

기업분석

웅진코웨이 (021240.KS)

2008년 11월 11일

Buy (유지)

목표주가 41,000원 (유지)

Analyst

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

제휴사업으로 신규 고객 증대 및 해지율 하락 기대

투자 매력 네 가지

당사는 웅진코웨이에 대한 투자 의견 Buy 및 12개월 목표주가 41,000원을 유지한다. 동사의 주식은 다음과 같은 네 가지 측면에서 투자 매력이 부각되고 있다. 첫째, 제휴 사업 추진으로 향후 신규 고객 유치가 좀더 용이해지며, 가입자들의 현금 지출 부담을 낮춰 해지율 하락이 기대된다. 둘째, 동사의 렌탈 판매 구조는 내수 경기 부진 시기에 경기 방어적 역할을 한다. 셋째, 442만 명의 가입자 기반의 안정적인 사업구조를 바탕으로 꾸준한 현금 흐름이 창출되어 earnings visibility가 높다. 넷째, 올해 50% 수준의 배당성향을 기대해 볼 수 있어 배당주의 매력도 갖고 있다.

3분기 실적: 역대 최고 영업이익률 15.0% 달성

당사는 3분기에 매출액 3,298억원(+7.7% y-y), 영업이익 494억원(+17.8% y-y)으로, 역대 최고 영업이익률 15.0%를 기록하였다. 2005년 36.1%에 달했던 매출원가율은 3분기에 30.7%까지 개선되었다. 이와 같은 수익성 향상은, (1) 2010년까지 발생하게 될 웅진코웨이개발과의 합병 효과, (2) 전문 경영진 영입에 따른 제조 과정의 효율화, (3) ERP 시스템 도입으로 인한 필터 관리의 효율성 증대에 기인한다.

제휴사업 및 판매 채널 다변화 통해 가입자 증대 전망

당사는 제휴사업을 통해 향후 가입자 증가 및 해지율 하락이 전망된다. 외환은행과 제휴하여 카드 적립 포인트를 최대 월 3만원까지 현금으로 돌려주는 '웅진 페이프리(pay free) 외환카드'를 출시했다. 당사는 향후 통신사, 학습지사, 여행사, 보험사 등으로 제휴사를 확대할 계획이다. 또한, 당사는 고객 다각화를 위해 지속적으로 판매 채널을 다변화하고 있다. 최근에는 백화점 11개점 및 홈플러스에 입점했으며, 홈쇼핑 판매를 시작하였다. 홈쇼핑을 통해서도 신제품을 한시적으로 할인된 가격에 판매하여 신제품 판매를 극대화하고, 동사의 제품군이나 제휴 사업을 자세히 설명하는 채널로 활용할 계획이다.

[기준일: 2008. 11. 10]

- 주가: 28,400 원 (보통주)
- 시가총액: 2,113.9 십억원
- 자본금: 39.3 십억원
- 52 주 최고가: 36,800 원
최저가: 22,100 원
- 외국인지분율: 42.0 %
- 배당수익률(07년): 2.75 %

웅진코웨이 실적 전망

(단위:십억원, 원, 배, %)

	2007	2008E	2009F	2010F
매출액	1,213	1,326	1,457	1,575
영업이익	161	193	227	261
EBITDA	303	337	373	410
순이익	116	129	158	185
EPS	1,562	1,727	2,129	2,483
P/E	19.5	16.4	13.3	11.4
P/B	5.0	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	7.8	6.8	6.1	5.6
ROE	24.0	22.8	24.6	24.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 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.

투자의견 Buy, 목표주가 41,000원 유지

당사는 웅진코웨이에 대한 투자의견 Buy 및 12개월 목표주가 41,000원을 유지한다. 동사의 주식은 다음과 같은 네 가지 측면에서 투자 매력에 부각되고 있다. 첫째, 제휴 사업 추진으로 향후 신규 고객 유치가 좀더 용이해지며, 가입자들의 현금 지출 부담을 낮춰 해지율 하락이 기대된다. 둘째, 동사의 렌탈 판매 구조는 내수 경기 부진 시기에 경기 방어적 역할을 한다. 셋째, 442만명의 가입자 기반의 안정적인 사업구조를 바탕으로 꾸준한 현금 흐름이 창출되어 earnings visibility가 높다. 넷째, 동사는 올해 50% 수준의 배당성향을 기대해 볼 수 있어 배당주의 매력도 갖고 있다. 다만, 동사의 경영진은 이 중 일부는 시장 상황에 따라 현금 배당이 아닌 자사주 소각으로 이루어 질 수도 있음을 언급하였다.

지속적인 매출원가율 개선으로 역대 최고의 영업이익률 15.0% 기록

웅진코웨이의 3분기 실적은 매출액 3,298억원(+7.7% y-y), 영업이익 494억원(+17.8% y-y)을 기록하여, 당사 추정치 및 시장 컨센서스 수준의 양호한 실적을 달성하였다. 사업 부문별 매출을 살펴보면, 렌탈 관련 매출 및 수출이 전년동기대비 각각 4.4%, 134.8% 증가하였고, 경기 민감도가 큰 일시불 매출은 5.9% 감소하였다. 동사는 렌탈 관련 매출 비중이 87.8%에 이르는데, 렌탈 판매 방식이 소비자의 초기 부담금을 낮춰주기 때문에 내수 경기 부진 시기에 상대적으로 경기 민감도가 적었다는 점을 이번 실적을 통해 재확인할 수 있었다.

3분기 영업이익률은 15.0%로 역대 최고의 수익성을 기록하였다. 동사의 3분기 영업이익률 추이를 보면, 2005년 8.5%, 2006년 10.1%, 2007년 13.7%로, 수익성이 지속적으로 개선되고 있는 점이 특히 고무적이다. 이는 동사의 매출원가율 개선에 기인하는데, 2005년 36.1%에 달했던 매출원가율은 지난 3분기 30.7%까지 감소하였다. 매출원가율 하락 요인으로는 (1) 2010년까지 꾸준히 발생하게 될 웅진코웨이개발과의 구조적인 합병효과, (2) 전문 경영진 영입에 따른 제조 과정의 효율화, (3) ERP 시스템 도입으로 인한 필터 관리의 효율성 증대를 들 수 있다.

웅진코웨이 3분기 실적

(단위: 십억원, %)

	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08				
					발표치	y-y	q-q	당사추정치	Consensus
매출액	306.2	313.7	315.4	329.0	329.8	7.7	0.2	331.7	334.8
영업이익	41.9	43.2	44.6	47.9	49.4	17.8	3.1	49.5	48.6
법인세차감전순이익	37.9	46.8	36.9	44.0	48.8	28.6	10.7	45.7	44.1
순이익	27.2	37.8	27.2	30.1	34.2	25.6	13.7	32.9	33.2

자료: 웅진코웨이, FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

사업부문별 매출

(단위: 십억원, %)

	3Q08	3Q07	y-y	2Q08	q-q
렌탈관련	289.7	277.5	4.4	289.1	0.2
렌탈	254.5	248.8	2.3	255.3	-0.3
멤버십	35.2	28.7	22.4	33.8	3.9
일시불	14.7	15.7	-5.9	16.9	-13.1
수출	10.0	4.2	134.8	11.9	-16.5
기타 (수처리, 리빙사업 등)	15.4	8.8	75.5	11.1	39.1
총계	329.8	306.2	7.7	329.0	0.2

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

품목별 렌탈 판매

(단위: 대, %)

	3Q08	3Q07	y-y	2Q08	q-q
정수기	121,497	146,640	-17.1	126,735	-4.1
청정기	34,653	33,092	4.7	43,536	-20.4
비데	67,951	45,767	48.5	54,200	25.4
연수기	20,476	19,387	5.6	19,834	3.2
음식물처리기	5,229	1,495	249.8	5,758	-9.2
기타	43	169	-74.6	34	26.5
총 판매대수	249,849	246,550	1.3	250,097	-0.1

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

품목별 일시불 판매

(단위: 대, %)

	3Q08	3Q07	y-y	2Q08	q-q
정수기	7,850	9,755	-19.5	8,114	-3.3
청정기	3,182	3,776	-15.7	5,342	-40.4
비데	9,304	10,164	-8.5	13,590	-31.5
연수기	1,317	1,397	-5.7	1,818	-27.6
음식물처리기	5,697	138	4028.3	7,067	-19.4
기타	1,902	4,860	-60.9	3,855	-50.7
총 판매대수	29,252	30,090	-2.8	39,786	-26.5

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

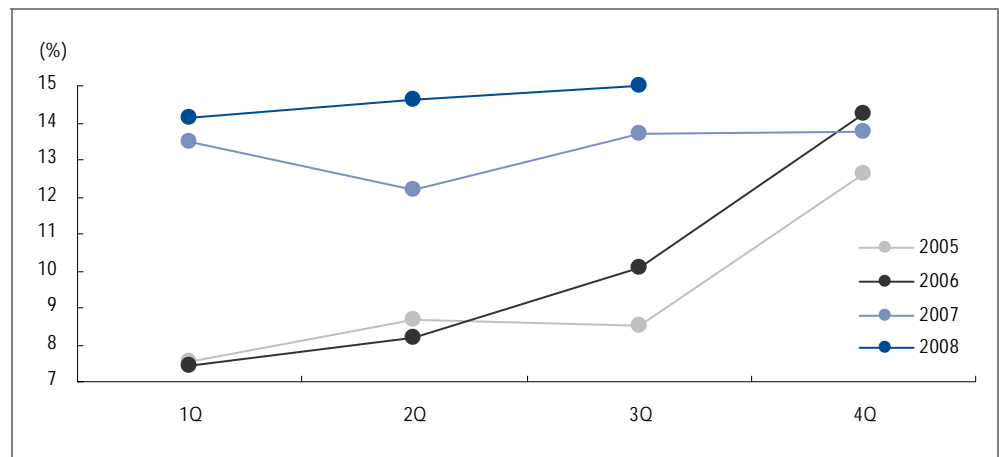
회원수 현황

(단위: 계정, %)

	3Q08	3Q07	y-y	2Q08	q-q
렌탈	3,610,902	3,629,237	-0.5	3,598,145	0.4
멤버십	790,292	661,391	19.5	786,812	0.4
총 계정수	4,401,194	4,290,628	2.6	4,384,957	0.4

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

연도별 분기 영업이익률 추이



자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

제휴사업으로 향후 신규 고객 유치 용이할 전망

웅진코웨이는 제휴사업을 통해 향후 신규 고객 유치가 좀더 용이해질 수 있으며, 가입자들의 현금 지출 부담을 낮춤으로써 해지율 하락을 기대해 볼 수 있다. 동사는 지난 10월 16일 외환은행과 제휴하여 카드 적립 포인트를 최대 월 3만원까지 현금으로 돌려주는 ‘웅진페이프리(pay free) 외환카드’를 출시했다. 이번 제휴로 동사가 추가적으로 발생하는 비용은 없는데, 이는 동사의 ‘코디’라는 고객 대면 접촉 채널이 제휴사에는 매력적인 마케팅 수단이 될 수 있기에 가능한 것이다. 동사는 향후 통신사, 학습지사, 여행사, 보험사 등으로 제휴사를 확대할 계획을 가지고 있다.

제휴 내용은 (1) 렌탈료 자동 이체시 7%, (2) 4대 대형 할인마트(이마트, 롯데마트, 홈에버, 홈플러스) 이용금액 7%, (3) SK 주유소 이용금액 3%, (4) 기타 이용금액 0.2%를 포인트로 적립하여, 이를 최대 3만원까지 동사 가입자에게 현금으로 되돌려주는 것이다.

동사는 제휴 사업으로 인한 고객 혜택을 홍보하기 위해 지난달부터 제휴카드 광고를 시작하였다. 하지만, 이는 기존 광고를 일부 대체하기 때문에 이로 인해 4분기에 추가적으로 발생하게 될 광고선전비는 10억원 안팎일 것으로 전망된다 (3분기 광고선전비 90억원).

웅진페이프리(pay free) 외환카드 사용 예시

카드 가맹점	적립율	적립 한도	사용예시
웅진코웨이 렌탈료	7%	5천원	3만원 이용시 2,100원 적립
4대 대형 할인마트 (이마트, 롯데마트, 홈에버, 홈플러스) 이용금액	7%	1만원	15만원 이용시 1만원 적립
SK 주유소 이용금액	3%	1만원	30만원 이용시 9천원 적립
기타 결제금액	0.2%	한도없음	8만원 이용시 160원 적립

* 총 21,260원 적립되며, 적립금은 고객 계좌로 현금 입금됨 (최대 3만원 한도 내)

자료: 웅진코웨이, 우리투자증권 리서치센터

판매 채널 다변화로 고객 다각화

웅진코웨이는 고객 다각화를 위해 지속적으로 판매 채널 다변화에 노력하고 있다. 방문 판매는 상대적으로 권유나 소개를 통한 판매가 용이한, 일정 소득 수준 이상의 중·장년층 위주로 구성되어 있다. 방문 판매가 쉽지 않은 젊은 세대나 맞벌이 가정을 공략하기 위해서는 시판 채널로의 확대가 필수적이다.

동사는 기존에 방문 판매에만 의존해 왔으나, 작년에 이마트(현재 53개점)를 시작으로 올해 초 하이마트 250개 전점, 전자랜드 85개 전점에 입점 완료하였다. 최근에는 롯데 및 현대백화점 11개점 및 홈플러스에 납품을 시작하였고, 홈쇼핑 판매를 시작하였다. 동사는 홈쇼핑을 통해서 신제품을 한시적으로 할인된 가격에 판매하여 신제품 판매를 극대화하고, 동사의 제품군이나 웅진페이프리 외환카드와 같은 제휴 사업을 상세히 설명하는 채널로 활용할 계획이다. 시판 채널을 통한 판매 비중은 올해 5% 정도 수준에서 내년에는 10% 정도까지 확대될 수 있을 것으로 추정된다.

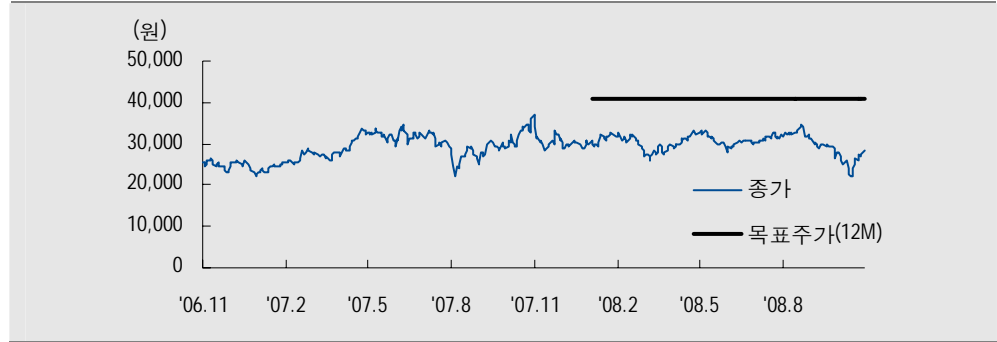
INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
매출액	1,213.1	1,325.5	1,457.4	1,574.9	EV/ EBITDA (X)	7.8	6.8	6.1	5.6
증가율 (%)	8.5	9.3	10.0	8.1	EV/ EBIT (X)	14.6	11.8	10.1	8.8
매출원가	384.7	406.2	433.3	459.0	PER (X)	19.5	16.4	13.3	11.4
매출총이익	828.4	919.3	1,024.1	1,115.9	조정PER (X)	19.7	15.7	13.1	11.3
Gross 마진 (%)	68.3	69.4	70.3	70.9	PCR (X)	6.8	8.3	7.4	6.7
판매비와 일반관리비	667.1	726.2	796.9	854.5	PBR (X)	5.0	4.1	3.5	3.0
EBITDA	302.9	337.1	373.3	409.6	PSR (X)	1.9	1.6	1.5	1.3
EBITDA 마진 (%)	25.0	25.4	25.6	26.0	PEG (X)	1.2	0.9	0.9	0.7
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	143.9	146.0	148.3	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	1.1	1.1	1.0	0.8
영업이익	161.3	193.1	227.2	261.3	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.8	1.7	1.5	1.2
OP 마진 (%)	13.3	14.6	15.6	16.6	Enterprise Value	2,353.5	2,281.9	2,295.4	2,309.0
영업외수익	9.7	4.3	5.2	5.1	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	16.7	18.0	15.3	15.7
영업외비용	15.3	19.7	20.3	19.0	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	17.4	15.2	13.5	14.1
순이자수익/(비용)	-6.4	-9.2	-12.8	-13.6	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	10.6	9.7	8.9	9.7
세전계속사업이익	155.7	177.7	212.1	247.4	주당EBIT (FD) (W)	2,167	2,595	3,053	3,511
Prelax 마진 (%)	12.8	13.4	14.6	15.7	주당EBITDA (FD) (W)	4,070	4,528	5,015	5,503
법인세비용	39.4	49.1	53.7	62.6	EPS (FD) (W)	1,562	1,727	2,129	2,483
계속사업이익	116.3	128.5	158.4	184.8	조정EPS (FD) (W)	1,552	1,805	2,169	2,503
순이익	116.3	128.5	158.4	184.8	CFPS (W)	4,509	3,423	3,828	4,211
Net 마진 (%)	9.6	9.7	10.9	11.7	BPS (W)	6,105	6,953	8,073	9,360
조정순이익	115.5	134.3	161.4	186.3	주당매출액 (W)	16,301	17,808	19,581	21,159

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	241.6	272.0	301.4	RIM				
당기순이익	116.3	128.5	158.4	184.8	Spread (FROE-COE) (%)	14.7	13.4	15.2	15.5
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	144.5	145.6	146.9	Residual Income	71.0	75.7	98.0	115.2
+ 지분법손실 (- 이익)	4.1	8.0	4.0	2.0	12M RIM-based Target Price(W)	41,186			
+ 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	696.8	803.3	921.2
Gross Cash Flow	335.5	254.8	284.9	313.5	세후영업이익	120.5	139.7	169.7	195.2
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-52.2	-13.2	-12.9	-12.1	투하자본이익률 (%)	21.3	21.4	22.6	22.6
투자활동 현금흐름	-224.6	-293.8	-250.5	-260.7	투하자본이익률 - WACC (%)	14.2	14.3	15.3	15.3
+ 유형자산감소	9.8	0.0	0.0	0.0	EVA	86.5	99.6	123.1	141.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-228.2	-198.9	-227.9	-242.4	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.8	-70.3	0.0	0.0	EBIT	161.3	193.1	227.2	261.3
Free Cash Flow	55.1	42.8	44.2	59.1	+ 감가상각비	141.6	144.5	145.6	146.9
Net Cash Flow	58.7	-52.1	21.5	40.7	- CAPEX	228.2	198.9	227.9	242.4
재무활동 현금흐름	-49.7	98.2	-26.4	-43.7	Free cash flow for DCF valuation	14.9	78.2	90.7	104.3
자기자본 증감	-0.2	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-49.5	98.2	-26.4	-43.7	부채비용 (COD)	4.9	4.8	4.9	4.9
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.6	46.1	-4.9	-3.0	자기자본비용 (COE)	9.4	9.4	9.7	9.7
기말 순부채 (순현금)	83.4	168.1	181.5	195.1	WACC	7.1	7.1	7.3	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	75.8	71.5	67.6	자기자본이익률 (ROE) (%)	24.0	22.8	24.6	24.9
매출채권	117.9	128.8	140.4	151.7	총자산이익률 (ROA) (%)	12.8	12.2	12.8	13.5
유동자산	395.6	476.1	502.5	524.3	투하자본이익률 (ROIC) (%)	21.3	21.4	22.6	22.6
유형자산	388.7	454.8	549.9	659.5	EBITDA/ 자기자본 (%)	57.3	56.3	54.1	51.7
투자자산	16.7	87.3	87.6	87.8	EBITDA/ 총자산 (%)	32.4	28.9	28.7	28.3
비유동자산	540.5	689.3	799.0	921.5	배당수익률 (%)	2.6	3.2	3.9	4.6
자산총계	936.1	1,165.4	1,301.5	1,445.8	총현금배당금(십억원)	58.1	67.0	81.9	96.8
단기성부채	112.0	196.0	205.2	214.9	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	780	900	1,100	1,300
매입채무	25.8	28.2	31.3	33.8	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	15.8	28.1	26.3	24.6
유동부채	393.0	503.1	546.1	586.1	총부채/ 자기자본 (%)	77.1	94.7	88.6	82.4
장기성부채	0.0	48.0	48.0	48.0	순이자비용/ 매출액 (%)	0.5	0.7	0.9	0.9
장기성충당금	7.7	8.4	9.2	10.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	25.2	21.0	17.7	19.2
비유동부채	14.5	63.9	65.5	66.9	유동비율 (%)	100.6	94.6	92.0	89.5
부채총계	407.6	567.0	611.6	653.0	당좌비율 (%)	85.9	82.2	79.8	77.5
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	440.5	532.0	634.9	주가 (W)	30,500	28,400	28,400	28,400
자본총계	528.5	598.4	689.9	792.8	시가총액 (십억원)	2,270	2,114	2,114	2,114

<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

1. 대상기간: 12개월
2. 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.