

웅진코웨이 (021240)

가입자 순증 추이가 예상을 상회하고 있음

김기안 (02)2020-7761 kian.kim@samsung.com

Reiterate:

BUY(M)

산업	: 기타
주가 (8월 3일)	: 18,550원
6개월 목표주가	: 23,500원
종합주가지수	: 1117
코스닥주가지수	: 533
총발행주식수	: 73,851,611주
시가총액	: 1조 3,699억원
120일 평균 거래대금	: 86.2억원
52주 최저/최고	: 4,810원/19,000원

동사의 주가는 지난 1개월간 KOSPI대비 7.8% 초과 하락하였는데, 이는 합병 이후 처음 발표될 2분기 영업실적에 대한 불확실성과 대주주의 지분 매각 때문으로 판단됨. 그러나 2분기 영업실적은 합병에 따른 회계처리로 회사의 경상적인 이익 창출력을 정확히 반영하지 않기 때문에 오히려 가입자 순증 추세가 더욱 중요한 의미가 있으며, 가입자 순증 추세가 기존 추정치를 상회하고 있어 향후 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상됨.

2분기 영업실적 - 합병회계 처리로 이익 창출력을 정확히 반영하지 않음

동사의 2분기 영업실적은 합병기일이 5월 2일이었기 때문에 웅진코웨이개발의 영업실적(4월 1일~5월 1일)과 합병 회사의 영업실적(5월 2일~6월 30일)이 혼재하여 나타날 것임. 2분기 매출은 2,500억원 수준으로 추정되는데, 이는 1분기 웅진코웨이개발의 매출이 2,290억원이었고, 내부거래가 아니어서 합병 이후에도 소멸되지 않는 웅진코웨이의 1분기 매출이 236억 원 수준이었기 때문임. 영업이익률은 당사의 연간 추정치인 10% 수준과 유사할 전망이다, 영업권 상각을 포함하여 합병시점에서 처리 가능한 비용을 상당부분 반영하면서 합병 이전 양사의 1분기 합산 영업이익률 13.1%에 비해서는 낮을 전망이다. 그러나 당사는 발표될 2분기 영업실적이 합병과 관련된 복잡한 회계처리로 회사의 이익 창출력을 과약하는데 큰 의미가 없다고 판단하며, 이에 따라 렌탈 가입자 순증 추이를 주시하는 것이 더 중요하다고 판단됨.

가입자 증가 추세 - 예상을 상회함

회사측에 따르면, 6월 말 현재 렌탈 가입자 수(멤버십 가입자 제외)가 317만으로 올해 들어 31만이 순증하였음. 이는 회사의 올해 연말 목표치 53만과 당사의 추정치 43만을 상회하는 것이어서 영업실적이 예상보다 호조를 보이고 있는 것으로 판단됨. 품목에 따른 순증 가입자 기여도를 보면 정수기가 52%, 비데가 25%, 청정기가 20%, 연수기가 3% 수준으로 전년과 비교하여 정수기의 가입자 비중(2004년 52%)이 유지되고 있고, 비데와 공기청정기의 비중(2004년 각각 20%, 17%)이 확대되고 있는 것으로 파악됨.

배당정책 - 재검토 중임

합병 이전 동사는 배당성향을 20% 이상으로 한다는 배당정책을 제시해 왔으나 합병 회사의 경우 대규모 감가상각비로 인해 순이익이 EBITDA에 비해 적은 점을 감안하여 기존 배당정책을 재검토하고 있는 것으로 파악됨. 이에 따라 배당성향이 30~50% 수준에서 결정될 경우 회사의 2005년 순이익 전망치 730억원을 기준으로 주당 배당금이 300원~500원으로 예상되어 현재 주가 기준으로 1.6%~2.7%의 배당수익률이 기대됨.

- 당사는 8월 4일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 8월 4일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 8월 4일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석자료는 8월 3일 기관 투자자들에게 사전배포 되었습니다.

Flash Note

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E**	2006E	2007E
매출액	265	309	1,080	1,240	1,411
렌탈매출	n/a	n/a	914	1,049	1,188
기타매출	n/a	n/a	166	191	223
매출원가	156	193	382	432	502
렌탈매출원가	n/a	n/a	299	331	373
기타매출원가	n/a	n/a	83	101	129
매출총이익	109	116	698	807	909
판매 및 일반관리비	76	83	590	669	737
인건비	10	11	89	91	98
감가상각비	2	2	2	2	2
기타	64	70	499	576	637
영업이익	33	33	108	138	172
영업외수익	5	3	7	10	14
이자수익	1	0	2	3	7
외환관련이익	0	0	0	0	0
기타	5	2	6	6	7
영업외비용	23	18	17	15	14
이자비용	2	3	6	2	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	21	14	11	13	14
경상이익	16	18	99	133	171
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전이익	16	18	99	133	171
법인세	5	4	27	37	47
순이익	11	14	72	96	124
EBITDA	43	49	262	320	363
EPS* (원)	383	603	1,271	1,791	2,172

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

** 2005년부터 합병 이후 수치임, 2005년 1월 1일 합병을 가정한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

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

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 (%)
2003	265	33	16	11	383	(62.9)	48.4	39	11.0	6.2	11.0
2004	309	33	18	14	603	57.4	30.7	38	9.9	8.0	16.6
2005E**	1,080	108	99	72	1,271	n/a	14.6	(9)	5.1	2.4	16.7
2006E	1,240	138	133	96	1,791	40.9	10.4	(121)	3.9	2.1	15.7
2007E	1,411	172	171	124	2,172	21.3	8.5	(252)	3.0	1.8	17.6

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

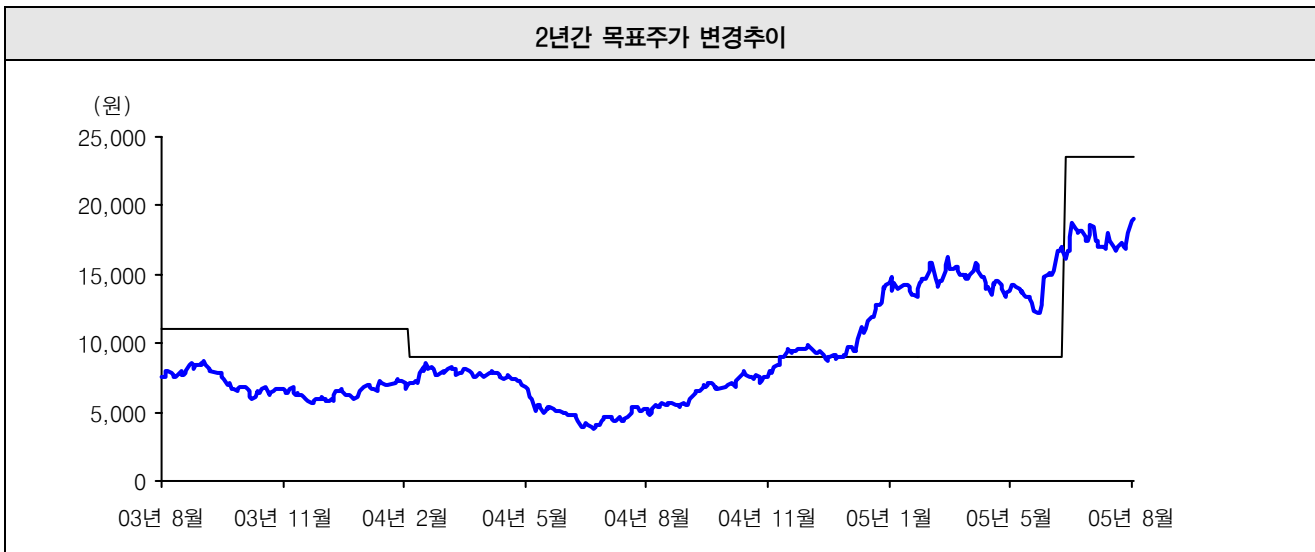
** 2005년부터 합병 이후 수치임, 2005년 1월 1일 합병을 가정한 것으로 공표되는 재무제표의 수치와 차이가 있음

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

종목명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권 발행관련	비고
-----	----	------	----	-----	-----------	----

해당사항 없습니다


최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일 자	2004. 2/6	5/12	2005. 6/13	8/4
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	9,000원	9,000원	23,500원	23,500원

● **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.

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]