

2009년 5월 11일

이선경 (02) 3772-1568 sunny.lee@goodi.com
박준호 (02) 3772-1516 justin.j.park@goodi.com

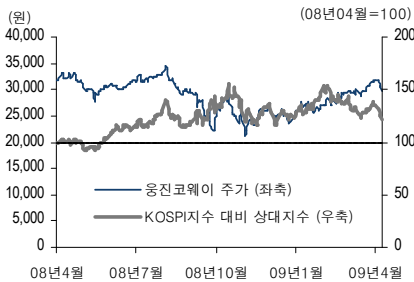
매수

주가 (5월 8일) 29,800원
적정주가 (% variance) 36,000원(20.8%)

시가총액 2,218.1십억원
일평균 거래액 9,828백만원
52주 최고가/최저가 34,400원/21,350원

12월결산	2008	2009E	2010E
EPS (원)	1,734	2,108	2,507
증가율(%)	11.0	21.6	18.9
% from cons		1.9	4.0
PER (x)	17.0	14.1	11.9
Rel. PER (x)	1.2	1.2	1.4
EV/EBITDA (x)	6.9	6.7	5.8
PBR (x)	3.7	3.5	3.0
ROE (%)	22.9	25.6	27.3

주가 추이



투자 의견 및 적정주가 추이



웅진코웨이 (021240)

1분기 실적 기대에 부합: P의 감소를 상쇄한 Q의 증가

- ◆ 기대에 부합하는 1분기 실적: P의 감소를 상쇄한 Q의 증가
- ◆ 등록비 할인과 부품 교체 증가로 매출원가를 다소 상승, 판관비 통제 양호
- ◆ 순주문 증가와 해약률 안정으로 안정적인 실적 유지 전망
- ◆ 투자 의견 매수, 적정주가 36,000원 유지

기대에 부합하는 1분기 실적: P의 감소를 상쇄한 Q의 증가
웅진코웨이의 1분기 매출액은 3,414억원(+8.3% YoY), 영업이익은 488억원(+9.3% YoY), 세전이익은 486억원(+31.7% YoY)로 매출액과 영업이익, 세전이익 모두 당사 추정에 부합했다. 영업이익률은 전년동기 및 전분기대비 0.1%p 증가한 14.3%를 기록했다. 당사는 2월과 3월에 기존 고객을 대상으로 '하나 더 갖기 프로모션'을 실시하면서 1분기 순주문이 크게 증가했다. 프로모션으로 등록비 할인과 함께 정수기보다 낮은 단가의 공기청정기 및 연수기 렌탈이 증가하며 ARPU는 감소했으나 관리계정은 크게 증가해 매출과 영업이익 모두 기대 수준을 달성할 수 있었다.

당사는 연초 사업계획을 통해 불황기를 맞아 적극적인 프로모션 및 페이프리 마케팅 확대 등으로 시장점유율을 확대한다는 전략을 밝혀 ARPU 감소를 시사한 바 있다. 순주문 증가가 기대 이상이며 증가한 계정은 지속적으로 매출 증대에 기여할 전망으로 ARPU 감소는 우려할 사항이라기보다 전략적인 선택의 결과라는 판단이다.

한편, 세전이익은 1분기 비수기를 맞은 웅진케미컬(-8억) 및 해외법인(-5억)으로부터 총 13억원의 지분법 손실에도 불구하고 환율상승에 따른 외화 채권등의 평가이익 42억원이 발생하며 당사의 기대에 부합했다. 2, 3분기는 웅진케미컬의 주력인 Fiber 부문 성수기이며 필터 매출과 섬유 사업부 내 고부가가치 제품 매출도 점차 확대될 전망이다. 지분법 손익도 점차 개선될 것으로 예상된다.

웅진코웨이 1분기 잠정실적

(십억원)	1Q09P	1Q08	% YoY	4Q08	% QoQ	GMSH	Var. (%)	컨센서스	Var. (%)
매출액	341.4	315.4	8.3	340.3	0.3	340.8	0.2	349.7	(2.4)
영업이익	48.8	44.6	9.3	48.2	1.2	49.0	(0.4)	50.1	(2.6)
세전이익	48.6	36.9	31.7	55.1	(11.7)	48.5	0.2	45.8	6.1
영업이익률(%)	14.3	14.2		14.2		14.4		14.3	
세전이익률(%)	14.2	11.7		16.2		14.2		13.1	

자료:웅진코웨이, 굿모닝신한증권

등록비 할인과 부품 교체 증가로 매출원가를 다소 상승, 판관비 통제 양호
1분기 렌탈 계정은 약 10만 6천 계정, 멤버쉽 계정이 9천 2백개, 총 11만 5천 계정이 증가했다. 이는 2006년 2분기 15만 2천 계정 증가 후 최대 수치이다. 전분기

대비 렌탈 계정이 크게 증가했음에도 렌탈 매출은 전분기대비 0.5% 증가에 그쳤는데 이는 ARPU가 감소했고 3월 본격 증가한 계정에 의한 매출 효과(3월 본격 증가 계정은 4월부터 매출 반영)가 아직 반영되지 않았기 때문이다. 렌탈과 멤버십 매출이 견조한 반면 일시불 매출은 전분기대비 16.3% 감소해 경기 부진이 이어지고 있음을 확인할수 있다. 수출은 해외 경기부진으로 해외법인 매출이 감소했음에도 불구하고 OEM 매출 확대로 전년동기 및 전분기 대비 각각 132.9%와 31.7%의 양호한 성장세를 이어가고 있다.

렌탈 프로모션으로 인한 등록비 할인과 렌탈과 멤버십 계정 내 멤브레인 필드 교체(2년에 1번 교체) 수요 증가로 인한 부품 비용 증가로 매출원가율은 전분기대비 0.7%p 상승했다. 매출원가율 상승에도 판관비의 양호한 통제로 영업이익률은 0.1%p 상승했다. ARPU의 추가 감소 요인이 낮고 해피올 서비스 조직 양수와 비데사업부 흡수합병으로 매출원가율은 점차 감소할 전망이다.

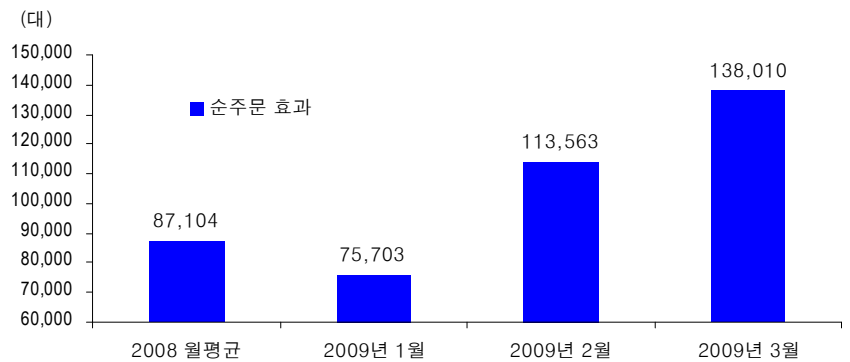
웅진코웨이 1분기 부문별 실적		1Q09P	1Q08	% YoY	4Q08	% QoQ
(십억원)						
매출액	전체	341.4	315.4	8.2	340.3	0.3
	렌탈	259.5	252.0	3.0	258.2	0.5
	멤버십	35.9	32.0	12.2	35.4	1.4
	일시불	12.3	14.1	(12.8)	14.7	(16.3)
	수출	19.1	8.2	132.9	14.5	31.7
	기타(수처리,리빙 등)	14.6	9.1	60.4	17.5	(16.6)
매출원가	전체	112.2	95.5	17.5	109.4	2.5
	렌탈	73.2	71.6	2.2	71.5	2.4
	멤버십	11.6	9.5	22.1	10.3	13.2
	일시불	4.1	4.0	2.5	5.6	(27.2)
	수출 및 기타	23.3	10.4	124.0	22.1	5.7
매출총이익	전체	229.2	219.9	4.2	230.9	(0.7)
	렌탈	186.3	180.4	3.3	186.7	(0.2)
	멤버십	24.3	22.5	8.0	25.2	(3.4)
	일시불	8.2	10.1	(18.8)	9.1	(9.6)
	수출 및 기타	10.4	6.9	50.7	10.0	4.5
매출총이익률(%)	전체	67.1	69.7		67.8	
	렌탈	71.8	71.6		72.3	
	멤버십	67.7	70.3		71.0	
	일시불	66.7	71.6		61.7	
	수출 및 기타	30.9	39.9		31.1	
영업이익	전체	48.8	44.6	9.3	48.2	1.2
세전이익	전체	48.6	36.9	31.7	55.1	(11.7)
영업이익률	전체	14.3	14.2		14.2	
세전이익률	전체	14.2	11.7		16.2	

자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

순주문 증가와 해약을 안정으로 안정적인 실적 유지 전망 기존 11개월 이상 제품을 사용한 고객을 대상으로 실시한 ‘하나 더 갖기 프로모션’의 호응으로 2월과 3월 각각 2008년 월평균 순주문 보다 30.4%와 58.4% 증가한 높은 순주문 증가세를 기록했다. 프로모션으로 추가 사용제품에 대한 등록비를 면제 받은 고객은 프로모션 가입 시점부터 1년간 신규제품은 물론 기존제품까지 1년간 의무 사용하게 된다. 이러한 패키지 구성 판매는 해약에 대한 페널티가 사라졌던 기존 제품의 사용 개월수도 증가시켜 매출의 안정성에 크게 기여할 전망이다.

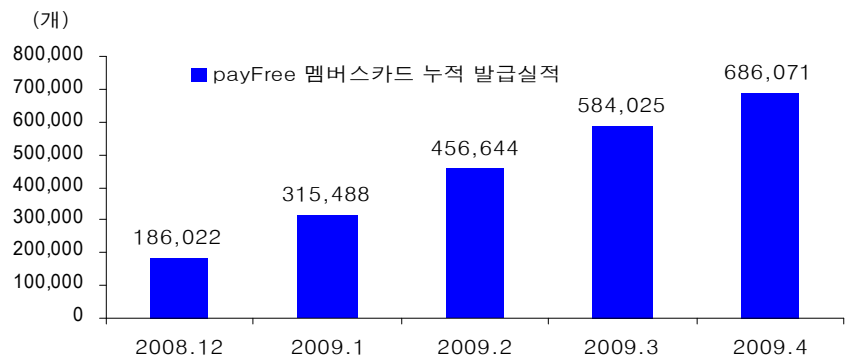
또한, 2008년 11월 이후 외환카드페이프리 서비스 및 웅진페이프리 멤버스카드 발급실적은 출시 후 지속 증가하며 해약률 안정화에 기여하고 있다. 외환카드를 통해페이백된 금액은 매달 증가해 출시 첫달 800백만원에서 4월에는 6억 7천만원에 이르고 있다. 이러한 제휴서비스 확대로 1분기 월평균 렌탈 해약률은 1.05%로 4분기 1.25% 대비 0.2%p 감소했다. 순주문 증가, 해약률 감소 등으로 분기별 관리 계정은 꾸준한 증가가 예상된다. 다만, 2분기에는 3월에 크게 증가한 순주문에 대한 판매수수료 증가 등으로 일시적으로 이익률은 다소 감소할 전망이다. 그러나 계정 증가에 따른 매출 증대로 이익률의 감소가 예상되는 2분기에도 전체 이익 규모는 1분기 이상 수준으로 예상되며 3분기부터 이익률도 다시 회복될 전망이다.

프로모션 실시 후 렌탈 순주문 빠르게 증가



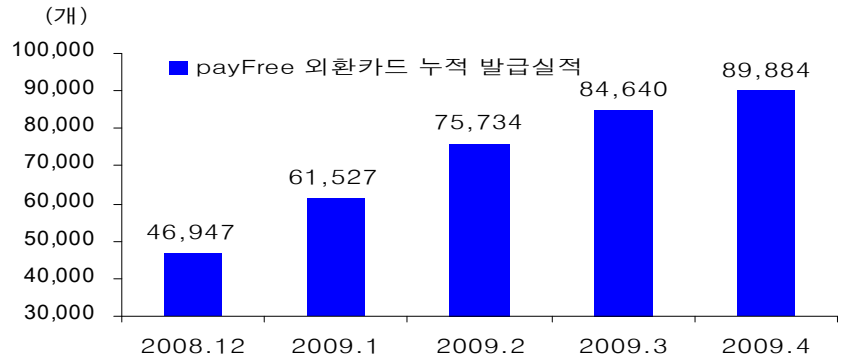
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

페이프리 멤버스 가입자수 빠르게 증가



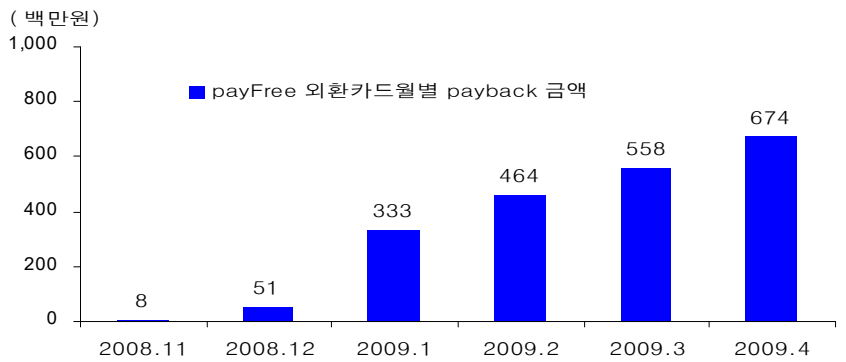
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

외환 페이프리 카드 발급 꾸준히 증가



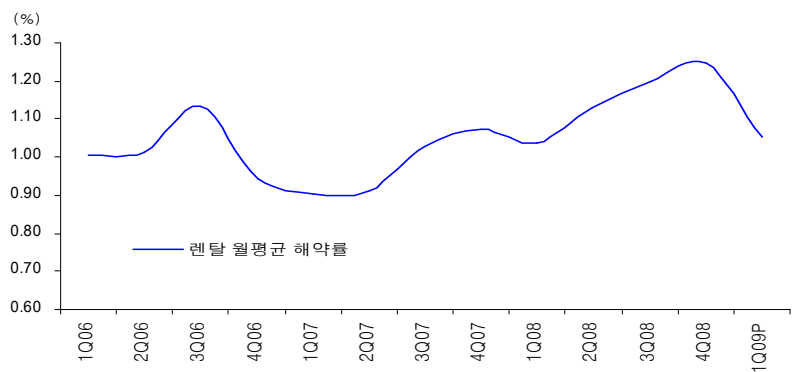
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

외환카드페이백 금액 매월 증가



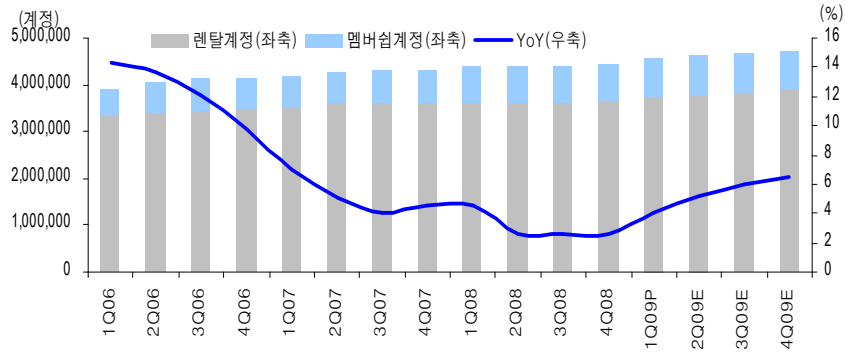
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

페이프리 서비스 실시 후 월평균 렌탈 해약률 감소



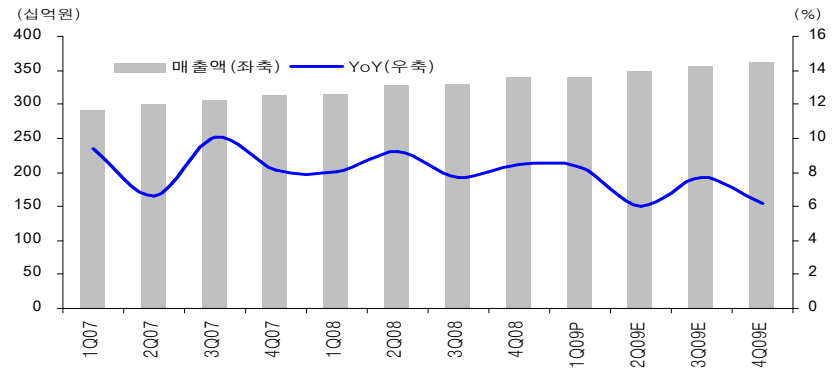
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

전체 관리계정 꾸준히 증가 전망



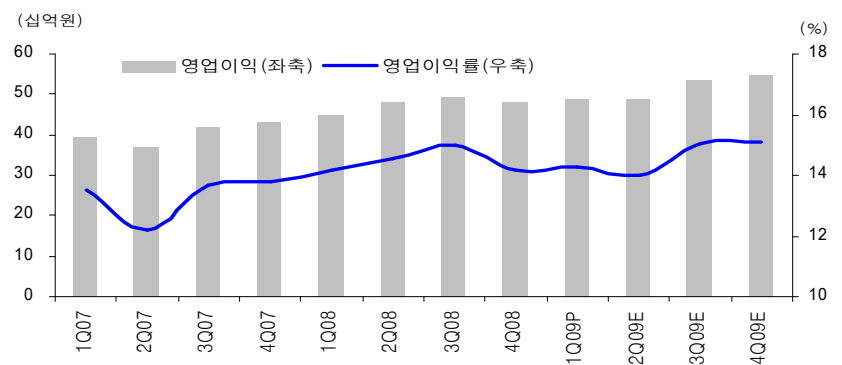
자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

분기 매출 양호한 증가세 지속 전망



자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

판매수당 증가 등으로 2분기 이익률 다소 둔화되나 3분기 이후 회복 전망



자료:웅진코웨이,굿모닝신한증권

투자의견 매수 유지, 적정주가 36,000원 유지 APRU가 다소 하락했으나 기대 이상의 계정수 증가와 페이프리 서비스 지속적인 확대 등을 통한 해약률 안정화로 경기 부진에도 동사의 매출 및 이익 규모는 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상된다. 웅진코웨이의 비데 사업부 흡수 합병을 끝으로 사업구조 개편이 마무리되어 향후 투자 부담은 제한적인 가운데 배당성향 50% 이상의 고배당정책으로 배당금도 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. (2009년 예상 배당금은 1,050원) 또한, 회사는 수출 사업 확대와 수처리 사업으로 중장기적인 성장을 모색하고 있는데 이들 사업부는 향후 3~4년 내 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡을 것으로 기대된다. 경기부진에도 불구하고 꾸준한 매출 및 이익 성장을 지속할 것으로 예상되는 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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경, 박준호) 자료 제공일 현재 당사는 상회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상회사의 최초 증권시장 상장시 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상회 회사 및 상회사의 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.