

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

웅진코웨이 (021240)

Buy (유지)

목표주가: 34,000원

현재가(12/05)	23,600
액면가(원)	500
자본금(억원)	393
시가총액(억원)	17,566
상장주식수(만주)	7,443
외국인지분율(%)	41.15
60일 평균거래량(만주)	44
52주 최고/최저(원)	34,400 21,350
주요주주	웅진홀딩스 (32.7)

우려는 우려에 그칠뿐, 견조한 기업가치에 무게를 뒀다

- 주기변동성 클 전망이나 오히려 기회로 인식해야
- 제휴서비스 반응 폭발적
- 수익성 향상은 지속될 것

목표주가 34,000원, 투자 의견 Buy

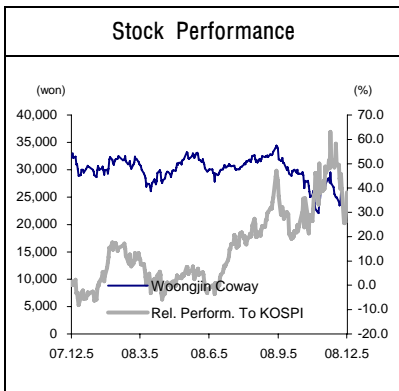
웅진코웨이의 목표주가를 34,000원으로 제시하며 투자 의견은 Buy를 유지함. 목표주가는 2009년 실적 대비 P/E 16배를 적용한 수준이며, 동사의 과거 평균 P/E가 20배 정도임을 감안할 때 Target P/E는 높지 않다고 판단됨. 투자심리는 4분기부터 새롭게 시작한 카드사와의 제휴서비스 호조로 향후 실적 개선이 예상되기 때문에 긍정적인 것으로 판단됨.

경기부진에도 실적 호조세 지속

경기 부진에도 불구하고 실적 호조세가 지속되고 있음. 4분기 실적도 시장의 기대를 충족시켜 줄 것으로 예상되는데 이는 렌탈서비스라는 특수한 수익모델에 의해 경기와 무관하게 실적 개선이 지속되고 있고 제휴서비스에 대한 시장의 반응이 폭발적이기 때문임.

원가 및 판관비를 낮추는 합병과 영업양수 효과

수익성 특히 영업이익률의 지속적인 개선이 예상됨. 이는 웅진코웨이개발과의 합병, ERP 시스템 도입, 웅진해피올 영업양수, 그리고 향후 예상되는 웅진쿠첸의 비테사업부문 영업양수 등에 따른 것임. 다만 웅진해피올 영업양수시 차입이 발생할 가능성이 높고 지분법손실이 당분간 지속될 것으로 예상되어 영업외손익 개선은 기대에 못미칠 것으로 판단됨.



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	13,125	1,922	1,764	1,318	1,770	13.3	13.3	5.6	2.7	22.2
2009	14,312	2,389	2,120	1,583	2,127	20.1	11.1	4.9	2.3	22.3

목표주가 34,000원, 투자의견 Buy

실적 개선 예상되어 투자심리
양호할 전망

웅진코웨이의 목표주가를 34,000원으로 제시하며 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가는 2009년 실적 대비 P/E 16배를 적용한 수준이며, 동사의 과거 평균 P/E가 20배 정도임을 감안할 때 Target P/E는 높지 않다고 판단된다. 투자심리는 4분기부터 새롭게 시작한 카드사와의 제휴서비스 호조로 향후 실적 개선이 예상되기 때문에 긍정적인 것으로 판단된다. 또 렌탈서비스 특성상 실적이 경기변동에 민감하지 않고 제휴서비스로 동사의 가장 큰 리스크인 해지율 증가를 막을 수 있어 향후 전망은 밝아 보인다.

주가 변동성은 커질 수 있음

다만 당분간 주가의 변동성이 과거 대비 커질 가능성은 있다. 그 이유 중 하나는 카드사와의 제휴서비스 관련 마케팅 프로모션 비용이 예상보다 커질 수 있다는 불확실성, 두번째는 웅진해피올의 서비스조직 영업양수로 극동건설관련 리스크와 기업지배구조 관련 이슈가 부각될 수 있다는 점 때문이다.

일련의 이슈는 기업가치에
중립적

그러나 당사는 이러한 두가지 이슈가 장기적인 기업가치에 부정적이지 않다고 보고 오히려 긍정적인 면에 더욱 주목하고 있다. 일단 외환카드와의 제휴서비스는 현재까지의 카드 판매 추세로 봤을 때 매출 증가 부분은 확실한 반면 비용 증가는 가변적인 것으로 예상된다. 제휴서비스 론칭 이후 한달이 조금 넘은 현재까지 판매된 카드는 회사측 목표치를 넘어서는 수준인 1만 2천장 정도이고, 렌탈계정의 순주문 증가와 해지율 감소에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 반면 비용 부문은 대부분 광고마케팅과 관련된 비용인데 이 역시 기존에 해왔던 광고를 변경하는 선에서 크게 벗어나지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

외환카드와의 제휴서비스 성공

영업양수는 원래의 자리를
되찾는 과정으로 이해해야

그리고 웅진해피올의 서비스조직 영업양수는 계열사 지원의 성격이 아닌 과거에 분사된 사업부문들이 원래의 자리로 되돌아가는 형태로 이해해야 할 것이다. 또 이를 통해 영업측면에서의 시너지효과와 비용절감 효과도 충분히 기대할 수 있기 때문에 긍정적인 면이 존재한다. 향후에도 이러한 작업은 계속될 전망이다. 웅진코웨이 갖고 있는 비데사업부의 영업양수도 생각하고 있는 것으로 파악되기 때문이다. 영업양수가액 597억원의 적절성에 대한 평가는 논외로 하고 현재로서는 영업양수를 통해 연간 110억원의 비용을 절감할 수 있어 향후 5~6년 내에 영업이익으로 회수가 가능하다는 점을 긍정적으로 바라보아야 할 것이다. 또 이번 영업양수는 지주회사 내의 거래이기 때문에 재무제표상에 영업권 상각이 아닌 자본잉여금 차감 형식으로 계상되며 결과적으로 자본이익률은 높아질 것이다. 다만 영업양수가액의 대부분은 현금흐름상 주로 차입의 형태가 될 것으로 예상되어 이자에 대한 부담은 종전보다 증가할 전망이다.

경기 부진에도 실적 호조세 지속

실적 호조세 지속
4분기 실적 시장의 기대를
충족시킬 전망

웅진코웨이는 경기 부진에도 불구하고 실적 호조세가 지속되고 있다. 3분기 매출액은 전년대비 7.7% 증가한 3,298억원, 영업이익은 17.8% 증가한 494억원을 기록하였고, 영업이익률 역시 소폭 증가한 15%를 나타내었다. 4분기 실적도 시장의 기대를 충족시켜 줄 것으로 예상되는데 이는 렌탈서비스리는 특수한 수익모델에 의해 경기와 무관하게 실적 개선이 지속되고 있고 제휴사업의 성과가 양호하기 때문이다.

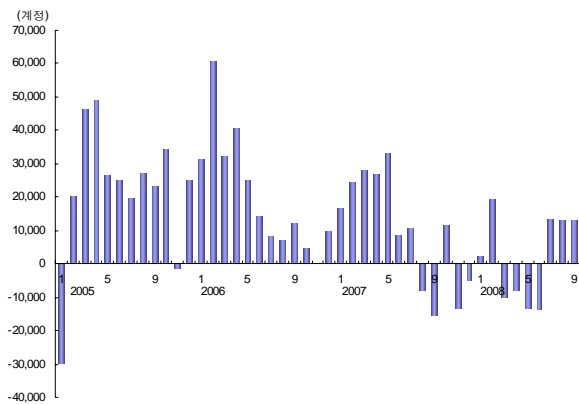
두가지 리스크인 해지율 증가와
경쟁심화 문제는 해결될 전망

다만 일시불 매출은 경기 영향을 받아 부진하고 해지율 또한 교체수요 증가와 경쟁사의 저가 보급형 모델 출시에 따라 소폭 증가하는 모습이다. 웅진코웨이가 갖고 있는 리스크는 이상 두가지 정도이지만 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단된다. 우선 경쟁사의 저가 보급형 모델 출시에 따른 경쟁 심화 리스크는 동사의 점유율 하락으로 이어질 수 있으나 그보다 먼저 경쟁사의 수익성 악화가 나타나 결국 경쟁사의 패배로 이어질 가능성이 더 높기 때문이다. 그리고 해지율과 관련된 리스크 해결을 위해서는 만기도래고객의 선택을 해지 방향이 아니라 재렌탈 방향으로 유입시키는 방안이 필요한데 이는 앞서 설명한 외환카드와의 제휴서비스 ‘페이프리’가 그 역할을 충분히 해 줄 것으로 판단되기 때문이다.

순주문 늘어나고 있어 긍정적
시각 견지

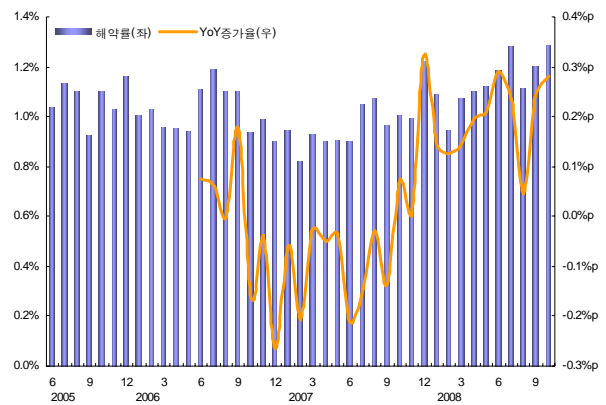
아울러 제휴서비스에 대한 시장의 반응이 가히 폭발적이라는 점을 염두에 두어야 할 것이다. 목표치를 넘어서는 실적을 광고마케팅만으로 달성했으며, 동사의 최대 강점인 방판조직이 고객에게 전부 노출되는 2개월 후에는 더욱 긍정적인 실적이 나타날 것으로 판단된다. 한편, 10월 실적 역시 제휴서비스로 인해 렌탈계정의 순주문이 늘어나고 있는 것으로 파악되어 4분기 실적은 양호할 것으로 예상된다.

[그림1] 렌탈계정 순주문 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권

[그림2] 해악율 추이



자료 : 웅진코웨이, 부국증권

원가 및 판매관리비를 낮추는 합병과 영업양수 효과

영업이익률의 지속적인 개선
예상

웅진코웨이의 수익성 특히 영업이익률은 지속적인 개선이 예상된다. 이는 웅진코웨이개발과의 합병, ERP 시스템 도입, 웅진해피올의 영업양수, 그리고 향후 예상되는 웅진쿠첸의 비데사업부문 영업양수 등에 따른 것이다. 다만 웅진해피올 영업양수시 차입이 발생할 가능성이 높고 지분법손실이 당분간 지속될 것으로 예상되어 영업외손익 개선은 기대에 못미칠 것으로 판단된다.

당분간 수익성에 대한 전망
밝음

현재 실적으로 확인할 수 있는 부분은 웅진코웨이개발 합병 효과와 ERP 시스템 도입 효과 등 두가지이다. 특히 웅진코웨이개발 합병 효과는 렌탈대상자산의 내용년수만큼 발생하기 때문에 2010년까지 감가상각비의 감소가 이어질 전망이다. 아울러 이번 웅진해피올의 영업양수는 관리조직의 인건비와 건물임대료 등의 절감으로 이어질 것이고, 영업양수시 자연스러운 구조조정을 계획하고 있어 수익성 개선은 예상보다 더욱 커질 수 있다. 또 계획하고 있는 웅진쿠첸의 비데사업부문 양수 역시 웅진코웨이개발 합병과 유사한 효과가 나타날 것으로 예상되어 당분간 수익성에 대한 전망은 밝다.

제휴서비스 성공도 이익률
상승에 기여

제휴서비스 성공 역시 영업이익률에 직접적인 영향을 미칠 전망이다. 이는 회계처리와 관련된 문제인데 렌탈매출이 발생하면 대상자산을 유형자산으로 계상하고 계약기간동안 감가상각처리하며, 해약시에는 제품의 회수 및 폐기후 렌탈자산폐기손실인 영업비용으로 계상한다. 따라서 해지율 감소는 관련 비용의 감소를 의미하며, 해지율이 중요한 이유도 여기에서 찾아볼 수 있다.

지분법손실 지속

다만 지분법손실은 향후에도 지속될 가능성이 높다. 지분법손실의 대부분을 차지하고 있는 웅진케미칼의 경우 단기간 내에 이익으로 회복되기 쉽지 않고 해외법인 역시 렌탈사업 특성상 BEP에 도달하기까지 1년 이상이 걸리기 때문이다.

4분기 실적 양호

4분기는 8월 이후 양호한 실적 증가 추세가 유지될 것으로 예상되어 매출액은 전년대비 7.9% 증가한 3,384억원, 영업이익은 전년대비 16.2% 증가한 502억원이 예상된다. 2008년 전체로는 매출액이 전년대비 8.2% 증가한 13,125억원, 영업이익이 19.2% 증가한 1,922억원으로 추정된다.

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
2008. 12. 05	Buy	34,000원



- ❖ 본 자료는 2008년 12월 05일 18시에 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	4,726	5,691
현금/단기금융상품	389	285	295	243
시장성유가증권	1	1	1	1
매출채권	1,108	1,179	1,458	1,789
재고자산	804	578	671	836
고정자산	4,792	5,405	6,359	6,841
투자자산	769	777	1,650	1,820
유형자산	3,742	3,887	3,978	4,308
무형자산	282	741	731	713
자산총계	8,851	9,361	11,085	12,532
유동부채	4,318	3,930	3,675	4,138
매입채무	293	258	288	279
단기차입금	1,017	920	862	1,462
유동성 장기부채	300	200	100	100
고정부채	146	145	800	800
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	600	600
부채총계	4,463	4,076	4,475	4,938
자본금	393	393	393	393
자본잉여금	1,138	1,137	1,137	537
이익잉여금	2,835	3,701	5,018	6,601
자본총계	4,388	5,285	6,611	7,594

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	2006A	2007A	2008F	2009F
영업활동 현금흐름	1,837	2,833	1,976	2,167
당기순이익	749	1,163	1,318	1,583
감가상각비	1,322	1,328	1,353	1,470
영업용자산활동변동	-1,159	-522	-858	-1,153
투자활동 현금흐름	-2,162	-2,200	-1,991	-2,260
투자자산의 증가	-191	32	-987	-300
유형자산의 증가	-1,865	-2,184	-1,444	-1,800
무형자산의 증가	-106	-47	-88	-88
재무활동 현금흐름	485	-497	24	41
장/단기차입금증가	160	-197	542	700
자본 증가	21	2	0	0
배당금 지급	-244	-298	-581	-659
순현금흐름	159	135	10	-52
기초현금	186	345	285	295
기말현금	345	285	295	243
Free Cash Flow	-913	-123	525	353

예상손익계산서

(단위: 억원)

	2006A	2007A	2008F	2009F
매출액	11,178	12,131	13,125	14,312
증가율(%)	10.9	8.5	8.2	9.0
매출원가	3,804	3,847	4,028	4,179
매출총이익	7,374	8,284	9,097	10,133
판매비	6,251	6,671	7,175	7,744
영업이익	1,123	1,613	1,922	2,389
영업이익률 %	10.0	13.3	14.6	16.7
영업외수익	74	97	167	80
이자수익	19	16	17	14
지분법평가이익	0	4	18	20
외환관련이익	16	14	113	25
영업외비용	173	153	325	350
이자비용	88	80	107	122
지분법평가손실	39	45	132	150
외환관련손실	11	5	7	6
경상이익	1,024	1,557	1,764	2,120
특별손익	0	0	0	0
법인세차감전이익	1,024	1,557	1,764	2,120
법인세비용	275	394	447	537
당기순이익	749	1,163	1,318	1,583
EBIT	1,123	1,613	1,922	2,389
EBITDA	2,508	3,029	3,373	3,966

Valuation 관련지표

	2006A	2007A	2008F	2009F
EPS (원)	1,010	1,562	1,770	2,127
CFPS (원)	2,876	3,465	3,720	4,245
BPS (원)	5,900	7,100	8,881	10,202
PER (배)	25.6	19.5	13.3	11.1
PBR (배)	4.4	4.3	2.7	2.3
EV/EBITDA (배)	8.0	7.8	5.6	4.9
매출액증가율 (%)	10.9	8.5	8.2	9.0
영업이익증가율 (%)	15.9	43.7	19.2	24.3
순이익증가율 (%)	23.1	55.2	13.3	20.1
EPS증가율 (%)	-8.4	54.8	13.3	20.1
영업이익률 (%)	10.0	13.3	14.6	16.7
순이익률 (%)	6.7	9.6	10.0	11.1
EBITDA 마진 (%)	22.4	25.0	25.7	27.7
ROE (%)	19.2	24.0	22.2	22.3
부채비율 (%)	101.7	77.1	67.7	65.0
이자보상배율 (배)	12.7	20.1	17.9	19.5