

2009년 2월 27일

이선경
(02) 3772-1568
sunny.lee@goodi.com

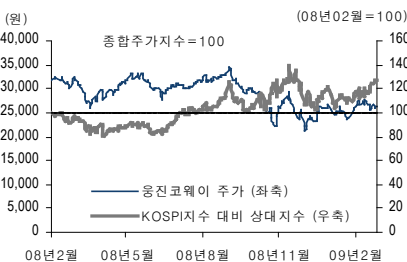
매수

주가 (2월 26일) **26,250원**
적정주가 (% variance) **36,000원(37.1%)**

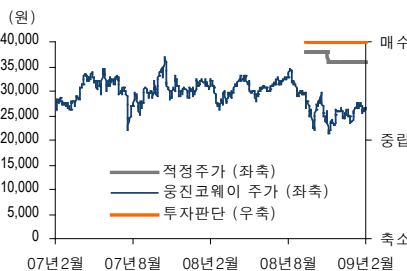
| | |
|-------------|-----------------|
| 시가총액 | 1,953.8십억원 |
| 일평균 거래액 | 10,033백만원 |
| 52주 최고가/최저가 | 34,400원/21,350원 |

| 12월 결산 | 2007 | 2008 | 2009E |
|---------------|-------|-------|-------|
| EPS (won) | 1,562 | 1,734 | 2,096 |
| % change | 54.8 | 11.0 | 20.9 |
| % from cons | | 0.8 | 0.6 |
| PER (x) | 18.7 | 17.0 | 12.5 |
| Rel. PER (x) | 2.1 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA (x) | 7.4 | 6.9 | 5.9 |
| PBR (x) | 4.1 | 3.8 | 3.2 |
| ROE (%) | 24.0 | 23.3 | 26.2 |

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



웅진코웨이 (021240)

추정에 부합하는 양호한 4분기 실적

- ◆ 분기 사상 최고 매출, 일회성 비용 제외시 영업이익률도 사상 최고
- ◆ 렌탈 매출의 경기 방어성을 확인
- ◆ 2009년 경영계획 충분히 달성 가능 전망
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 36,000원 유지

분기 사상최고 매출, 일회성 비용 제외시 영업이익률도 사상 최고 웅진코웨이의 4분기 매출액은 3,403억원(+8.4% YoY)으로 당사 추정치를 2.6% 상회했고 영업이익은 482억원(+17.9% YoY)으로 추정에 부합했다. 분기매출이 사상최고치를 갱신했음에도 불구하고 영업이익률이 전분기대비 0.8%p 감소했는데 이는 1)수출 및 리빙 사업부 비중 증가로 인한 매출원가율 상승 2)광고 선전비 증가, CI 브랜드 로열티 수수료율 인상 3)컨설팅 및 페이프리멤버스 온라인 시스템 구축 비용 30억원이 주원인이다.

이 중 4분기에 CI 사용 수수료율(0.3%→0.4%)이 인상되면서 과거 지급분에도 인상률이 소급 적용된데따라 발생한 소급분 9억 5천만원과 수처리사업 컨설팅비와 페이프리 멤버스 서비스 전산망 구축 30억원은 일회성 비용으로 이를 제외할시 영업이익률은 15.3%이다. 따라서 원가율이 높은 수출 비중이 증가하고 광고선전비가 전분기 대비 20억원 추가 지출되었음에도 불구하고 일회성 비용만 제외해도 분기별 영업이익률은 전분기대비 0.3%p 증가한 사상최고 수준이다. 한편, 영업외 수익은 당사 추정치를 17.6% 상회했는데 이는 지분법 손실을 예상했던 웅진케미컬의 대규모 실적 호전에 따라 지분법 이익 61억원이 발생했기 때문이다.

웅진코웨이 4분기 잠정실적

| (십억원) | 4Q08P | 4Q07 | % YoY | 3Q08 | % QoQ | GMSH | Var. (%) | 컨센서스 | 2007 | 2008P | % YoY |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|---------|---------|-------|
| 매출액 | 340.3 | 313.7 | 8.5 | 329.8 | 3.2 | 331.7 | 2.6 | 339.1 | 1,213.1 | 1,314.4 | 8.4 |
| 영업이익 | 48.2 | 43.2 | 11.6 | 49.4 | (2.4) | 48.6 | (0.8) | 49.2 | 161.3 | 190.1 | 17.9 |
| 세전이익 | 55.1 | 46.8 | 17.7 | 48.8 | 12.9 | 46.8 | 17.6 | 46.4 | 155.7 | 184.8 | 18.7 |
| 영업이익률 (%) | 14.2 | 13.8 | 15.0 | 14.7 | 14.5 | 13.3 | 14.5 | 13.7 | 12.8 | 14.1 | |
| 세전이익률 (%) | 16.2 | 14.9 | 14.8 | 14.1 | 13.7 | 12.8 | 14.1 | | | | |

자료:웅진코웨이., 굿모닝신한증권

렌탈 매출의 경기 방어성을 확인 4분기 전체 관리계정은 전분기 대비 렌탈 계정, 2만 8천여 개, 멤버쉽 계정이 8천 7백개, 총 3만 7천 계정이 증가했다. 양호한 관리계정 증가로 렌탈 매출과 멤버쉽 매출은 전분기대비 각각 1.4%와 3.9% 증가했다. 반면, 일시불 매출은 전분기대비 13% 감소해 경기에 따른 렌탈과 일시불 매출의 민감도 차이를 확인할 수 있었다. 매출원가율은 수출 및 기타 사업부의 매출 증가로 전분기대비 1.5%p 증가한 32.2%를 기록했다. 그러나 동사는 지속적으로 재고관리 및 물류 효율성 증대를 통한 원가절감을 꾀하고 있어 향후 수출 비중이 증가하더라도 매출원가율의 추가적인 증가는 제한적일 전망이다.

| 웅진코웨이 4분기 부문별 매출액 및 매출원가율 | | | | | | |
|---------------------------|--------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| (십억원) | | 4Q08P | 4Q07 | % YoY | 3Q08 | % QoQ |
| 매출액 | 전체 | 340.3 | 313.7 | 8.5 | 329.9 | 3.2 |
| | 렌탈 | 258.2 | 251.3 | 2.8 | 254.5 | 1.4 |
| | 멤버십 | 35.4 | 30.1 | 17.8 | 35.2 | 3.9 |
| | 일시불 | 14.7 | 16.5 | (11.0) | 14.7 | (13.1) |
| | 수출 | 14.5 | 7.0 | 107.5 | 10.0 | (16.5) |
| | 기타(수처리,리빙 등) | 17.5 | 8.9 | 97.3 | 15.4 | 39.1 |
| 매출원가 | 전체 | 109.4 | 96.7 | 13.1 | 101.4 | 7.9 |
| | 렌탈 | 71.5 | 72.5 | (1.3) | 69.6 | 2.8 |
| | 멤버십 | 10.3 | 9.0 | 14.4 | 10.5 | (2.7) |
| | 일시불 | 5.6 | 5.8 | (2.2) | 5.2 | 8.6 |
| | 수출 및 기타 | 22.1 | 9.6 | 130.8 | 16.1 | 37.1 |
| | 매출원가율 (%) | 전체 | 32.2 | 30.8 | | 30.7 |
| | 렌탈 | 27.7 | 28.8 | | 27.3 | |
| | 멤버십 | 29.0 | 29.8 | | 29.9 | |
| | 일시불 | 38.3 | 34.9 | | 35.4 | |
| | 수출 및 기타 | 68.9 | 60.2 | | 63.5 | |
| 매출총이익 | | 230.9 | 217.0 | 6.4 | 228.4 | 1.1 |
| 매출총이익률 (%) | | 67.8 | 69.2 | | 69.3 | |

자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

2009년 경영계획 충분히 달성 가능 전망 동사는 2009년 사업계획으로 매출액 1조 4,500억원 (+10.3% YoY), 영업이익 2,120억원(+11.5% YoY), 영업이익률 14.6%(+0.1%p YoY)를 제시했다. 이는 매출액 측면에서는 과거 회사가 제시했던 성장 수준에서 큰 변동이 없으나 영업이익률에서는 보수적으로 수정된 수치이다. 이는 불황을 염두에 둔 동사의 마케팅 전략과 밀접한 관련이 있는 것으로 판단된다. 동사는 불황일수록 적극적인 마케팅 전략으로 대응해 일부 이익을 희생시키더라도 시장 점유율을 늘리는 전략을 구사할 것임을 밝혀왔다. 이러한 정책은 먼저 공짜 마케팅인 페이프리 서비스 확대로 나타났는데 향후 경기 부진이 심화된다면 판매 조직에 대한 유인책 증대, 광고선전비 증가, 다양한 프로모션 등을 적극적으로 시행할 가능성이 높다. 동사의 2009년 영업이익률 목표는 이러한 가능성을 충분히 염두에 두고 달성가능한 수준을 제시한 것으로 판단된다.

투자의견 매수 유지, 적정주가 36,000원 유지 지속적인 제휴서비스 확대로 해약률이 최근들어 0.9~1.0%까지 떨어진 것으로 추정되며 순주문도 꾸준히 유입되고 있어 렌탈 및 멤버십 매출의 안정적인 성장에는 무리가 없을 전망이다. 거래선 확대와 품목 다양화 등으로 수출도 70% 이상 성장이 예상되는 등 경기부진 심화에도 동사의 매출 호조는 이어질 전망이다. 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 36,000원을 유지한다.

투자등급 매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하 (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 6개월간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.