

Reinstating Coverage:

# 웅진코웨이

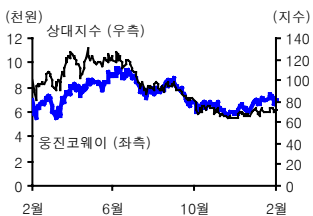
(021240)

**BUY(M)**

최악의 상황은 지났다

주가 (2월 5일):	6,920원
6개월 목표주가:	9,000원
종합주가지수:	841
코스닥주가지수:	437
시가총액:	1,654억원
총발행주식수:	23,903,290주
일평균 거래량:	524,662주
52주 최저/최고:	5,460원/9,590원
상대수익률 (3월/6월):	3.4%/-21.0%
배당수익률(03/12E):	2.4%
주당장부가치(03/12E):	3,378원
유동주식비율:	58.2%
외국인지분:	3.1%
주요지분:	윤석금 (31.3%) (주)웅진닷컴(9.9%)

과거 1년간 주가 추이



- **매력적인 valuation:** 2004년 P/E 6.8배에 거래되고 있으나, EPS는 2004년부터 2006년까지 연평균 22.7%씩 성장할 것으로 기대되어 삼성 유니버스 제조업 평균 P/E 8.9배 (CAGR 15.1%)에 비해 저평가. 목표 target P/E인 8.9배까지의 주가 상승은 무난할 것으로 전망.
- **시장여건 호전으로 인한 실적개선 기대:** 내수경기 침체에 따른 내구성 소비재 수요의 급감으로 2003년 EPS는 전년대비 40.5% 감소. 그러나 올해에는 1) 하반기로 갈수록 내수경기 회복과 이에따른 pent-up demand 분출, 2) 정수기 교체수요 증가, 3) 공기청정기 시장의 견조한 성장으로 인해 실적개선이 두드러질 전망. 이러한 기대들이 주가에 반영되기 시작.
- **동사 방판조직의 경쟁력 - 높은 진입장벽으로 모방 불가:** 대기업들은 이미 시판채널이 설립되어 있어, 방판채널을 새로 설립할 유인이 없음. 또한 시판채널은 방판채널에 비해 시장 침투력이 낮음. 반면, 중소기업들은 동사가 구축해 놓은 높은 브랜드 파워와 탄탄한 AS네트워크를 파괴할 능력 부재. 특히 동사는 초기의 과도한 운전자본 부담으로 시행이 어려운 렌탈판매방식을 안정화시켜 이미 차별화에 성공한 상태. 그 결과 정수기 시장에서 52.9%의 점유율을 기록하며 시장지배력 유지. 즉 현재는 시장적인 요인 이외에는 discount 요인이 없는데, 그것이 소멸되는 과정 중.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS* (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	FV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2000	125.4	22.7	19.4	14.4	650	163.3	10.7	6.7	7.2	2.9	19.3
2001	165.5	28.6	20.5	17.2	751	15.7	9.2	50.3	7.4	2.2	27.2
2002	217.2	43.3	30.4	24.8	1,128	50.2	6.1	23.5	4.6	1.7	31.8
2003E	265.9	35.3	20.0	13.9	671	(40.5)	10.3	41.7	5.9	2.0	15.7
2004E	378.3	44.6	29.4	20.7	1,016	51.4	6.8	28.6	4.3	1.6	22.0
2005E	449.8	56.5	40.0	29.0	1,372	35.0	5.0	4.9	3.1	1.3	25.2

참고: \* 일회성 항목 제외 (특히, 웅진코웨이개발로부터 방판조직 인수시 발생한 영업권에 대한 상각비용을 가산), 완전 회석화됨  
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

- 당사는 2월 5일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 중간사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2월 5일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 2월 5일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 요약

목표주가 9,000원,  
상승여력 30.1%

우리는 웅진코웨이에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 9,000원 (2004년 P/E 8.9배 기준)을 제시하는데, 그 이유는 1) 내구성 소비재인 정수기의 수요가 작년 8월을 기점으로 점차 회복되고 있으며, 2) 현재 주가는 2004년 P/E 6.8배에 거래되고 있으나, EPS는 2004년부터 2006년까지 연평균 22.7%씩 성장할 것으로 기대되어 삼성 유니버스 제조업 평균 P/E 8.9배(CAGR 15.1%)에 비해 저평가 되어 있으며, 3) 2003년에 시행한 두원테크의 인수로 인한 수익성 악화 우려는 이미 주가에 반영되어 있는 것으로 판단하기 때문이다.

하반기 경기회복에 따른  
실적개선 기대

2003년 웅진코웨이는 내수경기 침체에 따른 내구성 소비재 수요 급감으로 인해 EPS가 전년대비 40.5% 감소하였다. 그러나 1) 내수경기가 점차 회복되면서 최종소비지출이 2003년 0.4% 감소에서 2004년과 2005년 각각 2.7%, 3.9% 증가할 것이며, 2) 2003년의 저조한 정수기 수요로 인한 pent-up demand의 분출이 올해 하반기부터 본격화 될 것이며, 3) 정수기 수요가 급증한 1999년 판매분에 대한 교체수요가 올해부터 신규수요에 가세할 것으로 기대되며, 4) 공기청정기 시장의 견조한 성장이 올해에도 지속될 것으로 예상되어, 2004년에는 실적개선이 두드러질 전망이다. 특히 동사의 강력한 방판조직이 시장여건 호전을 매출 증가로 이어줄 것으로 기대한다.

내구성 소비재 지수  
turn around - 주가는 이미  
상승국면 진입

통계청이 매월 발표하는 소비자 기대지수 (현재와 비교하여 6개월 후 소비자들의 기대)중 내구성 소비재 지수는 지난 9월 이미 저점을 통과하여 회복세에 접어들었으나 웅진코웨이의 주가는 아직 이를 반영하지 못한 것으로 판단된다. 일반적으로 동사의 주가가 내구성 소비재 지수를 3~4개월 후행하는 것을 고려할 때, 12월에서 1월 사이에 동사의 주가는 이미 저점을 통과하여 점차 회복 국면에 진입한 것으로 판단되며, 실제로 주가는 2003년 11월 24일 5,600원으로 저점을 기록한 후 현재까지 시장대비 13.8% outperform 하였다.

강력한 방판조직 -  
높은 진입장벽으로  
모방 불가능

웅진코웨이가 갖고 있는 가장 큰 핵심역량은 안정적인 판매채널, 즉 강력한 방판조직을 보유하고 있다는 점이다. 특히 동사의 방판조직은 높은 진입장벽으로 모방이 불가능할 것으로 판단되는데, 그 이유는 1) 대기업들은 이미 시판채널이 설립되어 있어, 방판채널을 새로 설립할 유인이 없으며, 2) 중소기업의 경우에는 동사가 구축해 놓은 높은 브랜드 파워와 탄탄한 AS네트워크를 파괴할 능력이 없기 때문이다. 특히 동사는 초기의 과도한 운전자본 부담으로 시행이 어려운 렌탈판매방식을 안정화시켜 고객이 초기 비용부담 없이 제품을 구매할 수 있는 좋은 조건을 제공하면서 이미 차별화에 성공하였다.

높은 조직 안정성 -  
경쟁사로의 조직원 유출  
가능성은 제한적

시장에서는 피라미드 조직의 특성상 상부 조직이 경쟁 업체로 스카우트될 경우, 이는 웅진코웨이의 직접적인 매출 감소로 이어질 것이므로 중요한 주가 할인요인으로 작용할 것이라는 우려가 있다. 그러나 우리는 웅진코웨이 방판조직의 안정성이 매우 높은 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 높은 브랜드 인지도, 탄탄한 AS망, 렌탈서비스 제공으로 경쟁사에 비해 영업이 용이하며, 2) 사용기간이 긴 고가의 제품 특성을 고려할 때 판매원의 신뢰도가 중요하여 이직이 쉽지 않기 때문이다. 실제로 최근 웅진코웨이가 인수한 엠코디지털은 과거 웅진코웨이 소속이었다가 청호나이스로 옮겨간 판매원들이 설립한 회사인데, 결국 웅진코웨이 제품 판매로 전략을 선회하였으며, 웅진코웨이개발 출신의 영업담당자가 2001년 말 설립한 JM글로벌은 렌탈판매로 인한 과중한 운전자본 부담으로 인해 최근 부도처리 되었다.

**시장지배력 유지의 이유 -**

- 1) 강력한 방판조직,
- 2) 유일한 렌탈판매,
- 3) 구조조정,
- 4) 경쟁사 약화

웅진코웨이의 정수기 시장점유율은 향후에도 50% 이상을 유지할 수 있을 것으로 예상되는데, 그 이유는 1) 웅진코웨이의 핵심역량인 웅진코웨이개발의 강력한 방판조직이 여전히 견재하며, 2) 경쟁업체들의 렌탈사업 진입 실패로 현재는 웅진코웨이만이 정상적인 렌탈 판매서비스를 제공하고 있으며, 3) 방판조직의 구조조정 시행으로 조직의 효율성이 제고될 것으로 기대되며, 4) JM글로벌등 경쟁업체들의 영업력 약화가 진행되고 있기 때문이다. 우리는 2003년 53.0%의 시장점유율이 2006년에는 55.6%로 소폭 증가할 것으로 예상한다.

**청정기 시장 경쟁 심화 -  
영향은 제한적**

국내 공기청정기 시장은 최근 대형가전업체들의 시장진출로 인해 경쟁이 심화 되고 있다. 그러나 우리는 높은 시장 성장률이 시장점유율 하락분을 상쇄하면서 웅진코웨이의 동 사업부문 매출은 향후 3년간 연평균 6.3%의 지속적인 성장이 가능할 것으로 예상하는데, 그 이유는 1) 대형가전업체들의 공기청정기 시장진출은 광고 확대로 인한 청정기 시장 성장을 가속화 시킬 것이며, 2) 특히 웅진코웨이는 시판보다는 방판에 치중하면서 고가의 청정기를 판매하고 있어 판매채널에서 market segmentation이 되어 있기 때문에 이들 업체들과 직접적인 경쟁관계에 있지 않은 것으로 판단하기 때문이다.

**방판조직 인수 효과 -**

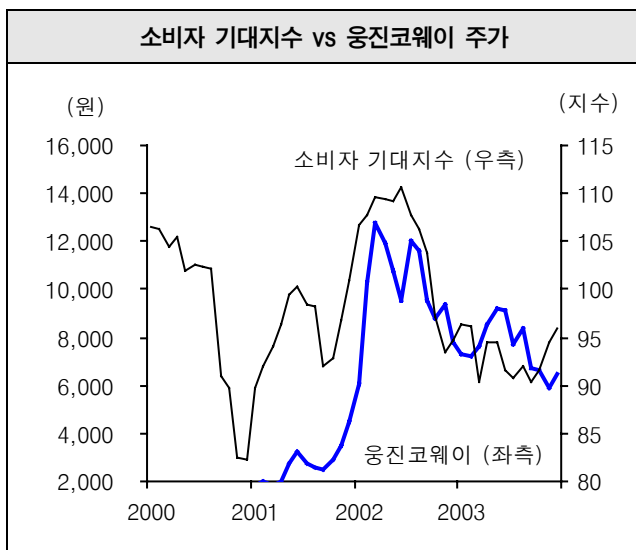
- 1) 판매채널 확보,
- 2) 매출 및 이익 증가

일시불 방판조직의 인수는 1) 독자적인 판매 채널을 확보함에 따라 웅진코웨이개발에 대한 협상력을 보다 강화 시키고, 2) 제품 판매 단가가 높은 방문판매 증가로 인해 매출액 및 이익을 증가시키는 효과가 있다.

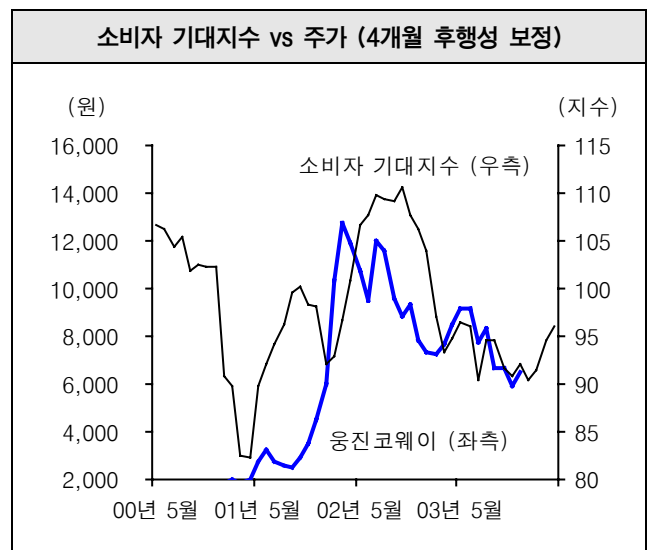
**두원테크 인수 -  
부정적 영향은 이미**

- 주가에 반영,
- 오히려 신제품 개발능력에  
주목

우리는 생활가전 업체인 두원테크의 인수가 주가에 부정적인 것으로 판단하는데, 그 이유는 기존에 두원테크가 생산하는 전기밥솥, 진공청소기 등의 제품이 방판조직을 통한 판매시 시너지효과를 기대하기 힘들기 때문이다. 그러나 이러한 우려는 현재 주가에 충분히 반영되어 있는 것으로 판단되며, 현재 시점에서는 오히려 생활가전 사업부가 향후 방문판매원들의 의견을 반영하여 개발하게 될 새로운 제품군이 정수기, 청정기를 대체할 성장엔진으로 부각될 가능성에 주목해야 할 시점이라고 판단된다.



자료: Wisenet, 통계청



자료: Wisenet, 통계청

## Valuation - 시장대비 저평가

목표주가 9,000원과 BUY  
투자의견 제시

우리는 웅진코웨이에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 9,000원 (2004년 P/E 8.9배 기준)을 제시하는데, 그 이유는 1) 내구성 소비재인 정수기의 수요가 작년 8월을 기점으로 점차 회복되고 있는 것으로 판단되며, 2) 현재 주가는 2004년 P/E 6.8배에 거래되고 있으나, EPS는 2004년부터 2006년까지 연평균 22.7%씩 성장할 것으로 기대되어 삼성 유니버스 제조업 평균 P/E 8.9배 (CAGR 15.1%)에 비해 저평가 되어있으며, 3) 2003년에 시행한 두원테크의 인수로 인한 수익성 악화 우려는 이미 주가에 반영되어 있는 것으로 판단되기 때문이다.

DCF를 이용한 목표주가는  
2004년 P/E 8.9배 수준

우리는 EVA를 이용한 DCF 방법 (MVA method)을 이용하여 웅진코웨이의 주당적정가치를 9,000원으로 산정하였다. 이는 현재 주당순자산 가치 3,337원에 향후 EVA를 통해 기업가치를 주당순자산 위에 끌어올릴 수 있는 힘 (주당 MVA) 5,663원을 더한 값이다. 이는 2004년 P/E 8.9배 수준으로 현재주가대비 30.1%의 상승여력을 제공한다.

### 적정 내재가치

2004E	ROIC (%)	WACC (%)	주당 EVA (원)	주당 MVA (A, 원)	실질 주당순자산 (B, 원)	적정내재가치 (A+B, 원)
웅진코웨이	22.1	10.5	585	5,663	3,337	9,000

자료: 삼성증권 추정

### 주당 적정내재가치 산출

(십억원)		2003E	2004E	2005E	2006E	2007E* terminal	EVA
(1)	EBIT	27.5	36.7	46.2	50.3	53.2	
(2)	일회성 항목조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
(3)	법인세 조정	7.8	9.5	11.5	12.6	13.4	
(4=1+2-3)	세후 영업이익 (NOPAT)	19.8	27.1	34.8	37.7	39.8	
(5)	투자자본	118.8	123.0	129.7	134.7	140.0	
(6=4/5)	ROIC (%)	16.6	22.1	26.8	28.0	28.5	
(7)	WACC (%)	10.1	10.5	11.9	13.4	13.7	
(5 x (6-7))	EVA (경제적 부가가치)	7.8	14.2	19.4	19.7	20.6	138.6
(8)	MVA (향후 발생할 EVA의 현재가치)	137.0					
(9)	비 영업자산 (현금성 자산 및 투자자산)	13.5					terminal EVA 138.6 (a x b)
(10=5+8+9)	기업가치	269.3					07E EVA 20.6 (a)
(11)	이자지급성 부채	51.6					multiplier 6.72 (b)
(12=10-11)	주주들에게 귀속되는 순자산	217.8					
(13)	완전 희석후 주식수 (백만주)	24.2					
<b>(12/13)</b>	<b>주당 적정 내재가치 (원)</b>	<b>9,000</b>					

참고: \* 2007년 추정치를 삽입한 이유는, 웅진코웨이의 성장이 일단락될 것으로 예상되는 2007년의 EVA를 기준으로 미래 가치를 추정하는 것이 타당하다고 판단하기 때문이다

자료: 삼성증권 추정

전환사채로 인한  
주식수 희석화 (1.2%)를  
valuation에 반영

웅진코웨이가 두원테크 인수시 발행한 무보증 전환사채의 주식전환가격은 현재가보다 2.5% 낮은 6,748원이므로, 우리는 valuation시 이로 인한 희석화 가능성 (296,384주, 전체 발행 주식의 1.2%)을 고려하여 목표주가를 산정하였다.

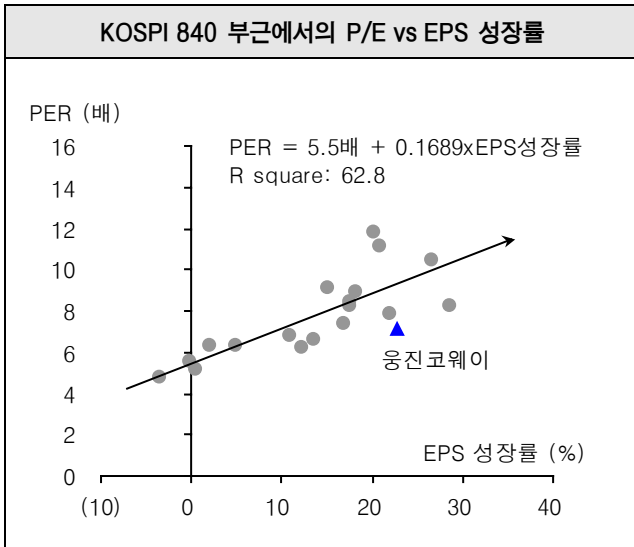
**전환사채로 인한 희석화**

구분	내용
발행일자	2001년 10월 9일
권면총액	20억원
청구기간	2002년 10월 9일 ~ 2004년 10월 6일
전환가액 (원)	6,748
발행가능주식수 (주)	296,384
현재주식수 (주)	23,903,290
희석화후 주식수 (주)	24,199,674
희석화 비율 (%)	1.2

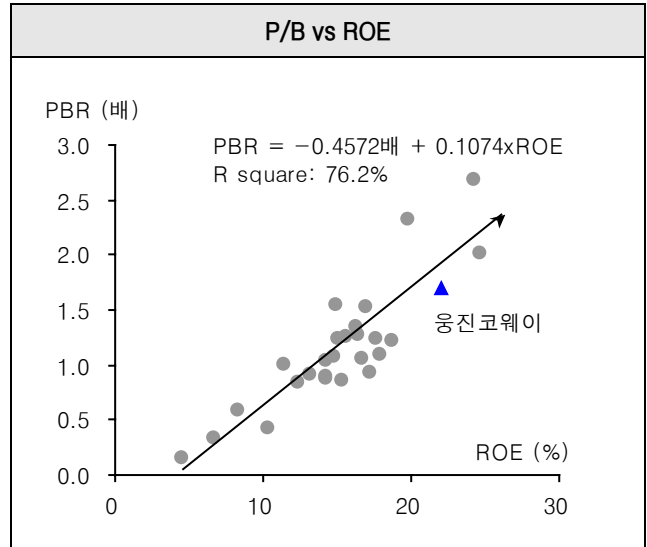
자료: 웅진코웨이, 삼성증권

EPS 성장률을 고려한  
상대주가는 9,490원 수준 -  
상승여력 37.2%

성장성을 고려한 웅진코웨이의 적정 상대가치는 9,490원으로 우리의 적정내재가치를 5.5% 상회하는 수준이다. 우리는 상대가치 산정시 2003년 EPS가 비정상적인 것으로 판단되어 2004년에서 2006년 사이의 EPS성장률 22.7%를 사용하였으며, 2003년에서 2006년 사이의 EPS성장률 31.5%를 사용할 경우 상대가치는 11,000원으로 증가하게 된다. 우리는 내수경기 회복이 본격화 되면서 내구성 소비재에 대한 수요 증가가 시작되면, 일시불 방판조직 인수로 인한 웅진코웨이의 영업레버리지 효과로 인해 실적 개선이 본격화되면서, 우리의 목표주가 9,000원을 넘어서 상대가치 수준으로 overshoot 할 것으로 판단한다.



참고: 웅진코웨이의 EPS성장률은 2004~2006년의 CAGR을 사용  
자료: 삼성증권 추정



자료: 삼성증권 추정

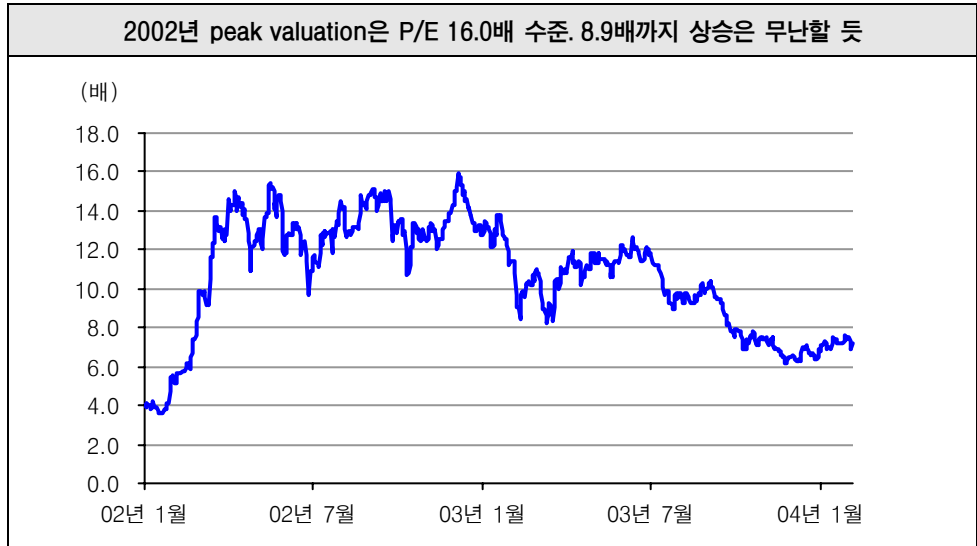
**상대주가 분석**

	KOSPI 840에서 적정 PER				04E EPS (E, 원)	적정주가 (KOSPI 840) (DxE, 원)	현재주가 (2월 5일) (원)	상승여력 (%)
	Intercept (A, 배)	PEGR (B, 배)	EPS 성장률 (04~06년) (C, %)	적정 PER (D=(A+(BxC), 배)				
웅진코웨이	5.5	0.2	22.7	9.3	1,016	9,493	6,920	37.2

자료: 웅진코웨이, 삼성증권

2002년 peak valuation은 P/E 16.0배 수준. 향후 8.9배 수준까지 상승은 충분

아래 P/E 그림에서 알 수 있듯이 웅진코웨이의 주가는 2002년에 P/E 16.0배에서 역사적 고점을 기록한 후 지속적으로 하락하면서 최근에는 2004년 P/E 6.8배 수준에 거래되고 있는데, 이는 2002년 동사 주가가 re-rating 된 이후 역사상 최저 수준인 6.0배에서 소폭 상승한 수준이다. 이는 2003년 내수경기 부진으로 인한 실적악화가 주요 원인이었으나, 2004년 3분기부터 내수경기 회복이 본격화될 것으로 전망됨에 따라, 향후 valuation이 우리의 target P/E인 8.9배 수준까지 상승하는 데는 무리가 없을 것으로 판단한다. 특히, 내수회복이 지연되면서 주가가 하락하더라도 웅진코웨이의 역사적 저점이 P/E 6.0배 수준임을 고려해 볼 때, 현재주가 수준에서 downside risk는 13.3% 수준이나, upside potential은 목표주가까지 30.1%이며, 내수회복이 본격화 될 경우 overshooting도 가능할 것으로 판단되어, 현시점에서는 비중확대 전략을 취하는 것이 올바른 투자전략이라고 판단한다.



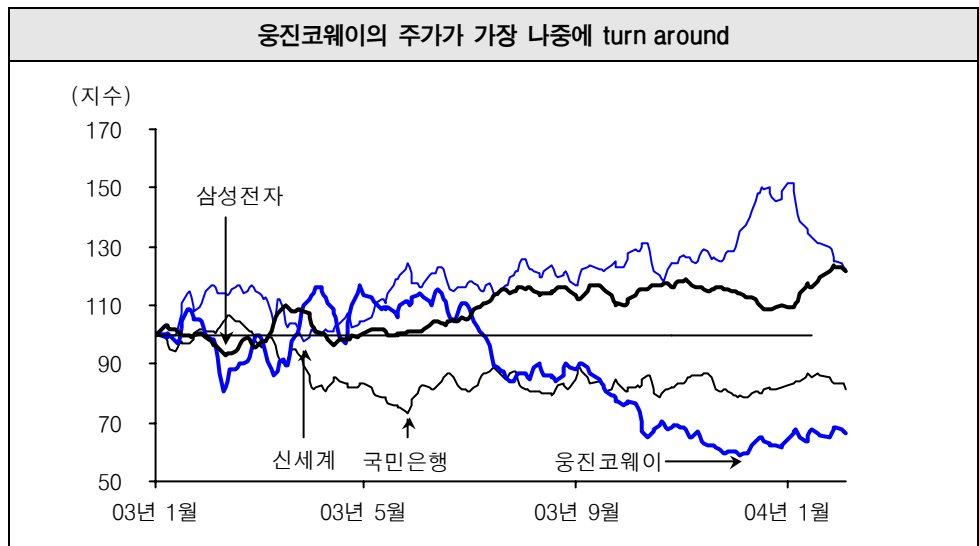
자료: Datastream, 삼성증권 추정

## 내수 회복에 대한 기대감은 주가에 아직 미반영

### 경기회복 정도에 따른 업종 대표주의 주가흐름 비교

내구성 소비재인  
웅진코웨이의 주가가  
가장 늦게 turn around 하는  
모습

아래 그림에서 볼 수 있듯이 IT의 대표주인 삼성전자의 주가는 2003년 2월부터 시장대비 outperform 하기 시작하였으며, 그 다음 경기 민감 내수주인 현대백화점이 3월, 국민은행은 7월부터 저점을 확인한 후 서서히 상승하기 시작하였다. 그러나 정수기, 청정기 같은 내구성 소비재 제품은 소비회복이 경기회복을 후행하는 성격을 갖고 있으며, 이에 따라 웅진코웨이의 주가는 12월에 들어서야 시장대비 outperform 하는 모습을 보이고 있다. 우리는 내구성 소비재의 매출 증가가 2004년 3분기부터 본격화 될 것으로 판단하고 있으며, 이에 따라 1분기부터 주가상승이 본격화 될 것으로 예상된다.

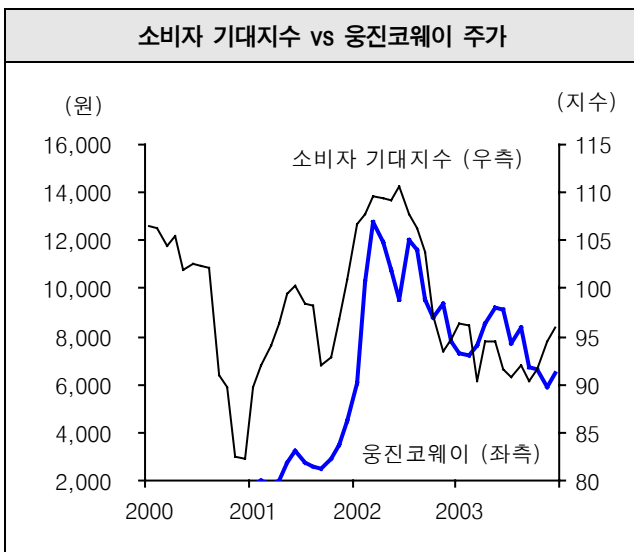


자료: Wisenet

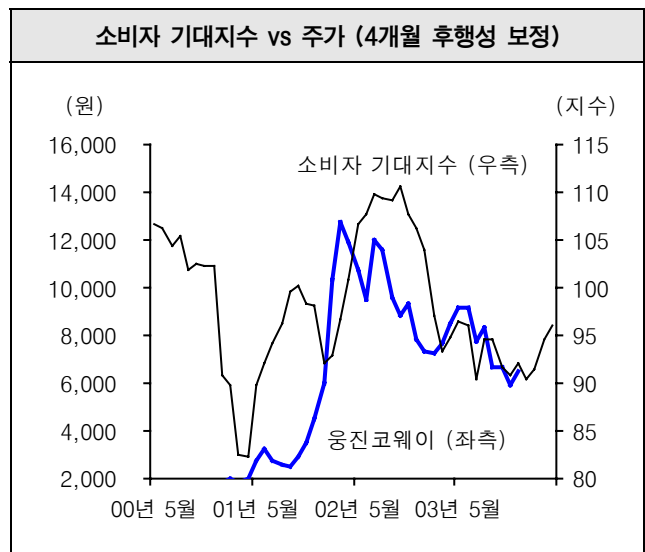
소비자 기대지수를 통한 주가 추이 전망

내구성 소비재 지수는 9월에 이미 저점 확인 - 주가에 대한 4개월 선행성을 고려시 주가는 12월 이미 turn around

아래 그림에서 볼 수 있듯이 소비자 기대지수 (현재와 비교하여 6개월 후 소비자들의 기대)중 내구성 소비재 지수는 이미 9월 저점을 통과하고 회복세에 접어든 것을 알 수 있으나, 웅진코웨이의 주가는 아직 이를 반영하지 못한 것으로 판단된다. 일반적으로 웅진코웨이의 주가가 내구성 소비재 지수를 3~4개월 후행하는 점을 고려할 때, 웅진코웨이의 주가는 12월에 이미 저점을 통과하여 점차 회복 국면에 진입한 것으로 판단되며, 실제로 주가는 2003년 11월 24일 5,600원으로 저점을 기록한 후 현재까지 시장대비 13.8% outperform 하였다.



자료: Wisenet, 통계청

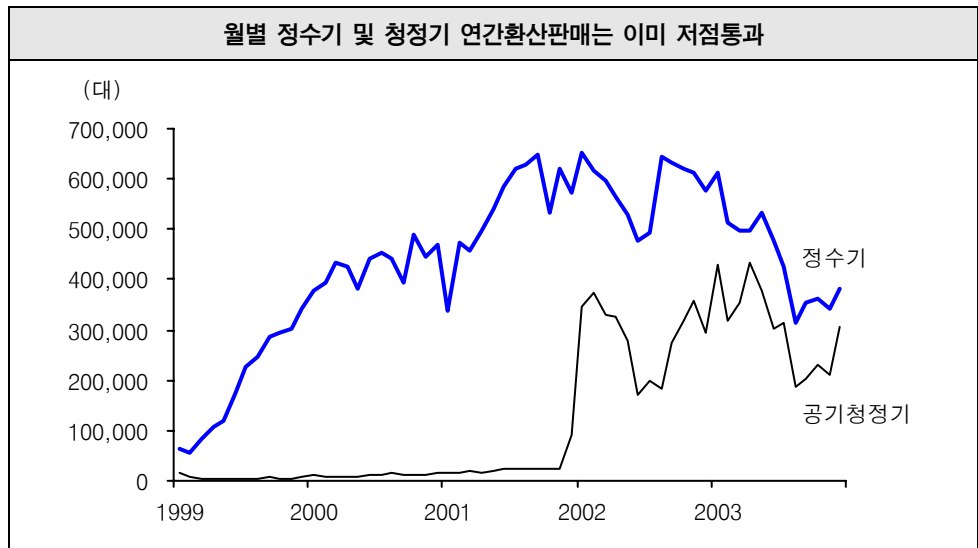


자료: Wisenet, 통계청



**주요제품의 연간환산판매 - 8월 이후 회복세**

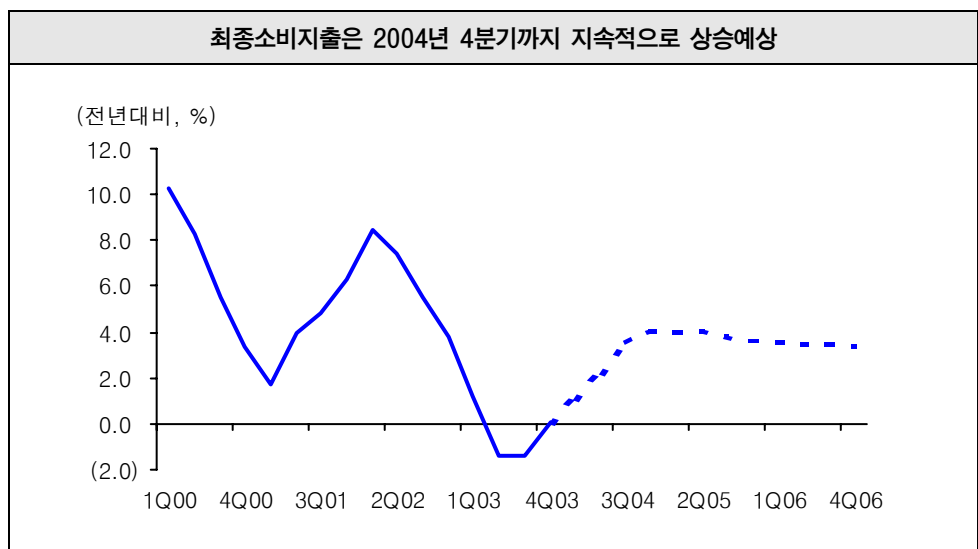
실제로 아래 그림에서 알 수 있듯이 웅진코웨이의 정수기 및 공기청정기의 연간환산 판매대수 (SAAR)는 이미 지난해 8월 저점을 통과한 후 점차 증가하고 있음을 알 수 있다. 우리는 향후 경기회복에 따른 내구성 소비재 수요 증가로 인해 2004년 SAAR은 지속적인 상승추세를 이어 갈 것으로 예상한다.



자료: 웅진코웨이

**최종소비지출 성장률도 작년 3분기 저점, 올해 4분기 peak 예상**

우리의 2004년 경제전망에 따르면, 최종소비지출 성장률은 2003년 2분기와 3분기 모두 전년대비 마이너스 1.4%를 기록하였으나 4분기에는 0.0%를 기록한 후 지속적으로 상승하여 4분기에는 4.0%를 기록할 것으로 예상하고 있다. 우리는 향후 내구성 소비재의 소비가 본격화될 3분기에 대비하여 지금부터 웅진코웨이 주식에 대한 저점매집에 들어가는 것이 바람직한 투자전략이라고 판단한다.



자료: 한국은행, 삼성증권 추정

## 경쟁우위의 원천 - 강력한 방판조직

### 강력한 방판조직 - 웅진코웨이의 핵심역량

웅진코웨이가 갖고 있는 가장 큰 핵심역량은 안정적인 판매채널, 즉 강력한 방판조직을 보유하고 있다는 점이다. 일반적으로 방판조직은 판매원 각자가 독립적인 판매대리점 성격을 띠게 되므로, 회사 입장에서는 수천개의 판매채널을 확보하게 되기 때문에 회사 전체로 볼때는 판매원 숫자에 비례해서 매출이 안정적으로 일어나는 장점이 있다. 그러나 피라미드 형식을 띄고 있어 상부조직이 떨어져나가 독립적으로 사업이 가능한 관계로, 경쟁사의 스카우트 대상이 되기도 하고, 소속 업체와 협상력을 갖게 되므로 조직의 안정성이 높지 못해 회사의 위협요인으로 작용하기도 한다. 실제로 한때 국내 화장품 업계에서 신방판 조직을 이용해 돌풍을 일으켰던 코리아나의 최근 실적 악화가 이를 잘 대변해 준다.

### 높은 진입장벽으로 모방 불가능

그러나 웅진코웨이의 방판조직은 비록 피라미드 형식을 띄고 있지만 조직의 안정성이 매우 높으며, 진입장벽이 높아 경쟁사가 동사와 같은 방판조직을 모방하는 것은 거의 불가능한 것으로 판단된다. 그 이유는 대기업의 경우, 1) 이미 시판채널이 설립되어 있어, 방판 조직을 구축할 경우 이중의 비용이 들게 되며, 2) 방판의 경우 조직에 대한 인센티브와 유지비용으로 인해 판매단가가 시판에 비해 크게 상승하기 때문에 동종 제품이 판매채널에 따라 가격 차이가 심해지므로 정상적인 판매를 할 수 없어서, 방판채널을 새로 설립할 유인이 크지 않기 때문이다. 또한 중소기업의 경우에는 1) 동사가 구축해 놓은 높은 브랜드 파워와 탄탄한 AS네트워크로 이미 정수기 및 청정기 시장을 50%이상 점유하고 있기 때문에, 이러한 시장에 새로 진입하여 동사와 경쟁한다는 것은 현실적으로 어려울 것으로 판단되며, 2) 특히 동사는 초기의 과도한 운전자본 부담으로 시행이 어려운 렌탈판매방식의 안정화에 성공하면서 진입장벽을 더욱 공고히 하고 있기 때문이다.

### 경쟁업체로의 조직원 유출 가능성은 미미

우리는 웅진코웨이의 상부 조직이 경쟁 업체로 스카우트되면서 직접적인 매출 감소로 이어질 가능성은 매우 낮은 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 높은 브랜드 인지도, 탄탄한 AS망, 렌탈서비스 제공으로 경쟁사에 비해 영업이 용이하며, 2) 동사의 제품이 사용기간이 긴 고가의 제품으로, 판매후에도 필터 교체 등으로 인해 업체와 고객의 접촉이 지속적으로 발생함을 고려할 때, 판매원이 경쟁사로 이직함에 따라 신뢰도가 하락할 경우, 이로 인한 영업 차질이 불가피 하기 때문이다. 실제로 최근 웅진코웨이가 인수한 엠코디지털은 과거 웅진코웨이 소속이었다가 청호나이스로 옮겨간 판매원들이 설립한 회사인데, 결국 웅진코웨이 제품 판매로 전략을 선회하였으며, 웅진코웨이개발 출신의 영업담당자가 2001년 말 설립한 JM글로벌은 렌탈판매로 인한 과중한 운전자본 부담으로 인해 최근 부도처리 되었다.

### 조직 슬림화로 인한 매출증가 기대

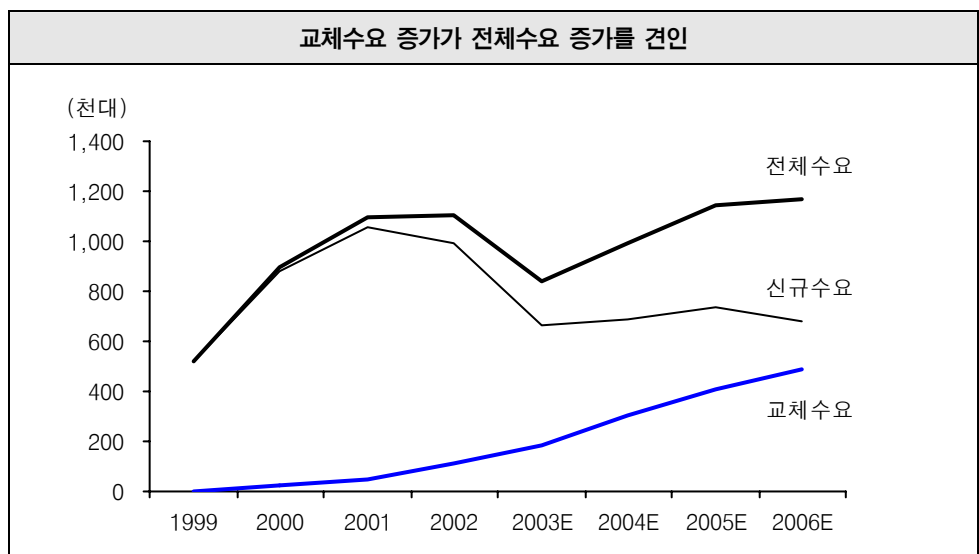
2003년 하반기 들어 내수경기 침체가 장기화 됨에따라 웅진코웨이는 현재 7단계인 판매조직을 4단계로 통합하면서, 관리인원을 판매인원으로 전환시켜 조직의 효율성을 높이는 구조조정을 진행 중이다. 이는 피라미드 조직 특성상 직원들의 커다란 반발이 예상되나, 불경기 동안의 이러한 구조조정 성공은 향후 경기호전시 직접적인 매출증가로 이어질 것이므로 긍정적이다. 실제로 웅진코웨이개발은 그들의 렌탈판매조직의 구조조정을 거의 마무리 짓고 있으며, 웅진코웨이는 올해 상반기 중으로 조직 구조조정을 마무리 하여 현재 900개의 지부를 500개로 축소하고 판매인원을 3,500명에서 5,000명 수준까지 증가시킬 예정이다. 이렇게 이룬 조직 슬림화를 통해 동사는 제품판매시 판매조직에 지급하는 수수료를 현재 판매금액의 50% 수준에서 2005년에는 44% 수준까지 낮출 수 있을 것으로 예상된다.

## 정수기 시장경쟁 완화로 인한 수혜 기대

### 국내 정수기 수요 회복

- 수요 증가의 동인 -
- 1) 내수경기 회복,
  - 2) 과거 판매분에 대한 교체수요,
  - 3) 2003년의 판매 부진으로 인한 잠재수요

국내 정수기 시장규모는 지난 1999년 52만대 수준이었으나 이후 2년간 연평균 45%씩 성장하여 2001년에는 110만대 규모에 도달하였다. 그러나 2002년 0.2%의 성장에 그치면서 성장성 둔화 우려가 제기되더니 2003년에는 내수침체에 따른 내구성소비재 수요 감소로 인해 정수기 시장은 전년대비 23.6% 감소하였다. 그러나 1) 내수경기가 점차 회복되면서 최종소비지출이 2003년 0.4% 감소에서 2004년과 2005년 각각 2.7%, 3.9% 증가할 것이며, 2) 2003년의 저조한 정수기 수요로 인한 pent-up demand가 살아 날 것이며, 3) 현재 일본의 정수기 보급률 45%를 고려할 때, 국내 정수기 보급률이 2003년 31.4%에서 2006년에는 43.1%까지 상승할 것으로 판단되어 지속적인 신규수요 증가가 예상되며, 4) 정수기 교체주기가 평균 약 5년임을 감안할 때, 정수기 수요가 급증한 1999년 판매분에 대한 교체수요가 올해부터 본격적으로 신규수요에 가세할 것으로 판단되어 정수기 시장은 향후 3년간 11.4%의 견조한 성장이 가능할 것으로 예상된다. 아래 그림에서 볼 수 있듯이 국내 정수기 시장은 신규수요 증가율은 정체되는 가운데 교체수요가 전체수요 증가를 견인할 것이다.

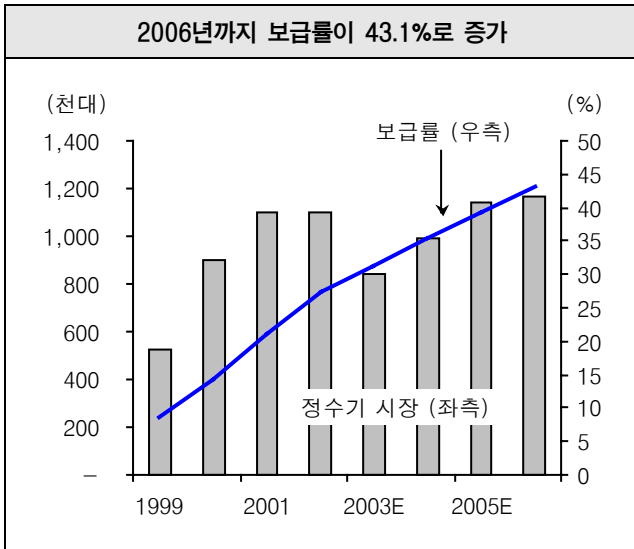


자료: 삼성증권 추정

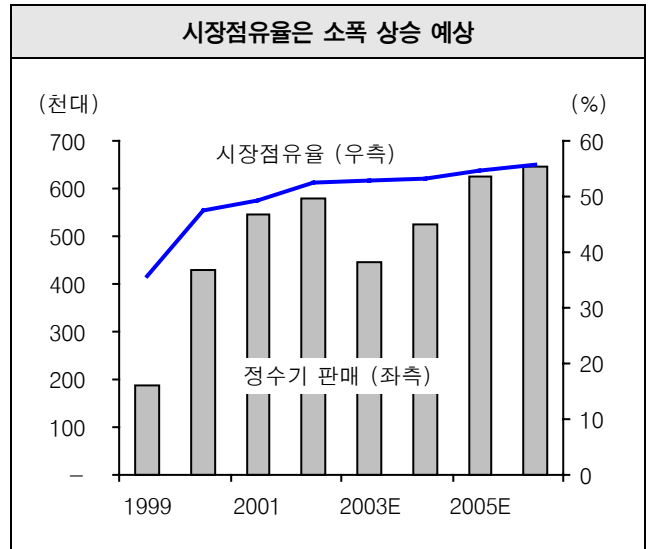
지배적인 시장 지위

- 시장 지배력 유지 이유 -
- 1) 강력한 방판조직,
  - 2) 유일한 렌탈판매,
  - 3) 구조조정,
  - 4) 경쟁사 약화

웅진코웨이의 정수기 시장점유율은 향후에도 50% 이상을 유지할 수 있을 것으로 예상되는데, 그 이유는 1) 웅진코웨이의 핵심역량인 웅진코웨이개발의 강력한 방판조직이 여전히 건재하며, 2) 경쟁업체들이 웅진코웨이의 성공에 고무되어 일제히 뛰어들었던 렌탈사업이 대부분 초기 과도한 운전자금 부담으로 실패하면서 현재는 웅진코웨이만이 정상적인 렌탈 판매를 하고 있으며, 3) 새로 인수한 일시불 방판조직의 경우 기존의 7단계 판매조직을 4단계로 축소하면서 관리인원을 판매인원으로 전환시키고, 이를 통해 절약된 비용을 실제 판매자의 인센티브 강화에 사용할 것으로 보여, 매출 증가가 예상되며, 4) 웅진코웨이개발 출신의 영업담당자들이 설립하여 공격적인 마케팅 전략을 사용하던 신흥 방판 업체인 JM글로벌 (시장 점유율 3~5%)이 2003년 9월 부도처리되면서 영업력이 약화되어, 영업측면에서 비슷한 전략을 취하고 있는 웅진코웨이의 시장점유율 증가가 예상되기 때문이다. 우리는 2003년 53.0%의 시장점유율이 2006년에는 55.6%로 소폭 증가할 것으로 예상된다.



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**주요 경쟁 현황**

**시장점유율 50% 이상 점유**

국내 정수기 시장은 웅진코웨이와 전체의 50%이상을 점유하고 있는 가운데, 청호나이스, 한국암웨이 등 시장점유율 10%부근의 업체들 몇몇이 경쟁하고 있는 상황이다. 이들 업체중 청호나이스와 JM글로벌은 웅진코웨이의 뒤를 이어 정수기 렌탈사업에 뛰어 들었으나, 막대한 운전자금 부담으로 인해 현재는 공격적인 마케팅을 하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 초기 렌탈사업 진출로 운전자본 부담에서 벗어난 웅진코웨이는 지속적인 브랜드 마케팅과 탄탄한 AS망을 기반으로 정수기 시장에서 독보적인 시장지배력을 구축하고 있어 향후에도 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단한다.

**정수방식에 대한 논란 - 우열을 가리기 어려움**

최근에는 정수방식에 대한 논란이 다시 한 번 재현되고 있는 움직임이다. 국내에서는 해외와 달리 역삼투압 방식의 정수기를 판매하는 웅진코웨이와 청호정수기가 시장을 거의 독식하고 있는데, 지난 2000년 코오롱은 중공사막 방식의 정수기를 출시하면서 정수방식에 대한 논란을 제기한 적이 있다. 역삼투압 방식과 중공사막 방식의 차이는 핵심필터에 사용되는 섬유 조직의 구멍 크기 차이 때문에 발생하는데, 역삼투압방식은 필터가 미세하여, 정수효과가 뛰어난 장점이 있으나, 상대적으로 가격이 비싸고, 물안에 녹아있는 미네랄 성분까지 걸러지는 단점이 있으며, 중공사막 방식은 필터가 상대적으로 덜 미세하여, 원수의 오염이 심할 경우 정수후에 이물질이 남아 있는 단점이 있다. 이처럼 성능면에서는 각 방식이 나름대로의 장단점이 있어서 우열을 가리는 것은 어려우나 과거 우리나라의 경우에는 수도물에 대한 불신을 이용한 방판조직원들의 공격적인 마케팅 전략으로 인해 역삼투압 방식이 시장에서 완승을 거둔바 있다.

**현재 점유율의 차이는 마케팅 능력의 차이 때문 - 따라서 웅진코웨이의 시장점유율 증가 예상**

즉, 현재 정수기 시장의 점유율 차이는 정수 방식의 차이가 아니라 마케팅 능력의 차이 때문에 발생한 것으로 판단된다. 따라서 지나치게 높은 역삼투압 방식의 시장점유율 특성상 향후 중공사막 방식에 일정 부분 시장을 잠식 당할 가능성은 있으나, 이는 상대적으로 판매채널이 취약한 다른 업체들의 시장점유율 상실로 이어질 가능성이 높은 것으로 판단한다. 오히려, 웅진코웨이 입장에서 강력한 판매채널을 이용하여 영업력이 약화된 경쟁자 (예: JM글로벌)들의 시장 점유율 하락시 이들 업체들의 시장을 잠식할 수 있는 기회가 많아질 것으로 판단된다.

**주요 경쟁사 현황**

회사명	웅진코웨이	청호나이스	JM글로벌*	한국 암웨이	엘트웰텍	위닉스
상장여부	거래소	비상장	비상장	비상장	비상장	코스닥
정수방식	역삼투압	역삼투압	역삼투압	압축카본	중공사막	중공사막
판매회사	웅진코웨이개발	1.청호테크 2.청호인터내셔널	JM글로벌	한국 암웨이	엘트웰텍	1.CJ홈쇼핑 2.청호
판매방법	방문판매	방문판매	방문판매	네트워크 판매	네트워크 판매	홈쇼핑
렌탈판매	활발	미미	미미	미도입	미도입	미도입
시장점유율** (%)	52.1	7.2	6.8	12.7	11.3	3.5
기타			최근 부도			

참고: \* JM글로벌은 퓨어테크나 스카이가개발이 제조한 정수기를 판매하는 판매회사임  
 \*\* 국내 정수기 시장점유율은 공식적으로 발표되는게 없음. 단, 상기 점유율은 2002년의 정수기 품질인증인 “물”마크의 판매수량에 따라 작성한 통계임. 그러나 많은 정수기가 “물”마크 없이 판매되고 있으며, “물”마크는 선매가 가능하므로 실제 판매대수와는 차이가 있을 수 있음  
 자료: 각 사, 한국정수기 공업협동조합

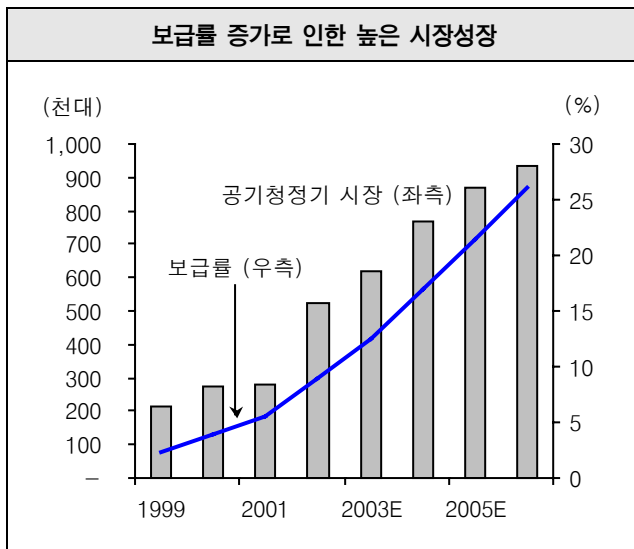
## 청정기 시장 확대 - 점유율 하락을 상쇄할 듯

청정기 시장은 향후 3년간  
14.7% 성장예상

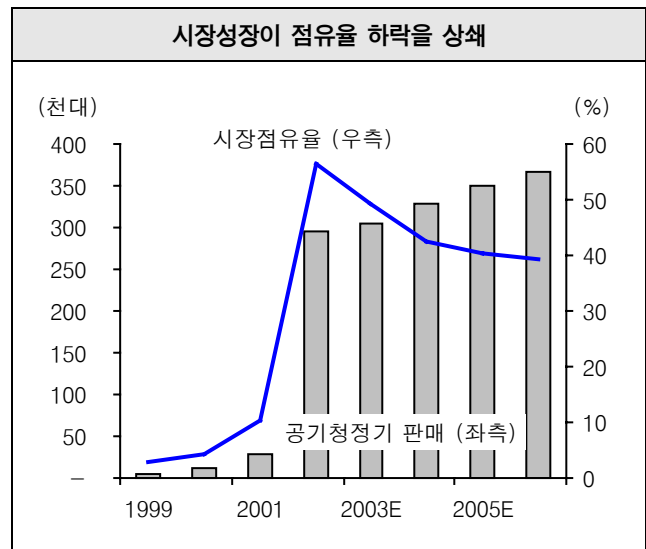
국내 청정기 시장은 중국으로부터의 황사의 피해가 점차 커지고, SARS가 창궐하면서 시장규모가 급속도로 확대되고 있다. 이에 따른 보급률 증가로 2000년 27만대 (보급률 4.0%) 규모이던 청정기 시장은 2003년 말에는 62만대 (12.6%)로 증가할 것이며, 향후 3년간 14.7% 성장하여 2006년에는 94만대 (26.0%)에 이를 것으로 예상된다. 이는 정수기 시장 포화로 인한 웅진코웨이 매출 성장률 하락을 충분히 상쇄할 것으로 기대된다.

가전3사의 시장 진출로 인한  
경쟁심화 불가피 - 그러나  
영향은 제한적일 듯

국내 청정기 시장이 높은 성장세를 시현함에 따라 기존 업체들 이외에, 대형가전업체들의 시장진출이 가속화 되고 있다. 이들 업체들은 에어컨에 공기청정기 기능을 추가하거나, 최근에는 에어컨에 청정기를 추가해서 판매하는 등 시장확대에 주력하고 있는 모습이다. 그러나 우리는 이들 업체들의 진출이 웅진코웨이에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 아직 성장 초기 단계인 시장 특성상 대형가전업체들의 공기청정기 시장진출은 광고 확대로 인한 청정기 시장의 성장을 가속화 시킬 것으로 판단되며 2) 시판보다는 방판에 치중하면서 고가의 청정기를 판매하고 있는 웅진코웨이의 전략상 제품의 가격이나 판매채널에서 market segmentation이 일어날 것으로 판단되어 이들 업체들의 신제품 출시가 웅진코웨이 제품에 미칠 영향은 예상보다 크지 않을 것으로 판단되기 때문이다. 우리는 보수적인 가정을 위해 웅진코웨이의 시장점유율이 현재 2002년 56%에서 2006년 39% 수준까지 감소할 것으로 예상하고 있으나, 이러한 가정 하에서도, 높은 시장성장률로 인해 2006년까지 공기청정기 매출대수는 연평균 6.3%의 성장세를 시현할 것으로 예상된다.



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 방판조직 인수 - 새로운 실험

### 방판조직 인수의 의의

#### 웅진코웨이개발의 일시불 방판조직 인수

웅진코웨이개발은 과거 정수기가 특별소비세 품목으로 분류되었던 시절, 제조와 판매를 분리함에 따라 발생하는 절세효과를 이용하여 판매가격 인하 효과를 얻기 위해 판매와 마케팅을 담당하는 독립법인으로 설립되었다. 판매조직은 크게 일시불 방판조직과 렌탈방판조직으로 나뉘는데, 이중 일시불 방판조직이 2003년 4월에 웅진코웨이에 인수되었으며, 영업양수가액은 230억원이었다.

#### 판매채널 확보 - 웅진코웨이개발에 대한 의존도 감소

일시불 방판조직의 인수는 웅진코웨이에게 두가지 중요한 의미를 갖는 것으로 판단한다. 첫째는, 제품의 판매 채널을 확보함에 따라 웅진코웨이개발에 대한 협상력이 보다 강화 되었다는 점이다. 그동안 웅진코웨이는 제품 생산능력은 갖고 있었으나 독자 판매능력이 없는 관계로 웅진코웨이 개발에 매우 의존적인 관계를 형성해 왔으며, 이에 따라 독자적인 신제품 개발 및 출시에 있어서도 많은 어려움을 겪어 왔다. 그러나 이번 인수는 웅진코웨이가 독자적인 영업을 강화할 수 있는 발판이 될 것으로 판단한다. 실제로 당사는 방판조직 인수에 이어 두원테크를 인수하면서 제품 다각화를 시도하고 있다.

#### 영업레버리지를 통한 이익 증가 기대

둘째는 평균판매 단가가 높은 방판매출 증가로 인한 매출액 및 이익 증가이다. 이는 과거 웅진코웨이개발이 영위하던 높은 판매이익중 일부가 웅진코웨이로 이전된 것을 의미한다. 물론 여기에는 고정비 부담이 큰 일시불 방판조직 인수에 따라, 일정규모의 매출이 일어난다는 것을 전제로 가능한 것이다. 우리는 2분기 까지 지속될 구조조정 이후 방판조직으로의 매출이 본격화 될 것으로 기대하고 있으며 2004년 방판을 통한 매출은 1,267억원 (전체매출의 33.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

**방관조직 인수의 영향 분석**

방관조직의 사업가치는  
590억원으로 인수금액  
(230억원)을 상회 - 긍정적

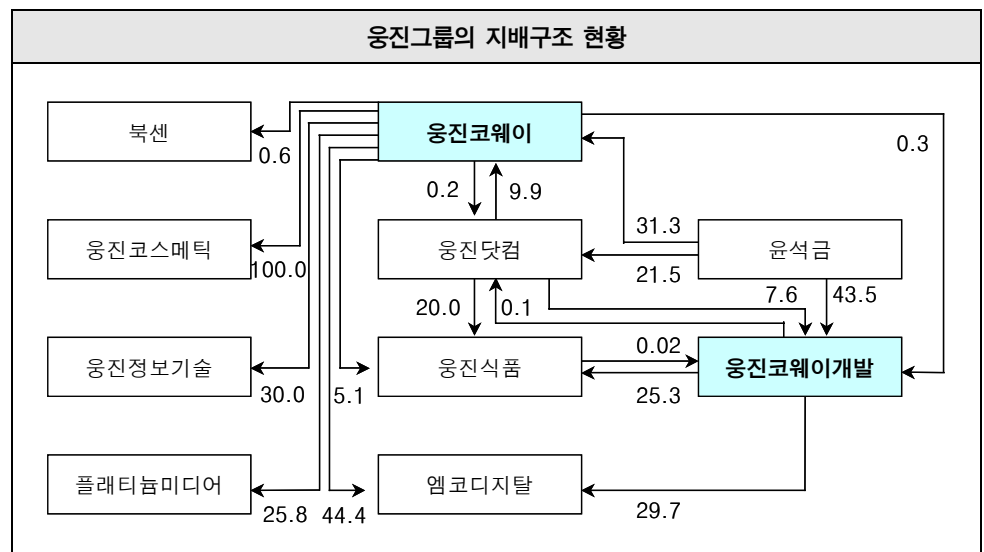
우리는 이번 방관조직 인수가 웅진코웨이의 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 방관조직 인수의 ROIC가 영업이 정상화될 2005년에 약 38.1%에 이를 것으로 판단되어, 웅진코웨이의 기존 사업 (26.8%)보다 높으며, 2) 이에 따라 조직 인수로 인해 추가적으로 창출되는 현금흐름을 현재가치로 환산한 가치가 590억원에 달할 것으로 기대되어 인수가격 230억원을 크게 상회하기 때문이다.

기업지배구조 개선 효과

우리는 방관조직 인수가 갖는 의미를 웅진그룹의 기업지배구조와 연관시켜 생각하지 않을 수 없다. 웅진그룹을 살펴보면, 생산법인인 웅진코웨이와 판매법인인 웅진코웨이개발이 분리되어 있고 이중 웅진코웨이만 상장이 되어있는 상황에서, 상호간의 거래를 통해 이익이 상장사인 웅진코웨이에서 웅진코웨이개발로 이전될 가능성에 대한 우려가 있었다. 실제로 2002년 영업이익이 903억원으로 웅진코웨이의 433억원을 크게 초과하였다. 특히 웅진그룹의 윤석금 회장은 웅진코웨이 (31.3%)보다 웅진코웨이개발의 지분(43.5%)을 더 많이 갖고 있어, 이러한 현상이 대주주의 이익때문으로 해석되기도 하였다.

이익이전 가능성은 제한적 -  
웅진코웨이의 수익성은  
시장대비 높은 수준

우리는 이러한 이익이전 가능성이 존재한다는 사실은 인정하지만, 웅진코웨이의 ROIC가 27.7%로 2002년 삼성유니버스 제조업 평균 ROIC 13.1%, 웅진코웨이개발의 ROIC 16.6%를 크게 상회하는 수준임을 고려할 때, 현재 웅진코웨이의 이익이 웅진코웨이개발로 이전되고 있지는 않은 것으로 판단한다. 또한, 두 회사간 거래에 있어서의 가격 및 마진은 공정거래위원회를 통해 감시되고 있어, 향후 대주주의 이해에 따라 웅진코웨이의 수익성이 하락할 가능성 또한 미미한 것으로 판단한다. 오히려 이번 일시불 방관조직 인수를 통해 웅진코웨이는 1) 그룹핵심 역량중 일부를 보유하게 되었으며, 2) 웅진코웨이개발에 속해야 할 이익중 일부를 이전받는 효과를 얻게 되었다는 측면에서 그룹 기업지배구조측면에서도 긍정적인 것으로 판단한다.



자료: 웅진코웨이



**매출액 및 이익 증가 효과**

이번 방판조직 인수는 웅진코웨이 손익계산서의 왜곡을 가져오게 되므로 분석시 주의해야 한다. 특히 2004년 매출액은 전년대비 42.3% 높은 성장률을 기록할 것으로 예상되는데, 그 이유는 일시불 방문판매 본격화로 인한 ASP 증가 때문이다. 예를 들어 정수기의 경우 웅진코웨이가 웅진코웨이개발에 납품하는 가격은 정수기 판매가의 약 20% 수준이다. 따라서 웅진코웨이가 정수기 한대를 일시불 방판조직을 통해 판매할 경우 웅진코웨이개발에 납품하는 것에 비해 대당 약 5배의 매출증가 효과를 얻게 된다. 일시불 방판조직을 통해 판매하는 정수기, 청정기의 매출량이 전체의 13.5%로 가정시, 방판조직 인수로 인해 2004년 매출액은 기존의 2,490억원에서 3,783억원으로 59.7% 증가할 것으로 추정된다. 한편 2004년 영업이익률은 상기한 매출증대 효과와 방판조직 관리를 위한 판관비 부담 증가로 인해 방판조직 인수 이전 16.3%에서 11.8%로 감소하는 반면, 방문판매 증가로 제품당 판매이익이 증가하면서 영업이익은 인수전보다 17.4% 증가한 446억원을 기록할 것으로 예상된다. 우리는 2004년 방판 및 웅진코웨이개발로의 판매에 대한 영업이익률을 각각 9.0%, 18.5%로 가정하였다.

**방판조직과 두원테크 인수 효과 제외시 - 올해 매출은 전년비 10.6% 증가**

우리는 비교의 편의성을 더하고 웅진코웨이의 기존 사업실적이 얼마나 개선되는지를 평가하기 위해 방판조직과 두원테크 인수 효과를 제외하였을 경우의 실적을 추정하였다. 실제로 2003년 매출액은 전년대비 15.0% 감소하였으며, 영업이익은 약 21.6% 감소한 것으로 분석되었다. 그러나 2004년에는 내수 경기 회복에 따른 매출 증가로 인해 매출액과 영업이익이 각각 10.6%, 13.5% 증가할 것으로 예상된다.

**방판조직, 두원테크 인수효과 분석**

(십억원)	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
<b>방판조직, 두원테크 인수후</b>						
매출액	125.4	165.5	217.2	265.9	378.3	449.8
증감률 (%)	126.1	32.0	31.2	22.4	42.3	18.9
영업이익	22.7	28.6	43.3	35.3	44.6	56.5
증감률 (%)	253.6	26.1	51.7	(18.6)	26.4	26.7
영업이익률 (%)	18.1	17.3	20.0	13.3	11.8	12.6
<b>방판조직 인수효과 제외시</b>						
매출액	125.4	165.5	217.2	191.2	249.0	281.7
증감률 (%)	126.1	32.0	31.2	(11.9)	30.2	13.1
영업이익	22.7	28.6	43.3	34.2	40.5	48.1
증감률 (%)	253.6	26.1	51.7	(21.0)	18.4	18.9
영업이익률 (%)	18.1	17.3	20.0	17.9	16.3	17.1
<b>방판조직, 두원테크 인수효과 제외시</b>						
매출액	125.4	165.5	217.2	184.5	204.0	229.1
증감률 (%)	126.1	32.0	31.2	(15.0)	10.6	12.3
영업이익	22.7	28.6	43.3	34.0	38.6	45.4
증감률 (%)	253.6	26.1	51.7	(21.6)	13.5	17.8
영업이익률 (%)	18.1	17.3	20.0	18.4	18.9	19.8

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 두원테크 인수 - 시너지 효과는 미미

### 두원테크 인수 - 성장성 확보를 위한 방편

웅진코웨이는 정수기 시장 포화로 인한 성장성 약화에 대한 우려를 불식 시키기 위해 새로운 매출품목을 찾고 있으며, 이러한 전략의 일환으로 지난 7월 두원테크의 합병을 결의하여, 9월 1일부로 합병을 완료하였다. 합병방식은 소규모합병 방식에 의한 흡수합병으로서 합병비율은 두원테크 주식 1주에 대해 회사의 주식 0.1641주였으며, 이로인해 합병신주 814,530주 (74억원 상당)가 발행 교부되었는데, 이는 웅진코웨이의 주식수를 3.5% 증가시켰다.

### 주가에 미치는 영향은 부정적 - 그러나 이미 현재주가에 반영

우리는 두원테크 인수가 주가에 미치는 영향은 다소 부정적인 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 두원테크의 기존 제품인 전기밥솥, 진공청소기 등은 방판조직을 통한 판매시 시너지 효과를 기대하기 힘들어 큰폭의 매출증가를 기대하기 어려우며, 2) 따라서, 시판이라는 새로운 판매채널을 개척해야 하는 위험요인이 있으며, 3) 인수시 주식발행(상장 주식수의 3.5%)을 통한 주주 이익의 희석화가 발생 하였으며, 4) 범용 제품 특성상 높은 수익성을 기대하기 힘들기 때문이다.

### 두원테크 제품은 시판에 의존할 가능성이 높은 것으로 판단

정수기나 청정기는 전형적인 well-being제품 성격상 소비자의 가격에 대한 민감도가 낮다. 또한 필터청소 등 지속적인 maintenance가 필요한 제품이다. 따라서 실제 제조원가의 5배에 이르는 높은 가격을 지불하더라도 이는 소비자가 제품 뿐 아니라 방판조직의 서비스를 동시에 구매한다는 의미이므로 방문판매가 용이한 제품인 것이다. 그러나 두원테크가 생산하는 밥솥, 진공청소기는 소비자의 가격 민감도가 높고, 판매후 A/S에 대한 필요가 작으므로, 방판조직을 이용할 경우 판매단가 인상이 불가피해져 경쟁력이 상실되게 된다. 즉 이러한 제품은 시판에 의존할 가능성이 높으며 기존 웅진코웨이의 사업과 큰 시너지효과를 발휘하지는 못할 것으로 판단된다.

### 현시점은 오히려 신제품 개발능력에 주목할 때

그러나 이러한 우려는 웅진코웨이의 주가가 7월 1일 합병공시한 이후 한 달 간 시장대비 20.4% underperform 하면서 주가에 충분히 반영된 것으로 판단하고 있으며, 현재 시점에서는 두원테크의 인수가 가져올 긍정적인 측면에 주목할 때라고 판단된다. 첫째로 두원테크를 인수하면서 생긴 생활가전 부문의 매출은 2003년 67억원 (9월 이후분만 반영)에서 2004년에는 약 450억원으로 증가하면서 매출증가에 기여할 것으로 판단된다. 특히 웅진코웨이는 기존 두원테크가 해온 시판에 웅진코웨이의 장점인 방판을 추가할 계획으로, 이를 위해 방판에 알맞은 제품의 연구개발에 집중하고 있으며, 이에 따라 2004년에는 약 50개의 신모델 출시를 계획중이다. 둘째로 방판조직에 적당한 제품을 개발할 경우, 이미 구축되어 있는 방문판매 조직의 활용도가 올라감에 따라, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과를 기대 할 수 있다. 우리는 2004년 동 사업부문의 영업이익률을 3%로 가정하고 있으며, 이는 매출증가에 따라 2006년에는 4.6%로 증가할 것으로 예상한다. 결국 두원테크 인수의 성사여부는 향후 생활가전 사업부에서 방문판매원들의 의견을 반영하여 얼마나 방문판매에 알맞은 새로운 제품군을 개발하느냐에 따라 판명될 것이다.

## 부록: 주요 재무제표

### 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
매출액	125.4	165.5	217.2	265.9	378.3	449.8
제품매출	108.4	150.5	187.9	236.8	348.6	419.5
상품/기타매출	17.0	15.0	29.3	29.2	29.7	30.3
매출원가	91.5	123.3	155.0	163.6	218.7	248.6
제품매출원가	78.2	111.7	132.2	140.7	195.2	224.7
상품/기타 매출원가	13.3	11.7	22.8	23.0	23.4	23.9
<b>매출총이익</b>	<b>33.8</b>	<b>42.1</b>	<b>62.2</b>	<b>102.3</b>	<b>159.7</b>	<b>201.3</b>
판매 및 일반관리비	11.2	13.6	18.9	67.0	115.0	144.7
인건비	3.3	5.0	6.7	10.4	15.3	17.1
감가상각비	0.6	1.0	0.9	3.2	3.9	3.8
기타	7.3	7.6	11.3	53.4	95.8	123.9
<b>영업이익</b>	<b>22.7</b>	<b>28.6</b>	<b>43.3</b>	<b>35.3</b>	<b>44.6</b>	<b>56.5</b>
영업외수익	1.4	0.9	1.1	1.5	2.2	2.9
이자수익	0.3	0.2	0.3	0.7	1.2	1.7
외환관련이익	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
기타	0.9	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1
영업외비용	4.7	9.0	14.1	16.9	17.5	19.4
이자비용	1.0	2.0	2.2	1.5	2.2	1.9
외환관련손실	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	3.7	6.9	11.7	15.2	15.2	17.4
<b>경상이익</b>	<b>19.4</b>	<b>20.5</b>	<b>30.4</b>	<b>20.0</b>	<b>29.4</b>	<b>40.0</b>
특별이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
특별손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>19.4</b>	<b>20.5</b>	<b>30.4</b>	<b>20.0</b>	<b>29.4</b>	<b>40.0</b>
법인세	4.9	3.3	5.5	6.1	8.7	11.0
<b>순이익</b>	<b>14.4</b>	<b>17.2</b>	<b>24.8</b>	<b>13.9</b>	<b>20.7</b>	<b>29.0</b>
EBITDA	23.8	29.2	40.9	34.6	45.4	54.7
EPS* (원)	650	751	1,128	671	1,016	1,372

참고: \* 일회성 손익 제외, 완전 희석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
<b>유동자산</b>	<b>81.6</b>	<b>116.2</b>	<b>118.5</b>	<b>133.2</b>	<b>157.0</b>	<b>169.6</b>
현금 및 현금등가물	3.6	4.8	13.2	9.0	20.6	24.2
단기금융상품	0.9	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	70.5	101.3	90.2	94.4	101.5	108.2
재고자산	5.8	9.0	12.7	19.7	21.8	22.4
기타	0.9	1.2	1.4	9.3	12.1	14.0
<b>고정자산</b>	<b>32.2</b>	<b>38.0</b>	<b>41.3</b>	<b>83.3</b>	<b>78.3</b>	<b>73.9</b>
투자자산	13.5	17.3	16.9	22.9	22.2	22.1
유형자산	18.6	20.7	24.4	37.4	37.6	37.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	23.1	18.5	13.9
기타	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>113.8</b>	<b>154.3</b>	<b>159.8</b>	<b>216.5</b>	<b>235.3</b>	<b>243.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>49.4</b>	<b>74.4</b>	<b>59.9</b>	<b>98.7</b>	<b>102.7</b>	<b>86.0</b>
매입채무	28.6	9.7	11.9	15.0	19.7	23.8
단기차입금	9.0	53.9	37.5	49.3	50.0	30.0
유동성장기부채	0.8	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.0	10.1	10.5	34.4	33.0	32.2
<b>고정부채</b>	<b>5.9</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>14.0</b>	<b>12.8</b>	<b>14.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.3	0.5	0.0	2.3	0.0	0.0
기타	4.5	4.1	4.3	11.7	12.8	14.0
<b>부채총계</b>	<b>55.3</b>	<b>79.1</b>	<b>64.2</b>	<b>112.7</b>	<b>115.5</b>	<b>100.0</b>
자본금	12.1	12.1	12.1	12.6	12.6	12.6
자본잉여금	11.0	11.0	11.0	13.0	13.0	13.0
이익잉여금	32.9	47.2	66.8	76.5	92.5	116.2
자본조정	2.4	4.9	5.7	1.7	1.7	1.7
<b>자본총계</b>	<b>58.5</b>	<b>75.2</b>	<b>95.6</b>	<b>103.8</b>	<b>119.7</b>	<b>143.5</b>

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>4.5</b>	<b>(31.9)</b>	<b>43.7</b>	<b>29.7</b>	<b>26.6</b>	<b>37.4</b>
순이익	14.4	17.2	24.8	13.9	20.7	29.0
유, 무형자산 상각비	2.6	5.9	4.6	8.9	13.3	13.0
퇴직급여	0.5	0.9	1.1	1.8	1.7	1.7
순외환관련손실(이익)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	1.7	4.4	1.0	0.5
순운전자본감소(증가)	(14.9)	(61.2)	2.2	0.5	(10.1)	(6.9)
기타	2.0	5.5	9.1	0.1	0.1	0.1
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(14.8)</b>	<b>(34.4)</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(9.0)</b>
설비투자	(9.8)	(8.1)	(8.3)	(4.0)	(9.0)	(8.7)
투자자산의 (증가)감소	(3.5)	(1.2)	(6.3)	(5.4)	(0.4)	(0.4)
기타	4.2	0.9	(0.1)	(25.0)	(0.0)	0.0
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>3.8</b>	<b>41.5</b>	<b>(20.5)</b>	<b>0.5</b>	<b>(5.7)</b>	<b>(24.8)</b>
단기차입금의 증가(감소)	7.0	44.9	(16.4)	(1.2)	0.7	(20.0)
장기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
사채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	2.3	(2.3)	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.3)	(2.5)	(2.9)	(4.0)	(4.1)	(4.7)
자본금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	(0.0)	3.3	0.0	(0.0)
조정항목	(1.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(0.8)</b>	<b>1.2</b>	<b>8.4</b>	<b>(4.2)</b>	<b>11.6</b>	<b>3.6</b>
기초현금	4.4	3.6	4.8	13.2	9.0	20.6
기말현금	3.6	4.8	13.2	9.0	20.6	24.2

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
<b>증감률 (%)</b>						
매출액	126.1	32.0	31.2	22.4	42.3	18.9
영업이익	253.6	26.1	51.7	(18.6)	26.4	26.7
경상이익	136.6	5.7	48.4	(34.3)	47.2	36.2
순이익	138.3	19.3	44.4	(44.0)	48.5	40.5
EBITDA	196.0	22.7	40.1	(15.4)	31.3	20.5
EPS*	163.3	15.7	50.2	(40.5)	51.4	35.0
<b>수익률 (%)</b>						
영업이익률	18.1	17.3	20.0	13.3	11.8	12.6
경상이익률	15.4	12.4	14.0	7.5	7.8	8.9
순이익률	11.5	10.4	11.4	5.2	5.5	6.4
EBITDA 마진율	19.0	17.6	18.8	13.0	12.0	12.1
ROE	19.3	27.2	31.8	15.7	22.0	25.2
ROA	12.3	13.6	17.3	8.3	10.9	13.9
<b>기타비율</b>						
순부채비율 (%)	11.5	66.9	24.6	40.2	23.8	3.4
부채비율 (%)	94.6	105.1	67.1	108.6	96.5	69.7
이자보상비율 (배)	34.9	12.4	19.5	30.8	33.0	250.8
매출채권회전율 (배)	2.2	1.9	2.2	2.9	3.8	4.2
<b>주당지표 (원)</b>						
SPS	5,174	6,829	9,029	11,056	15,728	18,702
BPS	2,411	3,102	3,974	3,378	4,236	5,418
DPS	110	125	175	175	200	225
주당EBITDA	981	1,204	1,699	1,437	1,886	2,272

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

주식명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권 발행관련	비고
삼성전자						계열사

최근 1년간 투자의견 및 목표주가 변경

일 자  
투자의견  
목표주가

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 **투자기간**을 6개월, 절대 수익률 기준의 **투자등급** 3단계와 **리스크** 3단계로 구분함.  
**BUY(매수)** : 10% 초과 (Low), 15% 초과 (Medium), 20% 초과 (High)  
**HOLD(보유)** : -10% ~ 10% (Low), -15% ~ 15% (Medium), -20% ~ 20% (High)  
**SELL(매도)** : -10% 미만 (Low), -15% 미만 (Medium), -20% 미만 (High)  
 ※ 2004년 2월 2일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, MP, MU)에서 3단계(BUY, HOLD, SELL)와 리스크 3단계로 변경되었습니다.

**아래 지점은 1588-2323  
1544-1544 로 통화하실 수 있습니다.**

서울지역	종합운동장, 청담, 가락, 양재, 강남역, 강남, 도곡, 명일동, 반포, 방배, 송파, 신사, 역삼, 천호, 광화문, 사당, 강서, 구로, 구의, 마포, 서울대역, 수유, 보라매, 서교, 여의도, 연신내, 영등포, 장안동, 제기동, 서초, 개포, 상계, 목동, 종로, 명동, 대치, 잠실, 압구정, 태평로, 삼성동, 신촌, 이태원, 영업부
경기지역	의정부, 영통, 평촌, 일산, 분당, 부평, 수원, 주안, 부천, 광명, 안산, 과천, 미금역, 성남, 수지, 구리
충청·호남	둔산, 전주, 청주
영남지역	부산, 대구중앙, 구미, 상인, 창원, 울산, 동래, 안동
강원지역	원주
제주지역	제주

※ 고객 불편사항 접수 080-911-0900

### 삼성증권 영업망

#### 서울지역

독산	(02) 2107-9100
돈암	(02) 920-4300
신목동	(02) 3219-6500
Fn Honors 광화문	(02) 3705-0200
Fn Honors 종로타워	(02) 2020-6950
Fn Honors 청담	(02) 2056-2000
Fn Honors 테헤란	(02) 3459-7900
Fn Honors 타워팰리스	(02) 3498-4800
서울주식전문지점	(02) 3479-2359

#### 경기지역

마두	(031) 909-9600
수원남문	(031) 259-3000
안양	(031) 463-0300
야탑	(031) 622-0333
경인주식전문지점	(031) 220-0213

#### 충청·호남

군산	(063) 441-3600
광주	(062) 231-0100
대전	(042) 250-3700
서광주	(062) 380-1500
순천	(061) 759-5000

온양	(041) 539-3500
익산	(063) 840-7300
천안	(041) 570-5000
광주주식전문지점	(062) 380-1590

#### 영남지역

거제	(055) 639-5600
경주	(054) 740-0200
구포	(051) 600-9400
김해	(055) 320-7200
남울산	(052) 270-3900
대구	(053) 749-8100
대구서	(053) 605-7500
마산	(055) 243-5114
법일동	(051) 640-8000
부산중앙	(051) 601-3300
지산	(053) 780-3300
진주	(055) 740-4200
포항	(054) 288-5000
해운대	(051) 609-2300
부산주식전문지점	(051) 801-0010

#### 강원지역

강릉	(033) 650-3000
춘천	(033) 240-6800