

기업분석

웅진코웨이 (021240.KS)

2008년 1월 17일

Buy (신규)

목표주가 41,000원 (신규)

Analyst

이시은, CFA  
02)768-7596, janice.lee@wooriwm.com

이훈, CFA  
02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	서비스
기준가 (08/01/16)	29,900원
KOSPI	1,704.97
KOSDAQ	651.36
시가총액(보통주)	2,225.5십억원
발행주식수(보통주)	74.4백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	462,221주
120일 평균주가	29,931원
52주 최고가(07/11/12)	36,800원
최저가(07/08/17)	22,050원
배당수익률(2006)	1.34%
외국인지분율	37.9%

주요주주	
웅진홀딩스	32.7%
Morgan Stanley	5.3%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	-4.8	26.4
상대수익률	12.7	7.8	3.7

이익 성장 모멘텀에 주목하자

투자의견 Buy 및 목표주가 41,000원 신규 제시

웅진코웨이에 대해 투자의견 Buy 및 12개월 목표주가 41,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 잔여이익모델(Residual Income Model)을 통해 산출되었으며, 현재 주가 대비 37%의 상승여력이 있다. 목표주가는 2008년 실적 기준 PER 19.9배, EV/EBITDA 8.9배 수준이다. 동사의 2008년 EV/EBITDA는 6.7배로 (비현금성 비용의 비중이 높기 때문에 PER보다 유용한 지표로 판단됨), 7.5배인 시장 대비 저평가되어 있으며, 당사는 향후 3년간 동사의 EBITDA 및 EPS의 CAGR을 각각 14.6%, 27.7%로 전망하고 있다. 따라서 시장 평균을 상회하는 밸류에이션 프리미엄을 받을 가치가 있다고 판단한다.

외형 확대와 수익성 개선으로 이익 성장 모멘텀 강화

동사의 이익 성장 모멘텀은 외형 확대 및 수익성 개선의 양대 축에 의해 강화되고 있다. 대형마트를 통한 시판 사업 등의 판매 다변화와 음식물 처리기 등의 신규 제품 출시로 지속적인 가입자 증가가 가능할 전망이다. 또한 경영진은 내수 시장의 성장 한계를 극복하기 위한 방안으로 해외 매출 확대를 통한 성장 전략을 추구하고 있는데, 2008년에는 그 노력이 실적으로 반영될 것이다. 이와 함께 2005년 웅진코웨이개발과의 합병으로 인한 비용 절감 효과가 2010년까지 지속될 것이며, 렌탈료와 멤버십 요금 인상을 통한 ARPU 상승으로 수익성 개선이 지속될 전망이다. 이와 같은 외형 성장 및 수익성 개선으로 향후 3년간 동사 영업이익의 CAGR은 24%로 예상되며, 2006년 10%에 머물렀던 영업이익률도 2007년 13.6%, 2010년 19%까지 높아질 전망이다.

수처리 사업은 동사의 중장기 성장 동력. 주주친화정책 강화 전망

하폐수 고도 처리 및 재활용, 해수담수화 등 수처리 사업은 동사의 중장기 성장 동력인데 지난 15일 세계적인 필터 기술을 보유한 새한을 인수함으로써 동사는 제2의 성장을 위한 발판을 마련한 것으로 판단된다. 첫째, 동사는 새한의 기술력을 통해 해외 정수기 시장 공략의 핵심인 지역별 특성에 맞는 '맞춤형 필터'를 개발하여 수출을 확대할 것으로 기대된다. 둘째, 동사는 가정용뿐만 아니라 산업용 필터 시장에 보다 쉽게 진출할 수 있게 된다. 한편, 지주회사체제로 전환된 점도 기업 지배구조의 투명성이 증대된다는 측면에서 현금창출능력이 큰 동사에는 긍정적이다. 동사는 40% 이상의 배당성향을 유지하려는 주주친화적 배당정책을 가지고 있다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	1,008	226.5	97	86	61	1,102	83.0	21.7	5.6	8.3	29.2	109.1	97
2006	1,118	10.9	112	102	75	1,010	-8.4	25.6	4.7	8.0	19.2	101.7	93
2007E	1,250	11.8	170	152	111	1,489	47.5	20.5	4.6	8.0	23.1	108.1	174
2008F	1,371	9.7	221	209	153	2,059	38.2	14.5	3.8	6.7	27.0	97.4	168
2009F	1,502	9.5	278	269	196	2,639	28.2	11.3	3.1	5.7	28.7	85.8	140

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료작성일 현재 '웅진코웨이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 목 차

I. 투자포인트 .....	3
II. Valuation .....	4
1. 투자이건 Buy 및 목표주가 41,000원 신규 제시	
2. Valuation comparison	
III. 안정적인 외형 성장 .....	8
1. 지속적인 가입자 증가	
(1) 신규 채널 통한 실적 가시화	
(2) 음식물 처리기 등 신규 품목	
2. 수출 통한 성장	
3. 산업용 RO 시장 진출 기반 마련	
IV. 이익 성장 모멘텀에 주목 .....	12
1. 웅진코웨이개발 합병효과: 원가절감	
2. 요금인상효과: ARPU 상승	
3. 자체 제조 원가절감	
V. 지주회사 전환 및 주주친화정책 강화 .....	17
[APPENDIX]	
사업구조 .....	19
1. 렌탈 구조 및 현금흐름 분석	
2. 매출 구성	
3. 시장 및 경쟁업체 현황	
추정 재무제표와 Valuation 지표 .....	25

## I. 투자포인트

### 투자의견 Buy 및 목표주가 41,000원 신규 제시

당사는 웅진코웨이에 대해 투자의견 Buy 및 12개월 목표주가 41,000원을 신규로 제시한다. 당사는 외형 확대 및 수익성 개선의 양대 축에 의해 이익 성장 모멘텀이 강화되고 있다. 당사는 동사의 영업이익이 향후 3년간 연평균 24% 성장할 것으로 전망한다. 이로써 2006년 10%에 머물렀던 영업이익률이 2007년에는 13.6%, 2010년에는 19%까지 개선될 것으로 추정한다. 또한, 당사는 세계적 수준의 필터 기술을 보유한 새한을 인수함으로써 필터사업부문 시너지를 극대화하고 수처리산업 진출을 통한 중장기적 성장 동력을 확보하였다.

### 가입자 증가 및 수출 본격 화로 외형 확대

웅진코웨이에 대한 주요 투자포인트는 다음과 같다.

**첫째, 당사는 신규 채널 확보 및 신제품 출시에 따른 가입자 증가와 수출 본격화로 향후 3년간 연평균 10% 내외의 안정적인 외형 성장이 가능할 전망이다.** (1) 당사는 내수시장의 신규 고객 확보를 위해 대형마트를 통한 시판 사업을 시작하였다. 기존 방관에 의존하였던 판매 채널을 다변화하여, 많은 고객에게 제품을 노출시켜 효율적인 판매가 가능해졌다. 또한, 대형마트를 통한 판매 원가는 방문판매 원가의 88% 수준에 불과하기 때문에 수익성 측면에서도 유리하다. (2) 최근 음식물 처리기와 보급형 연수기의 신규 제품을 출시하였다. 당사는 가입자 기반의 렌탈 구조이기 때문에 기존 고객들에게 신규 제품을 쉽게 소개할 수 있어 시장 침투가 용이하다. (3) 당사는 내수 시장의 성장 한계를 극복하기 위해 해외 매출 확대를 통한 성장에 주력하고 있다. 큰 성과로 2010년까지 7,700만 달러 규모에 이르는 정수기 40만대를 OEM 방식으로 월폴 인디아에 공급하는 수출 계약을 체결하였다. 2006년 70억원에 불과했던 수출이 2007년 250억원, 2008년 500억원, 2009년에는 1천억원 수준까지 증가할 전망이다.

### 합병효과 및 요인상으로 수익성 개선 지속

**둘째, 당사의 영업이익이 향후 3년간 연평균 24% 성장할 것으로 전망되는 등 이익 성장 모멘텀에 주목할 만하다.** 이로써 2006년 10.0%에 불과했던 영업이익률은 2007년 13.6%, 2008년 16.2%로 크게 개선될 전망이다. (1) 당사가 2005년 웅진코웨이개발을 흡수합병 함으로써 2010년까지 감가상각비 및 렌탈자산폐기손실이 지속적으로 절감된다. 이로 인한 영업이익률 상승효과는 2007년 1.9%p, 2008년 2.4%p, 2009년 2.7%p에 이를 전망이다. (2) 당사는 렌탈료 및 멤버십료를 각각 5%, 23% 인상하여, ARPU 상승을 유도하였다.

### 수처리 사업은 향후 성장 동력

**셋째, 당사는 세계적 수준의 필터 기술을 보유한 새한을 인수함으로써 중장기적인 성장 동력을 확보하였다.** (1) 해외 정수기 시장 공략의 핵심인, 지역별 특성에 맞는 맞춤형 필터 개발이 가능해짐에 따라 정수기 수출 확대에 기여할 것이다. (2) 가정용뿐만 아니라 산업용 필터 시장 진출이 용이해진다. 하폐수 고도 처리 및 재 활용, 해수담수화 등 수처리 사업은 정부가 ‘물산업 육성방안’에서 밝힌 바와 같이 미래 전략 사업으로 당사는 산업용 RO 시장 진출을 통해 제2의 성장을 누릴 수 있을 것으로 판단된다.

### 지주회사 전환 및 주주친화정책 강화

웅진홀딩스가 웅진코웨이의 지분 32.7%를 소유하는 지주회사체제로 전환되면서 기업지배구조의 투명성이 증대되고, 현금창출능력이 큰 동사에는 매우 긍정적이라고 판단한다. 당사는 2006년 주당 400원의 배당금을 지급하였다. 이는 배당성향 40%에 해당하며, 2006년 말 종가 기준으로 배당수익률은 1.3%에 이른다. 당사는 중장기적으로 배당성향을 40% 수준에서 유지하려는 주주친화적인 배당정책을 가지고 있다.

## II. Valuation

### 1. 투자 의견 Buy 및 목표주가 41,000원 신규 제시

#### 지속적인 수익성 개선

당사는 웅진코웨이에 대하여 coverage를 개시하며, 투자 의견 Buy 및 12개월 목표주가 41,000원을 제시한다. 당사는 정수기, 비데, 공기청정기의 렌탈 사업에서 시장점유율 1위의 선두기업이다. 2007년, 2008년 EPS는 각각 1,489원, 2,059원으로 전망되어 전년 대비 50.3%, 39.4%의 고성장이 기대된다. 영업이익률 역시 2006년 10.0%에서, 2007년 13.6%, 2008년 16.2%로 꾸준한 수익성 개선이 전망된다. 2007년, 2008년 PER은 각각 20.5배, 14.5배, EV/EBITDA는 8.0배, 6.7배를 기록하고 있다.

#### 37%의 상승여력

12개월 목표주가 41,000원은 RIM valuation에 의해 산출되었으며, 주요 가정으로 risk-free rate 5.3%, market risk premium 4.3%, 베타 1.0을 사용한 CoE(자기자본비용) 9.4%를 사용하였다. 목표주가 41,000원은 현 주가 대비 37%의 상승여력이 있으며, 2008년 실적 기준 PER 19.9배, EV/EBITDA 8.9배에 해당한다.

#### 웅진코웨이 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Net profit	111	153	196	231	260	297	323	351	382	415	452	491
Shareholder's equity	520	617	750	907	1,077	1,270	1,458	1,654	1,860	2,076	2,301	2,537
Forecast ROE (FROE)	23.1%	27.0%	28.7%	27.9%	26.2%	25.3%	23.7%	22.6%	21.7%	21.1%	20.6%	20.3%
Spread (FROE-COE)	13.7%	17.6%	19.3%	18.5%	16.8%	15.9%	14.3%	13.2%	12.4%	11.7%	11.3%	10.9%
Residual income	66	100	132	153	167	187	195	205	217	231	246	264
Cost of equity (COE)	9.4%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	4.3%											
Risk-free rate (Rf)	5.3%											
Beginning shareholder's equity	438.8											
PV of forecast period RI	1,256.8											
PV of continuing value	1,053.3											
Equity value (C+P)	2,748.9											
No of shares (common, mn)	74.4											
		12m TP										
Fair price (C)		40,398										
Current price (C)		29,900										
Upside (-downside)		35.1%										
Implied P/B (x)		5.2										
Implied P/E (x)		19.6										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재 가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

\* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 \* 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 \* (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

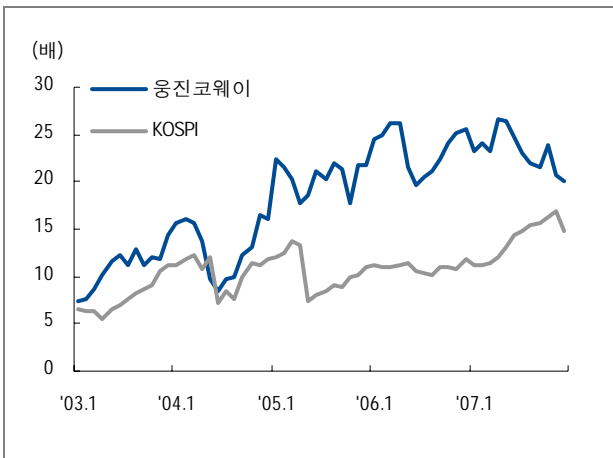
**EV/EBITDA 측면에서  
밸류에이션 매력 유도**

동사의 주가는 과거에 지속적으로 PER 기준 시장 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아 왔다. 특히, 웅진코웨이와 웅진코웨이개발의 합병 시점인 2005년 5월 이후에는 평균 100% 이상의 프리미엄을 받아왔으나 (합병 전에는 평균 37%), 최근 밸류에이션 프리미엄이 37%로 합병 전 수준으로 많이 낮아진 상황이다. 올해에도 전년 수준 이상의 외형 및 이익 성장이 가능하며, 새한 인수를 통해 중장기 성장 동력을 확보하였기 때문에 축소된 밸류에이션 갭은 동사 주가에 상승 여력을 제공한다고 판단한다.

동사의 주가는 EV/EBITDA 기준으로는 시장 대비 저평가되어 있다. 따라서 당사는 EV/EBITDA를 이용한 밸류에이션이 동사의 투자 판단을 위해 더 유용한 지표라고 판단한다. EBITDA 지표가 적절하다고 판단하는 근거는 동사의 감가상각비는 매출원가의 39%를 차지하는 등 비현금성 비용의 비중이 타사 대비 월등히 높기 때문이다. 시장 평균 EV/EBITDA는 2008년 기준으로 7.5배인데 반해 당사는 6.7배 수준에 머물러 있기 때문에 밸류에이션 매력이 유효하다고 판단한다.

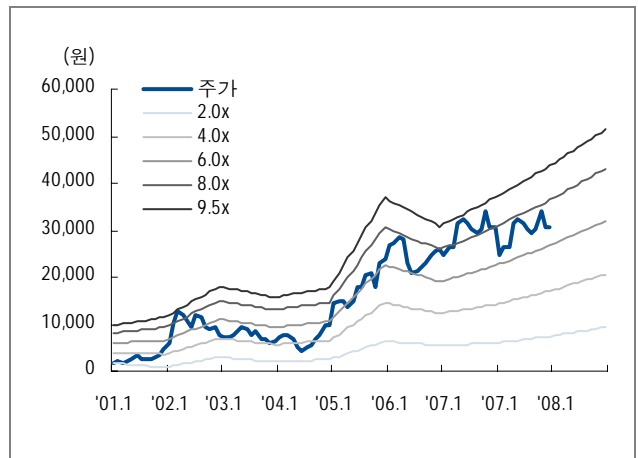
더불어 당사는 시장 평균 EV/EBITDA를 상회하는 밸류에이션 프리미엄을 받을 가치가 있다고 판단한다. 향후 3년간 동사의 EBITDA 및 EPS CAGR은 각각 14.6%, 27.7%로 전망되어 시장을 상회하는 수준의 이익 성장이 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 더불어 당사는 주력 제품인 정수기, 비데, 공기청정기의 국내 시장 점유율이 각각 54.2%, 51.1%, 47.9%에 달하는 시장 선도기업으로 전국에 걸친 가입자 기반의 고객 접점을 가지고 있기 때문에 신제품을 통한 시장 침투가 용이하여 지속적인 성장이 가능하기 때문이다. 또한, 가입자 기반의 안정적인 렌탈사업을 영위하므로 향후 예상 가능한 지속적인 현금 유입 발생이 기대된다.

**PER 추이: KOSPI vs 웅진코웨이**



자료: 우리투자증권 리서치센터

**EV/EBITDA Band Chart**



자료: 우리투자증권 리서치센터

## 2. Valuation comparison

### Valuation comparison

동사와 동일한 산업군에 속하는 상장업체의 부재로, 동사와 유사한 특성을 지닌 업체들과 밸류에이션을 비교해 보았다. 동사와 사업 모델 및 수익 구조가 가장 유사하다고 판단되는 에스원의 경우 2008년 EV/EBITDA 및 PER은 7.7배, 16.1배로, 동사의 6.7배, 14.5배에 비해 높은 밸류에이션을 받고 있다. 방문 판매 비중이 40%에 이르는 업계 1위 기업인 아모레퍼시픽도 (시장점유율: 방판 80%, 시판 17%), 2008년 PER 17.9배에 이르는 등 동사는 유사한 사업 모델을 지닌 업체들에 비해 저평가되어 있다.

Peer Analysis I - Earnings		(단위: 십억원)		
회사명		웅진코웨이	에스원	아모레퍼시픽
주가 (1월 16일, 원)		29,900	54,900	656,000
시가총액		2,225.5	2,086.2	3,834.9
매출액	2006	1,118	683	1,273
	2007E	1,250	761	1,360
	2008F	1,371	825	1,499
영업이익	2006	112	110	234
	2007E	170	139	251
	2008F	221	171	300
EBITDA	2006	251	170	271
	2007E	307	200	293
	2008F	360	234	344
순이익	2006	75	83	162
	2007E	111	105	181
	2008F	153	130	225
EPS (원)	2006	1,010	2,171	47,128
	2007E	1,489	2,762	29,666
	2008F	2,059	3,418	36,729
BPS (원)	2006	5,521	10,300	113,518
	2007E	6,561	11,802	135,901
	2008F	7,829	13,720	160,723
Net Debt (-Net Cash)	2006	93	-212	-189
	2007E	174	-254	-294
	2008F	168	-296	-421

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

Peer Analysis II - Valuation

회사명		웅진코웨이	에스원	아모레퍼시픽
PER (배)	2006	25.6	20.0	12.3
	2007E	20.5	20.4	23.9
	2008F	14.5	16.1	17.9
PBR (배)	2006	4.7	4.2	5.1
	2007E	4.6	4.8	5.2
	2008F	3.8	4.0	4.1
EV/EBITDA (배)	2006	8.0	8.4	12.8
	2007E	8.0	9.5	14.0
	2008F	6.7	7.7	10.6
ROE (%)	2006	19.2	20.9	40.6
	2007E	23.1	24.3	20.7
	2008F	27.0	26.1	21.6
ROA (%)	2006	9.4	14.4	29.1
	2007E	11.3	17.1	15.2
	2008F	13.3	19.5	16.4
Div. Yield (%)	2006	1.6	2.1	0.8
	2007E	2.5	2.4	1.1
	2008F	2.8	3.0	1.4

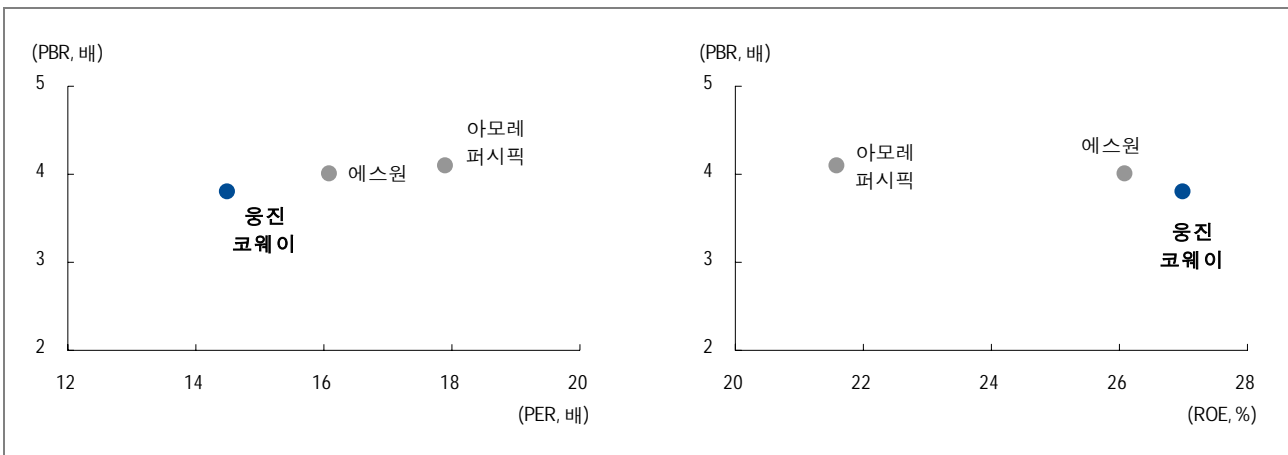
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

Peer Analysis III - Share Performance

회사명		웅진코웨이	에스원	아모레퍼시픽
주가 (1월 16일, 원)		29,900	54,900	656,000
시가총액 (십억원)		2,225.5	2,086.2	3,834.9
절대수익률 (%)	3 Months	-2.3	2.8	-4.8
	6 Months	-4.8	8.5	0.0
	YTD	26.4	34.2	19.7
상대수익률 (%)	3 Months	12.7	17.8	10.2
	6 Months	7.8	21.0	12.5
	YTD	3.7	11.5	-3.0

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

Peer Analysis IV - Valuation 비교



주: 2008년 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

### III. 안정적인 외형 성장

당사는 동사가 향후 3년간 연평균 10% 내외의 안정적인 외형 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이러한 성장 동력으로 첫째, 대형마트 등의 신규 채널을 통한 시판 시장의 본격적인 확대와 음식물처리기의 신규 제품 출시로 가입자 증대가 지속될 것이라는 점이다. 둘째, 내년부터 수출 매출이 본격적으로 확대된다. 셋째, 새한 인수를 통해 산업용 RO 시장 진출의 토대가 마련되면 중장기적인 성장 동력이 확보될 것이라는 점도 동사 주가 상승의 catalyst가 될 전망이다. 이를 통해 당사는 동사가 사상 최대의 4분기 실적을 기록할 것으로 전망하며, 그 동안 동사의 성장이 둔화될 것이라는 시장의 우려를 불식시킬 것으로 판단한다.

#### 1. 지속적인 가입자 증가

동사의 가입자 수는 견조한 성장세를 이어나갈 것으로 전망된다. 정수기, 비데, 공기청정기 등의 렌탈 시장은 안정적인 성장 여력이 충분하다. 국내 비데와 공기청정기의 보급률은 각각 10%와 7%에 불과하다. 따라서 동사는 다음의 두 가지 요인에 힘입어 신규 가입자 확보를 통한 외형 성장이 유효할 것으로 기대된다. 첫째, 대형마트를 통한 시판 시장 진입으로 좀 더 쉽게 고객 기반을 확대할 수 있는 기반이 마련되었다. 둘째, 음식물 처리기의 신규 제품 출시로 매출 다변화가 가능해 졌다.

#### (1) 신규 채널 통한 실적 가시화

##### 대형마트 통한 신규 채널 확보

동사는 내수시장에서 신규 고객 확보를 통한 판매 확대의 일환으로 지난 4월부터 이마트에 납품을 시작하였다. 대형마트를 통한 시판사업은 기존에 방판에 의존하였던 판매 채널을 다변화했을 뿐만 아니라 동시에 많은 고객에게 동사의 제품을 노출시킴으로써 효율적인 판매를 가능하게 한다. 시판 대상은 정수기, 비데, 공기청정기, 연수기, 음식물처리기 등 동사의 모든 품목이 해당된다. 기존의 코드를 통한 방판사업은 소득이 일정 수준 이상되는 중장년층을 타겟으로 했던 반면, 대형마트를 통해서 보다 젊은층을 공략할 수 있다는 측면에서 고객 기반을 확대시키는 계기가 된다. 또한, 방판에서는 실물이 아닌 카탈로그를 보고 구매를 결정해야 했지만, 대형마트에서는 실물을 보고 구매할 수 있기 때문에 판매가 보다 용이하다. 동사는 이마트 전국 108개 점 중 11개 점을 시작으로 현재는 50여개에 입점하였으며, 올해에는 100개점까지 확대될 것으로 전망된다.

##### 방판 대비 높은 수익성

이마트를 통한 판매 원가는 방문판매 원가의 88% 수준에 불과하기 때문에 수익성 측면에서도 유리하다. 방문 판매는 코디에게 한대당 14만원 정도의 판매 수수료를 지불하지만, 이마트를 통한 시판의 경우 입점 및 판매수수료 등의 원가는 대당 12만원 수준에 불과하다. 이마트 점포당 18대를 판매하면 손익분기점에 도달하는데, 현재 동사는 점포당 평균 36대를 판매하고 있어 이마트를 통한 판매는 동사의 외형 확대뿐만 아니라 수익성을 개선시킨다는 측면에서 매우 긍정적이다. 이마트를 통한 시판은 현재 렌탈 순주문의 0.5% 수준에 불과하지만, 올해 말에는 대형마트를 통한 시판 비중이 렌탈 순주문의 5~7% 수준까지 확대될 전망이다. 또한, 올해 초에는 하이마트를 통한 시판을 계획하고 있으며, 현재 하이마트 전용 상품을 개발중에 있다.



**판매 채널간 충돌 없어**

일부에서 우려했던 방판과 시판의 판매 채널간 충돌은 거의 없는 것으로 판단된다. 이는 첫째, 판매 채널간 원가구조 차이가 있지만, 제품 판매 가격이 유사한 수준이고, 둘째, 시판 제품도 유지관리는 기존 코디가 담당하기 때문에 2개월 마다 코디 방문에 따른 또또수당 (코디에게 지급되는 유지관리수수료로 방문당 5천원 지급)은 기존 코디에게 귀속되기 때문이다. 코디는 동사와 독점적 계약을 맺는 위탁계약관계에 있으며, 제품 판매와 정기적인 유지관리 서비스를 제공하며, 개인사업자로서 또또수당과 판매수수료에 근거하여 보수를 받는다. 동사는 3분기 말 기준으로 10,585명의 코디를 보유하고 있으며, 코디 한 명당 평균 380 계정을 관리하기 때문에 월 평균 또또수당 95만원과 제품 판매 한 대당 14만원 가량의 판매수수료를 받는다.

분기별 이마트 판매실적 전망				(단위: 대)
	2Q07	3Q07	4Q07E	2008F
정수기	110	804		
비데	39	275		
공기청정기	55	178		
연수기	5	50		
음식물처리기	1	18		
조음파세척기	-	1		
<b>합계</b>	<b>210</b>	<b>1,326</b>	<b>2,000</b>	<b>50,000</b>

자료: 웅진코웨이

**(2) 음식물 처리기 등 신규 품목**

동사는 최근 음식물 처리기와 보급형 연수기를 신규 출시하였다. 이 같은 신제품 출시를 통해 매출 다변화가 가능할 전망이다. 특히 동사는 가입자를 기반으로 한 렌탈 구조이기 때문에 기존 고객들에게 신규 제품을 쉽게 소개할 수 있어 시장 침투가 용이하다. 음식물 처리기는 기존 420만명 고객을 대상으로 한 설문 조사에서 가장 필요한 품목으로 거론되었던 제품이다. 또한 동사의 음식물 처리기는 기존 타사 제품과 차별화되어 있다. 타사 제품은 보통 건조방식이어서 음식물 쓰레기 냄새가 나며, 가공 이후에도 음식물 쓰레기로 분류하여 버려야 한다. 하지만 동사 제품은 건조분쇄방식이기 때문에 음식물이 건조된 이후에 가루로 분쇄하는 공정이 추가되어 있다. 따라서 악취가 적으며 음식물 쓰레기가 아닌 일반쓰레기로 분류해 처리할 수 있는 장점이 있다. 음식물 처리기는 일시불 금액이 대당 50만원 수준으로 올해에는 본격적인 마케팅을 벌일 계획이다.

## 2. 수출 통한 성장

### 월풀과 OEM 체결

코디를 통한 방문판매에 주력했던 동사는 내수 시장에 크게 의존해 왔었다. 하지만, 현 경영진은 내수 시장 성장의 한계를 극복하기 위한 방안으로 해외 매출 확대를 통한 성장 전략을 펴고 있다. 가시화된 성과로서 동사는 지난해 10월 월풀 인디아 (Whirlpool of India)에 2010년까지 정수기 40만대를 OEM 방식으로 공급하는 수출 계약을 체결하였으며, 정수기 수출을 통해서 핵심 소재인 필터 등의 소모품도 수출함으로써 부가수익을 얻을 전망이다. 수출 규모는 7,700만 달러에 이를 것으로 추정된다. 계약 기간 동안 동사는 정수기 관련 독점 공급업체로 월풀 인디아는 인도시장에서 동사 정수기 전체 모델에 대한 독점권을 갖게하게 된다. 동사는 월풀의 브랜드 파워와 현지유통망을 활용하여 인도의 정수기 시장을 공략할 수 있을 전망이다. 또한, 동 계약을 통해 향후 월풀의 전 세계 170개국에 걸친 글로벌 네트워크를 통한 타지역 및 대형 글로벌 가전업체와의 제휴에 초석이 될 것으로 판단된다.

### 수출 꾸준히 증가할 전망

2006년 70억원에 불과했던 수출이 2007년 250억원, 2008년 500억원, 2009년에는 1천억원 수준까지 증가할 전망이다. 현재 태국, 일본, 중국, 말레이시아에 현지법인이 있으며 지난 5월에는 미국법인을 설립하였다. 해외 정수기 시장을 공략하기 위해서는 필터 기술력이 핵심이다. 유럽과 중국 등지에는 물에 석회질 성분이 많이 함유되어 있어 지역 특성에 맞는 맞춤형 필터 개발이 중요하다. 동사는 이미 정수기용 RO 멤브레인 소재 제조기술을 자체 개발하여 필터 양산에 성공한 바 있다.

### 중국법인은 올해 손익분기점 도달 전망

특히 동사는 2009년까지 중국 정수기 시장이 230만대 규모로 성장할 것으로 예상하고, 세계 최대의 정수기 시장으로 판단하고 있다. 북경 지역에서는 향후 1년 내에 구입하고 싶은 환경 가전으로 정수기가 1위로 선정되었으며, 중국인들 중 70%가 식수에 대해 불신하고 있다. 또한, 황사의 발원지인 중국에서 공기청정기 수요도 급증할 것으로 전망된다. 동사에 따르면, 중국 법인의 2008년 목표는 매출 670만 달러, 신규 판매 21,000대, 렌탈 고객 15,700명을 전망하고 있다. 당사는 설립 3년 차인 2007년 중국법인이 손익분기점에 도달하고, 2008년에는 흑자를 달성할 것으로 전망한다.

### 월풀 인디아로의 판매 전망

(단위: 대)

2008F	2009F	2010F	합계
75,000	125,000	200,000	400,000 (필터 등 소모품 포함, 약 7,700만 달러 규모)

자료: 웅진코웨이

### 해외법인 현황

소재 국가	도시	설립일	지분율
일본	도쿄	2003년 1월	50.0%
중국	북경	2005년 2월	100.0%
태국	방콕	2006년 5월	99.9%
말레이시아	쿠알라룸푸르	2006년 11월	70.0%
미국	로스앤젤레스	2007년 5월	100.0%

자료: 웅진코웨이

### 주요 수출 계약

수출 당사자	규모	제품	계약시기
젠티 (폴란드)	500만 유로	정수기	2006년 9월
A사 (미국)	1,400만 달러	공기청정기	2007년 2월
월풀 인디아 (인도)	7,700만 달러	정수기	2007년 7월
B사 (미국)	1,200만 달러	공기청정기	2007년 7월
C사 (유럽)	2,500만 달러	공기청정기	진행 중
D사 (유럽)	300만 달러	정수기	진행 중

자료: 웅진코웨이

### 3. 산업용 RO 시장 진출 기반 마련

#### 새한 RO 멤브레인 필터 세계 4위 업체

RO (Reverse Osmosis: 역삼투막<sup>주1)</sup>) 멤브레인 필터 시장은 전 세계적으로 5천억원 규모에 이르며, 6개의 메이저 필터 소재 업체들에 의한 과점 시장이다. 미국의 Dow Chemical이 글로벌 시장 점유율 31%로 1위 업체이며, 그 뒤를 이어 Toray, Nitto Denko, Koch Membrane Systems, GE Waters 등의 업체가 있다. 국내 업체로는 새한이 글로벌 점유율 12%로 세계 4위 업체이다. 동시에 의하면, 세계 RO 멤브레인 필터 시장은 연평균 10% 이상 성장하여 2010년에는 7천억원 규모까지 성장할 것으로 전망되고 있다.

#### 새한 인수로 RO 필터 기술력 습득

지난 1월 15일 새한 채권단은 총 보유지분 68.9% 중 50%+1주를 웅진 컨소시엄 (웅진코웨이가 80% 지분 보유)에 주당 4,300원에 매각하는 주식 매매 본계약에 동의하였다. 이중 새한의 40%는 웅진코웨이가 811억 원에 인수하며, 나머지 지분에 대해서는 웅진그룹의 윤석금 회장과 계열사인 렉스필드, 웅진캐피탈이 인수했다. 채권단의 잔여 보유 지분 18.9%에 대해서는 채권단이 1년 후에 주당 5,650원에 매각할 수 있도록 풋옵션을 부여했다. 동사가 새한을 인수함으로써 섬유사업 부문에서는 소재 관련 고부가가치 사업에 신규 진출하며, 환경소재 부문에서는 웅진코웨이의 필터사업부문과 시너지를 극대화하여 수처리산업 진출을 위한 성장동력을 확보하게 되었다.

새한은 시가총액 2,400억원에 이르는 회사로 합성섬유, 직물, 필터 시트 등을 제조하여 왔다. 화학섬유 경기 악화 및 계열사 지원 부담으로 재무 구조가 악화되어 2000년 워크아웃 기업으로 지정되었으며, 채권단이 68.9%의 지분을 보유하고 있었다. 동사의 주가는 새한 인수 공시 이후 큰 폭으로 하락하였다. 이는 새한이 동사와 비관련 사업부문인 섬유부문의 매출비중 (섬유부문 83%, 필터부문 14%)이 크다는 우려 때문이다. 하지만, 당사는 인수 금액이 새한 현 시가의 절반 수준으로 과도하지 않으며, 동사가 새한 인수를 통해 RO 필터의 기술력을 습득할 수 있다는 측면에서 중장기적으로 긍정적이라고 판단한다.

#### 새한 인수는 제2의 성장 기반

동사의 새한 인수는 크게 두 가지 측면에서 성장 발판이 된다. 첫째, 정수기 수출 확대에 기여한다. 해외 정수기 시장을 공략하기 위해서는 필터 기술력이 핵심이다. 동사는 이미 국내 정수기용 RO 멤브레인 소재 제조기술을 개발하였지만, 각 지역 특성에 맞는 맞춤형 필터 개발을 위해서는 새한의 필터 기술력이 필요하다. 둘째, 새한 인수를 통해 가정용뿐만 아니라 산업용 필터 시장으로 보다 용이하게 진출할 수 있게 된다.

#### 산업용 RO 시장 진출시 제2의 성장기 도래

향후 성장 동력을 수처리 사업에서 찾고 있는 동사는 산업용 RO 시장 진출을 통해 제 2의 성장을 누릴 수 있을 것으로 판단된다. 정부가 2006년 발표한 ‘물산업 육성방안’에 따르면 2015년까지 국내 물산업 규모를 20조원 이상으로 키우고 세계 10위권의 기업을 2개 이상 육성한다는 목표를 세운 바 있다 (2005년 물산업 규모 10.9조원). 즉, 하폐수 고도 처리 및 재활용, 해수담수화 등 물 관련 산업용 RO 사업은 미래 전략 산업으로 집중 육성될 전망이다. 또한, 중국과 인도에서는 해수담수화 프로젝트의 진행이 예정되어 있기 때문에 산업용 RO 필터의 수요 증가가 예상된다.

주1) 해수로부터 청수를 생산하는 조수장치에는 증발법, 결정법, 역삼투막법, 이온 교환수지법, 전기 투석법 등이 있다. 이 중에서 현재까지 가장 많이 사용되고 있는 기술은 증발법이다. 하지만, 증발법은 에너지 소비가 많은 편이어서 에너지가 풍부한 지역을 중심으로 발달되었으며, 우리나라와 같이 에너지가 부족한 지역에 적합한 저에너지 소비의 담수화 기술 개발이 요구되고 있다. 이러한 관점에서 개발된 역삼투막법은 증발법과는 달리 막의 반투성질을 이용하기 때문에 에너지 소모량이 크게 감소되었으며 사용 영역이 지속적으로 확대되고 있다. 또한, 역삼투막법은 화학공정 및 폐오수 처리 등에 대한 파급효과가 커서 응용 범위가 상당히 넓다.

## IV. 이익 성장 모멘텀에 주목

동사의 이익 성장은 안정적인 외형 성장뿐만 아니라 수익성 개선에 의해서도 실현되고 있다. 당사는 동사의 영업이익이 향후 3년간 연평균 22% 성장할 것으로 전망한다. 이로써, 당사는 2006년 10.0%였던 동사의 영업이익률이 2007년 13.6%, 2008년 16.2%, 2009년 18.5%로 지속적으로 개선될 것으로 전망한다. 동사의 영업이익률이 개선될 것으로 전망하는 것은 다음과 같은 근거에 의한 것이다. 첫째, 2005년 동사가 웅진코웨이개발을 흡수합병 함으로써 2010년까지 감가상각 및 렌탈자산폐기손실이 지속적으로 절감된다. 둘째, 렌탈료 및 멤버십료를 각각 5%, 23% 인상함으로써 ARPU를 상승시킨다. 셋째, 기존에 외부에서 구입하였던 정수기 필터 및 음식물 처리기 등을 자체 제조함으로써 추가적인 원가절감이 이루어지고 있다.

### 1. 웅진코웨이개발 합병효과: 원가절감

#### 합병으로 수익성 개선

동사는 2005년 5월 계열사인 웅진코웨이개발을 흡수 합병하였다. 합병전 웅진코웨이는 정수기, 공기청정기, 필터 등을 생산하는 제조업체였으며, 웅진코웨이개발이 이를 구매하여 렌탈 및 판매하였다. 기존에는 정수기가 특별소비세 대상이었기 때문에 판매단가를 낮추기 위한 목적으로 제조법인과 판매법인을 분리하였다. 하지만 2001년 정수기가 특별소비세 대상에서 제외되면서 비용 절감 등의 시너지 창출을 위해 합병이 이루어지게 되었다. 합병전에 내부 거래시 부과되었던 20% 가량의 마진이 합병후에는 소멸되면서 수익성이 개선되고 있다. 감가상각 대상이 되는 렌탈자산의 제조원가가 낮아지면서, 향후 5년간에 걸쳐 감가상각비 부담이 줄어들기 때문이다. 동사의 렌탈은 5년 간에 걸쳐 매월 렌탈료를 받는 구조이기 때문에 합병으로 인한 수익성 개선은 2005년 5월 합병일로부터 2010년 4월까지 5년에 걸쳐 발생하게 된다. 당사는 2006년 10%였던 영업이익률이 올해는 13.6%, 2011년에는 20% 수준까지 개선될 것으로 전망한다.

#### 감가상각비 및 렌탈자산폐기손실 절감

합병효과는 두 가지 경로로 실현될 것으로 예상된다. 첫째, 감가상각비 절감효과이다. 합병 이후 가입한 신규 고객에 적용되는 감가상각 대상 자산의 제조원가가 20% 가량 낮아지기 때문에 향후 5년간 감가상각비 부담이 줄어든다. 실제로 2005년 계정당 연간 감가상각비는 36,933원이었으나, 2006년에는 35,238원으로, 2007년 3분기 누계 기준으로 연 환산 했을 때는 32,543원까지 하락하였다. 당사는 계정당 감가상각비가 2008년에는 30,648원, 2009년에는 29,063원까지 지속적으로 하락할 것으로 전망한다. 둘째, 렌탈자산폐기손실이 감소한다. 렌탈자산폐기손실은 고객이 5년 내에 렌탈 계약을 해지할 경우, 감가상각이 되지 않은 잔여 렌탈 자산이 일시에 상각되면서 발생한다. 2005년 해지 고객당 렌탈자산폐기손실액은 375,564원이었으나, 이 역시 2006년 360,936원으로 하락하였으며, 2007년 3분기까지는 335,244원으로 감소하여 왔다.

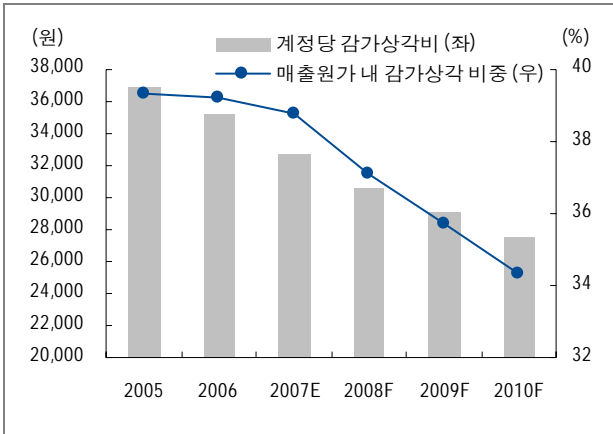
#### 합병효과 전망

(단위: 원)

	감가상각비 절감액	렌탈자산폐기손실 절감액	영업이익 상승효과	영업이익률 상승효과
2005	75억	62억	+137억	1.4%pt
2006	120억	70억	+190억	1.7%pt
2007E	160억	78억	+238억	1.9%pt
2008F	224억	92억	+316억	2.4%pt
2009F	286억	100억	+386억	2.7%pt
2010F	135억	48억	+648억	1.1%pt
<b>합계</b>	<b>1,000억</b>	<b>450억</b>	<b>+1,450억</b>	

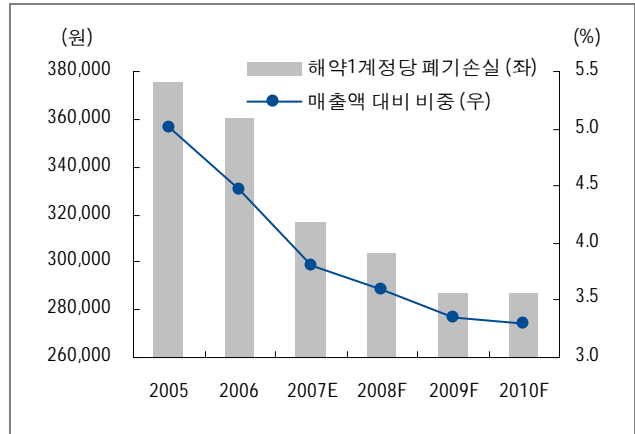
자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

계정당 감가상각비 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

계정당 렌탈자산폐기손실 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 2. 요금인상효과: ARPU 상승

### 현금 유입 구조

동사의 현금유입은 크게 네 가지 형태로 발생한다. 렌탈등록비, 렌탈료, 일시불 판매, 멤버십료가 그것이다. 고객은 렌탈 계약 체결 이후, 선택한 요금스케줄에 따라 초기에 1회 렌탈등록비를 납부하고, 5년간 매월 렌탈료를 납부한다. 2년 차부터는 월 렌탈료가 소폭 인하된다. 초기 1년은 의무사용기간으로 이 기간에 렌탈 계약을 해지하게 되면, 잔여 기간에 해당하는 렌탈료의 50%가 부과된다. 렌탈 기간 5년이 경과한 이후에는 고객이 신규 제품으로 재렌탈 계약을 맺거나 기존 제품을 계속 사용하면서 멤버십료를 납부하며 서비스를 제공받을 수 있다. 일시불 가입자의 경우도 멤버십료를 납부하며 서비스를 제공받는다.

### 요금인상효과

동사는 작년 요금인상을 단행하였다. 2006년 8월부터 신규고객을 대상으로 렌탈료를 약 5% 인상하였으며, 11월부터는 신규고객 및 기존고객을 대상으로 멤버십 요금을 약 23% 인상하였다. 매년 8%의 회원수 증가를 가정했을 때, 5년간 렌탈료 인상을 통해 약 1,650억원, 멤버십 요금 인상을 통해 약 2,100억원의 매출 증대 효과가 발생할 것으로 전망한다. 기존에는 5년 만기시 렌탈 자산의 소유권이 고객에게 이전되었는데 이를 폐지 하면서 멤버십 요금 인상과 함께 만기 고객의 신제품 재렌탈을 유도할 것으로 판단된다. 고객은 기존에 렌탈 등록비의 범주를 0원~30만원까지 자율적으로 선택하게 하였는데, 동사는 최소 렌탈등록비를 10만원으로 상향 조정하면서 초기 현금 흐름을 개선시켰다. 0원의 렌탈등록비 제도가 폐지되면서 기존에 발생했던 변칙 판매도 개선되었다.

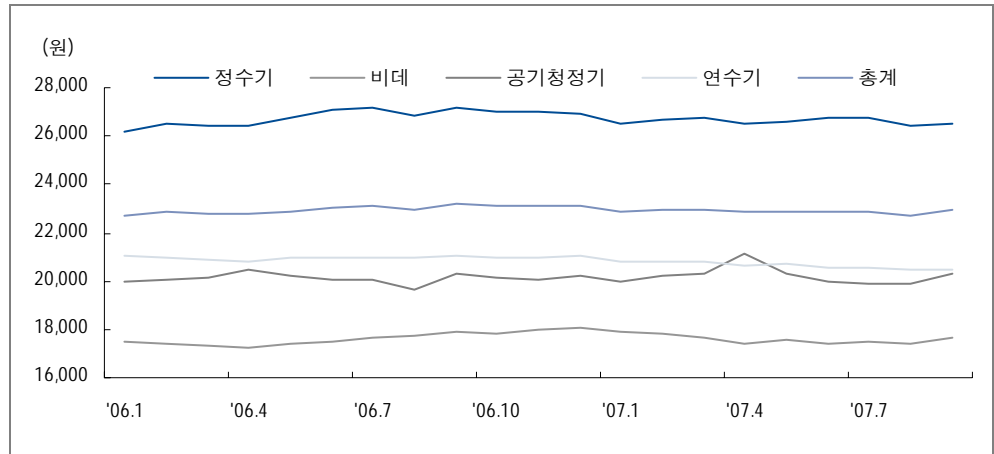
요금인상효과 전망		(단위: 원)
		매출 증대 효과
2006		340억
2007E		330억
2008F		530억
2009F		700억
2010F		850억
2011F		1,000억
합계		3,750억

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

렌탈 등록비 및 월별 렌탈료 예시 (기준 모델명: CP-07BL, 정수기)					(단위: 원)
렌탈등록비	1-12개월 렌탈료	13개월 이후 렌탈료	일시불 가격	일시불 멤버십	
100,000	38,500	29,000	1,480,000	17,500	
150,000	34,000	28,500			
200,000	29,000	28,000			
300,000	27,000	26,000			

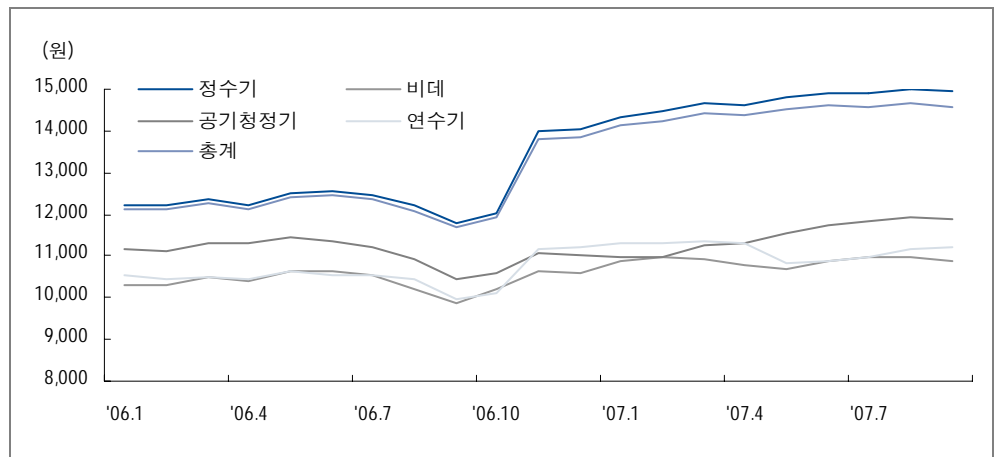
자료: 웅진코웨이

렌탈료 ARPU



자료: 웅진코웨이

멤버십 ARPU



자료: 웅진코웨이

### 3. 자체 제조 원가 절감

**정수 핵심필터 원천소재  
기술 확보로 30%의 원가  
절감 효과**

동사는 지난 8월 정수기 업체 중 유일하게 정수기의 핵심 기술인 역삼투막(RO) 멤브레인 소재 제조기술을 자체 개발하여 양산에 성공하였다. 2005년 6월부터 지난해 8월까지 약 100억원의 개발비를 투자한 프로젝트였다. 또한 지난 8월 약 222억원을 들여 충남 공주시 유구읍에 정수기용 종합 필터 생산단지를 완공하였다. 동사는 RO 멤브레인 필터를 직접 생산하여 자체 수급 후 남은 물량은 국내 및 해외 수출 할 계획이다. 이로써, 제조원가의 약 30% 가량의 절감효과 및 연간 50억원에 달하는 수입 대체 효과가 기대된다. 또한, 정수기의 핵심 소재의 자체 생산에서부터 고객서비스에 이르는 전과정이 수직 계열화됨으로써 안정적인 사업이 가능할 전망이다.

**연수기 및 음식물처리기  
자체 제조**

동사의 연수기와 음식물 처리기는 기존에 중소기업으로부터 OEM 납품을 받아왔다. 이는 제품원가를 상승시킬 뿐만 아니라, 직접 제조에 비해 고객의 요구에 대한 기술 대응력이 떨어지기 때문에 신뢰도를 하락시키는 요인이 되어왔다. 연수기가 정수기와 공기청정기에 비해 마케팅 활동이 적었던 것도 이 때문이기도 했다. 하지만 지난 11월부터는 이 두 가지 제품도 동사가 자체 제조하고 있다. 연수기는 동사 매출액의 8%를 차지하며, 음식물 처리기의 비중도 매우 미미하지만, 동사가 최근 출시한 보급형 연수기와 음식물 처리기의 판매 증가가 예상되기 때문에 이로 인한 원가절감은 증가할 전망이다. 연수기와 음식물 처리기의 자체 제조로 제품원가가 40% 가량 절감되는 효과가 있다. 또한, 현재 비데는 계열사인 웅진쿠첸에서 제조하여 동사가 이를 구입하여 렌탈 및 판매하고 있지만, 향후에는 비데까지 직접 제조한다는 계획을 가지고 있다.



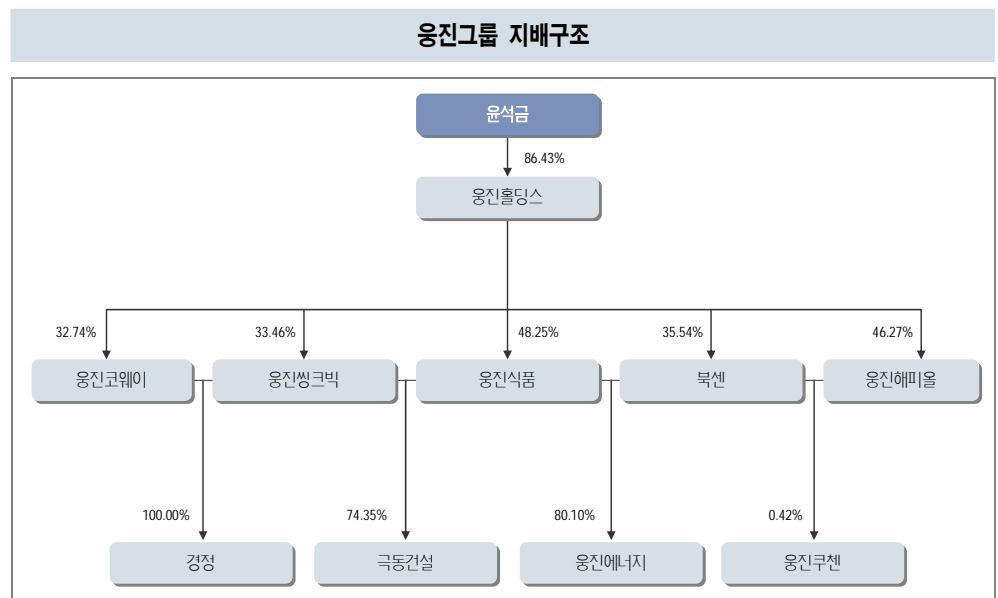
## V. 지주회사 전환 및 주주친화정책 강화

### 지주회사 전환으로 기업지배구조 투명성 증대

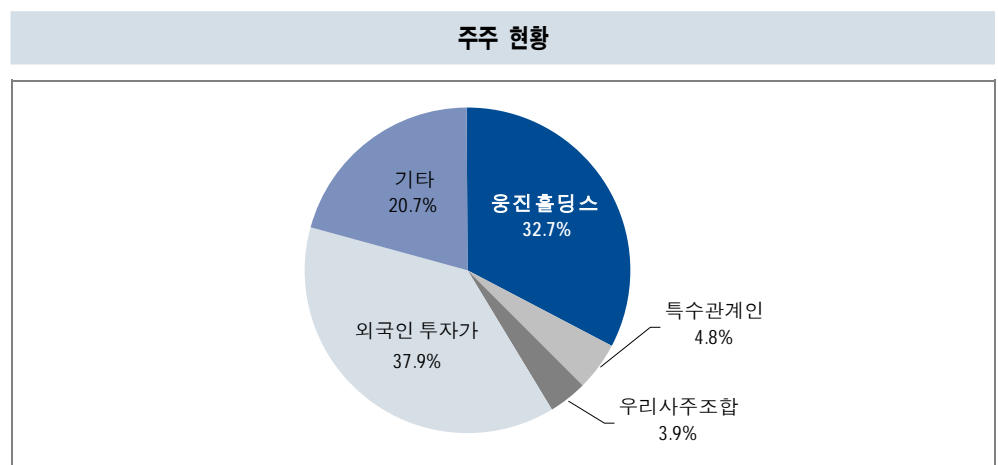
웅진그룹은 지난해 5월 웅진씽크빅을 웅진홀딩스와 웅진씽크빅으로 분할하였다. 웅진홀딩스는 지주회사 요건을 충족시키기 위해 유상증자를 하였으며, 공개매수방식으로 웅진코웨이 및 웅진씽크빅의 보통주를 현물출자 받고, 현물출자한 주주들에게 웅진홀딩스 신주를 발행하였다. 이로써 윤석금 회장이 웅진홀딩스 지분 86.4%를 소유하게 되었으며, 웅진홀딩스는 웅진코웨이의 지분 32.7%를 소유하는 구조로 개편되었다. 지주회사체제로 전환되면서 계열사의 상호 출자되었던 지분 구조가 정리되고 비관련 계열사에 대한 순환 출자우려가 해소되었다. 따라서, 기업지배구조의 투명성이 증대되고, 각 사업부문의 독립적 경영이 가능해진다는 측면에서 긍정적이다. 특히 웅진코웨이와 같은 현금창출능력이 큰 자회사에는 더욱 긍정적이다.

### 배당성향 40% 수준 유지

동사는 기존에 배당성향을 40% 가까이 유지해왔는데, 2007년은 지주회사로 전환된 초년으로 추가적으로 배당성향이 상향될 가능성이 크다고 판단된다. 당사는 동사가 주당 750원 수준의 배당금을 지급할 것으로 전망하며, 이는 배당성향 49%, 2007년 연말 증가 기준으로 2.5%의 배당수익률에 해당한다. 당사는 중장기적으로 배당성향 40%를 유지하려는 주주친화적 배당정책을 가지고 있다.



자료: 각사



주: 2007년 10월 31일 기준  
자료: 웅진코웨이

배당금 전망		(단위: 십억원, 원, %)				
	2004	2005	2006	2007E	2008F	2009F
당기순이익	14	61	75	111	153	196
현금배당금	5	24	30	56	63	74
주당배당금	250	340	400	750	850	1,000
배당성향	33.9	40.1	39.7	50.4	41.3	37.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

## 사업구조

### 1. 렌탈 구조 및 현금흐름 분석

#### 렌탈제도로 고객의 초기

#### 자본 부담 낮춤

동사는 1998년 업계 최초로 렌탈제도를 도입하였다. 이는 다음과 같은 장점이 있다. 첫째, 소비자가 제품을 일시불로 구매하는 것이 아니라 월별 렌탈료를 지불하는 구조이기 때문에 고객의 초기 자본 부담을 낮춰 고객 유인이 용이하다. 둘째, 가입자를 바탕으로 현금 유입이 지속적이며 예측 가능하다. 셋째, 신규 제품이 출시될 경우 기존 가입자에 근거한 마케팅으로 시장 침투가 비교적 용이하다.

렌탈 판매는 판매만을 전담하는 W사업본부 (2007년 3분기 기준 4,764명)와 코디 (10,585명)에 의해 양분 되어 있는데, 신규 고객 유치는 대략 3대 7의 비율로 이루어지고 있다. 이 밖에 법인 영업은 정규 직원이 담당 하고 있다. 코디 (CODY: Coway Lady의 약자)는 판매 외에도 보통 2개월에 한번씩 렌탈 고객을 방문하여 필터 교체, 부품 교환, 기타 회원 관리 등의 사후 관리 서비스를 제공한다. 코디는 개인사업자로서 또또수당 (유지관리수수료로 일회 방문시마다 5천원 지급)과 판매수수료에 근거하여 보수를 받는다. 코디 한 명당 평균 380 계정을 관리하기 때문에 월 평균 또또수당 95만원과 제품 판매 한 대당 14만원 가량의 판매수수료를 받는다. 판매수수료 중 5만원은 신규 고객의 렌탈 계약시 바로 지급되며, 나머지는 12개월에 걸쳐 분할 지급된다.

#### 매출 구조:

#### (1) 렌탈 (등록비, 렌탈료)

#### (2) 일시불 판매

#### (3) 멤버십 프로그램

고객이 렌탈 계약을 체결하면, 선택한 렌탈등록비 (10만~30만원)에 따른 요금 스케줄에 따라 월별로 렌탈료를 지불한다. 렌탈료는 의무사용기간인 1년이 지나면 소폭 인하된다. 의무사용기간 이후에는 언제든지 해약이 가능하지만, 1년 내에 계약을 해지하게 되면, 잔여 기간 렌탈료의 50%를 해지 위약금으로 지불해야 한다. 렌탈 자산은 5년에 걸쳐 정액으로 감가상각된다. 5년 이내에 렌탈 계약 해지시, 렌탈 자산은 폐기되며, 감가상각이 되지 않은 잔여 렌탈 자산이 일시에 상각되어 판관비로 계상된다 (렌탈자산폐기손실). 또한, 12개월에 걸쳐 코디에게 분할 지급되는 판매수수료 지급도 정지된다. 렌탈 기간 5년이 경과하면, 가입자는 멤버십 프로그램에 가입하여 기존 제품을 그대로 사용하면서 유지 관리 서비스만 받기도 하며, 혹은 신제품으로 재렌탈하여 신규 가입자가 될 수도 있다. 고객이 제품을 렌탈이 아닌 일시불로 구매하는 경우에도 멤버십 프로그램에 가입하여 사후 서비스를 받는다.

	1개월	1년	2년	3년	4년	5년	비고
현금유입	125,909	510,909	316,364	316,364	316,364	316,364	렌탈비는 부과세 비포함
렌탈등록비	90,909	90,909					
렌탈료	35,000	420,000	316,364	316,364	316,364	316,364	2년차부터 렌탈료 할인
현금유출	221,506	371,284	95,466	76,638	82,435	76,253	
렌탈제품원가	147,578	147,578					5년 정액으로 감가상각됨
설치 수수료	20,787	20,787					웅진해피몰이 설치 담당
유지관리 수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	또또수당: 코디 2개월마다 방문시 5천원 지급
필터 및 AS 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258	
판매수수료	50,000	130,800	9,400				1대 판매 시 코디에게 약 14만원 수수료 지급
기타	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995	코디 교육, 판촉비 등
순현금흐름	-95,597	139,625	220,898	239,726	233,929	240,111	
누적현금흐름	-95,597	139,625	360,523	600,249	834,178	1,074,289	

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**6개월 후 손익분기점 도달**

렌탈 사업은 렌탈 제품 제조로 초기에 대규모 현금이 일시 유출되지만, 현금 유입은 렌탈 기간 동안 순차적으로 발생하기 때문에 현금흐름 분석이 중요하다. 당사는 정수기 렌탈을 기준으로 동사의 월별 현금흐름을 추정해 보았는데, 계약 체결 6개월 시점에는 손익분기점에 이르는 것으로 추정된다. 가입시의 렌탈등록비와 월별 렌탈료가 6개월 이후에는 제품제조원가, 설치수수료, 유지관리수수료, 판매수수료 등을 상회하여 현금 유입이 발생하는 것으로 판단된다.

월별 렌탈 현금 흐름 (기준 모델: CP-07BLO, 정수기)												(단위: 원/대)
	1개월	2개월	3개월	4개월	5개월	6개월	7개월	8개월	9개월	10개월	11개월	12개월
<b>총현금유입</b>	125,909	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
렌탈등록비	90,909											
렌탈료	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
<b>총현금유출</b>	221,506	16,599	10,037	16,599	10,037	16,599	10,037	16,599	10,037	16,599	10,037	16,599
렌탈제품원가	147,578											
설치수수료	20,787											
유지관리수수료		5,000		5,000		5,000		5,000		5,000		5,000
필터 및 AS 부품	124	1,562		1,562		1,562		1,562		1,562		1,562
판매수수료	50,000	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345
기타 변동비	3,017	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692
<b>순현금흐름</b>	-95,597	18,401	24,963	18,401	24,963	18,401	24,963	18,401	24,963	18,401	24,963	18,401
<b>누적현금흐름</b>	-95,597	-77,196	-52,233	-33,832	-8,869	9,533	34,495	52,897	77,860	96,261	121,224	139,625

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 추정

**조기 해약에 대한  
리스크 관리**

또한, 가입자가 조기에 렌탈 계약을 해지할 경우 동사의 현금흐름에 악영향을 미칠 우려가 있으며, 이것이 렌탈 사업을 영위하는 동사에 리스크 요인일 수 있다. 하지만, 동사는 렌탈 계약 후 초기 1년을 의무사용기간으로 명시하고 있으며, 의무사용기간 이내에 계약을 해지하는 경우 가입자가 잔여 기간에 해당하는 렌탈료의 50%를 위약금으로 지불해야 하는 구조이다. 또한, 계약 해지 시점부터는 판매수수료를 포함한 기타 변동비가 발생하지 않기 때문에 동사의 현금흐름에 손해가 발생하지 않는 구조로 관리되고 있다.

동사의 과거 해지율 추이를 보면 1% 전후의 매우 낮은 수준에서 유지되어 왔다. 3분기가 대체로 해지율이 높았는데, 이는 계절성이 높은 공기청정기의 해지율이 3분기에 높기 때문이다. 공기청정기는 황사철을 앞두고 1분기와 2분기에 신규 가입자가 증가하지만, 3분기에는 다른 제품에 비해 해지율이 높다. 하지만, 기존의 0원과 5만원의 렌탈 등록비 제도를 폐지하고 최소 렌탈 등록비를 10만원으로 상향 조정함에 따라, 일단 신규 가입자를 늘리고 보자는 변칙 판매가 줄어들고 있다. 이에 따라 향후 해지율은 1% 미만 수준으로 낮아질 것으로 전망된다.

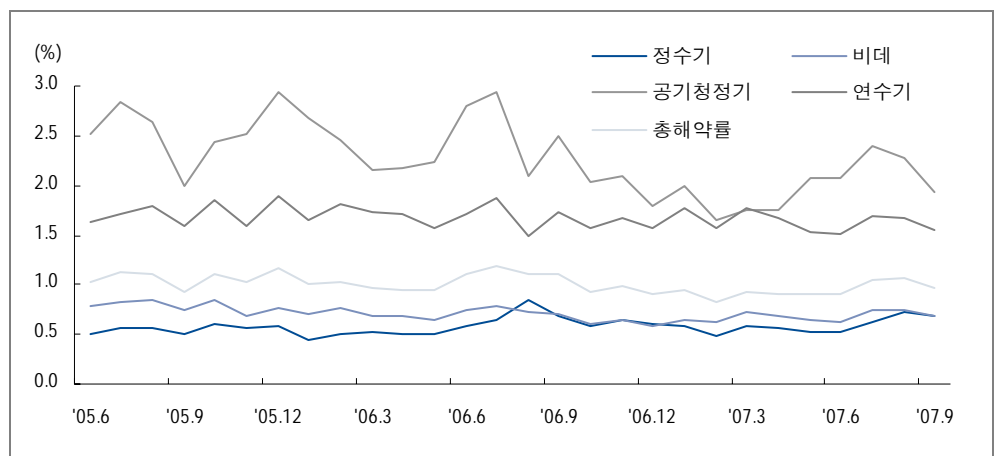
**가입 후 1개월 후 해지 시 현금 흐름 (기준 모델: CP-07BLO, 정수기)**

(단위: 원/대)

	1개월	해지위약금	비고
<b>총현금유입</b>	125,909	192,500	의무사용기간 12개월 이내 해지시 잔여 기간 렌탈 요금의 50% 부과
렌탈등록비	90,909		
렌탈료	35,000		
<b>총현금유출</b>	221,506	0	계약 해지시 유지관리수수료, 필터 및 AS 부품, 판매수수료 및 기타 변동비 발생 중지
렌탈제품원가	147,578		
설치수수료	20,787		
유지관리수수료			
필터 및 AS 부품	124		
판매수수료	50,000		
기타 변동비	3,017		
<b>순현금흐름</b>	-95,597	192,500	
<b>누적현금흐름</b>	-95,597	96,903	

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터 추정

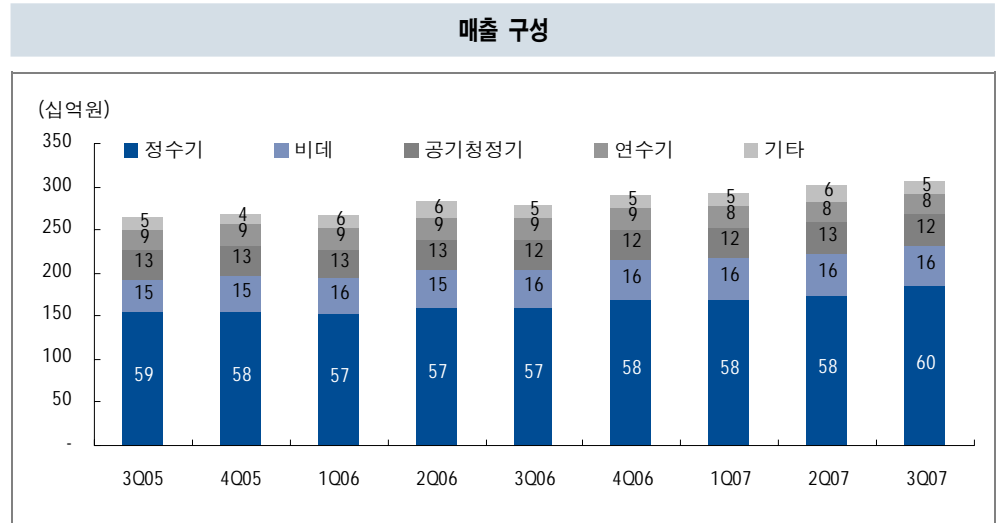
**제품별 해지율 추이**



자료: 웅진코웨이

## 2. 매출 구성

동사의 매출 구성은 2007년 3분기 누계 기준으로 정수기 59%, 비데 16%, 공기청정기 12%, 연수기 8%이며, 기타 음식물 처리기, 시스템키친, 밥솥, 초음파세척기 등이 있다. 정수기 판매는 주로 4~9월이 성수기이며, 동절기에는 수요가 감소하는 경향이 있다. 비데는 겨울철에 많이 판매되며, 공기청정기는 황사철을 앞둔 1분기와 2분기가 성수기이다. 동사의 매출액은 판매 비중이 가장 높은 정수기의 성수기인 2분기가 가장 높으며 1분기, 4분기, 그리고 여름 휴가로 영업일수가 가장 적은 3분기 순서이다. 반면, 판매가 많으면 코디에게 발생하는 판매 수수료 비중이 높아지기 때문에 수익성은 4분기, 3분기, 1분기, 2분기 순서로 낮아지게 된다.



주: 막대 안 숫자는 매출비중 (%)  
 자료: 웅진코웨이

### 제품 현황

브랜드	제품
코웨이	정수기
케어스	공기청정기
롤루	비데, 연수기
루체	초음파세척기, 스킨케어시스템
뷔셀	주방, 식탁, 불박이장, 현관장, 드레스룸
기타	물수건 제조기, 압력밥솥, 음식물 처리기

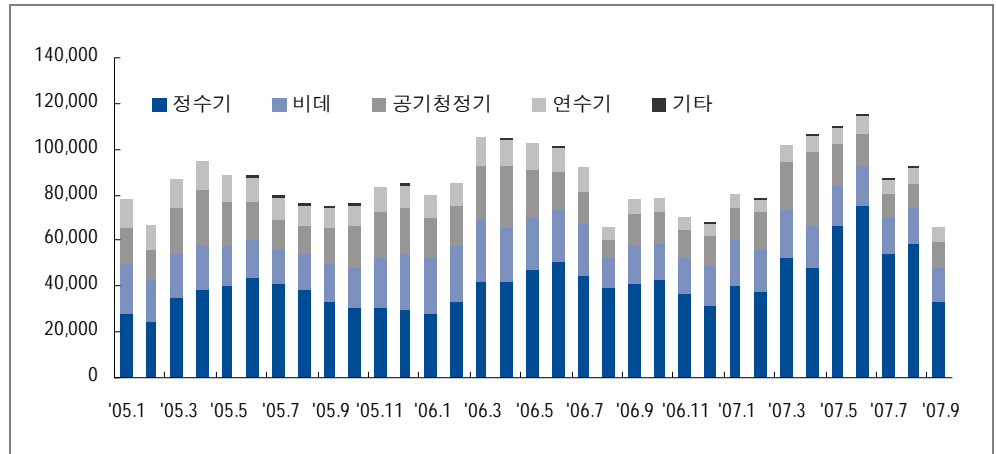
자료: 웅진코웨이

### 제품별 국내 판매 추이

	2005	2006	2007E
정수기	91만대	110만대	135만대
비데	75만대	90만대	110만대
공기청정기	40만대	45만대	65만대

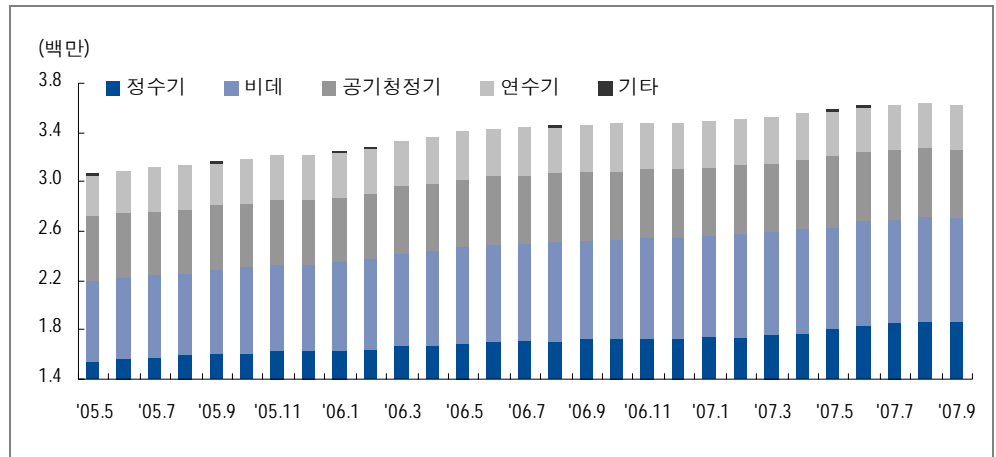
자료: 언론 보도 자료

렌탈 순주문 실적



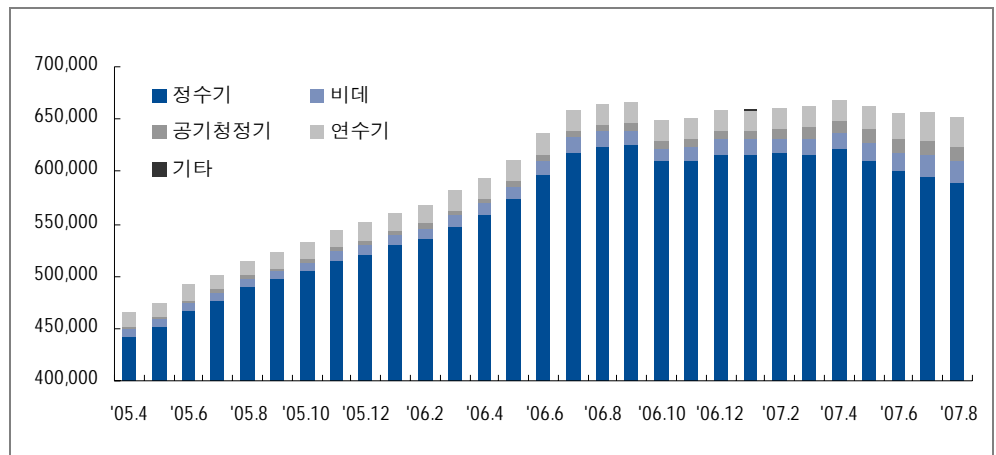
자료: 웅진코웨이

렌탈 계정 현황



자료: 웅진코웨이

멤버십 계정 현황



자료: 웅진코웨이

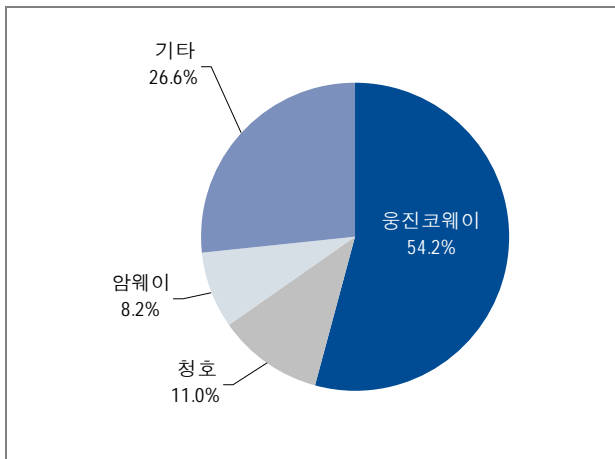
### 3. 시장 및 경쟁업체 현황

#### 정수기, 비데, 공기청정기 모든 제품에서 시장 선도

동사는 주력제품인 정수기, 비데, 공기청정기에서 국내 시장점유율 54.2%, 51.1%, 47.9%를 차지하는 시장 선두기업이다. 현재 국내에는 약 200여개의 정수기 업체가 있으며, 주요 업체로는 동사에 이어 청호나이스, 암웨이, 교원, 동양매직, 린나이코리아, 노비타 등이 있다. 언론 보도자료에 의하면, 국내 정수기 판매는 2005년 약 91만대에서 2006년에는 약 110만대로 증가하였으며, 2007년에는 약 135만대로 성장한 것으로 추정된다.

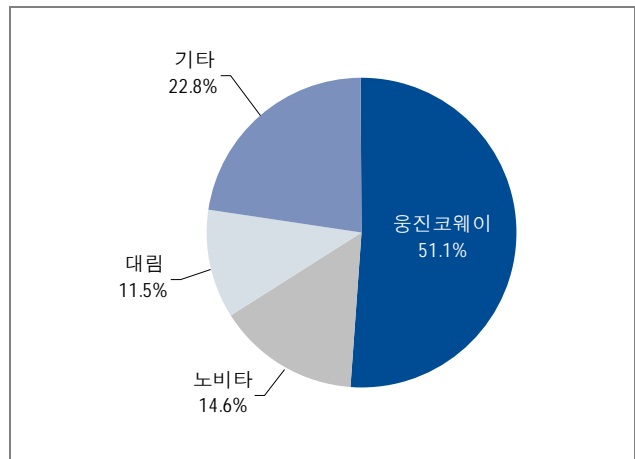
비데의 국내 판매는 2005년 75만대, 2006년 90만대였으며, 2007년에는 약 110만대까지 성장할 것으로 전망된다. 경쟁사로는 노비타, 대림 등이 있다. 공기청정기 역시 2005년 40만대, 2006년 45만대, 2007년에는 약 65만대의 내수 판매고를 올린 것으로 추정된다. 공기청정기 시장에는 삼성전자와 LG전자 등의 대기업이 진출해 있어 타 제품에 비해 경쟁이 치열한 편이다.

시장점유율: 정수기



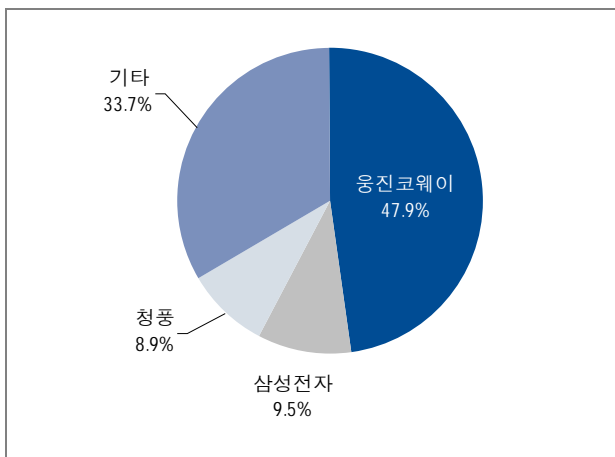
자료: 언론보도자료

시장점유율: 비데



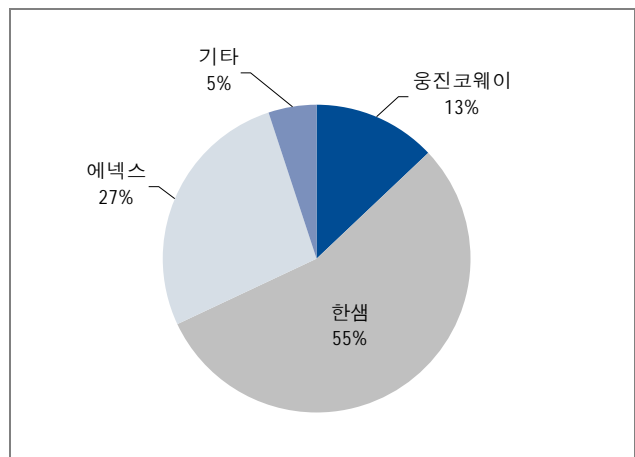
자료: 웅진코웨이

시장점유율: 공기청정기



자료: 웅진코웨이

시장점유율: 주방가구



주: 브랜드업체 주방가구 시장 대상  
(브랜드업체는 국내 전체 주방가구 시장의 절반 수준으로 추정됨)  
자료: 웅진코웨이



손익계산서

(십억원)	2004/12A	2005/12A	2006/12A	2007/12E	2008/12F	2009/12F
<b>US GAAP</b>						
<b>매출액</b>	308.7	1,008.1	1,117.8	1,249.7	1,370.7	1,501.6
증가율 (%)	16.5	226.5	10.9	11.8	9.7	9.5
제품매출비중 (%)	75.0	3.6	2.9	0.0	0.0	0.0
수출비중 (%)	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출원가 (A)</b>	184.3	250.0	261.9	272.9	295.3	319.2
제품매출원가	135.1	-89.9	-104.4	-118.0	-118.0	-119.0
<b>매출총이익 (A)</b>	124.4	758.1	855.9	976.8	1,075.4	1,182.3
Gross 마진 (%)	40.3	75.2	76.6	78.2	78.5	78.7
증가율 (%)	9.1	509.5	12.9	14.1	10.1	9.9
판매비와 일반관리비 (A)	75.8	533.6	605.1	669.4	715.7	764.5
<b>EBITDA</b>	48.6	224.5	250.8	307.4	359.8	417.8
EBITDA 마진 (%)	15.7	22.3	22.4	24.6	26.2	27.8
증가율 (%)	13.3	362.3	11.7	22.6	17.1	16.1
감가상각비 & 무형자산상각비	-15.3	-127.7	-138.5	-137.6	-138.3	-140.0
유형자산 감가상각비	-10.2	-124.0	-132.2	-131.5	-131.5	-132.5
무형자산 상각비	-5.1	-3.6	-6.3	-6.1	-6.9	-7.5
<b>EBIT</b>	33.3	96.8	112.3	169.8	221.4	277.8
EBIT 마진 (%)	10.8	9.6	10.0	13.6	16.2	18.5
증가율 (%)	0.6	191.1	15.9	51.2	30.5	25.4
순이자수익/(비용)	-2.8	-5.8	-7.0	-10.3	-13.0	-12.3
이자수익	0.4	0.9	1.9	1.9	2.1	3.3
이자비용	3.2	6.8	8.8	12.2	15.2	15.6
기타영업외이익 (손실)	-12.3	-5.0	-2.9	-8.0	1.0	3.0
외화관련이익/(손실)	-0.2	-0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법이익 (손실)	-1.0	-1.5	-3.9	-6.0	-4.0	-2.0
자산처분이익/(손실)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-11.0	-3.4	0.3	-2.0	5.0	5.0
<b>법인세차감전순이익</b>	18.2	86.0	102.4	151.5	209.4	268.5
법인세비용	3.7	25.1	27.5	40.6	56.2	72.0
<b>순이익</b>	14.4	60.9	74.9	110.8	153.2	196.5
Net 마진 (%)	4.7	6.0	6.7	8.9	11.2	13.1
증가율 (%)	36.0	322.1	23.1	47.9	38.2	28.2
<b>조정순이익</b>	15.4	62.0	77.7	115.2	156.2	197.9
<b>Korean GAAP</b>						
<b>매출액</b>	308.7	1,008.1	1,117.8	1,249.7	1,370.7	1,501.6
<b>매출원가 (B)</b>	192.7	363.7	380.4	390.9	413.3	438.2
<b>매출총이익 (B)</b>	116.0	644.4	737.4	858.8	957.4	1,063.3
Gross 마진 (%)	37.6	63.9	66.0	68.7	69.8	70.8
증가율 (%)	6.7	455.3	14.4	16.5	11.5	11.1
판매비와 일반관리비 (B)	82.8	547.5	625.1	689.0	736.0	785.5
<b>영업이익</b>	33.3	96.8	112.3	169.8	221.4	277.8
OP 마진 (%)	10.8	9.6	10.0	13.6	16.2	18.5
증가율 (%)	0.6	191.1	15.9	51.2	30.5	25.4
영업외수익	2.9	5.4	7.4	6.9	7.1	8.3
영업외비용	18.0	16.3	17.3	25.2	19.2	17.6
<b>세전계속사업이익</b>	18.2	86.0	102.4	151.5	209.4	268.5
<b>법인세차감전순이익</b>	18.2	86.0	102.4	151.5	209.4	268.5
법인세비용	3.7	25.1	27.5	40.6	56.2	72.0
<b>계속사업이익</b>	14.4	60.9	74.9	110.8	153.2	196.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	14.4	60.9	74.9	110.8	153.2	196.5
순이익 (지분법제외)	15.5	62.4	78.8	116.8	157.2	198.5
순이익 (우선주배당금제외)	14.4	60.9	74.9	110.8	153.2	196.5
<b>총현금배당금</b>	4.9	24.4	29.8	55.8	63.3	74.4

대차대조표

(십억원)	2004/12A	2005/12A	2006/12A	2007/12E	2008/12F	2009/12F
현금 및 단기금융상품	20.5	18.7	38.9	36.2	47.1	81.2
유가증권	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권	59.1	28.9	110.8	123.9	135.9	148.9
재고자산	19.6	42.2	80.4	86.9	95.3	104.4
<b>유동자산</b>	<b>105.2</b>	<b>273.2</b>	<b>405.9</b>	<b>443.5</b>	<b>493.9</b>	<b>570.6</b>
증가율 (%)	-10.6	159.8	48.6	9.3	11.4	15.5
Current asset turnover (X)	2.8	5.3	3.3	2.9	2.9	2.8
유형자산	39.2	369.8	374.2	441.8	518.9	607.5
설비투자	9.2	197.5	208.6	202.4	211.9	223.5
비유동자산처분	0.0	19.9	22.1	0.0	0.0	0.0
감가상각비	10.2	124.0	132.2	134.8	134.8	134.8
투자자산	4.8	6.0	13.8	94.9	94.9	94.9
무형비유동자산	17.6	23.7	28.2	31.5	34.5	37.8
<b>비유동자산</b>	<b>71.5</b>	<b>442.0</b>	<b>479.2</b>	<b>638.1</b>	<b>724.5</b>	<b>823.4</b>
증가율 (%)	-9.3	517.9	8.4	33.2	13.6	13.6
Non-liquid asset turnover(x)	4.1	3.9	2.4	2.2	2.0	1.9
<b>자산총계</b>	<b>176.7</b>	<b>715.2</b>	<b>885.1</b>	<b>1,081.6</b>	<b>1,218.4</b>	<b>1,394.0</b>
증가율 (%)	-10.1	304.8	23.8	22.2	12.7	14.4
Total asset turnover (X)	1.7	2.3	1.4	1.3	1.2	1.1
단기성부채	58.2	115.8	131.7	210.0	215.4	221.0
단기차입금	49.2	69.8	101.7	180.0	185.4	191.0
유동성장기부채	9.0	46.0	30.0	30.0	30.0	30.0
매입채무	14.5	32.6	29.3	32.7	35.9	39.3
기타유동부채	21.6	205.8	270.7	302.7	332.0	363.7
<b>유동부채</b>	<b>94.2</b>	<b>354.2</b>	<b>431.8</b>	<b>545.4</b>	<b>583.3</b>	<b>624.0</b>
증가율 (%)	5.0	275.9	21.9	26.3	6.9	7.0
Current liability turnover (X)	3.4	4.5	2.8	2.6	2.4	2.5
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기성충당금	1.2	3.5	6.5	7.2	7.9	8.7
기타비유동부채	3.2	15.6	8.1	9.1	10.0	10.9
재무리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>6.8</b>	<b>19.0</b>	<b>14.6</b>	<b>16.3</b>	<b>17.9</b>	<b>19.6</b>
증가율 (%)	-24.0	179.0	-23.3	11.8	9.7	9.5
Non-current asset turnover(x)	39.1	78.0	66.5	80.8	80.1	80.1
<b>부채총계</b>	<b>101.0</b>	<b>373.2</b>	<b>446.3</b>	<b>561.7</b>	<b>601.2</b>	<b>643.6</b>
증가율 (%)	2.3	269.3	19.6	25.8	7.0	7.1
Total liability turnover (X)	3.1	4.3	2.7	2.5	2.4	2.4
자본금	12.6	39.0	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	13.3	76.3	113.8	113.8	113.8	113.8
주식발행초과금	13.2	76.3	80.6	80.6	80.6	80.6
재평가적립금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	-34.3	-7.1	2.1	2.1	2.1	2.1
자기주식	-35.0	-8.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	84.2	233.7	283.5	364.6	462.0	595.2
<b>자본총계</b>	<b>75.6</b>	<b>342.0</b>	<b>438.8</b>	<b>519.8</b>	<b>617.2</b>	<b>750.4</b>
증가율 (%)	-22.6	352.1	28.3	18.5	18.7	21.6
Shareholder's equity turnover (X)	3.6	4.8	2.9	2.6	2.4	2.2
Capital Employed	82.5	361.0	453.4	536.2	635.1	770.0

현금흐름표

(십억원)	2004/12A	2005/12A	2006/12A	2007/12E	2008/12F	2009/12F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>46.5</b>	<b>226.8</b>	<b>183.7</b>	<b>223.5</b>	<b>265.3</b>	<b>305.9</b>
+ 당기순이익 (-손실)	14.4	60.9	74.9	110.8	153.2	196.5
+ 현금유출입이 없는 비용 (-수익)	31.5	223.7	224.6	128.7	129.4	128.1
+ 감가상각비	10.2	124.0	132.2	134.8	134.8	134.8
+ 무형자산상각비	5.1	3.6	6.3	6.1	6.9	7.5
+ 퇴직급여충당금	2.0	9.4	10.1	0.8	0.7	0.8
+ 지분법손실 (-이익)	1.0	1.5	3.9	6.0	4.0	2.0
+ 외화환산손실 (-이익)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>46.0</b>	<b>284.6</b>	<b>299.6</b>	<b>239.5</b>	<b>282.6</b>	<b>324.5</b>
- <b>운전자본의 증가 (+ 감소)</b>	<b>0.6</b>	<b>-57.8</b>	<b>-115.9</b>	<b>-16.1</b>	<b>-17.2</b>	<b>-18.6</b>
- 매출채권의 증가 (+ 감소)	13.7	67.0	-100.7	-13.1	-12.0	-13.0
- 재고자산의 증가 (+ 감소)	-10.2	1.8	-38.4	-6.4	-8.4	-9.1
+ 매입채무의 증가 (- 감소)	1.6	-54.4	-3.3	3.5	3.2	3.4
+/- 기타운전자본의 증가 (-감소)	-4.6	-72.2	26.6	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-8.6</b>	<b>-205.0</b>	<b>-211.4</b>	<b>-307.5</b>	<b>-234.0</b>	<b>-247.4</b>
+ 유가증권의 감소 (-취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 기타당좌자산의 감소 (-증가)	-0.7	0.4	-0.1	-20.7	-19.0	-20.6
+ 투자유가증권의 처분 (-취득)	-0.4	0.5	-15.5	-81.1	0.0	0.0
+ 유형자산감소	0.0	19.9	22.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-9.2	-197.5	-208.6	-202.4	-211.9	-223.5
+ 무형자산의 감소 (-증가)	-0.1	-2.5	-10.6	-3.3	-3.1	-3.3
<b>Free Cash Flow</b>	<b>37.4</b>	<b>29.3</b>	<b>-24.9</b>	<b>21.1</b>	<b>53.4</b>	<b>82.4</b>
<b>Net Cash Flow</b>	<b>38.0</b>	<b>21.8</b>	<b>-27.7</b>	<b>-84.1</b>	<b>31.4</b>	<b>58.5</b>
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-34.4</b>	<b>-37.6</b>	<b>48.5</b>	<b>81.4</b>	<b>-20.2</b>	<b>-25.1</b>
+ 단기차입금의 증가 (-감소)	4.2	0.4	32.0	78.3	5.4	5.6
+ 유동성장기부채 증가 (-감소)	-2.4	-32.0	-36.0	0.0	0.0	0.0
+ 기타유동부채의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	31.9	29.3	31.7
+ 사채의 증가 (-감소)	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
+ 장기차입금의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 기타비유동부채의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	1.0	0.9	1.0
+ 자본금,자본잉여금증가 (-감소)	-32.7	1.4	56.9	0.0	0.0	0.0
- 배당금의 지급	-3.5	-7.3	-24.4	-29.8	-55.8	-63.3
<b>현금 및 단기금융상품의 증가</b>	<b>3.6</b>	<b>-1.8</b>	<b>20.8</b>	<b>-2.6</b>	<b>11.1</b>	<b>33.5</b>
기초 현금 및 단기금융상품	13.9	20.5	18.7	38.9	36.2	47.4
기말 현금 및 단기금융상품	20.5	18.7	38.9	36.2	47.4	80.8

VALUATION (I)

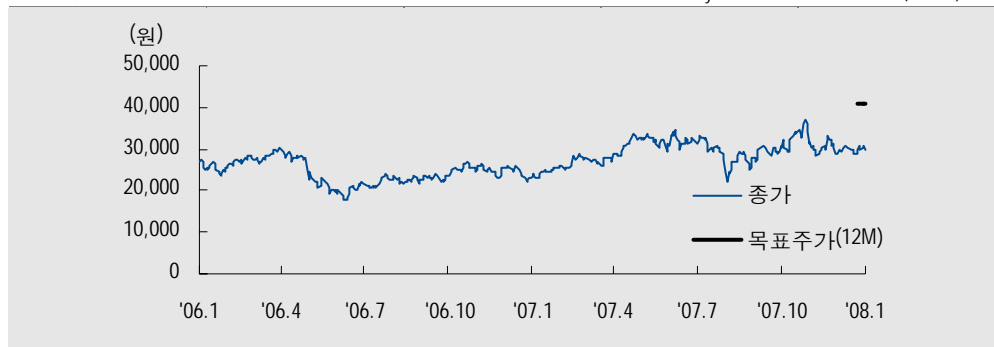
(십억원)	2004/12A	2005/12A	2006/12A	2007/12E	2008/12F	2009/12F
<b>Residual Income Model</b>						
Spread (FROE-COE) (%)	8.2	20.5	10.1	13.7	17.6	19.3
Residual Income	7.1	42.9	39.6	65.9	99.9	132.3
12M Rim-based target Price (Won)	40,398.3					
<b>주가 수익률-비용 Spread</b>						
경상자기자본이익률	35.2	43.6	27.0	33.3	36.7	38.8
경상자기자본이익률 - COE	26.7	35.0	17.9	23.9	27.2	29.0
주가수익률 - COE	-2.2	-4.0	-5.1	-4.5	-2.6	-1.0
<b>경제적 부가가치 (EVA)</b>						
투자자본	116.6	454.3	520.6	569.5	662.9	769.2
영업용비유동자산	68.0	438.2	453.6	497.6	584.0	682.8
순영업용자산	48.6	16.1	67.0	71.9	78.9	86.4
세후영업이익	26.4	68.6	82.2	124.2	162.0	203.3
EBIT	33.3	96.8	112.3	169.8	221.4	277.8
(세금)	6.8	28.3	30.1	45.5	59.4	74.5
투자자본이익률 (%)	20.3	24.0	16.9	22.8	26.3	28.4
투자자본이익률 - WACC (%)	13.8	17.0	9.7	15.5	18.9	20.9
EVA	16.1	77.1	50.6	88.2	125.6	160.7
<b>Discounted Cash Flow</b>						
EBIT	33.3	96.8	112.3	169.8	221.4	277.8
+ 감가상각비	15.3	127.7	138.5	140.9	141.7	142.3
- 세금	6.8	28.3	30.1	45.5	59.4	74.5
- CAPEX	9.2	197.5	208.6	202.4	211.9	223.5
- 영업용자본의 증가 (+ 감소)	-21.8	-32.5	50.9	4.9	7.0	7.5
Free cash flow for DCF valuation	54.3	31.3	-38.9	57.9	84.8	114.6
<b>가중평균 자본비용 (WACC) (%)</b>						
부채비용 (COD)	4.4	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2
평균부채비용	5.6	7.8	7.1	7.1	7.1	7.1
조정 (세금 등)	1.1	2.3	1.9	1.9	1.9	1.9
자기자본비용 (COE)	8.4	8.6	9.0	9.4	9.5	9.8
무위험수익률	4.3	4.5	5.0	5.3	5.4	5.7
주식리스크 Premium	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
WACC	6.4	7.1	7.1	7.3	7.4	7.5
전년대비 변동률 (%p)	0.6	0.6	0.1	0.2	0.0	0.2
<b>Enterprise Value</b>						
+ 시가총액	232.4	1,768.7	1,918.9	2,270.2	2,225.5	2,225.5
+ Net debt (-cash)	37.6	97.0	92.8	173.7	168.2	139.6
Enterprise Value	270.0	1,865.8	2,011.7	2,443.9	2,393.7	2,365.1
- 투자자산	4.8	6.0	13.8	94.9	94.9	94.9
+ 금융리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV (조정후)	265.3	1,859.8	1,997.8	2,349.0	2,298.8	2,270.2
EV/ EBITDA (X)	5.6	8.3	8.0	8.0	6.7	5.7
EV/ EBIT (X)	8.1	19.3	17.9	14.4	10.8	8.5
EV/ EBITDA (조정후) (X)	5.5	8.3	8.0	7.6	6.4	5.4
EV/ EBIT (조정후) (X)	8.0	19.2	17.8	13.8	10.4	8.2
주당EBIT (FD) (W)	1,389.3	1,753.1	1,512.9	2,281.1	2,975.2	3,732.2
주당EBITDA (FD) (W)	2,028.2	4,064.3	3,379.0	4,130.2	4,833.7	5,613.0

VALUATION (II)

	2004/12A	2005/12A	2006/12A	2007/12E	2008/12F	2009/12F
<b>PER, PCR &amp; PBR</b>						
PER (X)	16.1	21.7	25.6	20.5	14.5	11.3
EPS (FD) (W)	602.4	1,102.2	1,009.6	1,489.4	2,058.6	2,639.4
조정 PER (X)	15.1	21.3	24.6	19.7	14.3	11.2
조정 EPS (FD) (W)	642.2	1,122.9	1,046.9	1,548.4	2,097.9	2,659.1
PCR (X)	5.1	4.6	6.4	9.5	7.9	6.9
CFPS (W)	1,919.2	5,152.0	4,036.5	3,218.9	3,796.6	4,360.3
PBR (X)	4.0	5.6	4.7	4.6	3.8	3.1
BPS (W)	2,422.0	4,310.0	5,520.9	6,561.0	7,828.6	9,573.7
<b>PSR &amp; PGR</b>						
PSR (X)	0.8	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5
주당매출액 (W)	12,891.8	18,248.6	15,061.3	16,792.6	18,415.7	20,173.5
PEG (X)	0.5	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.9	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8
PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.6	3.7	1.4	1.4	1.2	1.2
주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	35.2	23.1	37.8	27.7	19.2	14.8
주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	18.0	19.3	35.1	23.7	17.5	13.7
주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	26.8	5.9	18.4	14.6	11.7	9.7
<b>Profitability &amp; ROE Breakdown</b>						
<b>투자수익률 (%)</b>						
총자산이익률 (ROA) (%)	7.7	13.7	9.4	11.3	13.3	15.0
투하자본이익률 (ROIC) (%)	20.3	24.0	16.9	22.8	26.3	28.4
EBITDA/ 자기자본 (%)	64.2	65.7	57.2	59.1	58.3	55.7
EBITDA/ 총자산 (%)	27.5	31.4	28.3	28.4	29.5	30.0
<b>ROE Breakdown</b>						
자기자본이익률 (ROE) (%)	16.6	29.2	19.2	23.1	27.0	28.7
순이익/매출액 (%)	4.7	6.0	6.7	8.9	11.2	13.1
매출액/총자산 (X)	1.7	2.3	1.4	1.3	1.2	1.1
총자산/자기자본 (평균,%)	215.2	213.6	205.0	205.2	202.3	191.0
<b>Stability &amp; Turnover</b>						
<b>장기부채비율 (%)</b>						
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	49.7	28.4	21.1	33.4	27.2	18.6
총부채/ 자기자본 (%)	133.6	109.1	101.7	108.1	97.4	85.8
순이자비용/ 매출액 (%)	0.9	0.6	0.6	0.8	1.0	0.8
EBIT/ 순이자비용 (X)	11.9	16.6	16.1	16.5	17.0	22.6
<b>단기유동성비율 (%)</b>						
유동비율 (%)	111.6	77.1	94.0	81.3	84.7	91.5
당좌비율 (%)	90.8	65.2	75.4	65.4	68.3	74.7
현금비율 (%)	20.0	5.2	8.0	5.7	7.2	12.1
<b>자산회전율 (X)</b>						
재고자산회전율 (X)	14.9	32.6	18.2	14.9	15.1	15.0
매출채권회전율 (X)	4.7	22.9	16.0	10.6	10.5	10.5
순운전자본회전율 (X)	5.2	31.2	26.9	18.0	18.2	18.2
<b>Dividend</b>						
<b>배당수익률 (%)</b>						
총현금배당금(십억원)	4.9	24.4	29.8	55.8	63.3	74.4
보통주 주당현금배당금(중간+기말)	250.0	340.0	400.0	750.0	850.0	1,000.0
<b>주식및 추가 Data</b>						
총발행주식수 (mn)	24.0	73.9	74.4	74.4	74.4	74.4
보통주 (mn)	24.0	73.9	74.4	74.4	74.4	74.4
우선주 (mn)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가중평균주식수 (보통주) (mn)	23.9	55.2	74.2	74.4	74.4	74.4
가중평균주식수 (FD) (보통주) (mn)	23.9	55.2	74.2	74.4	74.4	74.4
액면가 (W)	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
웅진코웨이	021240.KS	2008.01.16	Buy	41,000원 (12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2007년 12월 17일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 3단계(Buy/Hold/ Reduce)에서 ‘Strong Buy’ 등급을 추가한 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)로 변경하오니 투자판단에 참고하시기 바랍니다.  
 ‘Strong Buy’ 는 Buy 등급 중 High Conviction 종목을 의미합니다.

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
  - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : 0% ~ 15%
  - Reduce : 0% 미만