

2006년 5월 15일

# 웅진코웨이 (021240)

**1분기 실적 - 비현금성 비용 및 수수료 증가로 저조함**

Reiterate:

**BUY(M)**

BELOW	IN LINE	ABOVE
-------	---------	-------

산업	: 기타
주가 (5월 12일)	: 27,800원
6개월 목표주가	: 32,000원
종합주가지수	: 1,445
코스닥주가지수	: 686
환율	: 933원/달러
총발행주식수	: 74,263,122주
시가총액	: 2조 645억원
52주 최저/최고	: 30,550원/11,250원
주요지분:	: 윤석금 (27.3%) 웅진씽크빅 (5.2%)

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

**렌탈자산폐기손실 및 수수료 증가로 예상을 하회함**

1분기 잠정실적은 당사 예상 및 시장 기대를 하회하면서 저조하였음. 매출은 전기대비 0.9% 감소하였으며, 영업이익과 경상이익은 전기대비 각각 41.9%, 28.3% 감소(합병으로 인해 전년동기대비 비교는 의미없음)하였음. 이는 회계처리 방식의 변경으로 렌탈자산폐기손실이 작년 4분기 24억원에서 137억원으로 크게 증가하였고, 수수료 제도 변경으로 코디 수당 및 수수료가 전기대비 각각 8.5%, 6.4% 증가하였기 때문임. 영업이익률이 작년 4분기 12.6%에서 7.4% 수준으로 5.2%pts 하락하였는데, 코디 수당 증가 등으로 매출총이익률에서 1.2%pts, 렌탈자산폐기손실(4.3%pts)과 판매수수료(1.4%pts) 등 판매비에서 4%pts 하락하였음.

**긍정적 측면**

▶ 3월 말 기준 총 렌탈 가입자 수는 390만으로 작년 말보다 3.3%, 전년동기대비 13.8% 증가하면서 가입자 성장이 지속됨.

**부정적 측면**

▶ 신규 가입자 성장에 초점을 맞추어 수수료 제도가 변경된 것으로 파악되는데, 이러한 수수료 제도 변경이 1분기에 수수료 증가로 나타났음. 향후 수수료 인상이 지속될지 여부가 수익성에 영향을 미칠 전망이다.

**투자의견**

저조한 1분기 잠정실적의 상당부분이 비현금성 비용의 증가로 인한 것으로 판단되고, 여전히 가입자 성장이 지속되고 있는 것으로 파악되어 기존 이익 전망을 유지함. 또한, 비용지출이 먼저 이루어지고 수익실현이 나중에 이루어지는 렌탈사업의 특성상 현재의 비용 지출이 향후의 현금흐름으로 이어질 것임을 감안할 때 당사의 DCF valuation에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단되어 6개월 목표주가 32,000원과 BUY(M) 투자의견을 유지함. 그러나 최근 판매 및 유지관리를 담당하는 코디를 크게 늘리는 전략을 펼치고 있어 이에 따른 수수료 및 기타 판매비 증가 가능성이 단기적으로는 여전히 남아 있는 것으로 판단됨.

**1사분기 실적**

(십억원)	1Q06P			차이 (%)		1Q05	4Q05	증감 (%)	
	실적	삼성증권 추정	컨센서스	삼성증권 추정	컨센서스			전년동기 대비	전분기 대비
매출액	266.8	269.9	254.2	(1.2)	5.0	229.3	269.1	nm	(0.9)
영업이익	19.8	32.4	32.9	(39.0)	(39.9)	27.6	34.0	nm	(41.9)
경상이익	18.1	32.1	29.3	(43.7)	(38.2)	27.4	25.2	nm	(28.3)
순이익	13.0	23.3	21.7	(44.3)	(40.2)	19.8	25.2	nm	(48.6)
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익률	7.4	12.0	12.9			12.0	12.6		
경상이익률	6.8	11.9	11.5			12.0	9.4		
순이익률	4.9	8.6	8.5			8.7	9.4		

자료: 웅진코웨이, 삼성증권

- 당사는 5월 12일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 5월 12일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 5월 12일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

## Results Note

### 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>매출액</b>	<b>903.9</b>	<b>1,008.1</b>	<b>1,134.2</b>	<b>1,282.6</b>	<b>1,431.3</b>
렌탈 매출	771.2	911.3	1,041.3	1,180.7	1,318.7
기타 매출	132.7	96.8	92.9	101.9	112.6
<b>매출원가</b>	<b>303.8</b>	<b>363.7</b>	<b>401.5</b>	<b>447.3</b>	<b>495.4</b>
렌탈 매출원가	271.3	308.0	357.8	397.9	439.1
기타 매출원가	32.6	55.7	43.7	49.4	56.3
<b>매출총이익</b>	<b>523.9</b>	<b>644.4</b>	<b>732.7</b>	<b>835.3</b>	<b>935.8</b>
판매관리비	410.8	547.5	594.0	651.9	713.1
인건비	81.4	108.3	124.4	130.3	139.6
감가상각비	7.0	8.6	15.1	14.0	12.7
기타	322.4	430.7	454.4	507.6	560.8
<b>영업이익</b>	<b>113.2</b>	<b>96.8</b>	<b>138.7</b>	<b>183.4</b>	<b>222.8</b>
영업외수익	4.9	5.4	17.2	23.5	18.9
이자수익	0.4	0.9	2.4	6.8	13.1
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	4.5	14.8	16.7	5.8
영업외비용	17.5	16.3	11.5	8.0	8.7
이자비용	10.1	6.8	4.3	0.1	0.0
지분법평가손실	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
기타	7.3	9.6	7.2	8.0	8.7
<b>경상이익</b>	<b>100.6</b>	<b>86.0</b>	<b>144.3</b>	<b>198.9</b>	<b>232.9</b>
특별이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
특별손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>100.6</b>	<b>86.0</b>	<b>144.3</b>	<b>198.9</b>	<b>232.9</b>
법인세비용	29.6	25.1	40.1	55.1	64.5
<b>순이익</b>	<b>71.0</b>	<b>60.9</b>	<b>104.2</b>	<b>143.8</b>	<b>168.5</b>
EBITDA	240.5	283.4	333.3	383.6	415.4
EPS (원)*	1,442	927	1,404	1,936	2,268

### 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>445.6</b>	<b>424.3</b>	<b>272.4</b>	<b>332.1</b>	<b>344.5</b>
순이익	71.0	60.9	104.2	143.8	168.5
유무형자산 상각비	105.0	127.7	136.1	138.0	140.3
퇴직급여	6.3	9.4	8.0	8.0	8.0
순외환관련손익	0	0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법평가손익	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
순운전자본 증감	32.5	(43.2)	2.6	5.2	(12.9)
기타	228.6	268.1	20.0	35.6	39.1
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(166.1)</b>	<b>(185.6)</b>	<b>(154.2)</b>	<b>(185.4)</b>	<b>(193.6)</b>
투자자산의 증감	12.9	(5.5)	0	0	0
설비투자	(202.6)	(197.5)	(154.1)	(185.3)	(193.6)
기타	23.6	17.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(74.2)</b>	<b>(37.6)</b>	<b>(81.6)</b>	<b>(37.6)</b>	<b>(48.8)</b>
단기차입금의 증감	(71.3)	0.4	(69.8)	0	0
유동성장기부채의 증감	(36.9)	(32.0)	(45.5)	0	(0.3)
사채의 증감	41.4	0	0	0	0
장기차입금 증감	0	0	(0.5)	(0.5)	(0.2)
자본금 증감	0	1.4	58.6	0	0
배당금	(7.4)	(7.3)	(24.4)	(37.1)	(48.3)
기타	(0.0)	0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
조정항목	0	0	0	0	0
<b>현금의 증감</b>	<b>(0.8)</b>	<b>17.7</b>	<b>36.6</b>	<b>109.0</b>	<b>102.1</b>
기초현금	1.7	0.9	18.6	55.2	164.2
기말현금	0.9	18.6	55.2	164.2	266.3

### 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>유동자산</b>	<b>151.6</b>	<b>273.2</b>	<b>344.8</b>	<b>496.1</b>	<b>632.3</b>
현금 및 등가물	1.0	18.7	55.3	164.3	266.4
단기금융상품	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유가증권	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권	17.0	28.9	32.5	36.7	41.0
채고자산	37.8	42.2	47.4	53.6	59.9
기타	95.8	183.4	209.5	241.3	264.9
<b>고정자산</b>	<b>375.1</b>	<b>442.0</b>	<b>417.7</b>	<b>413.2</b>	<b>412.8</b>
투자자산	37.0	48.5	48.5	48.5	48.5
유형자산	337.4	369.8	349.2	348.3	351.6
무형자산	0.6	23.7	20.0	16.4	12.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>526.8</b>	<b>715.2</b>	<b>762.5</b>	<b>909.2</b>	<b>1,045.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>249.5</b>	<b>354.2</b>	<b>282.7</b>	<b>337.5</b>	<b>365.6</b>
매입채무	76.0	32.5	36.5	46.1	46.1
단기차입금	0.0	69.8	0.0	0.0	0.0
유동성 장기부채	33.0	46.0	0.5	0.5	0.2
기타	140.5	205.9	245.6	290.8	319.3
<b>고정부채</b>	<b>72.3</b>	<b>19.0</b>	<b>12.1</b>	<b>8.6</b>	<b>7.2</b>
사채	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.2	1.2	0.7	0.2	0.0
기타	35.1	17.9	11.5	8.5	7.2
<b>부채총계</b>	<b>321.9</b>	<b>373.2</b>	<b>294.8</b>	<b>346.1</b>	<b>372.8</b>
납입자본금	24.4	39.0	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	0.1	76.3	76.3	76.3	76.3
이익잉여금	182.1	233.7	300.8	396.3	505.3
자본조정	(1.7)	(7.1)	51.3	51.3	51.3
<b>자본총계</b>	<b>204.9</b>	<b>342.0</b>	<b>467.6</b>	<b>563.1</b>	<b>672.2</b>

### 재무비율 및 주당지표

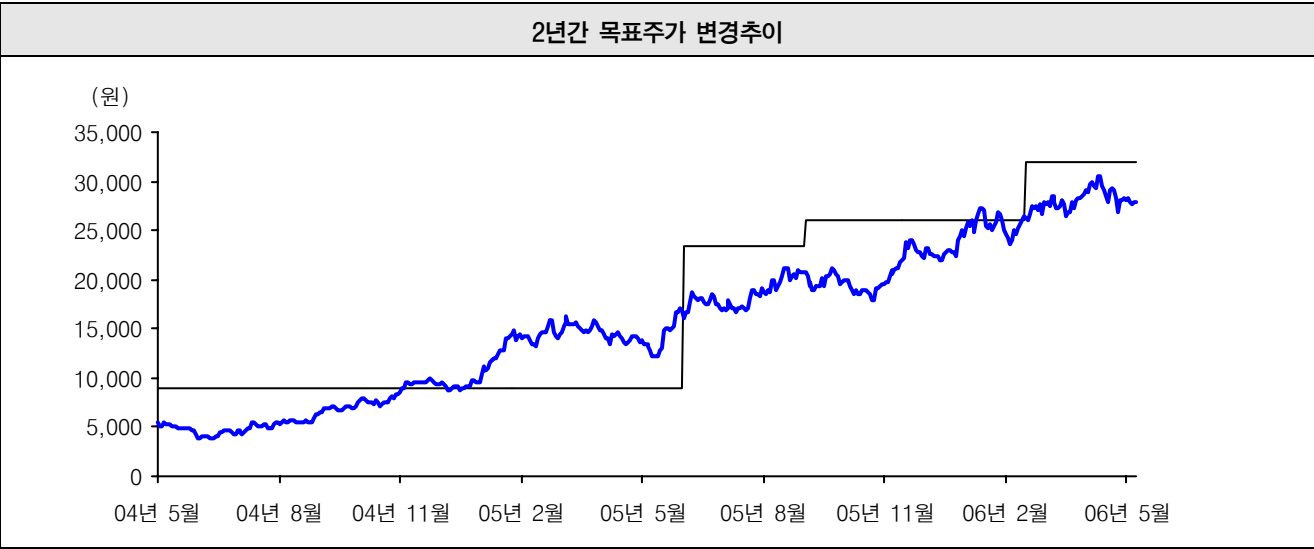
12월 31일 기준	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	0.1	21.8	12.5	13.1	11.6
영업이익	35.2	(14.4)	43.2	32.3	21.5
경상이익	22.8	(14.5)	67.9	37.8	17.1
순이익	23.3	(14.3)	71.2	37.9	17.2
EBITDA	12.9	17.8	17.6	15.1	8.3
EPS*	22.9	(35.7)	51.4	37.9	17.2
<b>수익률 (%)</b>					
영업이익률	13.7	9.6	12.2	14.3	15.6
경상이익률	12.2	8.5	12.7	15.5	16.3
순이익률	8.6	6.0	9.2	11.2	11.8
EBITDA 마진율	29.1	28.1	29.4	29.9	29.0
ROE	40.5	22.2	25.7	27.9	27.3
ROA	13.0	9.8	14.1	17.2	17.2
<b>기타비율</b>					
순부채비율 (%)	33.8	28.7	nc	nc	nc
부채비율 (%)	34.2	34.2	0.3	0.1	0.0
이자보상비율 (배)	11.4	16.0	78.6	nm	nm
매출채권회전율 (배)	16.8	12.9	12.9	12.9	12.9
<b>주당지표 (원)</b>					
SPS	16,930	18,249	15,273	17,271	19,273
BPS	4,191	4,631	6,297	7,583	9,051
DPS	150	340	500	650	800
주당EBITDA	4,918	5,130	4,488	5,165	5,593

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회계회계

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	2005. 6/13	8/3	9/8	10/14	11/10	12/23	2006. 2/20	5/15
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	23,500원	23,500원	26,000원	26,000원	26,000원	26,000원	32,000원	32,000원

● **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]