

웅진코웨이 (021240.KS)

2007년 5월 9일

Company In-depth

Research Center

Marketperform (신규)

목표주가(6M): 36,000원 (신규)

현재주가(5/8): 33,050원

상업서비스

Analyst 김기안

Tel: 02-3771-7512

E-mail: kian.kim@daetoo.com

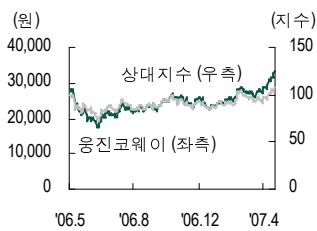
Stock Data

KOSPI	1,582
52주 주가(최고)	33,455원
52주 주가(최저)	17,600원
시가총액	24,599억원
시가총액비중	0.36%
발행주식수	74,431,993주
60일 평균거래량	669,465주
60일 평균거래대금	190억원
외국인 지분율	29.6%

주가상승률 (%)

	1M	6M	12M
절대	+18.0	+28.8	+16.8
상대	+11.9	+7.2	+7.1

Stock Price



할인시대

가입자 성장세 둔화를 감안하여 Marketperform 투자의견 제시

웅진코웨이에 대해 Marketperform 투자의견과 6개월 목표주가 36,000원(2007년 P/E 23배)을 제시하며 커버리지를 시작함. 이는 1) 현재 주가가 2007년 P/E 21.4배에서 거래되고 있어 국내 주요 소비재업체 평균대비 상당히 높은 수준으로 판단되고; 2) 2007년 EPS가 전년대비 52.9% 성장한 이후 2008~2009년에는 이익 성장이 상당히 둔화될 것으로 예상되기 때문임. 또한, 3) 시장 컨센서스가 최근 2개 분기 실적 호전을 반영하면서 공격적으로 평가되었던 회사의 경영 계획에 근접하고 있어서 긍정적인 기대가 주가에 반영되었다고 판단하기 때문임.

가입자 성장 제고를 위한 영업 전략에 대한 보수적인 기대가 적절

향후 3년간 영업이익과 EPS는 완만한 가입자 증가 및 요금 인상 효과, 제조원가 축소 등으로 연평균 각각 20.6%, 22.6% 성장할 것으로 추정됨. 그러나 2008~2009년 영업이익 및 EPS 성장률은 연평균 각각 8.3%, 9.7% 수준으로 완만해질 것으로 예상됨. 이는 보급률 상승으로 총 가입자 증가율이 연평균 6.5% 수준에 그치고, 요금이 낮은 멤버십 가입자의 비중이 2006년 16% 수준에서 2009년 22% 수준으로 확대되며, ARPU의 하락이 지속될 것으로 예상되기 때문임. 가입자 성장 제고를 위해 다양한 영업 전략이 전개되고 있으나 전반적인 가격 인하 요인으로 작용할 수 있어 보수적인 기대가 적절함.

1분기 실적, 시장 기대 충족하나 매출 성장세 둔화 가능성 시사

1분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 9.4%, 99.2% 성장하면서 시장 기대를 충족하였음. 그러나 1) 1분기 가입자 성장 추세가 예년 수준을 하회하고 있고; 2) 5년 만기 멤버십 고객의 재렌탈을 제외하고 순수한 신규 렌탈 가입자의 증가가 미미하여 향후 추가적인 가입자 성장률이 높지 않을 것임을 시사함. 또한, 3) 1분기에도 여전히 렌탈 가입자당 평균 요금이 하락하였고, 멤버십의 ARPU 상승률이 작년 11월 요금 인상률(30%)을 하회하고 있어 매출 성장이 시장 기대를 하회할 가능성이 높아 보임.

Financial Data

결산월	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
12/05A	1,008	97	86	61	1,100	na	30.0	7.1	9.4	22.2
12/06A	1,118	112	102	75	1,009	-8.3	32.8	5.6	8.5	19.2
12/07F	1,207	168	158	115	1,542	52.9	21.4	5.8	7.5	26.6
12/08F	1,299	186	176	128	1,719	11.5	19.2	4.9	6.9	27.6
12/09F	1,374	197	190	138	1,854	7.9	17.8	4.2	6.4	25.6

자료: 웅진코웨이, 대한투자증권 추정

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김기안)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2007년 5월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김기안)는 2007년 5월 9일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 요약

가입자 성장세 둔화를 감안하여 Marketperform 투자의견 제시

웅진코웨이에 대해 Marketperform 투자의견과 6개월 목표주가 36,000원(2007년 P/E 23배)을 제시하며 커버리지를 시작한다. 동사에 대해 Marketperform 투자의견을 제시하는 이유는 1) 최근 주가 상승으로 현재 주가가 2007년 P/E 21.4배에서 거래되고 있어 국내 주요 소비재업체 평균 대비 상당히 높은 수준으로 판단되고; 2) 2007년 EPS가 전년대비 52.9% 성장한 이후 2008~2009년에는 가입자 성장세의 둔화로 연평균 EPS 성장률이 9.7% 수준으로 낮아질 전망이다. 또한, 3) 시장 컨센서스가 작년 4분기와 올해 1분기 실적 호전을 반영하면서 공격적으로 평가되었던 회사측의 올해 경영 계획에 근접하고 있어서 긍정적인 기대가 상당히 주가에 반영되었다고 판단하기 때문이다.

2008~2009년 연평균 EPS 성장률 9.7% 수준으로 둔화 전망

당사는 웅진코웨이의 매출과 영업이익이 향후 3년간 연평균 각각 7.1%, 20.6% 증가하면서 EPS가 22.6% 성장할 것으로 전망하고 있다. 이익 성장의 요인은 1) 환경 및 건강에 대한 관심 증가에 힘입은 환경 가전 수요 증가에 따른 완만한 가입자 성장 지속; 2) 작년 4분기 멤버십 요금 인상 효과; 3) 합병에 따른 제품 제조원가 감소에 따른 매출대비 감가상각비 비중의 축소 등이다. 그러나 2008~2009년 매출과 영업이익의 성장률은 연평균 각각 6.7%, 8.3% 수준으로 완만해질 것으로 예상된다. 이는 보급률 상승으로 총 가입자 증가율이 2008년, 2009년 각각 6.9%, 6.0% 수준에 그치고, 요금이 낮은 멤버십 가입자의 비중이 2006년 16% 수준에서 2009년 22% 수준으로 확대되며, ARPU의 소폭 하락이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 당사는 가입자 성장 제고를 위해 다양한 영업 전략을 전개하고 있으나 이러한 전략이 가입자 성장 및 비용 축소와 동시에 이루어지지 않으면 전반적인 가격 할인 요인으로 작용할 수 있어 다소 보수적인 기대가 적절하다고 판단된다.

1분기 실적, 시장 기대 충족하나 매출 성장세 둔화 시사

1분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 9.4%, 99.2% 성장하면서 시장 기대를 충족하였다. 그러나 1) 1분기 가입자 성장 추세가 예년 수준을 하회하고 있고; 2) 5년 만기 멤버십 고객의 재렌탈을 제외하고 순수한 신규 렌탈 가입자의 증가가 미미하여 향후 추가적인 가입자 성장률이 높지 않을 것임을 시사한다고 판단된다. 또한, 3) 1분기에 도 여전히 렌탈 가입자당 평균 요금이 하락하였고, 멤버십의 ARPU 상승률이 작년 11월 요금 인상률(30%)을 하회하고 있어 매출 성장이 시장 기대를 하회할 가능성이 있다고 판단된다.

당사 전망에 대한 위험 요인

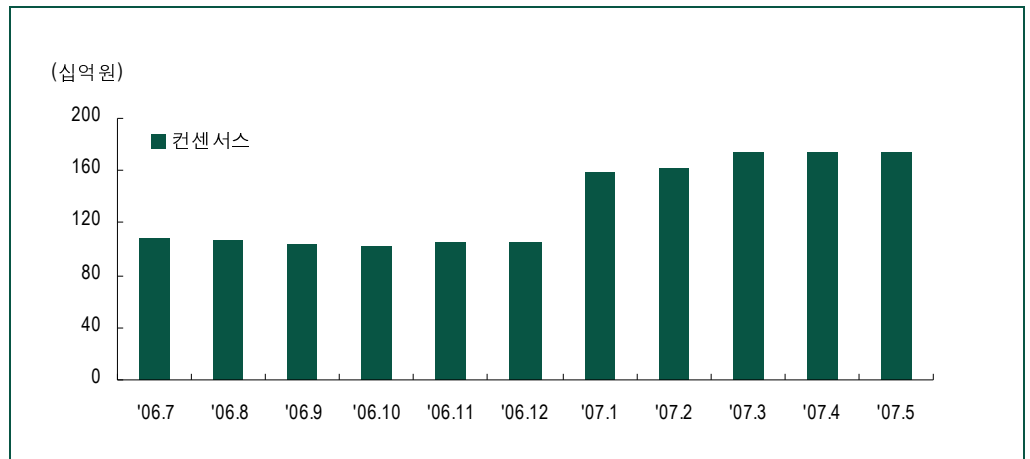
보수적인 당사 전망에 대한 위험 요인은 1) 렌탈 사업 모델에 적합한 신규 제품의 출시; 2) 해외 사업 및 신규 사업에서의 기대 이상의 성과; 3) 상당한 수준의 비용 효율화 및 구조조정; 4) 예상보다 높은 경기 호전 등이다. 당사는 98~2001년 현재의 주력 4종의 제품을 출시한 이후 2005년 음식물쓰레기처리기, 2006년 초음파 야채세척기 등을 출시한 바 있으나 아직 성과가 미미한 수준이다. 적절한 신규 제품 출시는 가입자 성장을 제고하면서 당사 예상을 상회하는 이익 실현이 가능할 수 있다. 또한, 당사는 현재 5년 이내에 매출 2.5조원을 달성한다는 목표 하에 시너지 있고 매력적인 사업 아이템 발굴에 주력하고 있는 것으로 파악된다. 이러한 노력이 예상보다 빨리 성과를 거둔다면 성장성 제고에 따른 주가 상승 요인으로 작용할 것이다.

주요 국내 소비재업체 valuation

	컨센서스 EPS (원)		P/E (배)	
	2007F	2008F	2007F	2008F
신세계	29,022	34,026	22.2	19.0
롯데쇼핑	25,809	28,800	13.9	12.5
CJ	3,531	4,199	28.0	23.6
현대백화점	8,186	8,796	11.1	10.3
아모레퍼시픽	29,216	33,207	22.2	19.6
하이트맥주	6,199	7,195	19.5	16.8
LG 생활건강	4,740	6,053	26.9	21.1
에스원	2,557	2,935	15.1	13.1
유한양행	9,854	11,212	14.9	13.1
단순평균			19.3	16.6

참고: 2007년 5월 8일 종가 기준
 자료: FnGuide

2007년 경영 계획 vs 컨센서스 추이



참고: 영업이익의 수치임
 자료: 웅진코웨이, FnGuide

2007년 사업계획

(단위: 십억원)

	회사 계획	당사 전망치	차이 (%)	컨센서스*	차이 (%)
매출액	1,343	1,207	11.3	1,287	4.3
영업이익	175	168	4.1	173	0.9
경상이익	165	158	4.7	168	-1.7
순이익	119	115	3.6	121	-2.0
영업이익률 (%)	13.0	13.9		13.5	
경상이익률 (%)	12.3	13.1		13.1	
순이익률 (%)	8.9	9.5		9.4	

자료: 웅진코웨이, FnGuide, 대한투자증권 추정

1분기 잠정실적 review

1분기 잠정실적, 예상 수준— 주가에 중립적일 것으로 판단

1분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 9.4%, 99.2% 성장하면서 매출은 시장 기대보다 다소 저조했으나 영업이익률이 전년동기대비 6.1%pts 개선되어 전반적으로 시장 컨센서스와 유사한 실적을 기록하였다. 1분기 이익 성장의 요인은 1) 매출 증가; 2) 멤버십 가격 인상(작년 11월) 효과; 3) 작년 ERP 도입에 따른 비용 효율화 등이다. 그러나 전분기대비로는 매출 증가율이 0.6% 수준에 그치고, 영업이익이 4.8% 감소하였는데, 이는 멤버십 가입자의 재렌탈 유도를 위해 재렌탈시 할인된 가격(5년 계약 기간 총액의 17% 할인)이 적용되었고, 광고비 및 필터 원가가 늘었기 때문이다. 1분기 실적은 시장 기대 수준이고, 회사가 제시한 2007년 경영 계획이 제시한 수치에 근접하고 있어서 주가에는 중립적으로 작용할 것으로 판단된다.

1분기 잠정실적							(단위: 십억원)
	1Q07P	1Q06	증감률 (%, y-y)	4Q06	증감률 (%, q-q)	컨센서스 1Q07F	차이 (%)
매출	292	267	9.4	290	0.6	301	-3.2
렌탈	241	223	8.2	241	-0.1	na	na
멤버십	28	21	36.7	26	10.1	na	na
기타	23	23	-3.3	23	-3.0	na	na
매출 총이익	197	168	16.6	198	-0.7	na	
영업 이익	39	20	99.2	41	-4.8	38	3.3
경상이익	38	18	109.0	39	-2.8	36	na
순이익	27	13	111.8	30	-7.3	26	4.8
EBITDA	83	67	24.1	87	-4.3	na	na
이익률 (%)							
매출 총이익률	67.3	63.1		68.2		na	
영업 이익률	13.5	7.4		14.2		12.6	
경상이익률	13.0	6.8		13.4		11.9	
EBITDA 이익률	28.4	25.0		29.9		na	

자료: 웅진코웨이, FrGuide, 대한투자증권 추정

1분기 가입자 수치의 시사점— 가입자 성장성 둔화와 ARPU 하락 지속

3월 말 가입자 수는 전년대비 7.5% 증가하였으며, 렌탈과 멤버십 가입자가 각각 6.3%, 13.9% 늘었다. 신규 계약 수는 높은 기저 효과로 전년동기대비 3.3% 감소하였으나 전분기대비로는 20.7% 증가하여 작년 4분기 가격 인상에 따른 일시적인 신규 계약 감소를 벗어나 정상화되었다. 1분기 가입자 수치가 주는 긍정적인 시사점은 가격 인상에 따른 작년 4분기 멤버십 가입자 이탈 및 렌탈 신규 가입자 축소가 정상화되었다는 점이다. 렌탈 가입자 순증은 작년 4분기 15,000 계정에서 올해 1분기 32,000 계정으로 증가하였으며, 멤버십 순증은 작년 4분기 8,000 계정 감소에서 올해 1분기 4,000 계정으로 회복되었다.

그러나 부정적인 측면은 1) 가입자 성장 추세가 예년 수준을 하회하고 있고; 2) 5년 만기 고객의 재렌탈을 제외하고 순수한 신규 렌탈 가입자의 증가가 미미하다는 것이다. 1분기 렌탈 순증은 32,000 계정이었었는데, 회사에 따르면 1분기 5년 만기 도래 고객 167,000 계약 가운데 22.5% 수준인 37,000 계정이 재렌탈을 하였음을 감안할 때 계약을 감안한 순수 신규 고객의 증가가 미미한 것으로 풀이된다. 이는 정수기를 비롯한 동사의 제품이 상당히 보급되어 추가적인 가입자 성장률이 높지 않을 시사한다고 판단된다. 또한, 3) 1분기에도 여전히 렌탈 ARPU (Average Revenue per Unit)가 하락하였고, 멤버십의 ARPU 상승률이 작년 11월 요금 인상률(30%)을 하회하는 것이다. 이는 렌탈 가입자의 제품별 구성비(product mix) 및 계약 연령의 변동에 따라 ARPU의 희석화가 지속되고 있고, 멤버십도 요금 인상과 별개로 제품별 구성비의 변화에 따른 ARPU 하락이 나타나고 있는 것으로 판단된다.

분기별 가입자 현황

(단위: 천계정)

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07P
렌탈	2,967	3,089	3,161	3,225	3,321	3,435	3,484	3,499	3,531
(순증)	101	122	72	64	97	114	50	15	32
(전년동기대비, %)	16.9	14.8	12.6	12.5	12.0	11.2	10.2	8.5	6.3
(전분기대비, %)	3.5	4.1	2.3	2.0	3.0	3.4	1.4	0.4	0.9
멤버십	459	476	525	550	581	635	666	658	662
(순증)	82	17	49	25	31	54	31	-8	4
(전년동기대비, %)	47.0	46.6	53.1	46.4	26.7	33.5	26.9	19.6	13.9
(전분기대비, %)	22.1	3.7	10.3	4.8	5.7	9.2	4.9	-1.2	0.7
합계	3,425	3,564	3,685	3,775	3,902	4,070	4,150	4,157	4,193
(순증)	184	139	121	89	128	167	80	7	36
(전년동기대비, %)	20.2	18.2	17.0	16.5	13.9	14.2	12.6	10.1	7.5
(전분기대비, %)	5.7	4.1	3.4	2.4	3.4	4.3	2.0	0.2	0.9
비중 (%)									
렌탈	86.6	86.7	85.8	85.4	85.1	84.4	84.0	84.2	84.2
멤버십	13.4	13.3	14.2	14.6	14.9	15.6	16.0	15.8	15.8

자료: 웅진코웨이

신규 가입자 추이

(단위: 천계정)

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07P
정수기	88	123	113	91	104	139	125	111	131
청정기	50	60	41	59	59	64	36	38	52
비데	58	54	47	71	76	70	52	50	59
연수기	34	34	28	22	31	34	22	17	18
기타	0	2	1	1	1	1	0	1	1
합계	231	272	230	244	270	309	235	216	261
증감률 (% , y-y)	na	na	na	na	17.1	13.5	2.2	-11.2	-3.3
증감률 (% , q-q)	na	17.9	-15.3	5.8	10.8	14.3	-23.8	-8.1	20.7

자료: 웅진코웨이

5년 만기 도래 고객 vs 재렌탈 추이

(단위: 천계정)

	만기 도래 고객	신상품 재렌탈	재렌탈 비율 (B/A, %)
1Q06	52.785	7.136	13.5
2Q06	84.199	8.317	9.9
3Q06	123.324	15.75	12.8
4Q06	132.424	23.258	17.6
1Q07	167.323	37.692	22.5

자료: 웅진코웨이

ARPU 추이

	2004	2005	2006	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07P
렌탈 요금 매출 (십억원)	709	806	894	215	223	228	229	228
평균 계정 수 (천계정)*	2,619	3,045	3,362	3,273	3,378	3,459	3,492	3,515
ARPU (천원)**	23	22	22	22	22	22	22	22
증감률 (전분기대비, %)	-8.0	-2.3	0.5	-0.6	0.9	-0.5	-0.5	-0.8
멤버십 요금 매출 (십억원)	55	73	85	21	22	16	26	28
평균 계정 수 (천계정)*	343	466	604	566	608	650	662	660
ARPU (천원)**	13	13	11	12	12	8	13	14
증감률 (전분기대비, %)	na	-2.6	-12.8	0.3	0.7	-34.0	59.9	10.4
증감률 (전년동기대비, %)	na	-2.6	-12.8	na	na	na	6.5	17.2

참고 전기 말과 당기 말 계정 수의 평균치임, ** 매출을 평균 계정 수로 나누어 계산함
 자료: 웅진코웨이, 대한투자증권 계산

이익 전망

향후 3년간 EPS 연평균 22.6% 성장 전망— 가격 인상 및 완만한 가입자 성장 효과

당사는 웅진코웨이의 매출과 영업이익이 향후 3년간 연평균 각각 7.1%, 20.6% 증가하면서 EPS가 22.6% 성장할 것으로 전망하고 있다. 이익 성장의 요인은 1) 완만한 가입자 성장 지속; 2) 작년 4분기 멤버십 요금 인상 효과; 3) 합병에 따른 제품 제조원가 감소에 따른 매출대비 감가상각비 비중의 축소 등이다. 작년 11월 멤버십 요금의 인상(30%)에 힘입어 작년 4분기 영업이익률은 전분기대비 4.1%pts 개선된 14.2% 수준에 이른 바 있으며, 올해 1분기 영업이익도 작년 연간대비 3.5%pts 개선된 13.5% 수준을 기록하였다.

총 가입자 수는 향후 3년간 연평균 6.6% 늘어날 것으로 기대하나 과거 3년간 연평균 가입자 성장률이 15.8% 수준에 이르렀던 것으로 감안하면 완만한 증가세가 예상된다. 이는 동사가 1998년~2001년 정수기를 비롯한 총 4개의 환경 가전 제품을 출시한 이후 렌탈 사업 모델에 적절한 신제품 개발이 이루어지지 않은 가운데, 꾸준한 가입자 증가로 주요 제품인 정수기의 국내 시장 보급률이 25~30% 수준에 이른 것으로 추정되기 때문이다.

매출 추정		(단위: 십억원)					
	2004	2005	2006	2007F	2008F	2009F	
총 매출	828	1,008	1,118	1,207	1,299	1,374	
(렌탈)	709	806	894	931	973	1,009	
(가입비)	7	25	41	55	71	76	
(멤버십)	55	73	85	121	151	181	
(기타)	57	105	98	99	104	108	
증감률 (%)							
총 매출		21.8	10.9	8.0	7.6	5.8	
(렌탈)		13.6	11.0	4.1	4.5	3.7	
(가입비)		238.3	63.2	33.8	29.4	7.1	
(멤버십)		32.5	16.5	43.6	24.2	19.9	
(기타)		85.1	-6.6	1.2	5.0	3.9	
매출비중 (%)							
(렌탈)	86	80	80	77	75	73	
(가입비)	1	2	4	5	5	6	
(멤버십)	7	7	8	10	12	13	
(기타)	7	10	9	8	8	8	
주요 가정							
총 가입자 수 (천개)	3,247	3,775	4,157	4,442	4,749	5,036	
(렌탈)	2,866	3,225	3,499	3,682	3,800	3,936	
(멤버십)	382	550	658	760	949	1,100	
증감률 (%)							
총 가입자 수 (천개)		16.2	10.1	6.8	6.9	6.0	
(렌탈)		12.5	8.5	5.2	3.2	3.6	
(멤버십)		44.2	19.6	15.5	24.9	15.9	
비중 (%)							
(렌탈)	88	85	84	83	80	78	
(멤버십)	12	15	16	17	20	22	
신규 가입자 수 (천개)	962	976	1,030	1,051	1,072	1,093	
증감률 (%)		1.5	5.5	2.0	2.0	2.0	
렌탈 해지 수 (천개)	336	399	413	439	408	414	
증감률 (%)		18.9	3.5	6.2	-7.2	1.5	
월평균 요금 (천원)							
(렌탈)		21	21	20	20	20	
(멤버십)		22	22	22	22	22	
(멤버십)		13	12	14	15	15	

자료: 웅진코웨이, 대한투자증권 추정

2008년 이후 이익 성장 둔화 예상— 낮은 가입자 성장 및 체감하는 요금 구조가 요인

2007년 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 8.0%, 49.6% 늘어날 것으로 추정된다. 이는 작년 요금 인상의 효과가 올해 연간으로 반영되고, 작년 ERP 시스템 도입에 따른 원가 절감 효과가 기대되며, 합병에 따른 제조원가 비중 하락이 예상되기 때문이다.

그러나 2008~2009년 매출과 영업이익의 성장률은 연평균 각각 6.7%, 8.3% 수준으로 완만해질 것으로 예상된다. 이는 보급률 상승으로 총 가입자 증가율이 2008년, 2009년 각각 6.9%, 6.0% 수준에 그치고, 요금이 낮은 멤버십 가입자의 비중이 2006년 16% 수준에서 2009년 22% 수준으로 확대되며, ARPU의 소폭 하락이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 멤버십은 렌탈 자산에 대한 상각 및 판매수수료 지급 완료로 이익률은 렌탈에 비해 상당히 높으나 절대 기여 이익은 렌탈에 비해 다소 낮은 것으로 추산된다. 동사는 이러한 추세를 완화하기 위해 멤버십 요금을 인상하여 렌탈 대비 낮은 이익 규모를 늘리고, 렌탈과 멤버십의 요금 차이를 좁혀 5년 만기 고객이 다시 신규 렌탈 가입자가 되도록 요금 할인 프로그램을 실시하고 있다. 1분기 가입자 수치에 따르면, 이러한 영업 정책으로 재렌탈율은 상당히 높아져 가입자 유지에는 성공적인 것으로 판단되나 가입비 면제 및 렌탈 2년차 가격 적용에 따라 매출 증가율은 예상보다 낮아진 것으로 판단된다. 즉, 가입자 성장 둔화와 함께 렌탈 가입 이후 ‘체감하는 요금 구조’(1년차 요금 > 2-5년차 요금 > 멤버십 요금)가 전반적인 매출 성장세를 둔화시킬 것으로 판단된다.

요금구조 사례

(단위: 천원)

	등록비	1~12개월	13~60개월	렌탈 총비용(A)	일시불가격	멤버십요금	일시불+멤버십(B)
AP1007AH (공기청정기)	100	24	19	1,270	465	11	1,125
	150	22	18				
	200	20	17				
	300	17	15				
AP1005AH (공기청정기)	100	27	21	1,426	748	13	1,546
	150	26	20				
	200	25	19				
	300	23	17				

자료: 응진코웨이, 대한투자증권 계산

구조적인 가격 인하 추세의 시작인가?

동사는 가입자 성장 제고를 위해 1) 이마트 입점에 따른 판매 채널 다변화; 2) 5년 만기 고객에 대한 재렌탈 확대를 위한 요금 할인 프로그램 실시; 3) 가격 경쟁력이 확보되는 신규 제품의 일시불 판매 확대; 4) 패키지 판매 (2개 이상 구입시 일시불 할인 및 등록비 할인 혜택) 실시 등을 추진하고 있다. 그러나 이러한 영업 정책은 대부분 요금 할인 요인을 내포하고 있고, 최근 일시불 판매 강화를 위해 출시한 저렴한 제품의 판매 증가도 동사의 일부 제품의 가격이 경쟁사대비 높았음을 시사하고 있어 가입자 성장 제고 및 매출 증가를 위해 전반적인 가격 할인 추세가 진행되고 있다고 판단된다. 이러한 정책은 가격 할인 폭 만큼의 판매수수료 축소에 대한 회사와 판매인 간의 적절한 합의가 이루어지지 않거나 회사의 전반적인 비용 절감이 동시에 이루어지지 않으면 이익률 제고에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 판단된다.

공기청정기 가격 비교: 신규 제품 vs 기존 제품

	AP1007AH 신규 제품	AP1005AH 기존 제품	차이 (%)
판매 가격 (천원)	465	748	-37.8
적용평형	10.2 평	10.9 평	na
영업이익률 (%)	15.4	14.3	
일시불 판매 비중 (%)	11.4	1.5	
단위당 영업이익 (천원) *	72	107	-33.1

참고* 대한투자증권 계산
자료: 웅진코웨이 IR 자료

분기별 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07P	2Q07E	3Q07E	4Q07E
매출	267	283	278	290	292	298	304	313
영업이익	20	23	28	41	39	40	41	47
경상이익	18	20	26	39	38	37	39	44
순이익	13	14	19	30	27	27	28	32
EPS (원)	174	185	250	398	369	365	377	431
이익률 (%)								
매출총이익률	63.1	65.6	66.7	68.2	67.3	67.3	67.3	67.3
영업이익률	7.4	8.2	10.1	14.2	13.5	13.5	13.6	15.0
증감률 (전년동기대비, %)								
매출	16.4	15.1	5.3	7.8	9.4	5.4	9.4	7.7
영업이익	-28.4	81.5	24.9	21.4	99.2	74.2	47.4	13.6
EPS (원)	-51.5	14.5	-17.3	43.6	111.6	97.2	50.9	8.2

자료: 웅진코웨이, 대한투자증권 추정

추정 재무제표

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
매출액	1,008	1,118	1,207	1,299	1,374
(렌탈요금)	806	894	931	973	1,009
(가입비)	25	41	55	71	76
(멤버십)	73	85	121	151	181
(기타)	105	98	99	104	108
매출원가	364	380	394	430	456
매출총이익	644	737	812	869	918
판매비	548	625	645	684	721
영업이익	97	112	168	186	197
영업외손익	-11	-10	-10	-10	-7
금융손익	-6	-7	-6	-6	-4
기타	-2	-4	-4	-4	-4
세전이익	86	102	158	176	190
법인세	25	27	43	48	52
순이익	61	75	115	128	138
EBITDA	271	302	343	367	388
매출액증감률(%)	21.8	10.9	8.0	7.6	5.8
EBITDA증감률	11.6	11.2	13.8	7.0	5.7
영업이익증감률	-14.4	15.9	49.6	10.6	6.1
세전이익증감률	-14.5	19.1	54.3	11.5	7.9
순이익증감률	-14.3	23.1	53.1	11.5	7.9
EPS증감률	-62.6	-8.3	52.9	11.5	7.9
매출총이익률(%)	63.9	66.0	67.3	66.9	66.8
EBITDA이익률	26.9	27.0	28.4	28.3	28.2
영업이익률	9.6	10.0	13.9	14.3	14.3
세전이익률	8.5	9.2	13.1	13.6	13.8
순이익률	6.0	6.7	9.5	9.9	10.0

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
유동자산	273	406	413	449	489
현금 및 현금성자산	19	39	9	15	33
단기투자자산	0	4	4	4	4
매출채권	29	111	120	129	136
재고자산	42	80	87	93	99
기타유동자산	183	176	197	211	221
고정자산	442	479	519	557	588
투자자산	48	77	77	77	77
유형자산	370	374	411	446	476
무형자산	24	28	31	34	35
자산총계	715	885	932	1,005	1,077
유동부채	354	432	420	414	474
매입채무	32	29	34	34	38
단기차입금	70	102	60	30	0
유동성장기부채	46	30	0	0	70
기타유동부채	206	271	326	350	366
고정부채	19	15	88	91	24
사채	0	0	70	70	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	15	18	21	24
부채총계	373	446	507	504	498
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	76	114	114	114	114
이익잉여금	234	284	354	429	508
자본조정	-7	2	-82	-82	-82
자본총계	342	439	425	501	579
총차입금	116	132	130	100	70
순차입금	97	93	121	85	37

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
주당지표 (원)					
EPS	1,100	1,009	1,542	1,719	1,854
BPS	4,631	5,900	5,710	6,729	7,783
CFPS	4,106	2,475	4,252	4,196	4,508
EBITDAPS	4,911	4,064	4,611	4,934	5,215
SPS	18,249	15,061	16,215	17,452	18,462
DPS	340	400	600	700	800
추가지표 (배)					
PER	30.0	32.8	21.4	19.2	17.8
PBR	7.1	5.6	5.8	4.9	4.2
PCFR	8.0	13.4	7.8	7.9	7.3
EV/EBITDA	9.4	8.5	7.5	6.9	6.4
PSR	1.8	2.2	2.0	1.9	1.8
기타비율 (%)					
순차입금비율	28.4	21.1	28.5	16.9	6.3
부채비율	109.1	101.7	119.3	100.7	85.9
ROA	9.8	9.4	12.6	13.2	13.3
ROE	22.2	19.2	26.6	27.6	25.6
ROIC	20.4	19.8	30.3	31.0	30.4
이자보상비율 (배)	14.3	12.7	21.4	26.9	38.6

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
영업활동현금흐름	227	184	316	312	336
순이익	61	75	115	128	138
비현금항목 가감					
감가상각비	124	132	125	133	142
퇴직급여	9	10	10	10	10
자본법손익	2	4	4	4	4
기타	74	49	47	49	50
운전자본 증감	-43	-86	16	-12	-8
투자활동현금흐름	-186	-216	-231	-231	-235
투자자산감소(증가)	-5	-14	0	0	0
유형자산감소(증가)	-197	-209	-205	-208	-212
기타투자활동	17	7	-26	-23	-24
재무활동현금흐름	-38	48	-115	-75	-82
사채/차입금증가(감소)	47	16	-2	-30	-30
유상증자	1	57	-84	0	0
현금배당	-7	-24	-30	-45	-52
기타재무활동	-78	0	0	0	0
현금의 증감	18	16	-30	7	18
기말현금	19	35	4	11	29
Free Cash Flow	15	-42	111	104	124

자료: 웅진코웨이, 대한투자증권 리서치센터

투자의견 분류 및 적용기준

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
매수(Buy)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
단기매수(Trading Buy)	시장대비 5% 이상의 초과수익이 기대되나, 단기적으로 변동성 확대가 예상되는 경우
시장평균(Marketperform)	시장대비 -10~10%의 등락이 예상되는 경우
매도(Underperform)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

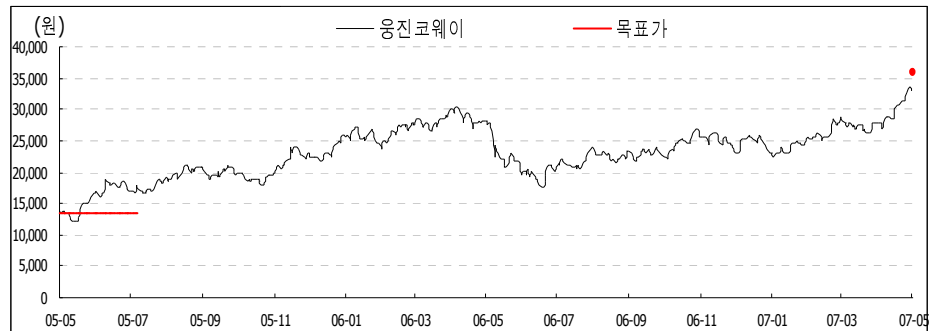
산업분석

분류	적용기준
비중확대(Overweight)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
중립(Neutral)	시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
비중축소(Underweight)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 6개월을 기준으로 적용

투자의견 및 목표가 등 추이

기업명	날짜	투자의견	목표가격 (6개월)
웅진코웨이	2004.05.09	시장평균	36,000원



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.