

웅진코웨이

(021240)

원가를 개선에 수익구조합리화로 실적 走馬加鞭

Analyst 전용범 (769-3048, ybjun@daishin.co.kr)

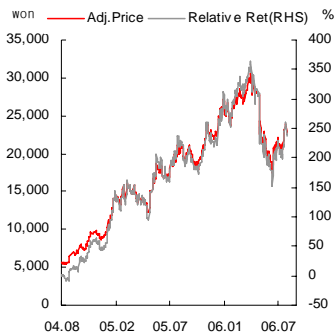
Buy(매수, 유지)

현재가(08/11) : 22,700원

목표주가(6개월) : 28,850원

액면가	500원	
KOSPI	1,292.10	
52주 최고/최저	30,500원/ 17,600원	
자본금(보통주)	372억원	
시가총액	16,883억원	
시가총액비중	0.27%	
외국인지분율	31.9%	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	7.1	7.8
6개월	-9.6	-6.5
12개월	19.8	4.2

Stock Performance



합병효과로 원가를 하락 중이고 렌탈제도 개선방안으로 실적 개선 가속화 전망
 동사의 2분기 실적이 긍정적 전망을 가능케하는 숫자를 기록하였다. 영업이익률이 기대보다는 낮았으나, 다시 8%를 회복한 것이 가장 긍정적인 요인으로 판단된다. 특히, 상반기 렌탈회원수가 분기평균 10만개정 이상씩 증가하면서 판매수수료율이 상승하는 과정 속에 이루어진 것이어서 긍정적인 것이다. 가장 큰 원인은 원가율이 지난해 합병이후 지속적으로 하락하고 있기 때문이어서 하반기 판매비용이 축소되면서는 수익성 개선에 더욱 가속도를 붙일 수 있을 것으로 예상된다.

동사는 렌탈제도 개선방안을 통해 하반기 더욱더 수익성제고에 박차를 가할 태세다. 수수료 인상과 비용 합리화의 2가지 큰 틀에서 이루어진 이번 개선안에서 보다 장기적인 수수료 인상계획의 효과와 하반기부터 반영될 일부비용의 합리화 방안이 더욱 직접적인 개선효과를 발휘할 전망이어서, 하반기 실적은 走馬加鞭의 형국이 될 전망이다.

[표] 분기별 영업실적 추이

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06
매출액	757	3,991	2,641	2,691	2,668	2,826	2,820	2,796
증가율 (YoY)	1.3	419.5	242.4	236.6	252.4	-29.2	6.8	3.9
영업이익	57	346	225	340	198	231	262	324
증가율	-31.0	272.6	130.5	472.0	246.1	-33.3	16.4	-4.9
영업이익률	7.5	8.7	8.5	12.6	7.4	8.2	9.3	11.6
경상이익	30	357	220	252	181	196	227	311
증가율	-33.2	583.1	218.6	1,505.2	511.2	-45.2	3.0	23.5
경상이익률	3.9	9.0	8.3	9.4	6.8	6.9	8.0	11.1
순이익	24	265	167	153	130	138	161	221
증가율	-24.6	519.7	208.1	866.3	446.3	-48.1	-3.5	44.0
순이익률	3.1	6.6	6.3	5.7	4.9	4.9	5.7	7.9
EPS	107	526	226	208	176	185	216	297
증가율	-18.4	194.5	0.0	213.5	63.4	-64.8	-4.2	43.0
- 전분기대비 증가율(QoQ)								
매출액	-5.3	427.1	-33.8	1.9	-0.9	5.9	-0.2	-0.8
영업이익	-4.0	505.9	-35.0	51.4	-41.9	16.8	13.4	23.7
경상이익	88.4	1,107.2	-38.4	14.5	-28.3	8.3	15.8	37.2
순이익	49.6	1,016.8	-37.1	-8.1	-15.4	6.1	16.9	37.2

자료: 웅진코웨이, 대신증권

영업실적 및 주요 투자지표

	매출액	영업이익	경상이익	순이익	EPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	순차입금 비율
	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
04.12A	3,087	333	182	144	602	32.5	16.1	3.1	6.0	49.7
05.12A	10,081	968	860	609	1,102	83.0	21.7	5.2	15.5	28.4
06.12F	11,109	1,014	915	649	874	-20.7	26.0	4.0	15.3	22.8
07.12F	11,766	1,229	1,154	851	1,144	30.8	19.8	3.4	12.5	8.0
08.12F	12,362	1,513	1,475	1,059	1,424	24.5	15.9	2.9	9.9	-4.6

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

합병이전 제조사 코웨이가 누리던 영업마진의 흡수과정으로 원가율 개선이 추세화할 전망

2분기 실적은 판관비가 지속 증가하는 상황이어서 동사의 비용구조가 여전히 불합리한 과정 중에 있는 모습이었다. 회원수가 증가하면 수수료 증가로 오히려 수익성이 하락하는 역전현상이 발생하는 것이다. 성장이 수익을 위협하는 구조인 것이다. 그러나, 이러한 일시적 현상을 동사는 원가율 개선을 통해 상쇄시킨 것으로 판단된다. 가장 큰 비중을 차지하는 렌탈원가율이 하락하고 있기 때문에 가능했던 것으로 추정된다. 지난해 2분기 합병 이후 38% 수준이던 총원가율은 올해 2분기에는 34.4%까지 하락하였다. 올해 1분기를 제외하고는 지속적인 하락세를 기록 중이다.

그 원인은 제조사와 판매사의 분리로 분산되었던 마진이 합병을 통해 신설법인의 원가율 속으로 흡수되는 과정이 진행되고 있기 때문으로 판단된다. 합병이전 제조사 웅진코웨이가 누리던 20%대의 영업마진이 합병 이후 원가율 하락 형태로 흡수되고 있는 것이다. 신규로 가입되는 회원들은 합병된 이후의 원가구조로 인식되기 때문이다. 회원수 증가가 이어지면서, 해가 지나면서 이러한 개선추세는 확대될 것으로 예상된다.

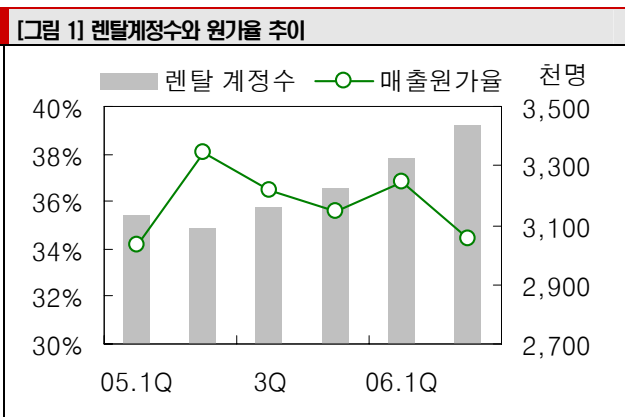
따라서, 아직 판매수수료를 중심으로 한 판관비용이 안정화를 찾지는 못하고 있지만, 렌탈회원수 증가가 하반기 둔화되는 점을 감안한다면, 2분기가 비용부담의 정점이 될 전망이다. 따라서, 원가율 개선과 함께 판관비용 감소효과까지 더해 하반기 분기별 개선속도는 빨라질 수 있을 것으로 예상된다.

장기효과의 렌탈료 인상과 단기개선요인인 비용합리화로 하반기 이후 실적개선에 날개를 달 듯

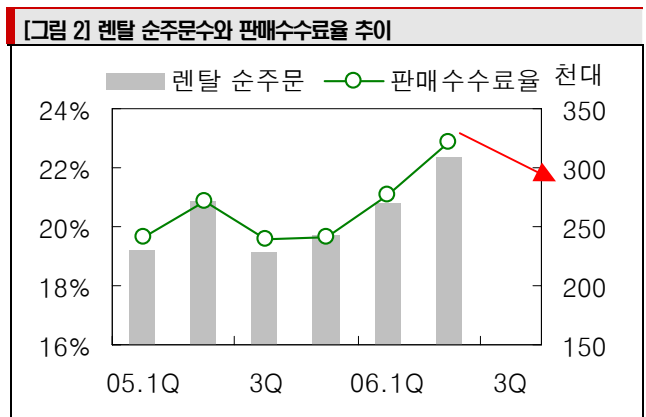
웅진코웨이는 또한 하반기 본격적으로 수익구조 개선에 칼을 대기 시작하였다. 현재의 수익과 비용 인식구조 하에서 회원수 증가가 수익성에는 (-)로 작용하는 것을 방지하기 위해 8월부터 수수료율 인상을 축으로 하는 렌탈제도 개선 계획을 발표하였다.

주요골자는 **1) 가장 취약한 원가구조를 가지고 있는 멤버쉽료의 인상과 2) 멤버쉽료 인상으로 인해 역전되는 렌탈제도와외의 요금구조 유지를 위한 렌탈요금 인상**이다. 이러한 가격제도 변화와 함께 **3) 무료로 시행되던 일부 비용의 현실화 4) 렌탈등록비 요금단계 변경 등의 비용구조 합리화**까지 진행될 예정이다. 물론 변경된 가격구조에 대한 소비자의 거부반응을 최소화시킬 수 있으나 하는 속제는 남아있지만, 코웨이에게는 건너야 하는 강으로 판단된다.

따라서, 하반기는 왜곡된 비용구조의 직접적인 개선이 추가되고, 장기적으로는 전체수익성을 개선시킬 가격인상까지 더해져, 이미 원가율개선과 판매수수료율 하락으로 개선 예상되는 하반기와 2007년 실적에 가속도를 붙여줄 것으로 예상된다.



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

우수한 수익모델의 활용을 개선 기대를 바탕으로 투자 의견 BUY와 목표주가 28,850원 유지

웅진코웨이는 우수한 수익모델을 보유한 업체이다. 그러나, 비상장사였던 판매사 코웨이개발과 상장사였던 제조사 코웨이의 합병까지 겹치면서 비용구조조정에 상당한 고전을 겪었다. 합병이 1년 지난 지금부터는 파악된 불합리한 구조를 개선시키는 데 역량을 집중시킬 수 있을 것으로 판단된다. 따라서, 예상되는 동사의 수익구조 개선에 기대를 걸고 투자 의견 매수(BUY)와 목표주가 28,850원을 유지한다.

Compliance Notice

- ▶ 본 자료를 작성한 애널리스트(전용법)는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- ▶ 증권업 감독규정 제 4-16조에 따라 다음과 같이 알려드립니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 - 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
- ▶ 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

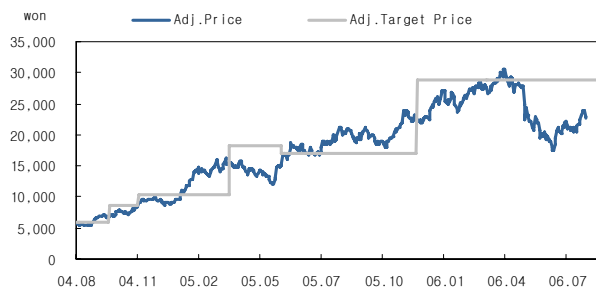
▶ 투자 의견 분류 및 적용 기준

분 류	적 용 기 준
Strong Buy(적극매수)	향후 3개월간 시장수익률 대비 20%p 이상 추가 상승 예상
Buy(매수)	향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	향후 6개월간 시장수익률 대비 -10~10%p 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률하회)	향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

▶ 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	06.08.14	05.12.12	05.06.03	05.03.22	04.11.10	04.09.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,850	28,850	17,050	18,250	10,400	8,700

▶ 목표주가 및 실제주가 차트



- ▶ 본 조사자료는 고객들의 투자에 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 또한 본 조사자료에 수록된 내용은 당사가 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.

손익계산서

(단위:억원, %)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
매출액	3,087	10,081	11,109	11,766	12,362
제품	2,315	366	629	661	698
상품 등	610	402	422	443	469
수출비중	2.3	0.1	0.1	0.1	0.1
매출원가	1,927	3,637	3,924	4,057	4,103
매출총이익	1,160	6,444	7,186	7,708	8,260
판매비	828	5,475	6,172	6,480	6,747
인건비	122	1,083	1,265	1,342	1,371
판매비	396	2,915	3,432	3,581	3,746
경비 등	310	1,477	1,475	1,556	1,630
영업이익	333	968	1,014	1,229	1,513
영업외수익	29	54	68	83	92
이자수익	4	9	29	41	48
지분법이익	0	0	0	0	0
외환이익	1	1	2	1	0
기타	23	44	38	41	44
영업외비용	180	163	167	157	130
이자비용	32	68	80	75	45
지분법손실	10	15	20	13	9
외환손실	3	2	3	1	12
기타	134	78	64	68	64
경상이익	182	860	915	1,154	1,475
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	182	860	915	1,154	1,475
법인세	37	251	266	303	416
세율	20.6	29.2	29.1	26.3	28.2
당기순이익	144	609	649	851	1,059
EBIT	322	953	994	1,215	1,504
EBITDA	453	1,207	1,166	1,387	1,674

주요 재무지표

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
>> 성장성					(단위: %)
매출액증가율	16.5	226.5	10.2	5.9	5.1
영업이익증가율	0.6	191.1	4.7	21.2	23.2
경상이익증가율	16.7	373.5	6.5	26.1	27.8
순이익증가율	36.0	322.1	6.6	31.1	24.5
EBITDA증가율	18.6	166.2	-3.3	18.9	20.7
>> 수익성					(단위: %)
매출총이익률	37.6	63.9	64.7	65.5	66.8
영업이익률	10.8	9.6	9.1	10.4	12.2
경상이익률	5.9	8.5	8.2	9.8	11.9
순이익률	4.7	6.0	5.8	7.2	8.6
EBITDA이익률	14.7	12.0	10.5	11.8	13.5
ROIC	19.3	23.5	14.2	16.3	18.8
ROE	16.6	29.2	16.9	18.5	19.6
>> 안정성					(단위: %,배)
부채비율	133.6	109.1	106.7	83.0	65.4
순차입금비율	49.7	28.4	22.8	8.0	-4.6
이자보상배율	11.9	16.6	19.9	36.3	NA
>> 주당지표					(단위: 원)
SPS	12,892	18,249	14,969	15,819	16,621
EPS	602	1,102	874	1,144	1,424
EBITDAPS	1,893	2,185	1,572	1,865	2,251
BPS	3,157	4,631	5,705	6,669	7,893
CFPS	2,036	4,181	1,521	2,215	2,417
DPS	250	340	180	200	220

자료: 웅진코웨이, 대신증권

대차대조표

(단위:억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
유동자산	1,052	2,732	3,994	4,295	4,840
현금등가물	188	186	527	602	769
단기금융상품	17	1	1	1	1
유가증권	1	1	0	0	0
매출채권	591	289	1,018	1,121	1,351
재고자산	196	422	467	474	515
기타유동자산	58	1,834	1,981	2,098	2,204
고정자산	715	4,420	4,775	4,783	4,867
투자자산	147	485	680	702	726
유형자산	392	3,698	3,871	3,870	3,942
무형자산	176	237	223	211	199
자산총계	1,767	7,152	8,769	9,079	9,707
유동부채	942	3,542	4,316	3,834	3,514
매입채무	145	326	352	373	392
단기차입금	492	698	1,497	1,000	500
유동성장기부채	90	460	0	0	0
기타유동부채	216	2,058	2,467	2,461	2,622
고정부채	68	190	210	285	323
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	68	190	210	285	323
부채총계	1,010	3,732	4,526	4,119	3,837
자본금	126	390	372	372	372
자본잉여금	133	763	1,110	1,110	1,110
이익잉여금	842	2,337	2,742	3,459	4,370
자본조정	-345	-71	19	19	19
자본총계	756	3,420	4,243	4,960	5,870
차입금	582	1,158	1,497	1,000	500
순차입금	376	970	969	397	-270

현금흐름표

(단위:억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
영업활동현금흐름	465	2,268	1,093	1,622	1,800
당기순이익	144	609	649	851	1,059
비현금항목 가감	293	2,163	1,225	1,223	1,192
감가상각비	102	1,240	873	874	871
외환손익	1	1	-1	-1	0
지분법손익	10	15	20	13	9
기타	179	906	332	336	312
자산부채 증감	28	-504	-781	-451	-451
투자활동현금흐름	-65	-1,856	-1,265	-917	-985
투자자산	0	-55	-216	-35	-32
유형자산	-91	-1,776	-1,044	-875	-947
기타	27	-25	-5	-6	-6
재무활동현금흐름	-344	-376	514	-631	-649
단기차입금	42	4	799	-497	-500
사채	0	0	-460	0	0
장기차입금	-24	-320	0	0	0
유상증자	2	14	-4	0	0
현금배당	-35	-73	0	-134	-149
기타	-329	0	178	0	0
현금의 증감	56	177	341	75	167
기초 현금	132	9	186	527	602
기말 현금	188	186	527	602	769
Unlevered CFO	488	2,310	1,129	1,647	1,798
NOPAT	166	650	685	876	1,057
Free Cash Flow	350	-1,351	-934	-252	-144