

김성훈 (02)368-9525
 shkjin@bookook.co.kr

웅진코웨이 (021240)

Buy (신규)

목표주가: 40,000원

현재가(08/22)	32,350
액면가(원)	500
자본금(억원)	393
시가총액(억원)	24,079
상장주식수(만주)	7,443
외국인지분율(%)	41.13
60일 평균거래량(만주)	21
52주 최고/최저(원)	36,800 / 25,100
주요주주	웅진홀딩스 (32.7)

이익 성장 모멘텀 유효

- 우수한 현금흐름 고려시 밸류에이션 양호
- 높은 시장 점유율과 양호한 성장 스토리
- 원가 및 비용절감에 따른 이익모멘텀 유효

목표주가 40,000원, 투자 의견 Buy 제시

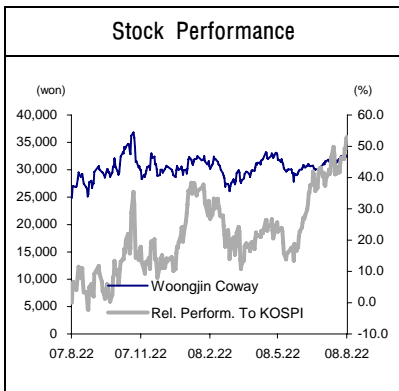
웅진코웨이의 목표주가를 40,000원으로 산정하며 투자 의견 Buy를 신규 제시함. 목표주가는 12개월 Forward EFS에 최근 3년동안의 평균 P/E 20배를 적용한 수준임. 밸류에이션 프리미엄을 받는 이유는 1)주요 품목인 정수기, 공기청정기, 비데 등에서 시장점유율 1위를 기록하고 있고 2) 합병효과와 단기인상효과로 이익률이 상승하고 있으며 3)수익모델상 현금회수기간과 BEP 도래 기간이 짧기 때문임. 또한, 4)매출의 85% 이상이 가입자 기반의 렌탈사업이기 때문에 현금흐름 및 이익에 대한 예측가능성이 높다는 점도 긍정적임.

성숙 시장에서 피어나는 성장 스토리

산업사이클 상 빠른 성장기는 지났다는 평가이나 당사는 동사의 성장 가능성을 높게 보고 있음. 이렇게 판단하는 이유는 1)이마트 등 시판 사업 강화 2)방판 강화를 통한 가구당 중복 구매 확대 3)음식물처리기 등 신제품 출시 4)해외사업 강화 등이 예상되기 때문임.

이익 모멘텀은 유효

이익 성장은 당분간 지속될 전망. 이는 웅진코웨이개발과의 합병으로 원가절감 효과가 나타나고 있으며 단기인상으로 수익성 개선이 예상되기 때문. 한편, 배당성향을 50% 수준으로 유지하는 주주친화정책과 유통주식수가 10% 내외에 불과한 점도 주가에는 긍정적인 측면으로 다가올 전망.



결산월 (12월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2005	10,081	968	860	609	1,102	83.0	21.7	8.3	5.2	29.2
2006	11,178	1,123	1,024	749	1,010	-8.4	25.6	8.0	4.4	19.2
2007	12,131	1,613	1,557	1,163	1,562	54.8	19.5	7.8	4.3	24.0
2008	13,255	1,939	1,776	1,326	1,782	14.0	18.2	7.0	3.7	22.3
2009	14,786	2,317	2,142	1,600	2,149	20.6	15.1	5.9	2.9	21.6

목표주가 40,000원, 투자의견 Buy 제시

목표주가 40,000원
투자의견 Buy 신규 제시

웅진코웨이의 목표주가를 40,000원으로 산정하며 투자의견 Buy를 신규 제시한다. 목표 주가는 12개월 Forward EPS에 동사의 최근 3년동안의 평균 P/E 20배를 적용한 수준이다. P/E 밸류에이션은 프리미엄을 받고 있으나 현금흐름이 매우 우수해 EV/EBITDA 수준은 양호하다.

밸류에이션 프리미엄 부여

동사가 밸류에이션 프리미엄을 받는 이유는 다음과 같다. 1)주요 품목인 정수기, 공기청정기, 비데 등 각 부문에서 시장점유율 1위를 기록하고 있고 2)합병효과와 요요인상 효과가 나타나면서 이익률이 지속적으로 상승하고 있으며 3)수익모델상 현금회수기간과 BEP 도래 기간이 짧기 때문이다. 아울러 4)매출의 85% 이상이 가입자 기반의 렌탈 사업이기 때문에 현금흐름 및 이익에 대한 예측 가능성이 높다는 점도 긍정적으로 작용한다.

성숙 시장에서 피어나는 성장 스토리

당분간 성장 가능성 매우 높음

웅진코웨이는 정수기, 비데, 공기청정기 등의 렌탈 사업에서 압도적인 시장점유율을 유지하고 있다. 산업사이클 상 빠른 성장기는 지났다는 평가이나 당사는 동사의 성장 가능성을 높게 보고 있다. 이렇게 판단하는 이유는 1)이마트, 하이마트, 전자랜드 등 방판 이외의 신규 유통채널에서 성과가 나타나고 있고 2)방문판매 강화를 통한 가구당 중복구매 확대를 꾀하고 있으며 3)음식물처리기 등과 같은 신제품을 지속적으로 출시하고 있기 때문이다. 또한, 4)해외사업 성과가 가시화될 것으로 예상되기 때문이다.

렌탈비중 85% 이상

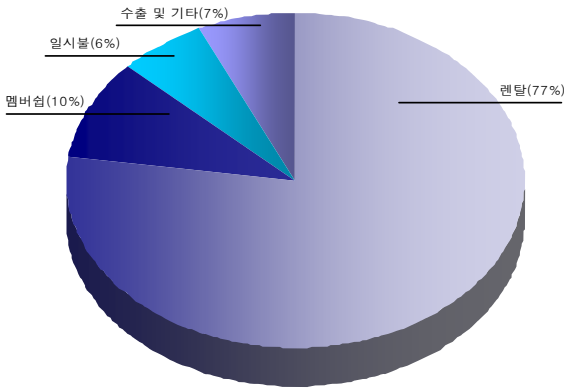
매출은 크게 네가지 부문, 렌탈, 일시불, 멤버십, 그리고 수출 및 기타 등으로 구성된다. 2008년 기준으로 각각의 매출비중은 77%, 6%, 10%, 7%가 예상되며 멤버십의 일부가 렌탈 고객과 관련된 것임을 감안하면 실제 렌탈 매출 비중은 85% 이상인 것으로 파악된다.

계정수의 지속적인 상승과 단가 인상을 통한 ARPU의 증가 예상

렌탈은 제품가격과 유지관리비용의 합을 매출액으로 인식한다. 5년계약으로 이루어지기 때문에 유지관리비용은 60개월동안 지속되며 2달에 한번 코디가 방문하는 구조이다. 품목별로는 정수기가 57%로 가장 많은 비중을 차지한다. 정수기 렌탈은 98년부터 시작한 사업이기 때문에 향후 계정수의 빠른 성장을 기대하기는 쉽지 않지만 해약률 관리와 만기고객 재렌탈 유도, 마트, 백화점 등 시판사업 강화 등으로 지속적인 상승이 예상된다. 아울러 단가 인상에 따른 ARPU 증가가 나타나고 있어 긍정적이다. 렌탈은 해약률 관리

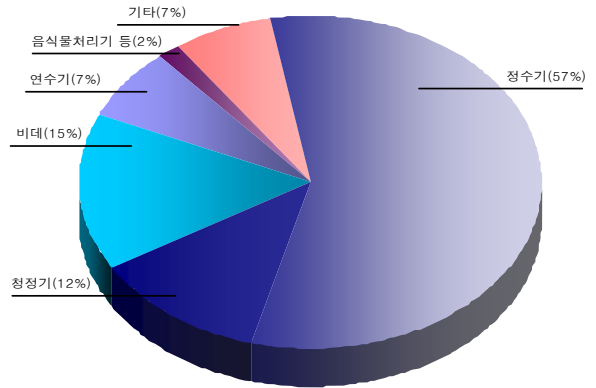
가 가장 중요한데, 이 역시 1% 수준에서 유지되고 있기 때문에 양호하다는 판단이다. 한편, 일시불은 제품가격을 매출액으로 인식하며, 멤버십은 유지관리비용을 매출액으로 인식한다. 멤버십은 계약기간 5년이 종료된 고객과 일시불 구입 고객이 대상이다.

[그림1] 부문별 매출 비중



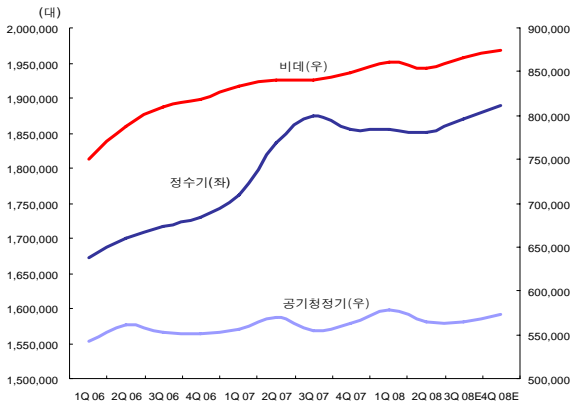
자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림2] 품목별 매출 비중



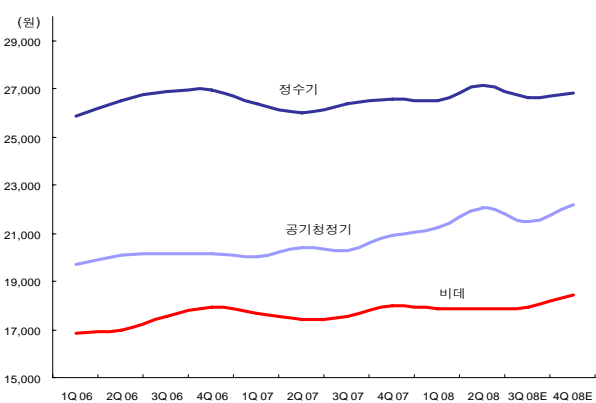
자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림3] 렌탈 계정 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림4] 렌탈 ARPU 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

현금흐름 매우 우수

웅진코웨이의 가장 큰 장점은 현금흐름이 매우 우수하다는 점이다. 대표적으로 정수기 렌탈의 현금흐름을 도해해보면, 현금유입은 렌탈등록비, 렌탈료 등 51만원, 현금유출은 제조원가, 유지관리수수료, 설치수수료, 필터 및 AS, 판매수수료 등 37만원으로 구조화되어 있다. 1년을 기준으로 현금유입과 현금유출을 감안할 때 공헌이익은 14만원 수준이다. 매출 대부분이 렌탈이고 정수기 렌탈 비중이 가장 크며 또 렌탈 수익모델은 품목별로 거의 유사하기 때문에 회사 전체적으로 현금흐름과 이익 창출 능력은 매우 뛰어난 것으로 판단된다.

성장여력 충분

주요 품목들은 산업사이클 상 빠른 성장기는 지났다고 판단된다. 그러나 벤치마크 대상인 일본과 비교할 경우 시장이 포화되기 위해서는 20~40% 정도 확대 여지가 있고, 여기에 강력한 브랜드 파워까지 고려한다면 꾸준한 성장은 가능할 것으로 예상된다. 웅진코웨이의 브랜드파워는 매우 높다. 정수기, 공기청정기, 비데 등 주요 품목에서 각각 시장점유율 1위를 유지하고 있기 때문이다. 정수기의 경우 시장점유율은 54%로 2위 11%와 큰 격차를 두고 있으며 비데와 공기청정기도 이와 유사한 상황이다. 비데의 경우 51%, 공기청정기의 경우 48%로 2위와의 격차는 각각 36%p, 38%p 이다.

높은 브랜드파워 인상적

성장전략 유효 예상

한편, 시판사업 강화, 신제품 출시, 가구당 중복구매 확대 등을 통한 성장전략은 매우 유효할 것으로 판단된다. 시판사업 강화는 채널다변화로 젊은층으로의 고객기반 확대가 가능할 것이며, 코디에게 지급되는 판매수수료도 없어 수익성 측면의 개선 효과도 기대된다. 또, 가입자기반의 방판사업 특성상 신제품의 시장 침투 역시 용이한 것으로 판단된다. 이에 따라 올해 5월 출시된 음식물처리기의 빠른 성장이 기대된다. 음식물처리기는 아직 보급률이 1% 내외에 불과하여 성장가능성이 매우 높다.

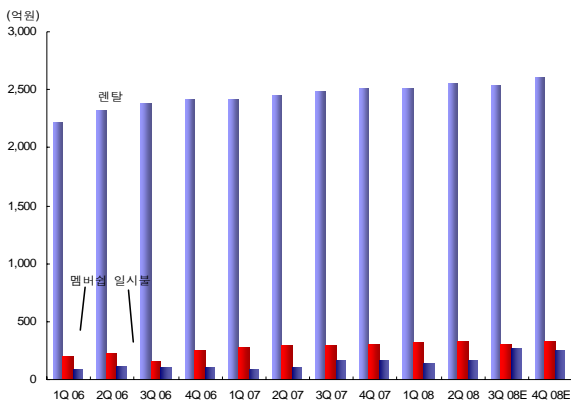
하반기 제휴사와의 협력모델 기대해볼만

하반기는 제휴사와의 협력 모델도 기대된다. 제휴사 입장에서 웅진코웨이는 매력적인 유통채널로 인식되기 때문에 제휴서비스는 향후 더욱 다양해질 전망이다. 현재 카드사와의 제휴모델이 진행되고 있으며 카드 사용시 렌탈료 할인 등의 혜택이 부여될 전망이다. 또, 백화점 입점과, 홈쇼핑, 온라인 판매도 추진하고 있다.

2008년 매출액 성장률 9.3% 예상

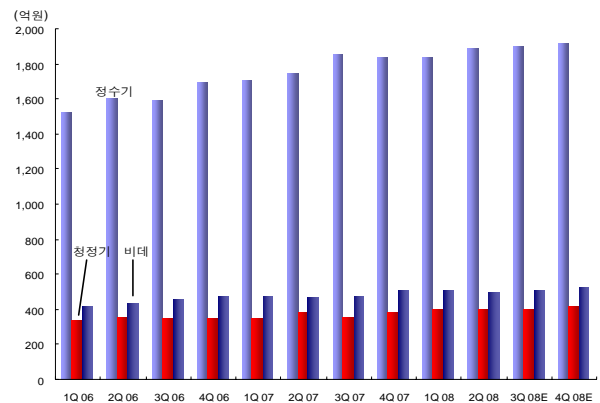
올해 매출액은 전년대비 9.3% 성장한 1조3,255억원이 예상된다. 렌탈부문의 성장률은 5% 수준으로 전년대비 성장률은 둔화될 전망이나 일시불과 수출 등의 빠른 성장으로 양호한 성장률은 이어질 것으로 예상된다.

[그림5] 부문별 매출액 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림6] 품목별 매출액 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

이익 성장 모멘텀은 유효

이익 성장 당분간 지속 예상

이익 성장은 당분간 지속될 전망이다. 이는 1)합병효과, 2)요금인상효과, 3)해약률 관리, 4)시판 강화 때문이다. 이에 따라 영업이익은 향후 3년간 연평균 19% 성장할 것으로 예상되며, 영업이익률은 2007년 13.3%에서 2008년 14.6%, 2009년 15.7%가 될 것으로 추정된다.

합병으로 비용 감소 효과 지속

웅진코웨이는 2005년 웅진코웨이개발을 흡수합병하였는데 합병전 웅진코웨이는 정수기, 공기청정기 등의 제품 제조를 담당, 웅진코웨이개발은 이를 구입하여 판매 및 렌탈을 담당하였다. 합병후에는 내부거래 마진이 사라져 감가상각대상자산의 단가와 감가상각비의 감소가 나타나고 있다. 렌탈 계약 기간이 5년이고 감가상각비도 5년 정액으로 처리됨을 감안하면 비용감소효과는 2010년까지 이어질 전망이다. 또, 감가상각대상자산의 단가가 낮아지면 5년만기 후 발생하는 렌탈자산폐기손실 금액도 낮아지기 때문에 합병이 수익성에 미치는 영향은 매우 긍정적이다.

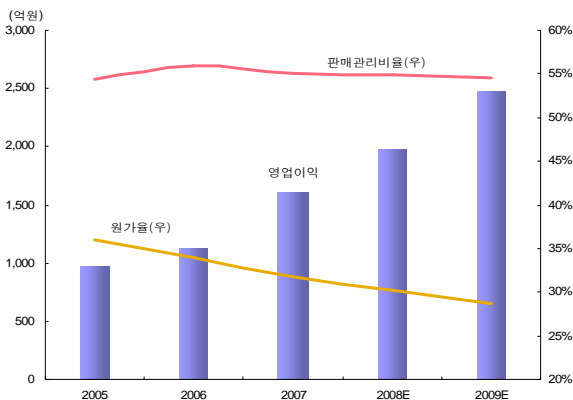
요금 인상 효과로 수익성 개선

단가인상으로 수익성이 개선되고 있다. 2006년 11월에 신규렌탈은 5%, 멤버십은 23% 인상하였는데, 멤버십의 인상폭이 큰 이유는 5년만기고객의 재렌탈을 유도하기 위함이다. 또, 렌탈등록비를 0원~30만원 사이에서 선택하던 것을 최소 10만원 이상으로 올리는 정책을 취하면서 초기현금흐름 개선과 BEP 기간 단축 효과가 발생하고 있다.

주주친화정책도 주가에 긍정적 영향 예상

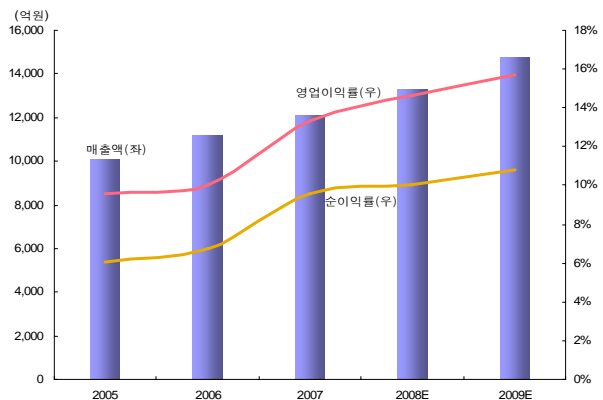
한편, 배당성향을 50% 수준으로 유지하는 주주친화정책도 주가에 긍정적인 요인이며, 유통주식수가 10% 내외에 불과한 점도 이익 성장 시기에는 긍정적인 측면으로 부각될 전망이다.

[그림7] 비용 절감 효과



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림8] 연간 실적 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권 추진

Compliance Notice

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우	기업분석
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우	
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우	
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우	산업분석
Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2008. 08. 22	Buy	40,000원



- ❖ 본 자료는 2008년 08월 22일 17시에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	2006A	2007A	2008F	2009F
유동자산	4,059	3,956	5,318	6,078
현금/단기금융상품	389	285	462	473
시장성유가증권	1	1	1	1
매출채권	1,108	1,179	1,559	1,740
재고자산	804	578	809	881
고정자산	4,792	5,405	6,304	7,073
투자자산	769	777	819	966
유형자산	3,742	3,887	4,754	5,394
무형자산	282	741	731	713
자산총계	8,851	9,361	11,621	13,151
유동부채	4,318	3,930	4,247	4,177
매입채무	293	258	337	367
단기차입금	1,017	920	1,257	1,257
유동성 장기부채	300	200	100	0
고정부채	146	145	745	745
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	600	600
부채총계	4,463	4,076	4,992	4,922
자본금	393	393	393	393
자본잉여금	1,138	1,137	1,137	1,137
이익잉여금	2,835	3,701	5,027	6,626
자본총계	4,388	5,285	6,597	8,196

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	2006A	2007A	2008F	2009F
영업활동 현금흐름	1,837	2,833	2,034	2,925
당기순이익	749	1,163	1,326	1,600
감가상각비	1,322	1,328	1,633	1,860
영업용자산활동변동	-1,159	-522	-1,106	-720
투자활동 현금흐름	-2,162	-2,200	-2,232	-2,151
투자자산의 증가	-191	32	-100	-200
유형자산의 증가	-1,865	-2,184	-2,500	-2,500
무형자산의 증가	-106	-47	-88	-88
재무활동 현금흐름	485	-497	342	-763
장/단기차입금증가	160	-197	937	-100
자본 증가	21	2	0	0
배당금 지급	-244	-298	-581	-663
순현금흐름	159	135	145	11
기초현금	186	345	285	462
기말현금	345	285	430	473
Free Cash Flow	-913	-123	-500	402

예상손익계산서

(단위: 억원)

	2006A	2007A	2008F	2009F
매출액	11,178	12,131	13,255	14,786
증가율(%)	10.9	8.5	9.3	11.6
매출원가	3,804	3,847	4,043	4,406
매출총이익	7,374	8,284	9,212	10,380
판매비	6,251	6,671	7,274	8,064
영업이익	1,123	1,613	1,939	2,317
영업이익률 %	10.0	13.3	14.6	15.7
영업외수익	74	97	69	84
이자수익	19	16	19	27
지분법평가이익	0	4	0	0
외환관련이익	16	14	10	13
영업외비용	173	153	232	259
이자비용	88	80	101	125
지분법평가손실	39	45	59	53
외환관련손실	11	5	6	7
경상이익	1,024	1,557	1,776	2,142
특별손익	0	0	0	0
법인세차감전이익	1,024	1,557	1,776	2,142
법인세비용	275	394	450	542
당기순이익	749	1,163	1,326	1,600
EBIT	1,123	1,613	1,939	2,317
EBITDA	2,508	3,029	3,670	4,283

Valuation 관련지표

	2006A	2007A	2008F	2009F
EPS (원)	1,010	1,562	1,782	2,149
CFPS (원)	2,876	3,465	4,107	4,791
BPS (원)	5,900	7,100	8,863	11,012
PER (배)	25.6	19.5	18.2	15.1
PBR (배)	4.4	4.3	3.7	2.9
EV/EBITDA (배)	8.0	7.8	7.0	5.9
매출액증가율 (%)	10.9	8.5	9.3	11.6
영업이익증가율 (%)	15.9	43.7	20.2	19.5
순이익증가율 (%)	23.1	55.2	14.0	20.6
EPS증가율 (%)	-8.4	54.8	14.0	20.6
영업이익률 (%)	10.0	13.3	14.6	15.7
순이익률 (%)	6.7	9.6	10.0	10.8
EBITDA 마진 (%)	22.4	25.0	27.7	29.0
ROE (%)	19.2	24.0	22.3	21.6
부채비율 (%)	101.7	77.1	75.7	60.1
이자보상배율 (배)	12.7	20.1	19.2	18.5