

Reinstating Coverage:

# 웅진코웨이

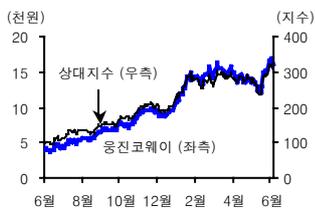
(021240)

## BUY(M)

### 간간한 투자자의 선택

주가 (6월 13일):	16,100원
6개월 목표주가:	23,500원
종합주가지수:	990
코스닥주가지수:	487
시가총액:	1조 1,765억원
총발행주식수:	73,071,736주
120일 평균 거래대금:	44.9억원
52주 최저/최고:	3,770원/17,000원
상대수익률 (3월/6월):	9.0%/50.6%
배당수익률 (05E):	1.6%
주당장부가치 (05E):	7,675원
유동주식비율:	39.2%
외국인지분:	11.8%
주요지분:	윤석금 (40.3%) 웅진생크빅 (8.5%)

#### 과거 1년간 주가 추이



- **BUY(M) 투자 의견 제시:** 웅진코웨이에 대해 BUY(M) 투자의견과 6개월 목표주가 23,500원을 제시함. 이는 1) 가입자 기반의 현금결제 체계로 운영되는 렌탈 사업이 안정적인 지속적인 현금흐름과 수익성을 창출할 것으로 판단되고, 2) 각각 49%, 32% 수준의 점유율을 나타내고 있는 정수기와 공기청정기 시장이 낮은 보급률 및 건강에 대한 관심으로 추가적인 성장 잠재력을 보유하고 있고, 3) 전국적인 판매망과 관리조직이 이미 구축되어 있어 신규 제품 및 신사업의 추가가 성공적으로 이루어질 가능성이 높아 매력적이라고 판단하기 때문임. 이에 따라 향후 3년간 동사의 EBITDA와 EPS는 연평균 각각 23.6%, 57.8% 증가하면서 탁월한 현금흐름 및 안정적인 수익성, 높은 성장성을 충족시킬 것으로 기대됨.
- **EBITDA와 현금흐름에 주목:** 목표주가는 2005년 P/E 18.5배, P/B 3배로 주요 소비재업체나 시장평균에 비해 높으나 유/무형자산상각 및 비현금성 비용이 크게 발생하는 사업구조를 감안할 때 EBITDA와 현금흐름이 기업가치를 판단하는 주요한 지표로 판단됨. 목표주가는 현금흐름 할인모형에 의해 산정되었으며, 2005년 FV/EBITDA 6.5배, 가입자당 가치 52만원으로 사업모델이 유사한 에스원의 valuation과 비교하였을 때 보수적이라고 판단됨.
- **현금흐름의 불일치 위험 낮음:** 초기에 대규모 비용이 투자되고, 매출은 점진적으로 발생하는 렌탈 사업의 특성상 중도 해지 시에 나타날 수 있는 현금흐름의 불일치 위험이 가장 큰 우려 사항임. 그러나 당사의 분석에 따르면, 동사의 렌탈 사업은 13개월 이후부터는 잉여 현금흐름이 발생하며, 13개월 이내 해지의 경우에도 변동비 지급을 중지하고 중도해지 벌칙금을 받아 계약당 현금흐름의 손실이 거의 없도록 설계되었음. 이에 따라 경기의 장기적인 침체에 따른 가입자의 지속적인 이탈 및 지불불이행 상태(moral hazard) 등을 제외한 정상적인 영업환경에서는 현금흐름의 불일치 위험이 매우 낮은 것으로 판단됨.

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 (%)
2002	217.2	43.3	30.4	24.8	1,032	45.2	15.6	23.5	8.6	4.1	29.1
2003	265.0	33.1	15.6	10.6	383	(62.9)	42.0	38.8	9.7	5.4	11.0
2004	308.7	33.3	18.2	14.4	603	57.4	26.7	37.6	8.7	7.0	16.6
2005E**	1,080.1	108.3	98.8	71.6	1,271	n/a	12.7	(8.8)	4.5	2.1	16.7
2006E	1,239.6	137.8	133.0	96.4	1,791	40.9	9.0	(120.9)	3.3	1.8	15.7
2007E	1,410.9	172.0	171.4	124.3	2,172	21.3	7.4	(252.5)	2.5	1.6	17.6

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨 \*\* 2005년부터 합병 이후 수치임, 합병을 100% 반영한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음  
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

- 당사는 6월 10일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 10일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 6월 10일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 및 valuation

BUY(M) 투자의견과  
 목표주가 23,500원 제시-  
 가입자 기반의 렌탈사업의  
 우수하고 안정적인  
 현금흐름과 수익성,  
 환경가전의 성장성 반영

당사는 용진코웨이에 대해 BUY(M) 투자의견과 6개월 목표주가 23,500원을 제시하면서 커버리지를 시작한다. BUY(M)를 추천하는 이유는 1) 렌탈 사업이 가입자 기반의 현금결제 체제로 운영되어 현금흐름과 수익성이 매우 안정적인 특징을 지녔고, 가입자 기반과 관리조직을 이미 확보하여 향후 현금흐름이 안정적으로 성장할 수 있을 것으로 예상되며, 초기 투자자금 부담이 크다는 진입장벽이 있어 위협적인 경쟁자가 출현할 가능성이 낮기 때문이다. 또한, 2) 낮은 보급률 및 건강에 대한 관심 고조로 추가적인 성장 잠재력이 매우 높은 정수기 및 공기청정기 등 환경 가전 시장에서의 시장점유율이 렌탈 방식의 매력에 힘입어 상승할 것으로 예상되고, 3) 전국적인 판매망과 관리조직이 이미 구축되어 있어 신제품의 유통 및 신규 사업의 도입이 적은 투자자금으로도 용이하기 이루어질 수 있어 향후 기업가치를 향상시킬 수 있는 잠재력을 지녔다고 판단하기 때문이다. 이러한 요인으로 향후 3년간 동사의 EBITDA와 EPS는 연평균 23.6%, 57.8% 증가하면서 탁월한 현금흐름 및 안정적인 수익성, 높은 성장성을 동시에 시현할 것으로 판단된다.

P/E와 P/B 배수는 무의미-  
 FV/EBITDA와 가입자당  
 가치 지표가 주가평가에  
 적절

6개월 목표주가는 현금흐름 할인모형에 의해 산정되었는데, 이는 렌탈 사업이 가입자를 기반으로 하여 안정적인 현금흐름 창출이 가능하기 때문이다. 6개월 목표주가는 2005년 P/E 18.5배, FV/EBITDA 6.5배, P/B 3배로 P/E나 P/B 배수가 주요 소비재 기업들이나 시장평균에 비해 높은 수준이다. 그러나 렌탈자산에 대한 감가상각 및 합병에 따른 영업권에 대한 무형자산상각 규모가 크고, 렌탈자산이 상대적으로 단기간에 상각되며, 가입비가 선수금에 인식되어 가입자가 늘수록 부채가 늘어나는 점을 감안하면 P/E나 P/B를 비교하는 것은 무의미하며, 동사를 평가하는데 있어서 적절한 지표는 FV/EBITDA 배수와 가입자당 기업가치, 현금흐름이라고 판단된다.

표 1. DCF valuation에 의한 적정주가 산정

(십억원)	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
영업이익	33	108	138	172	204	231	299
법인세율 (%)	21	28	28	28	28	28	28
수정 법인세	7	30	38	47	56	64	82
세후 순영업이익	26	79	100	125	148	168	217
감가상각비 및 무형자산상각비	15	154	183	191	193	195	148
비현금성 비용	0	29	33	38	41	45	48
총현금흐름	42	261	316	354	383	407	412
유무형자산 투자*	9	216	221	226	231	236	236
운전자금 증분	(20)	8	7	8	6	6	6
Free Cashflow	53	37	87	120	145	165	170
2004년말 free cashflow의 현가	53	33	71	89	98	101	94
<b>2010년까지 free cashflow의 총 현가</b>		<b>487</b>					
영속가치		2,399					
2010년 이후 영속가치의 현가		1,332					
<b>기업가치</b>		<b>1,819</b>					
(-) 2004년 순부채		106					
<b>자기자본가치</b>		<b>1,714</b>					
주식수 (천주)		73,072					
<b>적정 가치 (원)</b>		<b>23,450</b>					

참고: 2004년은 합병 이전 수치임, WACC 10.3%, 장기성장률 3% 가정 \* 렌탈자산 증가분을 포함함  
 자료: 삼성증권 추정

6개월 목표주가는 가입자당  
가치 518,000원 수준-  
유사업체인 에스원과 비교시  
보수적임

동사의 주가는 현재 2005년 FV/EBITDA 4.6배 수준으로 사업 및 수익구조가 가장 유사하다고 판단되는 에스원의 2005년 FV/EBITDA 8.7배에 비해 상당히 저평가되어 있고, 국내 주요 유통 업체에 비해서도 현저히 낮은 수준으로 판단된다. 또한, 동사의 2005년 가입자당 가치가 354,000원으로 추정되어 유사한 사업모델을 지닌 에스원(425만원)이나 SK텔레콤(92만원)에 비해서 상당히 저평가되어 있다고 판단된다. 당사는 가입자당 가치가 해지율 및 계약 유지기간 등을 통해 파악되는 가입자의 서비스 의존도 및 계약 지속성, 보급률에 의해 판단되는 가입자 성장 잠재력, 경쟁 수준, 가입자당 평균 사용요금(ARPU) 등 복합적인 요인에 따라 달라질 수 있으며, 경쟁 정도 및 성장 잠재력이 유사하다면 가입자가 계약 유지 기간에 지불하는 총 금액과 가입자당 기업가치의 비율이 비교업체 사이에 유사해야 한다고 추정하고 있다. 유사업체인 에스원의 가입자당 가치와 계약유지 기간(57개월)에 가입자가 지불하는 총 금액(684만원) 사이의 비율은 62% 수준으로 추정되는데, 이를 적용하면 동사의 가입자당 가치가 75만원 정도로 산출된다. 이에 따라 에스원이 경쟁 정도와 성장잠재력 측면에서 동사에 비해 다소 우위에 있다고 판단하더라도 2005년 기준 가입자당 가치를 518,000원으로 평가하고 있는 동사의 6개월 목표주가는 보수적인 수준으로 판단된다.

표 2. 가입자 기반 업체 valuation 비교

		웅진코웨이	에스원	SK텔레콤	대교
코드		021240 KS	012750 KS	017670 KS	019680 KS
투자의견		BUY(M)	BUY(L)	HOLD(M)	BUY(M)
6개월 목표주가 (원)		23,500	46,700	185,000	80,000
주가 (6월 13일, 원)		16,100	43,600	183,000	70,000
시가총액 (십억원)		1,176	1,657	15,057	671
P/E (배)	05E	12.7	21.2	9.5	11.1
	06E	9.0	17.4	8.1	9.6
	07E	7.4	14.7	7.8	9.0
FV/EBITDA (배)	05E	4.5	9.5	4.3	4.4
	06E	3.3	8.0	3.8	3.6
	07E	2.5	6.8	3.6	3.0
P/B (배)	05E	2.1	4.5	3.1	1.6
	06E	1.8	3.9	2.5	1.4
	07E	1.6	3.4	2.1	1.3
FV/가입자 (천원)*	05E	354	4,256	921	209
	06E	286	3,563	893	173
	07E	227	2,981	855	142
ROE (%)	05E	16.7	21.9	20.7	14.5
	06E	15.7	23.3	21.4	14.8
	07E	17.6	24.0	19.6	14.2
주당 배당금 (원)	05E	250	800	7,504	1,750
배당수익률 (%)	05E	1.6	1.8	4.1	2.5
향후 3년간 EBITDA 성장률 (%)		23.6	15.0	6.2	1.9
향후 3년간 EPS 성장률 (%)		57.8	22.6	8.7	2.8

참고: \* 2004년 말 가입자 수치 기준임, 웅진코웨이는 멤버십을 제외한 렌탈 가입자 기준임  
자료: 삼성증권 추정

표 3. 가입자 기반 사업업체 비교

	웅진코웨이	에스원	SK텔레콤	대교
사업영역	가전 렌탈서비스	보안서비스	통신서비스	주간 학습지
월 평균 요금 (원)	22,551	120,000	43,539	28,355
의무가입기간	1년	2년	없음	없음
가입비 (만원)	0~30	20	5	없음
가입자 수 (천명/천가구)	2,866	330	18,783	2,205
시장점유율* (%)	49	60	51	41
해지율** (%)	14.1	21.0	21.5	33.0
과거 3년간 가입자 증가율 (%)	47.3	21.0	16.5	(0.9)
경쟁현황	경쟁업체 다수이나 렌탈업체 거의 없음	3개사 과점 소형업체 다수	3개사 과점 경쟁 치열	4개사 과점 경쟁 치열
진입장벽	매우 높음 초기 인프라 구축을 위한 자금 소요	매우 높음 초기 인프라 구축을 위한 자금 소요	매우 높음 대규모 초기 투자자금 정부 규제	높음 초기 투자자금
EBITDA 마진율*** (%)	21.3	25.0	37.5	13.7

참고: \* 웅진코웨이는 정수기 기준

\*\* 2004년 연간 기준 (연간 해지건수/전년말 가입자 수\*100)

\*\*\* 2004년 기준, 웅진코웨이는 합병기준

자료: 삼성증권 추정

표 4. 유통 및 소비 관련업체 valuation 비교

	웅진코웨이	신세계	현대백화점	GS홈쇼핑	CJ홈쇼핑	한샘	
코드	021240 KS	004170 KS	069960 KS	028150 KQ	035760 KQ	009240 KS	
투자 의견	BUY(M)	BUY(L)	BUY(L)	HOLD(H)	HOLD(H)	HOLD(M)	
6개월 목표주가 (원)	23,500	360,000	57,000	68,000	62,500	8,000	
주가 (6월 13일, 원)	16,100	337,000	47,850	75,900	81,000	6,260	
시가총액 (십억원)	1,176	6,356	1,081	498	668	147	
P/E (배)	05E	12.7	15.6	7.7	7.9	9.6	12.5
	06E	9.0	13.1	7.4	6.4	9.1	9.5
	07E	7.4	11.5	7.0	5.9	8.1	9.5
FV/EBITDA (배)	05E	4.5	9.8	6.4	4.1	7.4	7.0
	06E	3.3	8.6	6.1	3.2	6.5	5.1
	07E	2.5	7.8	5.6	2.6	5.5	4.5
P/B (배)	05E	2.1	2.7	1.2	1.9	2.7	1.1
	06E	1.8	2.3	1.0	1.5	2.2	1.0
	07E	1.6	1.9	0.9	1.3	1.8	1.0
ROE (%)	05E	16.7	18.8	16.1	25.6	29.9	9.0
	06E	15.7	18.7	14.6	26.5	25.6	11.1
	07E	17.6	17.9	13.8	24.1	23.9	10.4
주당 배당금 (원)	05E	250	1,200	900	3,500	2,500	200
배당수익률 (%)	05E	1.6	0.4	1.9	4.6	3.1	3.2
향후 3년간 EBITDA 성장률 (%)		23.6	15.6	14.4	13.7	18.6	35.9
향후 3년간 EPS 성장률 (%)		57.8	17.7	38.1	17.6	21.2	28.5

자료: 삼성증권 추정

표 5. FV/가입자 가치에 따른 적정주가 민감도

(원)	FV/가입자				
	30만원	40만원	50만원	60만원	70만원
286.6만명	10,319	14,241	18,162	22,084	26,006
329.6만명	13,650	18,161	22,671	27,181	31,691
368.8만명	16,796	21,844	26,891	31,938	36,986
406.7만명	20,150	25,716	31,281	36,846	42,411

참고: \* 각각 2004년 합병 기준 수치와 2005년, 2006년, 2007년 당사 추정치 기준임  
자료: 삼성증권 추정

배당정책으로 배당성향 20% 이상 제시 - 현재로서는 예상 배당수익률 높지 않아 배당투자로서는 매력 적음

동사는 배당성향을 20% 이상으로 유지한다는 배당정책을 현재 제시하고 있으며, 2004년에는 합병 전 기준으로 주당 250원을 배당하여 34%의 배당성향을 나타낸 바 있다. 당사는 합병으로 인해 동사의 사업모델이 제조업에서 서비스업으로 전환되었고, 동사가 영위하는 렌탈사업이 현금흐름이 우수하다는 점을 감안할 때 동사의 실질적인 배당성향은 20% 이상이 될 가능성이 높으며, 현재 제시되고 있는 배당성향 수준도 상향 조정될 것으로 판단하고 있다. 그러나 동사가 현재 제시하고 있는 배당정책과 작년 주당 배당금 수준 등을 감안하여 보수적으로 판단할 때 올해 주당 배당금은 작년과 동일한 250원으로 추정되어 현 주가에서 배당수익률이 1.6% 수준에 그치고 있어 현재로서는 배당투자로서의 매력은 적은 것으로 판단된다.

표 6. 배당금과 배당성향 전망

	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
주당배당금 (원)	175	150	250	250	275	350
배당금 (백만원)	4,030	3,536	4,884	17,768	19,545	24,875
배당성향 (%)	16.2	33.3	33.9	24.8	20.3	20.0

참고: 2002년~2004년은 합병 이전 수치임  
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 합병: 제조업체에서 서비스업체로의 변신

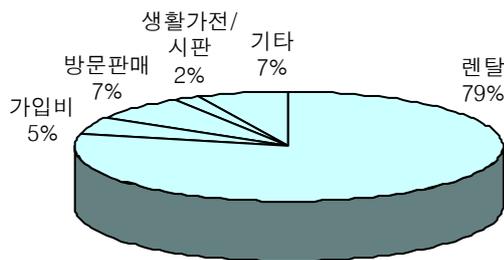
5월 2일 웅진코웨이개발  
흡수합병 - 사업전략에서의  
시너지 제고, 내부거래  
불투명성 해소

동사는 지난 5월 2일을 기준으로 계열사인 웅진코웨이개발(비상장)을 흡수 합병하였고, 합병 신주가 5월 24일 상장되어 합병이 완료되었다. 이에 따라 동사는 정수기 및 공기청정기의 제조업체에서 생활가전 제품을 렌탈 방식으로 판매하고, 관리서비스를 제공하는 서비스업체로 변신하였다. 합병 사유는 1) 최종 고객이 동일한 제조와 판매법인을 통합하여 운영함으로써 사업전략 통합 및 비용 절감 측면에서 시너지 효과를 제고하고, 2) 제조와 판매법인이 분리되어 있음에 따라 우려되어 왔던 내부 거래의 불투명성을 해소하기 위한 것으로 판단된다. 설립 당시에는 양 사가 모두 정수기 생산과 판매를 영위하였으나 특별소비세 해당 품목인 정수기의 판매가격을 낮추기 위해 순매출액을 기준으로 특별소비세가 부여되는 판매법인의 필요성이 대두되어 제조와 판매법인으로 분리하게 되었다. 그러나 2001년 정수기가 특별소비세 대상 품목에서 제외되어 제조와 판매를 분리할 사유가 소멸되자 양 사의 합병이 거론되어 왔었다.

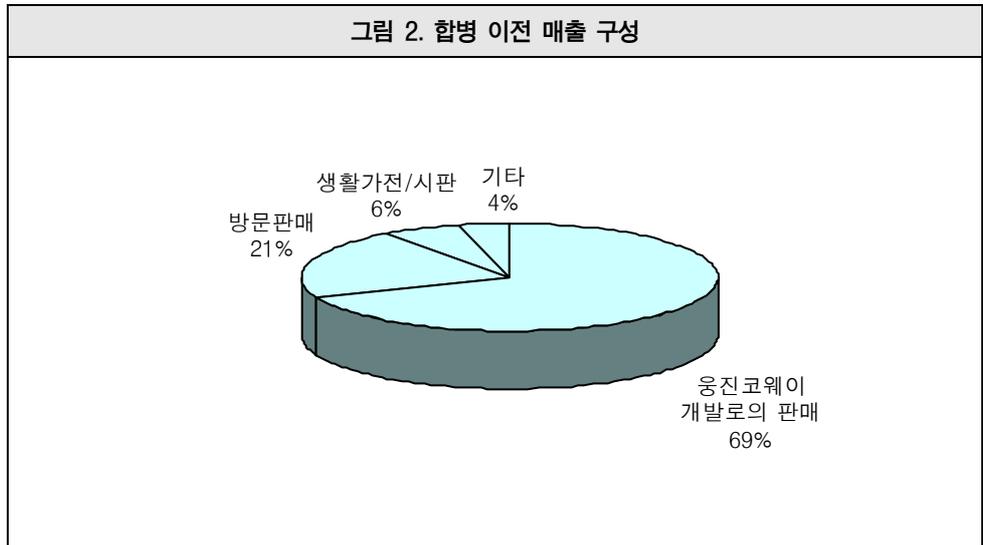
합병 이후 매출구성: 렌탈  
85%, 방문 7%, 생활가전  
2%로 변동-서비스업체로의  
변신

동사의 기존 매출은 정수기 및 공기청정기, 필터 등을 생산하여 웅진코웨이개발에 판매하는 비중이 69%, 비데 등을 웅진코웨이개발에서 매입하여 자체 판매조직을 통하여 방문판매하는 비중이 21%, 2003년 9월 두원테크를 인수하면서 시작된 생활가전 시판 비중이 6% 수준이었다. 그러나 합병 이후 매출 비중은 가입비를 포함한 렌탈 매출 85%, 방문판매 7%, 생활가전 시판 2% 수준으로 웅진코웨이개발의 사업이 주력 사업부분이 되고, 동사의 기존 정수기 및 공기청정기 생산 및 판매는 합병 회사의 제조원가로 흡수되어 소멸하게 된다. 한편, 합병기일이 5월 2일이어서 새로운 재무제표는 2005년 5월부터 시작되기 때문에 실제로 합병 회사만의 순수한 연간 실적은 2006년 회계연도부터 의미가 있게 된다.

그림 1. 합병 이후 매출 구성



참고: 2004년 기준  
자료: 웅진코웨이



참고: 2004년 기준  
자료: 웅진코웨이

**표 7. 제품군 현황**

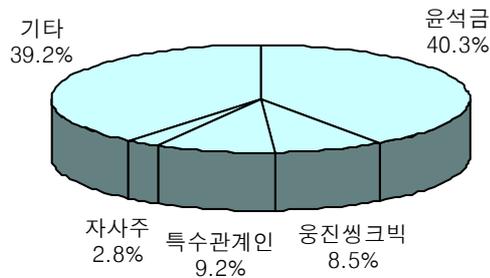
브랜드	제품	판매방식	판매채널	종류	판매가격
코웨이	정수기	렌탈	방판	13	월 33,000원~55,500원
		일시불	방판	12	72만원~270만원
케어스	공기청정기	렌탈	방판	4	월 17,500원~49,000원
		일시불	방판	5	69만원~220만원
	가습기 개인용산소발생기	일시불 일시불	시판 방판		
롤루	비데	렌탈	방판	5	월 27,500원~32,000원
		일시불	방판	2	73만원~79만원
	연수기	렌탈 일시불	방판 방판	2 2	월 31,000원~33,000원 70만원~72만원
쿠첸	밥솥	일시불	시판		
루체	안마의자	일시불	방판	1	594만원
	풋케어	일시불	방판		
	스킨케어시스템	일시불	방판		
뷔셀	주방가구	일시불	방판		
	식탁	일시불	방판		
기타	음식물처리기	일시불	방판	1	99만원
	소형 전기그릴	일시불	시판		

참고: 렌탈가격은 가입비가 없는 경우의 가격임  
자료: 웅진코웨이 홈페이지, 삼성증권 정리

합병 이후 최대주주 및  
특수관계인 지분 58%로  
경영권이 안정적인

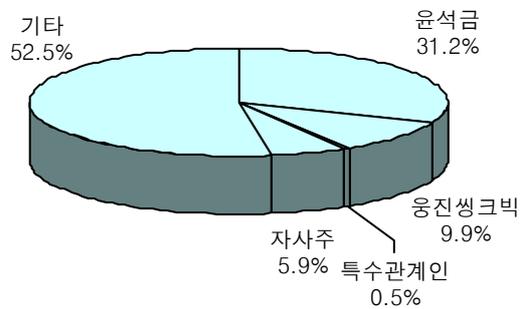
동사와 피합병회사인 웅진코웨이개발의 합병비율이 1대 1,060,266주(기준주가 vs 본질가치)로 결정됨에 따라 동사의 자본금은 기존 211억원에서 730억원으로 증가하고, 주식수도 기존 2,110만주에서 7,307만주(액면가 500원)으로 늘었다. 지분구조는 합병 전 윤석금 회장 및 특수관계인 31.7%, 웅진씽크빅 9.9%, 자사주 5.9%에서 합병 후 윤석금 회장 및 특수관계인 49.5%, 웅진씽크빅 8.5%, 자사주 2.8% 수준으로 변동되었다. 최대주주 및 특수관계인의 지분률이 58% 수준에 이르러 경영권이 매우 안정적이며, 최대주주와 특수관계인, 자사주 등을 제외한 유동주식 비율이 39.2% 수준에 불과하여 합병 신주의 상장에도 불구하고 매물부담이 크지 않은 것으로 판단된다.

그림 3. 합병 후 지분 구조



참고: 2004년 말 기준  
자료: 웅진코웨이

그림 4. 합병 전 지분구조



참고: 2004년 말 기준  
자료: 웅진코웨이

표 8. 합병 전후 요약 재무제표

(십억원)	합병 후	합병 전	
	웅진코웨이	웅진코웨이	웅진코웨이개발
유동자산	257	105	152
당좌자산	199	86	114
재고자산	57	20	38
고정자산	447	72	375
투자자산	52	15	37
유형자산	377	39	337
무형자산	18	18	1
<b>자산총계</b>	<b>703</b>	<b>177</b>	<b>527</b>
유동부채	344	94	250
고정부채	79	7	72
<b>부채총계</b>	<b>423</b>	<b>101</b>	<b>322</b>
자본금*	37	13	24
자본잉여금	13	13	0
자본준비금	0	0	0
재평가적립금	0	0	0
이익잉여금	266	84	182
자본조정	(36)	(34)	(2)
<b>자본총계</b>	<b>281</b>	<b>76</b>	<b>205</b>
<b>매출액</b>	<b>1,136</b>	<b>309</b>	<b>828</b>
영업이익	147	33	114
경상이익	119	18	101
당기순이익	85	14	71
<b>발행주식수* (천주)</b>	<b>73,072</b>	<b>21,110</b>	<b>48,894</b>

참고: 합병보고서 기준, 합병 후 수치는 합병 전 양 사의 단순 합산임

\* 자본금과 발행주식수에 액면가(500원)를 곱한 금액간의 차이는 합병 전 420만주의 자사주 소각이 이익소각 방식으로 이루어졌기 때문임

자료: 웅진코웨이

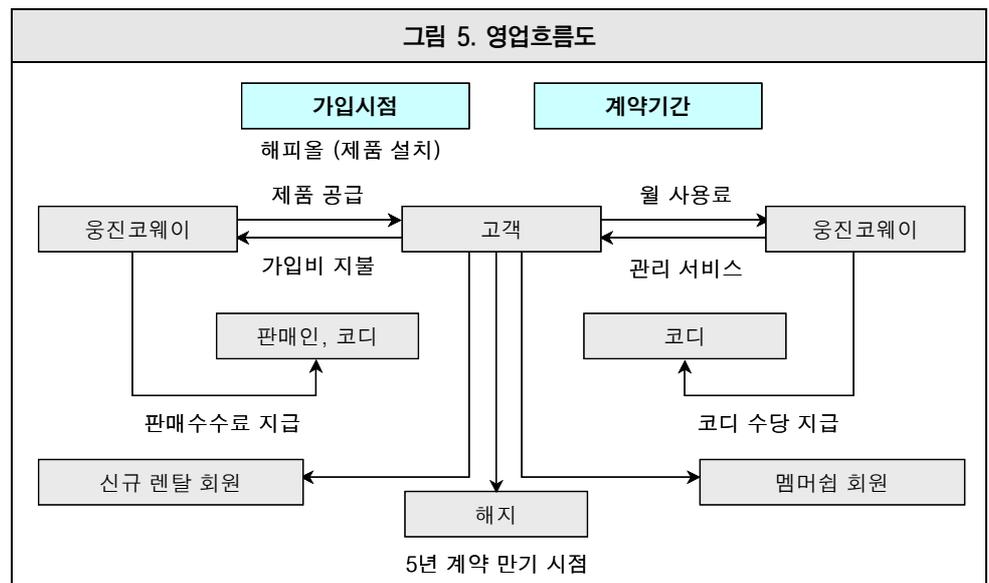
## 렌탈사업: 현금흐름 탁월하고 안정적인 사업모델

가입자 기반으로 현금흐름이 우수하고 안정적이며, 적은 경제적 부담으로 수요 창출 용이

렌탈사업은 2004년 합병 기준으로 매출의 85%를 차지(렌탈매출 및 가입비 매출, 멤버십 매출을 포함)하는 주요한 사업으로 동사에게 탁월하고 안정적인 현금흐름 및 수익성, 높은 성장성을 제공하고 있는 것으로 판단된다. 이는 동사의 렌탈사업이 1) 가입자를 기반으로 하고 있어 사업의 지속성이 높고, 2) 이미 상당 규모의 가입자를 확보한 동사에게는 추가적인 투자를 크게 상회하는 현금흐름의 유입이 지속되며, 3) 고가의 제품을 일시에 구입하는 것이 아니라 월 이용료를 지불하기 때문에 소비자의 부담이 적어 수요 창출 및 시장 확대가 용이하며, 4) 사업자로서는 유통 및 관리를 위한 조직 구축을 위한 초기의 자금 부담이 크다는 진입장벽이 있어 위협적인 경쟁자가 출현할 가능성이 매우 낮기 때문이다. 동사는 89년 설립 시에는 일시불 판매를 영위하였으나 외환 위기로 소비가 크게 위축되자 98년 4월부터 렌탈 사업을 시작하였으며, 이러한 경쟁력 요인이 작용하여 높은 성장을 시현해 왔다.

5년 계약기간 동안 월 사용료 지불- 의무사용기간 1년이 지나면 언제든지 해지 가능, 계약 종료 후 가입자에게 소유권 이전

영업 흐름을 보면, 동사의 판매조직(판매인이나 ‘코디’)을 통해 소비자가 가입하면 동사는 해당 제품을 가입자에게 설치해 주고, 필터 교체를 비롯한 정기적인 관리 서비스를 2개월에 1회 ‘코디(관리 서비스를 담당하는 계약직 조직)’를 통해 제공한다. 가입자는 선택한 요금제에 따라 월 사용료를 동사에 지불하는데, 월 사용료는 초기 1년이 지나면 소폭 인하되고, 총 5년이 경과 되면 해당 제품의 소유권이 가입자에게 이전된다. 초기 1년은 의무사용기간으로 동 기간에 해지하려면 잔여 기간 월 사용료의 50%를 지불해야 하며, 1년 이후에는 언제든지 무조건 해지가 가능하다. 5년이 경과하여 소유권이 가입자에게 이전된 이후에는 새로운 제품을 구입하여 신규 렌탈 가입자가 될 수도 있고(렌탈 매출), 기존 제품을 이용하면서 월 12,000원~13,000원으로 렌탈 가입자와 동일한 관리서비스를 받을 수 있다(멤버십 매출). 가입자는 요금 테이블에 따라 가입비를 내면서(가입비 매출) 상대적으로 저렴한 월 사용료를 지불할 수도 있고, 가입비 없이 상대적으로 높은 월 사용료를 지불할 수도 있다. 일시불로 동사의 렌탈 제품을 구입한 고객도 필터 등을 시중에서 구입할 수 없기 때문에 멤버십 가입자가 된다.



자료: 삼성증권 정리

표 9. 요금 테이블의 예

렌탈등록비 (원)	렌탈요금 (원/월)			5년 합계 (원)
	1~12개월	13개월 이후	할인액	
없음	46,500	31,000	15,500	2,046,000
50,000	42,500	30,500	12,000	2,024,000
100,000	38,500	30,000	8,500	2,002,000
150,000	34,000	30,000	4,000	1,998,000
200,000	29,500	29,500	0	1,970,000
300,000	27,500	27,500	0	1,950,000

참고: CP-01CR 가정용 냉정수기 기준임

자료: 웅진코웨이 홈페이지

### 현금흐름 분석

렌탈 사업의 위험인 현금흐름의 불일치가 거의 발생하지 않을 것으로 판단- 현금흐름상의 손익분기점 도달에는 13개월 소요 추정

렌탈 사업은 초기에 대규모 비용이 소요되나 매출은 점진적으로 발생하기 때문에 현금흐름 상의 불일치 위험이 가장 큰 우려 사항이다. 더욱이 동사는 1년 이후에는 계약 해지가 자유로우며 해지 제품은 재사용하지 않기 때문에 현금흐름의 불일치 위험이 크게 나타날 수 있다는 우려가 높다. 그러나 당사의 분석에 따르면, 동사의 렌탈 사업은 13개월 이후부터는 잉여 현금흐름이 발생하며, 중도 해지의 경우에도 계약당 현금흐름 측면의 손실이 거의 없도록 설계된 것으로 판단된다. 또한, 동사가 이미 판매 및 관리 조직 구축을 위한 투자가 완료되었고, 상당한 수준의 가입자를 확보한 상태이기 때문에 경기의 장기적인 침체나 지불불이행 등을 제외한 정상적인 영업환경에서는 향후 현금흐름 상의 불일치 위험이 나타날 가능성이 매우 낮은 것으로 판단된다. 현금흐름을 보면, 회원이 가입하면 가입비를 받게 되나 제품 공급을 위해 지불되어야 하는 원가와 설치비가 이를 상회하기 때문에 가입시점에서는 대규모 현금유출이 일어나게 된다. 가입 이후에는 필터비용과 코디의 관리 수수료, 판매인에 대한 판매수수료가 지불되나 매월 받는 렌탈요금이 이를 상회하기 때문에 1개월 이후부터는 일정한 현금유입이 일어나게 된다. 이에 따라 가입 시에 발생하였던 대규모 현금유출을 상쇄하고 잉여 현금흐름이 발생하는 시점은 14개월부터로 추정된다.

현금흐름상의 손익분기점 도달에는 13개월 소요 추정- 정상적인 영업환경에서는 리스크가 거의 없도록 설계된 사업모델로 평가

12개월 이후에는 렌탈요금이 인하되나 판매인에 대한 판매수수료도 초기 12개월만 지급되기 때문에 14개월부터 계약 해지시점까지 발생하는 렌탈요금과 비용의 차이는 전부 동사의 잉여 현금흐름이 되는 것으로 추정된다. 렌탈 회원이 손익분기점인 13개월 이전에 계약을 해지하는 경우에도 현금흐름 측면에서 동사에게는 손실이 없는 것으로 추정되는데, 이는 의무사용기간인 12개월 이내에 해지하려면 잔여 기간의 월 렌탈요금의 50%를 벌칙금으로 지불해야 하고 계약이 해지되면 필터 비용과 코디 수수료, 판매수수료가 지급되지 않기 때문이다. 이에 따라 렌탈 계약을 1개월만에 해지하는 경우에도 제조원가 및 설치비 비용을 상쇄하고도 남게 되어 계약 해지가 동사의 현금흐름에 미치는 영향은 거의 없는 것으로 판단된다.

표 10. 렌탈부문의 현금흐름 분석

(원)	누적 Cashflow	Cash-in	Cash-out (제조원가)	(설치비)	(필터)	(코디 수수료)	(판매수수료)
가입시	(122,662)	100,000*	222,662	196,662	26,000		
1개월	(113,716)	22,551**	13,605		2,000	2,500	9,105
2개월	(104,770)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
3개월	(95,824)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
4개월	(86,878)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
5개월	(77,931)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
6개월	(68,985)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
7개월	(60,039)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
8개월	(51,093)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
9개월	(42,147)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
10개월	(33,201)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
11개월	(24,255)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
12개월	(15,308)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
13개월	(2,895)	16,913	4,500		2,000	2,500	
14개월	9,518	16,913	4,500		2,000	2,500	
15개월	21,931	16,913	4,500		2,000	2,500	

참고: 판매수수료는 합병 전 웅진코웨이 사업구조에서 추론(표 10 참조)하였음

\* 가입비 매출 \*\* 2004년 평균 월간 렌탈요금 기준

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 11. 계약 해지시 렌탈부문의 현금흐름 분석 - 가입 1개월 이후 해지의 예

(원)	누적 Cashflow	Cash-in	Cash-out (제조원가)	(설치비)	(필터)	(코디 수수료)	(판매수수료)
가입시	(122,662)	100,000	222,662	196,662	26,000		
1개월	(113,716)	22,551	13,605		2,000	2,500	9,105
2개월	10,314	0	0		0	0	0

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

### 수익성 분석

렌탈부문의 계약당  
매출총이익률은 32%  
수준으로 추정- 12개월  
이내에 계약 해지시 장부상  
손실 발생 추정

손익구조를 보면, 가입비 매출과 매월 렌탈요금이 매출로 인식되고, 제품 설치비와 렌탈자산에 대한 감가상각비(5년 균등 상각), 필터 비용, 코디 수수료(매출원가), 판매수수료(판매비) 등이 비용으로 인식되면서 가입 후 1년간 이익률은 38% 수준으로 추정된다. 또한, 판매수수료(매출액의 29%를 차지)가 판매비에 계상되고, 나머지 모든 비용이 매출원가에 계상되는 점을 감안하면 렌탈사업의 계약당 매출총이익률은 32% 수준으로 분석된다. 2005년부터 회계 규정의 변경으로 가입비 매출이 5년 균등 분할되어 매출로 인식되어 초기 이익률이 이러한 분석치보다 낮을 수 있으나 가입 초기 1년간만 지급되는 판매수수료의 합이 총 가입비 매출과 거의 동일한 수준임을 감안하면 계약 기간인 5년간 합산 이익률은 거의 유사한 것으로 추정된다. 이에 따라 현재 동사 가입자의 평균 계약유지 기간이 54개월 수준으로 계약기간에 거의 다다르고 있는 점을 감안할 때 동사의 렌탈 사업은 32% 수준의 매출총이익률을 안정적으로 유지할 수 있고, 평균 계약유지 기간이 길어지면 이익률이 개선되는 수익구조를 지닌 것으로 판단된다. 한편, 계약이 중도에 해지되면 해당 렌탈자산을 회수하여 폐기하고 잔존가치에 대한 감가상각비 및 렌탈자산폐기손실을 일시에 계상하기 때문에 의무사용기간인 12개월 이내에 해지되면 장부상 손실이 발생하게 되는 것으로 분석된다. 그러나 이러한 경우에도 현금흐름 상의 손실은 없는 것으로 추정된다.

표 12. 렌탈부문의 손익구조 분석

(원)	매출 (A)	수익 (A-B)	비용 (B) (렌탈자산상각)	(설치비)	(필터) (코디 수수료)	(판매수수료)		
가입시*	100,000	74,000	26,000		26,000			
1개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
2개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
3개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
4개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
5개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
6개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
7개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
8개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
9개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
10개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
11개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
12개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
<b>합계</b>	<b>370,610</b>	<b>142,021</b>	<b>228,589</b>	<b>39,332</b>	<b>26,000</b>	<b>24,000</b>	<b>30,000</b>	<b>109,257</b>
<b>매출대비 비율 (%)</b>		<b>38</b>	<b>62</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>29</b>

참고: \* 실제로 가입비 매출은 5년 균등분할되어 매출과 수익은 인식됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 13. 렌탈부문의 손익구조 분석 - 가입 1개월 이후 해지의 예

(원)	매출 (A)	수익 (A-B)	비용 (B) (렌탈자산상각)	(설치비)	(필터) (코디 수수료)	(판매수수료)		
가입시	100,000	74,000	26,000		26,000			
1개월	22,551	5,668	16,882	3,278	2,000	2,500	9,105	
2개월	0	(193,384)	193,384	193,384	0	0	0	0
<b>합계</b>	<b>122,551</b>	<b>(113,716)</b>	<b>236,267</b>	<b>196,662</b>	<b>26,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,500</b>	<b>9,105</b>
<b>매출대비 비율 (%)</b>		<b>(93)</b>	<b>193</b>	<b>160</b>	<b>21</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>7</b>

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 14. 합병 전 웅진코웨이 사업구조

(십억원)	매출	매출원가	원가율	판매량	제품당 원가	제품당 추정
			(원)	(천대)	(원/대)	소비자가격* (원/대)
제품 (정수기, 청정기, 필터)	230	143	62	730	196,662	1,092,567
상품 (비데 등)	61	36	59			
기타 (수질검사 등)	16	14	86			
<b>합계</b>	<b>307</b>	<b>194</b>	<b>63</b>	<b>730</b>		

참고: 2004년 기준 \* 단위당 소비자가격은 해당 제품의 원가율이 소비자가격의 18% 수준으로 가정하였음

자료: 웅진코웨이

### 멤버십 부문 분석

멤버십 부문의 이익률 66% 추정 - 기존 렌탈 회원의 멤버십 전환 급증으로 향후 동사의 이익구조 개선에 기여 전망

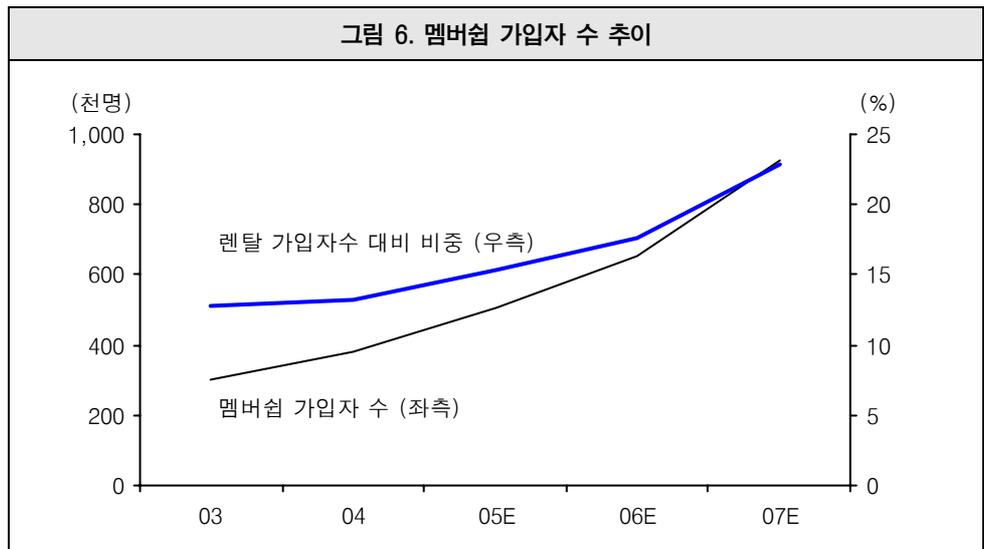
멤버십 매출은 일시불 구매 고객과 계약 만료된 기존 렌탈 고객에게 관리서비스를 제공하면서 서비스요금을 받는 것으로 해당 자산에 대한 비용 처리가 완료되었기 때문에 현금흐름은 유입만이 발생하고, 손익 측면에서도 렌탈자산 상각비 및 설치비, 판매수수료가 계상되지 않기 때문에 이익률이 66% 수준에 이르는 것으로 추정된다. 2004년 멤버십 매출은 548억원으로 총 매출의 6.1% 수준에 그치고 있으나 렌탈사업이 98년 4월에 시작되었고, 회원 수가 2002년, 2003년에 폭발적으로 증가하였음을 감안할 때 2006년부터 멤버십 가입자가 크게 늘어나면서 이익률 개선에 기여할 것으로 기대된다. 또한 향후 신규 렌탈 가입자 증가가 둔화되는 시점이 도래하더라도 멤버십 매출이 이를 상쇄하면서 안정적인 사업구조를 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

표 15. 멤버십 사업부문의 손익구조 분석

(원/월)	매출 (A)	수익 (A-B)	비용 (B)	(렌탈자산상각)	(설치비)	(필터)	(코디 수수료)	(판매수수료)
가입시*	-	-	-	-	-	-	-	-
가입기간	13,363*	8,863	4,500	-	-	2,000	2,500	-
<b>매출대비 비율 (%)</b>		<b>66</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>0</b>

참고: \* 2004년 평균 멤버십 월간 요금 기준  
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

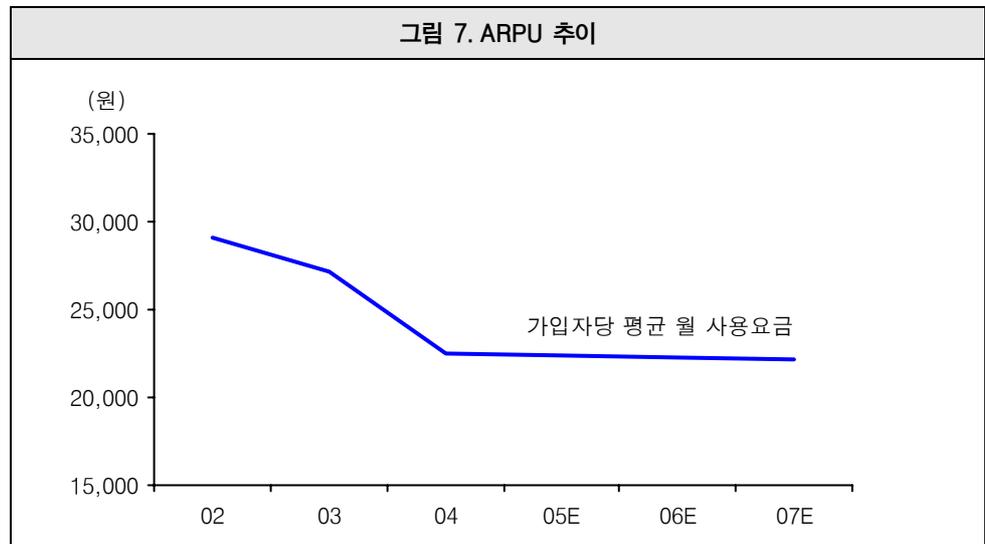
그림 6. 멤버십 가입자 수 추이



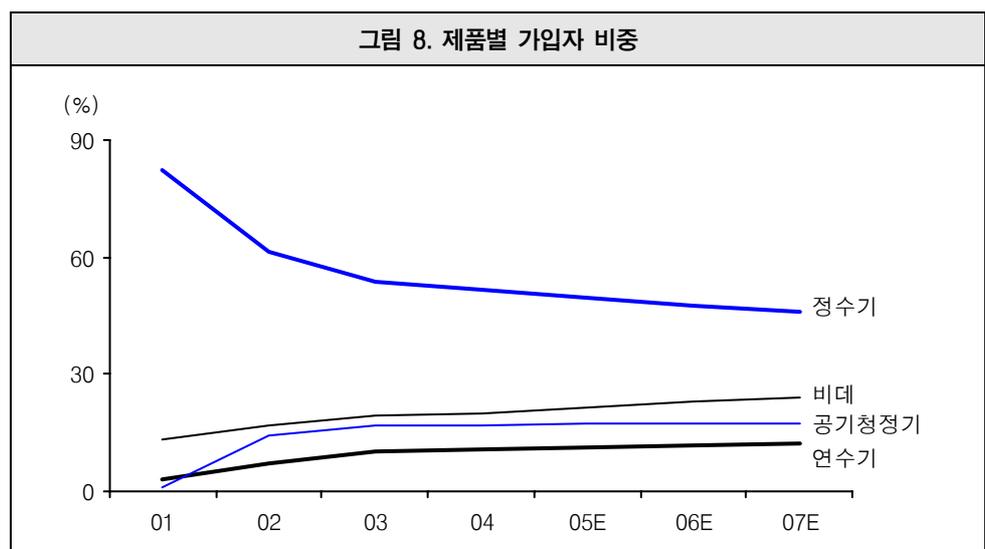
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

가격이 낮은 렌탈 가입자 비중 증가로 ARPU 하락 추세 - 실질적인 가격 인상 효과 주는 전략 채택으로 수익성 개선 가능성 있음

동사의 렌탈 부문의 2004년 가입자당 월 평균 사용요금(ARPU)은 전년 대비 17.1% 하락하였다. 이는 정수기와 연수기의 ARPU가 각각 25,775원, 20,689원으로 공기청정기나 비데의 ARPU(각각 19,610원, 17,462원) 비해 상대적으로 높은 수준이나 뒤늦게 출시된 공기청정기나 비데의 가입자 성장 속도가 더 빨라 정수기와 연수기의 가입자 비중이 하락하고 있고, 가입자 수가 증가하면서 계약 1년 이후 가격 인하를 받는 가입자 비중이 더욱 커지고 있기 때문이다. 당사가 현재 보수적인 관점에서 향후 3년간 렌탈 요금의 인상을 가정하지 않고 있으며, 공기청정기와 비데의 가입자 비중이 추가적으로 확대될 것으로 예상되기 때문에 향후 3년간 ARPU는 전년 대비 0.6% 정도씩 하락하는 것으로 추정된다. 그러나 동사가 이미 확보된 가입자 기반이 커서 현금흐름이 충분하기 때문에 최근에는 가입비를 받지 않고 월 렌탈요금을 비싸게 받는 요금데이블을 선호하는 전략을 취하고 있고, 높은 가격에 출시되는 신제품에 대한 렌탈 가입자 비중이 늘어나 실질적으로 가격 인상 효과가 발생하기 때문에 ARPU가 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다. ARPU 상승은 마진이 높은 멤버십 매출 비중 증가와 함께 향후 동사의 수익성 개선의 요인으로 작용할 전망이다.



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



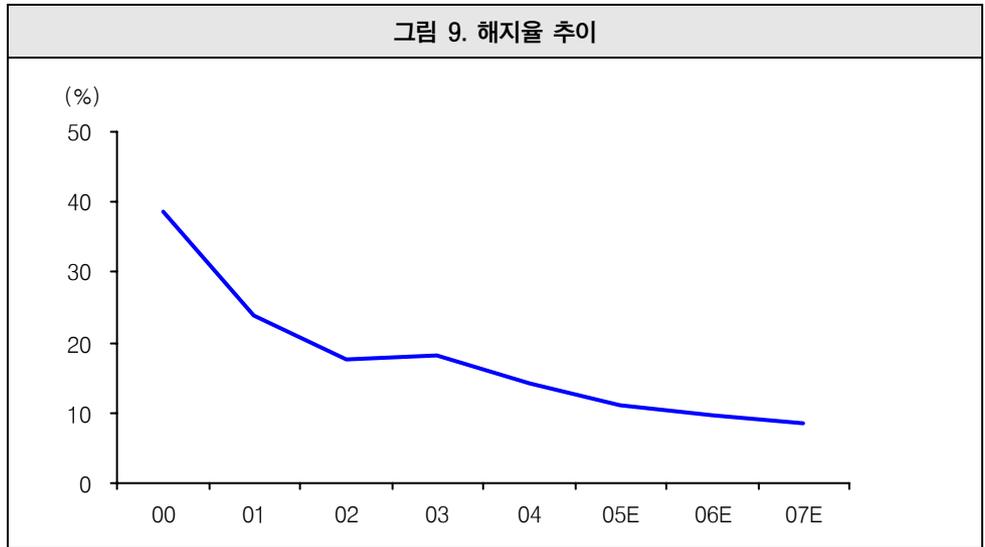
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

### 사업모델의 안정성

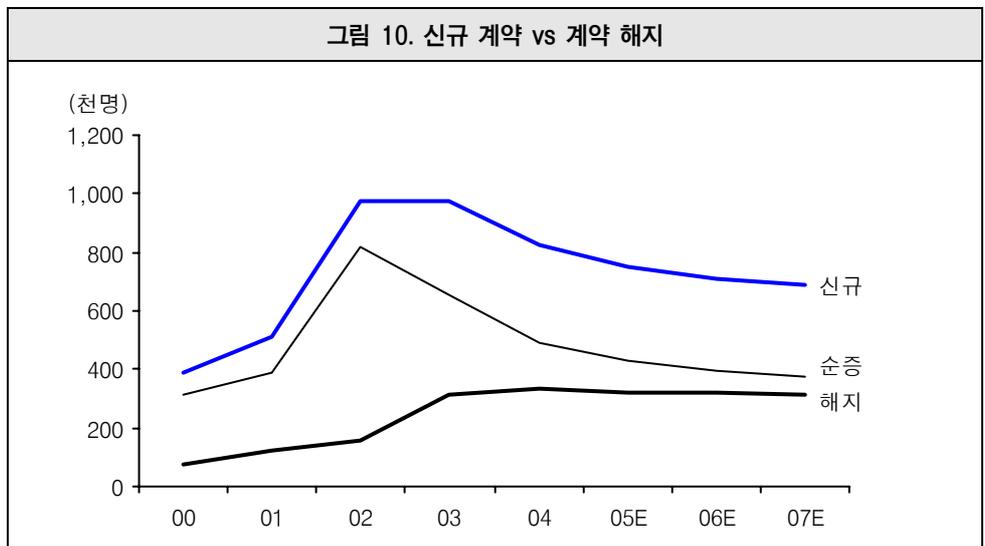
연간 해지율 14.1% 수준으로 안정성이 매우 높음- 출시가 늦은 제품들의 가입자 기반이 확대되면 계약유지기간 길어질 전망

동사의 2004년 연간 누적 해지율은 14.1% 정도로 추산되어 가입자 기반의 사업모델을 지닌 에스원이나 SK텔레콤과 비교하여도 상당히 안정적인 것으로 판단된다. 제품별로는 수요의 계절성이 적고, 가입자가 가장 많은 정수기와 비데가 각각 8.1%, 11.9% 수준으로 낮은 편이고, 계절적인 수요 변동성이 높고, 출시가 늦어 가입자 기반이 아직 적은 연수기와 공기청정기가 23.5%, 30.4% 수준으로 높은 편이다. 향후 해지율은 점진적으로 하락하여 2007년에는 8.4% 수준에 이를 것으로 추정되는데, 이는 상대적으로 늦게 출시된 제품들의 가입자 기반이 점차 늘어나고, 이미 장기적인 사용자가 된 기존 가입자의 비중이 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 회사측에 따르면, 현재 동사의 렌탈 가입자의 평균 계약 유지기간은 54개월 수준으로 파악되며, 향후 렌탈 계약기간인 60개월에 근접하는 수준까지 상승할 것으로 판단된다. 이는 출시된 지 5년이 경과하지 않은 공기청정기의 계약 유지 기간이 향후 늘어날 것으로 예상되기 때문이다.

한편, 해지율은 계약기간 종료 이후 멤버쉽으로 전환한 가입자를 포함한 수치이기 때문에 멤버쉽 가입자를 포함하면 실질적인 평균 계약 유지기간은 더 길어지는 것으로 추정된다.



참고: 연간 해지율 수치(연간 누적 해지/전년말 가입자 수)  
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정



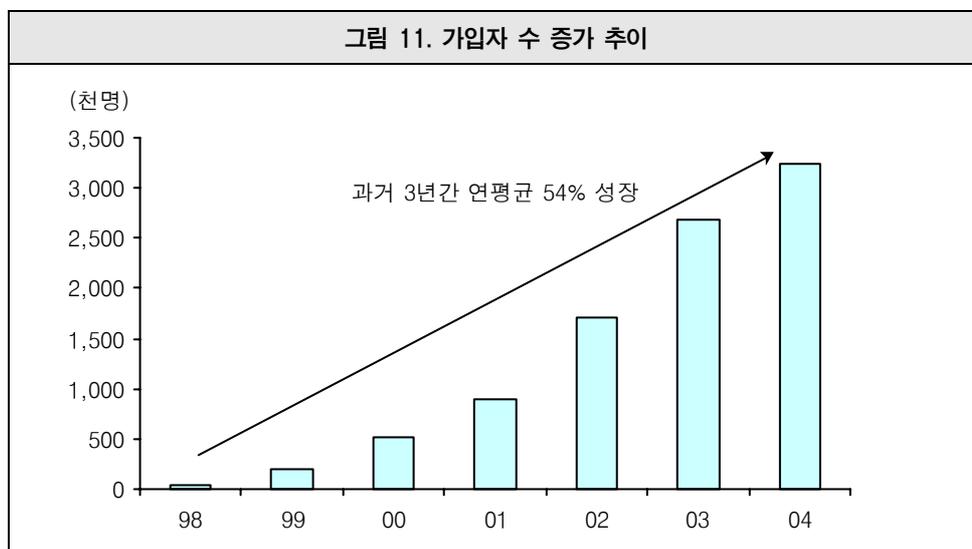
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 환경 가전: 여전히 높은 성장성 보유

고성장세 시현: 환경 및 건강에 대한 인식 향상, 렌탈사업 도입에 따른 수요 창출

동사는 98년 정수기 렌탈 사업을 도입한 이후 공기청정기 및 비데, 연수기 등 소위 ‘웰빙가전’ 혹은 ‘환경가전’으로 인식되고 있는 제품을 지속적으로 출시하면서 높은 가입자 성장과 매출 성장을 시현해 왔다. 2004년 동사의 렌탈 가입자 수(렌탈과 멤버십 회원 합산)는 4개 제품군에 대해 총 325만 명으로 렌탈 사업 초기 연도인 98년에 비해 84배 증가하였고, 지난 3년 동안에도 연평균 53.5% 수준의 고성장을 시현하였다. 이에 따라 매출도 98년에 비해 10.1배 늘었고, 지난 3년 동안 연평균 16.3% 증가하였다. 이는 1) 소득 수준의 상승으로 환경 및 건강에 대한 인식이 높아져 ‘필수 가전’의 범위가 전통적인 가전제품(냉장고, TV, 전기밥솥, AV제품 등)에서 정수기 및 공기청정기, 비데 등 환경가전으로 확대되고 있고, 2) 동사가 렌탈사업을 도입하여 상대적으로 고가였던 동 제품에 대한 소비자의 부담을 줄여 수요를 창출하고 시장을 확대하는 역할을 하였기 때문으로 판단된다. 동사의 이러한 높은 가입자 및 매출 성장성은 향후에도 지속될 전망이다. 이는 1) 정수기 및 공기청정기의 보급률이 현재 각각 24%, 10% 수준으로 낮고, 환경 및 건강을 중시하는 추세가 지속되면서 시장이 높은 성장성을 보일 것으로 예상되고, 2) 2000년 이후 성장하기 시작한 정수기 및 청정기 시장의 교체 수요가 2005년 이후부터 늘어나는 가운데 렌탈 모델의 매력으로 동사가 이러한 교체수요를 상당부분 흡수할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

그림 11. 가입자 수 증가 추이

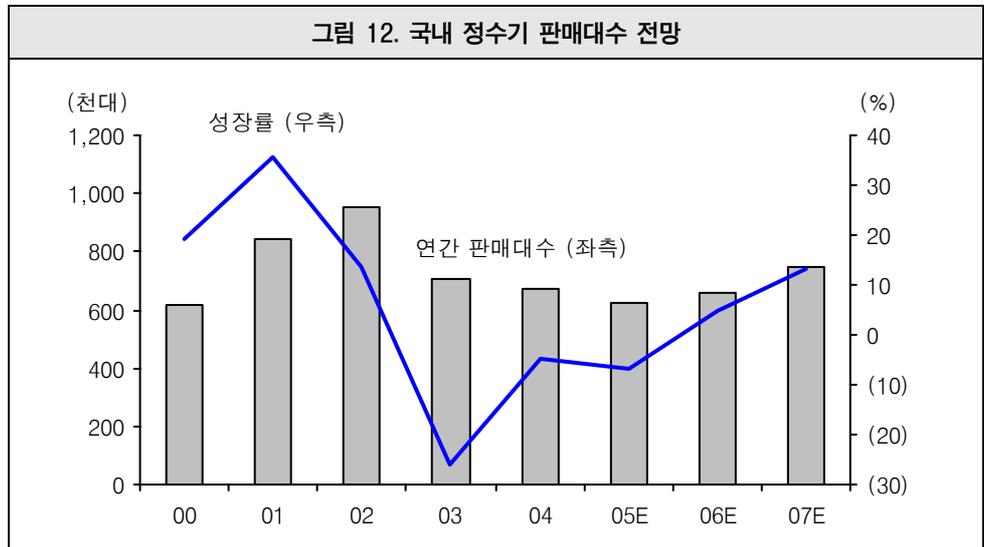


참고: 수치는 렌탈 회원과 멤버십 회원의 합  
자료: 웅진코웨이

**정수기: 성장 둔화 vs 동사의 시장점유율 확대 전망**

2005년부터 대체수요가  
신규수요를 상회할 전망

통계청에 따르면, 국내 정수기 시장 규모는 연간 판매대수 기준으로 99년 52만대에 불과하였으나 연평균 22.4%씩 성장하여 2002년에 95만대에 이르렀다가 경기 침체에 따른 내구재 소비 부진으로 2004년까지 2년간 연평균 16.1%씩 감소하여 2004년에 75만대에 이른 것으로 파악된다. 2005년에도 내구재에 대한 소비가 여전히 회복되지 않아 국내 정수기 판매대수는 전년대비 6.6% 감소할 것으로 추정된다. 그러나 2006년, 2007년 정수기 판매대수는 전년대비 각각 4.8%, 13.3% 증가할 것으로 보이는데, 이는 소비 회복이 좀더 진전될 전망이고, 정수기 수요가 크게 늘기 시작하였던 2000년~2001년에 판매된 정수기의 대체 수요가 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 2004년까지 정수기 수요는 74% 정도가 신규 수요였으나 보급률이 어느 정도 확대됨에 따라 2005년부터는 대체 수요가 신규 수요를 앞지를 전망이다.

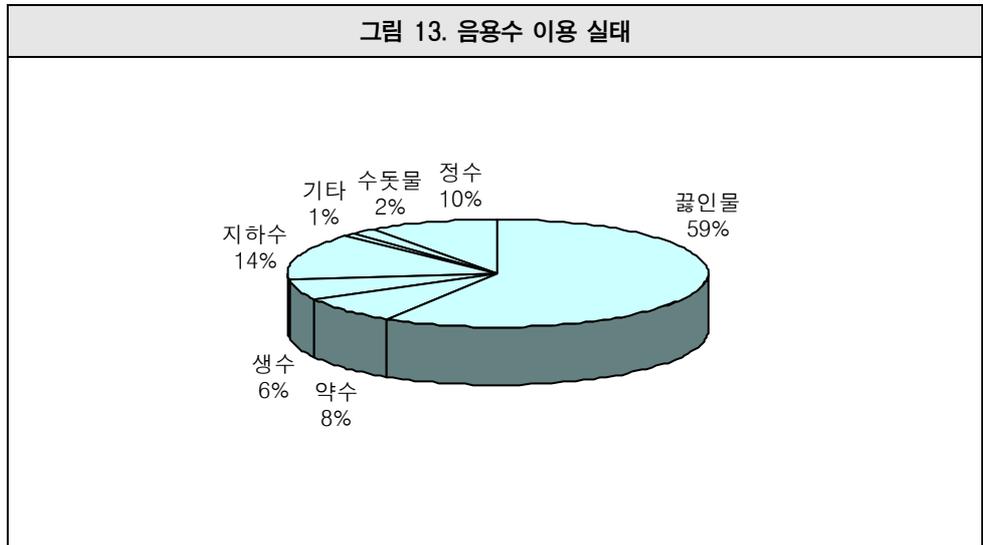


자료: 통계청, 삼성증권 추정

현재 보급률 24%- 2007년  
28% 수준까지 확대  
예상되나 보급가구 성장은  
둔화 추세

정수기 교체주기(Life cycle)를 5년으로 가정할 때 2004년 말 국내 정수기 보급가구가 379만대로 추산됨에 따라 국내 총 가구 수 대비 정수기 보급률은 24% 수준인 것으로 추정된다. 정수기 보급가구는 2000년 이후 연평균 28.8% 늘었으나 2004년에는 전년대비 8.1% 증가에 그쳐 성장이 둔화되기 시작한 것으로 판단된다. 이는 정수기를 사용하는 것이 위생적이고 편리하나 정수기와 대체제 관계에 있는 음용수가 다양하고, 가장 많은 비중을 차지하고 있는 끓인 물이나 지하수, 약수 등의 비용 부담이 적어 다른 가전제품에 비해 기대되는 보급률 수준이 낮을 것으로 보이기 때문이다. 당사는 정수기 보급가구가 향후 3년간 연평균 6.3% 증가하여 보급률이 2007년 28% 수준에 이르고 장기적으로도 33% 수준까지 확대될 수 있을 것으로 판단하고 있으나 에어컨이나 김치냉장고의 보급률(각각 40%, 57% 추산)에는 이르지 못할 것으로 전망하고 있다.

그림 13. 음용수 이용 실태

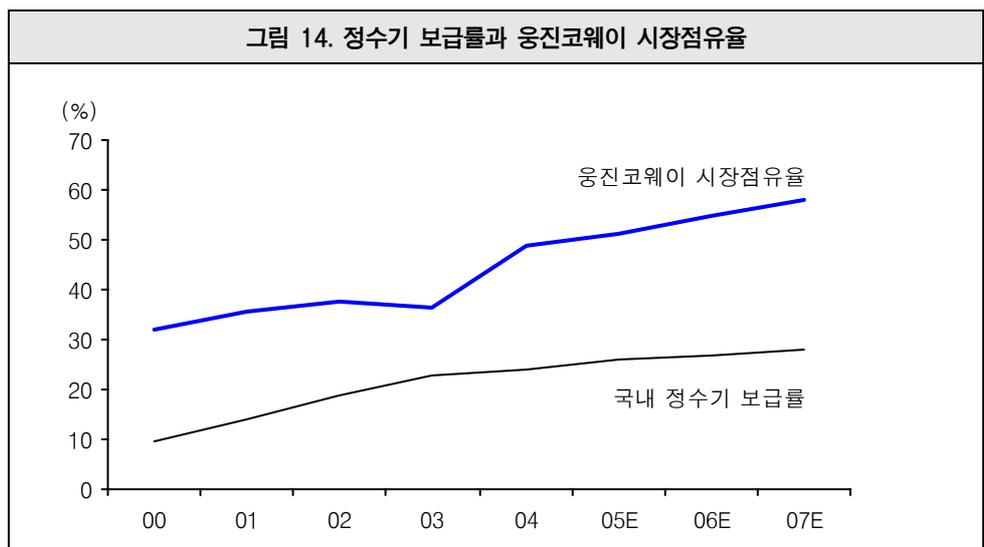


참고: 2000년 인구 센서스 조사 자료  
자료: 통계청

렌탈 시스템의 매력으로  
대체 수요 흡수- 시장점유율  
현재 49%에서 2007년 58%  
전망

그러나 총 정수기 보급가구의 성장세 둔화에도 불구하고 동사의 시장점유율은 지속적으로 확대되어 현재 49% 수준에서 2007년에 58% 수준에 이를 것으로 예상된다. 이는 1) 소비자의 경제적인 부담이 적고, 위생적인 관리가 용이하며, 경제적인 여건에 따라 탄력적으로 사용여부를 결정할 수 있다는 렌탈 시스템의 장점이 이미 널리 인지되어 왔고, 2) 초기 운전자금 및 투자자금이 막대하게 소요되어 신규업체가 시장에 진입하기가 어렵기 때문에 2006년, 2007년에 본격적으로 도래하는 타사 및 동사 기존 정수기 사용자의 대체수요를 잡는데 성공적일 것으로 판단되기 때문이다.

그림 14. 정수기 보급률과 웅진코웨이 시장점유율



참고: 보급대수 기준임  
자료: 통계청, 웅진코웨이, 삼성증권 추정

경쟁의 핵심은 마케팅 능력  
- 렌탈과 일시불 판매간의  
경쟁구도

정수기 시장은 점유율 49% 수준인 동사가 압도적인 우위를 점하고 있는 가운데, 청호나이스(비상장)와 한국암웨이(비상장), 엘트웰텍 등을 비롯하여 한국정수기협동조합 등록업체만도 80개를 상회하는 등 중소기업간의 경쟁이 치열한 상황이다. 이들 업체들은 다양한 정수방식의 제품을 채택하며 경쟁하고 있으나 현재 국내 시장은 동사와 청호나이스가 채택하고 있는 역삼투압 방식이 주종을 이루고 있다. 역삼투압 방식과 중공사막 방식의 차이는 핵심필터에 사용되는 섬유 조직의 구멍 크기 차이 때문에 발생하는데, 역삼투압 방식은 필터가 미세하여 정수 효과가 높은 장점이 있으나 물 안에 녹아 있는 미네랄 성분까지 걸러지는 단점이 있으며, 중공사막 방식은 필터가 덜 미세하여 수질 오염이 심하면 정수 이후에도 이물질이 남게 되는 단점이 있다. 그러나 2002년까지 높은 성장률을 보였다가 2003년 부도가 난 JM글로벌(역삼투압 방식)의 경우에서 확인할 수 있듯이 정수방식의 차이는 우열을 가리기 어렵기 때문에 경쟁의 핵심은 정수 방식의 차이보다 마케팅 능력에 있는 것으로 판단된다.

표 16. 주요 경쟁사 현황

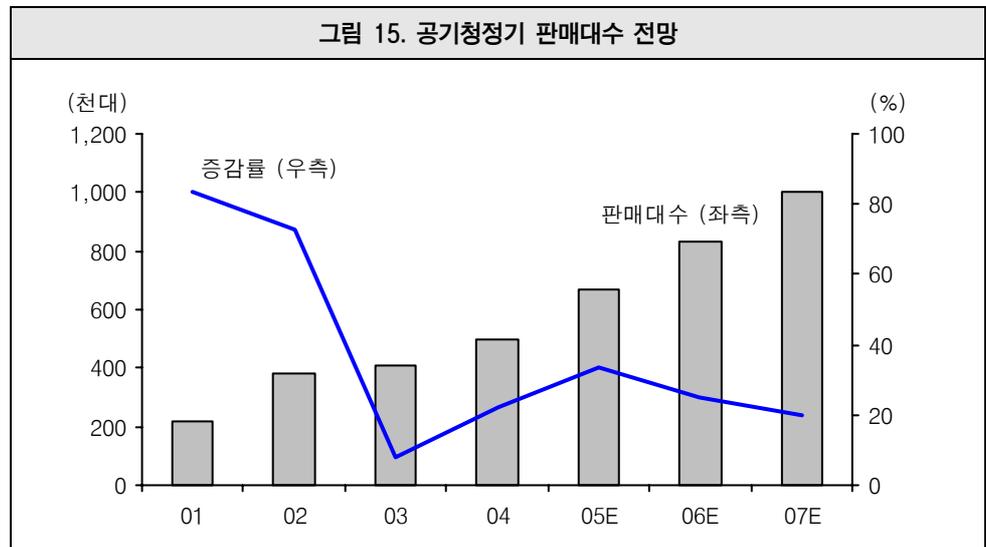
회사명	웅진코웨이	청호나이스	한국암웨이	엘트웰텍	하이필
사업영역	제조	제조	제조, 판매	제조, 판매	제조, 판매
정수방식	역삼투압	역삼투압	압축카본	중공사막	중공사막
판매회사	웅진코웨이개발 (합병전)	청호테크 청호인터내셔널	한국암웨이	엘트웰텍	없음
판매방식	방문판매	방문판매	네트워크 판매	네트워크 판매	시판
렌탈 여부	대부분	미미	없음	없음	없음
매출액* (십억원)	129	55	83	27	8

참고: \* 2003년 수치임, 웅진코웨이는 합병 이전 수치임  
제조사와 제조 및 판매를 겸하는 업체의 매출에 대한 단순 비교가 시장점유율과는 차이가 있음  
자료: 통계청, 삼성증권 정리

공기청정기: 높은 시장성장률에 힘입어 회원 증가 지속 전망

청정기 보급세대 수 - 향후  
3년간 36.3% 증가, 고성장  
예상

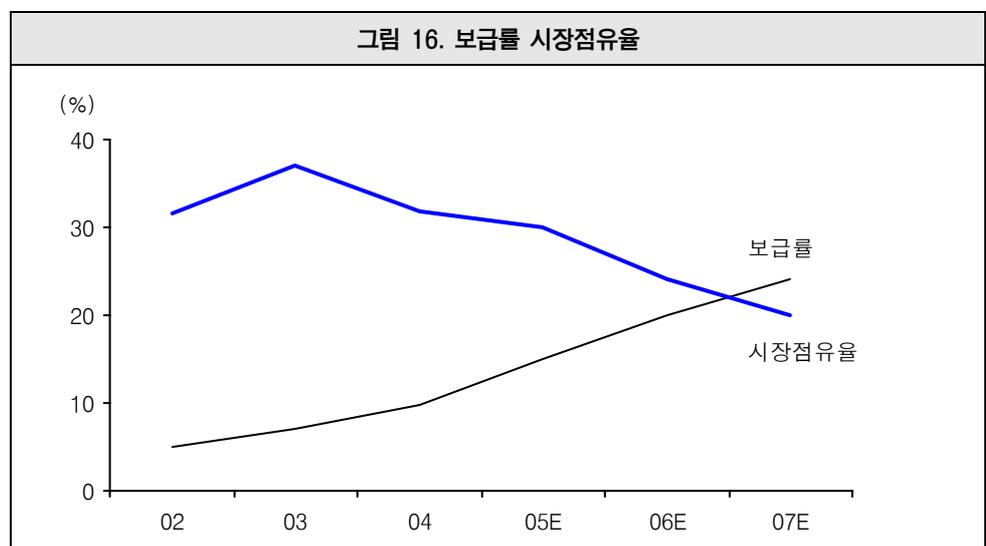
현재 4,000억원 수준으로 알려진 국내 공기청정기 시장은 사스(SARS)와 조류독감 등 공기를 통해 전염되는 호흡기 질환이 유행하고, 중국으로부터의 황사가 심각해지면서 2000년 이후 연간 판매대수가 매년 42.9%씩 빠르게 증가해 왔다. 더욱이 최근에는 새집증후군이나 미세먼지로 인한 질병에 대한 우려가 심각하게 확산되고 있어 향후 3년 동안에서 판매대수는 연평균 26.0% 증가하면서 이러한 높은 성장세가 지속될 전망이다. 국내 공기청정기 보급률은 2004년 현재 총 국내 가구대비 10% 수준으로 정수기보다 상당히 낮은 것으로 추정되는데, 수요 증가로 보급세대 수가 향후 3년간 연평균 36.3% 증가하면서 2007년에는 24% 수준에 이를 것으로 예상된다.



자료: 통계청, 업계 자료, 삼성증권 추정

**경쟁 심화로 시장점유율  
하락 불구, 높은 시장  
성장성으로 회원 수 증가  
지속 전망**

환경가전의 성장성에 대한 인식 부족으로 동사가 상당한 시장 지위에 이를 때까지 경쟁이 미미하였던 정수기와는 달리, 환경가전으로 사업영역을 확대하려는 대형 가전업체와 전문업체가 많아 공기청정기 시장은 정수기 시장에 비해 경쟁이 치열한 것으로 파악된다. 이는 1) 청정기의 보급률이 상대적으로 낮아 성장잠재력이 높고, 2) 청정기가 가을과 겨울에 주로 사용되는 계절적인 특징이 있어 렌탈 판매의 매력이 다소 떨어져 시판 시장의 성장에 대한 기대가 크며, 3) 기존 가전업체들이 에어컨 판매의 계절성을 보완할 수 있는 제품이라고 판단하여 공격적으로 시장 진입을 시도하고 있기 때문이다. 청정기 전문업체인 청풍(비상장)과 중소기업인 샤프전자(비상장)가 2, 3위에서 경쟁하고 있는 가운데 이미 시장에 진출한 삼성전자와 최근 시장에 진입한 LG전자, 대우일렉트로닉스, 만도위니아(비상장) 등이 가세하면서 향후 경쟁은 더욱 치열해질 전망이다. 이에 따라 2004년 현재 보급가구 기준으로 32%인 동사의 시장점유율은 향후 점진적으로 하락할 것으로 추정된다. 그러나 높은 시장 성장세와 렌탈 방식의 매력이 시장점유율 하락을 상쇄하면서 동사의 청정기 렌탈 회원 수는 향후 3년간 연평균 13.4% 늘어날 것으로 예상된다.



자료: 통계청, 업계 자료, 삼성증권 추정

표 17. 주요 경쟁업체 현황

회사명	웅진코웨이	청풍	샤프전자	삼성전자	LG전자
상장여부	거래소	비상장	비상장	거래소	거래소
브랜드	케어스	그린나라 청풍무구	샤프	하우젠	클레나
정화방식	헤파필터	전기집진 카본필터	헤파필터	워터필터	헤파필터
판매방식	방문판매 렌탈판매	시판 일시불	시판 일시불	시판 일시불	시판 일시불
렌탈 여부	대부분	없음	없음	없음	없음

자료: 각 사, 삼성증권 정리

**비데: 낮은 보급률이 건강에 대한 관심 증대로 상승할 전망**

**현재 보급률 10% 수준 추정**

현재 3,000억원 규모로 알려진 국내 비데(Bidet)는 90년대 중반부터 형성되기 시작하여 2000년대 들어 건강 및 청결에 대한 관심 증대로 빠른 성장을 나타나고 있는 것으로 파악된다. 그러나 관련 통계 부족으로 현재 보급률이나 시장점유율을 정확하게 파악하기 어려운 상황이다. 현재 국내 비데 시장에서는 동사와 노비타(비상장), 대림통상이 주로 경쟁하고 있으나 동사만이 렌탈 판매방식을 채택하고 있으며, 제품 용도상 욕실업체들의 시장 진출이 두드러진 특징이다. 언론에 따르면, 2004년 노비타의 비데 판매대수가 16만대인 것으로 파악되며, 동사의 2004년 비데 회원 증가가 17만 정도이고 총 렌탈 회원이 58만인 것으로 감안하면 동사의 시장점유율이 가장 높고, 노비타가 이를 따르고 있는 것으로 판단된다. 동사의 렌탈 회원 수만으로도 보급률이 4% 수준인 점을 감안하면 국내 비데 보급률은 약 10% 전후인 것으로 추산되며, 건강에 대한 관심이 높아지고 있고, 신규 주택 분양시에 제공되는 경우도 많아 보급률은 20% 수준까지 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

표 18. 주요 경쟁업체 현황

회사명	웅진코웨이	노비타	대림통상	로알토토
상장여부	거래소	비상장	비상장	비상장
구분	방문판매	일반가전	욕실전문	욕실전문
브랜드	룰루	노비타	도비도스	로알토토
판매방식	방문판매 렌탈판매	시판 일시불	시판 일시불	시판 일시불
렌탈 여부	대부분	없음	없음	없음

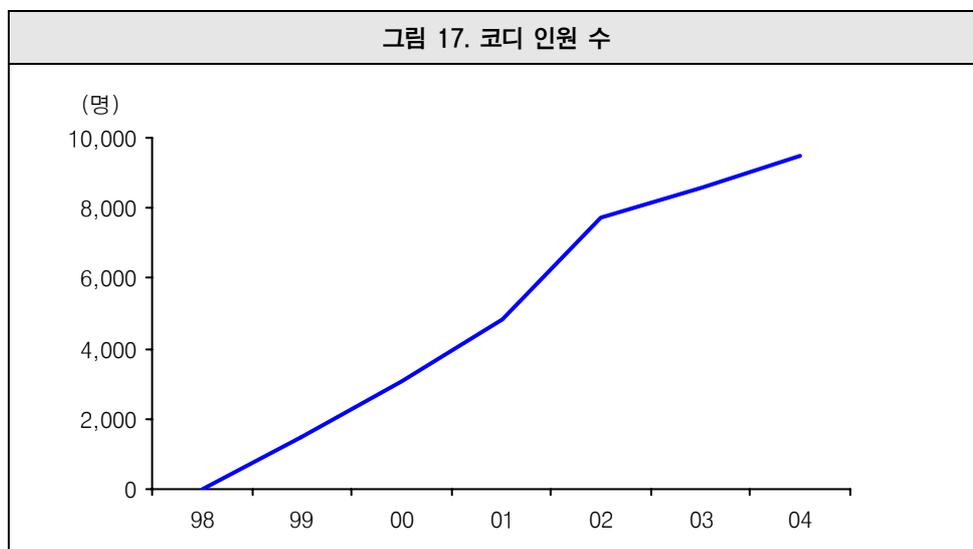
자료: 각 사, 삼성증권 정리

## 판매망: 전국적인 프랜차이즈이자 신규 사업의 플랫폼

판매조직: 경쟁업체에게는  
진입장벽, 동사에게는  
전국적인 프랜차이즈이자  
신규 사업의 플랫폼

동사의 사업은 방문판매 방식을 기반으로 한 렌탈 및 일시불 판매를 특징으로 하고 있으며, 이를 위하여 동사는 전국적으로 현재 500여개의 영업지점과 3,500명의 판매인력을 보유하고 있다. 또한, 필터 교체를 비롯한 관리서비스를 담당하는 ‘코디’가 9,500명에 이르고 있는데, 이들도 렌탈 제품의 판매를 겸하고 있어 실질적으로는 전국적으로 총 13,000명의 판매 네트워크를 보유하고 있는 셈이다. 이러한 판매인력은 성과에 연동하여 판매수수료가 지급되고 있어 동사의 프랜차이즈 역할을 하고 있으며, 후발 경쟁업체가 이러한 판매조직을 구축하는데 막대한 자금이 소요된다는 측면에서 동사에게 있어서는 경쟁력 요인이며, 경쟁업체에게는 진입장벽으로 작용하고 있다. 또한, 판매망이 이미 구축되어 있기 때문에 추가적으로 제품군을 확대하거나 신규 사업을 시작하는데 용이하도록 작용하는 플랫폼 역할을 할 것으로 판단된다. 실제로 동사는 98년 정수기 렌탈 사업을 시작한 이후 99년 연수기, 2000년 비데, 2001년 공기청정기 순으로 관련 렌탈 제품을 성공적으로 추가하여 왔고, 이러한 환경가전업체로서의 인지도와 판매망을 이용하여 진공청소기, 가습기 등 소형 생활가전 제품을 추가하여 왔다. 그러나 이러한 판매조직은 독립적인 개인사업자이기 때문에 판매활동에 있어서 질적인 통제가 어려워 기업 이미지에 부정적인 영향을 미칠 수 있고, 판매인의 진/출입이 자유로워 방문판매업체들간의 인력 유치경쟁이 심하면 조직의 안정성이 떨어지는 것이 위험요인이 될 수 있다.

그림 17. 코디 인원 수



자료: 웅진코웨이

## 또 하나의 실험 - 무점포 시스템 부엌가구 사업

동사는 환경 및 생활가전에 이어 식기세척기, 음식물 처리기 등 각종 소형 가전제품이 내장된 시스템 부엌가구 사업을 2004년 시작하였다. 시스템 부엌가구는 한샘, 에넥스 등 기존 가구업체에서 이미 대리점을 통하여 판매하고 있는 제품이나, 동사는 정수기 및 음식물 처리기 등 기존 제품이 부엌에서 주로 사용되고 있고, 기존 고객이 부엌가구의 수요자와 동일하며, 수요자와 정기적으로 접하고 있는 ‘코디’ 조직을 활용할 수 있다는 점에서 이러한 사업에 진출한 것으로 판단된다. 동사는 이를 위해 서울 및 경기도에 6개의 쇼룸(‘뷔셀갤러리’)을 개점하였고, 판매 및 제품 상담을 겸하는 ‘리빙디자이너’ 340명을 확보하여 2005년 500억원의 매출을 목표로 하고 있는 것으로 파악된다. 국내 부엌가구의 유통은 주로 대리점이나 대형 직매장, 홈쇼핑 등을 통해서 이루어지고 있어 이러한 시도가 현재로서는 새로운 사업모델을 창조하는 ‘또 하나의 실험’이며, 성공 여부를 판단되기에는 아직 이르다고 판단된다. 그러나 사무가구업체인 퍼시스가 2003년 무점포 대리점 제도를 도입하여 소비 부진에도 불구하고 현재 시장점유율을 확대하고 있고, 동사의 판매조직이 현재 150만 가구를 정기적으로 방문하고 있어 고객 기반이 탁월한 점을 감안하면 무모한 시도라고는 판단되지 않는다. 당사는 2005년 부엌가구 매출을 250억원 정도 예상하고 있으나 올해 이익 기여는 없을 것을 판단하고 있다.

그림 18. 뷔셀 갤러리



자료: 웅진코웨이

## 향후 3년간 EBITDA 연평균 23.6% 성장 전망

환경가전의 성장과  
렌탈방식의 매력으로 향후  
3년간 연평균 매출 성장률  
16.1% 추정

합병 기준으로 동사의 2004년 매출은 9,025억원으로 추산되는데, 가입비 및 월 렌탈요금, 멤버십 요금을 포함하는 렌탈매출이 85.4% 정도를 차지하고 있다. 향후 3년간 동사의 매출은 연평균 16.1% 증가할 것으로 추정되는데, 이는 환경 가전 시장의 고성장이 지속되는 가운데 동사의 렌탈 방식의 장점이 부각되어 향후 3년간 렌탈 회원이 연평균 15.5% 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 렌탈매출 비중은 향후 3년간 84~85% 수준을 유지할 것으로 추정되나 렌탈사업이 급성장하였던 2000년~2001년 가입한 회원의 멤버십 회원 전환기간이 도래하면서 멤버십 매출은 향후 3년간 연평균 31.0% 증가하면서 매출 비중이 2004년 6.1% 수준에서 2007년 8.7% 수준까지 확대될 전망이다. 가입비 매출도 향후 3년간 68.7% 증가할 것으로 추정되는데, 이는 가입비가 환불이 불가능함에도 불구하고 회계기준 변경으로 2004년부터 당해 연도에 지불받은 가입비를 계약기간인 5년에 걸쳐 나누어 인식하게 되었기 때문이다. 이에 따라 향후 4년간 가입비 매출은 누적적으로 증가하게 되고, 매출로 인식되지 않은 가입비는 선수금 계정으로 인식되어 수처상 부채비율을 높이는 요인으로 작용하게 된다.

표 19. 매출 추정 및 주요 가정

(십억원)	2004*	2005E**	2006E	2007E
<b>렌탈 매출</b>	<b>771</b>	<b>914</b>	<b>1,049</b>	<b>1,188</b>
증감률 (%)		18.5	14.8	13.2
매출비중 (%)	85.4	84.6	84.6	84.2
(가입비)	7	16	26	36
(월 렌탈료)	709	828	932	1,029
(멤버십)	55	69	90	123
<b>일시불 매출</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>127</b>	<b>141</b>
증감률 (%)		9.5	10.2	10.8
매출비중 (%)	11.7	10.7	10.3	10.0
(방문판매)	65	67	69	71
(생활가전/시판)	41	49	58	70
<b>기타</b>	<b>26</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>82</b>
증감률 (%)		96.0	24.5	29.5
매출비중 (%)	2.9	4.7	5.1	5.8
(부엌가구)	0	25	38	56
(기타)	26	26	26	26
<b>합계</b>	<b>902</b>	<b>1,080</b>	<b>1,240</b>	<b>1,411</b>
증감률 (%)		19.7	14.8	13.8
<b>주요 가정</b>				
<b>렌탈 회원 (천명)</b>	<b>3,245</b>	<b>3,800</b>	<b>4,340</b>	<b>4,994</b>
증감률 (%)	21.2	17.1	14.2	15.1
(정수기)	1,487	1,638	1,756	1,866
(연수기)	311	379	441	500
(비데)	579	712	850	987
(공기청정기)	489	567	642	714
(멤버십)	380	505	652	927

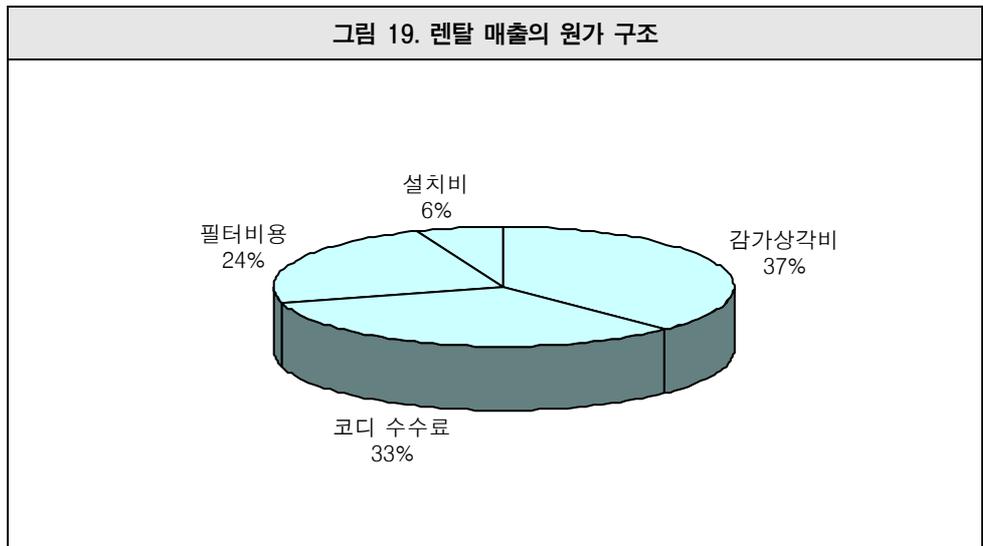
참고: \* 2004년 수치는 합병 기준으로 추산됨

\*\* 2005년 수치는 합병 기준으로 추정되었으며 실제로 공표되는 재무제표 상의 수치와는 차이가 있음

자료: 삼성증권 추정

**렌탈 매출의 비용 구조:  
감가상각비, 코디 수수료,  
필터비용, 설치비**

렌탈 매출의 원가구조를 보면, 2005년 렌탈 매출의 원가율은 35.4% 수준으로 추정되는데, 감가상각비가 37% 수준으로 가장 높은 비중을 차지하고, ‘코디’ 수수료와 필터 비용이 각각 33%, 24%, 설치비용이 6% 수준으로 추정된다. 감가상각비는 동사가 렌탈자산에 대해 회원과의 계약기간인 5년간 정액 상각하기 때문에 발생하는 비용이며, 코디 수수료는 렌탈 제품에 대한 필터 교체 및 관리 서비스를 제공하는 계약직원 ‘코디’에게 지급되는 비용으로 1회 방문에 대해 5,000원 정도이다. 필터비용은 격월 1회 방문시에 교체되는 필터 비용이며, 설치비는 가입 이후 제품 설치에 소요되는 비용으로 동사가 계열사인 해피올(비상장)에 지급하고 있다. 렌탈 매출 가운데 월 렌탈료 매출에는 이러한 4개 비용이 모두 발생하나, 렌탈 자산에 대한 상각이 완료된 멤버십 매출은 코디 수수료와 필터비용만 발생하며, 가입비 매출은 환불이 되지 않기 때문에 비용이 전혀 발생하지 않는다. 이에 따라 렌탈 매출 가운데 멤버십 및 가입비 매출 비중이 높아질수록 이익률이 개선되는 구조를 지니고 있으며, 이러한 요인으로 동사의 매출총이익률은 2004년 36.6%에서 2007년 34.8% 수준으로 점차 개선될 전망이다.



자료: 삼성증권 추정

**향후 3년간 영업이익과  
EPS는 각각 연평균 33.0%,  
57.8% 증가 전망 -  
사업구조의 특징상 EBITDA  
마진률이 수익력을 설명하는  
지표**

동사의 영업이익과 EPS는 향후 3년간 각각 연평균 33.0%, 38.0% 증가할 전망이다. 이는 렌탈 회원 증가와 신규 사업 시작으로 매출이 늘고, 이익률이 높은 멤버십 및 가입비 매출이 증가하며, 합병으로 인해 중복된 투자와 비용 집행이 감소하는 시너지가 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 이익구조의 특징적인 점은 영업이익과 EBITDA의 차이가 매우 크다는 점으로 2005년 영업이익률이 10.5%로 추정되는 반면, 매출액대비 EBITDA 비율은 22.2% 수준으로 10%pt 이상의 차이를 보이고 있다. 이는 1) 총 유형자산의 71%에 달하는 렌탈 자산을 5년 정액 상각하여 감가상각비가 매우 크며, 2) 합병비율 산정시의 기준 가치와 웅진코웨이개발의 순자산가치의 차이를 무형자산의 영업권으로 인식하여 2005년부터 향후 5년간 정액 상각하기 때문이다. 또한, 계약기간 내에 해지되는 렌탈자산은 재사용하지 않고 렌탈자산 폐기손실 및 감액손실로 판관비에 인식(2004년 262억원 추정)하고 있어 이를 감안하면 실질적인 의미의 EBITDA는 더 높은 수준이라고 판단된다.

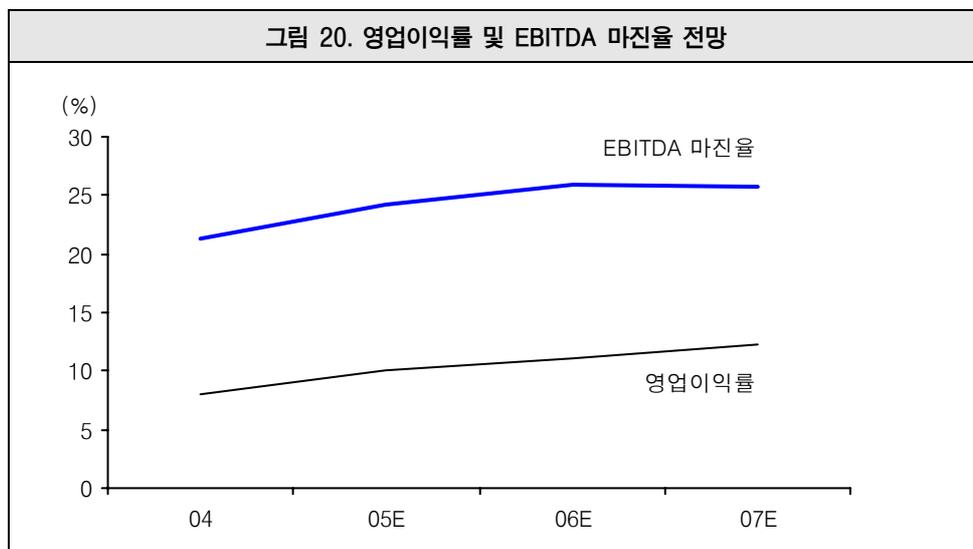
이에 따라 동사의 이익 성장 및 수익성의 추세를 판단하는 잣대는 영업이익률이 아닌 EBITDA와 EBITDA 마진률인 것으로 판단된다. 동사의 EBITDA는 높은 매출 성장과 수익성 높은 멤버쉽 매출의 확대 등으로 향후 3년간 연평균 23.6% 성장할 것으로 예상되며, EBITDA 마진도 2004년 21.3%에서 완만하게 개선되어 2007년 22.9% 수준에 이를 것으로 예상된다.

표 20. EBITDA 추정

(십억원)	2004	2005E	2006E	2007E
영업이익	72	108	138	172
감가상각비	114	118	129	138
(유형자산)	10	9	10	11
(렌탈자산)	104	109	119	127
무형자산상각	6	36	54	53
(무형자산)	6	7	16	15
(영업권)	0	29	38	38
EBITDA	192	262	320	363
증감률 (%)		36.2	22.2	13.4
마진율 (%)	21.3	24.3	25.8	25.8

참고: 2004년 수치는 합병 기준  
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 20. 영업이익률 및 EBITDA 마진율 전망



참고: 2004년 수치는 합병 기준으로 추산됨

2005년 수치는 합병 기준으로 추정되었으며 실제로 공표되는 재무제표 상의 수치와는 차이가 있음

자료: 삼성증권 추정

표 21. 1분기 영업실적

(십억원)	웅진코웨이			웅진코웨이개발		
	1Q05	1Q04	증감률 (%)	1Q05	1Q04	증감률 (%)
<b>매출액</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>1.3</b>	<b>229</b>	<b>200</b>	<b>14.8</b>
매출원가	51	43	17.4	78	72	9.0
<b>매출총이익</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>(21.0)</b>	<b>151</b>	<b>128</b>	<b>18.0</b>
판관비	19	23	(17.4)	117	114	2.5
<b>영업이익</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>(31.0)</b>	<b>34</b>	<b>14</b>	<b>146.9</b>
영업외수익	1	0	49.4	1	1	(9.7)
영업외비용	3	4	(21.7)	3	4	(19.7)
<b>경상이익</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>(33.2)</b>	<b>32</b>	<b>11</b>	<b>192.3</b>
세전이익	3	4	(33.2)	32	11	124.0
법인세	1	1	(54.4)	9	4	234.5
<b>순이익</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>(24.5)</b>	<b>22</b>	<b>7</b>	<b>234.5</b>
<b>이익률 (%)</b>						
매출총이익률	32.8	42.0		65.9	64.1	
영업이익률	7.5	11.1		14.8	6.9	
경상이익률	3.9	5.9		13.8	5.4	
순이익률	3.1	4.2		9.8	3.4	

자료: 각 사

## 위험요인

- 리스크 요인:** 동사의 렌탈 사업에 있어서 위험요인은 첫째, 가입자의 렌탈요금 및 의무사용기간 이내의 계약 해지로 인한 벌칙금에 대한 지불 불이행이다. 즉, 정상적인 영업환경과 렌탈 계약의 이행이 이루어지는 한에서는 동사는 현금흐름 측면에서 거의 리스크가 없는 구조로 판단되나 국내 경제의 극심한 침체 및 실업률 상승 등으로 신규 가입자의 상당 수가 일시에 12개월 이내에 계약을 해지하고 이에 대한 벌칙금을 지불하지 않으면 동사는 현금흐름의 불일치(mismatch) 상태가 될 수 있다. 그러나 극심한 경기 침체와 도덕적 해이가 발생하지 않는 한 이러한 가능성은 매우 낮으며, 기존 렌탈 회원의 수가 많으면 많을수록 이러한 상황에서도 동사가 받는 부정적인 영향은 줄어들게 되며, 이미 동사가 규모의 경제 수준에 이르러 이러한 지불 불이행이 여러 해 동안 지속되지 않는다면 현금흐름에 있어서 위험 요인은 거의 없을 것으로 판단된다.
- 1) 극심한 경기 침체의 지속에 따른 렌탈 요금의 지불 불이행**
- 2) 공공식수 수질 및 대기오염의 개선**
- 둘째, 공공식수의 수질개선과 대기오염의 완화이다. 동사의 주요 렌탈 제품인 정수기가 공공식수에 대한 대체재이고, 공기청정기가 대기오염의 심화에 따라 과생된 제품인 점을 감안하면 이러한 요인이 완화되면 동사의 렌탈 제품에 대한 수요가 구조적으로 감소할 것이다. 그러나 국내에서의 공공식수에 대한 불신이 상당히 높고, 당분간 정부가 수질 개선에 대한 투자를 크게 늘리기 어려울 것으로 예상되며, 대기오염의 개선도 매우 장기적인 기간에 걸쳐 점진적으로 이루어지기 때문에 현재로서는 우려할 사항은 아니라고 판단된다.
- 3) 강력한 자금력과 제품 경쟁력을 갖춘 신규업체의 출현**
- 셋째, 강력한 자금력과 제품 경쟁력을 갖춘 신규업체의 시장 진입이다. 렌탈 사업은 규모의 경제 수준에 이르면 리스크가 거의 없는 매력적인 사업 모델이기 때문에 자금력이 있는 업체가 경쟁력을 갖춘 제품으로 시장 진입을 시도할 가능성도 전혀 배제할 수 없다. 그러나 이미 동사가 상당 부분의 시장을 잠식하고 있어 규모의 경제 수준에 이르는 기간이 과거의 동사에 비해 더딜 것이고, 경쟁으로 렌탈 요금이 하락하고, 마케팅 비용이 증가하여 손익분기점이 높아지고 기대 수익이 낮아지기 때문에 상당한 기간의 투자를 감내할 만한 자금력이 있는 업체가 아니라면 신규 시장 진입이 어려울 것으로 판단된다. 그러나 이러한 시도가 나타나면 경쟁 심화로 인해 동사의 수익구조도 훼손될 가능성이 있어서 신규업체의 시장진입 시도가 실패한다 하더라도 동사에게는 부정적일 것으로 판단된다.

## 기업개요

국내 최대 정수기업체 -  
환경 및 생활가전을  
포함하는 토탈  
리빙서비스업체 지향

동사는 국내 최대의 정수기 제조 및 판매업체로서 정수기 제조업으로 89년 설립되었다가 올해 5월 판매 채널인 계열사 웅진코웨이개발을 흡수 합병하여 제조와 판매를 통합하였다. 정수기에 이어 2002년 공기청정기 등으로 제품군을 다변화하였고, 웅진코웨이개발과의 흡수합병을 통해 비데, 연수기, 비데, 전기밥통, 진공청소기 등을 제품군에 추가하면서 국내 최고의 “환경가전업체”로서의 지위를 확고히 하였다. 특히, 판매채널이었던 웅진코웨이개발이 일시불 판매에 따른 소비자의 경제적인 부담을 완화하기 98년 4월 렌탈 판매 방식을 도입한 이후 렌탈료 매출 비중이 꾸준히 상승하여 2004년 87% 수준에 이르고 있어 현재 주력 판매방식으로 자리잡았다. 한편, 작년 10월 웅진코웨이개발이 기존 영업조직을 기반으로 부엌가구(브랜드 ‘뷔셀’) 시장에도 신규 진출하면서 장기적으로는 환경 가전 및 생활가전을 아우르는 “토탈 리빙 서비스” 기업을 지향하고 있다.

최대주주 및 특수관계인  
지분 58%- 경영권 안정적임

동사의 지분구조는 웅진그룹 윤석금 회장 40.3%, 웅진뱅크 8.5%, 기타 특수관계인 9.2%으로 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 58% 수준에 이르러 경영권이 매우 안정적이다. 또한, 최대주주와 특수관계인, 자사주 등을 제외한 유동주식비율이 38.8% 수준에 불과하여 합병 신주의 상장에도 불구하고 매물부담이 크지 않을 것으로 판단된다. 웅진그룹의 지배구조는 개인 대주주인 윤석금 회장이 동사를 비롯하여 웅진뱅크(016880, BUY(M)), 웅진식품(비상장) 등 그룹의 주요업체에 대해 상당한 지분을 보유하고 있는 개인 대주주에 의한 지배체제로 판단된다. 일부 계열사의 최대주주와 계열사의 지분이 경영권 유지에 필요한 이상이기 때문에 향후 이러한 지배구조에 일부 변동 가능성이 있으나 현재로서는 구체적인 계획이 없는 것으로 파악된다.

표 22. 웅진그룹 지배구조

(%)	피투자사									
	웅진코웨이	웅진뱅크	웅진식품	복센	플래티늄 미디어	웅진 코스매틱	엠코 디지털	렉스필드 컨트리클럽	웅진에스티	웅진엔텍
윤석금	40.3	27.6	20.2					63.7		
웅진코웨이		0.1	5.1	0.6	25.8	60.0	44.4	0.2	15.0	0.2
웅진뱅크			20.0	38.6				11.1	50.0	7.4
웅진식품		0.0						0.0	5.0	0.0
웅진엔텍			25.2	6.2	17.3		29.7		30.0	
웅진에스티						40.0				
렉스필드컨트리클럽		4.3								
합계	48.8	32.0	70.5	45.4	43.1	100.0	74.1	75.1	100.0	7.6

참고: 수치는 2004년 말 기준 지분율임

자료: 웅진코웨이

## 부록: 주요 재무제표

### 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2002	2003	2004	2005E**	2006E	2007E
매출액	217	265	309	1,080	1,240	1,411
렌탈매출	n/a	n/a	n/a	1	1	1
기타매출	n/a	n/a	n/a	1,079	1,239	1,410
매출원가	155	156	193	382	432	502
렌탈매출원가	n/a	n/a	n/a	299	331	373
기타 매출원가	n/a	n/a	n/a	83	101	129
<b>매출총이익</b>	<b>62</b>	<b>109</b>	<b>116</b>	<b>698</b>	<b>807</b>	<b>909</b>
판매 및 일반관리비	19	76	83	590	669	737
인건비	7	10	11	89	91	98
감가상각비	1	2	2	2	2	2
기타	11	64	70	499	576	637
<b>영업이익</b>	<b>43</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>108</b>	<b>138</b>	<b>172</b>
영업외수익	1	5	3	7	10	14
이자수익	0	1	0	2	3	7
외환관련이익	0	0	0	0	0	0
기타	1	5	2	6	6	7
영업외비용	14	23	18	17	15	14
이자비용	2	2	3	6	2	0
외환관련손실	0	0	0	0	0	0
기타	12	21	14	11	13	14
<b>경상이익</b>	<b>30</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>99</b>	<b>133</b>	<b>171</b>
특별이익	0	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>30</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>99</b>	<b>133</b>	<b>171</b>
법인세	6	5	4	27	37	47
<b>순이익</b>	<b>25</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>72</b>	<b>96</b>	<b>124</b>
EBITDA	48	43	49	262	320	363
EPS* (원)	1,032	383	603	1,271	1,791	2,172

참고: \* 일회성 손익 제외, 완전 회석화됨

\*\* 2005년부터 합병 이후 수치임, 합병을 100% 반영한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2002	2003	2004	2005E*	2006E	2007E
<b>유동자산</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>105</b>	<b>259</b>	<b>324</b>	<b>472</b>
현금 및 현금등가물	13	13	19	68	119	252
단기금융상품	1	1	2	2	2	2
유가증권	0	3	0	0	0	0
매출채권	87	72	57	16	19	21
채고자산	13	22	20	69	79	90
기타	5	7	8	105	106	107
<b>고정자산</b>	<b>41</b>	<b>79</b>	<b>72</b>	<b>667</b>	<b>656</b>	<b>634</b>
투자자산	17	17	15	55	59	63
유형자산	24	39	39	406	429	443
무형자산	0	22	18	207	168	129
기타	(0)	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>160</b>	<b>197</b>	<b>177</b>	<b>927</b>	<b>980</b>	<b>1,107</b>
<b>유동부채</b>	<b>60</b>	<b>90</b>	<b>94</b>	<b>306</b>	<b>282</b>	<b>307</b>
매입채무	12	11	14	35	41	46
단기차입금	38	45	49	25	0	0
유동성장기부채	0	11	9	36	0	0
기타	11	23	22	210	241	261
<b>고정부채</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>45</b>
사채	0	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0	0
기타	4	9	7	43	44	45
<b>부채총계</b>	<b>64</b>	<b>99</b>	<b>101</b>	<b>349</b>	<b>326</b>	<b>353</b>
자본금	12	13	13	37	37	37
자본잉여금	11	13	13	233	233	233
이익잉여금	67	73	84	321	398	497
자본조정	6	(1)	(34)	(13)	(13)	(13)
<b>자본총계</b>	<b>96</b>	<b>98</b>	<b>76</b>	<b>577</b>	<b>654</b>	<b>754</b>

참고: \* 2005년부터 합병 이후 수치임, 합병을 100% 반영한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2002	2003	2004	2005E*	2006E	2007E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>44</b>	<b>20</b>	<b>47</b>	<b>337</b>	<b>355</b>	<b>383</b>
순이익	25	11	14	72	96	124
유, 무형자산 상각비	5	10	15	154	183	191
퇴직급여	1	1	1	7	7	7
순외환관련손실(이익)	0	(0)	0	0	0	0
지분법평가손실(이익)	2	5	1	0	0	0
순운전자본감소(증가)	12	5	20	(8)	(7)	(8)
기타	(0)	(12)	(5)	113	76	68
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(15)</b>	<b>(14)</b>	<b>(6)</b>	<b>(220)</b>	<b>(225)</b>	<b>(230)</b>
설비투자	(8)	(6)	(9)	(15)	(20)	(25)
투자자산의 (증가)감소	(1)	(5)	2	(3)	(4)	(4)
기타	(5)	(3)	1	(201)	(201)	(201)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(20)</b>	<b>(6)</b>	<b>(34)</b>	<b>(71)</b>	<b>(78)</b>	<b>(20)</b>
단기차입금의 증가(감소)	(16)	7	5	(25)	(25)	0
장기차입금 증가(감소)	(1)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	(36)	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	1	11	(2)	(6)	(36)	0
배당금	(3)	(4)	(4)	(5)	(18)	(20)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0	0
기타	(1)	(20)	(33)	0	0	0
조정항목	2	3	4	5	6	7
<b>현금의 증감</b>	<b>8</b>	<b>(0)</b>	<b>6</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>133</b>
기초현금	5	13	13	22	68	119
기말현금	13	13	19	68	119	252

참고: \* 2005년부터 합병 이후 수치임, 합병을 100% 반영한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2002	2003	2004	2005E**	2006E	2007E
<b>증감률 (%)</b>						
매출액	31.2	22.0	16.5	n/a	14.8	13.8
영업이익	51.7	(23.7)	0.6	n/a	27.2	24.8
경상이익	48.4	(48.8)	16.7	n/a	34.7	28.9
순이익	44.4	(57.3)	36.0	n/a	34.7	28.9
EBITDA	39.1	(10.7)	13.3	n/a	22.2	13.4
EPS*	45.2	(62.9)	57.4	n/a	40.9	21.3
<b>수익률 (%)</b>						
영업이익률	20.0	12.5	10.8	10.0	11.1	12.2
경상이익률	14.0	5.9	5.9	9.1	10.7	12.1
순이익률	11.4	4.0	4.7	6.6	7.8	8.8
EBITDA 마진율	22.1	16.2	15.7	24.3	25.8	25.8
ROE	29.1	11.0	16.6	16.7	15.7	17.6
ROA	15.5	5.4	8.2	7.7	9.8	11.2
<b>기타비율</b>						
순부채비율 (%)	24.6	39.7	49.7	(1.5)	(18.5)	(33.5)
부채비율 (%)	67.1	101.0	133.6	60.5	49.8	46.8
이자보상비율 (배)	22.1	22.7	15.2	46.5	176.2	nc
매출채권회전율 (배)	2.3	3.3	4.8	72.5	71.1	70.8
<b>주당지표 (원)</b>						
SPS	9,029	11,355	12,892	14,782	16,964	19,308
BPS	3,945	3,001	2,306	7,675	8,743	10,115
DPS	175	150	250	250	275	350
주당EBITDA	1,995	1,837	2,028	3,587	4,385	4,972

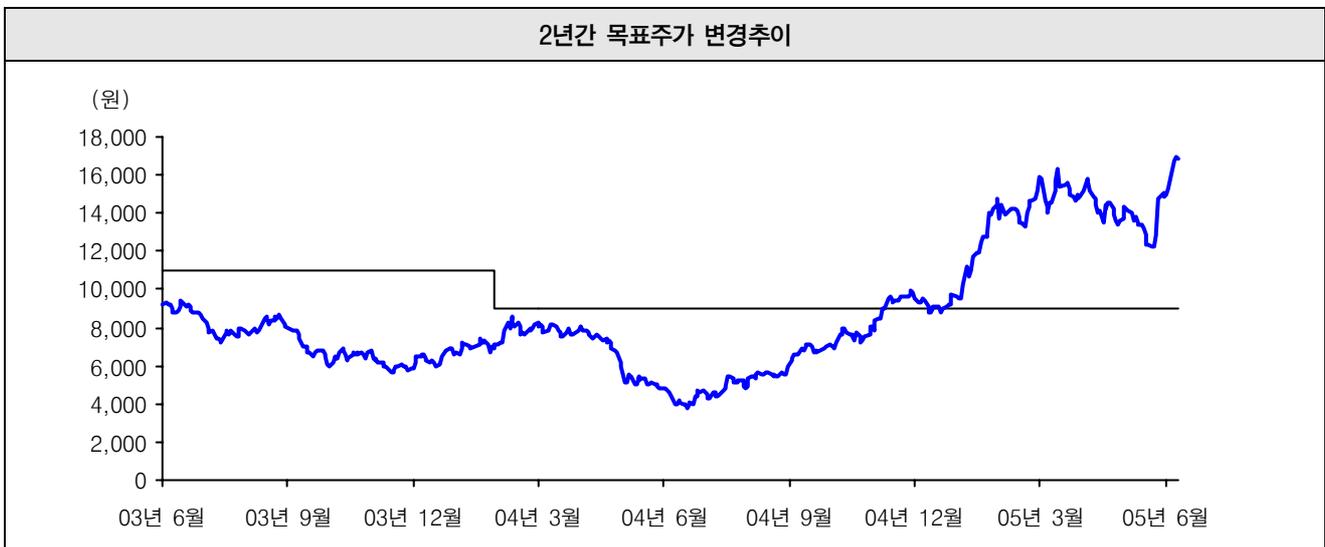
참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

\*\* 2005년부터 합병 이후 수치임, 합병을 100% 반영한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

종목명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권 발행관련	비고
에스원		1.34%	501,511			계열사
대교						기타
삼성전자						계열사



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일 자	2004. 2/6	5/12	2005. 6/13
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	9,000원	9,000원	23,500원

● **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 투자기간을 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.

**삼성증권 영업망**

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

<b>서울지역</b>	종합운동장, 송파, 양재, 강남역, 강남 명일동, 반포, 방배, 신사, 천호, 광화문 강서, 구로, 구의, 수유, 보라매, 서교 여의도, 연신내, 영등포, 제기동, 서초 개포, 목동, 종로, 명동, 대치, 잠실 압구정, 태평로, 삼성동, 영업부
<b>경기지역</b>	영통, 평촌, 분당, 부평, 수원, 주안, 부천 안산, 과천, 미금역, 수지
<b>충청·호남</b>	둔산, 전주
<b>영남지역</b>	부산, 대구중앙, 구미, 울산
<b>제주지역</b>	제주

※ 고객 불편사항 접수 080-911-0900

**서울지역**

마포	(02) 3274-8900
상계	(02) 950-5800
청담	(02) 548-8800
Fn Honors 종로타워	(02) 2020-6950
Fn Honors 청담	(02) 2056-2000
Fn Honors 테헤란	(02) 3459-7900
Fn Honors 도곡	(02) 3498-4800

**경기지역**

일산	(031) 919-3100
정자동	(031) 785-8000

**충청·호남**

광주	(062) 231-0100
서광주	(062) 380-1500
순천	(061) 759-5000
익산	(063) 840-7300
천안	(041) 570-5000
청주	(043) 270-7979

**영남지역**

거제	(055) 639-5600
경주	(054) 740-0200
김해	(055) 320-7200
대구	(053) 749-8100
대구서	(053) 605-7500
동래	(051) 550-3500
마산	(055) 243-5114
법일동	(051) 640-8000
부산중앙	(051) 601-3300
안동	(054) 850-0200
지산	(053) 780-3300
진주	(055) 740-4200
창원	(055) 280-3900
포항	(054) 288-5000
해운대	(051) 609-2300
상인	(053) 607-3200

**강원지역**

강릉	(033) 650-3000
원주	(033) 760-3400
춘천	(033) 240-6800

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.[작성자: 김기안, 정홍택]