

기업분석

웅진코웨이 (021240.KS)

2008년 8월 11일

Buy (유지)

목표주가 41,000원 (유지)

Analyst

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

2분기 실적 통해, 경기 방어적 성격을 재차 확인

2분기 실적: 역대 최고 영업이익률 14.6% 달성

당사는 웅진코웨이에 대해 Buy 투자 의견 및 목표주가 41,000원을 유지한다. 당사는 렌탈 판매 특성상 경기에 대한 민감도가 크지 않다는 것을, 2분기 실적을 통해서 확인할 수 있었다. 당사는 2분기에 매출액 3,290억원(+9.2% y-y), 영업이익 479억원(+30.3% y-y)으로, 역대 최고의 영업이익률 14.6%를 기록하였다. 수익성 향상은, (1) 2010년까지 발생하게 될 웅진코웨이개발과의 합병효과, (2) 마진이 높은 일시불 판매의 전년동기대비 40.5% 신장, (3) ERP 시스템 도입으로 부품 및 필터 관리 비용 전년동기대비 23% 감소, (4) 리빙사업부문의 구조조정으로 인한 종업원 축소와 매출과 연동된 성과급 구조의 리빙 컨설턴트 제도 도입에 따른 인건비 비중 축소 등에 의한 것이다.

금융 및 통신 사업자와의 제휴로 가입자에게 렌탈료 할인 혜택 부여

당사는 금융 및 통신 사업자와 제휴사업을 추진하고 있다. 당사의 가입 고객이 제휴된 카드나 통신사를 이용할 경우 월별 렌탈요금을 할인 받을 수 있는 프로그램이다. 본격 시행 시기는 신용카드사와는 10월, 통신사와는 11월경으로 계획 중이다. 당사는 추가 발생 비용 없이 고객에게 할인을 제공하게 되는데, '코디'라는 고객 대면 접촉 채널이 제휴사에는 강력한 마케팅 수단이 될 수 있기 때문에 가능하다. 당사 역시 신규 고객 유치가 좀 더 용이할 수 있으며, 가입자들의 렌탈료 부담을 낮춰 해지율 하락을 기대할 수 있기에 긍정적이다.

홈쇼핑/백화점으로의 판매 채널 다변화

당사는 하반기에 백화점 입점 및 홈쇼핑 판매를 추진 중에 있다. 기존 방문 판매에만 의존해 왔던 당사가 작년 이마트, 올해 하이마트, 전자랜드의 납품에 이어, 지속적인 판매 채널 다변화를 시도하고 있는 긍정적인 모습이다. 홈쇼핑의 경우 코디와의 판매 마찰 우려가 있지만, 홈쇼핑은 신제품에 한해서 두 달간 한시적으로 노출시킬 계획이므로 코디와의 마찰을 최소화 하겠다는 방침이다. 제휴 사업과 더불어 하반기에는 최근 둔화되었던 순가입자 증가 속도의 회복을 기대해 볼 만 하다.

[기준일: 2008. 8. 8]

- 주가: 31,300 원 (보통주)
- 시가총액: 2,329.7 십억원
- 자본금: 39.3 십억원
- 52 주 최고가: 36,800 원
최저가: 22,050 원
- 외국인지분율: 40.9%
- 배당수익률(07년): 2.49%

웅진코웨이 실적 전망

(단위:십억원, 원, 배, %)

	2007	2008E	2009F	2010F
매출액	1,213	1,346	1,473	1,590
영업이익	161	197	227	260
EBITDA	303	341	373	408
순이익	116	131	158	183
EPS	1,562	1,765	2,119	2,460
P/E	19.5	17.7	14.8	12.7
P/B	5.0	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	7.8	7.4	6.8	6.2
ROE	24.0	23.3	24.3	24.5

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '웅진코웨이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 Buy, 목표주가 41,000원 유지

당사는 웅진코웨이에 대해 Buy 투자의견 및 12개월 목표주가 41,000원을 유지한다. 동사의 주가는 KOSPI가 조정을 보이기 시작한 6월 이후 KOSPI 대비 20%p outperform 하였다. 동사의 주식은 지금과 같은 불확실한 주식 시장에서 매력적인 투자 대안이 된다고 판단한다. 동사의 렌탈 판매는 소비자의 초기 부담금을 낮춰주기 때문에 지금과 같은 내수 경기 부진 시기에 상대적으로 경기 민감도가 적다는 점에서 경기 방어적 성격을 갖는다. 이를 시장 기대치를 충족시킨 동사의 2분기 실적을 통해서도 확인할 수 있었다. 또한 438만명의 가입자 기반의 안정적인 사업구조를 바탕으로 꾸준한 현금 흐름이 창출되어 earnings visibility가 높다. 더불어, 당사는 올해 최소 50% 이상의 배당성향을 기대해 볼 수 있어 배당주로도 매력적이다.

시장 기대치를 만족시킨 양호한 2분기 실적

웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 3,290억원(+9.2% y-y), 영업이익 479억원(+30.3% y-y)을 기록하여, 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 충족한 양호한 실적을 달성하였다. 통상적으로 2분기에는 판매실적이 좋은 만큼 코디에게 지급하는 판매수수료 부담이 증가하기 때문에 수익성이 저조하다. 하지만, 당사는 올 2분기에 영업이익률 14.6%를 달성하여 역대 최고의 수익성을 기록한 것은 고무적이다. 참고로, 동사의 2분기 영업이익률 추이를 보면 2006년 8.2%, 2007년 12.2%였다.

사업 부문별 매출을 살펴보면, 렌탈 관련 매출이 전년동기대비 5.5% 성장에 그쳤다. 하지만, 수출이 124% 성장하였으며, 음식물 처리기 중심의 일시불 매출과 일시불 고객 대상의 멤버십 매출이 각각 40.5%, 17.2% 증가하여 양호한 외형 성장이 가능하였다. 렌탈 판매가 부진했던 이유는 내수 경기 부진으로 인한 소비자의 소비 심리 위축과, 회사 차원에서 적극적인 프로모션을 자제하였기 때문이다. 동사의 경우 렌탈 판매 구조로 소비자의 초기 부담금을 낮춰주기 때문에 상대적으로 내수 경기에 대한 민감도가 적지만, 일부 영향을 받을 수밖에 없다.

웅진코웨이 2분기 실적

(단위: 십억원, %)

	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08				
					발표치	y-y	q-q	당사추정치	Consensus
매출액	301.3	306.2	313.7	315.4	329.0	9.2	4.3	329.0	327.4
영업이익	36.8	41.9	43.2	44.6	47.9	30.3	7.3	46.4	45.9
법인세차감전순이익	33.2	37.9	46.8	36.9	44.0	32.7	19.3	42.5	42.5
순이익	23.8	27.2	37.8	27.2	30.1	26.2	10.7	30.3	31.5

자료: 웅진코웨이, FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

사업부문별 매출

(단위: 십억원, %)

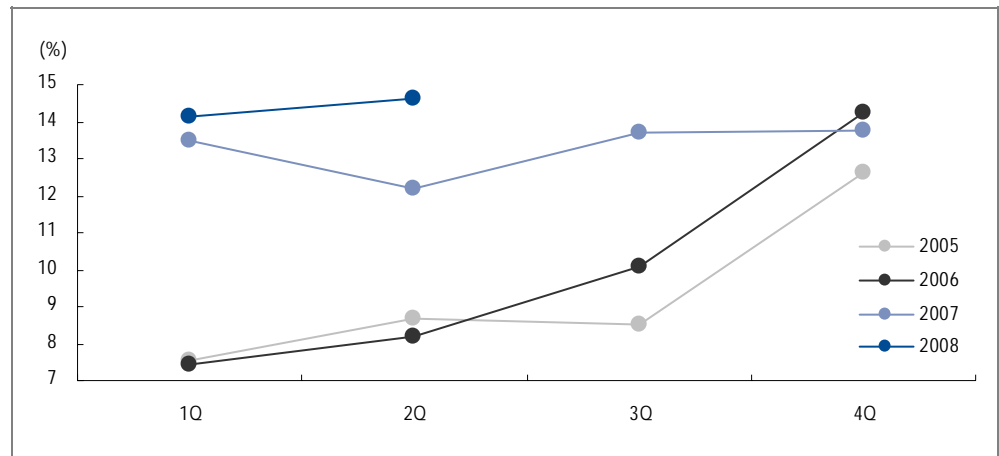
	2Q08	2Q07	y-y	1Q08	q-q
렌탈관련	289.1	274.1	5.5	284.0	1.8
렌탈	255.3	245.2	4.1	252.0	1.3
멤버십	33.8	28.9	17.0	32.0	5.6
일시불	16.9	12.1	39.7	14.1	19.9
수출	11.9	5.3	124.5	8.2	45.1
기타 (A/S, 리빙사업)	11.1	9.8	13.3	9.1	22.0
총계	329.0	301.3	9.2	315.4	4.3

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

영업이익률 14.6% 달성, 역대 최고 수익률

동사의 영업이익률 향상은 2010년까지 꾸준히 발생하게 될 웅진코웨이개발과의 구조적인 합병효과 이외에 다음과 같은 요인에 기인한다. 첫째, 음식물 처리기와 같은 제품 라인업 확대로 마진이 높은 일시불 판매가 전년 동기대비 40.5% 증가하였다. 둘째, 작년 하반기 ERP 시스템을 도입한 이후 필터 관리의 효율성이 증대되어 부품 및 필터 관리 비용이 전년동기대비 23% 감소하였다. 셋째, 인건비의 매출액 대비 비중이 0.9%p 감소하였다. 이는 지난 1분기 리빙사업부문의 구조조정 이후 종업원이 축소되었으며, 고정 인건비 없이 판매와 연계된 성과급 구조의 ‘리빙 컨설턴트’ 제도를 도입하였기 때문이다.

연도별 분기 영업이익률 추이



자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

통신 및 금융 사업자와 제휴로 가입자에게 렌탈료 할인 혜택 부여

웅진코웨이는 이번 실적 발표 IR에서 통신 및 금융 사업자와 제휴사업을 추진할 것이라고 밝혔다. 동사의 가입 고객이 제휴된 통신사나 카드를 이용할 경우 월별 렌탈료를 할인 받을 수 있는 프로그램이다. 이미 통신 사업자 SK 텔레콤, SK 그룹 마케팅컴퍼니와 MOU를 체결하였다. 본격 시행 시기는 신용카드사와는 10월, 통신사와는 11월경으로 계획 중이다. 이에 따라 동사는 추가 발생 비용 없이 고객에게 할인 혜택을 제공할 수 있게 되었는데, 이는 동사의 ‘코드’라는 고객 대면 접촉 채널이 제휴사에는 매력적인 마케팅 수단이 될 수 있기에 가능한 것이다. 웅진코웨이 역시 제휴사업을 통해 코드의 마케팅 톨이 추가되어 신규 고객 유치가 좀더 용이할 수 있으며, 가입자들의 렌탈료 부담을 낮춤으로써, 해지율 하락을 기대해 볼 수 있기에 긍정적이다.

이 제휴사업의 대략적인 내용은, 동사의 가입 고객이 제휴 카드로 전환 시 동사는 카드사로부터 일정 수수료를 받게 되며, 고객은 일정 금액을 넘는 카드 사용액에 대해서는 3%를 렌탈료로 할인 받을 수 있게 된다. 예를 들어, 월 렌탈료 3만원을 지급하는 고객의 경우 월 카드 사용액이 70만원 이상이 되면, 렌탈료 50% 가량을 절감할 수 있다.

홈쇼핑/백화점으로의 판매 채널 다변화 및 프로모션 통한 코디 동기 부여

웅진코웨이는 2분기에 렌탈 순가입자의 증가 속도가 둔화되는 모습을 보였다. 하지만, 하반기에는 위에서 언급한 통신사/카드사 제휴뿐만 아니라, 판매 채널 다변화 및 코디 프로모션을 통해 순가입자 증가 속도가 다시 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

또한 하반기에 백화점 입점 및 홈쇼핑 판매를 추진 중에 있다. 기존에 방문 판매에만 의존해 왔던 동사가 작년에 이마트, 올헤에 하이마트, 전자랜드에 납품을 시작했는데, 지속적으로 판매 채널 다변화를 꾀하고 있는 것이다. 홈쇼핑 판매의 경우 코디와의 판매 마찰이 발생 우려가 있다. 하지만, 동사는 신제품 출시 후 두 달간만 홈쇼핑을 통해 할인된 가격으로 판매하여 신제품 판매를 극대화하고, 두 달 후에는 기존 판매 채널로 넘기려는 계획이다. 이로써, 같은 모델을 동시에 방문 판매와 홈쇼핑에서 접하지 못하게 하여, 코디와의 마찰을 최소화하고자 한다.

더불어, 동사는 하반기에 코디를 대상으로 한 프로모션을 계획 중에 있다. 과거 추이를 살펴보면, 코디는 판매 실적에 연동된 성과 프로모션의 특성에 따라 판매 실적이 좌우되는 경향을 보였다. 하반기에는 코디의 동기부여를 통한 순가입자 증가를 기대해 볼 만하다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
매출액	1,213.1	1,345.8	1,472.6	1,590.2	EV/ EBITDA (X)	7.8	7.4	6.8	6.2
증가율 (%)	8.5	10.9	9.4	8.0	EV/ EBIT (X)	14.6	12.7	11.1	9.8
매출원가	384.7	409.8	437.8	464.6	PER (X)	19.5	17.7	14.8	12.7
매출총이익	828.4	936.0	1,034.8	1,125.6	조정PER (X)	19.7	17.0	14.5	12.6
Gross 마진 (%)	68.3	69.6	70.3	70.8	PCR (X)	6.8	9.0	8.2	7.5
판매비와 일반관리비	667.1	738.7	807.7	865.6	PBR (X)	5.0	4.5	3.8	3.3
EBITDA	302.9	341.3	373.3	408.5	PSR (X)	1.9	1.7	1.6	1.5
EBITDA 마진 (%)	25.0	25.4	25.3	25.7	PEG (X)	1.2	1.1	0.9	0.8
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	143.9	146.2	148.5	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	1.1	1.2	1.1	0.8
영업이익	161.3	197.3	227.1	260.0	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.9	1.9	1.6	1.2
OP 마진 (%)	13.3	14.7	15.4	16.4	Enterprise Value	2,353.5	2,511.9	2,530.4	2,551.4
영업외수익	9.7	3.9	4.5	4.1	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	16.3	16.8	15.8	16.8
영업외비용	15.3	19.7	20.3	19.0	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	17.2	14.2	13.9	15.1
순이자수익/(비용)	-6.4	-9.5	-13.6	-14.7	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	10.5	9.1	9.2	10.3
세전계속사업이익	155.7	181.6	211.2	245.1	주당EBIT (FD) (W)	2,167	2,651	3,051	3,494
Prelax 마진 (%)	12.8	13.5	14.3	15.4	주당EBITDA (FD) (W)	4,070	4,585	5,015	5,488
법인세비용	39.4	50.2	53.5	62.1	EPS (FD) (W)	1,562	1,765	2,119	2,460
계속사업이익	116.3	131.4	157.7	183.1	조정EPS (FD) (W)	1,552	1,843	2,159	2,480
순이익	116.3	131.4	157.7	183.1	CFPS (W)	4,509	3,463	3,821	4,190
Net 마진 (%)	9.6	9.8	10.7	11.5	BPS (W)	6,105	6,974	8,140	9,403
조정순이익	115.5	137.1	160.7	184.6	주당매출액 (W)	16,301	18,081	19,784	21,364

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
영업활동 현금흐름	283.3	243.0	271.4	299.7	RIM				
당기순이익	116.3	131.4	157.7	183.1	Spread (FROE-COE) (%)	14.8	13.9	14.9	15.1
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	144.5	145.8	147.1	Residual Income	71.4	78.3	96.9	113.0
+ 지분법손실 (- 이익)	4.1	8.0	4.0	2.0	12M RIM-based Target Price(W)	40,520			
+ 외화환산손실(-이익)	-0.9	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-4.3	0.0	0.0	0.0	투하자본	611.1	714.0	828.5	952.1
Gross Cash Flow	335.5	257.7	284.4	311.9	세후영업이익	120.5	142.8	169.6	194.2
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-52.2	-14.7	-13.0	-12.2	투하자본이익률 (%)	21.3	21.5	22.0	21.8
투자활동 현금흐름	-224.6	-312.7	-259.2	-266.7	투하자본이익률 - WACC (%)	14.2	14.5	14.8	14.5
+ 유형자산감소	9.8	0.0	0.0	0.0	EVA	86.7	103.4	122.5	138.2
- 유형자산증가(CAPEX)	-228.2	-213.4	-236.6	-248.2	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.8	-70.3	0.0	0.0	EBIT	161.3	197.3	227.1	260.0
Free Cash Flow	55.1	29.7	34.8	51.5	+ 감가상각비	141.6	144.5	145.8	147.1
Net Cash Flow	58.7	-69.7	12.2	33.0	- CAPEX	228.2	213.4	236.6	248.2
재무활동 현금흐름	-49.7	102.6	-22.2	-43.3	Free cash flow for DCF valuation	14.9	66.2	82.2	97.8
자기자본 증감	-0.2	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-49.5	102.6	-22.2	-43.3	부채비용 (COD)	4.9	4.8	4.9	4.9
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.6	33.0	-10.0	-10.3	자기자본비용 (COE)	9.3	9.4	9.5	9.7
기말 순부채 (순현금)	83.4	182.2	200.7	221.7	WACC	7.1	7.1	7.2	7.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
현금 및 단기금융상품	28.5	61.6	52.4	41.0	자기자본이익률 (ROE) (%)	24.0	23.3	24.3	24.5
매출채권	117.9	130.8	142.6	154.0	총자산이익률 (ROA) (%)	12.8	12.5	12.7	13.2
유동자산	395.6	467.2	488.9	503.6	투하자본이익률 (ROIC) (%)	21.3	21.5	22.0	21.8
유형자산	388.7	469.3	573.1	688.5	EBITDA/ 자기자본 (%)	57.3	56.8	53.7	51.3
투자자산	16.7	87.3	87.6	87.8	EBITDA/ 총자산 (%)	32.4	29.1	28.4	28.1
비유동자산	540.5	706.1	823.8	952.2	배당수익률 (%)	2.6	2.7	3.5	4.2
자산총계	936.1	1,173.2	1,312.7	1,455.8	총현금배당금(십억원)	58.1	63.3	81.9	96.8
단기성부채	112.0	196.0	205.2	214.9	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	780	850	1,100	1,300
매입채무	25.8	28.6	31.7	34.3	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	15.8	30.3	28.8	27.8
유동부채	393.0	507.8	551.3	591.8	총부채/ 자기자본 (%)	77.1	95.1	88.7	82.7
장기성부채	0.0	48.0	48.0	48.0	순이자비용/ 매출액 (%)	0.5	0.7	0.9	0.9
장기성충당금	7.7	8.5	9.3	10.1	EBIT/ 순이자비용 (X)	25.2	20.8	16.7	17.7
비유동부채	14.5	64.1	65.7	67.1	유동비율 (%)	100.6	92.0	88.7	85.1
부채총계	407.6	571.9	617.0	658.9	당좌비율 (%)	85.9	79.7	76.6	73.2
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	총발행주식수 (mn)	74	74	74	74
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	370.1	443.4	537.8	639.0	주가 (W)	30,500	31,300	31,300	31,300
자본총계	528.5	601.3	695.7	796.9	시가총액 (십억원)	2,270	2,330	2,330	2,330

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>

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



종목 투자등급 (Stock Ratings) 가이드

- 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

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 유가증권 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 당사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.