	5,186	2,060	1,594	2,038	2,044	2,050	14,241	7,725
기타	0	33	42	38	19	15	15	15	113	64
재렌탈 (B)	153,970	157,892	107,582	98,743	106,370	100,029	89,089	92,050	518,187	387,538
(증가율)	32.3%	6.8%	-12.6%	-42.8%	-30.9%	-39.6%	-17.2%	-6.8%	-7.4%	-25.2%
정수기	71,421	83,865	53,254	42,304	46,909	48,263	41,817	34,767	250,844	171,756
청정기	20,938	19,672	10,516	14,227	17,313	16,450	12,158	17,658	65,353	63,579
비데	44,674	39,370	31,323	30,909	29,829	25,206	25,124	29,615	146,276	109,774
연수기	16,888	14,929	12,445	11,255	12,271	10,087	9,965	9,985	55,517	42,308
음차기	49	55	43	46	46	22	22	22	193	111
기타	0	1	1	2	2	3	3	3	4	11

자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
주: 최초렌탈과 재렌탈구분은 대신증권 리서치센터 추정치

### 09년 실적, 프리미엄 동반 상승으로 3차 주가 상승기 전망

**주가 두 차례 상승기**

1차 상승기: 성장 기대감,

2차 상승기: 실적 가시화

동사는 09년 실적과 프리미엄의 동반 상승으로 3차 주가상승기를 맞게 될 것으로 전망된다. 1차 상승기(04년 하반기~06년 초)에는 용진코웨이(제품 생산)가 용진코웨이 개발(렌탈 서비스)과 합병하면서 성장에 대한 기대감이 크게 작용했다. 2차 상승기(06년 하반기~07년 하반기)에는 합병 효과로 영업이익율이 06년 10%에서 07년 13.3%로 상승하고 영업이익이 전년 대비 43.7% 증가하면서 또 한 차례 주가가 크게 상승했다.

09년 렌탈 주문 11.9%,

EPS 27.5% 상승 전망

09년은 성장성 재부각의 시기가 될 전망인데 이미 1분기 렌탈 주문이 전년 동기 대비 15.6% 증가했으며 09년 6월 현대카드와의 payFree마케팅 확대로 2분기 렌탈 주문 역시 전년 대비 약 22% 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 보수적으로 추정해도 09년 렌탈 주문은 전년에 비해 11.9% 상승한 117만대를 기록할 전망이다. 이는 주가 2차 상승기였던 07년 렌탈 주문 8.1%를 상회하는 수치로 동사의 성장성이 다시 한번 부각될 것으로 판단된다. 09년은 영업이익율이 16%까지 높아지고 영업이익과 EPS는 각각 전년 대비 24.5%, 27.5% 증가할 것으로 전망된다.



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

**주가 프리미엄은 성장성**

**반영 지표**

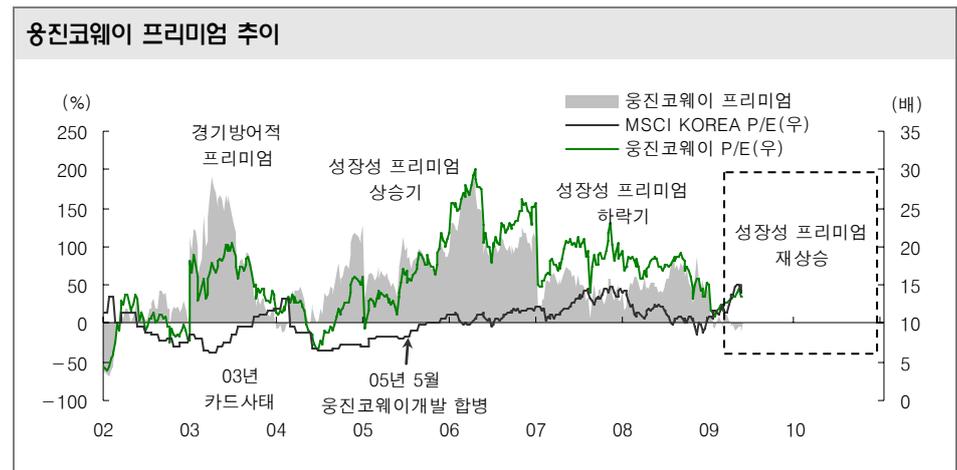
1 차 상승기: 프리미엄 상승

2 차 상승기: 프리미엄 하락

성장성 재부각은 주가 프리미엄 재상승으로 가시화 될 전망이다. 1차 주가 상승기(04~06년 초)는 동사에 대한 성장성이 프리미엄으로 주가에 반영돼 꾸준히 상승하며 06년 초에는 시장대비 200%의 프리미엄을 받았다. 그러나 06년 이후 성장에 대한 기대감이 줄어들면서 프리미엄이 하락추세로 진입했다. 그러나 주가는 성장성에 대한 기대감이 다소 하락했음에도 불구하고 실적이 가시화되면서 06년 하반기부터 07년 하반기까지 다시 한번 상승하는 시기를 맞았다.

**09년 성장성 부각으로  
프리미엄 상승기 진입 전망**

09년은 성장성 재부각으로 다시 한번 프리미엄 상승기로 진입할 것으로 전망된다. 동사의 현 주가는 09년 EPS 대비 15.2배 수준으로 시장대비 프리미엄이 거의 반영되지 않은 상태이자 PER Band 하단 수준이다. 성장성 우려로 가장 낮은 프리미엄을 받았던 07년 말에도 시장대비 최소 40%의 프리미엄을 받았던 점을 감안했을 때 현재 동사의 성장성이 재부각되고 있는 상태로서는 현저히 저평가되었다고 볼 수 있다. 향후 경기가 본격 회복 추세로 진입한다면 19~20배(시장 PER 대비 30%의 프리미엄)의 PER 적용도 가능할 수 있다는 판단이다.



자료: 용진코웨이, Datastream, 대신증권 리서치센터

**용진코웨이 프리미엄별 적정주가**

(단위: 원)

		시장 PER 대비 용진코웨이 프리미엄						
		-10%	0%	2.6%	10%	20%	30%	40%
시장 PER	10.0	19,899	22,110	22,685	24,321	26,532	28,743	30,954
	11.0	21,889	24,321	24,953	26,753	29,185	31,617	34,049
	12.0	23,879	26,532	27,222	29,185	31,838	34,492	37,145
	13.0	25,869	28,743	29,490	31,617	34,492	37,366	40,240
	14.0	27,859	30,954	31,759	34,049	37,145	40,240	43,336
	15.2	30,246	33,607	34,481	36,968	40,329	43,689	47,050
	16.0	31,838	35,376	36,296	38,914	42,451	45,989	49,526
	17.0	33,828	37,587	38,564	41,346	45,104	48,863	52,622

자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

주: 시장 PER은 MSCI KOREA PER 기준

주: 현 주가는 09년 EPS대비 15.6배, 이는 시장 PER의 15.2배보다 2.6% 높은 수준임

용진코웨이 영업실적 추정

(단위: 억원, %, 원)

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007	2008	2009F
매출	3,154	3,290	3,298	3,403	3,414	3,666	3,771	3,970	12,131	13,144	14,821
(증가율 yoy)	8.1%	9.2%	7.7%	8.5%	8.3%	11.4%	14.4%	16.7%	8.5%	8.4%	12.8%
렌탈	2,520	2,552	2,545	2,582	2,595	2,719	2,776	2,858	9,863	10,199	10,948
정수기	1,476	1,507	1,515	1,518	1,514	1,580	1,620	1,636	5,788	6,016	6,349
청정기	358	373	355	373	374	417	410	440	1,373	1,469	1,641
비데	461	458	462	472	475	498	515	539	1,782	1,853	2,027
연수기	211	207	203	209	210	212	220	234	901	829	875
음처기 및 기타	4	8	10	10	23	13	10	10	18	32	56
멤버십	320	338	352	354	359	380	394	396	1,159	1,364	1,528
정수기	287	299	309	311	314	336	347	349	1,081	1,207	1,345
청정기	7	9	9	10	11	10	11	11	18	35	42
비데	10	12	12	11	11	13	14	12	25	46	51
연수기	16	18	20	21	22	20	22	23	35	75	88
음처기 및 기타	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1
일시불 매출	140	169	147	147	119	129	145	141	530	604	535
정수기	76	82	83	65	62	66	95	74	272	306	297
청정기	21	14	9	17	18	22	11	17	70	60	68
비데	34	28	24	29	21	19	19	26	128	116	85
연수기	5	6	5	7	5	5	5	7	15	22	21
음처기 및 기타	5	40	26	29	13	17	15	17	46	100	63
수출 및 기타	173	230	254	319	341	437	457	575	579	977	1,810
매출원가	954	1,009	1,014	1,095	1,122	1,188	1,208	1,286	3,847	4,072	4,804
(원가율)	30.3%	30.7%	30.7%	32.2%	32.9%	32.4%	32.0%	32.4%	31.7%	31.0%	32.4%
렌탈	715	704	696	715	732	731	733	742	2,961	2,831	2,937
설치수수료	30	30	31	32	32	33	33	34	108	123	132
코디수수료	271	271	266	273	277	277	272	279	1,092	1,081	1,105
감가상각비	282	276	270	269	270	272	278	272	1,160	1,097	1,091
필터부품	132	127	128	142	152	150	150	157	601	530	609
멤버십	95	99	105	102	116	120	119	122	378	402	477
코디수수료	63	66	71	68	74	78	76	81	231	269	309
필터부품	32	33	34	34	42	42	44	41	147	133	168
일시불 및 기타	144	206	213	277	274	336	356	423	508	839	1,389
매출총이익	2,199	2,281	2,284	2,308	2,292	2,479	2,563	2,684	8,284	9,072	10,018
(매출총이익율)	69.7%	69.3%	69.3%	67.8%	67.1%	67.6%	68.0%	67.6%	68.3%	69.0%	67.6%
판매관리비	1,753	1,802	1,790	1,826	1,804	1,937	1,920	1,988	6,671	7,171	7,650
급여	340	348	320	334	410	419	388	403	1,345	1,342	1,620
판매수수료	649	659	649	624	556	596	586	561	2,641	2,581	2,299
판매촉진비	37	64	40	60	54	92	75	79	144	201	301
광고선전비	87	93	90	112	91	107	109	111	307	381	419
지급수수료	130	145	151	193	173	165	170	218	472	620	726
대손상각비	24	24	63	48	24	29	30	32	139	160	116
렌탈자산폐기손실	110	103	118	116	106	107	128	127	441	447	468
기타	375	366	359	339	390	422	434	457	1,362	1,439	1,701
영업이익	446	479	494	482	488	542	643	695	1,613	1,901	2,368
(영업이익률)	14.2%	14.6%	15.0%	14.2%	14.3%	14.8%	17.0%	17.5%	13.3%	14.5%	16.0%
(증가율 yoy)	13.4%	30.3%	17.8%	11.6%	9.3%	13.0%	30.2%	44.3%	43.7%	17.9%	24.5%
EPS									1,562	1,734	2,211
(증가율 yoy)									54.8%	11.0%	27.5%

자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터

### payFree 로 해약을 감소, 중복사용과 신규 가입 증가

#### 불황형 마케팅 payFree

동사가 08년 금융위기로 인한 소비경기 침체에도 불구하고 이 같은 사상 최대의 렌탈 판매 실적을 올린데에는 ‘payFree’란 불황형 마케팅의 성과라고 해도 과언이 아니다. payFree란 용진페이프리 멤버카드를 발급받은 고객이 가맹점에서 OK캐쉬백 포인트를 적립받아 렌탈비를 내는 것을 말한다. 08년 10월에 출시한 외환 용진페이프리 신용카드는 사용금액의 일정액을 포인트로 적립해 다음 달 통장에 최대 3만원까지 현금으로 입금시켜주는 방식의 캐시백 서비스로 동사가 추가로 부담해야 하는 비용은 없다. 09년 4월까지 누적으로 8만9천여장의 카드가 발급되고 2억여원의 금액이 고객에게 현금으로 환급되면서 큰 호응을 얻고 있다.

#### payFree 마케팅 효과

##### 1) 렌탈 해약율 감소

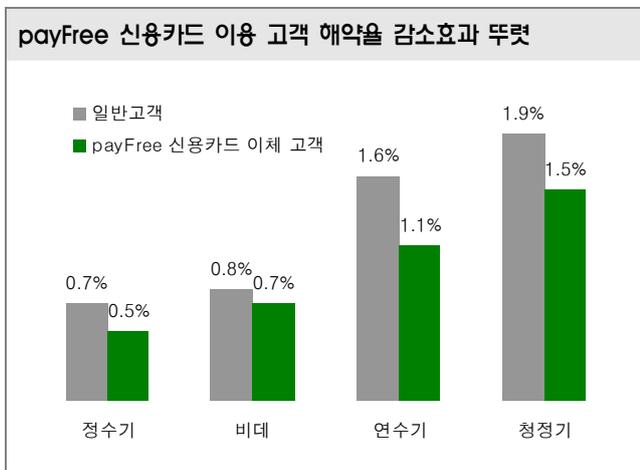
payFree마케팅의 효과는 고객의 해약을 감소에서 뚜렷히 나타나고 있다. 일반고객과 payFree 신용카드 이체고객의 해약율이 적게는 0.2%p에서 많게는 0.5%p까지 차이가 나기 때문이다. 특히 정수기와 비데와 같이 비교적 보급율이 높은 제품군보다 연수기와 공기청정기와 같은 제품군에서 해약율이 더욱 크게 감소해 가구당 중복 사용 제품 수(PPC)를 증가시키는 효과도 입증하고 있다.

#### 09년 6월 현대

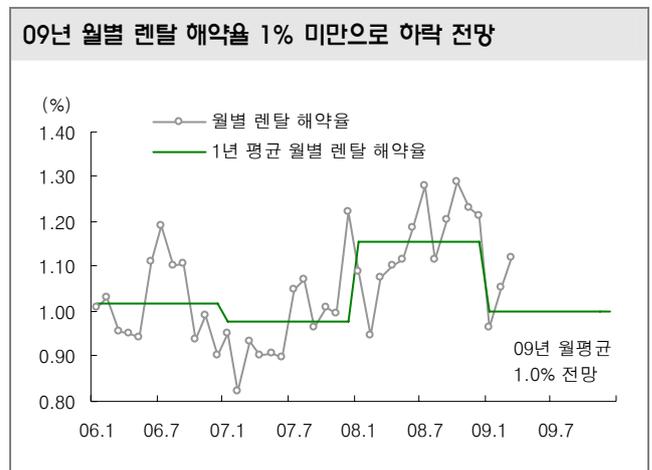
##### 용진페이프리 카드 출시

##### 예정

09년 6월에 최대 6만원까지 캐쉬백이 가능한 현대 용진페이프리 카드를 출시할 예정이어서 향후 고객 해약율은 더욱 감소할 수 있을 것으로 전망된다. payFree마케팅 효과로 09년 월평균 해약율은 전년 대비 0.15%p 하락한 1.0%가 될 것으로 예상된다. 09년 4월 외환 용진페이프리 환급인원이 7만명인데 09년 말 환급인원이 약 50만명까지 늘어나면 월 해약율은 0.96%까지 하락할 수 있을 것으로 판단된다.



자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터  
주: 09년 1월 기준



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
주: 당월 해약율 = 당월 해약건수 /전월 렌탈계정 수

#### payFree 신용카드 캐쉬백 가구 수에 따른 렌탈 해약율 변화

payFree 캐쉬백받는 가구 수 (가구)	100,000	200,000	400,000	600,000	800,000	1,000,000
렌탈 중 payFree 신용카드로 캐쉬백받는 고객 비중 (%)	3.76%	7.52%	15.03%	22.55%	30.06%	37.58%
월별 렌탈 해약율 (%)	1.00%	0.99%	0.97%	0.95%	0.93%	0.92%

자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
주: payFree신용카드 사용으로 캐쉬백받은 고객 수는 09년 12월 기준을 가정함

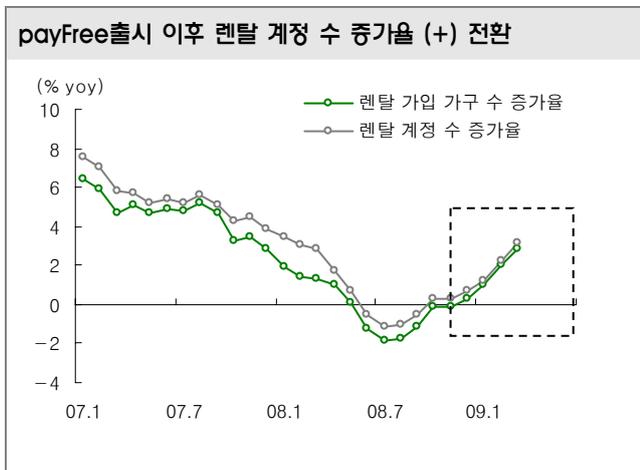
무엇보다 payFree마케팅의 가장 큰 효과는 렌탈 계정 수를 증가시켰다는 점이다. 글로벌 금융위기로 인해 실물경기 침체가 시작된 08년 6월 이후 렌탈 계정이 전년 대비 감소하는 모습을 보였으나 외환 payFree마케팅이 본격적으로 시작된 08년 10월 이후에는 렌탈 계정 수가 전년 대비 증가하는 추세를 보이고 있다.

**payFree 마케팅 효과**  
**2) 가구당 중복사용율(PPC)**  
**증가**

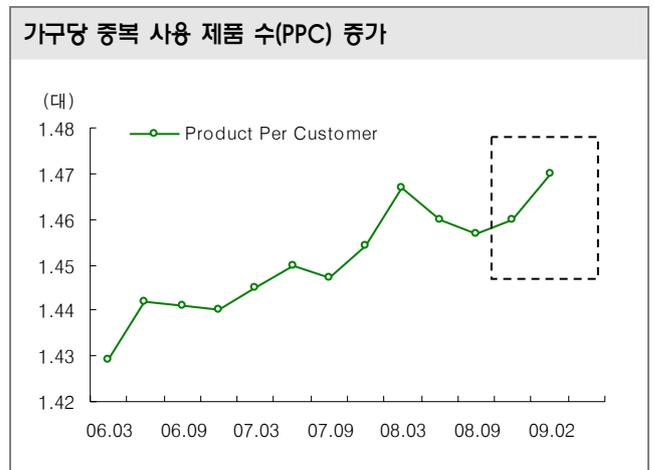
물론 렌탈 계정이 증가하는데에는 기존 고객이 사용하는 제품의 수(Product Per Customer)가 증가하는 효과도 있다. 06년 2월 가구당 1.43대의 제품을 사용했으나 09년 1분기에는 1.48대까지 상승해 매출 증가에 기여하고 있다. 특히 09년 3월부터 6월까지 경기침체의 영향으로 PPC가 하락했으나 payFree마케팅이 실시된 09년 4분기 이후 PPC가 꾸준히 상승하고 있어 그동안 보급율이 낮았던 공기청정기와 연수기 렌탈 판매에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

**payFree마케팅 효과**  
**3) 신규 렌탈 가입 가구 수**  
**증가 추세로 전환**

PPC 증가보다 더욱 주목해야 할 부분은 렌탈 가입 가구 수가 08년 10월 이후 꾸준히 증가하고 있다는 점이다. 렌탈 계정 수가 아닌 렌탈 가입 가구 수를 보는 것은 PPC효과를 제외한 신규 고객 유입 효과를 알아보기 위함이다. 동사의 신규 렌탈 가구는 08년 6월부터 전년 동월 대비 감소하다가 09년 12월 이후 렌탈 가입 가구 수 증가율이 (+)로 전환되었고 09년 3월에는 2.8%(yoy) 증가한 것으로 추정돼 제 2의 성장기를 맞이하고 있다고 판단된다. 렌탈 계정 수 증가가 PPC증가로 인한 것 뿐만 아니라 신규 렌탈 고객 유입 증가 때문이란 점은 향후 동사 매출에 매우 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 전망된다. 09년 6월 현대 웅진페이프리 카드가 출시와 함께 신규 렌탈 가입 가구 수의 추가적인 상승도 기대해 볼 수 있을 전망이다.



자료: 용진코웨이, 추정은 대신증권 리서치센터  
 주: 렌탈 가입 가구 수 = 총 렌탈 계정 / 가구당 중복 사용 제품 수

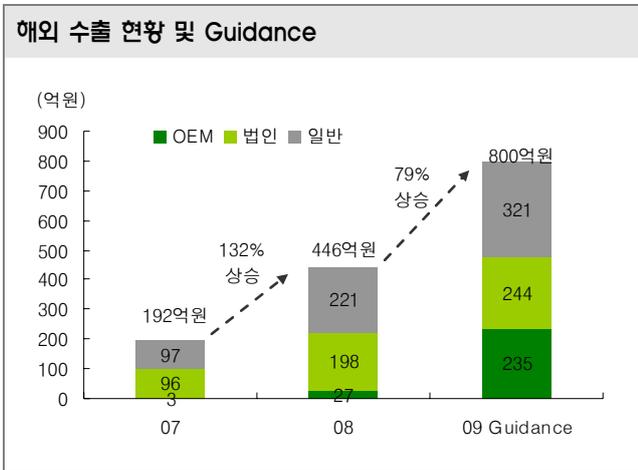


자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터 추정

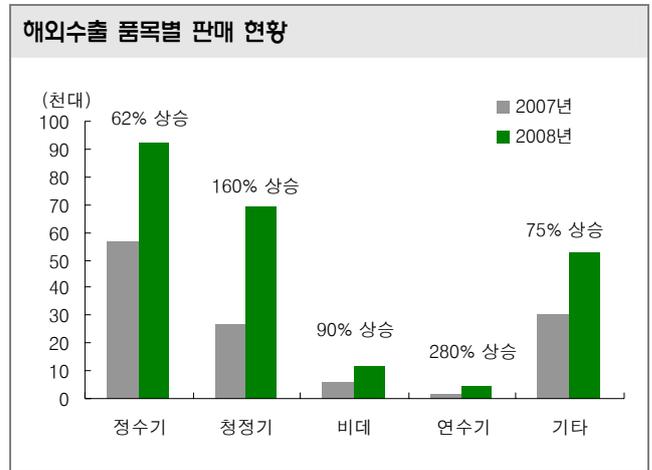
### 해외 시장 진출로 내수기업 탈피 시도

**해외 수출 부문의 빠른 성장**  
**09년 수출 가이드스를**  
**무난히 달성할 전망**

06년 60억원에 불과하던 해외 수출 매출이 08년에는 446억원을 기록하면서 빠른 성장을 보이고 있다. 07~08년 Whirlpool India, Bosch&Siemens, Lowe's와 같은 글로벌 기업들과 OEM 계약을 맺어 3년 동안 약 1억 달러의 정수기와 6천만 달러의 청정기를 납품하기로 계약해 09년부터 수출부문에서의 매출이 본격화 될 전망이다. 09년 1분기 수출부문 매출은 전년 동기 대비 132.4% 증가한 191억원을 기록해 향후 1분기 정도의 실적만 달성하더라도 09년 해외 수출 매출 800억원이란 가이드스는 무난히 달성할 수 있을 것으로 판단된다. 수출 매출 비중 역시 08년 1분기 2.6%에서 09년 1분기 5.6%로 크게 상승하면서 내수기업에서 글로벌 생활가전 기업으로의 변신을 시도하고 있으며 세계 경기가 회복 추세로 진입하는 2010년에는 해외 부문의 성과를 더욱 기대해 볼 수 있다는 판단이다.



자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터



자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터

#### 글로벌 기업과의 OEM체결 현황

업체	계약시점	계약 규모
Whirlpool India	07년 10월	정수기 7,700만불 (3년)
Bosch&Siemens	08년 3월	정수기 2,500만불 (3년)
Lowe's		청정기 6,000만불 (3년)

자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터

#### 용진코웨이 해외 현지 법인 현황

현지 법인	지분율	국가
Woongin Coway(Thailand) Co., Ltd	99.9%	태국
Coway Japan Corporation	49.0%	일본
Woongin Coway(Shenyang) Living Goods Co., Ltd	100.0%	중국
Woongin Coway (M)SDN.,BHD	70.0%	말레이시아
Woongin Coway USA Inc	100.0%	미국

자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터

### 웅진쿠첸과의 합병을 끝으로 주력 제품 자체 제조 구조 완성

**웅진쿠첸 합병으로 주력제품 자체 제조 구조 완성**

동사는 웅진쿠첸의 비데 사업부문을 합병할 것이라고 밝혔다. 09년 2월 웅진그룹은 Restructuring 과정에서 웅진쿠첸의 밥솥사업부문을 부방테크론에 223억원에 매각했으며 나머지 비데 사업부문 역시 웅진코웨이에 흡수 합병시켜 비데사업 경쟁력을 제고시키기로 결정했다. 이로써 웅진코웨이는 주력 제품의 아웃소싱 없이 자체 제조하는 구조를 완성시켜 과거 아웃소싱시 발행하던 Overhead Margin(OPM 약 20%)을 내재화해 매출원가를 감소시킬 수 있게 되었다.

**매출원가 감소효과, 계열사와의 거래 단절로 기업 신뢰성 제고**

05년 정수기를 제작하는 웅진코웨이(제조)와 웅진코웨이개발(렌탈)의 합병으로 렌탈매출 원가가 감소(05년 35%에서 08년 28%)했던 예와 같이 웅진쿠첸의 비데사업부문 인수로 향후 감가상각비와 렌탈자산폐기손실이 감소해 원가 절감이 예상된다. 회사측 전망으로는 향후 5년간 매년 150~160억원의 현금흐름이 증가할 것으로 예상하고 있다. 또한 이번 합병을 마지막으로 계열사와의 거래가 모두 단절됨으로써 계열사 고마진 보장 등과 같이 시장에서 이슈가 되었던 문제들이 해결될 수 있는 계기가 마련되어 기업 신뢰성을 더욱 제고할 수 있게 되었다고 판단된다.

**웅진해피콜 CS Dr. 인수로 09년 1분기 판관비 26억 감소 효과**

09년 1월에 인수한 웅진해피콜의 CS Dr. 는 1분기 판매관리비 26억을 감소시키는 성과를 나타내고 있다. 급여부문은 조직 인수로 37억원 증가했지만 외주용역비가 63억원 감소하면서 1분기 전체적으로 판매관리비를 26억 절감하는 효과를 보였다.

**웅진코웨이 관련 계열사 사업부문 양수도 및 합병 현황**

	웅진쿠첸(주) 필터사업부문	(주)웅진해피콜 CS Dr. 사업부문	웅진쿠첸(주) 비데사업부문
시기	2007년 11월 07일	2009년 01월 01일	2009년 07월 01일
방법	영업양수	영업양수	소규모 합병
금액	195억원	631억원	1:0.24

자료: 웅진코웨이

**웅진쿠첸과의 합병 일정**

날짜	주요 일정
2009년 04월 21일	합병결정 이사회
2009년 04월 24일	합병계약서 작성
2009년 05월 28일	합병승인 이사회
2009년 07월 01일	합병기준일
2009년 07월 24일	합병신주 상장예정일

자료: 웅진코웨이

**웅진쿠첸 비데사업부문 합병시 현금 흐름 개선 효과**

(단위: 억원)

	코웨이 매입액(+)	쿠첸 제조원가(-)	판관비(+)	법인세(+)	현금흐름 증감
2009년(반기)	304	240	7	4	74
2010년	638	505	14	8	155
2011년	670	530	14	6	160
2012년	704	557	14	4	165
2013년	739	585	14	2	171
2014년(반기)	388	307	7	0	88
누적	3,442	2,724	69	25	813

자료: 웅진코웨이

주: 2009년 사업계획 기준/ 2010~2014년은 비데 판매 매년 5% 증가 가정

## VI. 리스크 요인 점검

### 프로모션에 따른 ARPU 하락은 일시적

**프로모션으로 인한 ARPU  
하락은 렌탈 주문 증가로  
상쇄**

09년 1분기 렌탈 ARPU는 23,400원으로 08년 4분기 23,700원에 비해 약 1.2% 하락한 것으로 나타났다. 07년 2분기 이후 꾸준히 증가하던 ARPU가 09년 1분기에 부진하게 나왔던 이유는 ‘하나 더 갖기’ 프로모션을 진행하면서 기존 고객이 한 가지 제품을 더 사용하기로 했을 경우 설치수수료를 면제해주고 렌탈비도 할인해주었기 때문이다.

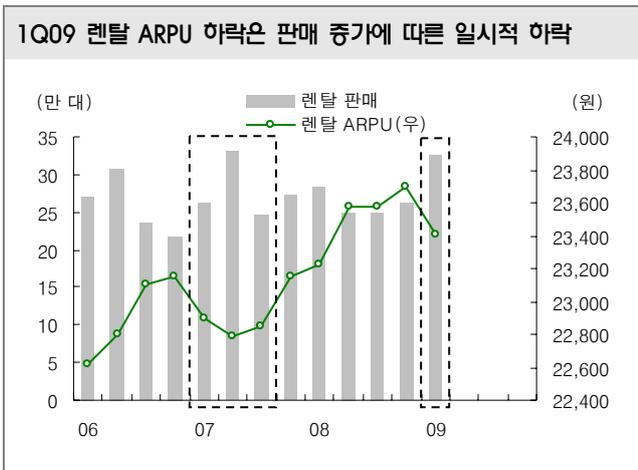
그러나 ARPU하락은 렌탈 주문 증가에 따른 일시적 현상일 뿐이고 장기적으로는 렌탈 ARPU하락분을 렌탈 주문 증가로 상쇄될 것으로 예상된다. 09년 1분기 ARPU는 전분기 대비 1.2% 하락했으나 렌탈 주문 실적은 약 25% 증가해 장기적으로 매출이 성장할 수 있는 토대를 마련했다고 판단된다. 전년 동기 대비로 살펴본다면 09년 1분기 ARPU는 오히려 0.8% 증가했고 렌탈 판매는 15.6% 증가해 ARPU의 일시적 하락을 렌탈 판매로 상쇄하고도 남는 실적을 보여주고 있다.

### 자회사 용진케미칼 09년 영업 실적 개선 전망

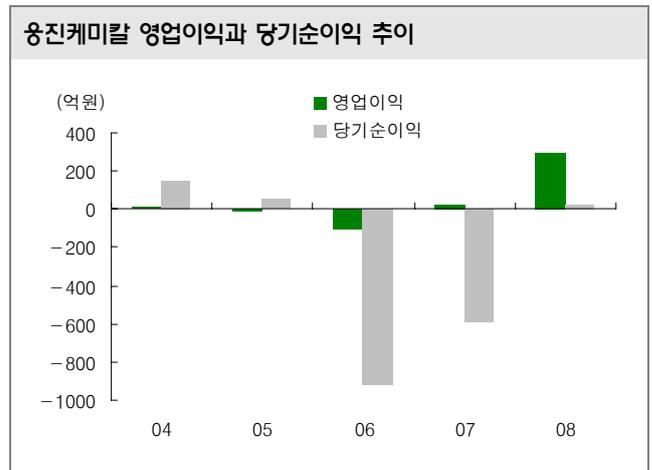
**08년 용진케미칼 흑자전환  
성공, 09년 흑자 확대 전망**

용진케미칼(구 새한)은 Fiber, Textile, 필터, 소재 사업부로 구성된 화학 소재 기업으로 용진코웨이가 08년 810억원을 투자해 용진케미칼 지분 40.1%를 획득했다. 용진케미칼은 마이크로필터(Micro Filter)와 역삼투압(Reverse Osmosis Membrane)필터 분야의 핵심 역량을 보유한 회사로서 향후 용진코웨이와의 시너지 창출이 기대된다.

용진케미칼은 08년 영업이익 298억원(+1,468%, yoy), 당기순이익(22억원) 흑자전환에 성공함에 따라 향후 빠른 경영정상화가 전망된다. 09년 1분기 영업이익은 2억원 손실을 기록했으나 전년 동기 대비 적자폭이 축소되었으며 1분기는 전통적으로 비수기였음을 감안한다면 2분기 이후에는 영업이익 흑자로 돌아설 것으로 기대된다. 특히 용진코웨이의 매출 증가로 08년 코웨이 향 필터 매출이 전년대비 46% 증가한 131억을 기록했는데 09년부터 비데 필터까지 납품하기로 해 올해 역시 코웨이 향 매출 증가가 예상된다.



자료: 용진코웨이, 대신증권 리서치센터



자료: 용진케미칼, 대신증권 리서치센터

용진케미칼 사업 부문별 영업 현황

(단위: 억원)

		1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09
매출액	Fiber	1,120	1,157	1,197	1,298	4,772	1,343	1,486	1,506	1,406	5,742	1,265
	Textile	331	432	324	310	1,396	264	359	333	331	1,288	255
	필터	124	163	128	96	511	120	158	172	195	645	175
	소재	88	77	88	97	350	96	123	129	117	465	82
	기타	94	91	90	78	354	107	137	71	49	364	48
	계	1,757	1,920	1,826	1,878	7,382	1,931	2,263	2,211	2,098	8,503	1,824
영업이익	Fiber	15	8	-3	4	25	-3	6	40	171	214	3
	Textile	-15	1	-15	-35	-63	-13	10	-1	-1	-5	-15
	필터	16	43	32	13	105	15	27	24	47	113	27
	소재	-15	-19	-19	-20	-73	-17	-14	-17	4	-43	-20
	기타	4	11	4	7	26	7	9	0	3	19	2
	계	7	44	0	-32	19	-12	39	47	223	298	-2
영업이익률	Fiber	1.4%	0.7%		0.3%	0.5%		0.4%	2.6%	12.2%	3.7%	0.2%
	Textile		0.3%					2.9%				
	필터	13.3%	26.2%	25.4%	13.4%	20.5%	12.3%	17.2%	14.2%	23.9%	17.5%	15.7%
	소재									3.5%		
	기타	4.7%	11.6%	4.9%	8.5%	7.4%	6.2%	6.6%	0.1%	5.6%	5.1%	5.0%
	계	0.4%	2.3%			0.3%		1.7%	2.1%	10.7%	3.5%	

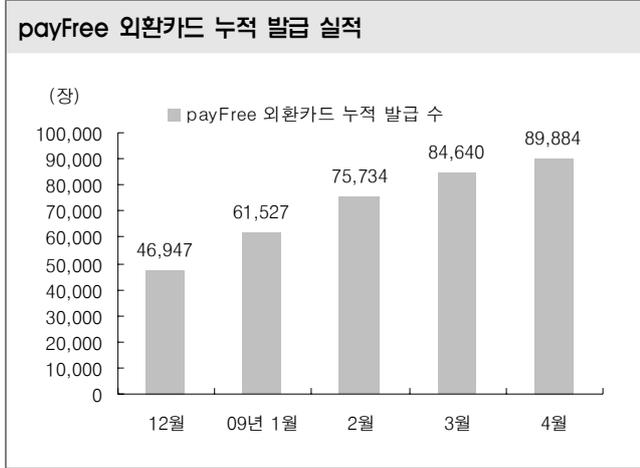
자료: 용진케미칼

주: 수영복 사업중단 시점: 2007년, 수정 반영연도: 2007년, 2006년

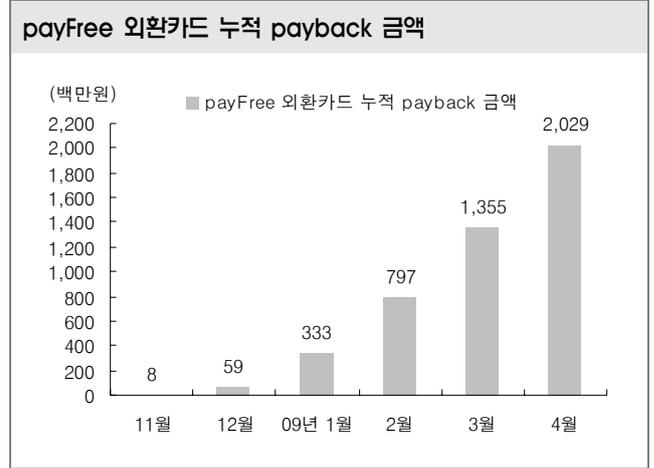
패션팀 사업중단 시점: 2008년, 수정 반영연도 2008년, 2007년

2006년 Textile 부문에 패션팀 계속사업으로 반영되어 있음

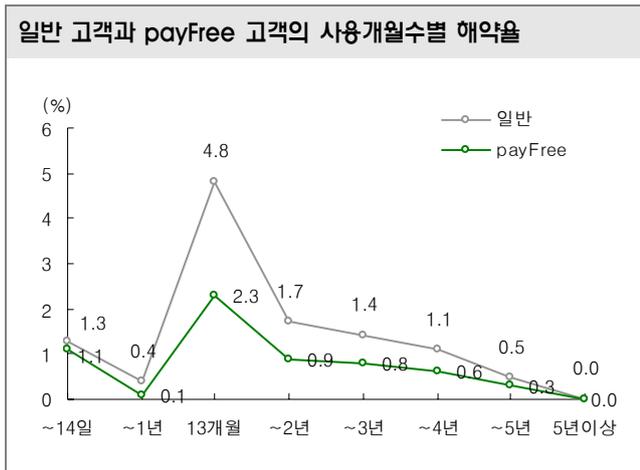
## Appendix



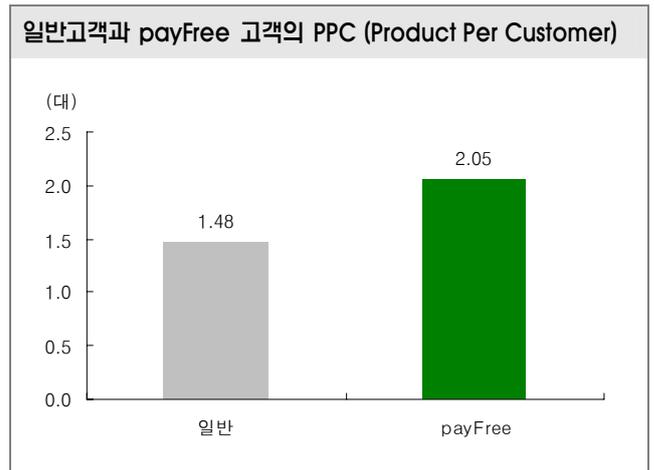
자료: 용진코웨이



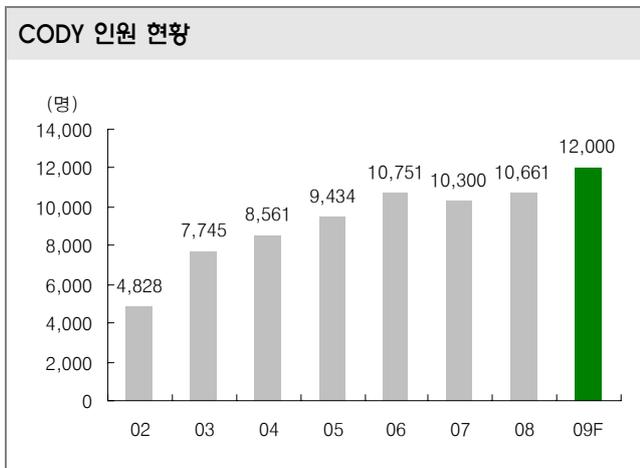
자료: 용진코웨이



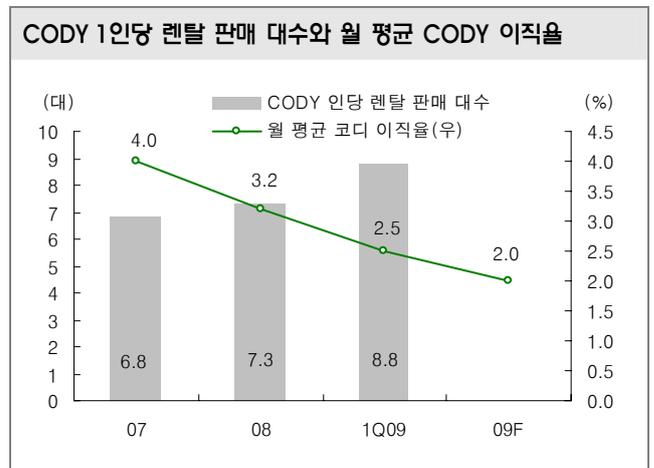
자료: 용진코웨이



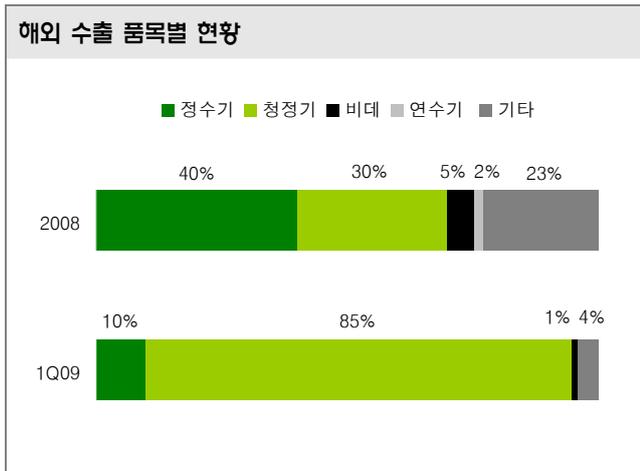
자료: 용진코웨이



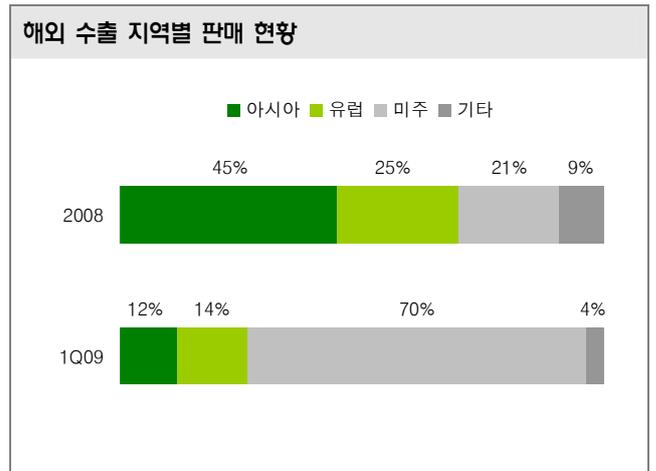
자료: 용진코웨이



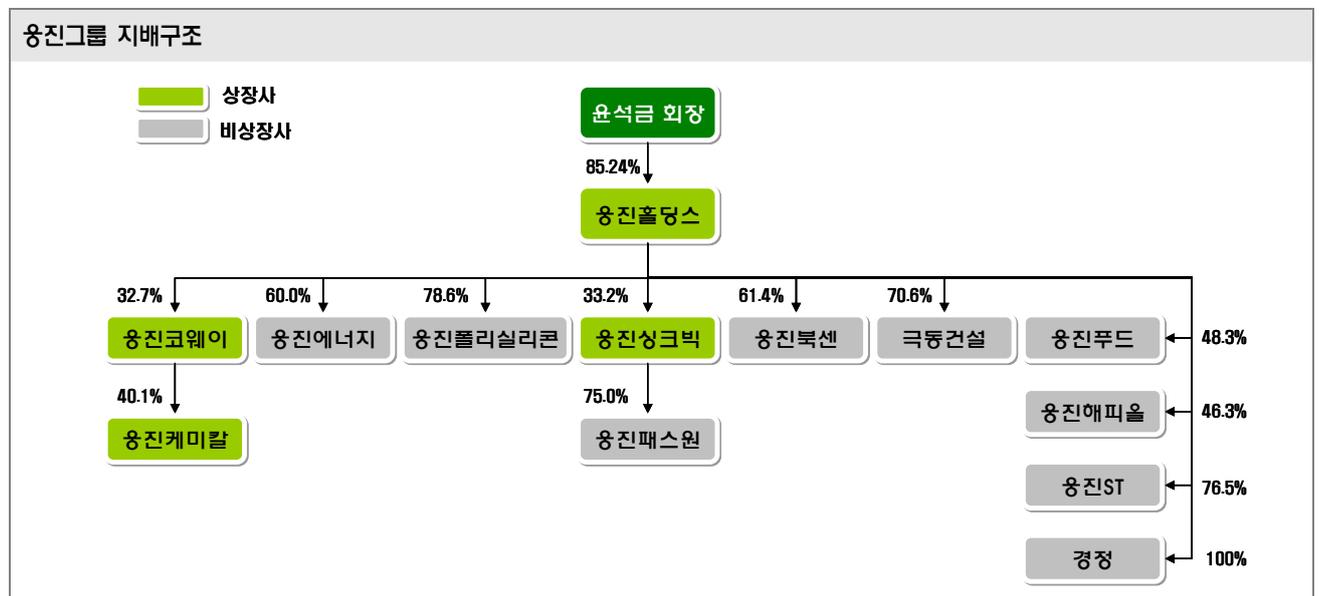
자료: 용진코웨이



자료: 용진코웨이



자료: 용진코웨이



자료: 용진홀딩스, 대신증권 리서치센터  
 주: 용진홀딩스는 특수관계인 포함시 용진코웨이의 36.7%와 용진싱크빅의 36.0% 지분보유  
 극동건설 지분은 우리사주 4.6% 포함

대차대조표

(단위: 십억원)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
유동자산	396	476	534	606	701
당좌자산	338	418	469	530	614
현금등가물	29	76	106	138	189
단기금융상품	0	0	0	0	0
단기투자증권	0	0	0	0	0
단기대여금	0	6	8	10	12
매출채권	118	150	169	196	227
기타유동자산	191	186	186	186	186
재고자산	58	58	65	76	88
비유동자산	541	596	641	681	715
투자자산	17	114	130	145	161
유형자산	389	356	387	411	431
무형자산	74	65	65	65	65
기타비유동자산	61	60	60	59	59
자산총계	936	1,071	1,176	1,286	1,417
유동부채	393	399	433	439	416
매입채무	26	34	39	45	52
단기차입금	92	108	108	108	108
유동성장기부채	20	0	30	30	0
기타유동부채	255	257	257	257	257
비유동부채	15	76	46	16	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	60	30	0	0
기타비유동부채	15	16	16	16	16
부채총계	408	475	479	455	432
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	114	109	109	109	109
자본조정	5	6	6	6	6
기타포괄손익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	370	441	541	676	829
자본총계	528	597	696	831	984
부채와 자본총계	936	1,071	1,176	1,286	1,417
차입금	112	168	168	138	108
순차입금	84	92	62	0	-81

Return on Capital (단위 : %)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
ROA	12.8	12.9	14.6	17.0	18.2
ROIC	23.7	24.8	30.0	34.4	36.8
ROE	24.0	22.9	25.5	27.4	27.1

Financial Leverage (단위: %, 배)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
부채비율	77.1	79.6	68.8	54.8	43.9
단기차입금비율	17.4	18.1	15.5	13.0	11.0
차입금비율	21.2	28.1	24.1	16.6	11.0
순차입금비율	15.8	15.4	8.9	0.0	-8.2
이자보상배율	20.1	16.8	22.0	29.7	43.0
차입금/시가총액	4.9	8.5	8.2	6.8	5.3
차입금/매출액	9.2	12.8	11.3	8.0	5.4
차입금/EBITDA	37.0	50.7	44.2	31.5	22.0

Turnover (단위 : 회)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
매출채권회전율	10.6	9.8	9.3	9.4	9.4
매입채무회전율	44.1	43.9	40.8	41.4	41.2
재고자산회전율	17.6	22.7	24.0	24.4	24.3
유형자산회전율	3.1	3.7	3.8	4.2	4.6
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5

자료: 용진코웨이, 전망은 대신증권리서치센터

대차대조표 ||

(단위: 십억원)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
유동자산	430	457	493	534	534
당좌자산	371	395	429	469	469
현금등가물	24	43	72	106	106
단기금융상품	0	0	0	0	0
단기투자증권	0	0	0	0	0
단기대여금	6	7	7	8	8
매출채권	155	159	164	169	169
기타유동자산	186	186	186	186	186
재고자산	60	62	64	65	65
비유동자산	607	619	630	641	641
투자자산	118	122	126	130	130
유형자산	364	372	379	387	387
무형자산	65	65	65	65	65
기타비유동자산	60	60	60	60	60
자산총계	1,038	1,075	1,123	1,176	1,176
유동부채	407	416	425	433	433
매입채무	35	36	37	39	39
단기차입금	108	108	108	108	108
유동성장기부채	8	15	23	30	30
기타유동부채	257	257	257	257	257
비유동부채	69	61	54	46	46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	53	45	38	30	30
기타비유동부채	16	16	16	16	16
부채총계	476	477	478	479	479
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	109	109	109	109	109
자본조정	6	6	6	6	6
기타포괄손익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	406	443	489	541	541
자본총계	562	598	645	696	696
부채와 자본총계	1,038	1,075	1,123	1,176	1,176
차입금	168	168	168	168	168
순차입금	144	125	96	62	62

Return on Capital (단위 : %)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
ROA	2.8	3.4	4.2	4.5	14.6
ROIC	5.7	6.6	8.3	9.0	30.0
ROE	5.2	6.3	7.5	7.7	25.5

Financial Leverage (단위: %, 배)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
부채비율	84.7	79.7	74.1	68.8	68.8
단기차입금비율	19.2	18.0	16.7	15.5	15.5
차입금비율	29.9	28.1	26.0	24.1	24.1
순차입금비율	25.6	20.9	14.9	8.8	8.9
이자보상배율	20.6	20.2	23.9	23.1	22.0
차입금/시가총액	7.5	7.5	7.5	7.5	8.2
차입금/매출액	49.2	45.8	44.5	42.3	11.3
차입금/EBITDA	198.4	186.6	167.7	159.3	44.2

Turnover (단위 : 회)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
매출채권회전율	2.2	2.3	2.3	2.4	9.3
매입채무회전율	9.8	10.2	10.2	10.5	40.8
재고자산회전율	5.8	6.0	6.0	6.2	24.0
유형자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	3.8
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3

자료: 용진코웨이, 전망은 대신증권리서치센터

손익계산서 |

(단위: 십억원, %)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
매출액	1,213	1,314	1,482	1,723	1,989
제품	52	77	0	0	0
상품 등	1,161	1,237	1,482	1,723	1,989
수출비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	385	407	480	559	659
매출총이익	828	907	1,002	1,164	1,331
판관비	667	717	765	873	992
인건비	153	155	180	210	239
판매비	295	321	351	408	471
경비 등	219	241	235	256	282
영업이익	161	190	237	290	338
영업외수익	10	21	22	24	26
이자수익	2	3	4	5	7
지분법평가이익	0	4	5	5	5
외환관련이익	1	12	12	12	12
기타	6	2	2	2	2
영업외비용	15	27	24	23	21
이자비용	8	11	11	10	8
지분법평가손실	5	6	6	6	6
외환관련 손실	0	1	1	1	1
기타	2	9	6	6	6
법인세비용차감전계속사업손익	156	185	236	291	343
계속사업손익법인세비용	39	56	71	82	97
계속사업이익	116	129	165	209	246
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	129	165	209	246
수정순이익	115	115	151	196	233
EBITDA	303	331	380	438	490

Growth Rate

(단위 : %)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
매출액증가율	8.5	8.4	12.8	16.3	15.5
영업이익증가율	43.7	17.9	24.5	22.5	16.6
세전계속사업이익증가율	52.0	18.7	27.5	23.6	17.8
순이익증가율	55.2	11.0	27.5	27.1	17.8
EBITDA증가율	20.8	9.4	14.7	15.3	11.8
EPS증가율	53.6	10.8	27.5	27.1	17.8
수정EPS증가율	54.7	0.3	30.7	29.6	19.1

Profitability

(단위 : %)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
매출총이익률	68.3	69.0	67.6	67.5	66.9
영업이익률	13.3	14.5	16.0	16.8	17.0
순이익률	9.6	9.8	11.1	12.1	12.4
수정순이익률	9.5	8.8	10.2	11.4	11.7
EBITDA 이익률	25.0	25.2	25.6	25.4	24.6

자료: 용진코웨이, 전망은 대신증권리서치센터

손익계산서 II

(단위: 십억원, %)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
매출액	341	367	377	397	1,482
제품	0	0	0	0	0
상품 등	341	367	377	397	1,482
수출비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	112	119	121	129	480
매출총이익	229	248	256	268	1,002
판매비	180	194	192	199	765
인건비	39	39	39	39	180
판매비	81	87	89	94	351
경비 등	60	68	63	66	235
영업이익	49	54	64	70	237
영업외수익	6	5	5	5	22
이자수익	1	1	1	1	4
지분법평가이익	2	1	1	1	5
외환관련이익	3	3	3	3	12
기타	0	0	0	0	2
영업외비용	8	5	5	5	24
이자비용	2	3	3	3	11
지분법평가손실	3	1	1	1	6
외환관련 손실	0	0	0	0	1
기타	2	1	1	1	6
법인세비용차감전계속사업손익	48	54	64	69	236
계속사업손익법인세비용	18	18	18	18	71
계속사업이익	30	36	47	52	165
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	36	47	52	165
수정순이익	28	35	45	50	151
EBITDA	85	90	100	105	380

Growth Rate

(단위 : %)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
매출액증가율	8.3	11.4	14.4	16.7	12.8
영업이익증가율	9.3	13.0	30.2	44.3	24.5
세전계속사업이익증가율	29.2	23.0	31.8	26.1	27.5
순이익증가율	10.2	21.1	36.1	37.3	27.5
EBITDA증가율	2.0	6.3	11.3	5.2	14.7
EPS증가율	10.2	21.1	36.1	37.3	27.5
수정EPS증가율	-20.6	22.5	28.9	11.6	30.7

Profitability

(단위 : %)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
매출총이익률	67.1	67.6	68.0	67.6	67.6
영업이익률	14.3	14.8	17.0	17.5	16.0
순이익률	8.8	9.9	12.3	13.0	11.1
수정순이익률	8.3	9.4	11.8	12.6	10.2
EBITDA 이익률	24.8	24.5	26.5	26.5	25.6

자료: 용진코웨이, 전망은 대신증권리서치센터

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
영업활동 현금흐름	283	305	351	391	428
당기순이익	116	129	165	209	246
비현금항목의 가감	219	212	211	215	219
감가상각비	142	141	143	148	151
외환손익	-1	-10	-10	-10	-10
지분법평가손익	4	1	1	1	1
기타	74	79	77	77	77
자산부채의 증감	-52	-36	-24	-34	-37
매출채권	-20	-42	-19	-27	-30
재고자산	22	-1	-7	-11	-12
매입채무	-7	8	4	6	7
기타	-47	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-220	-255	-256	-255	-253
투자자산	-2	-82	-16	-16	-16
유형자산	-218	-142	-161	-161	-161
기타	1	-31	-79	-77	-76
재무활동 현금흐름	-50	-2	-65	-104	-123
단기차입금	-10	16	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	60	-30	-30	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-58	-65	-74	-93
기타	-10	-20	30	0	-30
현금의 증감	-6	48	30	32	51
기초 현금	35	29	76	106	138
기말 현금	29	76	106	138	189
NOPLAT	120	133	165	208	243
FCF	-23	62	123	161	196

(단위: 십억원)

	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2009F
영업활동 현금흐름	78	83	93	98	351
당기순이익	30	36	47	52	165
비현금항목의 가감	54	52	52	52	211
감가상각비	36	36	36	36	143
외환손익	-3	-3	-3	-2	-10
지분법평가손익	1	0	0	0	1
기타	19	19	19	19	77
자산부채의 증감	-6	-6	-6	-6	-24
매출채권	-5	-5	-5	-5	-19
재고자산	-2	-2	-2	-2	-7
매입채무	1	1	1	1	4
기타	-1	-1	-1	-1	-2
투자활동 현금흐름	-65	-64	-64	-64	-256
투자자산	-4	-4	-4	-4	-16
유형자산	-40	-40	-40	-40	-161
기타	-21	-19	-19	-19	-79
재무활동 현금흐름	-65	0	0	0	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-8	-8	-8	-8	-30
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-65	0	0	0	-65
기타	8	8	8	8	30
현금의 증감	-52	19	29	34	30
기초 현금	76	24	43	72	76
기말 현금	24	43	72	106	106
NOPLAT	31	36	47	52	165
FCF	143	136	144	142	123

자료: 용진코웨이, 전망은 대신증권리서치센터

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영 하였습니다 (작성자: 정연우, 송우연).

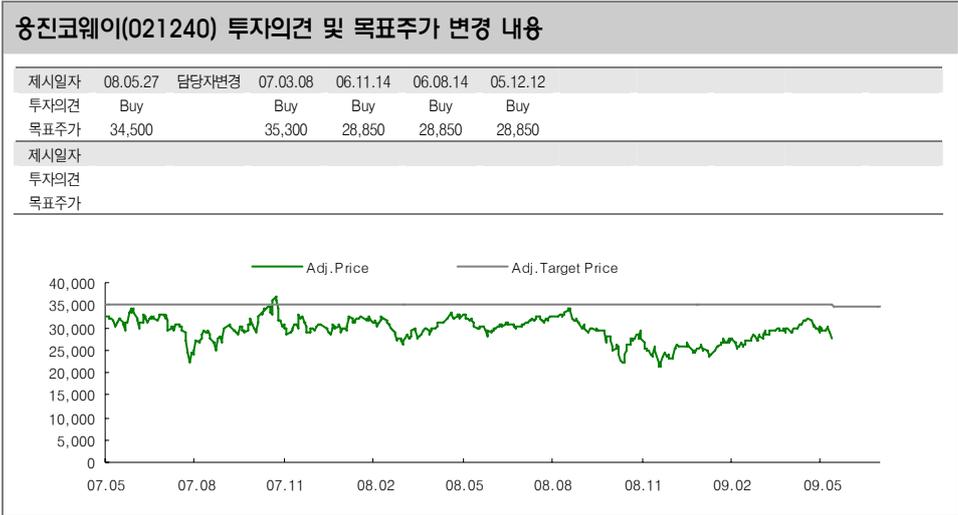
▶ 투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상



본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.