

Reiterate:

웅진코웨이

(021240)

BUY(M)

3분기 실적 - 이익 복원과 가입자 성장에 대한 확신 제공

주가 (11월 10일):	20,400원
6개월 목표주가:	26,000원
종합주가지수:	1234
코스닥주가지수:	637
시가총액:	1조 5,066억원
총발행주식수:	73,851,611주
120일 평균 거래대금:	125억원
52주 최저/최고:	8,740원/21,200원
상대수익률 (3월/6월):	-1.3%/13.5%
배당수익률 (05E):	1.5%
주당장부가치 (05E):	4,799원
유동주식비율:	52.5%
외국인지분:	27.4%
주요지분:	윤석금 (30.4%) 웅진생크빅 (5.2%)

과거 1년간 주가 추이



- **3분기 수익성 개선 - 향후 이익 성장에 대한 확신을 주는 계기:** 동사에 대한 6개월 목표주가 26,000원(2006년 P/E 18.0배, EV/EBITDA 7.0배)과 BUY(M) 투자의견을 유지함. 이는 3분기 영업실적이 당사 예상대로 전기대비 크게 호전되면서 합병으로 왜곡된 이익이 구조적으로 복원될 것이라는 분석과 렌탈 가입자 증가가 성장을 지속하리라는 전망에 확신을 주면서 주가에 긍정적인 것으로 판단하기 때문임. 또한, 낮은 보급률과 건강 및 환경에 대한 관심으로 환경 가전에 대한 수요가 증가하고, 높은 진입 장벽 및 렌탈 방식의 매력으로 동사의 시장점유율이 상승할 것으로 기대하기 때문임.
- **3분기 잠정실적, 예상을 상회:** 3분기 매출과 영업이익은 각각 전기대비 7.5%, 90.0% 증가하면서 당사 예상과 유사하였으나 경상이익과 순이익은 전기대비 각각 94.8%, 84.5% 증가하면서 당사 예상을 크게 상회하였음. 예상보다 좋은 3분기 잠정실적을 반영하여 합병에 따른 예상치 못한 비용 발생 가능성으로 보수적으로 추정하였던 당사의 2005년, 2006년 EPS를 각각 10.4%, 6.9% 상향 조정함. 3분기 영업실적 호조는 1) 렌탈 가입자 증가 지속 (전기말 대비 2.9% 증가), 2) 합병으로 왜곡되면서 사라졌던 이익의 복원 시작, 3) 합병에 따른 일시적인 비용 소멸 및 판매비 감소 등에 따른 것임.
- **4분기 영업이익률 개선 지속 예상:** 사라진 이익의 구조적인 복원과 가입자 증가세는 향후 지속되어 4분기 영업이익과 경상이익은 전기대비 각각 34.8%, 26.3% 증가하고 영업이익률은 3분기 8.5% 수준에서 11.8% 수준으로 개선이 지속될 것으로 추정됨. 또한 2006년에도 렌탈 가입자와 매출이 전년대비 각각 13.1%, 14.6% 늘어나고, 영업이익과 EPS가 전년대비 각각 60.1% (영업이익률 12.9%), 44.7% 증가하면서 이익 성장이 지속될 것으로 전망됨.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS* (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2002	739	90	50	35	925	(82.6)	22.1	168	12.4	11.3	65.4
2003	827	84	82	58	1,173	26.8	17.4	175	9.2	7.1	48.9
2004	828	113	101	71	1,442	22.9	14.1	69	7.3	4.9	40.5
2005E	997	92	89	66	1,000	(30.7)	20.4	66	7.4	4.3	23.4
2006E	1,143	148	147	107	1,447	44.7	14.1	(14)	5.5	3.5	27.4
2007E	1,283	185	191	139	1,878	29.8	10.9	(109)	4.5	2.9	29.5

참고: 2002~2004년은 웅진코웨이개발의 수치임 * 일회성 항목 제외, 완전 회계화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ 당사는 11월 10일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
■ 당사는 11월 10일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
■ 위 조사분석담당자는 11월 10일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

3분기 영업실적, 당사 예상을 상회-2005년, 2006년 EPS 각각 10.4%, 6.9% 상향 조정

오늘 장 중에 당사는 당사 예상을 상회하는 3분기 잠정실적을 발표하고, IR 미팅을 가졌다. 3분기 매출과 영업이익은 각각 전년대비 7.5%, 90.0% 증가한 2,641억원, 225억원을 기록하였으며, 경상이익과 순이익은 전년대비 각각 94.8%, 84.5% 증가한 220억원, 167억원을 기록하였다 (당사는 지난 5월 2일 계열사인 웅진코웨이개발과 합병되었기 때문에 영업실적의 전년동기대비 비교는 의미가 없다). 매출과 영업이익은 당사 예상과 유사하였으나 경상이익과 순이익은 합병에 따른 예상치 못한 비용 발생 가능성으로 보수적으로 추정하였던 당사 예상을 각각 26.8%, 35.5% 상회하였다. 이에 따라 예상보다 좋은 3분기 잠정실적을 반영하여 당사의 2005년, 2006년 EPS를 각각 10.4%, 6.9% 상향 조정한다.

3분기 영업실적이 전년대비 크게 호전되고, 영업이익률이 전년대비 3.7%pts 상승한 것은 1) 정수기 및 비데, 공기청정기 등 환경가전에 대한 수요가 증가하면서 동사의 가입 계정이 증가하였고, 2) 합병으로 손익계산서에서 일시에 사라졌던 기존 웅진코웨이로부터의 이익이 신규 렌탈자산으로부터의 감가상각비 축소를 통해 점진적으로 복원되고 있으며, 3) 판매수수료 비중이 축소(2분기 20.9%→3분기 19.5%) 되고, 합병에 따른 일부 직원 퇴사로 2분기에 일시적으로 증가하였던 퇴직급여가 정상화되면서 매출대비 판매비 비중이 2.2%pts 하락하였기 때문이다.

3분기 잠정실적 요약

(십억원)	3Q05P	2Q05	전분기대비 (%)	3Q05E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	264.1	245.6	7.5	255.2	3.5	293.0	(9.9)
매출총이익	167.8	152.2	10.2	162.0	3.6	n/a	n/a
영업이익	22.5	11.8	90.0	21.7	3.5	29.9	(24.8)
경상이익	22.0	11.3	94.8	17.4	26.8	25.6	(13.9)
순이익	16.7	9.0	84.5	12.3	35.5	17.2	(3.0)
이익률 (%)							
매출총이익	63.5	62.0		63.5		n/a	
영업이익	8.5	4.8		8.5		10.2	
경상이익	8.3	4.6		6.8		8.7	
순이익	6.3	3.7		4.8		5.9	

참고: 2분기 실적 중 4월은 웅진코웨이개발, 5~6월은 합병회사 실적임
자료: 웅진코웨이, FnGuide, 삼성증권 추정

이익 전망 수정

(십억원)	수정 후		수정 전		차이 (%)	
	2005E	2006E	2005E	2006E	2005E	2006E
매출액	997	1,143	997	1,143	0.0	0.0
영업이익	92	148	92	148	0.0	0.0
경상이익	89	147	82	138	8.2	6.9
순이익	66	107	59	100	10.4	6.9
EPS (원)	1,000	1,447	905	1,354	10.4	6.9

자료: 삼성증권 추정

9월 말 렌탈 가입자, 2004년 말 대비 12.9% 증가

9월 말 동사의 총 가입계정은 당사 예상과 유사한 368만(vs 2005년 말 기준 동사의 가입계정 추정치 379만)으로 전년동기대비 19.2% 증가하였으며, 6월말대비로도 2.9% 늘어나 2004년 말 대비 12.9% 증가하였다. 이는 환경과 건강에 대한 관심이 점진적으로 고조되고, 필터 교환을 비롯한 관리 서비스를 제공받으면서 구매에 대한 경제적인 부담을 낮추어 주는 렌탈에 대한 매력으로 동사의 제품에 대한 수요가 증가하기 때문으로 판단된다.

가입계정 추이

(천개)	2004년	2005년			증감률 (YTD, %)
		12월	3월	6월	
총 계정	3,262	3,426	3,580	3,684	12.9
렌탈	2,865	2,967	3,089	3,161	10.3
멤버십	397	459	491	523	31.7

자료: 웅진코웨이

**가입자 증가와 사라진 이익의 구조적인 복원으로
4분기와 2006년 이익 성장 지속 전망**

당사는 합병으로 인해 기존 웅진코웨이(제조회사)가 창출하던 매출총이익이 합병회사의 손익계산서에서 일시에 사라진 반면, 판매비 부담은 남게 되면서 동사의 2분기 영업실적이 크게 악화되었으나 합병 이후 신규 가입자에게 제공되는 렌탈자산의 원가가 낮아지면서 감가상각비 부담이 줄어 사라진 이익이 향후 4~5년에 걸쳐 점진적으로 복원되어 16% 이상의 영업이익률을 기록하게 될 것이라고 전망해 왔다. 3분기 영업실적은 이러한 당사의 분석에 부합하는 것으로 이었는데, 이는 매출총이익률이 전기대비 1.6% 개선되었으며, 합병으로 인한 상품 및 기타 제품원가의 일시적인 상승 요인을 제외하면 렌탈부문에서 매출원가율이 4.1%pts 개선되었다고 회사측이 밝히고 있기 때문이다.

이러한 사라진 이익의 구조적인 복원과 가입자 증가세 지속으로 4분기 영업이익과 경상이익은 전기대비 각각 34.8%, 26.3% 증가한 303억원, 278억원 수준에 이를 것으로 추정된다. 4분기 매출은 렌탈 가입자가 9월 말 대비 3.0% 증가하면서 지난 10월 4일 기준으로 매각된 생활 가전 부문의 매출(2004년 연간 매출 406억원) 소멸로 전기대비 2.4% 감소할 전망이다. 영업이익률은 3분기 8.5% 수준에 이어 11.8% 수준으로 개선될 것으로 예상된다. 또한 당사는 2006년 동사의 렌탈 가입자와 매출이 전년대비 각각 13.1%, 14.6% 늘어나고, 영업이익과 EPS가 전년대비 각각 60.1% (영업이익률 12.9%), 44.7% 증가하면서 이익 성장이 지속될 것으로 전망하고 있다.

2005년 분기별 영업실적 전망

(십억원)	1Q	2Q	3QP	4QE	증감률 (전기대비, %)
매출액	229.3	245.6	264.1	257.9	(2.4)
영업이익	27.6	11.8	22.5	30.3	34.8
경상이익	27.4	11.3	22.0	27.9	26.4
순이익	19.8	9.0	16.7	20.0	20.0
영업이익률 (%)	12.0	4.8	8.5	11.8	
경상이익률 (%)	12.0	4.6	8.3	10.8	

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**투자의견 BUY(M) 및 목표주가 26,000원 유지-3분기
영업실적은 구조적인 이익의 복원과 가입자 성장을
확인시켜 줌**

동사에 대한 BUY(M) 투자의견과 DCF valuation에 의해 산출된 기존 6개월 목표주가 26,000원(2006년 P/E 18.0배, EV/EBITDA 7.0배)를 유지한다. 이는 3분기 영업실적이 당사 예상대로 전기대비 크게 호전되면서 합병으로 인해 왜곡된 이익이 구조적으로 복원될 것이라는 전망에 대한 시장의 자신감을 강화시키고, 동사의 가입자 증가가 지속되면서 성장에 대한 확신을 주면서 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단하기 때문이다. 또한, 낮은 보급률과 건강 및 환경에 대한 관심 고조로 동사가 제공하는 렌탈 가전의 수요가 늘어나면서 가입자가 꾸준히 증가하고, 초기 투자자금 부담이 크다는 진입장벽으로 경쟁자의 출현 가능성이 낮으며, 렌탈 방식의 매력으로 일시불 방식으로부터의 대체 수요가 늘어 시장점유율이 상승할 것으로 기대하기 때문이다.

Q&A 주요 내용

배당: 배당정책에 대한 질문에 대해 현재 중기적인 배당정책에 대해 검토하고 있으나 확정되지 않았고, 2005년 배당은 2004년 배당성향인 34% 수준을 유지하는 선에서 가능할 전망이라고 밝혔다. 이에 따라 당사는 동사의 2005년 예상 주당 배당금을 기존 250원에서 300원(현재 주가 기준으로 1.5% 배당 수익률 기대)으로 상향 조정하였으며, 향후 배당성향 30~35% 수준에서 배당이 실시될 것으로 기대하고 있다.

수익성 개선 방안: 수익성을 개선할 수 있는 방향으로 전반적인 요금체계에 대한 수정을 검토하고 있으며 2006년 중 반영할 수 있도록 할 것이며, 1개 이상의 제품을 사용하는 고객에게 ‘번들링’에 대한 혜택을 주어 고객 가구당 ARPU를 높이는 방안을 고려하고 있다고 밝혔다.

신규 및 해외 사업: 현재 몇 가지 검토 중인 사업이 있으나 현재로서는 언급할 수 없으며, 웅진그룹 차원에서 추진되고 있는 건설사업에 동사의 지분 참여나 지급보증은 전혀 없을 것이라고 밝혔다. 해외사업으로는 현재 중국, 일본, 태국에 현지법인 이 설립되어 있어 중국 및 태국 법인으로 각각 월 1억원 정도, 일본으로 월 5~6억원의 제품이 수출되고 있다.

기업분석

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
매출액	888	904	997	1,143	1,283
렌탈	667	771	909	1,047	1,185
기타	221	133	88	95	99
매출원가	266	304	362	393	434
렌탈	224	271	315	352	393
기타	42	33	47	41	42
매출총이익	561	524	635	750	849
판매 및 일반관리비	478	411	543	602	664
인건비	66	81	104	118	132
감가상각비	7	7	7	7	9
기타	405	322	431	476	522
영업이익	84	113	92	148	185
영업외수익	32	5	6	8	10
이자수익	0	0	1	2	4
지분법평가이익	0	0	0	0	0
기타	31	5	5	6	6
영업외비용	34	17	10	8	4
이자비용	11	10	7	5	1
외환관련손실	3	2	0	0	0
기타	22	7	3	3	3
경상이익	82	101	89	147	191
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전이익	82	101	89	147	191
법인세	24	30	23	41	53
순이익	58	71	66	107	139
EBITDA	182	217	212	271	313
EPS* (원)	1,173	1,442	1,000	1,447	1,878

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
영업활동에서의 현금흐름	130	446	105	242	290
순이익	58	71	66	107	139
유·무형자산 상각비	86	105	118	120	125
퇴직급여	4	6	10	6	6
순외환관련손실(이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실(이익)	3	2	0	0	0
순운전자본감소(증가)	(101)	33	(108)	(1)	6
기타	80	229	20	10	15
투자활동에서의 현금흐름	(217)	(166)	(176)	(140)	(158)
투자자산의 (증가)감소	(21)	13	(10)	0	0
설비투자	(206)	(203)	(166)	(140)	(158)
기타	10	24	(0)	(0)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	64	(74)	106	(96)	(65)
단기차입금의 증가(감소)	(21)	(71)	50	(50)	0
장기차입금 증가(감소)	(17)	(37)	(9)	5	(28)
사채증가(감소)	50	41	(8)	(28)	0
유동성장기부채의 증가(감소)	0	0	(1)	(1)	0
배당금	1	0	81	0	0
자본금 증가(감소)	(8)	(7)	(7)	(22)	(37)
기타	59	(0)	(0)	(0)	(0)
조정항목	0	0	0	0	0
현금증감	1	(1)	35	7	66
기초현금	1	2	1	36	43
기말현금	2	1	36	43	109

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
유동자산	169	152	297	342	445
현금 및 현금등가물	2	1	36	43	109
단기금융상품	1	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	90	17	86	99	111
재고자산	32	38	55	63	70
기타	45	96	121	138	155
고정자산	397	375	424	420	428
투자자산	68	37	47	47	47
유형자산	327	337	357	358	371
무형자산	2	1	20	15	10
기타	0	0	0	0	0
자산총계	567	527	721	762	873
유동부채	309	250	298	295	314
매입채무	77	76	50	51	62
단기차입금	84	0	50	0	0
유동성장기부채	40	33	24	28	0
기타	108	141	175	216	252
고정부채	115	72	69	42	44
사채	52	36	28	0	0
장기차입금	2	1	1	0	0
기타	61	35	41	42	44
부채총계	424	322	367	337	358
자본금	25	24	39	39	39
자본잉여금	0	0	76	76	76
이익잉여금	118	182	225	295	386
자본조정	(1)	(2)	14	14	14
자본총계	143	205	354	424	515

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2003	2004	2005E	2006E	2007E
증감률 (%)					
매출액	12.0	0.1	20.4	14.6	12.3
영업이익	(7.3)	35.2	(18.5)	60.1	25.5
경상이익	63.6	22.8	(11.9)	66.4	29.8
순이익	63.0	23.3	(7.7)	63.0	29.8
EBITDA	34.7	19.0	(2.2)	27.7	15.7
EPS*	26.8	22.9	(30.7)	44.8	29.8
수익률 (%)					
영업이익률	10.1	13.7	9.3	12.9	14.4
경상이익률	9.9	12.2	8.9	12.9	14.9
순이익률	7.0	8.6	6.6	9.4	10.8
EBITDA 마진율	22.0	26.2	21.3	23.7	24.4
ROE	48.9	40.5	23.4	27.4	29.5
ROA	9.7	13.0	10.5	14.4	17.0
기타비율					
순부채비율 (%)	122.4	33.8	18.6	nc	nc
부채비율 (%)	124.0	34.2	28.8	6.7	0.0
이자보상비율 (배)	9.0	11.4	16.3	46.4	nm
매출채권회전율 (배)	7.4	16.8	8.1	8.1	8.1
주당지표 (원)					
SPS	16,711	16,930	15,201	15,473	17,376
BPS	2,886	4,191	4,799	5,747	6,975
DPS	150	150	300	500	650
주당EBITDA	3,682	4,434	3,234	3,667	4,243

참고: 2003~2004년은 웅진코웨이개발 수취임

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

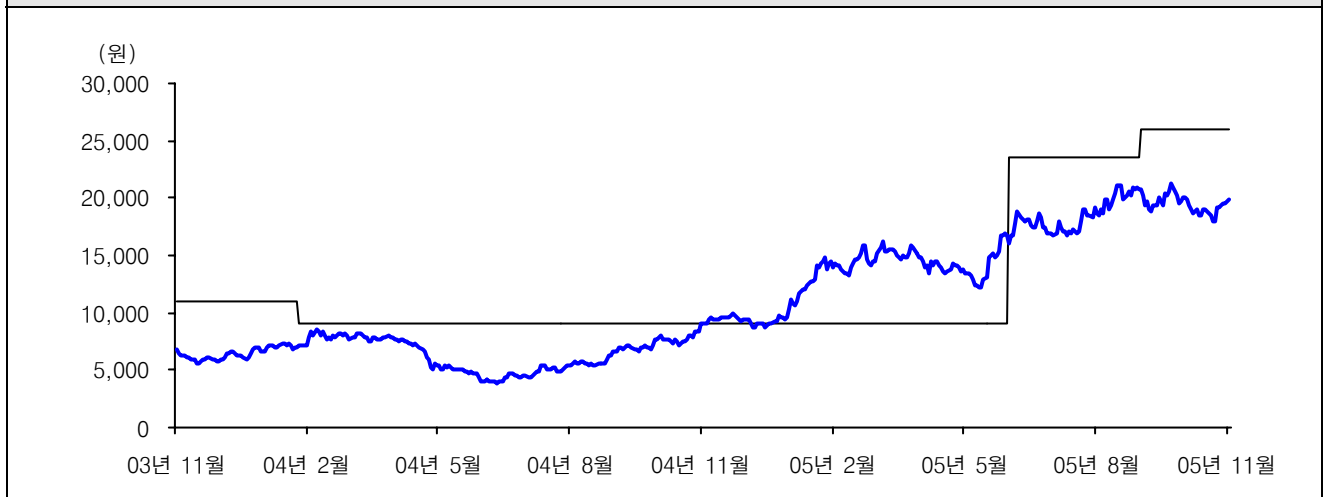
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

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

해당사항 없습니다

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일 자	2004. 2/6	5/12	2005. 6/13	8/3	9/8	10/14	11/10
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	9,000원	9,000원	23,500원	23,500원	26,000원	26,000원	26,000원

- **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.

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]