

기업분석

웅진코웨이 (021240.KS/Buy유지/TP:41,000원유지/CP:33,900원)

뉴욕/런던 컨퍼런스 Summary

- 투자자들은 웅진코웨이의 경기 방어적 특성을 인지
- 하반기에는 견조한 신규 렌탈 가입자 증가 및 해지율 하락 기대
- 2011년까지는 영업이익률이 연간 1%p씩 개선될 전망

Analyst

이시은, CFA

02)768-7596
janice.lee@woorim.com

투자자들은 웅진코웨이의 경기 방어적 특성을 인지

당사는 웅진코웨이와 함께 8월 28일~9월 2일 뉴욕 및 런던에서 개최된 ‘2008 우리 코리아 컨퍼런스(2008 Woori Korea Conference)’에 참석하여 외국인 투자자들을 대상으로 one-on-one meeting을 가졌다. 외국인 투자자들은 대체로 방문 판매에 근거한 렌탈 판매라는 동사의 비즈니스 모델에 대해 긍정적인 시각을 가지고 있었다. 특히, 투자자들은 시판보다는 방판이, 일시불 판매보다는 렌탈 판매가 경기에 덜 민감하며, 동사의 경우 신규 가입자보다 기존 가입자로부터 발생하는 매출의 비중이 훨씬 크기 때문에 동사가 경기 방어적인 특성을 가지고 있음을 인지하고 있었다. 투자자들의 질문은 동사의 추가 성장을 위한 요건, 경기 둔화에 따른 해지율 상승 가능성, 향후 실적 전망에 집중되었다. 투자자들의 주요 질문 및 동사의 답변은 다음과 같다.

주요 질문 및 동사의 답변

1) 동사가 향후 추가 성장을 하기 위한 요건은 무엇인가? 웅진코웨이의 답변은 다음 세 가지로 요약된다.

첫째, 정기적으로 코디의 유지 관리 서비스가 요구되는, 렌탈 판매에 적합한 신제품의 지속적인 개발이 필요하다. 당사는 기존 정수기 판매에 이어 2000년에 비테, 2001년에 공기청정기의 렌탈 판매를 시작함으로써 2002년에 렌탈 판매가 크게 증가할 수 있었다. 당사는 ‘코디’라는 세일즈 채널에 기반한 438만 렌탈/멤버십 가입자를 보유하고 있기 때문에 신제품이 출시되면 경쟁사보다 시장 침투가 용이하다는 강점이 있다. 동사가 올해 3월 신규 출시한 음식물처리기의 판매가 급증함에 따라 내년에는 동사의 주력 제품으로 급부상 할 수 있을 전망이다. 또한, 당사는 10월에 로봇청소기를 출시할 계획이다.

둘째, 판매 채널 다변화가 필요하다. 방문 판매는 상대적으로 권유나 소개를 통한 판매가 용이한, 일정 수준 이상의 소득을 가진 중·장년층이 주 고객이다. 따라서, 맞벌이 가정이나 젊은 세대를 공략하기 위해서는 시판 채널로의 확대가 필수적이다. 당사는 기존 이마트, 하이마트, 전자랜드 입점에서 확장하여, 하반기에는 백화점 7개점 (롯데백화점 4점, 현대백화점 3점) 입점 및 홈쇼핑을 통한 신제품 할인 판매를 계획 중에 있다. 또한, 시판 채널을 통해 확보한 신규 고객에게 중복 판매를 권유함으로써 추가적인 판매를 기대해 볼 수 있다.

셋째, 해외사업을 강화하여 내수 성장 둔화의 돌파구로 삼으려고 한다. 당사는 작년에 2천만 달러에 머물렀던 수출 실적이 올해는 5천만달러, 내년에는 1억달러까지 증가할 수 있을 것으로 제시하였다. 수출은 아직 규모가 작아 내수 마진을 훼손하고 있지만, 그 규모가 1억 5천만달러 수준에 이르면 내수 마진에 근접할 수 있을 전망이다

• 당사는 자료 작성일 현재 ‘웅진코웨이’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 • 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

2) 지난 2분기에 일시적으로 해지율이 상승하였는데, 경기가 부진한 하반기에 해지율이 더 상승할 위험은 없는가?

동사의 2분기 해지율은 1.13%로 전년동기의 0.90% 및 전분기의 1.04%에 비해 소폭 상승하였다. 이는 경기 부진에 따른 영향뿐만 아니라, 전년동기에 역대 최대의 렌탈 판매 실적을 기록함으로써, 해지 위약금이 사라지는 13개월 차인 올해 2분기에 해약이 증가했기 때문이다.

하반기에 경기 부진은 지속되겠지만, 동사는 오히려 해지율이 하락할 수 있을 것으로 전망하고 있다. 동사는 하반기에 통신사 및 카드사와 제휴 사업을 추진할 계획이다. 동사의 가입 고객이 제휴된 통신사나 신용카드를 이용할 경우 누적된 포인트로 월별 렌탈료를 지불할 수 있는 프로그램이다. 따라서, 가입자들이 현금으로 지급하는 렌탈료 부담을 낮춤으로써 해지를 하락을 기대해 볼 수 있다. 하지만, 향후 파트너쉽 계약이 깨지게 되면, 포인트로 렌탈료를 지불하던 고객의 현금 지급 부담이 증가하면서 해지율이 재상승할 수 있다는 위험이 있다. 동사는 파트너쉽을 다각화하여 이러한 위험을 낮추려 하고 있다.

3) 하반기에 신규 렌탈 가입자 전망은?

지난 상반기 신규 렌탈 가입자의 증가세가 소폭 둔화되는 모습을 보였다. 하지만, 다음과 같은 이유로 하반기에는 신규 렌탈 가입자가 전년동기대비 7.9% 증가하여 56만명에 이를 것으로 전망한다. 첫째, 상반기의 광고가 신규 출시된 음식물처리기에 집중되었던 것에 비해 하반기에는 기존 제품의 광고를 강화할 방침이다. 둘째, 코디를 대상으로 한 프로모션을 실시하여, 동기 부여를 통한 순가입자 증가를 기대해 볼 만하다. 과거 추이를 볼 때, 코디는 성과 프로모션의 특성에 따라 판매 실적이 좌우되는 경향을 보였다. 셋째, 동사는 대부분의 판매를 방문 판매에 의존하는 만큼 영업일 수가 중요한데, 올 하반기는 작년에 비해 영업일수가 길다. 넷째, 통신사 및 카드사 제휴로 고객의 현금 지출 부담을 낮춰 신규 고객 유치가 좀더 용이할 전망이다.

4) 지난 수년간 지속적으로 수익성이 개선되는 모습을 보였는데, 향후 전망은 어떠한가?

동사는 영업이익률이 연간 1%p씩 증가하여 2011년에는 18~19%를 달성할 수 있을 것으로 제시하였다. 이에 대한 근거로는 첫째, 월별 렌탈료 ARPU의 지속적인 상승이다. 동사는 2006년 8월 신규 가입자를 대상으로 렌탈료를 5% 인상한 바 있다. 따라서, 요금 인상의 대상이 되는 신규 고객이 증가하고, 5년 만기가 도래하는 기존 고객이 빠져나가는 향후 5년 동안 월별 ARPU는 지속적으로 상승하게 된다. 둘째, 2010년까지 발생하게 될 웅진코웨이개발과의 합병효과이다. 셋째, 전문 경영진을 영입함으로써 제조 과정의 효율화를 통해 제조원가가 지속적으로 낮아질 전망이다.

5) 수익성이 좋은 일시불 판매보다 렌탈 판매에 주력하는 이유는 무엇인가?

단기간에는 일시불 판매가 렌탈 판매보다 수익성이 높은 것은 사실이다. 하지만, 렌탈 판매를 통해 고객 대면의 기회를 확보함으로써 중복 판매를 유도할 수 있으며, 신제품 개발에 고객의 아이디어를 활용할 수 있다. 또한, 렌탈 판매의 경우 신규 고객에 대한 의존도가 낮아지기 때문에 경기 둔화와 같은 외부 환경에 덜 민감하다는 장점이 있다.

6) 배당 정책은?

동사는 2007년 배당성향 49.9%, 배당수익률 2.7%를 기록하였다. 올해는 배당성향이 최소 50%에서 최대 60%까지 가능할 것으로 제시하였다. 따라서, 배당주로의 매력도 부각되고 있다.

[기준일: 2008. 09. 04]

웅진코웨이 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

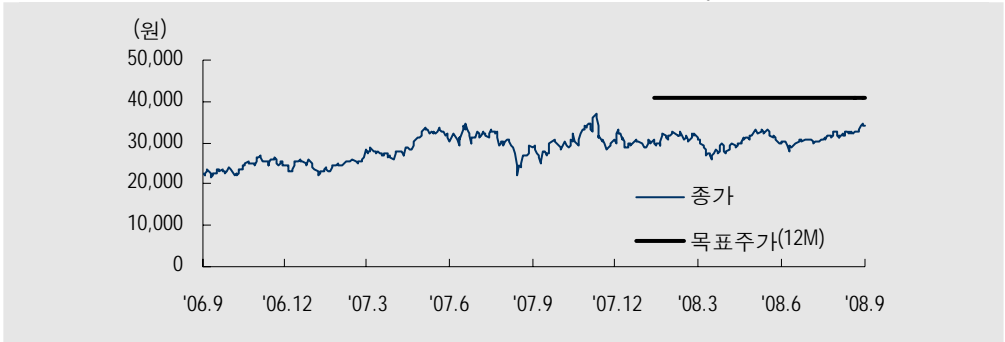
-주가: 33,900 원 (보통주)
 -시가총액: 2,523.2 십억원
 -자본금: 39.3 십억원
 -52 주 최고가: 36,800 원
 최저가: 25,100 원
 -외국인지분율: 42.26%
 -배당수익률(07년): 2.30%

	2007	2008E	2009F	2010F
매출액	1,213	1,346	1,472	1,591
영업이익	161	193	227	261
EBITDA	303	337	373	409
순이익	116	128	158	184
EPS	1,562	1,725	2,117	2,472
PER	19.5	19.7	16.0	13.7
PBR	5.0	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	7.8	8.0	7.3	6.7
ROE	24.0	22.8	24.5	24.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
웅진코웨이	021240.KS	2008.01.16	Buy	41,000원 (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. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.