

기업분석/기타 소비자서비스

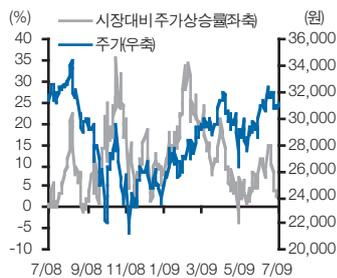
이상구
02.2014.1724
sk.lee@hdsr.com

웅진코웨이 (021240)

BUY(유지)

주가(7/28)	31,300원
적정주가	44,000원(중전 40,000원)
KOSPI	1,524.05
시가총액	2.4조원
상장자본금	386억원
일일거래량(60일 평균)	330,727주
발행주식수(보통주)	77,124,796주
유동주식비율	61.4%
외국인지분	47.1%
수정EPS 성장률(09~11 CAGR)	15.5%
주요 대주주	웅진홀딩스 외 36.6%
	Lazard Asset Management LLC 외 14.0%
	Morgan Stanley Investment Management Company 외 9.1%

주가상승률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.7	-0.3	-1.7
상대	-4.3	-15.1	2.9



2C의 조화

리스크 축소로 re-rating 시기 진입

웅진코웨이 주가는 지난 3년간 25,000-35,000원에서 박스권에서 de-rating되었음. 이는 1) 그룹의 건설사 인수(극동건설, 비상장)에 따른 재무 리스크 증가, 2) 주력 정수기 시장 성장 둔화 우려 등이 작용. 하지만 계열 건설사의 PF잔액 감소와 정수기시장 성장(2009년 상반기 전년대비 35%) 등 부정적인 요인 해소로 re-rating될 전망이다.

적정주가, 44,000원 신규 제시

적정주가는 기존 Sum-of-parts 방식을 통해 10% 상향 조정된 44,000원을 제시함. 이는 2010년 PER 기준 약 20배(100% 할증)에 해당하지만 이익 안정성이 높고, 제 2의 성장기에 들어서는 등 영업 전망이 밝아 높은 주가가치가 정당화될 수 있을 전망이다. 특히 자사주 매입 등 주가가치 제고 노력으로 ROE(2010년 예상 약 24%)가 예상보다 빠르게 개선될 수 있어 기업가치가 증가할 전망이다.

2009-2013년 EPS CAGR 14% 추정

동사의 향후 5년간 수정 EPS 성장은 CAGR기준 14%에 달할 전망이며 지난 4년간 성장률 11% 대비 높아질 전망이다. 이는 2C(Cody 및 Co-marketing) 효과, 2006년 및 2009년 가격인상 효과, 외주용역비 및 해약을 하향 안정 그리고 계열사 사업부 인수 등 투자활동 일단락에 기인. 영업이익률은 상대적으로 마진이 낮은 수출부문 기여 정도에 따라 변동성이 있지만 2010년과 2011년에는 15.4%, 15.9%로 2008년 14.5% 대비 약 1%p 이상 개선될 듯.

결산기말	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	수정 EPS	PER*	PBR	EV/ EBITDA	ROIC	ROE	배당 수익률	순차입금 비율
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)	(%)
12/07A	1,213.1	161.3	155.7	116.3	1,562	1,512	24.3 - 14.6	5.2	7.8	22.4	24.0	2.6	15.7
12/08A	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	1,657	20.8 - 12.9	3.8	6.2	25.1	22.9	3.3	14.4
12/09F	1,411.1	210.0	188.4	143.3	1,926	1,884	16.6	4.2	7.2	24.5	23.4	3.2	18.6
12/10F	1,496.0	231.1	209.6	163.5	2,196	2,196	14.3	3.5	6.6	26.8	24.3	3.7	16.1
12/11F	1,595.0	252.9	243.5	189.9	2,551	2,551	12.3	3.0	6.1	25.8	24.7	4.2	11.7

참고: 수정EPS = (당기순이익 - [순비경상손익 x (1-한계법인세율)] + 세후 희석관련 손익조정분) / 수정 평균희석주식수
 순비경상손익 = (외화환산손익 + 자산처분손익 + 지분법손익을 제외한 자산평가손익 + 일회성손익 + 중당사업손익)
 주가관련 상대가치지표는 과거 기말주가를 적용하여 산출 (단, 과거 PER는 최고-최저 범위로 표시)
 자료: 웅진코웨이, 현대증권

목 차

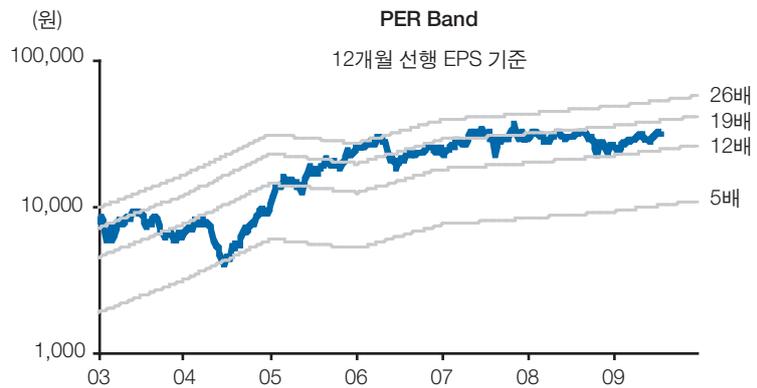
3	주가 착시에서 벗어나자	<p>그림 1) 웅진코웨이 PER 12-19배 박스권 움직임 보여</p> <p>그림 2) 웅진코웨이 주가가치 시장대비 de-rating되었으나</p> <p>그림 3) 웅진코웨이 계열사간 구조조정 마무리</p> <p>그림 4) 전세계 2004년 주가 re-rating</p> <p>그림 5) 웅진코웨이 적정주가 10% 상향 조정한 44,000원 제시</p> <p>그림 6) 우수한 ROE 감안 시 소매업체 대비 저평가될 이유 없어</p>
7	정수기는 이미 생활 필수품	<p>그림 7) 방문판매인 코디 인원 증가하고 있어</p> <p>그림 8) 공기청정기 시장 대기업 점유율 높지 않아</p> <p>그림 9) 웅진코웨이 정수기 가격 경쟁력 높아</p> <p>그림 10) 웅진코웨이 정수기 높은 시장지배력 보이고 있어</p> <p>그림 11) 물 소비 형태</p> <p>그림 12) 한국 일인당 연간 생수 소비량 낮아</p> <p>그림 13) 소득 수준 상승이 정수기 수요 견인</p> <p>그림 14) 30-40대 연령층이 정수기 주요 고객</p> <p>그림 15) 정수기 및 생수 가격 비교</p>
12	2009년부터 제 2 성장기 누릴 듯	<p>그림 16) 웅진코웨이 2007년-2008년 5년 만기고객 집중</p> <p>그림 17) 2009년 들어 렌탈 판매가 급증하고 있어</p> <p>그림 18) 제휴 마케팅으로 경쟁력 제고</p> <p>그림 19) 제휴 카드 사용으로 월 렌탈료 부담 줄어</p> <p>그림 20) 제품별 판매 추정</p>
16	2009-2013 EPS CAGR 14% 예상	<p>그림 21) 요금 인상은 일회성이 아닌 듯</p> <p>그림 22) 해약률 하향으로 폐기손 개선되고 있어</p> <p>그림 23) 월 해약률 하향될 듯</p> <p>그림 24) 수정 EPS 14-17% 사이 성장 전망</p> <p>그림 25) 주요 가정</p>
20	수처리사업 어떻게 봐야하나?	<p>그림 26) 국내 하수처리 방식은 대부분 약품에 의존하고 있어</p>
21	부록 1. 손익계산서	
22	부록 2. 현금흐름표	
23	부록 3. 대차대조표	
24	부록 4. 주요 재무비율 및 경영성과	

주가 착시에서 벗어나자

왜 de-rating되었나?

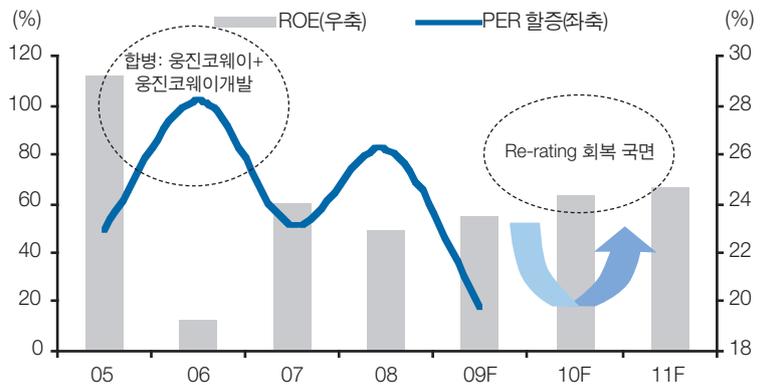
웅진코웨이 주가는 지난 3년간 주가 25,000-35,000원, PER 기준 12배~19배 박스권에서 움직이고 있다. PER 할증은 2006년초 시장대비 최고 150%에서 최근에는 10%까지 하락한 이후 현재 약 17% 수준에서 형성되고 있다(그림 1, 2). 우수한 수익모델 및 높은 이익 예측성에도 불구하고, 주가가치가 de-rating한 이유는 크게 네 가지로 판단된다.

그림 1) 웅진코웨이 PER 12-19배 박스권 움직임 보여



자료: 현대증권

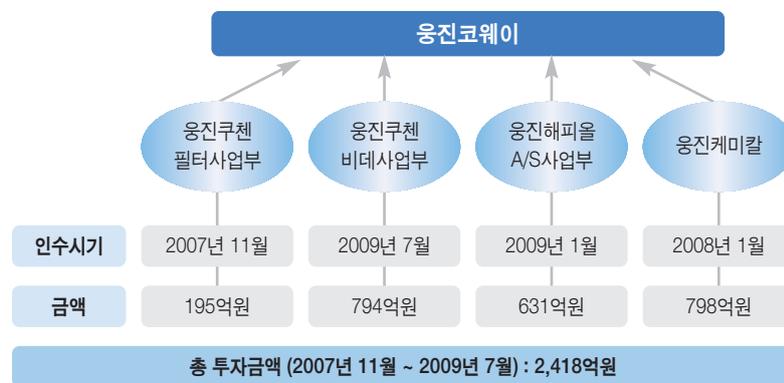
그림 2) 웅진코웨이 주가가치 시장대비 de-rating되었으나



자료: 현대증권

첫째, 계열사 웅진코웨이개발 합병(2005년)에서 오는 높은 이익 성장 이후 시간이 지나면서 시너지효과가 점차 약화되었기 때문이다. 둘째, 2007년-2008년 5년 만기 고객 증가 및 재유치에 집중함으로써 신규 판매가 줄어 주력인 정수기시장 포화에 대한 우려가 있었기 때문이다. 셋째, M&A를 포함한 일련의 투자 활동, 즉 웅진케미칼(008000) 인수와 계열사 웅진쿠첸(비상장) 및 웅진해피올(비상장) 사업부 인수로 free cash flow가 일시적으로 악화되었고 일부 부적절한 계열사 지원 인식이 부각되었기 때문이다. 마지막으로 그룹이 인수한 극동건설(비상장)의 과도한 미분양 및 PF잔액에서 오는 재무 리스크와 간접 지원 우려가 있었기 때문으로 보인다(그림 3).

그림 3) 웅진코웨이 계열사간 구조조정 마무리



자료: 현대증권

2009년 re-rating 계기 마련된 듯

2009년 들어 동사의 영업 및 주변 환경이 개선되고 있다. 상반기 들어 신규 렌탈 판매는 전년 대비 23% 증가하였고 주력인 정수기 판매는 전년대비 35% 늘어나면서 성장 둔화에 대한 우려를 해소하고 있다.

하반기에도 카드사 및 제휴사와 성공적인 마케팅과 코디의 증가 등으로 영업력이 증가할 전망이다. 2010년까지 디자인과 성능이 개선된 신제품도 약 30개 가까이 준비되어 있어 교체 및 신규 수요가 기대된다.

계열사 구조조정은 2009년 7월 웅진쿠첸 비데 사업 인수로 마무리된 것으로 판단된다. 웅진코웨이와 사업 연관성이 있는 계열사는 구조조정이 모두 완료되었기 때문이다. 이에 따라 그동안 잠재되어 있던 지배구조 리스크가 완화될 전망이며 투자 활동에 따른 현금흐름 악화 요인이 줄어 주주가치 제고 정책이 기대된다. 7월 들어 자사주 매입 결의(발행주식수의 약 1.7%)는 이러한 정책 방향을 재확인시켜주고 있다.

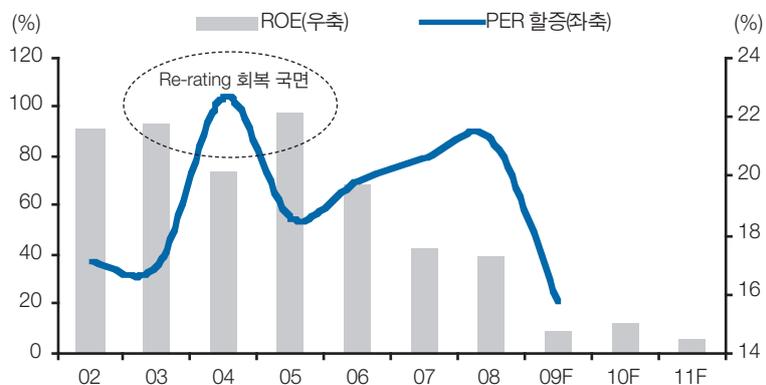
한편, 극동건설 관련 재무 우려는 완전히 해소되지 못하였지만 점진적 완화가 예상된다. 극동건설 PF 잔액은 2009년 상반기말 약 7,600억원으로 2008년말 8,300억원 대비 조금씩 줄고 있다. 이 중 단일규모로 가장 큰 부천 타이거월드 엔터테인먼트 시설(PF 잔액 1,300억원)은 비상장 계열사를 통한 인수가 거의 확실시 되고 있다.

**신세계 사례로 볼 때
웅진코웨이 주가
Level-up은 가능해 보여**

미분양 부담은 지역 및 위치 등을 감안할 때 지속될 전망이지만 최악의 경우 한국토지공사에 원금의 50% 수준에서 매각할 수 있어 우려보다 크지 않은 것으로 판단된다. 지주회사인 웅진홀딩스(016880)도 최근 선제적 자금 조달(회사채 및 BW발행)으로 유동성을 개선시켰기 때문에 그룹 관련 유동성 리스크는 크게 줄어든 것으로 판단된다.

웅진코웨이와 유사한 시장 지위와 우수한 이익 성장을 보이고 있는 업체로는 신세계(004170, Marketperform)가 있다. 신세계의 주가는 2000년 이후 높은 이익 성장에도 불구하고, 2001년 제 3자 배정 유상증자, 2003년 테스코와 가격 경쟁 그리고 할인점 포화 우려로 시장대비 할증이 축소된 적이 있다. 하지만 2004년 이후 우수한 이익 성장 및 ROE가 유지되면서 주가도 한단계 레벨업 되었다(그림 4).

그림 4) 신세계 2004년 주가 re-rating



자료: 현대증권

웅진코웨이도 과거 신세계가 경험했던 일시적 부정적 환경에 노출되면서 de-rating되었으나 향후 높아지는 이익 모멘텀을 감안할 때 주가 re-rating이 기대된다. 2005년 합병 이후인 과거 4년간 EPS 성장률(CAGR)이 약 11%를 보였으나 향후 5년(2009-2013)간은 EPS 성장률이 14%에 달하는 등 안정적 이익 창출이 예상된다.

또한, ROE가 합병 이후인 2006년 19%에서 2012년까지는 24% 이상을 유지할 것으로 추정되어 기업가치는 증가할 것으로 판단된다. 특히 동사가 2012년 ROE 30% 달성을 목표로 하고 있어 이를 달성하기 위한 자사주 매입 및 배당 확대(현재 배당 성향 약 50%) 등 주주가치 제고 정책이 예상을 상회할 수도 있다. 한 예로 최근 동사는 자사주 매입(400억원대)을 전격적으로 실시함에 따라 이에 대한 확신을 높여주고 있다.

동사의 적정주가는 Sum-of-Parts valuation를 이용하여 기존 40,000원에서 44,000원으로 10% 상향 조정되었다. 새롭게 제시된 적정주가는 FY10F PER 20배로 시장대비 100% 할증된 수준이다(그림 5). 주가가치가 비싸게 보일 수 있으나 안정된 이익 창출 능력과 예측성이 높고 제 2의 성장기에 진입하는 등 재평가를 받을 수 있는 여건이 형성되어 이 정도 target 배수를 적용받아도 무리가 없어 보인다.

그림 5) 웅진코웨이 적정주가 10% 상향 조정한 44,000원 제시 (단위: 십억원)

EBITDA (FY10F)	381.5
EBITDA 배수 (배)	9.0
시장대비 할증률 (%)	50.0
영업가치 (a)	3,433.5
세후 투자자산가치 (b=(c+d)×(1-e/100))	91.5
웅진케미컬 (c, 18,8백만주, 40.08%)	183.1
기타 (d)	-
할인율 (e, %)	50.0
기업가치 (f=a+b)	3,525.0
순차입금 (g)	115.8
총 기업가치 (h=f-g)	3,409.2
발행주식수 (백만주)	77.1
적정주가/주 (원)	44,237

자료: 현대증권

한편, 적용된 EV/EBITDA배수 9배는 국내 대형 소매업체의 평균 FY10F EV/EBITDA 약 10배 대비 낮은 수준이다(그림 6). 시장 지배적 위치 및 우수한 수익모델 등이 소매업체와 유사하나 소매업체처럼 자산가치가 많지 않아 할인 요인이 있기 때문이다.

그림 6) 우수한 ROE 감안 시 소매업체 대비 저평가될 이유 없어

		웅진코웨이	현대백화점	롯데쇼핑	신세계
코드		021240	069960	023530	004170
투자의견		BUY	BUY	BUY	Marketperform
적정주가 (원)		40,000	125,000	370,000	490,000
주가 (7/24, 원)		30,800	95,400	286,000	534,000
상승여력 (%)		29.9	31.0	29.4	(8.2)
시가총액 (십억원)		2,375.4	2,166.5	8,306.4	10,071.5
수정 EPS 증가율 (09~11 CAGR, %)		15.5	(0.6)	3.5	8.2
ROE (%)	08	22.9	15.7	8.7	16.0
	09F	23.4	13.1	7.1	13.8
	10F	24.3	11.4	6.8	14.0
	11F	24.7	10.7	7.4	13.5
PER (배)	08	20.8 - 12.9	13.2 - 5.0	16.4 - 5.1	23.2 - 11.5
	09F	16.3	10.5	12.8	17.7
	10F	14.0	10.7	12.5	15.2
	11F	12.1	10.4	10.7	13.8
PBR (배)	08	3.8	0.9	0.7	2.3
	09F	4.1	1.3	0.9	2.2
	10F	3.5	1.1	0.8	1.9
	11F	2.9	1.0	0.8	1.7
EV/EBITDA (배)	08	6.2	8.8	5.9	12.4
	09F	7.1	12.1	8.0	11.1
	10F	6.5	12.0	7.8	10.1
	11F	6.0	11.1	6.6	9.2
시장대비 PER	09F	17.6	(24.2)	(7.6)	27.7
Premium/discount (%)	10F	42.7	9.0	27.4	54.9

자료: 현대증권

정수기는 이미 생활 필수품

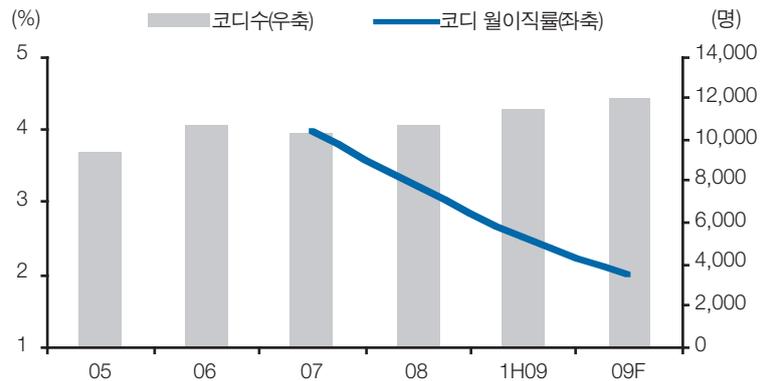
코디의 재발견

웅진코웨이는 정수기 제조 및 판매를 주력으로 비데, 공기청정기, 연수기, 음식물처리기 등 생활 가전 제품을 판매하고 있다. 2008년까지 누적 판매 기준 정수기가 52% 비중을 차지하고 있고 비데 24%, 청정기 15%, 연수기 9%로 구성되어 있다.

영업은 방문 판매원인 코디와 이마트 등을 통해 이루어지지만 코디가 신규 판매의 99%를 담당하고 있다. 판매 방식은 5년 만기 렌탈(2008년 판매비중 98%)과 일시불(2%) 형태를 취하고 있으며 월 평균 렌탈료는 2009년 1분기 기준 23,500원이다.

코디 인원은 2008년말 10,661명으로 지난 2년간 정체되어 있었으나 최근 경기 악화로 자영업자인 코디수가 늘어나고 있고 이직률도 줄고 있다. 2009년 6월말기준 코디수는 11,500명으로 2008년말 대비 8% 증가하였으며 월 이직률도 2.5%로 2008년 3.2%에서 낮아지고 있다(그림 7). 이에 따라 동사 신규 판매 및 영업력이 예상보다 호조를 보이고 있는 이유 중의 하나로 보인다.

그림 7) 방문판매인 코디 인원 증가하고 있어



자료: 웅진코웨이

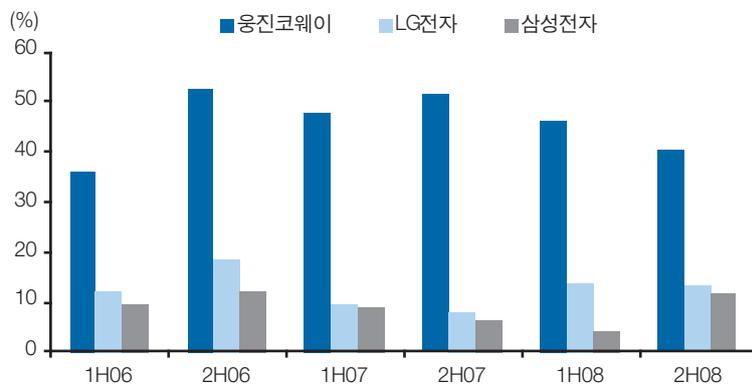
정수기 등 동사 주력 제품의 시장점유율은 공식적인 업계 수치가 없어 시장조사 전문기관을 통해 이루어지고 있다. 회사에 따르면 정수기 시장 점유율은 57%, 비데 48%, 청정기 41% 및 연수기 70%로 각 제품의 지배력이 꾸준히 유지되고 있는 것으로 나타난다.

경쟁 심화 우려는 아직 기우

2009년 4월 LG전자(066570, BUY)의 정수기 시장 진입으로 대기업과의 경쟁 우려가 다시 부각되고 있다. 과거에도 삼성전자(005930, BUY)와 현대 H&S(005440) 등 대기업의 공기청정기 및 정수기 시장 진입이 있었지만 웅진코웨이의 시장지배력에는 영향을 주지 못했다.

공기청정기가 대표적인 예이다. 대기업과 경쟁하고 있는 동 시장에서 웅진코웨이의 시장점유율은 2008년 말 40%로 2006년 하반기 대비 52%대비 줄어 들었지만 LG전자와 삼성전자의 시장점유율도 13%, 12%로 2006년 19%, 12% 대비 부진한 모습이다(그림 8). 이는 대기업의 시장진입에도 불구하고, 시장의 구조가 크게 바뀌지 않고 있음을 보여주고 있는 사례이다.

그림 8) 공기청정기 시장 대기업 점유율 높지 않아



자료: 웅진코웨이

이번 LG전자에서 새롭게 출시된 냉정수기는 월 렌탈요금이 52,000원(시판 1,520,000원)으로 비슷한 모델의 웅진코웨이 월 렌탈료 39,500원(시판 1,520,000원) 대비 30% 이상 비싸다. LG의 의무 사용 기간도 36개월로 웅진코웨이의 12개월 대비 상대적으로 길다. LG의 지난 4, 5월 두 달간 판매대수는 약 1,000대에 그치고 있는 것으로 추정되어 웅진코웨이의 월 평균 정수기 판매 5만대 대비 1%에 그치고 있다(그림 9).

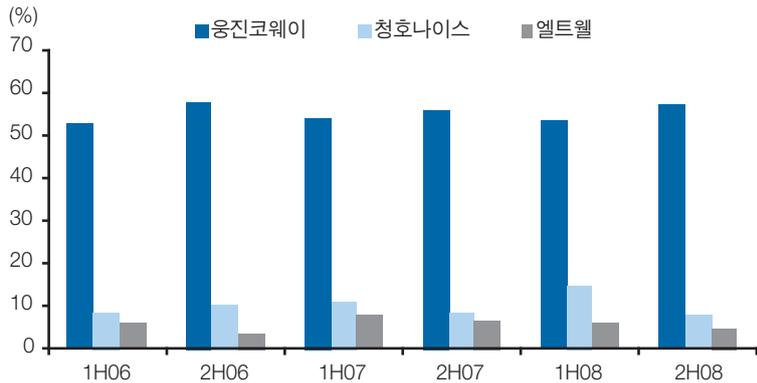
그림 9) 웅진코웨이 정수기 가격 경쟁력 높아

제품명	일반정수기		냉정수기			이온수기	
	웅진 (P-07CC)	청호 (CHP-1270D)	웅진 (CHP-08AL)	청호 (CHP-2240D)	LG (WQD74RJ1)	웅진 (CPE-06AL)	LG (WYD371GH)
등록비 (원)	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
월렌탈료 (원)	1-12개월	23,000	39,500	33,000	52,000	51,000	81,000
	13-24개월	20,000	23,000	34,900	33,000	52,000	45,500
일시불가격 (원)	630,000	957,000	1,520,000	1,870,000	1,520,000	1,750,000	2,150,000
의무약정기간	12개월	24개월	12개월	24개월	36개월	12개월	36개월

자료: 웅진코웨이, 현대증권

LG전자의 유통망(하이프라자 2008년말 약 213개점)과 판매 조직(4월 약 20명)이 계속 확대될 수 있음을 감안할 때 웅진코웨이에 위협적일 수 있다. 하지만 마케팅 활동이 증가하더라도 경쟁사가 가지고 있지 못한 카드사 등 제휴 마케팅으로 동사의 영업력이 타격을 받기 보다 재무 여력이 취약한 경쟁업체에 부정적 영향을 줄 전망이다(그림 10).

그림 10) 웅진코웨이 정수기 높은 시장지배력 보이고 있어

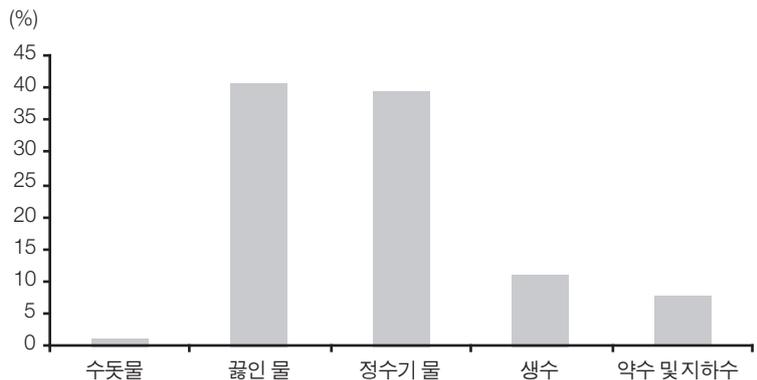


자료: 웅진코웨이

수돗물은 왜 안 되죠?

2007년 환경부 자료에 따르면 소비자가 식수로 소비하는 물의 형태는 정수기 물이 39%, 끓인 물 41%, 그리고 생수 11% 등으로 구분되고 있다. 정수기 사용을 선호하는 이유는 냄새, 이물질 및 맛 등에서 수돗물을 직접 또는 끓여 마시는 것보다 만족도가 높기 때문인 것으로 나타나고 있다(그림 11).

그림 11) 물 소비 형태

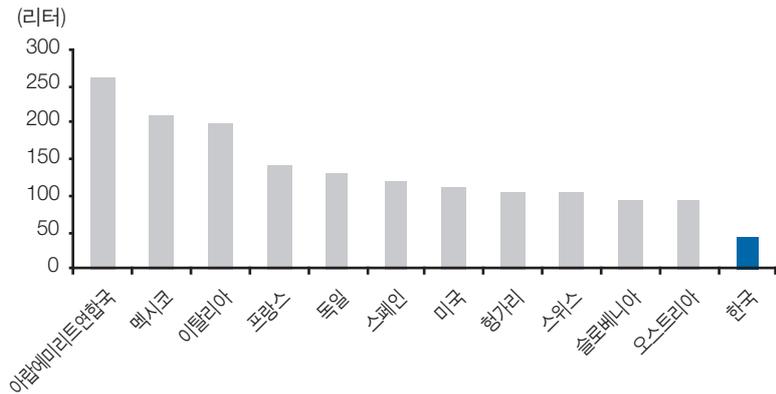


자료: 환경부

우리나라의 경우, 수돗물을 직접 음용하는 경우가 낮은 것은 수질의 문제라기보다 잔류 약품 냄새와 상하수도 배관이 오래됐을 경우 녹 등 이물질 검출 우려가 있기 때문이다. 타 국가에 비해 생수보다 정수기를 많이 사용하는 이유는 쌀을 주식으로 하는 식생활 문화와 수돗물 가격이 선진국의 1/10 수준에 그치고 있어 물을 사 먹는 것에 거부감이 있기 때문이다.

한국의 일인당 생수 소비량은 연간 약 40리터로 미국 등 선진국의 일인당 100리터 이상과 비교할 때 낮다(그림 12). 소득 수준이 높아질수록 웰빙 추구형 생수(특히 미네랄 등 무기질 함유) 소비가 늘어나는데 비해 한국은 정수기 사용이 보편화되고 있는 추세이다.

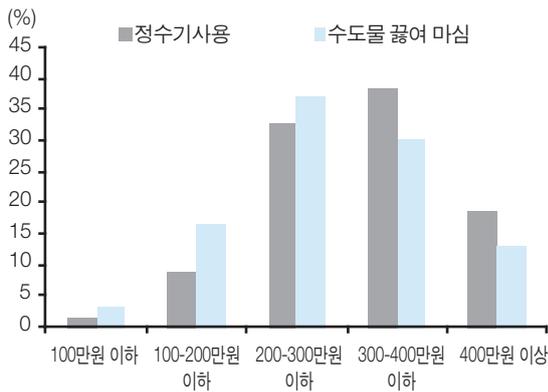
그림 12) 한국 일인당 연간 생수 소비량 낮아



자료: Beverage Marketing Corp, 현대증권

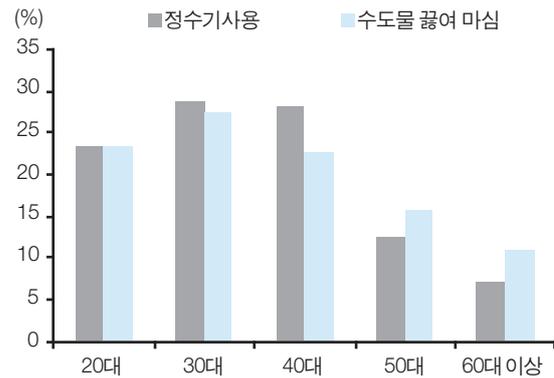
국내에서 정수기를 많이 사용하는 가구는 소득수준 월 300만원 이상, 연령별로 30-40대이다(그림 13, 14). 소득 수준이 올라갈수록, 결혼한 연령일수록 정수기 사용이 보편화되고 있음을 보여준다. 2인 이상 가구가 하루에 일인당 1리터를 소비한다고 가정할 경우, 사용량에 제한이 없는 정수기를 사용하는 것이 경제적 및 심리적 부담을 줄여 주고 있다(그림 15).

그림 13) 소득 수준 상승이 정수기 수요 견인



자료: 환경부

그림 14) 30-40대 연령층이 정수기 주요 고객



자료: 환경부

그림 15) 정수기 및 생수 가격 비교

	냉정수기	생수
소비량/일 (liter)		1
가격 (원)		700
요금/한달 (원)	39,500	21,000

참고: 생수 소비는 일인 기준임
자료: 현대증권

정수기의 전국 보급률은 약 30%로 추정되고 있고 서울 등 수도권지역의 경우 보급률이 약 70%로 추정된다. 이는 중산층 이상 가구 대부분이 정수기를 사용하고 있다는 의미이다. 하지만 건강을 의식하여 신제품으로 정수기 교체 수요가 지속될 수 있고 이온수기 등 미네랄을 함유한 신제품 정수기 시장이 형성될 것으로 보여 향후 성장 가능성은 여전히 높아 보인다.

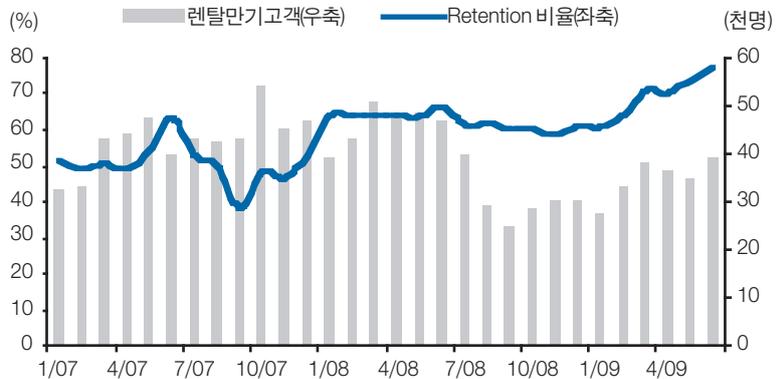
2009년부터 제 2 성장기 누릴 듯

2008년 판매 정체는 일시적 요인에 기인

2008년 정수기를 포함한 신규 판매가 전년대비 6% 감소하였다. 일부에서는 정수기 등 주력 상품의 시장 침투가 어느 정도 성숙단계에 도달하지 않았나 우려하는 분위기이다. 하지만, 2008년 성장 둔화는 내부적 요인이 더 컸던 것으로 판단된다.

우선, 웅진코웨이가 렌탈사업을 시작한 시기는 1998년부터이지만 본격적으로 가입자가 급증한 시기는 2002년 이후이다. 5년 만기가 도래한 고객이 2006년말 월 3만대 수준에서 2007-2008년에는 월평균 5만대 이상 증가하여 이들 고객을 재유치하기 위한 노력이 일시적으로 배가되었다(그림 16).

그림 16) 웅진코웨이 2007년-2008년 5년 만기고객 집중



자료: 웅진코웨이

경쟁사 또한 웅진코웨이 만기고객을 빼앗기 위한 마케팅이 증가하였고 동사도 만기고객 retention(계약 유지) 비율이 50-60%대로 정체되어 있음에 따라 코디 인센티브를 일시적으로 상향 조정하며 재유치에 나서게 되었다. 이에 따라 2008년에는 신규 판매보다는 기존 고객 재유치에 중점을 둔 한 해였다.

하지만 2009년에는 렌탈 판매 대수가 다시 급증하고 있다. 1-6월까지 누적 판매대수는 약 66만개로 전년대비 약 23% 증가하였다. 2009년 들어 5년 만기 고객이 다시 감소함에 따라 신규 고객 유치에 나설 수 있고 제휴 마케팅 효과로 타 경쟁사에서 누리지 못하는 가격 인하 효과를 누리고 있기 때문이다(그림 17).

그림 17) 2009년 들어 렌탈 판매가 급증하고 있어

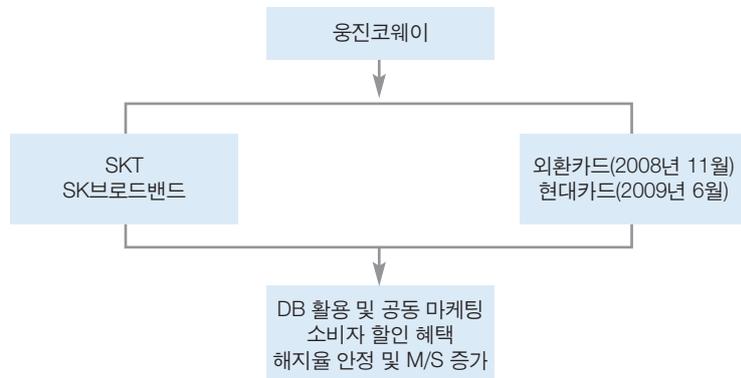


자료: 웅진코웨이

네트워크 마케팅, 고객 충성도 높아

웅진코웨이는 2008년 10월말 외환카드(비상장)를 필두로 SK그룹 통신사(SKT, SK브로드밴드), 기타 10여개 업체로 제휴 프로그램을 확대되고 있다. 동 제휴 프로그램의 특징은 포인트 적립에 그치는 것이 아니라 포인트를 현금으로 돌려주는 방식이다(그림 18).

그림 18) 제휴 마케팅으로 경쟁력 제고

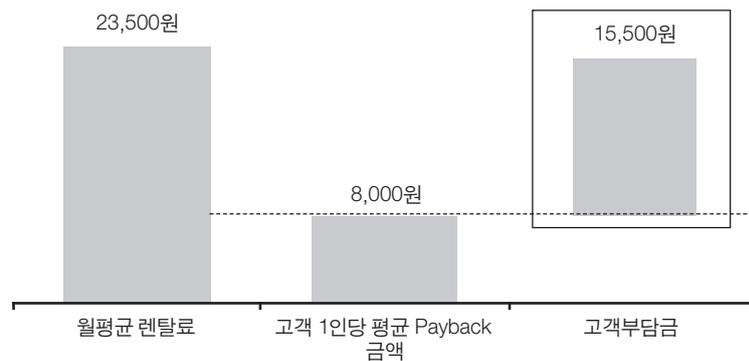


자료: 웅진코웨이

예를 들어 외환은행 제휴 카드인 웅진 Payfree를 사용하고 있는 웅진코웨이 가입자는 6월말 현재 약 95,000명으로 전체 가입자 약 3백만의 3% 수준이다. 동 카드를 할인점과 SK주유소에 사용하면 최대 30,000원을 제휴사에서 현금으로 돌려준다. 지난 6월에는 현대카드(비상장)와 추가 제휴를 통해 사용처를 백화점, 통신사, 병원 및 약국으로 확대함에 따라 가입자의 편리성이 확대되었고 최대 할인금액도 60,000원으로 커졌다. 외환 및 현대카드를 함께 사용하면 총 3개 제품에서 90,000원까지 cashback이 가능할 전망이다.

동사에 따르면 지난 9개월간 제휴 외환카드를 사용한 고객이 돌려 받은 금액은 월 평균 약 7,200원으로 월 렌탈료 23,500원 대비 30% 정도 할인 받고 있다. 현대카드의 경우 지난 6월 처음 발급된 이후 약 8,000명이 한달 동안 9,000원 정도 할인 혜택을 누리고 있다(그림 19). 이처럼 월 렌탈요금 부담이 줄어들어 따라 고객의 충성도가 증가하고 해약률도 안정되는 효과를 누리고 있다.

그림 19) 제휴 카드 사용으로 월 렌탈료 부담 줄여



자료: 웅진코웨이

2009년 하반기 신규 판매는 최소 전년 수준 가능할 듯

2009년 하반기 신규 렌탈 판매는 최소 전년 수준인 51만대로 예상된다. 상반기 코디당 신규 렌탈 판매 대수는 평균 약 58개로 연으로 환산하면 약 120개에 해당한다. 이는 지난 4년간 코디당 평균 100대 판매와 비교할 때 크게 늘어났다.

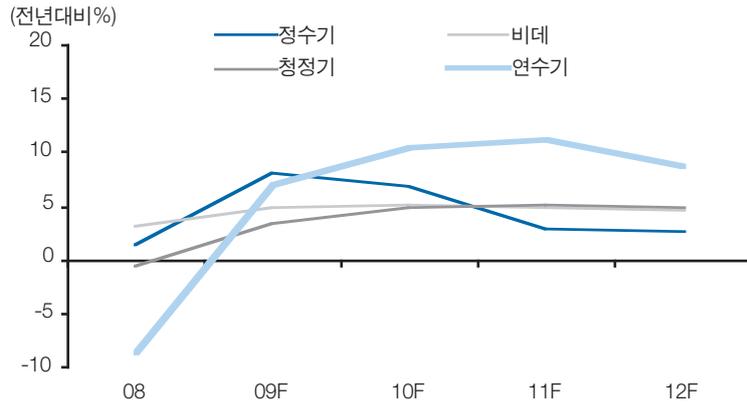
코디 인원이 2009년말 회사 목표인 12,000명에 도달할 경우, 신규 판매 대수는 연간으로 최소 약 110만대(전년대비 9%)에서 최대 130만대(전년대비 30%)까지 예상된다. 당사에서는 약 120만대 증가(전년대비 약 14%)를 가정하고 있다.

5월부터는 신제품 얼음정수기가 새롭게 출시되었고 7월에는 성능 대비 가격대 부담이 있었던 음식물처리기도 새롭게 출시되었다. 얼음정수기는 월 3,000대 판매(월 정수기 판매의 5% 비중)를 보이고 있고 음식물처리기도 7월 한달 약 10,000대 판매되어 높은 반응을 보이고 있다.

**2010년은 2008년 대비
5% 판매 증가 예상**

2010년에도 판매 호조가 이어질 전망이다. 2009년말 코디 인원이 목표치 12,000명에 달할 경우, 코디당 약 100개 전체적으로 126만개 판매가 예상되어 전년대비 약 6% 성장이 기대된다. 특히 현대카드 추가 등 제휴 마케팅 강화로 인한 렌탈요금 감소로 상대적으로 보급율이 낮은 비데, 연수기 판매가 호조를 보일 전망이다(그림 20).

그림 20) 제품별 판매 추정



자료: 현대증권

2010년 예상되는 신제품으로는 로봇청소기가 있다. 가격 대비 소비자 만족도가 변수이나 소득수준이 높아짐에 따라 편리성을 추구하는 생활 방식을 감안할 때 잠재 수요는 존재할 전망이다. 동 제품이 아직 출시되지 않아 수익 모델에는 반영되지 않았지만 음식물처리기와 함께 장기적으로 신규 성장 동력으로 기대된다. 생활가전 제품 중 식기세척기가 가장 낮은 약 11%의 보급률을 보이고 있음을 감안할 때 위 신규 제품은 소비자의 구매 욕구를 높일 수 있을 전망이다.

2009-2013 EPS CAGR 14% 예상

동사의 향후 5년간(2009-2013년) 수정 EPS는 CAGR기준 약 14% 성장하며 지난 4년간 11% 성장 대비 높아질 전망이다. 이익 성장의 주는 해약률 및 외주용역비 하향 안정, 2006년, 2009년 렌탈 및 멤버십 요금 가격 인상 효과, 그리고 계열사 사업부 인수 등 투자 활동 일단락에 기인한다.

요금 인상은 지속적일 듯

요금 인상은 2006년 하반기 처음으로 이루어졌다. 신규 가입자를 대상으로 렌탈 요금 5%, 기존 가입자 대상으로 멤버십 요금 23%가 상향 조정되었는데 요금 인상으로 일시적 고객 이탈 요인이 있었으나 한달 안에 회복되었다.

2009년 7월에도 일부 제품 중심으로 요금 인상이 이루어졌다. 정수기 요금이 약 6%, 연수기 요금이 약 2% 조정되었고 멤버십은 정수기만 10% 올랐다. 요금 인상 효과는 누적 계정이 약 4백만에 달하고 신규 가입자(매년 순증 30만 계정)를 대상으로 이루어지기 때문에 단기간보다는 장기적으로 ARPU 상승으로 나타날 전망이다(그림 21).

그림 21) 요금 인상은 일회성이 아닌 듯

(%)	2006년 8월 11월	2009년 7월
렌탈료	5	5
멤버십	23	10

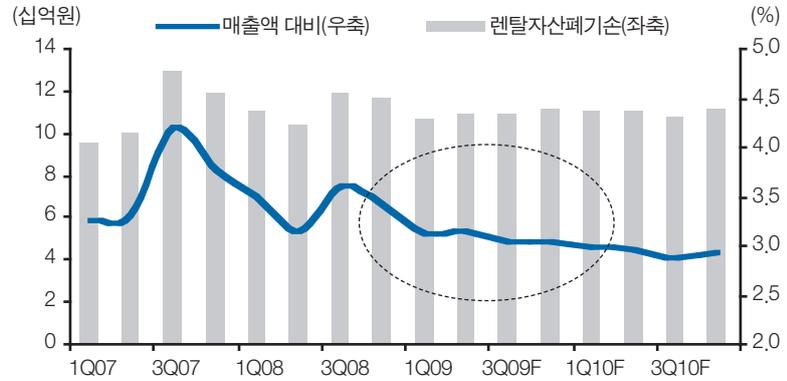
참고: 2006년 가격인상은 렌탈의 경우 전품목(신규가입자 대상), 멤버십은 기존 고객 대상
2009년은 렌탈 및 멤버십 모두 정수기 신규 가입자에 국한
자료: 웅진코웨이

해약률 안정도 수익 구조 개선에 기여

월 해약률은 2009년 4월 정수기 관리 불량 보도로 일시적 계약 취소가 급증하여 1.5%를 기록한 후 하향 안정되고 있다. 2009년 6월 해약률은 1.05% 수준으로 추정된다.

해약률은 주로 렌탈 영업과 관련된 것으로 판관비 내 렌탈자산 폐기손에 영향을 미친다. 고객이 5년 이내에 해약할 경우 사용 중인 렌탈 자산은 회수되고 폐기된다. 잔존 가액이 렌탈자산 폐기손으로 잡히며 매출액 대비 비중은 약 3%이다. 2003년에는 동 비중이 매출액 대비 5% 이상 올라 갔으나 이후 하향 안정 추세를 보이고 있다. 동사의 성공적인 마케팅 효과와 고객 불만 감소 노력을 감안할 때 렌탈자산 폐기 관련 비용은 매출액 대비 2%대로 떨어질 전망이다(그림 22).

그림 22) 해약률 하향으로 폐기손 개선되고 있어



자료: 웅진코웨이

해약률 발생 사유 줄고 있어

해약률이 발생하는 이유는 크게 세가지로 파악된다. 첫째, 렌탈 요금에 대한 부담, 둘째 가격 대비 성능 불만족, 그리고 세번째 방문 조직인 코디의 교체 내지 신제품 권유 등에 따른 것으로 추정된다.

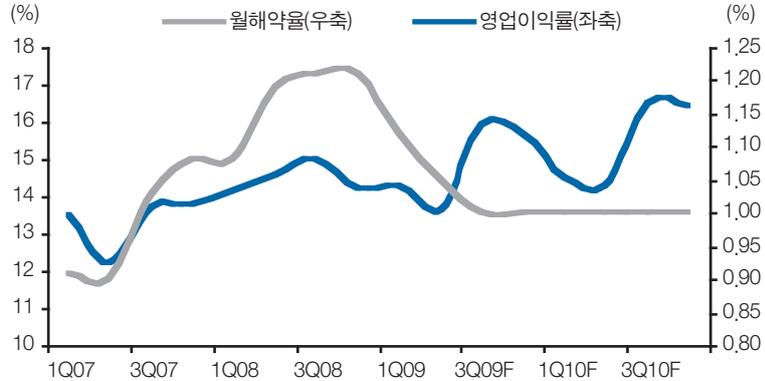
월 평균 렌탈요금 약 23,500원은 도시근로자의 월 소득수준 대비 1%에도 미치지 못하지만 중산층 이하 가계에는 부담으로 작용할 수 있다. 하지만 월 요금 부담이 제휴 프로그램으로 감소하고 타 경쟁사에서 누리지 못하는 혜택을 가지고 있어 고객 충성도가 증가할 전망이다.

두 번째 요인인 가격 대비 성능 불만족은 주로 초기 제품에 많이 발생하는 것으로 판단된다. 과거 제품별 해약률을 보면 제품 생산 연혁이 오래된 정수기는 월 1% 미만이지만 음식물처리기 등 신제품은 월 5-6%에 달하고 있다. 동사의 신제품이 시장을 만들어가는 보급률이 낮은 품목들이어서 높은 해약률은 불가피하지만 최근 성능이 보완된 신제품 출시 등으로 어느 정도 관리가 가능할 것으로 여겨진다

마지막으로 코디와 관련된 요인이 해약률 상승의 가장 큰 요인으로 생각된다. 동사 영업의 주력인 코디의 수입은 크게 판매 유치에 따른 인센티브와 유지 및 보수에 따른 고정비로 구분된다.

코디 수입은 평균적으로 월 200만원 정도 되며 이 중 50%가 판매 유치에 따른 수당이다. 회사 자료에 따르면 월 해약률은 12개월까지 0.4%수준에 그치나 13개월차에는 4.8%로 일시적으로 급등했다가 이후 1%대 중반으로 떨어지는 모습이다. 13개월차 이상일 경우, 기존 가입자가 해약해도 패널티가 없고 재 유치할 경우, 코디 수수료수입이 추가로 발생함을 감안할 때 해약률은 일부 이와 관련이 있을 것으로 추정된다(그림 23).

그림 23) 월 해약률 하향될 듯



자료: 현대증권

최근에는 제품의 성능이 많이 개선되어 기존 가입자로부터 제품의 교체 필요성이 줄어들고 있고 합리적인 소비패턴을 감안할 때 13개월차 해약률은 점차 줄어들 것으로 보인다. 이에 따라 월 해약률은 1% 수준에서 안정될 것으로 판단된다.

영업이익률은 15-16% 사이에서 개선될 듯

동사의 수익 구조는 신제품 증가 및 가격 인상 등으로 ARPU가 상승하며 지속적으로 개선될 전망이다. 매출총이익률이 70%대에서 안정되어 있고 판관비 구조도 코디 수수료와 코디 관리 조직 인센티브(인건비 개념)를 제외하면 변동성이 크지 않기 때문이다. 한편, 동사가 최근 강조하고 있는 수출은 매출총이익률이 약 30%에 불과해 수출규모에 따라 전체 마진에 영향을 줄 수 있다.

하지만 영업이익률은 수출 영향이 크지 않을 전망이다. 이는 코디 인센티브 등 수당이 없기 때문이다. 이에 따라 영업이익률은 2009년 14.9%, 2010년 15.4%로 2008년 대비 0.4%p, 2009년 대비 0.5%p 개선될 전망이다.

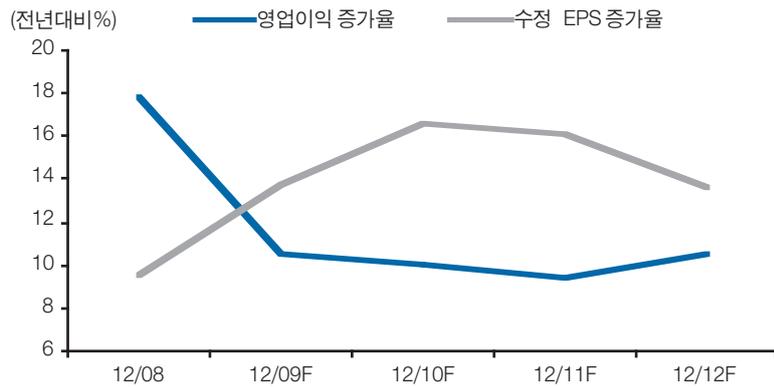
판관비는 인건비를 제외하고는 안정되어 있어

동사 주요 비용 항목인 인건비(매출액 대비 약 12%)는 코디의 판매 결과와 따라 변동성이 있다. 통상적으로 판매 대수가 늘어나면 관리 조직인 영업소의 인센티브 증가로 인건비도 함께 늘어난다. 최근 동사가 인센티브 지급 제도를 바뀌어 판매 대수 뿐만 아니라 해약률도 함께 고려하는 평가 시스템을 도입함에 따라 인센티브 요인이 과거에 비해 크지 않을 전망이다.

한편, 외주용역비(매출액 대비 약 14%)는 제품 설치 관련 엔지니어에 지급되는 비용으로 웅진 해피올(비상장, 웅진홀딩스에 인수)의 서비스 조직을 합병함에 따라 2009년에는 2008년 대비 약 60억원 이상 비용절감 효과가 발생할 전망이다. 2010년 이후에는 판매 호조에 따라 설치 비용이 증가할 수 있으나 자체 조직으로 흡수함에 따라 비용 구조가 안정화될 전망이다.

영업외적으로는 과거 투자 활동-웅진쿠첸 필터사업부(약 200억원), 웅진해피올 A/S 조직(630억원)와 웅진케미칼(008000, 구 새한 지분 40% 800억원)-로 이자비용이 증가하였다. 하지만 2009년부터 구조조정이 일단락됨에 따라 현금 흐름 개선으로 영업외수지도 좋아질 전망이다. 이에 따라 2009년, 2010년 수정 EPS는 전년대비 13.7%, 16.6% 증가할 것으로 전망된다(그림 24).

그림 24) 수정 EPS 14-17% 사이 성장 전망



자료: 현대증권

그림 25) 주요 가정

(천명, 천대)	FY08	FY09F	FY10F	FY11F	FY12F
렌탈가입자 (평균)	3,626	3,766	4,029	4,270	4,477
%YoY	2.3	3.9	7.0	6.0	4.8
렌탈가입자 (연말)	3,639	3,892	4,166	4,374	4,580
%YoY	0.7	7.0	7.0	5.0	4.7
멤버십가입자 (연말)	799	818	833	851	873
%YoY	12.4	2.4	1.8	2.2	2.6
총 가입자 (연말)	4,438	4,710	4,999	5,226	5,453
%YoY	2.7	6.1	6.1	4.5	4.3
해약율 (%)	28.0	24.0	23.7	23.7	23.1
판매대수	1,045	1,189	1,263	1,245	1,263
%YoY	(6.2)	13.8	6.2	(1.4)	1.5
매출총이익률 (%)	69.0	67.3	67.3	65.9	64.4
영업이익률 (%)	14.5	14.9	15.4	15.8	16.1

자료: 현대증권

수처리사업 어떻게 봐야하나?

웅진케미칼 기술적 진보가 기대감 높여

동사는 2008년 웅진케미칼 인수에 나서 지분 41%를 약 800억원에 획득하였다. 인수한 배경은 그룹의 신수종 사업인 수처리사업과 관련하여 웅진케미칼이 세계적인 필터 생산 및 기술을 보유하고 있기 때문이다.

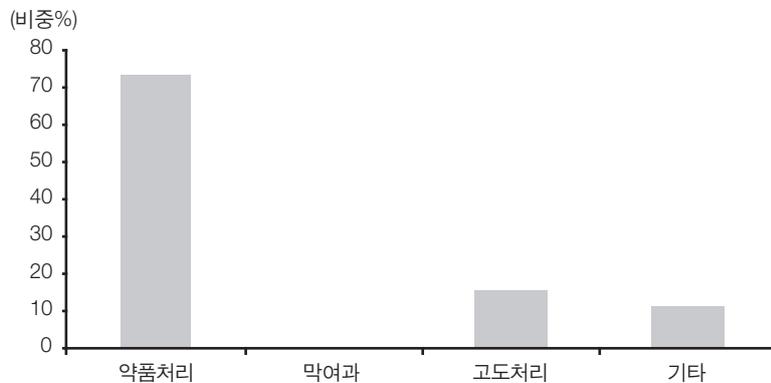
웅진케미칼은 현재 웅진코웨이 정수기에 들어가는 RO(역삼투압)필터를 납품하고 있으며 산업용으로 삼성전자 당정공장에 필요한 초순수용 필터(연간 매출액 300억원)를 공급하고 있다. 최근에는 해수담수화 시설에 들어가는 RO필터(16인치)를 개발하여 부산에서 국책 과제의 일환으로 시제품을 테스트하고 있다.

향후 시발점은 하수처리 시설부터

동사가 향후 중점을 두고 있는 것은 국내에서 하수처리장 시공과 그리고 해외에서는 정수처리 및 담수화시설에 사용되는 필터 공급 등이다. 영업 방식은 웅진코웨이가 전체 수주를 담당하고 극동건설이 설계 및 시공, 웅진케미칼이 필터를 제공하는 방식이다.

국내 하수처리 시설은 보통 공정 당 100-500억원 규모의 기술 집약적산업으로 평가된다. 하수처리 방식은 대부분 약품을 이용하여 처리되고 있는 데 유지 보수 비용이 커 최근 여과막(필터)을 이용한 기술이 대두되고 있다(그림 26).

그림 26) 국내 하수처리 방식은 대부분 약품에 의존하고 있어



자료: 환경부

해수담수화 진출은 2011년 이후 예상

한편, 해수담수화 진출은 2011년 이후 장기적 과제로 보인다. 필터 가격 경쟁력은 Dow Chemical 등 해외 경쟁사와 유사하나 필터 기술 및 운영 능력 등에서 열위를 보이고 있는 것으로 추정된다. 이 중 필터 기술은 최근 경쟁이 가능한 신제품 출시로 기술적 장벽을 어느 정도 극복할 수 있을 것으로 보인다.

단지 수주 경험이 없는 등 시공 관련 reference 문제는 관련 중소형업체 M&A을 통해 해결할 가능성도 있어 보인다. 아직까지 수처리 관련 영업이 준비 단계에 있지만 필터부문에서 기술적 접근 등을 감안할 때 향후 기대감은 높아질 전망이다. 수처리부문 영업이익률은 기존 주력 사업보다 낮은 10% 대로 추정되지만 시장 자체의 성장 잠재력을 감안할 때 기업가치 증가에 기여할 전망이다.

부록 1. 손익계산서

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액	1,213.1	1,314.4	1,411.1	1,496.0	1,595.0
증감률 (%)	8.5	8.4	7.4	6.0	6.6
수출비중 (%)	0.0	0.0	5.8	6.8	7.5
매출원가	(384.7)	(407.2)	(461.0)	(488.8)	(543.1)
매출총이익	828.4	907.2	950.1	1,007.2	1,051.9
매출총이익률 (%)	68.3	69.0	67.3	67.3	65.9
판매비와관리비	(667.1)	(717.1)	(740.1)	(776.1)	(799.0)
매출액대비 판매비 (%)	55.0	54.6	52.4	51.9	50.1
증감률 (%)	6.7	7.5	3.2	4.9	3.0
인건비	(156.3)	(156.0)	(187.9)	(193.6)	(205.2)
판매비	(296.1)	(320.0)	(293.6)	(306.3)	(297.9)
일반관리비	(214.6)	(241.1)	(258.5)	(276.2)	(296.0)
영업이익	161.3	190.1	210.0	231.1	252.9
증감률 (%)	43.7	17.9	10.5	10.0	9.4
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.9	15.4	15.9
EBITDA	302.9	331.3	352.9	381.5	409.1
증감률 (%)	20.8	9.4	6.5	8.1	7.2
EBITDA 이익률 (%)	25.0	25.2	25.0	25.5	25.6
영업외손익	(5.6)	(5.4)	(21.6)	(21.5)	(9.4)
이자손익	(6.4)	(8.1)	(7.9)	(6.4)	(6.1)
외환관련손익	0.9	10.5	4.2	0.0	0.0
지분법손익	(4.1)	(1.4)	(9.2)	(4.0)	(4.0)
자산처분손익	4.3	(2.5)	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	(3.9)	(8.6)	(11.1)	0.7
법인세차감전순손익	155.7	184.8	188.4	209.6	243.5
증감률 (%)	52.0	18.7	2.0	11.2	16.2
세전이익률 (%)	12.8	14.1	13.4	14.0	15.3
법인세비용	(39.4)	(55.7)	(45.1)	(46.1)	(53.6)
유효법인세율	25.3	30.2	23.9	22.0	22.0
계속사업이익	116.3	129.1	143.3	163.5	189.9
중단사업이익 (세후)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	116.3	129.1	143.3	163.5	189.9
증감률 (%)	55.2	11.0	11.1	14.0	16.2
순이익률 (%)	9.6	9.8	10.2	10.9	11.9
순비경상손익	5.2	7.9	4.1	0.0	0.0
수정순이익	112.5	123.3	140.3	163.5	189.9
증감률 (%)	50.5	9.6	13.7	16.6	16.2
수정순이익	9.3	9.4	9.9	10.9	11.9

참고: 수정순이익: 순비경상손익 제외, 수정EPS: 희석효과 반영
자료: 웅진코웨이, 현대증권

부록 2. 현금흐름표

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
당기순이익	116.3	129.1	143.3	163.5	189.9
유무형자산상각비	141.6	141.2	142.9	150.4	156.2
현금유출 없는 기타비용	83.7	85.1	27.5	25.6	26.4
현금유입 없는 수익	(6.0)	(14.4)	(4.0)	(8.0)	(8.0)
운전자본투자	(52.2)	(36.2)	(10.3)	(27.1)	(29.6)
영업활동 현금흐름	283.3	304.8	299.5	304.4	334.9
설비투자	(218.4)	(142.0)	(200.9)	(229.0)	(230.0)
무형자산투자	(4.7)	(4.5)	(0.8)	0.0	0.0
단기투자자산 증감	4.1	(4.2)	(23.0)	8.2	8.2
장기투자증권 증감	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
지분법투자 증감	(15.7)	(82.2)	(2.5)	0.0	0.0
기타투자자산 증감	13.6	(0.2)	0.8	0.0	0.0
기타비유동자산 증감	1.2	(21.9)	(13.4)	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(220.0)	(255.1)	(239.9)	(220.8)	(221.8)
이자발생부채 증감	(19.7)	55.8	17.3	30.0	(10.0)
기타비유동부채 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주식발행/(취득)	(0.2)	0.0	0.6	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(74.4)	(85.6)
기타	0.0	0.1	(49.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(49.7)	(2.1)	(96.2)	(44.4)	(95.6)
현금의 증가(감소)	(6.0)	47.6	(36.6)	39.1	17.5
기초 현금 및 현금성자산	34.5	28.5	76.1	39.5	78.7
기말 현금 및 현금성자산	28.5	76.1	39.5	78.7	96.2
NOPLAT	121.7	144.7	146.7	180.2	197.2
비현금손익 가감	141.6	141.2	142.9	150.4	156.2
총영업현금흐름	263.3	285.9	289.6	330.6	353.4
영업운전자본투자	(19.8)	(28.5)	5.4	(14.0)	(15.7)
설비투자	(218.4)	(142.0)	(200.9)	(229.0)	(230.0)
기타영업자산투자	16.0	40.0	(2.2)	0.0	0.0
잉여현금흐름	41.1	155.3	91.9	87.6	107.8
순현금흐름	9.1	(2.8)	(30.9)	0.9	19.3
기초 순현금 (순차입금)	(92.2)	(83.0)	(85.8)	(116.7)	(115.8)
기말 순현금 (순차입금)	(83.0)	(85.8)	(116.7)	(115.8)	(96.4)

자료: 웅진코웨이, 현대증권

부록 3. 대차대조표

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
현금 및 현금성자산	28.5	76.1	39.5	78.7	96.2
단기투자자산	0.5	5.9	28.9	20.7	12.5
매출채권	117.9	149.8	132.0	138.0	145.0
재고자산	57.8	58.0	61.5	65.2	69.1
기타유동자산	190.9	185.8	197.8	209.4	221.7
유동자산	395.6	475.6	459.7	511.9	544.5
투자자산	16.7	114.1	107.9	103.9	99.9
유형자산	388.7	356.4	427.4	519.9	608.4
무형자산	74.1	64.9	52.6	38.7	24.0
기타비유동자산	61.0	60.5	74.1	74.1	74.1
비유동자산	540.5	595.8	662.0	736.6	806.4
자산총계	936.1	1,071.4	1,121.7	1,248.5	1,350.9
매입채무	25.8	34.2	36.2	38.4	40.7
단기차입금	92.0	107.8	105.1	135.1	125.1
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
기타유동부채	255.3	256.7	256.7	261.9	267.1
유동부채	393.0	398.7	448.1	485.4	482.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	30.0	30.0
금융리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채성충당부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	14.5	15.9	15.6	16.1	16.6
비유동부채	14.5	76.0	45.8	46.3	46.8
부채총계	407.6	474.8	493.8	531.6	529.7
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.7	108.7	59.5	59.5	59.5
자본조정	4.9	6.2	6.7	6.7	6.7
기타포괄손익누계액	0.5	1.3	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	370.1	441.1	519.7	608.7	713.0
자본총계	528.5	596.6	627.8	716.9	821.2
부채와자본총계	936.1	1,071.4	1,121.7	1,248.5	1,350.9

자료: 웅진코웨이, 현대증권

부록 4. 주요 재무비율 및 경영성과

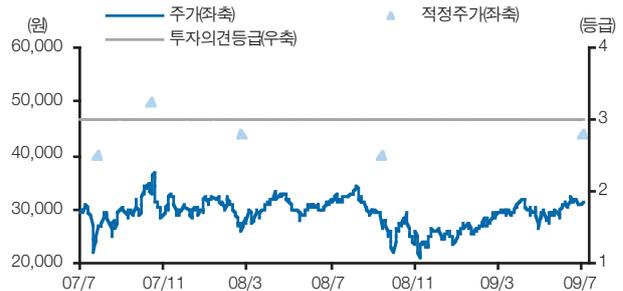
(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
Valuations (배)					
PER*	24.3 - 14.6	20.8 - 12.9	16.6	14.3	12.3
PCFR	8.6	6.9	8.0	7.0	6.6
PBR	5.2	3.8	4.2	3.5	3.0
PSR	1.9	1.5	1.7	1.6	1.5
P/EBITDA	7.5	6.0	6.6	6.1	5.7
EV/EBITDA	7.8	6.2	7.2	6.6	6.1
잉여현금흐름수익률 (%)	1.8	7.8	3.9	3.8	4.6
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.3	3.2	3.7	4.2
우선주 배당수익률 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
PEGR (배)	0.9	1.2	1.1	0.9	0.9
PCGR (배)	0.8	0.9	1.1	0.7	0.9
주당지표 (원)					
EPS	1,562	1,734	1,926	2,196	2,551
증감률 (%)	50.3	11.0	11.1	14.0	16.2
수정EPS	1,512	1,657	1,884	2,196	2,551
증감률 (%)	45.8	9.6	13.7	16.6	16.2
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	3,538	3,841	3,891	4,442	4,749
증감률 (%)	23.0	8.6	1.3	14.2	6.9
주당순자산 (BPS)	5,858	7,056	7,464	8,847	10,446
증감률 (%)	11.5	20.4	5.8	18.5	18.1
주당매출액 (SPS)	16,301	17,659	18,958	20,099	21,429
증감률 (%)	5.1	8.3	7.4	6.0	6.6
주당EBITDA	4,069	4,451	4,742	5,125	5,496
증감률 (%)	20.7	9.4	6.5	8.1	7.2
주당배당금	780	870	1,000	1,150	1,300
증감률 (%)	95.0	11.5	14.9	15.0	13.0
영업실적 및 주주가치 (%)					
ROE	24.0	22.9	23.4	24.3	24.7
ROA	12.8	12.9	13.1	13.8	14.6
ROIC	22.4	25.1	24.5	26.8	25.8
WACC	11.0	10.3	7.3	8.1	8.5
ROIC/WACC (배)	2.0	2.4	3.3	3.3	3.0
경제적이익 (EP, 십억원)	66.2	84.4	104.8	129.6	136.0
재무구조 (%)					
부채비율	77.1	79.6	78.7	74.2	64.5
순차입금비율	15.7	14.4	18.6	16.1	11.7
이자보상배율 (배)	37.8	29.2	31.9	30.8	31.7

자료: 웅진코웨이, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자 의견 및 적정주가 변경추이 (2년)

종목명	변경일	투자 의견	적정주가 (원)
웅진코웨이	07/8/23	BUY	40,000
	07/11/9	BUY	50,000
	08/3/19	BUY	44,000
	08/10/10	BUY	40,000
	09/7/29	BUY	44,000



* 투자 의견 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout / Universe 탈락 = 0

종목명	담당자 주식매수	채무이행 보증	1% 이상 보유여부	계열사 관계	자기주식 취득처분	ELW		유동성 공급자	기타 이해관계
						발행	유동성 공급자		
웅진코웨이					○				

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견

종목: Strong BUY(적극매수): 향후 6개월간 시장대비 30% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
 BUY(매수): 향후 6개월간 시장대비 10-30% 이내의 초과수익이 예상되는 경우
 Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 추가하락이 예상되는 경우

산업: Overweight(비중확대): 산업 기중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 Neutral(중립): 산업 기중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 Underweight(비중축소): 산업 기중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 하락이 예상되는 경우

- 상장자본금: 납입자본금에서 자사주 소각분 등이 차감된 결과인 상장주식 총수의 액면가액

현대증권에서 발간하는 모든 리서치 자료는 현대증권 홈페이지인 www.youfirst.co.kr의 [투자정보] 메뉴를 통해서 조회하실 수 있습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 특정 증권의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 이 보고서의 내용은 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아니며 따라서 그에 의존하여 투자 결정을 내리시는 안될 것입니다. 이 보고서에 포함된 의견이나 전망은 해당일 당시 당사의 전문적인 판단을 반영하는 것이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 당사는 이 보고서의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 이 보고서는 투자에 관해 전문적인 경험을 가진 분들을 위한 자료이며 증권매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 당사의 동의를 얻으시기 바랍니다.

메 모

리서치센터

리서치센터		애널리스트	직책	사내번호	담당업종/분야	E-mail		
		서용원	본부장	1700	리서치센터 총괄	yongw_suh		
경제분석부	거시경제	이상재	부장	1710	경제분석 총괄/이코노미스트	sangjae.lee		
		김재은	연구위원	1712	한국경제	jaeun.kim		
		김경환	선임연구원	1705	중국경제	kh.kim		
	전략	김기형	연구위원	1722	Quant Strategy	gh.kim		
		한동욱	연구위원	1708	Strategy	tuksan.han		
		차은주	수석연구원	1664	Strategy	eunjoo.cha		
		이상원	수석연구원	1752	Strategy	sw.lee		
	채권	신동준	팀장	1768	채권전략	dongjun.shin		
		박상근	연구위원	1707	Credit	sangkeun.park		
		김상훈	연구위원	1769	채권	sanghoon.kim		
	산업분석부	산업재	이창근	부장	1726	산업분석 총괄/건설	constlee	
			이상화	연구위원	1763	조선, 기계	sanghwa.lee	
한병화			연구위원	1777	운송, 유틸리티	bh.han		
김현태			선임연구원	1721	철강, 비철금속	ht.kim		
정일구			연구원	1772	건설, 시멘트	ig.jeong		
송동현			연구원	1613	철강, 비철금속	dongheon.song		
소비재		한익희	팀장	1736	미디어, 엔터테인먼트	ikhee.han		
		이상구	연구위원	1724	유통	sk.lee		
		김혜림	수석연구원	1746	교육출판, 제지, 제약, 화장품	hyerim.kim		
		나은채	수석연구원	1755	섬유, 의류, 종합상사	ec.na		
금융		윤창배	팀장	1744	은행, 카드	cb.yoon		
		이태경	수석연구원	1728	증권, 보험	david.rhee		
테크		김장열	팀장	1730	반도체	jay.kim		
		김동원	연구위원	1734	디스플레이	jeff.kim		
		최윤미	연구원	1767	IT 장비/부품	yunmee.choi		
소재서비스		박대용	팀장	1727	석유화학, 정유	dy.park		
		조수홍	연구위원	1720	자동차, 타이어	soohong.cho		
		권정우	수석연구원	1731	통신, 인터넷	jw.kwon		
		윤 솔	연구원	1737	정밀화학	sol.yun		
		김진구	연구원	1612	자동차부품	jingu.kim		
스몰캡/기술정보		박종선	팀장	1704	스몰캡/기술정보	james.park		
		고정훈	수석연구원	1611	스몰캡	jeonghun.koh		
		박종운	선임연구원	1714	스몰캡	jongwoon.park		
		이기명	선임연구원	1760	스몰캡/지주회사	km.lee		
계량분석부		박천식	부장	1713	계량분석 총괄	cs.park		
		서은숙	수석연구원	1717	Universe 분석	eunsook.suh		
		김철민	수석연구원	1716	Active 전략	cm.kim		
	이영준	수석연구원	1770	배분전략	yj.lee			
	이 정	연구원	1735	전략 개발	jung.lee			
데이터매니저	권서영 과장	1747	sy.kwon	리서치마케팅매니저	국내외 행사	김지영 과장	1775	hana.kim
	김수진 과장	1749	sj.kim		국내 마케팅	장수경 대리	1695	sk.jang
	박현정	1739	hj.park		해외 마케팅	유아름 대리	1748	kirsten.yoo

■ 전화: 02_2014 + 사내번호 ■ E-mail + @hdsrc.com



현대증권 지역별 지점 현황

150-735 서울시 영등포구 여의도동 34-4 Tel. 02.768.0114

가락점	02.404.6341	사당점	02.597.9200	청담점	02.516.5255	정자동	031.718.6411	춘천점	033.241.6511	동래점	051.558.3311
강남점	02.554.0900	삼성역점	02.567.0511	테크노점	02.3424.6511	주안점	032.425.6511	광산점	062.952.2500	동울산점	052.252.9600
강동점	02.474.1161	상계점	02.935.2100	화곡점	02.2690.6511	주엽점	031.916.7811	광주점	062.224.2311	마산점	055.241.3511
개봉점	02.2613.6511	서초점	02.587.6511	계양점	032.551.7711	죽전점	031.898.2700	군산점	063.462.2811	무거동점	052.247.7311
개포점	02.554.8811	서초남점	02.598.1611	김포점	031.981.8711	평택점	031.652.7887	남광주점	062.227.4311	방어진점	052.234.3411
거여점	02.402.7311	중계점	02.935.6511	과천점	02.504.5101	(송탄점)	031.611.4611	덕진점	063.251.6511	부산점	051.257.3111
광화문점	02.723.8291	신림점	02.887.2411	구리점	031.566.4611	화정점	031.978.8611	목포점	061.284.4811	부전동점	051.819.7111
구로점	02.2612.7771	신촌점	02.393.6511	동탄점	031.800.1881	노은점	042.824.6311	상무점	062.381.8311	북울산점	052.286.4811
구로디지털점	02.859.6511	신반포점	02.3476.4411	부천점	032.663.5111	논산점	041.736.8711	순천점	061.743.4711	상인점	053.641.2611
도곡점	02.573.2100	신사점	02.517.6511	부평점	032.529.9701	대전점	042.253.9191	익산점	063.855.6611	상주점	054.536.6511
도봉점	02.997.2011	신설동점	02.921.6511	분당점	031.708.5611	대전점	041.934.5111	전주점	063.287.1911	안동점	054.857.2311
독산점	02.855.8311	쌍문점	02.991.6611	분당남점	031.715.3611	둔산점	042.489.9811	철дан점	062.973.9911	영주점	054.638.6611
동교동점	02.322.4455	압구정점	02.549.4701	산본점	031.395.2911	불당점	041.578.6511	경산점	053.816.7411	울산점	052.244.4151
동대문점	02.2234.6511	양재점	02.529.4921	수원점	031.238.8900	서대점	042.536.7411	경주점	054.773.8411	전하동점	052.234.6511
성북점	02.921.9311	역삼점	02.501.4131	시화점	031.498.5050	서산점	041.666.6611	공업탑점	052.274.6511	진주점	055.747.6521
마포점	02.715.2711	영등점	02.545.8611	안산점	031.414.4411	신탄진점	042.935.9911	병영점	052.281.6511	창원점	055.285.5331
목동점	02.2646.0611	영등포점	02.2631.1033	안양점	031.444.5551	온양점	041.534.6511	구미점	054.458.6211	통영점	055.643.8411
무교점	02.757.6511	영업부점	02.768.0700	연수점	032.821.0600	천안점	041.552.5611	구포점	051.337.8611	포항점	054.277.6511
무역센터점	02.564.6511	원효로점	02.3271.7911	영통점	031.206.6511	청주점	043.257.6611	김천점	054.435.6511	해운대점	051.703.1311
반포점	02.595.4611	이촌동점	02.794.1300	(신갈점)	031.282.2611	충주점	043.845.5411	김해점	055.329.6511	화봉점	052.288.6511
방배점	02.3477.4811	자양동점	02.444.4511	용인점	031.337.2311	제주점	064.721.6511	남울산점	052.257.8411		
보라매점	02.841.8811	잠실점	02.3434.1611	의정부점	031.821.6611	(서귀포점)	064.733.5611	대구점	053.421.3100		
부미크모나코	02.3482.6511	장안점	02.2217.6511	이천점	031.637.6511	강릉점	033.641.2811	대구동점	053.755.8900		
불광점	02.382.6611	종로점	02.734.7203	일산점	031.906.6511	원주점	033.748.3111	대구서점	053.554.6511		