

웅진코웨이(02124)

조선/기계

Senior Analyst
강영일

☎) 3276-6158

jerry@truefriend.com

투자의견: 매수(유지)

● 주가(11/13): 25,650원 ● 목표주가: 29,500원(유지)

3Q06 review: 수익성 개선 확인

3분기 실적 예상치 부합

‘매수’의견과 목표주가 29,500원을 유지한다. 3분기 실적은 우리의 추정치에 부합했다. 매출액은 2,782억원(KIS: 2,893억원), 영업이익은 281억원(KIS: 275억원)을 기록하며 영업이익률 10.1%를 달성했다. 영업이익률이 향상된 것은 1) 3분기에 신규 렌탈이 23만5천 계정(2분기 30만9천 계정)증가에 그쳐 매출액 대비 판매수수료 비율이 2분기 24.3%에서 22.9%로 낮아졌고, 2) 필터교체비용 등이 줄면서 매출원가가 60억원 적게 계상되었으며, 3) 비 성수기에 접어들면서 광고선전비가 14억원 감소했기 때문이다. 올해 8월 중순에 시행된 판매 단가 인상효과가 본격적으로 반영되는 4분기에는 이익률이 12%대에 이를 것으로 전망된다. 가격인상 효과와 ERP 구축에 따른 비용절감 효과가 본격적으로 나타날 2007년 이후의 실적은 당사의 추정치를 상회할 가능성이 높다.

일시적 요인을 제거한 3분기 실질 영업이익률은 9.7%

3분기에도 일시적인 요인들이 있었다. ERP 준비과정에서 2주간 전산입력이 불가능해져 신규주문이 지연됐다. 계약시점에서 인식했던 멤버십 매출을 한달 사용 후로 바꾸면서 80억원(한달분 멤버십 매출액)의 매출차질이 발생했다. 그 결과, 분기별 매출이 감소하기 힘든 사업구조임에도 불구하고 3분기 매출이 2분기보다 1.5% 감소했다. 비용 측면에서는 일부 판매수수료를 일시 비용이 아닌 이연 비용으로 처리해 34억원의 비용이 절감됐고 ERP 구축과정에서 파악된 필터 재고증가로 매출원가가 25억원 정도 감소했다. 회사측에 의하면 일시적 요인들을 제거한 매출액과 영업이익은 2,862억원, 279억원이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2004A	308.7	33.3	18.2	14.4	635	38.6	31.2	10.8	6.4	1.8	16.6
2005A	1,008.1	96.8	86.0	60.9	951	49.8	215.8	18.1	6.2	3.9	29.2
2006F	1,134.7	107.2	97.2	70.0	948	-0.3	233.7	27.1	8.4	5.6	19.4
2007F	1,258.0	164.9	158.1	113.8	1,529	61.3	296.3	16.8	6.5	5.0	27.8
2008F	1,388.2	232.0	228.9	164.8	2,214	44.8	370.1	11.6	5.1	4.2	33.7

▶ 시가총액	1,907.7십억원
▶ 52주 최고/최저가	30,550원/16,900원
▶ 최근 6개월 평균 거래량	484,760주
▶ 외국인지분율	24.55%

- 당사는 11월 13일 현재 상기 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 11월 13일 현재 상기 주식을 보유하고 있지 않습니다.

가격인상 작업 순조롭게 진행 중

동사는 지난 8월 신규 렌탈 요금을 5%, 기존 및 신규 멤버십 요금은 평균 23% 인상했다. 렌탈 요금 인상은 별 저항 없이 적용되고 있으며, 멤버십 요금 인상은 11월부터 시행하기 위해 기존 고객의 동의를 구하고 있다. 동의를 구하는 과정에서 4.7% 정도가 자진 해약했고, 4% 정도는 아직 판단을 보류하고 있다. 회사측이 제도 변경과정에서 15% 정도의 해약률을 예상했던 것에 비해 훨씬 낮은 수준이다.

소비심리 3개월 연속 상승

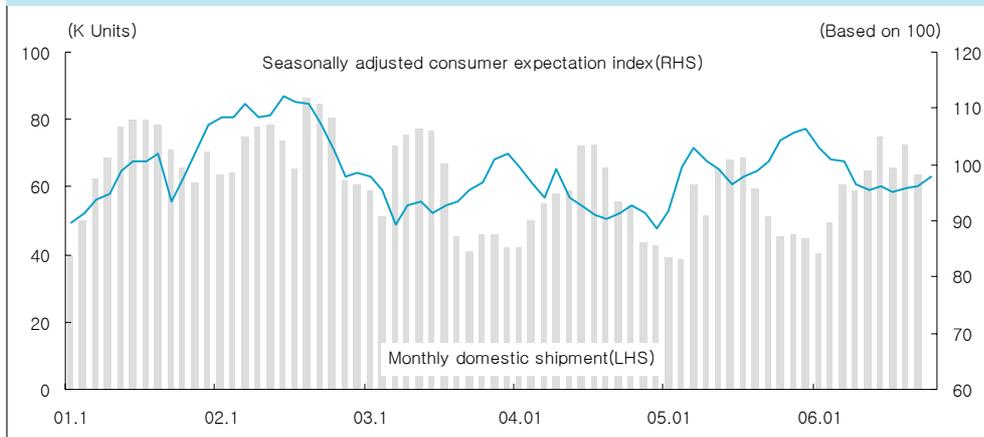
계절조정 소비자기대지수가 3개월 연속 상승했다(7월 95 -> 8월 96.3 -> 9월 97.7). 이는 기존에 우리가 예상하던 방향과 일치하는 것이다. 북핵으로 인한 소비 심리 악화 우려보다는 유가하락으로 인한 소비 심리 회복을 기대하는 것이 합리적이라는 기존의 견해를 유지한다. 1H07이 경기 저점이 될 것이라는 시각까지 빌린다면 향후 웅진코웨이의 사업 환경은 나쁘지 않을 것으로 판단된다.

<표 1> 분기별 실적 추이

(W bn, %)	3Q05	4Q	1Q06	2Q	3Q	KIS est	Var.	YoY	QoQ
Sales	264.1	269.1	266.8	282.6	278.2	289.3	-3.8	5.3	-1.5
Operating profit	22.5	34.0	19.8	23.1	28.1	27.5	2.1	24.9	21.7
Recurring profit	22.0	25.2	18.1	19.6	25.8	24.3	6.0	17.0	31.4
Net profit	16.7	15.3	13.0	13.8	18.6	17.5	6.1	11.3	34.9
OP margin	8.5	12.6	7.4	8.2	10.1	9.5			
RP margin	8.3	9.4	6.8	6.9	9.3	8.4			

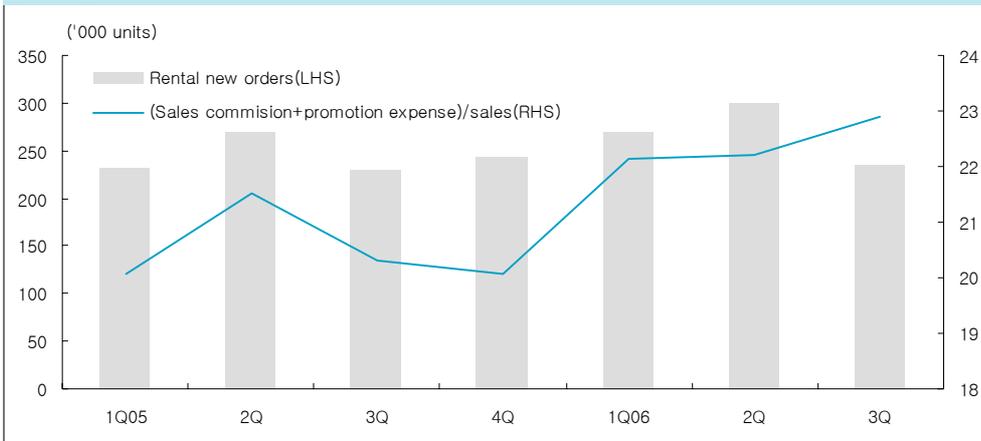
자료: 웅진코웨이

[그림 1] 계절조정 소비자기대지수와 정수기 내수 출하 추이



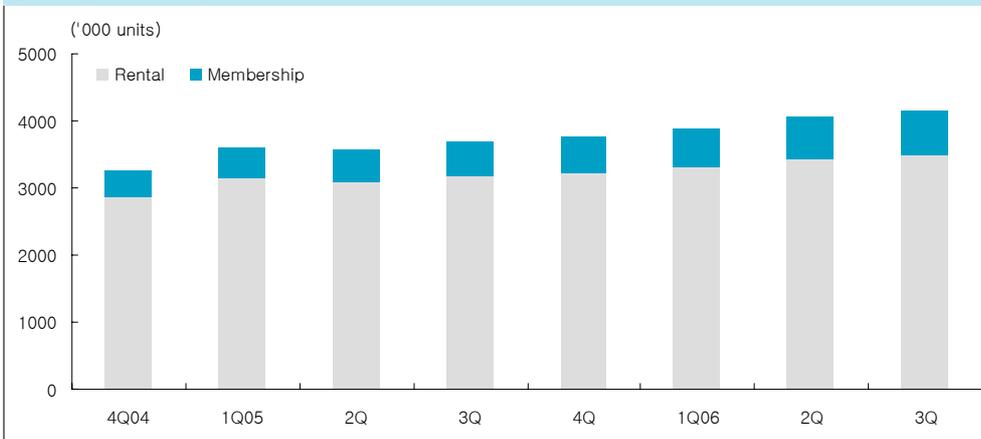
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 렌탈 신규주문과 판매수수료 비율



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

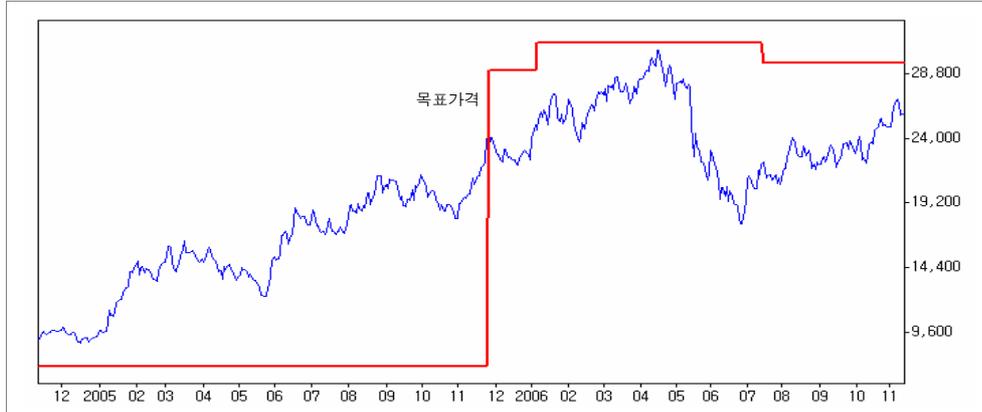
[그림 3] 분기별 계정수 추이



자료: 웅진코웨이

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
웅진코웨이 (02124)	2003.09.04	매수	12,200원
	2004.05.28	매수	9,000원
	2004.07.30	매수	7,000원
	2005.11.24	매수	29,000원
	2006.01.03	매수	31,000원
	2006.07.13	매수	29,500원



- 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임
 - 적극매수 : 시장지수 대비 30% 이상의 주가 상승 예상
 - 중립 : 시장지수 대비 -10~10%의 주가 등락 예상
 - 매수 : 시장지수 대비 10~30%의 주가 상승 예상
 - 비중축소 : 시장지수 대비 -10% 이상의 주가 하락 예상
- 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 거래소(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임
 - 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
 - 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 같게 가져갈 것을 권함
 - 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.