

웅진코웨이

(021240)

지금 Target Price를 올려야 할 적기 !

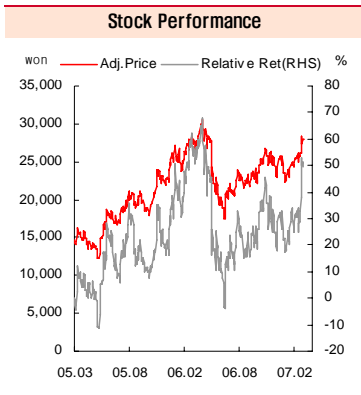
Analyst 전용범 (769-3048, ybjun@daishin.co.kr)

Buy(매수, 유지)

현재주가(03/07) : 27,900원

목표주가(6개월) : 35,300원

액면가	500원	
KOSPI	1,410.95	
52주 최고/최저	30,500원 / 17,600원	
자본금(보통주)	372억원	
시가총액	20,751억원	
시가총액비중	0.30%	
외국인지분율	29.08%	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	11.6	12.8
6개월	20.8	15.7
12개월	0.7	-6.0



4분기 영업이익률 14.2%로 Jump! 기다리던 실적개선기 진입의 신호탄

동사의 2006년 4분기 영업이익률이 14.2%로 3분기 10.1%에서 말그대로 Jump!했다. 1분기, 2분기의 7.4%, 8.2%와 비교 시에는 격세지감, 팔목상대를 느끼게 해주는 수치다.

4분기 실적의 가장 결정적인 요인은 가격인상으로 판단된다. 물론, 3분기 본격적인 ERP 도입으로 원가구조가 개선된 영향이 기저에 깔려 있지만, 4분기 실적의 가장 큰 공신은 렌탈과 멤버십 회원들에 대한 요금 인상이라고 판단된다. 이로 인해 멤버십의 경우 10월에 일시적으로 해약율이 1%대에서 4.9%까지 높아졌지만, 11월과 12월 다시 1.75%와 1.17%로 하락한 것은 웅진코웨이 고객들의 높은 충성도를, 그리고 코웨이 판매마케팅의 우수성을 증명해주는 증거라고 판단된다.

효율화된 비용구조 + 요금 인상 = 최적화된 수익구조로 07,08 실적개선 기대

동사는 2005년 합병을 통해 성장과 수익개선에 대한 기대를 한껏 높여놓았다. 그러나, 이러한 기대는 2006년까지 이익률이 저하되는 실망스런 실적으로 돌아왔다. 이는 제조사에서 유통업체로 전환과정에서의 시행착오와 판매수수료로 대표되는 비용조절능력 부족 및 시스템 미비, 그리고 당사에서 판단하기에는 가장 큰 원인이라 할 수 있는, 렌탈제도 시행 이후 한 번도 이루어진 적이 없었던 가격인상에 있다고 판단된다.

이러한 모든 문제점들이 지난해 하반기를 지나면서 ERP전격 도입과 함께 모두 정리된 상황이다. 가격 및 판매정책 변경에 따른 효과로 4분기 매출증가속도는 일시적으로 둔화되었지만, 수익부문에서는 매출원가 감소효과(118억원), 렌탈 폐기손실 감소(44억원) 등으로 수익성이 개선될 수 있었다. 즉, 유통업체로서의 시스템 정비 완료를 바탕으로 단행된 가격인상이 단기간에 수익성 개선을 극대화시켰고, 이러한 추세는 2008년까지 지속적으로 진행될 것으로 전망된다. 왜냐하면, 인상된 가격에 적용을 받는 고객들의 비중이 계속 높아질 것이기 때문이다.

영업실적 및 주요 투자지표

	매출액	영업이익	경상이익	순이익	EPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	순차입금 비율	
	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(증감%)	(배)	(배)	(%)	(%)	
04.12A	3,087	333	182	144	602	32.5	16.1	3.1	6.0	16.6	49.7
05.12A	10,081	968	860	609	1,102	83.0	21.7	5.2	15.5	29.2	28.4
06.12F	11,178	1,123	1,024	749	1,010	-8.4	25.6	4.4	14.5	19.3	7.0
07.12F	13,256	1,859	1,803	1,343	1,806	78.9	15.4	3.8	9.7	27.5	-12.1
08.12F	15,142	2,287	2,283	1,662	2,235	23.8	12.5	3.0	7.5	27.1	-32.0

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

이번 가격 인상이 주는 의미는 상당히 큰 것이다. 왜냐하면 지금까지 동사는 신제품 출시를 통해 가격인상을 진행해왔지만, 렌탈제도의 특성상 렌탈지속기간동안 물가인상이나 원가인상요인이 전혀 반영되지 않는 구조를 갖게 된다. 특히, 렌탈매출은 과거모집된 회원들의 누적적인 사용료로 이루어지기 때문에, 가격인상된 신규제품들의 인상효과가 반영되는 시점은 신제품 구매 회원들의 비중이 높아지는 시점이 되는 것이고, 또한 그 시점에서는 다시 비용상승요인을 상쇄시킬 수 없는 상황이 되는 것이다. 따라서, 이번 인상이 1회성에 그칠지라도 이러한 가격인상은 수익구조에는 상당히 큰 파급효과를 미치는 것이다.

따라서, 웅진코웨이에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 35,300원으로 상향조정한다. 목표가격 산정기준은 국내 내수 부문별 1위 업체들의 2007년 평균 PER 19.6배를 웅진코웨이의 2007년 예상 EPS(기존 1,465원에서 1,806원으로 상향)에 적용하여 산출하였다.

[표 1] 업체별 Valuation

(단위: 배, %)

		웅진코웨이	에스원	하이트맥주	신세계	CJ
PER	2006	25.6	20.0	25.8	23.1	26.8
	2007	15.4	14.2	16.5	19.0	28.5
	2008	12.5	12.2	14.5	16.4	21.7
ROE	2006	19.3	19.9	8.6	18.1	9.1
	2007	27.5	20.2	11.0	17.0	7.3
	2008	27.1	20.5	11.4	16.8	9.1
영업이익률	2006	10.0	16.2	22.6	7.4	7.2
	2007	14.0	16.5	23.2	7.5	7.1
	2008	15.1	17.2	23.1	7.8	7.6

자료 : 각사자료, 대신증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	FY05	FY06
매출액	2,691	2,668	2,826	2,782	2,902	3,181	3,312	3,347	10,081	11,178
증가율(YoY)	236.6	252.4	-29.2	5.3	7.8	19.2	17.2	20.3	226.5	10.9
영업이익	340	198	231	281	413	389	461	483	968	1,123
증가율	472.0	246.1	-33.3	24.9	21.4	96.9	99.7	72.1	191.1	15.9
영업이익률	12.6	7.4	8.2	10.1	14.2	12.2	13.9	14.4	9.6	10.0
경상이익	252	181	196	258	389	370	445	472	860	1,024
증가율	1,505.2	511.2	-45.2	17.0	54.3	104.3	127.0	83.0	373.5	19.1
경상이익률	9.4	6.8	6.9	9.3	13.4	11.6	13.4	14.1	8.5	9.2
순이익	153	130	138	186	296	275	331	351	609	749
증가율	866.3	446.3	-48.1	11.3	93.3	112.4	140.8	89.3	322.1	23.0
순이익률	5.7	4.9	4.9	6.7	10.2	8.7	10.0	10.5	6.0	6.7
EPS	208	176	185	250	398	370	446	472	1,102	1,010
증가율	213.5	63.4	-64.8	10.5	91.9	110.9	140.4	89.3	83.0	-8.4
- 전년기대비 증가율(QoQ)										
매출액	1.9	-0.9	5.9	-1.5	4.3	9.6	4.1	1.1		
영업이익	51.4	-41.9	16.8	21.6	47.2	-5.9	18.5	4.8		
경상이익	14.5	-28.3	8.3	31.4	51.0	-5.0	20.4	6.0		
순이익	-8.1	-15.4	6.1	34.9	59.7	-7.1	20.4	6.0		

자료 : 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

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.
 - 대신증권은 3월6일부터 웅진코웨이의 자사주 취득 위탁 증권회사로 지정되었습니다
 - 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
- ▶ 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

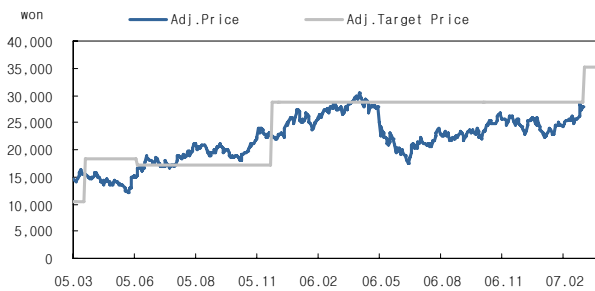
▶ 투자의견 분류 및 적용기준

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 추가변동 예상
Underperform(시장수익률하회)	향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

▶ 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	07.03.08	06.08.14	05.12.12	05.06.03	05.03.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,300	28,850	28,850	17,050	18,250

▶ 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.