

Reiterate:

웅진코웨이

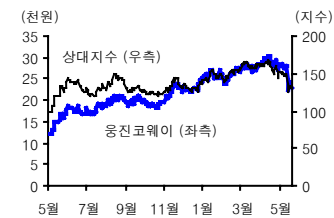
(021240)

BUY(M)

목표주가 하향조정 - 근본적인 시각은 유지

주가 (5월 19일):	23,050원
6개월 목표주가:	28,000원
종합주가지수:	1,372
코스닥주가지수:	659
시가총액:	1조 7,023억원
총발행주식수:	71,263,122주
120일 평균 거래대금:	146억원
52주 최저/최고:	11,250원/30,550원
상대수익률 (3월/6월):	-14.1%/-2.9%
배당수익률 (06E):	1.8%
주당장부가치 (06E):	6,032원
유동주식비율:	61.8%
외국인지분:	38.4%
주요지분:	윤석금 (27.3%) 웅진생크빅 (5.2%)

과거 1년간 주가 추이



- **목표주가 하향조정:** 이익전망 하향조정에 따라 동사에 대한 6개월 목표주가를 기존 32,000원에서 28,000원(2006년 EV/EBITDA 6.7배)으로 하향 조정하나 BUY(M) 투자 의견을 유지함. 이는 1분기 EBITDA가 전분기대비 10.3% 감소하는 등 실적이 부진하였으나 주가가 지난 1주일간 17% 하락하면서 저조한 1분기 실적을 과도하게 반영하였다고 판단하기 때문임. 또한, 뚜렷한 경쟁자 없이 여전히 독보적인 시장 지위를 유지하는 가운데 렌탈 가입자의 증가 추세가 가속화되고 있으며, 렌탈 사업의 특성상 가입자가 크게 증가하는 시기에는 비용이 늘어나나 향후 현금유입으로 이어질 것이기 때문임.
- **IR 미팅 요약:** 동사는 지난 19일 1분기 실적과 관련한 IR 미팅을 가졌음. 긍정적인 점은 1분기 저조한 실적의 요인인 렌탈폐기손에 대한 회계적인 태도에 변화가 없었다는 점으로 이는 분기 실적에 대한 인위적인 간섭이 없었음을 의미하여 지배구조 문제에 대한 부정적인 인식을 완화해 준다고 판단되기 때문임. 다만, 합병 이후 회사의 내부 통제 시스템이 아직 성숙하지 못했음을 시사하며, 수수료 제도 변경으로 코디 수당 및 판매수수료가 상승할 것으로 예상되는 점은 향후 수익성에 있어서 부정적임.
- **2006년 EBITDA 9.3% 하향조정:** 부진한 1분기 영업실적과 수수료 체계 변경에 따른 코디 수당 인상 가능성을 반영하여 2006년, 2007년 EPS를 각각 21.4%, 14.4% 하향 조정함. 그러나 동사의 사업모델을 이해하는데 더욱 중요하다고 판단되는 EBITDA는 2006년, 2007년 각각 9.3%, 4.9% 하향 조정에 그치는데, 이는 1분기에 예상보다 많았던 비현금성 비용을 상향 조정함에 따라 영업이익은 감소하나 EBITDA에 미치는 영향은 크지 않기 때문임. 높은 신규 가입자 성장에 따른 투자로 동사의 잉여현금흐름은 크지 않았으나 보유 가입자 기반이 커짐에 따라 영업현금흐름에 비해 투자비가 적어지고, 합병에 따라 렌탈 제품 제조원가가 낮아짐에 따라 향후 잉여현금흐름이 증가할 것으로 예상됨.

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 (%)
2003	827	84	82	58	1,173	26.8	19.6	175	7.8	8.0	48.9
2004	828	113	101	71	1,442	22.9	16.0	69	7.3	5.5	40.5
2005	1,008	97	86	61	927	(35.7)	24.9	98	6.6	5.0	22.2
2006E	1,141	122	117	85	1,138	22.8	20.3	(27)	5.5	3.8	21.4
2007E	1,303	173	177	128	1,721	51.2	13.4	(105)	4.4	3.2	26.2
2008E	1,446	210	220	159	2,139	24.3	10.8	(184)	3.7	2.7	27.5

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회계화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

- 당사는 5월 19일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 5월 19일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 5월 19일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

목표주가 하향 조정하나 BUY(M) 투자의견 유지

이익전망 하향조정에 따라 동사에 대한 6개월 목표주가를 기존 32,000원에서 28,000원(2006년 EV/EBITDA 6.7배)으로 하향 조정하나 BUY(M) 투자의견을 유지한다. 이는 1분기 EBITDA가 전분기대비 10.3% 감소하는 등 실적이 부진하였으나 주가가 지난 1주일간 15% 하락하면서 저조한 1분기 실적을 과도하게 반영하였다고 판단하기 때문이다. 또한, 뚜렷한 경쟁자 없이 여전히 독보적인 시장 지위를 유지하는 가운데 렌탈 가입자의 증가 추세가 가속화되고 있으며, 렌탈 사업의 특성상 가입자가 크게 증가하는 시기에는 비용이 늘어나나 향후 현금유입으로 이어질 것이기 때문이다. 당사는 동사의 가입자(멤버십 포함)가 2006년, 2007년 전년대비 각각 13.2%, 12.7% 증가할 것으로 기대하며, 이에 따라 EBITDA도 전년대비 각각 11.7%, 20.8% 늘어날 것으로 추정하고 있다.

6개월 목표주가는 DCF valuation에 의해 산정되었으며, 가중평균자본비용(WACC) 9.1%(자기자본비용 9.7%, 차입금리 7.2%), 장기성장률 3%를 가정하였다. 목표주가는 2006년 P/E 24.6배 수준으로 상당히 높은 수준이나 합병에 따른 이익의 왜곡이 점진적으로 해소되는 과정에 있기 때문에 동사의 주가를 평가하는데 P/E 배수는 적절하지 않다고 판단된다. 동사의 주가에 긍정적인 모멘텀은 1) 주주가치 제고 방안 발표, 2) 렌탈 및 멤버십 요금 인상, 3) 왜곡된 이익의 회복에 따른 분기 영업이익률 개선 지속 등이 될 것으로 판단된다.

DCF valuation에 의한 적정주가 산정

(십억원)	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Terminal
EBIT	122	174	211	240	254	266	280	294	308	318
감가상각비	121	127	132	138	143	150	158	165	174	179
무형자산상각비	5	6	7	7	8	8	9	9	10	10
렌탈자산폐기손실	55	60	65	69	73	77	81	85	89	92
세금	(33)	(49)	(61)	(71)	(76)	(80)	(84)	(89)	(93)	(96)
운전자본 증분	4	12	(9)	2	(11)	17	18	19	20	20
CAPEX	(188)	(232)	(241)	(250)	(260)	(273)	(287)	(301)	(316)	(326)
Free cash flow	87	97	104	135	130	165	173	182	191	197
FCF의 현가	80	82	80	95	84	98	94	91	87	
2014년까지 FCF의 현가	791									
영속가치	3,223									
영속가치의 현가	1,349									
기업가치	2,139									
자기자본가치	2,070									
적정가치 (원)	28,000									

자료: 삼성증권 추정

1분기 실적 관련 IR 미팅 - 지배구조에 대한 부정적인 인식 완화 vs 코디 수수료 인상에 따른 비용 부담

1분기 영업실적은 이미 발표된 대로 당사 예상 및 시장 기대를 하회하면서 저조하였다. 이는 렌탈자산폐기손실(이하 렌탈폐기손)이 작년 4분기 24억원에서 137억원으로 크게 증가하였고, 수수료 제도 변경으로 코디 수당 및 수수료가 전기대비 각각 8.5%, 6.4% 증가하였기 때문이다. 이에 따라 코디 수당 증가 등으로 매출총이익률이 전분기대비 1.2%pts 낮아지고, 렌탈폐기손(4.3%pts)과 판매수수료(1.4%pts) 등 판매비가 4%pts 상승하면서 영업이익률이 작년 4분기 12.6%에서 7.4% 수준으로 5.2%pts 하락하였다. EBITDA 마진은 작년 4분기 27.5% 수준에서 24.9% 수준으로 낮아졌다.

당사는 지난 19일 1분기 실적과 관련한 IR 미팅을 가졌다. 긍정적인 점은 1분기 저조한 실적의 요인인 렌탈폐기손에 대한 회계적인 태도에 변화가 없었다는 점으로 이는 분기 실적에 대한 인위적인 간섭이 없었음을 의미하여 지배구조 문제에 대한 부정적인 인식을 완화해 준다고 판단되기 때문이다. 다만, 합병 이후 회사의 내부 통제 시스템이 아직 성숙하지 못했음을 시사하며, 수수료 제도 변경으로 코디 수당 및 판매수수료가 상승할 것으로 예상되는 점은 향후 수익성에 있어서 부정적이다. IR 미팅의 주요 내용은 다음과 같다.

① 렌탈폐기손과 관련된 회계 변경은 없었음. 다만, 합병 이후 분기 실적 발표를 처음 실시하는 가운데 1~3분기에 렌탈폐기손을 과도하게 인식(분기별 154억~170억원)하였고, 이를 현실적으로 조정하면서 4분기에는 매우 적어졌음. 올해 1분기가 정상적인 수치이나 전분기대비로는 크게 늘어난 것으로 인식됨.

② 렌탈폐기손을 제외하고도 전반적으로 수익성이 저조했던 것은 코디 증가에 따라 가입자가 예년보다 많이 늘어나면서 판매 수수료를 비롯한 비용 증가가 많았고 일회성비용이 일부 발생했기 때문임. 회사의 분석에 따르면, 신규 가입자는 회계적으로 6개월 이전에는 손실을 주는 구조임. 동사의 총 가입자는 작년 말 대비 3.5% 증가한 390만이며, 1분기 신규 가입자는 26.9만으로 전년동기대비 16.5%, 전분기대비 10.7% 증가하였음. 해약율은 월간 1% 수준으로 작년 1분기 1.1%, 4분기 1.09% 수준보다 안정적임.

③ 올해 2월 코디 수수료 체계를 변경하였는데, 이는 관리 업무 이외에 서비스, 영업, 수금 등의 업무를 동시에 평가하여 경쟁력을 강화하고 장기 근속 코디에 대한 보상을 하기 위한 것임. 제도 변경 이후 코디 수수료는 11% 증가하였으나 가입자는 33% 증가하였기 때문에 생산성이 향상된 것으로 판단함.

④ 연초에 제시한 사업 전망-매출 1.2조원, 영업이익 1,538억원(영업이익률 12.8%)-을 현재로서는 변경할 계획이 없으며, 가입자 증가 추세 및 가격 인상 여부 등을 감안하여 하반기에 검토할 것임.

⑤ 수익성 제고를 위해 멤버십 요금을 오는 6월 이후부터 30% 정도 인상하고, 비용절감을 통해 영업이익률 2% 정도를 향상할 것이며, 렌탈 요금에 대한 가격 인상도 검토할 것임. 또한, 주가 안정을 위해 주주 가치 제고를 위한 방안(자사주 매입, 배당 증가 등)을 검토하고 있음.

⑥ 현재 대주주 및 특수관계인(웅진씽크빅 포함)이 35% 정도의 지분을 보유하고 있으며 34% 이상을 유지할 것임. DR 발행 시기와 저조한 1분기 실적과는 고의적인 연관성이 전혀 없음. 향후 경영에 대한 의사 결정에 있어 보다 신중해야 한다고 느끼고 있음.

2006년, 2007년 EBITDA 각각 9.3%, 4.9% 하향조정

부진한 1분기 영업실적과 수수료 체계 변경에 따른 코디 수당 인상 가능성을 반영하여 2006년, 2007년 EPS를 각각 21.4%, 14.4% 하향 조정한다. 그러나 동사의 사업모델을 이해하는데 더욱 중요하다고 판단되는 EBITDA는 2006년, 2007년 각각 9.3%, 4.9% 하향 조정에 그치는데, 이는 1분기에 예상보다 많았던 폐기손실 및 무형자산상각비를 상향 조정함에 따라 영업이익은 감소하나 EBITDA에 미치는 영향은 크지 않기 때문이다.

이익 전망 수정

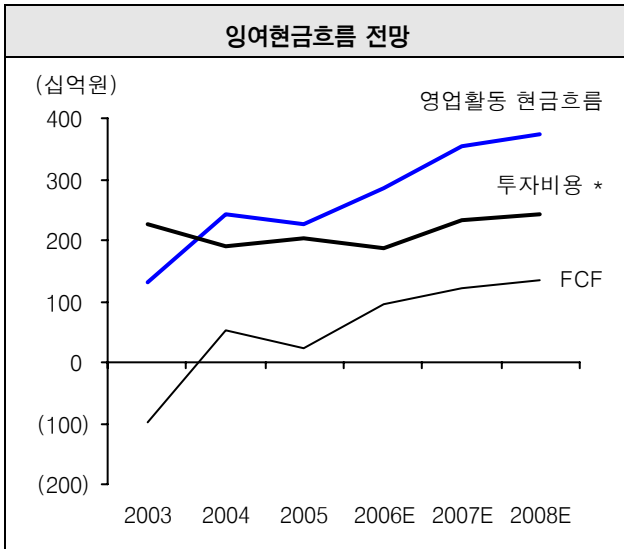
(십억원)	수정 후		수정 전		차이 (%)	
	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
매출액	1,141	1,303	1,134	1,283	0.6	1.6
매출총이익	726	844	734	839	(1.1)	0.6
영업이익	122	173	141	188	(13.8)	(8.1)
경상이익	117	177	148	205	(20.8)	(13.9)
순이익	85	128	107	149	(20.9)	(13.9)
EPS (원)	1,138	1,721	1,447	2,011	(21.4)	(14.4)
EBITDA	303	366	334	385	(9.3)	(4.9)
(감가상각비)	121	127	131	131	(7.8)	(3.1)
(무형자산상각비)	5	6	4	4	50.0	65.0
(렌탈자산폐기손실)	55	60	49	52	10.4	15.4

자료: 삼성증권 추정

보유 가입자 확대에 따라 잉여현금흐름 확대될 전망

동사의 영업활동에 의한 현금흐름(Operating cashflow)는 동사가 렌탈사업을 시작한 '98년부터 지속적으로 증가해 오고 있다. 그러나 이러한 현금흐름은 신규 가입자에게 일시에 제공되는 렌탈 자산에 전부 투자되어 잉여현금이 창출되지 않았다. 이는 보유 가입자 수에 비해 신규 가입자 증가율이 매우 높았기 때문이다. 그러나 보유 가입자 수가 300만을 상회하면서 2004년부터 잉여현금흐름이 창출되기 시작하였고, 이는 합병 효과와 함께 향후 추가적으로 확대될 것으로 기대된다. 당사는 2005년 240억원 수준인 잉여현금흐름이 2006년, 2007년 각각 960억원, 1,210억원 수준에 이를 것으로 추정하고 있다.

기업분석



참고: * 렌탈자산 + 기타 자산+ 투자유가증권 증가
 자료: 삼성증권 추정

1분기 영업실적

(십억원)	1Q06	4Q05	전분기대비 (%)	1Q05
매출액	267	269	(0.9)	229
매출총이익	168	173	(2.8)	151
영업이익	20	34	(41.9)	28
경상이익	18	25	(28.3)	27
순이익	13	25	(48.6)	20
이익률 (%)				
매출총이익	63.1	64.4		65.9
영업이익	7.4	12.6		12.0
경상이익	6.8	9.4		12.0
순이익	4.9	9.4		8.7

참고: 2005년 5월 합병으로 전년동기대비 비교는 무의미함
 자료: 웅진코웨이

매출 전망

(십억원)	2005	2006E	2007E	2008E
렌탈 매출	903	1,046	1,202	1,338
증감률 (%)	n/a	15.8	14.9	11.3
매출비중 (%)	89.6	91.7	92.3	92.5
(가입비)	25	38	55	72
(월 사용료)	806	892	971	1,043
(멤버십)	73	116	177	223
일시불 매출	63	46	46	46
증감률 (%)	n/a	(25.9)	0.0	0.0
매출비중 (%)	6.2	4.1	3.6	3.2
기타	42	48	54	62
증감률 (%)	n/a	15.3	12.4	13.6
매출비중 (%)	4.2	4.2	4.2	4.3
합계	1,008	1,141	1,303	1,446
증감률 (%)	n/a	13.2	14.2	11.0
주요 가정				
가입 계정 수 (천개)	3,774	4,271	4,815	5,280
증감률 (%)	16.3	13.2	12.7	9.7
(정수기)	1,656	1,802	1,937	2,061
(연수기)	341	367	391	413
(비데)	710	752	790	826
(공기청정기)	517	614	703	785
(멤버십)	550	736	993	1,196
ARPU (원/월/계정)				
렌탈	22,048	22,004	21,991	21,981
변동률 (%)	(2.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
멤버십	13,014	15,014	17,014	17,014
변동률 (%)	(2.6)	15.4	13.3	0.0

자료: 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	828	1,008	1,141	1,303	1,446
제품매출	771	903	1,046	1,202	1,338
상품/기타매출	133	105	95	101	108
매출원가	304	364	415	459	504
제품매출원가	271	316	367	406	445
상품/기타 매출원가	33	48	48	53	59
매출총이익	524	644	726	844	942
판매 및 일반관리비	411	548	604	671	732
인건비	81	108	127	137	147
감가상각비	7	9	10	8	7
기타	322	431	467	526	577
영업이익	113	97	122	173	210
영업외수익	5	5	4	7	12
이자수익	0	1	2	5	10
외환관련이익	0	0	0	0	0
기타	5	5	2	2	2
영업외비용	17	16	8	3	3
이자비용	10	7	5	0	0
외환관련손실	2	2	2	2	2
기타	7	10	3	3	3
경상이익	101	86	117	177	220
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전이익	101	86	117	177	220
법인세	30	25	33	49	61
순이익	71	61	85	128	159
EBITDA	243	271	303	366	414
EPS (원)*	1,442	927	1,138	1,721	2,139

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
영업활동에서의 현금흐름	243	227	284	353	375
순이익	71	61	85	128	159
유·무형자산 상각비	105	128	126	133	139
퇴직급여	6	9	12	12	12
순외환관련손실(이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실(이익)	2	2	2	2	2
순운전자본감소(증가)	33	(43)	4	12	(9)
기타	26	71	56	66	73
투자활동에서의 현금흐름	(166)	(186)	(193)	(238)	(248)
설비투자	13	(5)	0	0	0
투자자산의 (증가)감소	(203)	(197)	(188)	(232)	(241)
기타	24	17	(5)	(6)	(7)
재무활동에서의 현금흐름	(74)	(38)	(82)	(38)	(49)
단기차입금의 증가(감소)	(71)	0	(70)	0	0
장기차입금 증가(감소)	(37)	(32)	(45)	0	(0)
사채증가(감소)	41	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	0	0	(1)	(1)	(0)
배당금	0	1	59	0	0
자본금 증가(감소)	(7)	(7)	(24)	(37)	(48)
기타	(0)	0	0	0	0
조정항목	0	0	0	0	0
현금증감	(1)	18	9	77	79
기초현금	2	1	19	28	105
기말현금	1	19	28	105	184

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
유동자산	152	273	316	435	545
현금 및 현금등가물	1	19	28	105	184
단기금융상품	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	17	29	33	37	41
재고자산	38	42	48	54	60
기타	96	183	208	238	259
고정자산	375	442	436	461	482
투자자산	37	48	48	48	48
유형자산	337	370	364	388	410
무형자산	1	24	24	24	24
기타	0	0	0	0	0
자산총계	527	715	753	895	1,027
유동부채	250	354	284	345	374
매입채무	76	32	37	47	46
단기차입금	0	70	0	0	0
유동성장기부채	33	46	1	1	0
기타	141	206	246	297	328
고정부채	72	19	21	23	25
사채	36	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	0	0
기타	35	18	20	23	25
부채총계	322	373	305	368	400
자본금	24	39	39	39	39
자본잉여금	0	76	76	76	76
이익잉여금	182	234	281	361	460
자본조정	(2)	(7)	51	51	51
자본총계	205	342	448	527	627

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2004	2005	2006E	2007E	2008E
증감률 (%)					
매출액	0.1	21.8	13.2	14.2	11.0
영업이익	35.2	(14.4)	25.6	42.2	21.5
경상이익	22.8	(14.5)	36.3	51.0	24.2
순이익	23.3	(14.3)	38.8	51.2	24.3
EBITDA	1.4	11.6	11.7	20.8	13.2
EPS*	22.9	(35.7)	22.8	51.2	24.3
수익률 (%)					
영업이익률	13.7	9.6	10.7	13.3	14.5
경상이익률	12.2	8.5	10.3	13.6	15.2
순이익률	8.6	6.0	7.4	9.8	11.0
EBITDA 마진율	29.4	26.9	26.6	28.1	28.7
ROE	40.5	22.2	21.4	26.2	27.5
ROA	13.0	9.8	11.5	15.5	16.5
기타비율					
순부채비율 (%)	33.8	28.7	순현금	순현금	순현금
부채비율 (%)	34.2	34.2	0.3	0.1	0.0
이자보상비율 (배)	11.4	16.0	35.1	nm	nm
매출채권회전율 (배)	16.8	12.9	12.9	12.9	12.9
주당지표 (원)					
SPS	16,930	18,249	15,366	17,544	19,473
BPS	4,191	4,631	6,032	7,103	8,441
DPS	150	340	500	650	800
주당EBITDA	4,971	4,911	4,082	4,929	5,581

