

웅진코웨이 (021240.KS)

August 9, 2007

Earnings Review

Equity Research

Marketperform(유지)

TP (6M): 36,000원 (유지)

소매/유통

Analyst 김기안

Tel: 02-3771-7512

E-mail: kian.kim@hanadaetoo.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1903.41	
현재 주가(8.8,원)	30,100	
52주최고/최저(원)	34,950/21,300	
시가총액(십억원)	2,240	
시가총액비중(%)	0.24	
발행주식수(주)	74,431,993	
60일 평균거래량(주)	481,611	
60일 평균거래대금(십억원)	15.3	
배당수익률(07년,%)	2.0	
외국인 지분율(%)	33.8	
주가상승률	1M	6M
절대	(5.6)	18.3
상대	(6.6)	(11.5)
		(13.6)

Stock Price



경쟁에 대한 방어 전략으로 가입자 증가 부진

2분기 영업실적, 예상을 소폭 하회

2분기 잠정실적은 당사 예상 및 시장 기대를 소폭 하회하면서 다소 부진하였음. 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 6.6%, 59.3% 증가하였으나 전분기대비로 보면 영업이익이 6.5% 감소하면서 2006년 4분기 이후 2분기 연속 감소세를 기록하였음. 이는 가입자 성장이 둔화되는 가운데 임금 인상(7%) 및 재렌탈 가입자 증가에 따른 수당 증가로 인건비가 전분기대비 12.7% 증가하는 등 매출대비 판관비 비율이 전분기대비 1.6%pts 상승하였기 때문임.

가입자 성장 둔화 추세— 경쟁 및 이에 대한 방어전략으로 신규 가입자 유치 부진

6월 말 총 가입자 수는 전년동기대비 5.0% 증가한 427만으로 가입자 성장이 1분기에 이어 한자리 수에 그치면서 둔화 추세를 지속하였음. 이는 최근 경쟁업체인 청호나이스, 교원L&C 등의 마케팅 강화에 대응하기 위해 멤버십 가입자의 재렌탈에 대해 소비자와 판매인에게 혜택을 주면서 판매역량이 재렌탈 유체에 집중되면서 신규 가입자가 늘지 않고, 멤버십 가입자의 렌탈로의 전환이 주로 이루어지고 있기 때문임.

투자 의견 유지— 주가 하락 제한적이나 상승 모멘텀도 크지 않음

동사에 대한 Marketperform 투자 의견과 6개월 목표주가 36,000원(2007년 PER 23배)을 유지함. 이는 경쟁에 대한 방어 전략이 취해지고 있는 가운데 가입자의 성장 모멘텀이 강화될 것으로 기대할만한 요인이 아직 발견되지 않았기 때문임. 현재 웅진홀딩스가 지주회사 체계 전환을 위해 동사에 대해 주당 30,100원에 공개매수를 신청하면 유상 신주를 지급할 계획이어서 주가가 하방 경직성을 보일 것으로 예상되나 높은 valuation에 상응할만한 가입자 성장세가 가시화되거나 수익성의 빠른 개선이 시현되지 않고 있어 주가의 상승 모멘텀도 크지 않은 것으로 판단됨.

Financial Data

결산월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	BVPS	Net DER
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(원)	(%)
2005	1,008	97	86	61	1,100	na	27.4	6.5	8.6	22.2	4,631	28.4
2006	1,118	112	102	75	1,009	(8.3)	29.8	5.1	7.7	19.2	5,900	21.1
2007F	1,207	168	158	115	1,543	53.0	19.5	5.3	6.9	26.6	5,711	28.2
2008F	1,299	186	177	128	1,723	11.6	17.5	4.5	6.3	27.7	6,733	16.4
2009F	1,374	198	191	138	1,860	8.0	16.2	3.9	5.9	25.6	7,793	5.7

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김기안)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2007년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김기안)는 2007년 8월 9일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

2분기 영업실적, 예상을 소폭 하회— 가입자 성장 부진한 가운데 인건비 증가

동사의 2분기 영업실적은 매출은 당사 예상 및 시장 기대와 유사하였으나 이익은 소폭 하회하면서 다소 부진하였다. 2분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 6.6%, 59.3% 증가하였는데, 이는 1) 가입자 증가에 따른 매출 증가; 2) 멤버십 가격 인상 효과 (작년 11월); 3) 판매수수료 및 렌탈자산폐기손실 감소 등에 따른 것이다. 그러나 전분기대비로 보면, 매출은 3.2% 증가하였으나 영업이익은 6.5% 감소하면서 2006년 4분기 이후 2분기 연속 감소세를 기록하였다. 이는 가입자 성장이 둔화되는 가운데 임금 인상(7%) 및 재렌탈 가입자 증가에 따른 수당 증가로 인건비가 전분기대비 12.7% 증가하는 등 매출대비 판관비 비율이 전분기대비 1.6%pts 상승하였기 때문이다.

<표 1> 2분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	2Q07P	2Q06	증감률 (% y-y)	1Q07	증감률 (% q-q)	2Q07E	차이 (%)	컨센서스 2Q07E	차이 (%)
매출액	301	283	6.6	292	3.2	298	1.2	304	(1.0)
렌탈	245	233	5.4	241	1.8	244	0.5	na	na
멤버십	29	22	29.0	28	2.1	30	(2.1)	na	na
기타	27	28	(1.3)	23	20.2	24	11.5	na	na
매출총이익	204	185	9.9	196	3.7	201	1.6	na	na
영업이익	37	23	59.3	39	(6.5)	40	(8.5)	41	(10.5)
세전이익	33	20	69.2	38	(12.3)	37	(11.3)	39	na
순이익	24	14	73.2	27	(13.2)	27	(12.3)	28	(14.6)
EBITDA	81	69	17.1	83	(2.0)	na	na	na	na
영업이익률 (%)	12.2	8.2		13.5		11.7		13.5	
세전이익률 (%)	11.0	6.9		13.0		10.9		12.8	
EBITDA이익률 (%)	26.9	24.5		28.4		na		na	

자료: 웅진코웨이, FnGuide, 하나대투증권

가입자 성장 둔화 추세— 경쟁 및 이에 대한 방어전략으로 신규 가입자 유치 부진

6월 말 기준 동사의 총 가입자 수는 전년동기대비 5.0% 증가한 427만으로 가입자 성장이 1분기에 이어 한자리 수에 그치면서 둔화 추세를 지속하였다. 이는 렌탈 가입자가 전년동기대비 5.3% 증가한 반면, 멤버십 가입자 성장이 3.1% 수준에 그쳤기 때문이다. 동사의 렌탈 가입자가 지난 2002년에 본격적으로 증가한 바 있어 5년 만기 고객이 올해 상당히 늘고 있음에도 불구하고, 멤버십 가입자가 늘지 않고 있는 것이다.

이는 최근 경쟁업체인 청호나이스, 교원L&C (비상장) 등의 마케팅 강화에 대응하기 위해 멤버십 가입자가 렌탈로 신규 전환하는 경우 등록비 및 월 렌탈요금을 할인(5년간 총 비용의 17% 할인)해 주고, 이를 유치한 판매인에게도 수수료 혜택을 지급(평균 코디 50,000원, 관리조직 25,000원)함에 따라 판매역량이 영업이 용이한 재렌탈 유치가 집중되었기 때문으로 판단된다. 또한, 정수기의 보급이 어느 정도 이루어진 가운데 경쟁이 심화되면서 신규 가입자 유치가 상대적으로 어려워지고 있기 때문으로 판단된다.

<표 2> 분기별 가입자 현황

(단위: 천계정)

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07P
렌탈	2,967	3,089	3,161	3,225	3,321	3,435	3,461	3,479	3,531	3,618
(순증)	101	122	72	64	97	114	27	18	52	86
(전년동기대비, %)	16.9	14.8	12.6	12.5	12.0	11.2	9.5	7.9	6.3	5.3
(전분기대비, %)	3.5	4.1	2.3	2.0	3.0	3.4	0.8	0.5	1.5	2.4
멤버십	459	491	523	550	581	636	666	658	662	656
(순증)	83	32	32	27	31	55	30	(8)	4	(6)
(전년동기대비, %)	47.0	51.3	52.5	46.4	26.7	29.6	27.3	19.6	13.9	3.1
(전분기대비, %)	22.1	7.0	6.5	5.2	5.7	9.4	4.6	(1.2)	0.6	(0.9)
합계	3,425	3,579	3,683	3,775	3,902	4,071	4,127	4,137	4,193	4,274
(순증)	184	154	104	91	128	168	56	10	56	80
(전년동기대비, %)	20.2	18.7	17.0	16.5	13.9	13.7	12.0	9.6	7.5	5.0
(전분기대비, %)	5.7	4.5	2.9	2.5	3.4	4.3	1.4	0.2	1.4	1.9
비중 (%)										
렌탈	86.6	86.3	85.8	85.4	85.1	84.4	83.9	84.1	84.2	84.7
멤버십	13.4	13.7	14.2	14.6	14.9	15.6	16.1	15.9	15.8	15.3

자료: 웅진코웨이

<표 3> 신규 가입자 추이

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07P
정수기	88	123	113	91	104	139	125	111	131	190
청정기	50	60	41	59	59	64	36	38	52	64
비데	58	54	47	64	76	70	52	50	59	54
연수기	34	34	28	29	31	34	22	17	18	23
기타	0	2	1	1	1	1	0	1	1	1
합계	231	272	230	244	270	309	235	216	261	332
(전년동기대비, %)	na	na	na	na	17.1	13.5	2.2	(11.2)	(3.2)	7.5
(전분기대비, %)	na	17.9	(15.3)	5.8	10.8	14.3	(23.8)	(8.1)	20.8	27.1

자료: 웅진코웨이

<표 4> ARPU 추이

	2005	2006	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07P
렌탈 요금 매출 (십억원)	806	894	215	223	228	229	228	232
평균 계정 수 (천계정)	3,045	3,362	3,273	3,378	3,448	3,470	3,505	3,575
ARPU (천원)	22	22	22	22	22	22	22	22
증감률 (전분기대비, %)	(2.3)	0.5	(0.6)	0.9	(0.2)	(0.2)	(1.2)	(0.4)
증감률 (전년동기대비, %)	(2.3)	0.5	na	na	na	(7.8)	4.3	(6.3)
멤버십 요금 매출 (십억원)	73	85	21	22	16	26	28	29
평균 계정 수 (천계정)	466	604	566	609	651	662	660	659
ARPU (천원)	13	11	12	12	8	13	14	15
증감률 (전분기대비, %)	(2.6)	(12.8)	0.2	0.6	(34.0)	60.1	10.4	2.3
증감률 (전년동기대비, %)	(2.6)	(12.8)	na	na	na	6.3	17.2	19.2

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

가입자 성장 모멘텀 강화될지 여부가 아직은 불확실함

이에 따라 동사는 9월 1일부터 재렌탈에 대한 가격 할인을 일부 축소하고 판매인에게 지급하는 수수료도 기존 금액의 50% 수준으로 축소하면서 순수 신규 가입자 유치에 판매역량이 집중되도록 유도하겠다고 밝혔다. 그러나 가격 인하 폭의 소폭 축소가 예정되어 있기 때문에 7, 8월에도 재렌탈 증가에 따른 멤버십 가입자 감소 및 순수 신규 가입자 증가 부진의 추세가 지속될 것으로 예상되어 3분기 가입자 성장도 크지 않을 것으로 예상된다. 또한, 멤버십 가입자의 이탈 요인으로 우려되어 재렌탈 정책의 시점이 되었던 경쟁업체의 마케팅 강도가 낮아질지와 순수한 신규 가입자 증가 둔화가 시장의 보급률 상승에 따른 것인지 여부도 아직은 불확실한 상황이라고 판단된다.

후발업체 성공 가능성 낮으나 경쟁 비용 증가 예상

최근 마케팅을 강화하고 있는 경쟁업체는 주로 정수기를 판매하고 있다. 이들 경쟁업체가 가입자 유치에 어느 정도 성공적인지 정확히는 파악되지 않으나 웅진코웨이에 따르면, 최근 마케팅 강화로 월 5,000~10,000계정 정도의 렌탈 가입자를 유치하고 있다고 한다. 이는 동사의 2분기 총 신규 가입자의 5~10% 수준으로 동사에 비해 상대적으로 가입자 유치 규모가 크지 않은 것으로 판단된다.

이들 업체의 제품과 가격 비교를 해 보면, 5년간 총 지불하는 금액은 차이가 크지 않고, 멤버십 가입자가 재렌탈을 하는 경우는 후발 경쟁업체보다 가격이 저렴한 것으로 추정된다. 이에 따라 후발 경쟁업체의 경쟁 요인은 낮은 가격이라기보다 청호나이스는 ‘얼음이 만들어지는 정수기’라는 기능성을, 교원L&C는 ‘미네랄을 거르지 않고 유지하는 정수기’라는 성능을 마케팅의 초점으로 삼고 있다. 과거에도 국내 정수기 시장에는 신생 경쟁업체들이 대두되었다가 소멸된 바가 있어 이들 후발업체가 동사의 시장점유율을 크게 잠식하면서 성공할 가능성이 크지는 않은 것으로 판단된다. 그러나 후발업체들이 강도높은 마케팅에 대해 동사가 가입자 유지 차원에서 대응하는 기간 동안에는 수익성이 크게 개선되는 어려울 것으로 판단된다.

<표 5> 정수기 렌탈 요금 비교

		등록비	1~12개월	13~60개월	5년 총액
웅진코웨이 CP-01CR	할인전	100,000	40,500	31,500	2,098,000
	할인후	0	29,000	29,000	1,740,000
	(할인율, %)				(17.1)
	* 조정후 (할인율, %)	0	31,500	31,500	1,890,000 (9.9)
청호나이스		100,000	** 33,000	*** 30,000	1,972,000
교원L&C KWW-6100		100,000	40,500	30,000	2,026,000

주: * 오는 9월 1일부터 변경될 경우 추정치, ** 1-24개월에 적용되는 가격, *** 25-60개월에 적용되는 가격임
자료: 각 사 홈페이지

<표 6> 청호나이스 주요 재무지표

(단위: 십억원)

	2006	2005
매출액	120	89
영업이익	9	7
순이익	4	4
(영업이익률, %)	7.6	7.7
자산총계	108	75
부채총계	74	52

자료: 청호나이스

<표 7> 교원L&C 주요 재무지표

(단위: 십억원)

	2006	2005
매출액	23	15
영업이익	7	4
순이익	5	3
(영업이익률, %)	30.9	26.9
자산총계	11	7
부채총계	4	5

자료: 교원L&C

투자의견 유지— 주가 하락 제한적이나 상승 모멘텀도 크지 않음

동사에 대한 기존 Marketperform 투자의견과 6개월 목표주가 36,000원(2007년 PER 23배)을 유지한다. 이는 기존 이익 전망을 유지하고, 웅진홀딩스의 경쟁에 대한 방어를 위한 전략으로 가입자 성장의 둔화 추세가 유지되고 있고, 가입자 수의 성장 모멘텀이 다시 강화될 것으로 기대할만한 요인이 아직 발견되지 않고 있기 때문이다.

현재 웅진그룹의 지주회사인 웅진홀딩스(016880.KS)가 지주회사 체계 전환을 위해 동사에 대해 주당 30,100원에 공개매수를 신청하면 웅진홀딩스 신주를 지급하겠다고 공시한 바 있어 현재 30,100원 수준인 동사의 주가는 높은 하방경직성을 보일 것으로 예상된다. 그러나 동사의 높은 valuation에 상응할만한 가입자 성장세가 가시화되거나 수익성의 빠른 개선이 시현되지 않고 있어 주가의 상승 모멘텀도 크지 않은 것으로 판단된다.

향후 동사의 주가에 긍정적으로 작용할만한 요인은 1) 후발 경쟁업체의 마케팅 활동 둔화; 2) 높은 보급률에 대한 우려를 상쇄할만한 신규 가입자 증가; 3) 신규 렌탈 제품(음식물쓰레기처리기, 초음파 세척기) 수요 증가; 4) 일시불 및 패키지 판매 전략의 성공 등이다.

추정 재무제표

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
매출액	1,008	1,118	1,207	1,299	1,374
(렌탈)	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	429	456
매출총이익	644	737	813	870	918
판매비	548	625	645	684	721
영업이익	97	112	168	186	198
영업외손익	(11)	(10)	(10)	(10)	(7)
(금융손익)	(6)	(7)	(6)	(6)	(4)
(지분법손익)	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
(기타)	(3)	1	0	0	0
세전이익	86	102	158	177	191
법인세	25	27	43	48	52
순이익	61	75	115	128	138
EBITDA	271	302	343	367	388
매출액 증가율 (%)	21.8	10.9	8.0	7.6	5.8
EBITDA 증가율	11.6	11.2	13.8	7.0	5.7
영업이익 증가율	(14.4)	15.9	49.7	10.8	6.1
세전이익 증가율	(14.5)	19.1	54.5	11.7	8.0
순이익 증가율	(14.3)	23.1	53.3	11.7	8.0
EPS 증가율	(62.6)	(8.3)	53.0	11.6	8.0
매출총이익률 (%)	63.9	66.0	67.3	67.0	66.8
EBITDA 이익률	26.9	27.0	28.4	28.3	28.2
영업이익률	9.6	10.0	13.9	14.3	14.4
세전이익률	8.5	9.2	13.1	13.6	13.9
순이익률	6.0	6.7	9.5	9.9	10.1

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
유동자산	273	406	414	451	493
현금 및 등가물	19	39	10	18	37
단기금융상품	0	4	4	4	4
매출채권	29	111	120	129	136
재고자산	42	80	87	93	99
기타	183	176	197	211	221
고정자산	442	479	518	555	585
투자자산	48	77	77	77	77
유형자산	370	374	410	444	473
무형자산	24	28	31	34	35
자산총계	715	885	932	1,006	1,078
유동부채	354	432	420	414	474
매입채무	32	29	34	34	38
단기차입금	70	102	60	30	0
유동성 장기부채	46	30	0	0	70
기타	206	271	326	350	366
고정부채	19	15	88	91	24
사채	0	0	70	70	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	19	15	18	21	24
부채총계	373	446	507	505	498
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	76	114	114	114	114
이익잉여금	234	284	354	430	509
자본조정	(7)	2	(82)	(82)	(82)
자본총계	342	439	425	501	580
충차입금	116	132	130	100	70
순차입금	97	93	120	82	33

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
주당지표(원)					
EPS	1,100	1,009	1,543	1,723	1,860
BPS	4,631	5,900	5,711	6,733	7,793
CFPS	4,106	2,475	4,253	4,196	4,507
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	27.4	29.8	19.5	17.5	16.2
PBR	6.5	5.1	5.3	4.5	3.9
PCFR	7.3	12.2	7.1	7.2	6.7
EV/EBITDA	8.6	7.7	6.9	6.3	5.9
PSR	1.6	2.0	1.9	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	22.2	19.2	26.6	27.7	25.6
ROA	9.8	9.4	12.6	13.2	13.3
ROIC	20.4	19.8	30.3	31.0	30.5
부채비율	109.1	101.7	119.3	100.7	85.8
순부채비율	28.4	21.1	28.2	16.4	5.7
이자보상배율(배)	14.3	12.7	21.4	27.0	38.7

	12/05A	12/06A	12/07F	12/08F	12/09F
영업활동현금흐름	227	184	316	312	335
당기순이익	61	75	115	128	138
비현금항목 가감					
감가상각비	124	132	125	133	142
퇴직급여	9	10	10	10	10
지분법손익	2	4	4	4	4
기타	74	49	47	49	50
운전자본 증감	(43)	(86)	16	(12)	(8)
투자활동현금흐름	(186)	(216)	(230)	(230)	(234)
투자자산감소(증가)	(5)	(14)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(196)	(207)	(204)	(207)	(211)
기타투자활동	16	5	(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	(29)	8	19
기말현금	19	35	6	14	33
Free Cash Flow	16	(41)	113	105	125

자료: 응진코웨이, 하나대투증권

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

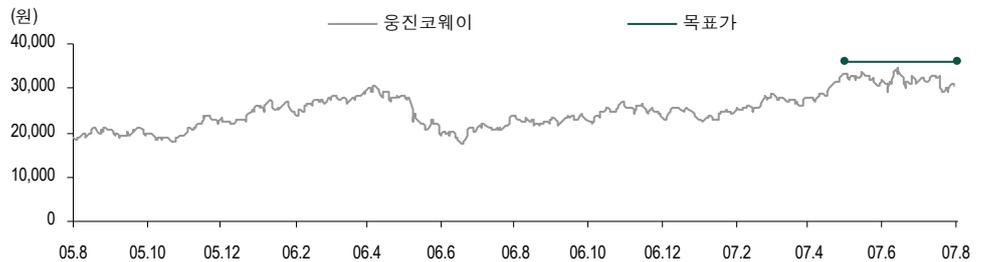
분류	적용기준
비중확대(Overweight)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
중립(Neutral)	시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
비중축소(Underweight)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 6개월을 기준으로 적용

투자의견 및 목표가 등 추이

기업명	날짜	투자의견	목표가격 (6개월)
웅진코웨이	07.8.9	Marketperform	36,000 원
웅진코웨이	07.5.9	Marketperform	36,000 원

07.5.9 업종 애널리스트 변경



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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.