

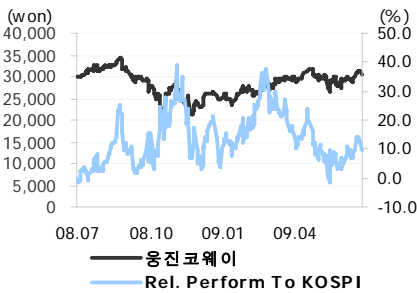
Bookook Research Center
김성훈 (02)368-9525
shkim@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **39,000원**

현재가 (원) (7/10)	32,500
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	407
시가총액 (억원)	24,190
상장주식수 (만주)	7,443
외국인보유비중 (%)	49.30
60일 평균거래량 (주)	349,655
52주 최고/최저 (원)	34,400
주요주주	(주)웅진홀딩스(32.74)

Stock Performance



웅진코웨이 (021240)

페이프리가 실적 견인

- 1분기에 이어 2분기에도 렌탈 순주문 빠르게 증가 예상
- 해약률 안정화 기대
- 기대 이상의 효과를 내고 있는 페이프리에 주목

목표주가 39,000원, 투자의견 Buy 유지

목표주가를 상향하고 투자의견을 Buy로 유지함. 목표주가는 적용 EPS를 12개월 Forward로 변경하였고 적용 P/E를 기존 16배에서 18배로 상향조정했기 때문임. 동사의 과거 평균 P/E가 20배 정도이고 렌탈 판매의 빠른 증가, 하반기 모멘텀을 감안하면 밸류에이션은 높지 않다고 판단됨.

2분기 실적 양호, 하반기 모멘텀 기대

1분기에 이어 2분기 실적도 매우 양호할 것으로 예상됨. 계절적 성수기이며 정수기 신제품 출시가 있었고 6월에 현대카드와의 페이프리(payFree) 서비스가 성공적으로 론칭했기 때문임. 아울러 하반기는 수출 확대와 음식물처리기 신제품 출시로 외형 성장이 기대됨. 한편, 닥터 조직과 비데 사업부문을 가져오는 것으로 합병 등 일련의 조직 개편은 일단락된 것으로 판단되며, 이를 통해 외주용역비와 감가상각비 등의 감소가 나타나고 있어 긍정적인 시각 견지함.

긍정적인 효과만 보여주고 있는 payFree

2008년 10월 페이프리 도입 이후 동사는 1)렌탈 판매대수의 증가, 2)해약률 안정화, 3)이로 인한 순증 대수 증가, 4)PPC(고객 인당 사용제품 수) 증가, 5)코드 조직 확대 및 생산성 향상 등이 나타나고 있음. 기대 이상의 성과가 나타나고 있다는 점을 염두에 두어야 할 것으로 판단됨.

결산월 (12 월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2006	11,178	1,123	1,024	749	1,010	25.6	8.0	4.4	19.2
2007	12,131	1,613	1,557	1,163	1,562	19.5	7.7	4.3	24.0
2008	13,144	1,901	1,848	1,291	1,734	15.4	6.4	3.3	22.9
2009F	14,128	2,080	2,093	1,590	2,063	15.2	6.9	3.5	24.7
2010F	15,518	2,266	2,269	1,724	2,236	14.0	6.2	3.1	23.4

목표주가 39,000원, 투자의견 Buy 유지

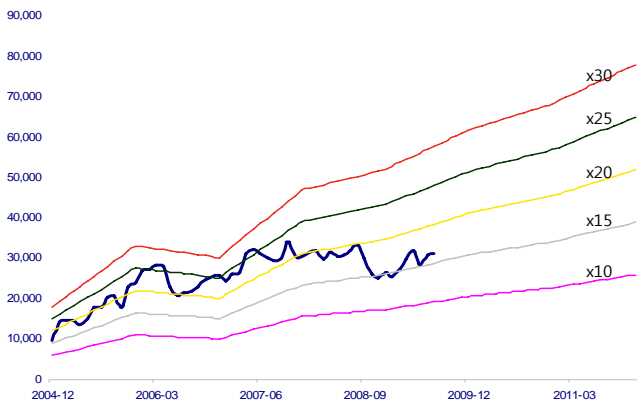
목표주가 상향

목표주가를 39,000원으로 상향하고 투자의견을 Buy로 유지한다. 목표주가 상향 이유는 적용 EPS를 12개월 Forward로 변경하였고 적용 P/E를 기존 16배에서 18배로 상향조정했기 때문이다. 동사의 과거 평균 P/E가 20배 정도이고 렌탈 판매의 빠른 증가, 하반기 모멘텀을 감안하면 밸류에이션은 높지 않다고 판단된다.

투자심리 양호 예상

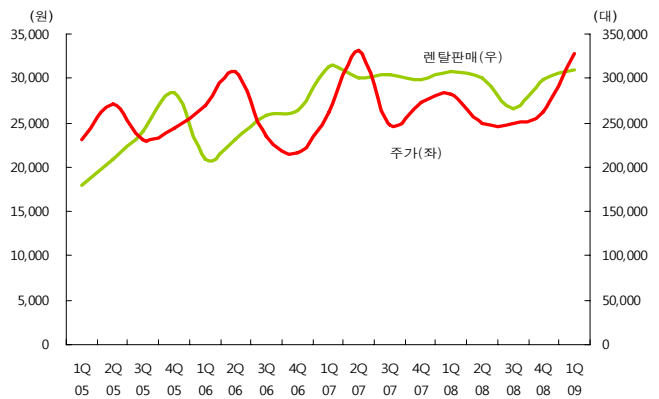
투자심리 역시 매우 양호할 것으로 사료된다. 페이프리 전략이 성공적으로 순항하고 있고 렌탈 순주문 증가는 향후에도 지속될 것으로 보이며, 수출 확대와 신제품 출시로 하반기 실적 모멘텀이 기대되는 시점이기 때문이다.

[그림 1] P/E 밴드



자료: 부국증권

[그림 2] 주가와 렌탈 판매 추이



자료: 웅진코웨이, 부국증권

2분기 실적 양호, 하반기 모멘텀 기대

2분기 실적 양호할 전망

1분기에 이어 2분기 실적도 매우 양호할 것으로 예상된다. 2분기는 계절적 성수기이며 정수기 신제품 출시가 있었고 또 6월에는 현대카드와의 페이프리 서비스가 성공적으로 론칭했기 때문이다. 아울러 하반기는 수출 확대와 음식물처리기 신제품 출시로 외형 성장이 기대된다. 한편, 닥터 조직과 비데 사업부문을 가져오는 것으로 합병 등 일련의 조직 재편은 일단락된 것으로 판단되며, 이를 통해 외주용역비와 감가상각비 등의 감소가 나타나고 있어 긍정적인 시각을 견지한다.

1분기는
렌탈 매출은 성장속도 유지
일시불 매출은 둔화

먼저 1분기 실적을 살펴보면 전체 매출액 증가 속도는 유지되고 있다. 구체적으로 보면 렌탈 매출은 성장 속도가 유지되고 있으나 일시불 매출은 감소했고 수출과 기타매출은 증가했다. 일시불 매출의 감소 이유는 페이프리(payFree)와 경기 부진이 복합적으로 작용했기 때문이며, 또 음

식물처리기의 판매 부진도 한 몫 한 것으로 판단된다. 전체 매출원가율은 소폭 증가했는데, 이는 원가율이 높은 수출의 매출 비중이 커졌고 멤브레인 필터 교체에 따른 원가 증가 요인이 발생했기 때문이다. 반면 판매관리비는 통제가 잘 되고 있는데, 페이프리 도입 초기에는 광고선전비를 크게 늘리지 않을까 우려했었으나 기존 광고를 페이프리 광고로 전환하는 전략을 택해 이러한 우려를 잠재우고 있다.

2분기 렌탈 판매 증가율 양호
다만 판매와 연동된 비용 발생으로
수익성은 다소 둔화 전망

2분기는 1분기 수준의 렌탈 판매 증가율이 나타날 것으로 예상되어 양호한 실적이 기대된다. 일단 계절적인 성수기이며 대용량 정수기와 얼음 정수기 등 신제품 출시가 있었기 때문이다. 신제품 출시로 인해 예년 성수기 때의 제품 판매를 웃도는 실적을 나타내고 있는 것으로 파악된다. 다만 일시불 매출과 수출은 기대에 미치지 못할 전망이다. 판매와 연동된 비용이 증가하여 영업이익률은 전분기대비로도, 전년대비로도 소폭 하락할 전망이다. 그러나 렌탈 판매가 양호하기 때문에 긍정적인 시각이 필요해 보인다.

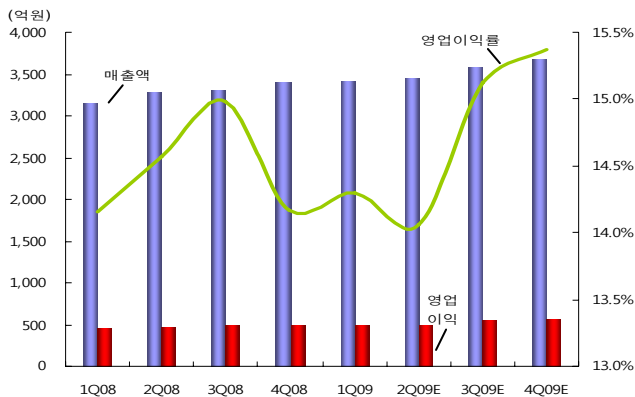
하반기 모멘텀 충분
수출 확대, 수익성 개선, 신제품 출시

이와 더불어 하반기는 모멘텀이 충분하다. 첫째 수출 모멘텀이 대기 중이고, 둘째 수출 물량 증가로 인한 규모의 경제로 수익성이 상승할 전망이며, 셋째 7월중 식물처리기 신제품이 출시될 예정이기 때문이다. 아울러 6월중 실시한 현대카드와의 페이프리 서비스 역시 하반기 렌탈 판매에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

음식물 처리기 신제품 출시, 현대카드
페이프리 확대로 렌탈 판매 강화 예상

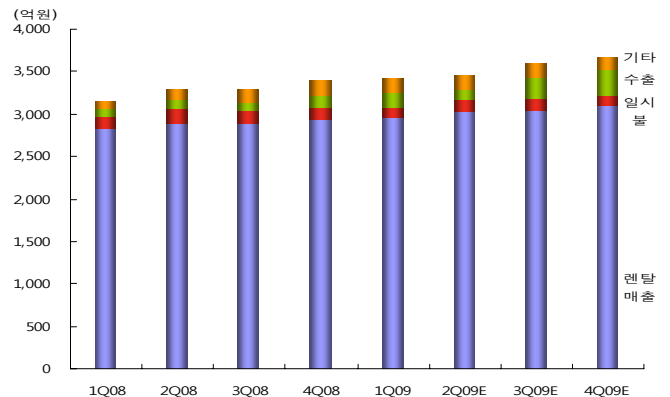
7월 출시될 식물처리기의 경우 소비자들의 요구를 최대한 받아들여 탈취에 신경을 많이 썼으며 판매 방식도 일시불 중심이 아닌 렌탈 중심이 될 전망이다. 페이프리 도입 이후 렌탈 판매에 어느 정도 자신감이 생겼고 필터를 교체해야 하는 성격이기 때문에 일시불 보다는 렌탈 판매 방식이 더 적합하다고 본 것이다. 이로써 상반기의 렌탈 판매 증가, 일시불 감소 추세는 하반기에도 이어질 전망이다. 아울러 현대카드와의 페이프리 서비스는 기존 외환카드 보다 파급력이 더 클 가능성이 높다. 소비자 입장에서 기존 외환카드가 보조 개념의 카드였다면 이번 현대카드는 주카드라는 인식이 강하고, 외환카드보다 페이백 금액이 많다는 점 등이 렌탈 판매에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

[그림 3] 분기별 실적 전망



자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

[그림 4] 부문별 매출액 전망



자료: 웅진코웨이 부국증권 추정

긍정적인 효과만 보여주고 있는 payFree

페이프리의 효과

2008년 10월 페이프리 도입 이후 동사는 1)판매대수의 증가, 2)해약율 안정화, 3)이로 인한 순증 대수 증가, 4)PPC(고객 인당 사용제품 수) 증가, 5)코디 조직 확대 및 생산성 향상 등 긍정적인 측면들만 나타나고 있다.

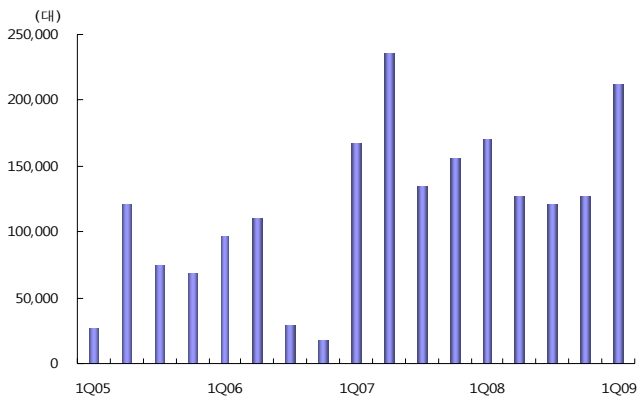
페이프리 도입 이후 순주문 빠르게 증가

먼저 렌탈 순증 대수가 매우 빠르게 증가하고 있는데 이는 판매대수의 증가와 함께 해약율의 감소가 동시에 나타난 결과이다. 1분기의 렌탈 순증 대수(렌탈판매-렌탈해약)는 전년대비 24.4%, 2008년 월평균 순증 대수 대비로도 55.9% 증가했으며 2분기에도 이와 같은 속도는 유지될 것으로 예상된다. 렌탈 순증 대수가 증가하는 이유는 페이프리 도입으로 기존 고객의 경우 제품을 하나 더 구매할 여력이 생겼고, 신규 제품에 대해서는 1년간의 의무사용 약정이 있어 전체 해약률을 안정화 시키는 효과가 있기 때문이다. 실제로 일반 고객의 PPC는 1.5대인 반면 페이프리 가입고객의 PPC는 2대를 넘어서고 있고 해약률은 전분기대비 2%p 감소했다. 한편 코디 인원수가 빠르게 증가하고 있는데, 이는 향후 렌탈 판매에 긍정적인 신호이다. 경기 부진으로 이직률이 낮아진 요인도 있겠으나 코디 1명당 생산성이 증가하고 있음을 감안하면 인원 증가가 영업에 긍정적인 영향을 미치고 있다고 판단된다.

회사의 목표대로 순항 중

페이프리의 영향으로 렌탈 판매대수가 증가하여 향후 매출 성장 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 무엇보다 해약률이 안정화되고 있다는 점이 가장 큰 수확이다. 그동안 동사의 렌탈 매출은 꾸준하였으나 해약률이 지속적으로 증가한 것이 문제점으로 지적되어 왔기 때문이다. 페이프리의 장기 트렌드를 조금 더 지켜보아야 하겠지만 현재로서는 매우 긍정적인 면만 나타나고 있다. 아울러 회사측은 페이프리를 통해 해약률을 낮추고 렌탈 판매를 높이며 만기 이후 리텐션을 높히려는 3가지 목표를 가지고 있었는데, 이 3가지 모두 순조롭게, 아니 기대 이상의 성과가 나타나고 있다는 점을 염두에 두어야 할 것으로 판단된다.

[그림 5] 순증대수 추이



자료: 웅진코웨이, 부국증권

[그림 6] 해약률 추이



자료: 웅진코웨이, 부국증권

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
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

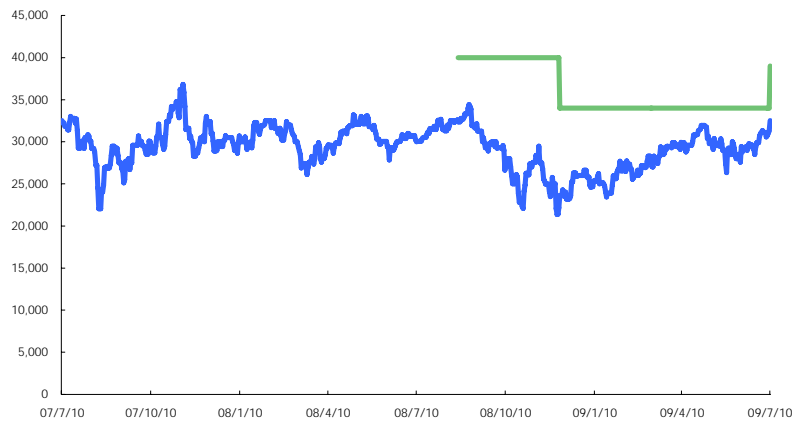
기업분석

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

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2008. 08. 22	Buy	40,000원
2008. 12. 05	Buy	34,000원
2009. 07. 10	Buy	39,000원



- ❖ 본 자료는 2007년 07월 10일 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 최종결정은 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)

	200712	200812	200912F	201012F
유동자산	3,956	4,756	5,212	5,847
현금 및 단기예금	285	761	804	1,003
단기매매증권	1	0	0	0
매출채권	1,179	1,498	1,695	1,862
재고자산	578	580	652	719
기타	1,912	1,917	2,060	2,263
비유동자산	5,405	5,958	6,692	7,310
장기투자증권	44	30	33	36
지분법적용투자주식	96	1,098	1,180	1,296
감가상각자산	3,746	3,409	4,020	4,447
기타	1,519	1,421	1,459	1,531
자산총계	9,361	10,714	11,904	13,158
유동부채	3,930	3,987	4,222	4,533
매입채무	258	342	384	424
단기차입금,유동성장기부채	1,120	1,078	1,078	1,078
기타	2,553	2,567	2,760	3,031
비유동부채 등	145	760	772	789
사채,장기차입금	0	600	600	600
기타	145	160	172	189
부채총계	4,076	4,748	4,994	5,322
자본금	393	393	393	393
자본잉여금	1,137	1,087	1,087	1,087
자본조정	49	62	62	62
기타포괄손익누계액	5	13	13	13
이익잉여금	3,701	4,411	5,353	6,280
자본총계	5,285	5,966	6,909	7,835

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200712	200812	200912F	201012F
영업활동현금흐름	2,833	3,048	2,896	3,259
당기순이익(손실)	1,163	1,291	1,590	1,724
비현금수익비용가감	2,193	2,119	1,471	1,643
감가상각비,무형자산상각비	1,416	1,412	1,572	1,727
기타	777	708	-101	-84
운전자본증감	-522	-362	-166	-108
매출채권증가(감소)	-197	-418	-197	-167
재고자산증가(감소)	220	-13	-72	-67
매입채무증가(감소)	-75	84	42	39
기타	-470	-15	61	86
투자활동현금흐름	-2,396	-2,551	-2,351	-2,378
유형자산처분(취득)	-2,184	-1,420	-1,991	-1,991
무형자산감소(증가)	-47	-45	-184	-170
투자자산감소(증가)	-9	-832	-176	-217
기타	-155	-253	0	0
재무활동현금흐름	-497	-21	-502	-681
차입금증가(감소)	-197	558	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-300	-581	-648	-798
배당금지급	-298	-581	-648	-798
자본조정,포괄손익증가(감소)	-4	0	0	0
기타	0	1	146	116
순현금흐름	-256	476	43	200
기초현금	345	285	761	804
기말현금	285	761	804	1,003

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200712	200812	200912F	201012F
매출액	12,131	13,144	14,128	15,518
매출원가	3,847	4,072	4,578	5,047
매출총이익	8,284	9,072	9,550	10,471
판매비와관리비	6,671	7,171	7,470	8,205
인건비	1,535	1,548	1,663	1,827
감가상각비	142	135	141	160
무형자산상각비	88	147	129	115
연구개발관련비용	72	69	74	82
기타	4,834	5,272	5,463	6,021
영업이익	1,613	1,901	2,080	2,266
영업외손익	-56	-54	12	3
이자수익	16	33	49	56
이자비용	80	113	136	136
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	0	0	0	0
외환차손익	0	-2	-2	-2
외화환산손익	9	106	146	116
지분법손익	-41	-14	-45	-32
기타	40	-64	0	0
세전계속사업이익	1,557	1,848	2,093	2,269
계속사업법인세비용	394	557	502	544
계속사업이익	1,163	1,291	1,590	1,724
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,163	1,291	1,590	1,724
주당순이익	1,562	1,734	2,063	2,236

Valuation 관련지표

	200712	200812	200912F	201012F
Per Share (Won)				
EPS	1,562	1,734	2,063	2,236
CFPS	3,583	3,652	4,115	4,497
BPS	7,100	8,016	8,958	10,159
Multiples (X)				
PER	19.5	15.4	15.2	14.0
PCR	8.5	7.3	7.6	7.0
PBR	4.3	3.3	3.5	3.1
EV/EBITDA	7.7	6.4	6.9	6.2
성장성 (%)				
매출액증가율	8.5	8.4	7.5	9.8
영업이익증가율	43.7	17.9	9.4	8.9
EBIT 증가율	45.9	11.1	13.3	8.9
EBITDA 증가율	21.9	5.8	12.4	9.3
순이익증가율	55.2	11.0	23.2	8.4
수익성 (%)				
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.7	14.6
순이익률 (%)	9.6	9.8	11.3	11.1
EBITDA Margin	25.3	24.7	25.8	25.7
ROA	12.8	12.9	14.1	13.8
ROE	24.0	22.9	24.7	23.4
ROIC	22.4	22.3	26.0	25.3
안정성 (%)				
부채비율	77.1	79.6	72.3	67.9
이자보상배율 (배)	20.1	16.8	15.3	16.6