

네~ 코디 아줌마입니다

- 웅진코웨이 -

2006. 5. 27.

Team 5

Captain 현섭 solver 정길 PM 은지

Hope 영민 Rookie 주영

- Contents -

1. 의견제시
2. 사업소개
3. Business Model 및 합병이슈
4. 제품별 시장성장성
5. Risk 요인
6. 주가분석
7. 재무, 밸류에이션

1. 의견제시 - BUY

결과적으로 현재 주가는 20800원이지만, 보수적인 접근으로도 24221원의 적정주가를 추정할 수 있어 Buy를 제시한다. 독보적인 비즈니스 모델과 높은 진입장벽 및 환경상품에 대한 관심 고조 등을 비추어 볼 때, 거시 경기악화라는 최악의 악재가 버티고는 있지만, 소득상위층 및 중산층을 중심으로 충분히 성장 가능성이 높은 기업임을 확인할 수 있었다.

2. 사업소개

웅진코웨이는 정수기를 대표로 하는 환경가전, 이온수기 등의 건강가전, 비데와 연수기등을 포함하는 욕실가전, 그리고 2004년 10월 런칭한 주방가구, 식탁, 부엌인테리어 등을 포함한 리빙사업을 하고 있다. 기존의 환경가전, 건강가전, 욕실가전은 주로 임대를 중심으로 하는 방문 판매를 통해 수익을 내고 있으며, 신규사업인 리빙사업은 기존 사업의 회원을 중심으로 리빙디자이너의 방문 및 서울 등에 14개의 제품 전시장을 통한 판매를 하고 있다.



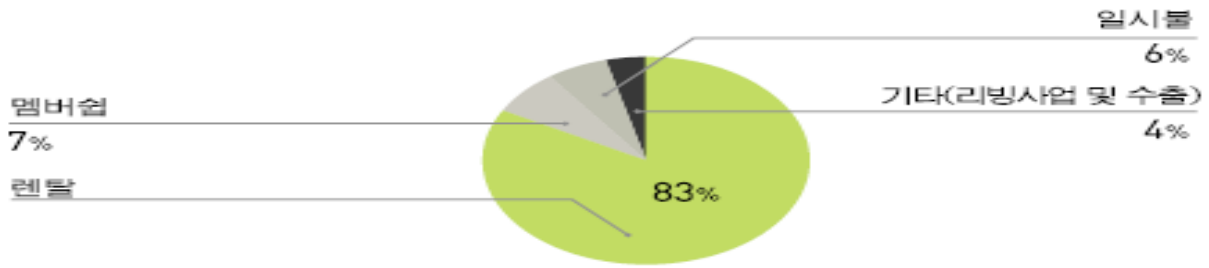
2.1. 웅진코웨이 주요제품 및 판매채널

웅진코웨이가 취급하는 주요 제품은 크게 정수기, 청정기, 비데, 연수기로 나누어진다.

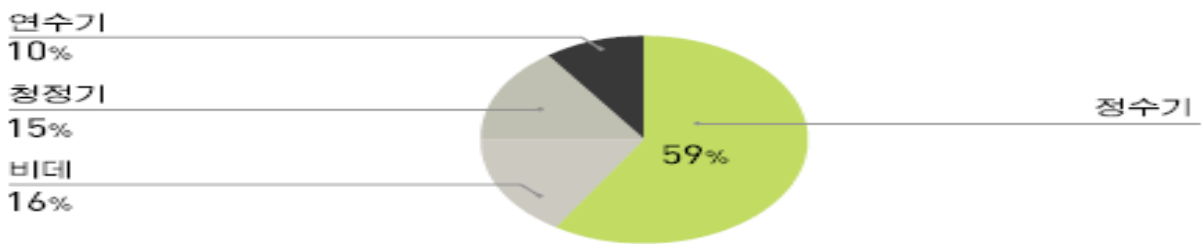
각각의 제품은 렌탈, 멤버십, 일시불의 형태로 판매된다. 렌탈은 한마디로 ‘임대제도’이다. 소비자가 제품을 직접 구입하지 않고 계약 기간 동안 빌려 쓰고 관리를 받는 형식이다. 이러한 렌탈방식은 기존의 일시불로 정수기등을 구입할때의 부담을 덜어주고, 필터 교환등의 관리를 받을 수 있다는 장점이 있어 큰 호응을 얻었다. 웅진은 1998년 최초로 정수기 렌탈서비스를 도입한 이래 렌탈 판매방식을 공기청정기, 비데 등 타 제품군에도 확대하고 있다. 2005년 웅진코웨이의 구개 렌탈 및 멤버십 회원은 380만명이며, 2005년말 기준으로 멤버십 매출을 포함한 렌탈매출 비중이 전체 매출액의 약 83%에 이르고 있어, 렌탈사업이 웅진의 가장 큰 원동력이 되고 있다. 멤버십이라는 것은 렌탈 기간이 완료된 후, 제품을 인도받아 멤버십 가입을 하거나, 처음부터 제품을 구입해서 멤버십 서비스에 가입하면 코디가 방문해서 청소, 점검, 필터교환 등의 서비스를 무상으로 제공하는 것을 말한다.

	<p>코웨이 냉온정수기</p>
	<p>케어스 공기청정기</p>
	<p>롤루비데</p>
	<p>롤루연수기 (연수기란 세수나 샤워시 쓰는 물의 수질을 좋게 하기 위해, 금속 등의 이물질이 포함된 경수를 연수로 바꾸어 주는 장치를 말한다)</p>

2005년 판매채널별 매출비중

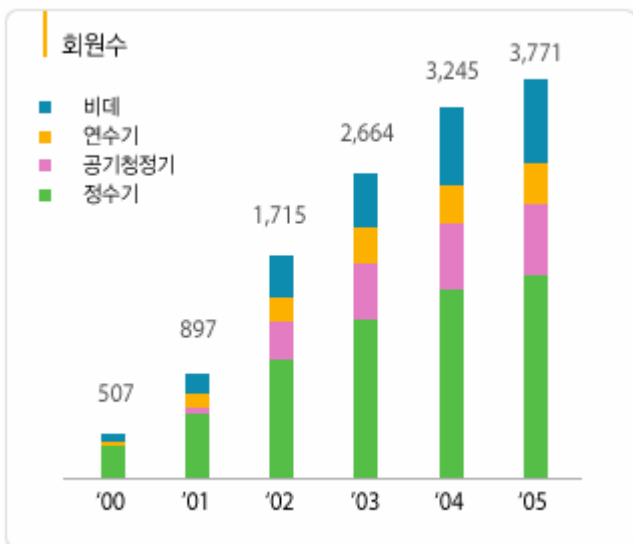


2005년 렌탈제품군별 매출비중



(출처: 웅진코웨이)

2005년 판매채널별 매출비중을 보면, 렌탈이 83%로 압도적으로 많으며 멤버십 7%, 일시불 6% 등이다. 판매채널 중 가장 큰 부분을 차지하는 렌탈부분에서 제품별 매출비중을 보면, 정수기가 59%, 청정기와 비데가 약 15%, 연수기가 10%를 차지하고 있다.



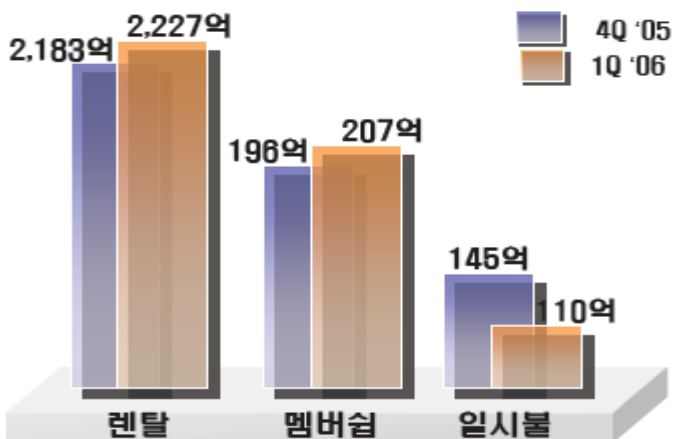
(단위: 천명)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
정수기	38,757	190,730	442,844	740,944	1,055,706	1,558,787	1,846,628	2,173,255
비 데	-	-	23,254	119,248	293,819	459,450	580,947	719,056
연수기	-	786	41,263	29,248	124,450	242,536	321,710	357,746
청정기	-	-	-	7,865	241,329	403,364	496,642	521,153
총 계	38,757	191,516	507,361	897,305	1,715,304	2,664,137	3,245,927	3,771,210

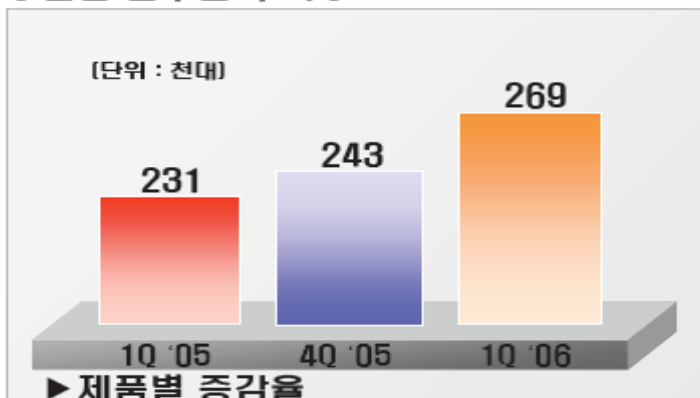
(출처: 웅진코웨이)

이와 같이 웅진 판매채널의 핵심인 렌탈의 증가추이는 회원수의 증가를 보면 알 수 있는데, 2005년의 총회원수는 약 380만명이다. 정수기, 공기청정기, 연수기, 비데 등 모든 부분에서 누적회원수가 꾸준히 증가하고 있다.

주요 사업 부문별 매출액



[렌탈 순주문 추이]



▶ 제품별 증감율

구분	'05 4Q 대비	'05 1Q 대비
정수기	14.5% 증가	18.0% 증가
청정기	0.6% 증가	17.9% 증가
비 데	6.3% 증가	29.2% 증가
연수기	6.8% 증가	9.1% 감소
계	10.8% 증가	16.8% 증가

(출처: 웅진코웨이)

판매채널에 따른 2006년 1분기의 실적을 살펴보면, 2005년 4분기 대비, 렌탈 2.01%, 멤버십 5.61%가 증가했으며, 일시불 구매는 줄어들었다. 제품에 따른 2006년 1분기의 실적으로 살펴보면, 렌탈 주문추이가 2005년보다 늘었으며, 전체 제품의 렌탈 주문추이는 2005년 1분기 대비 16.8%, 2005년 4분기 대비 10.8%가 증가했음을 알 수 있다.

2.2. 신규사업

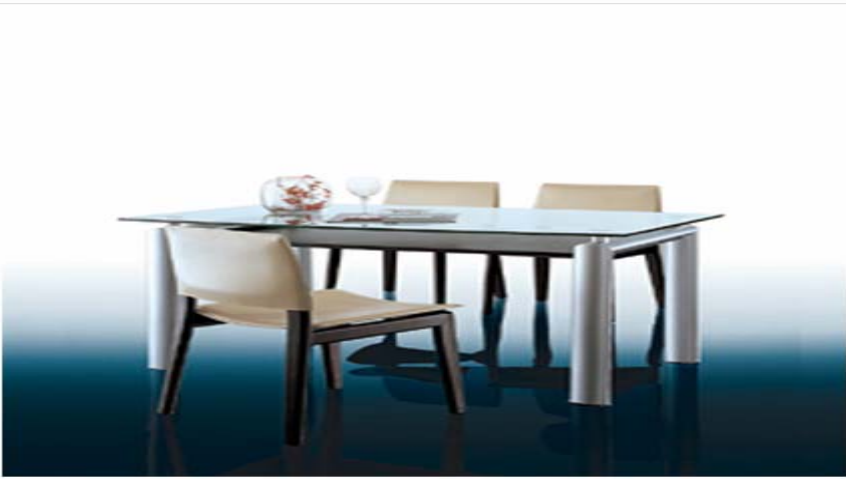
웅진코웨이는 2004년 10월에 ‘뷔셀’이란 브랜드로 부엌가구 시장에 새롭게 진출하였다. 웅진코웨이는 기존의 정수기, 비데 사업 등을 통해 확보한 회원과, 기존 영업조직인 코디조직과의 협력을 통해 고객의 확보를 꾀하고 있다. 사업방식은 이사계획, 결혼여부 등 고객정보를 자연스럽게 파악하고 대리점을 통한 영업이 아닌 전문 인테리어 기술자인 리빙디자이너(LD)를 통하여 고객의 가정을 직접 방문하여 맞춤형 주방가구를 선택할 수 있는 방식을 채택하고 있다. 또한 고객이 직접 실물을 확인할 수 있도록 2005년 말 현재 주요거점인 서울, 수도권을 중심으로 총 14곳의 갤러리를 개설하였다.

국내 전체 부엌가구 시장은 연간 1조 3,000억원 규모로 이중 브랜드 보유업체가 차지하는 시장규모는 대략 7,000억원 정도 수준이다. 한샘이 시장점유율 43%로 선두를 달리고 있고, 그 다음으로 에넥스가 31%로 2위를 차지하고 있다.

신규사업인 만큼 아직 뷔셀의 브랜드 인지도는 미미한편이다. 기존의 탄탄한 영업망을 잘 이용한다면, 타사와의 경쟁에서 어느 정도 승산이 있을 것으로 판단되나, 향후 추이는 더 지켜봐야 할 것이다.



뷔셀 주방가구



뷔셀 식탁

3. Business Model

3.1. 렌탈사업의 이해

웅진코웨이의 주력 사업은 2005년 기준 매출의 83%를 차지하고 있는 렌탈 사업이다. 일반적으로 ‘렌탈’이란 필요한 시기에 필요한 물건을 일정한 비용을 내고 쓰는 서비스로, "대여" 또는 "임대"의 의미를 가지고 있다. 즉, 고가의 제품을 특정 기간에만 사용할 때 주로 렌탈을 이용한다. 대표적인 예로는 계측장비, 의료장비, 건설장비 등이 있다.

그러나 웅진코웨이가 제공하는 렌탈서비스는

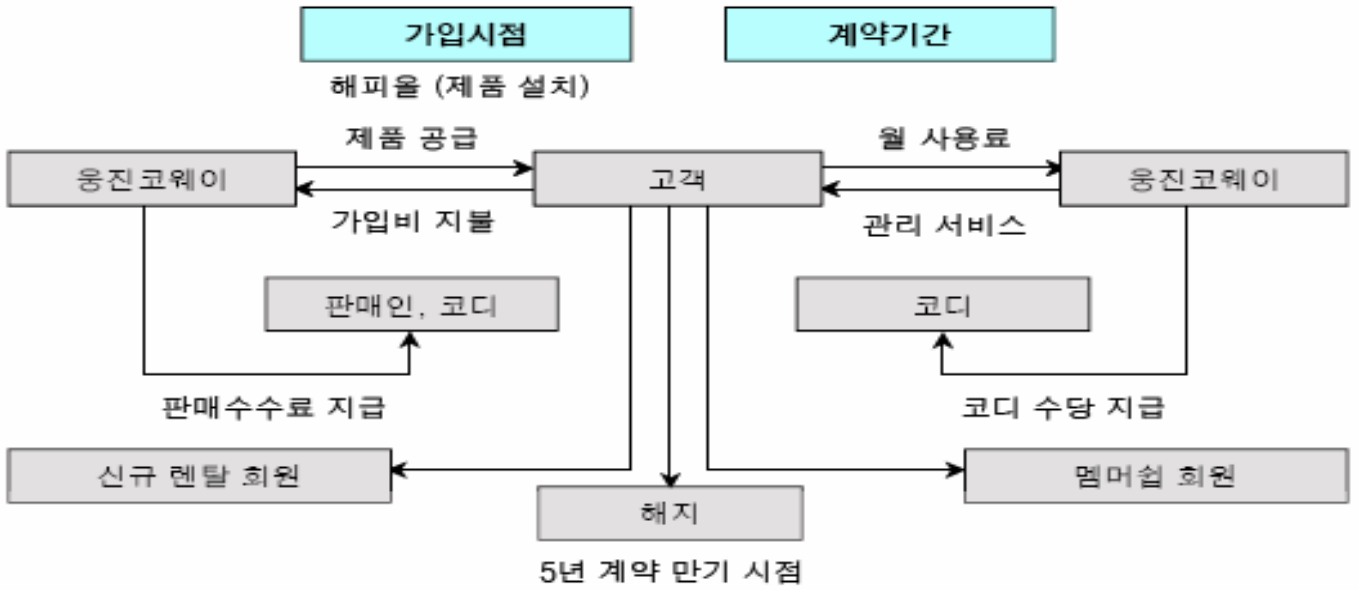
- 1) 대상이 정수기, 공기청정기, 비데, 연수기 등의 필터를 사용한 친환경 가전제품이고
- 2) 렌탈 기간이 5년(5년이후 소유권 이전)으로 기존의 렌탈이 대부분 2-3개월인 것에 비하여 장기간이며
- 3) 렌탈 요금에 코디(Coway-Lday의 줄임말로 주업무는 비데, 연수기, 공기청정기 등의 제품 회원관리, 필터교환 등의 Before Service임)의 유지보수 비용이 40%이상 포함되어 있다.

즉, 기존의 렌탈이 단순한 제품의 임대에만 주력했다면, 웅진코웨이는 친환경 가전의 유지보수 및 서비스에 중점을 둔 시스템이다. 웅진코웨이는 한 단계 더 나아가서 코디의 유지보수 서비스만을 분리한 멤버쉽서비스(매출의 7%)를 별도로 운영하고 있다.

이러한 웅진코웨이의 렌탈사업의 강점으로는

- 1) 가입자를 기반으로 하고 있어 사업의 지속성이 높고
- 2) 이미 상당한 규모의 가입자를 확보하고 있는 웅진코웨이에게는 추가적인 투자를 크게 상회하는 현금흐름의 유입이 지속되며
- 3) 고가의 제품을 일시에 구입하는 것이 아니라 월 이용료를 지불하기 때문에 소비자의 부담이 적어 수요 창출 및 시장 확대가 용이하며
- 4) 유통 및 관리를 위한 조직 구축을 위한 초기의 자금부담이 큰 진입장벽이 높아 위협적인 경쟁자의 출현 가능성이 매우 낮다.

3.2. 영업흐름



웅진코웨이의 영업흐름은 위와 같다. 판매조직(판매인이나 ‘코디’)을 통해 소비자가 가입하면 회사는 해당 제품을 가입자에게 설치해주고, 필터 교체를 비롯한 정기적인 관리서비스를 2개월에 1회 코디를 통해 제공한다. 가입자는 선택한 요금제에 따라 월 사용료를 회사에 지불하는데, 월사용료는 초기 1년이 지나면 소폭 인하되고, 총 5년이 경과하면 제품의 소유권이 가입자에게 이전된다. 초기 1년은 의무사용기간으로 기간 내에 해지하려면 잔여기간 월 사용료의 50%를 지불해야 하며, 1년 이후에는 언제든지 무조건 해지가 가능하다.

5년이 경과하여 소유권이 가입자에게 이전된 이후에는 새로운 제품을 구입하여 신규 렌탈 가입자가 될 수도 있고 (렌탈 매출), 기존 제품을 이용하면서 월 10,000~20,000원 가량의 이용료로 렌탈 가입자와 동일한 관리 서비스를 받을 수 있다. (멤버십 매출). 가입자는 요금제에 따라 가입비를 내면서(가입비 매출) 상대적으로 저렴한 월 사용료를 낼 수도 있고 가입비 없이 상대적으로 높은 월 사용료를 낼 수도 있다. 일시불로 제품을 구입한 고객도 필터 등의 소모품을 시중에서 직접 구입할 수 없기 때문에 멤버십 가입자가 된다.

<요금 체계 (CP-01CR 정수기의 경우)>

초기 가입비	렌탈 요금(원/월)			5년 합계(원)
	1~12개월	13개월 이후	할인액	
0	46,500	31,000	15,500	2,046,000
50,000	42,500	30,500	12,000	2,024,000
100,000	38,500	30,000	8,500	2,002,000
150,000	34,000	30,000	4,000	1,998,000
200,000	29,500	29,500	0	1,970,000
300,000	27,500	27,500	0	1,950,000

(자료 : 웅진코웨이)

3.3. 현금흐름 및 수익구조 분석

렌탈 사업은 초기에 대규모 비용이 소요되나 매출은 점진적으로 발생하기 때문에 현금흐름 상의 불일치 위험이

가장 큰 우려 사항이다. 더욱이 1년 이후에는 계약 해지가 자유로우며 해지 제품은 재사용하지 않기 때문(전부 폐기처리)에 현금흐름의 불일치 위험이 크게 나타날 수 있다는 우려가 높다.

그러나 현재의 요금체계는 13개월 이후부터는 잉여 현금흐름이 발생하며, 중도 해지의 경우에도 계약당 현금흐름 측면의 손실이 거의 없도록 설계되어있다. 또한 이미 판매 및 관리 조직 구축을 위한 투자가 완료되었고, 상당한 수준의 가입자를 확보한 상태이기 때문에 장기적인 경기 침체나 가입자의 대규모 지불불이행 등을 제외한 정상적인 영업환경에서는 향후 현금흐름 상의 불일치 위험이 나타날 가능성이 매우 낮다.

현금흐름을 보면, 회원이 가입하면 가입비를 받게 되나 제품 공급을 위해 지불되어야 하는 원가와 설치비가 이를 상회하기 때문에 가입시점에서는 대규모 현금유출이 일어나게 된다. 가입 이후에는 필터비용과 코디의 관리 수수료, 판매인에 대한 판매수수료가 지불되나 매월 받는 렌탈요금이 이를 상회하기 때문에 1개월 이후부터는 일정한 현금유입이 일어나게 된다. 이에 따라 가입 시에 발생하였던 대규모 현금유출을 상쇄하고 잉여 현금흐름이 발생하는 시점은 14개월 부터로 추정된다. 12개월 이후에는 렌탈요금이 인하되나 판매인에 대한 판매수수료도 초기 12개월만 지급되기 때문에 14개월부터 계약 해지시점까지 발생하는 렌탈요금과 비용의 차이는 전부 동사의 잉여 현금흐름이 된다.

렌탈 회원이 손익분기점인 13개월 이전에 계약을 해지하는 경우에도 현금흐름 측면에서 동사에게는 손실이 없는 것으로 추정되는데, 이는 의무사용기간인 12개월 이내에 해지하려면 잔여 기간의 월 렌탈요금의 50%를 벌칙금으로 지불해야 하고 계약이 해지되면 필터 비용과 코디 수수료, 판매수수료가 지급되지 않기 때문이다. 이에 따라 렌탈 계약을 1개월 만에 해지하는 경우에도 제조원가 및 설치비 비용을 상쇄하고도 남게 되어 계약 해지가 미치는 영향은 거의 없다고 볼 수 있다.

<렌탈부문의 현금흐름 분석>

	누적 Cashflow	Cash-in	Cash-out	(제조원가)	(설치비)	(필터)	(코디수수료)	(판매수수료)
가입시	(122,662)	100,000	222,662	196,662	26,000			
1개월	(113,716)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
2개월	(104,770)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
3개월	(95,824)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
4개월	(86,878)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
5개월	(77,931)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
6개월	(68,985)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
7개월	(60,039)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
8개월	(51,093)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
9개월	(42,147)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
10개월	(33,201)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
11개월	(24,255)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
12개월	(15,308)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
13개월	(2,895)	16,913	4,500			2,000	2,500	
14개월	9,518	16,913	4,500			2,000	2,500	

<가입 1개월 후 해지 시 현금 흐름>

	누적 Cashflow	Cash-in	Cash-out	(제조원가)	(설치비)	(필터)	(코디수수료)	(판매수수료)
가입시	(122,662)	100,000	222,662	196,662	26,000			
1개월	(113,716)	22,551	13,605			2,000	2,500	9,105
2개월	10,314	124,030						

(자료 : 웅진코웨이, 삼성증권)

손익구조를 보면, 가입비 매출과 매월 렌탈요금이 매출로 인식되고, 제품 설치비와 렌탈자산에 대한 가상각비(5년 균등 상각), 필터 비용, 코디 수수료(매출원가), 판매수수료(판관비) 등이 비용으로 인식되면서 가입 후 1년간 이익률은 38% 수준으로 추정된다. 또한, 판매수수료(매출액의 29%를 차지)가 판관비에 계상되고, 나머지 모든 비용이 매출원가에 계상되는 점을 감안하면 렌탈사업의 계약당 매출총이익률은 32% 수준으로 분석된다. 1년 이 지나면 판매수수료 지불이 끝나기 때문에 평균 계약유지기간이 길어지면 이익률이 개선되는 수익구조를 지닌 것으로 판단된다. 한편, 계약이 중도에 해지되면 해당 렌탈자산을 회수하여 폐기하고 잔존가치에 대한 감가상각비 및 렌탈자산폐기손실을 일시에 계상하기 때문에 의무사용기간인 12개월 이내에 해지되면 장부상 손실이 발생하게 된다. 그러나 이러한 경우에도 앞서 살펴본 바와 같이 현금흐름 상의 손실은 없는 것으로 추정된다.

<렌탈부문의 현금흐름 분석>

	매출	수익	(비용)	(렌탈자산 상각)	(설치비)	(필터)	(코디수수료)	(판매수수료)
가입시	100,000	74,000	26,000		26,000			
1개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
2개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
3개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
4개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
5개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
6개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
7개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
8개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
9개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
10개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
11개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105
12개월	22,551	5,668	16,882	3,278		2,000	2,500	9,105

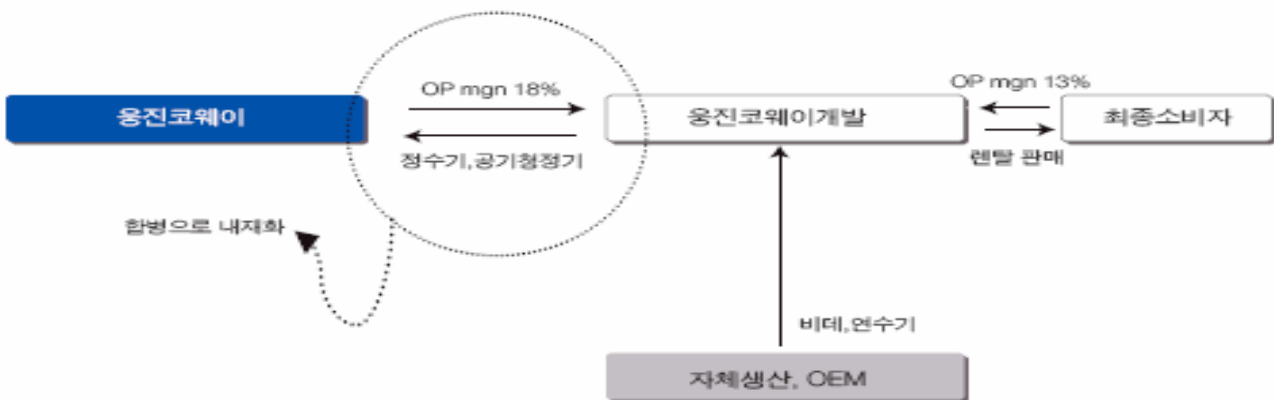
합계	370,610	142,021	228,589	39,332	26,000	24,000	30,000	109,257
----	---------	---------	---------	--------	--------	--------	--------	---------

(자료 : 삼성증권)

3.4. 수익성 개선 요소 (합병이슈)

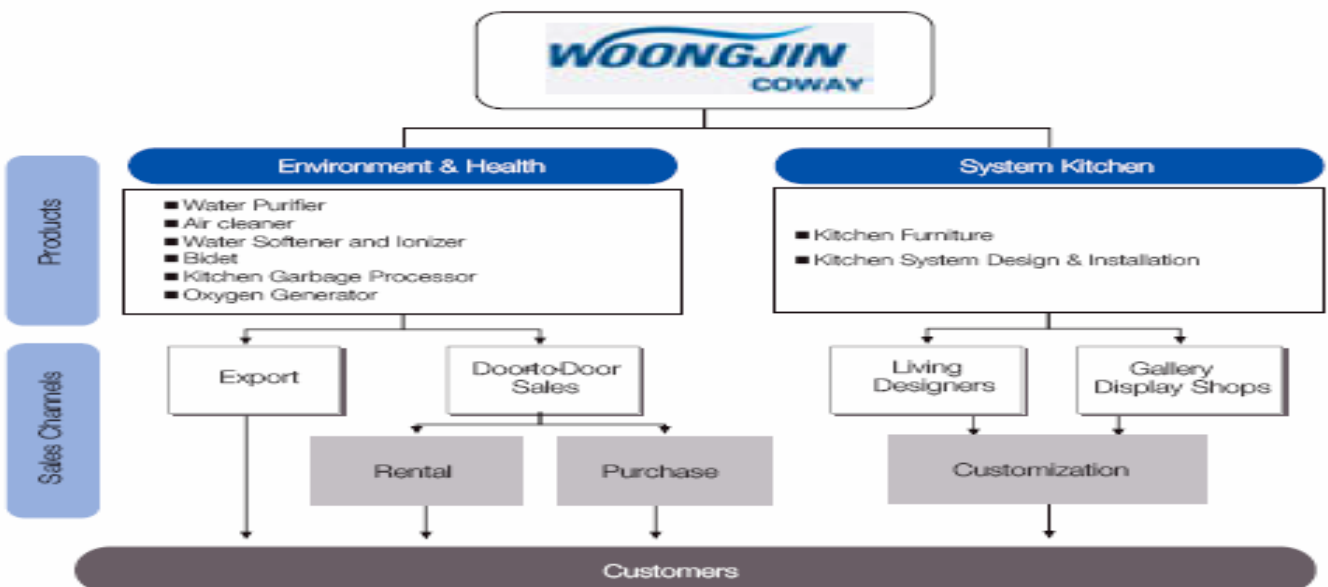
웅진코웨이는 작년 5월 2일을 기준으로 계열사인 웅진코웨이개발(비상장)을 흡수 합병하였고, 합병 신주가 5월 24일 상장되어 합병이 완료되었다. 합병전 웅진코웨이는 정수기와 공기청정기를 제조해 판매 마진을 붙여 웅진코웨이 개발에 판매 했다. 이번 합병으로 이러한 판매 마진이 내재화 되면서 점차적으로 수익성 개선이 이뤄질 것으로 보인다. 또한 웅진코웨이와 웅진코웨이 개발에 중복되던 사업부분이 정리되면서 나타나는 비용절감 효과 또한 상당할 것으로 예상된다. 이러한 수익성의 개선은 렌탈판매라는 사업의 특성상 합병전에 웅진코웨이개발에서 판매된 렌탈자산이 5년간의 감가상각을 통해 전부 사라지는 2010년 까지 계속 될 것으로 보이며 현재의 사업구조가 그대로 유지되면서 합병을 통해 사업구조의 재정비를 통해 기존의 마진을 제대로 내재화 한다면 2010년에 이르렀을 때 영업이익률을 20%대 가까이 까지 끌어올릴 수도 있을 것으로 보인다.

<합병 전 사업 구조>



(자료 : 한국투자증권)

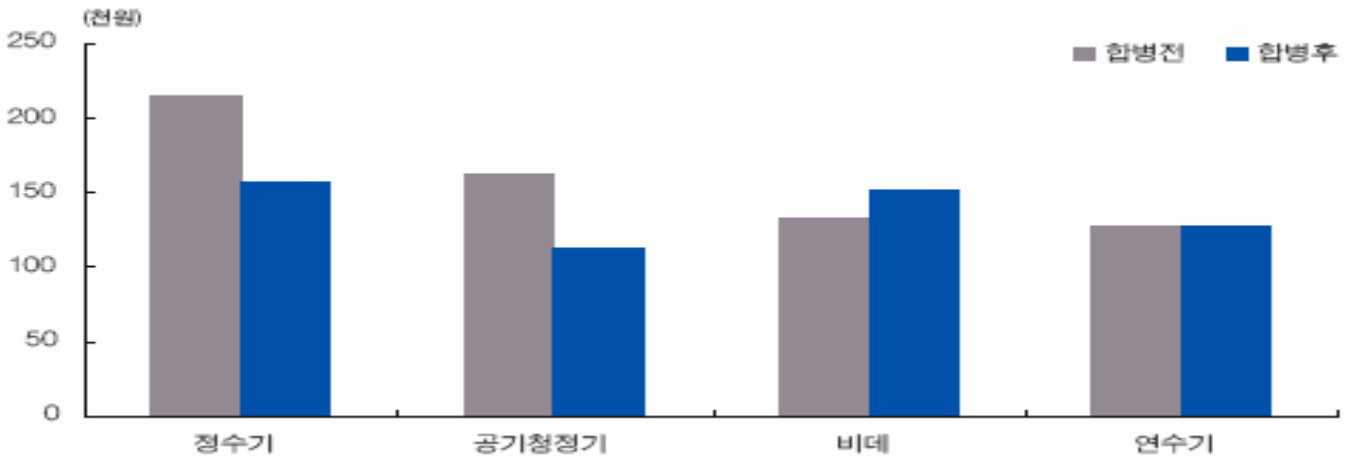
<합병 후 사업 구조>



(자료 : 웅진코웨이)

이러한 수익구조 개선은 우선 내부거래를 통해 발생하던 마진의 내재화를 통해 렌탈자산의 취득원가가 감소함으로써 나타난다. 이러한 취득원가의 감소를 통해 렌탈 자산의 감가 상각비 또한 감소하며, 계약 해지를 통해 발생하는 렌탈자산의 폐기손실까지 감소할 것으로 보인다.(비데의 경우 합병 이후 생산은 계열사인 웅진 쿠첸으로 넘기면서 취득원가가 상승)

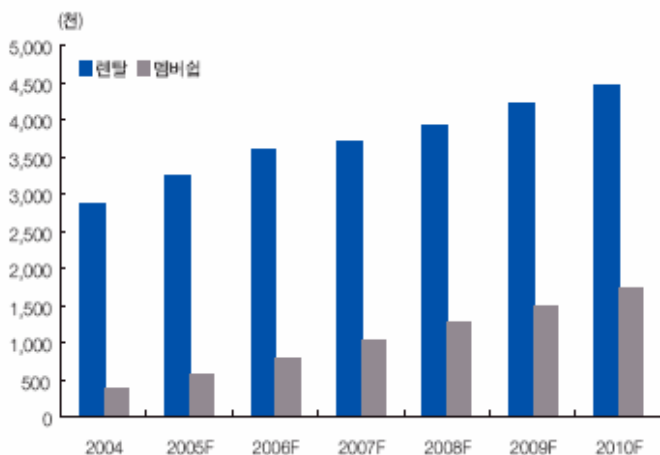
<합병전후의 렌탈자산 취득원가 비교>



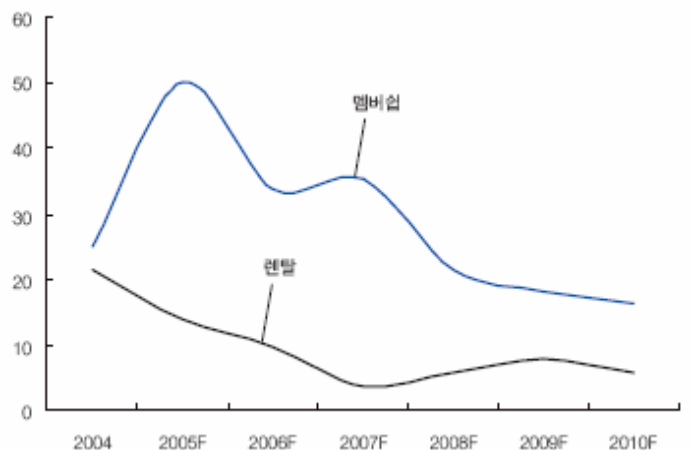
(자료 : 웅진코웨이, 한국투자증권)

또한 예상되는 또다른 수익성 개선 요인은 멤버십 회원의 증가를 들 수 있다. 앞서 살펴본대로 5년이 경과할 경우 소유권이 소비자에게 이전된다. 이때 멤버십회원으로 전환하면 일정액을 지불하고 유지보수 서비스를 계속 받을 수 있게 된다. 98년부터 정수기, 00년부터 비데, 01년부터 공기청정기의 렌탈판매가 시작되었기 때문에 시간이 흐를수록 멤버십 회원의 수가 증가하게 된다. 멤버십의 이용료는 렌탈의 50%수준이기 때문에 성장성측면에는 불리하지만 판매수수료와 렌탈자산 감가상각비가 들지 않기 때문에 영업이익률은 렌탈보다 훨씬 높다. 이러한 멤버십 회원의 증가를 통해 수익성은 더욱 좋아질 것으로 보인다.

<렌탈 및 멤버십 회원 수 추이>



<렌탈 및 멤버십 회원 증가율>



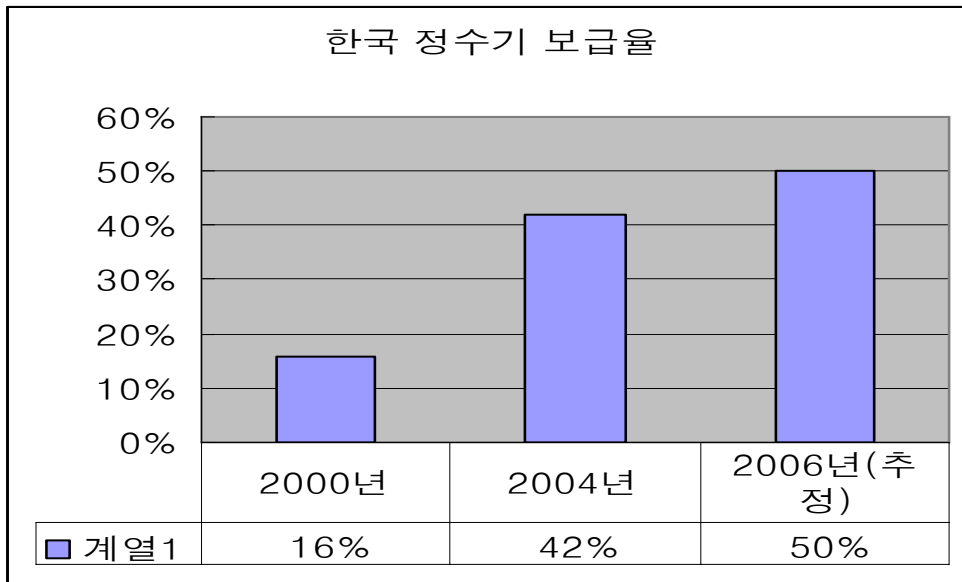
(자료 : 한국투자증권)

4. 제품별 시장의 성장성

향후 정수기, 비데, 공기청정기, 연수기 시장이 어떻게 성장할지를 알아보기 위해, 먼저 우리나라 시장의 규모를 살펴보고, 우리와 비슷한 라이프스타일을 보이는 일본 시장과의 비교를 통해 향후 시장의 성장성을 전망해보고자 한다.

4.1. 정수기

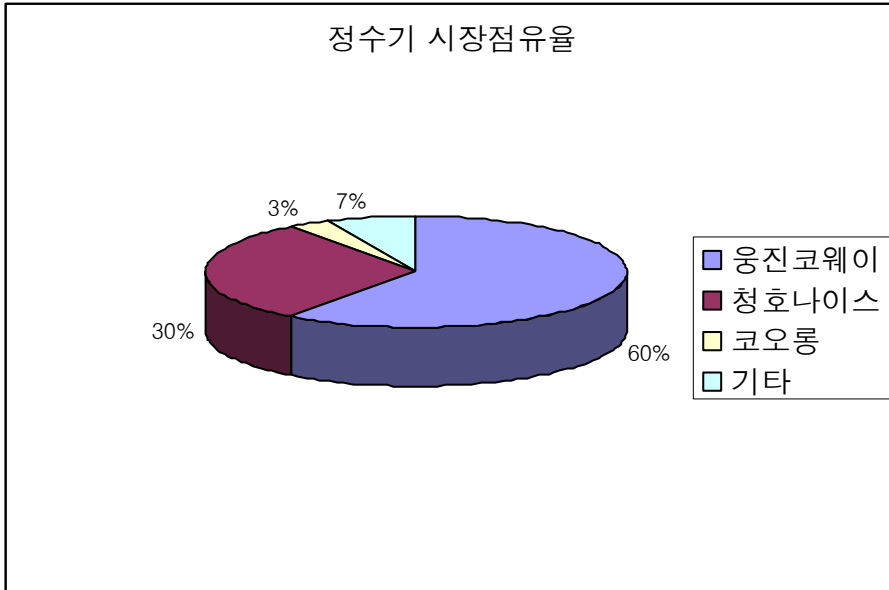
우리나라 정수기 시장의 규모는 약 1조원 정도이다. 정수기 보급율은 지난 2000년 16%에서 2004년에는 42%까지 높아진 상황으로 4년만에 3배 가까이 시장이 커졌다. 일반적으로 업계는 정수기의 한계보급율을 50%로 보고 있다. 보건신문에 따르면 우리나라의 정수기 보급율이 현재 가정 50%, 학교 80%에 이르렀다고 보고 있어, 정수기 시장은 이미 일본 등 선진국 수준으로 올라서 포화상태에 근접했음을 알 수 있다.



(참고자료: 한국경제 TV)

현재 한국정수기공업협동조합에 등록되어 있는 업체수만 80 여개에 달한다. 이 가운데 웅진코웨이와 청호 나이스 등 상위 2개 업체가 90% 가까운 점유율을 보이고 있다. 자세히 살펴보자면, 웅진코웨이가 60% 가까운 점유율을

보이고 있고 청호나이스가 30% 정도, 코오롱이 3% 가량을 차지하고 있다.



(자료: 웅진코웨이)

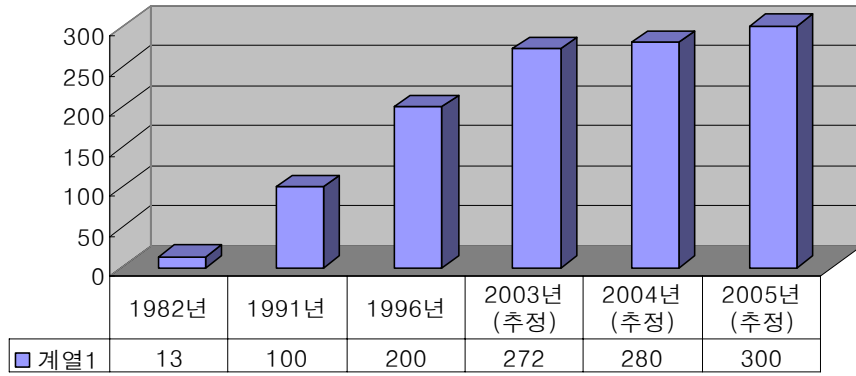
이와 같이 웅진코웨이가 정수기 시장에서 높은 시장 점유율을 보이기는 하지만, 정수기 시장 자체의 포화로 인한 회원수의 정체가 예상된다.

4.2. 비데

정수기 시장이 포화 상태를 보이는 것과 대조적으로 비데(2004년 보급율 8.0%), 연수기(2004년 보급율 5.0%), 청정기(2004년 보급율 13.0%)의 경우, 보급율이 낮은 상태이기 때문에 향후 추가적인 성장세가 예상된다.

먼저 비데시장의 향후 성장 가능성을 예측하기 위해 정수기 보급 등에서 우리나라와 비슷한 패턴을 보이는 일본의 비데시장 성장추이를 살펴보자. 2003년 일본의 비데(온수 세정변기) 총 수요는 2002년 대비 3.8% 증가한 272만대에 달하며, 보급률은 50%를 돌파할 것이라 예측되었다. 또한, 2003년 이후부터는 연간 3~4% 증가추이를 보여 2004년에는 280만대, 2005년에는 300만대에 근접할 것으로 전망되었다. 일본에서의 비데는 1980년대 고소득층과 질환자를 중심으로 이용이 확대되었으며, 그 후 전기제품 판매점 등에서 취급(방문 판매 등)함으로 인해 수요가 확대되었다. 1990년대부터는 양판점과 홈센터에서 취급하기 시작했으며, 신축 맨션에서는 화장실에 처음부터 비데를 설치하는 경우가 증가했다. 1991년도 연간 1백만대에 돌파한 이후, 사용자의 청결지향과 쾌적, 건강 니즈 향상으로 일반인의 사용이 늘기 시작했다. 1996년도의 연간 수요는 200만대까지 확대되었으며, 2005~2006년도에는 연간 300만대까지 수요가 확대될 것으로 전망하고 있다. 1982년 비데의 총수요가 13만4000대 규모인 점을 감안하면, 시장규모는 20년간 약 20배 규모로 확대되었다. 금년도에도 1982년부터 21년간의 연속증가 기록을 갱신할 것으로 분석하고 있다.

일본 비데시장 성장추이



(단위: 만대)

(자료: KOTRA)

일본의 비데 보급율이 정수기와 비슷한 50%정도의 보급율을 보이는 반면, 우리나라 현재의 비데보급율은 5~10% 정도로 추정된다. 이를 통해 보았을 때, 향후 비데시장은 꾸준히 성장할 것으로 보인다.

4.3. 공기청정기

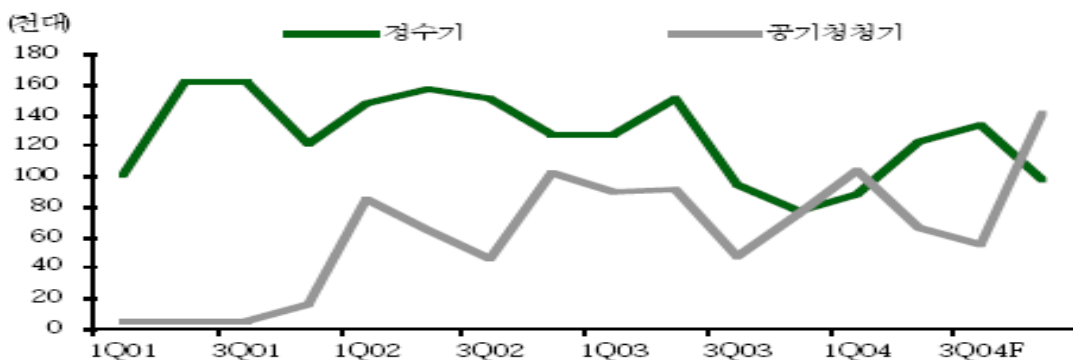
우리나라 공기청정기 시장규모는 2004년 기준 4,000억원, 보급율 약 18% 정도이다. 2000년 이후 황사와 렌탈시장의 성장에 힘입어 보급율 상승했으며, 2003년 황사, SARS 등의 영향으로 13%의 보급율을 보이며 성장세를 지속했다. 2006년의 공기청정기 보급율은 약 20% 정도로 예상되고 있다.

구 분	2001년	2002년	2003년	2004년
보 급 율	6.0%	9.0%	12.8%	18.0%
총 수 요	314	600	996	1,300
시 장 규 모	1,250	2,297	3,440	4,000

(단위: 천, 억원)

(자료: 하이리빙)

그림 1> 정수기 및 공기청정기 분기별 판매 추이

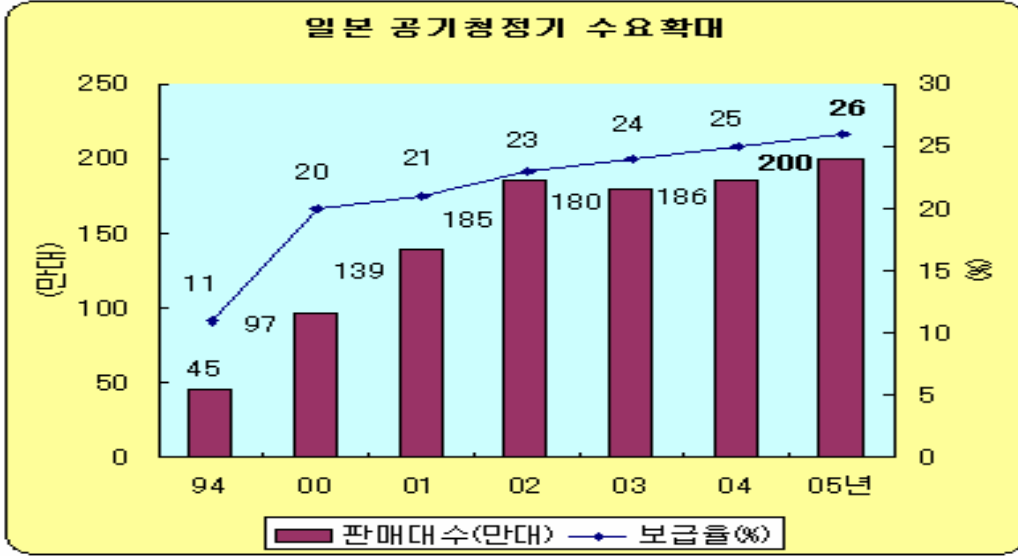


자료: 웅진코웨이

(자료: 웅진코웨이)

일본의 공기청정기 시장은 꾸준히 증가해 2005년도에 일본 총수요는 처음으로 200만대 돌파가 전망되었고, 보급율은

26%에 이를 것으로 예상된다.



* '04년까지는 전기공업회 데이터, 2005년은 각사의 추정치

(자료: KOTRA)

이를 통해 보았을 때 아직 우리나라의 청정기 보급율은 일본 수준에 미치지 못하고 있으며, 육체적·정신적 건강을 추구하는 `웰빙(Welbeing)` 바람이 가전제품 시장의 핵심 키워드로 급부상하면서 공기청정기에 대한 소비자들의 구매욕구도 갈수록 높아지고 있어 공기청정기 시장은 향후 몇 년간 성장을 보일 것이라 예상된다.

5. Risk 요인

5.1. 실적의 악화

웅진코웨이는 2006년 5월 12일이 악몽 같을 것이다. 이날 2006년 1분기 실적 공시가 있었는데 주요사항은 다음과 같다. 매출은 전기(2005년 4분기) 대비 0.9% 감소하였고, 영업이익과 경상이익은 전기대비 각각 41.9%, 28.3% 감소하였다. (앞서 말했듯, 웅진코웨이 개발과의 합병때문에 회계기준이 변경되었으므로 2005년 1분기와 비교는 무의미하다).

이렇게 실적이 저조한 데에는 회계처리 방식 변경으로 렌탈자산폐기손실이 작년 4분기 24억원에서 137억원으로 크게 증가하였고, 수수료 제도 변경으로 코디 수당 및 수수료가 전기대비 각각 8.5%, 6.4% 증가하였기 때문이다. 영업이익률은 작년 4분기 12.6%에서 7.4% 수준으로 크게 하락하였다. 이것은 웅진코웨이가 현재 처한 위기라고 할 수 있다. 위에서 알 수 있듯, 실적악화의 요인 중 가장 큰 두 가지는 코디에 대한 수수료 증가와 렌탈자산폐기손실의 증가이다. 하지만 이 두가지를 모두 나쁜 것으로만 보기는 힘들다. 그러면 한가지씩 뜯어보기로 하자.

5.2. 렌탈자산폐기손실의 증가

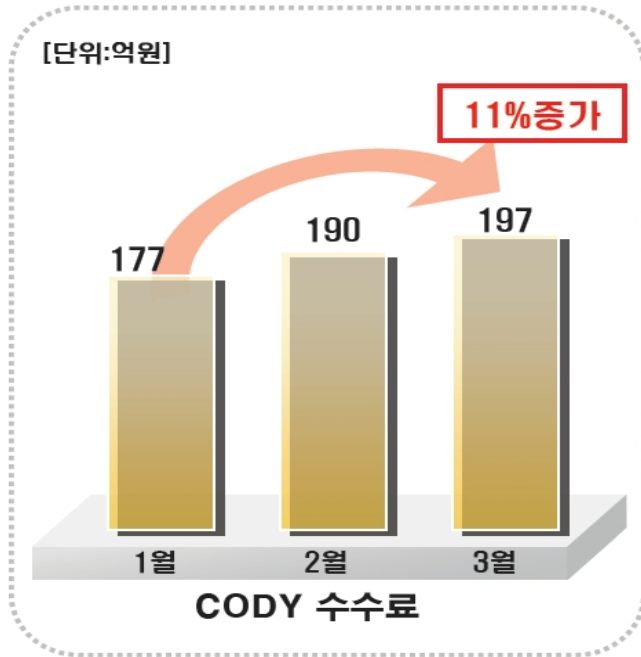
먼저 렌탈자산폐기손실이 5배 이상 증가한 것에 대해서 분석해 보자. 2005년 1년 동안 발생한 총 렌탈자산폐기손실에 504억원인 것에 비교했을 때, 1분기에 이미 137억원을 비용으로 인식한 것이다. 여기서 짚고 넘어가야 할 것은, 렌탈자산 폐기손실은 비현금비용이라는 사실이다. 오히려 합병에 따른 회계기준 변경에도 불구하고 렌탈자산폐기손

실을 그대로 인식한다는 점은 투명한 경영을 하고 있다는 점에서 높이 살만하다.

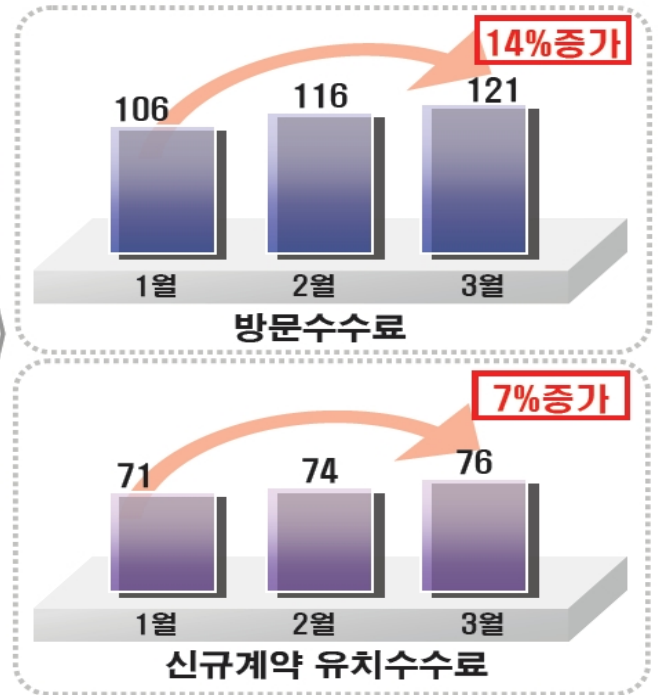
5.3. 코디 수수료 증가

제도 변경후 판매수량은 33% 증가 하였으나, 수수료는 11% 상승

제도 변경후 수수료 변화



제도 변경후 수수료별 변화



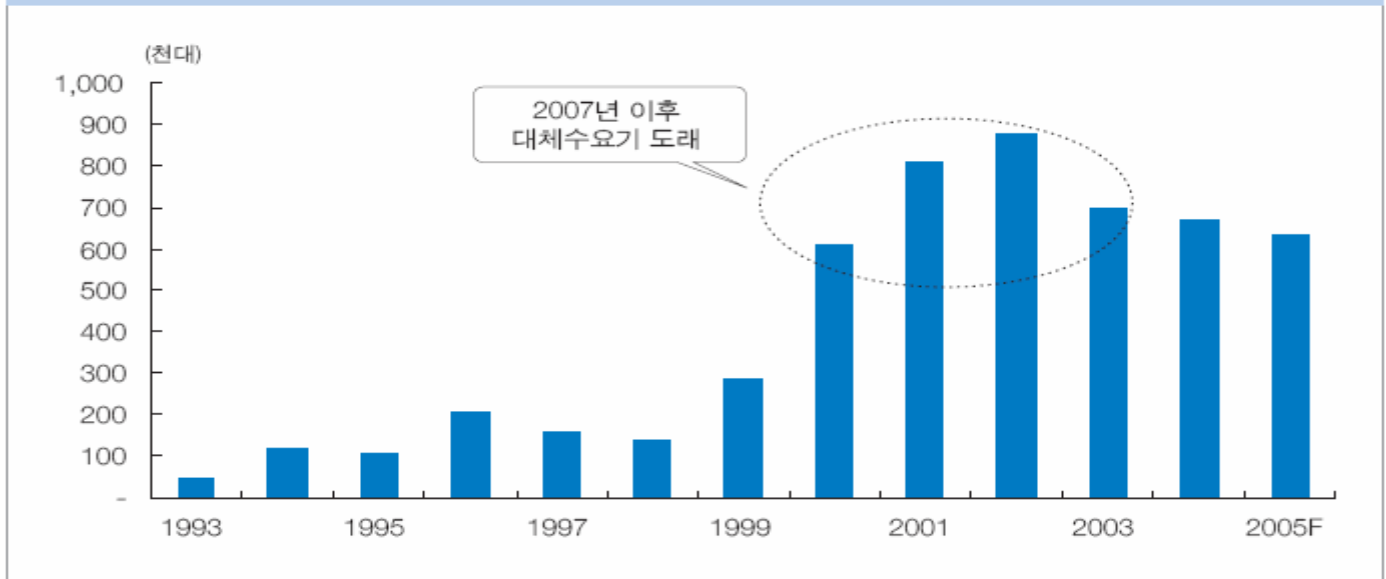
다음으로 코디에 대한 수수료 증가 측면을 살펴보기로 하자. 이것은 정말 명백히 웅진코웨이가 가진 리스크 요인이라고 할 수 있다. 영업인력에 대한 수수료의 증가는 장기적인 관점에서 보았을 때에도 수익률의 저하로 이어질 염려가 크다. 게다가 앞으로도 이러한 수수료의 증가가 계속 된다면 웅진코웨이의 수익성은 더욱 악화될 것이다. 물론 회사 측에서는 코디의 수수료율을 증가시켜 줌으로써 위 그림과 같이 매출이 더욱 늘어나고 있으므로, 리스크 요인이 될 수 없다고 주장하고 있지만, 매출이 앞으로도 이렇게 높은 수준으로 무한정 증가할 것이라고 보기는 어려우므로 **확실한 리스크 요인**이라고 할 수 있다. 따라서 앞으로의 코디 수수료가 어떻게 변화할 지를 주시할 필요가 있다.

게다가 요즘에 웅진코웨이는 영업력의 확대를 위한 코디의 수를 크게 늘리고자 계획하고 있으므로, 앞으로도 판관비의 증가는 계속 이어질 것으로 보인다. 그러나 이것 또한 비관적으로만 볼 수 없는 것은, 이 같은 영업력의 확보가 신규 회원수의 증가로 이어지고 있기 때문이다.

5.4. 정수기 보급의 증가세 둔화

정수기는 웅진코웨이의 매출에서 58%를 차지하는 만큼 가장 핵심 사업부분이라고 할 수 있다. 하지만 현재 우리나라 각 가정의 정수기 보급율이 거의 포화상태에 다다르고 있다. 우리나라의 정수기 보급율은 2000년 16%에서 2004년 42%까지 급속도로 상승하였다. 일본의 경우에 현재 정수기 보급율이 50%를 약간 상회하고 있으므로 우리나라의 한계 보급율도 50% 정도로 생각한다면, 거의 포화상태에 근접했다고 할 수 있는 것이다. 하지만 정수기의 교체주기를 5년으로 생각하면 2007년 부터는 꾸준히 교체수요가 발생할 것으로 예상되므로, 크게 우려되는 문제는 아니라고 할 수 있다.

[그림 12] 한국의 정수기 내수출하량 추이



자료: 통계청, 한국투자증권

6. 주가분석



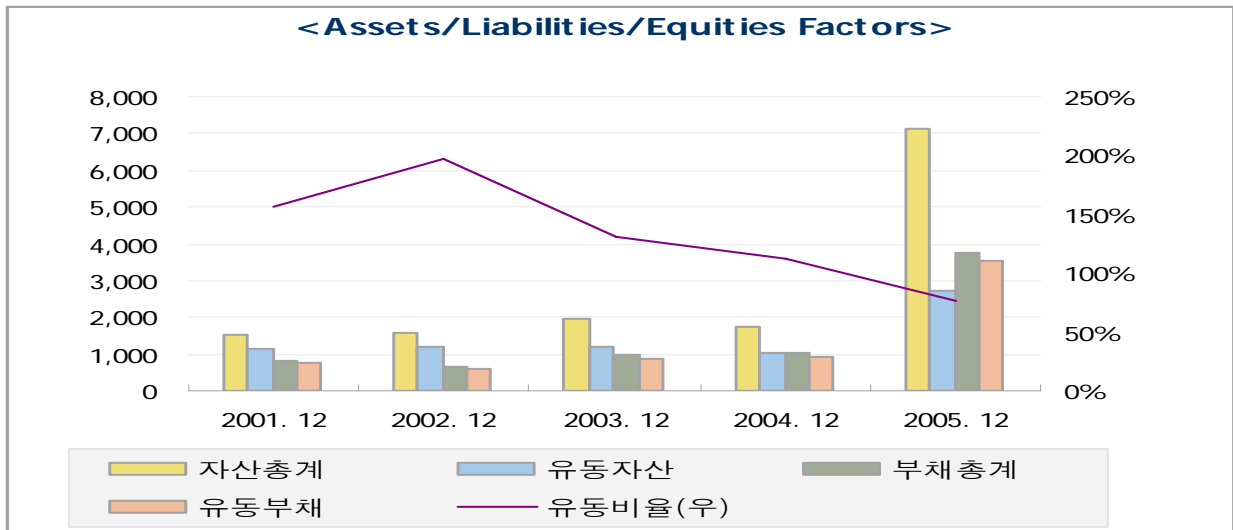
불과 4월 14일에 웅진코웨이의 주가는 30,550원으로 최고고점을 형성했었지만, 5월26일 금요일의 종가는 겨우

20,800원 이었다. 즉, 겨우 40일 동안 무려 32%의 주가가 폭락한 것이다. 그 이유는 5월12일에 2006년도 1분기 실적 발표가 있었는데, 예상을 크게 하회하는 ‘어닝 쇼크’를 기록했다기 때문이다. 위에서 언급한 바와 같이 증권사에서 어느 정도 실적이 좋지 않을 것을 예상했던 것을 감안하고도, 너무도 안 좋은 실적을 기록하였기 때문에, 이처럼 크게 조정을 받게 된 것이다.

거기에다가 코스피 지수가 겨우 15일만에 142포인트(-10%)나 떨어졌다. 이것은 최근의 하락장의 영향 또한 크게 작용하면서, 웅진코웨이의 주가하락을 부추겼다. 여러 복합적인 요인들로 웅진코웨이의 주식은 크게 폭락을 맞게 되었다. 당신이 가치투자자라면, 그리고 웅진코웨이의 기업가치를 높이산다면 최고의 매수타이밍이라고 할 수 있을 것이다.

만약 웅진코웨이의 주가가 폭락전인 30,550원으로만 회복한다고 해도, 무려 50%에 가까운 수익을 올리게 되는 것이다. 만약 우리가 분석한 웅진코웨이의 기업역량이 마음에 든다면, 매수하기를 강력히 추천한다.

7. 재무분석

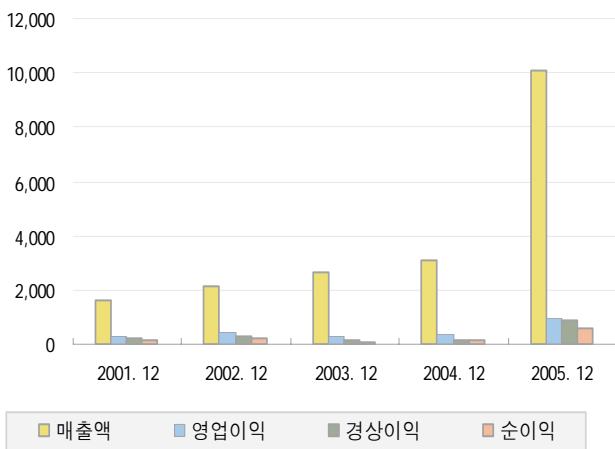


	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
자산총계	1,543	1,598	1,965	1,767	7,152
유동자산	1,162	1,185	1,177	1,052	2,732
부채총계	791	642	987	1,010	3,732
유동부채	744	599	897	942	3,542

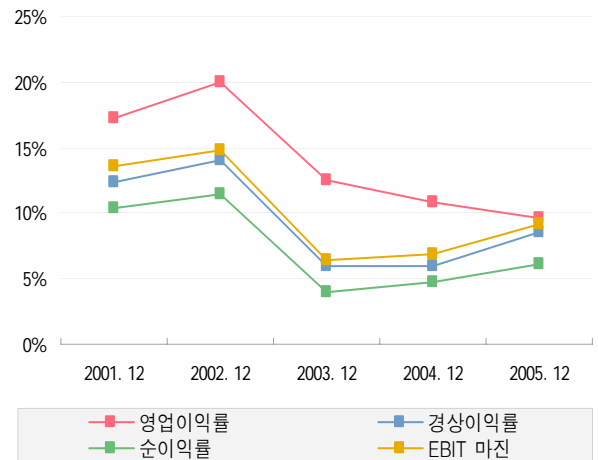
(단위 : 천억)

자본구성의 변화에서는 주목할 만한 점은 합병 이후의 변화다. 사실 이는 웅진코웨이 재무분석의 전 부분에서 나타나는 현상인데 웅진코웨이가 2004년까지는 제조업체에 가까웠으며 오히려 피합병회사인 웅진코웨이개발보다도 작은 규모였던 것에서 기인한다. 자산과 부채, 자본이 모두 크게 증가하였으며 특히 웅진코웨이 개발의 렌탈자산을 취득함으로써 고정자산이 크게 증가했다. 합병이 비록 작년에 마무리 지어지기는 했지만 아직 회사의 합병에 따른 조직의 정리가 확실히 이루어지지 않은 상태이기 때문에 최소한 올 연말은 되어야 정확한 추세가 나올 것으로 보인다.

<Earnings Factors>



<Profit Margin>

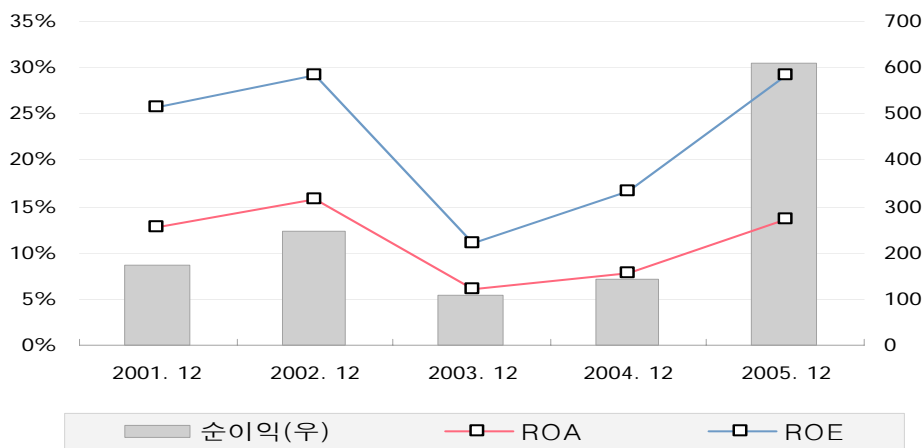


	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
매출액	1,655	2,172	2,650	3,087	10,081
영업이익	286	433	331	333	968
경상이익	205	304	156	182	860
순이익	172	248	106	144	609
영업이익률	17.26%	19.96%	12.47%	10.78%	9.61%
경상이익률	12.37%	13.99%	5.87%	5.88%	8.53%
순이익률	10.39%	11.44%	4.00%	4.67%	6.04%

(단위 : 천억)

합병에 따른 변화는 매출액 추이에서도 살펴볼 수 있다. 합병을 통해 매출액과 영업이익, 경상이익, 순이익 등이 급증했다. 하지만 앞서 살펴본 바와 같이 합병으로 인해 매출액의 희석이 일어나서 합병이전 두 회사의 단순합계보다는 적다. 그리고 상대적으로 높은 마진을 유지했던 제조업체 시절과는 달리 렌탈회사의 성격을 띄게 되면서 영업이익률은 오히려 낮아졌다. 하지만 합병이 마무리 되고 내재화된 이전의 제조마진이 취득원가의 하락으로 이어지면서 향후 영업이익률은 상당히 높아질 것으로 예상된다.

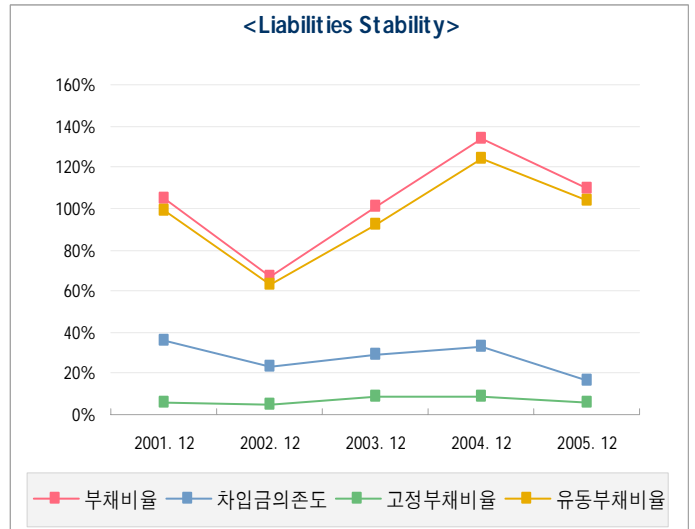
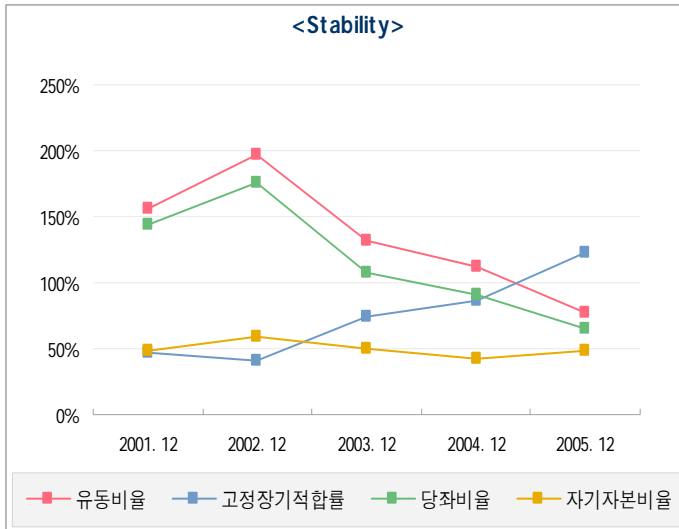
<ROA/ROE/ROIC Profit >



2001. 12 2002. 12 2003. 12 2004. 12 2005. 12

순이익(우)	172	248	106	144	609
ROA	12.83%	15.82%	5.95%	7.73%	13.65%
ROE	25.73%	29.08%	10.97%	16.63%	29.16%

2003년 웅진코웨이 자체에서도 방문판매를 실시하면서 관공비가 급증하여 순이익이 급감하였다. 이는 중복조직의 운영으로써 수익률에 악영향을 미쳤고, 2004년 실시 2년차가 되면서 안정세를 찾기 시작하였으나 결국 2005년 웅진코웨이 개발과의 합병을 통해 중복조직의 정리를 하기에 이른다. 2005년에 들어서는 예년 수준의 ROA, ROE를 회복하였으며 향후 더 개선될 여지가 있는 것으로 보인다.



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
유동비율	156.20%	197.66%	131.12%	111.61%	77.13%
고정장기적합률	47.63%	41.40%	73.84%	86.74%	122.43%
당좌비율	144.17%	176.39%	106.96%	90.76%	65.23%
자기자본비율	48.75%	59.83%	49.76%	42.81%	47.82%
부채비율	105.15%	67.14%	100.96%	133.58%	109.13%
차입금의존도	35.73%	23.49%	28.69%	32.94%	16.19%
고정부채비율	6.19%	4.46%	9.18%	9.02%	5.56%
유동부채비율	98.95%	62.68%	91.78%	124.57%	103.56%

안정성 추이에서는 합병 이후 유동자산이 증가했음에도 불구하고 유동부채 또한 크게 증가하여 유동비율은 크게 낮아졌다. 당좌 비율에서도 비슷한 모습을 보여주고 있는데 이는 웅진코웨이 개발과의 합병에서 나타난 것으로 두 회사를 합병함으로써 전체적인 회석효과는 나타났지만 웅진코웨이 회사 자체로만 보았을 때는 부정적인 시그널로 볼 수 있다. 대신 회사를 합병하면서 부채탕감을 위해 자기주식을 매각함으로써 차입금 의존도와 부채비율을 낮춘 것은 긍정적으로 평가할 수 있다.

8. Valuation

밸류에이션을 할 때, 대상기업의 가치를 추정하는 데 가장 적합한 방법을 택해야 하며, 가치 추정에 가장 적합한 방법은 대상기업의 가치창출의 원천이 무엇인지에 따라 달라질 수 있다. 웅진코웨이는 앞서 비즈니스 모델로 확인한 바와 같이, 제조한 정수기 등 환경상품을 방문을 통해, 렌탈 방식으로 판매하면서, 월 이용료 등의 수익을 확보한다. 따라서 안정적인 현금흐름을 유지, 확대하는 것이 기업의 가치를 가장 잘 나타낼 수 있는 원천이다. 이에, 안정적인 현금흐름을 바탕으로 가치를 추정할 수 있는, DCF법이 적합할 것으로 보인다. 이때, 수익구조의 특징을 잘 반영할 수 있는 FCF를 어떻게 설정하는지, 성장률과 할인율은 어떻게 판단할 것인지가 관건이 된다.

웅진코웨이 매출의 90%가 렌탈(멤버십 포함) 판매이며 그 외, 일시불이나 기타의 경우 렌탈판매에 비해 비중이 미미하며, 전체 매출 성장 추이에 순행적이었으므로, Value Driver는 기본적으로 렌탈로부터의 이익창출 추이가 된다고 할 수 있다. 이 때, 꾸준히 증가하고 있는 멤버십의 경우 영업이익률이 렌탈판매 보다 높지만 비중이 미미해도, 수익성의 개선에 호재가 될 수 있다. 하지만 따로 멤버십으로부터의 영업이익이 분류된 자료가 없으므로, 향후 ARPU의 성장률 산출 시 긍정적인 증가요소로 반영하는 것으로 대체한다. 본격적으로 밸류에이션에 반영할 주요한 지표들을 산출해본다.

첫 째, 가입자의 증가 추이를 예상해야 한다. 이때, 멤버십 회원의 숫자는 렌탈 가입자의 증가 추이를 따르는 것으로 전제하였다. 정수기, 청정기, 비데, 연수기와 같은 기존의 주 제품포트폴리오 별로 가입자 추이가 어떻게 변해왔는지를 살펴보고, 우리와 유사한 일본 시장의 변화 추이를 고려하여, 적절한 향후 성장 추이를 예상해볼 수 있다. 이 때, 지난 5개년 간 급성장 해오다가 최근 1, 2개년 간 성장률이 급감함을 확인할 수 있는데, 이는 시장이 성숙기에 들어섰음을 보여주는 데이터로 보고, 성숙기 산업의 성장률을 합리적으로 추산하기 위해, 제품별 가입자 증가율의 변화율에 대한 조정 CAGR을 계산한 후, 그것을 토대로 2006년 예상 가입자 증가율을 최초 산출하였다. 그리고 매년 일괄적인 비율로 증가율을 둔화시키는 것이 아니라, 매년 마다 업데이트 된 CAGR을 반영하여, 최초 2006년 예상 가입자 증가율을 산출할 때와 같은 논리로 향후 5~7개년의 성장추이를 추산하였다. 이 결과, 성숙기 산업적 특성에 맞는 증가율 변화 추이를 얻을 수 있었고, 앞서 성장성 검토 부분에서 확인할 수 있었던, 한국 시장 규모 및 최대 포화 수요에 근사한 성장 결과가 도출되었다.

그런데 이때, 정수기를 제외한, 비데, 공기청정기, 연수기 등은 아직 성숙기에 접어들지 않았고, 높은 웰빙 열풍으로 인해 더 높은 성장률을 보일 수 있다고 전망할 수 있으므로 최초의 성장률은 지나치게 비관적이라는 결론을 내렸다. 하지만, 이웃 일본의 경우도 제품 등장 초기에 시장이 급성장한 후 이후에는 낮은 증가율을 보이고 있는데, 이는 초기 소득 상위층을 중심으로 수요가 급증한 비데, 공기청정기, 연수기 등의 추가적인 시장 성장은 중산층 이하 고객에 의해서 가능하기 때문이다. 한국에서 비데, 가정용 공기청정기, 연수기 등은 여전히 사치재에 가까우며, 한국의 소득 양극화 추세가 심각하다는 점을 들었을 때, 지난 5년 간 이미 충분한 소득 상위의 고객군은 형성이 되었기에 더 이상의 두 자리 수의 급성장은 없을 것으로 보고, 10%에 약간 미치지 못하는 최근의 성장률을 가장 적극적으로 반영하여 성장할 것으로 가정하였다. 실제 데이터 추산에서 급격히 감소한 추이는 성장기로 접어드는 추세였다고 본다면 그 정도의 성장률로 가정하는 것은 충분히 중산층 이하 시장의 구매력에 대해서 보수적이면서 향후 성장성을 반영한 관점이라고 볼 수 있다.

각 상품별 가입자 증가 추이

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
정수기	38,757	190,730	442,844	740,944	1,055,706	1,558,787	1,846,628	2,173,255
비데	0	0	23,254	119,248	293,819	459,450	580,947	719,056
연수기	0	786	41,263	29,248	124,450	242,536	321,710	357,746
청정기	0	0	0	7,865	241,329	403,364	496,642	521,153
총계	38,757	191,516	507,361	897,305	1,715,304	2,664,137	3,245,927	3,771,210

향후 가입자 전망

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
정수기	2,173,255	2,428,609	2,647,976	2,831,846	2,983,008	3,142,240	3,309,972	3,486,657
비데	719,056	815,581	925,063	1,049,241	1,177,354	1,312,749	1,451,901	1,582,572
연수기	357,746	386,366	413,411	438,216	460,127	483,133	507,290	532,654
청정기	521,153	564,281	610,979	661,541	716,287	775,564	839,747	898,529
총계	3,771,210	4,194,837	4,597,429	4,980,844	5,336,776	5,713,687	6,108,910	6,500,413

가입자 증가율 추이

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	조정CAGR
정수기	79.68%	56.93%	40.23%	29.82%	32.27%	15.59%	15.03%	-21.82%
비데	0.00%	100.00%	80.50%	59.41%	36.05%	20.91%	19.21%	-30.11%
연수기	100.00%	98.10%	-41.08%	76.50%	48.69%	24.61%	10.07%	-49.13%
청정기	0.00%	0.00%	100.00%	96.74%	40.17%	18.78%	4.70%	-55.94%

가입자 증가율 추이

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
정수기	15.03%	11.75%	9.03%	6.94%	5.34%	5.34%	5.34%	5.34%
비데	19.21%	13.42%	13.42%	13.42%	12.21%	11.50%	10.60%	9.00%
연수기	10.07%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
청정기	4.70%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	7.00%
가중평균	13.65%	11.12%	9.42%	8.09%	6.84%	6.73%	6.59%	6.14%

둘째, 조정 AIPU(Average Income Per Unit)를 산출해야 한다. ARPU는 가입자 당 매출 등 수익관점이라면 AIPU는 이익관점이다. 여기서는 조정 AIPU로서, 가입자 1인이 창출하는 FCF라고 정의한다. 2005년 매출액으로부터 **영업이익률**을 반영하고 영업에 관련된 비현금 비용 (유, 무형 자산의 감가상각비)을 가산하고, CAPEX를 차감하여 조정 EBITDA를 산출하였으며 여기에 렌탈(멤버십)의 매출 비중을 곱하고, 세율을 반영한 후 이것을 렌탈 가입자로 나누어 조정 AIPU를 얻었다. 이것을 기초 값으로 하는데, 웅진코웨이의 계약 기간은 5년, 즉 현재 가입자로부터의 AIPU는 5년 간 변할 수 없다는 것과 같다. 그러나 영업이익률이 더 높은 멤버십 회원이 렌탈 가입자 증가를 따라 증가하고 있는데, 매출 비중을 적용하면 이는 AIPU의 연간 1% 성장으로 반영될 수 있다. 2006년부터 2010년까지의 예상 FCF는 이렇게 구해진 예상 AIPU에 앞서 구한 예상 가입자 수를 곱한 값에 최초 제외한 일시불 및 기타 부분으로부터의 FCF를 가산한 값으로 산출하게 된다.

초기FCF(천원)

	초기FCF
매출	1,008,079,888
영업이익률	12.00%
영업이익	120,969,587
비현금성비용 (CAPEX)	178,101,279
세율	163,157,864
FCF 1st	25.00%
	101,934,751

예상 FCF

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
AIPU	27,479	27,754	28,031	28,311	28,595	28,880	29,169
가입자	4,194,837	4,597,429	4,980,844	5,336,776	5,713,687	6,108,910	6,500,413
기타 FCF	10,193,475	11,527,911,494	13,912,288,349	15,353,073,479	16,644,464,888	18,002,453,857	19,443,052,627
FCF	115,279,114,941	139,122,883,488	153,530,734,786	166,444,648,882	180,024,538,574	194,430,526,268	209,055,258,180

조정 AIPU(원)

	비율비중	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
정수기	59%	27,673	27,950	28,230	28,512	28,797	29,085	29,376	29,670
비데	16%	22,682	22,909	23,138	23,369	23,603	23,839	24,077	24,318
연수기	10%	28,494	28,779	29,066	29,357	29,651	29,947	30,247	30,549
청정기	15%	29,339	29,633	29,929	30,228	30,530	30,836	31,144	31,456
전체	100%	27,207	27,479	27,754	28,031	28,311	28,595	28,880	29,169

셋째, 기타 가정으로써, 최초 영업이익이 향후 FCF산출에 영향을 주는 구조이므로, 2005년 실제 영업이익률은 9.6%였지만 곧 합병 전의 12% 수준으로 회복할 것으로 보고, 12%로 가정한다. 감가상각 등의 기타 감, 자산 비용은 고객 규모 증가에 비례하는 경향을 보여주었으므로 가입자 증가 추세에 따라 일정하게 증가할 것으로 가정하므로 AIPU와 가입고객수의 곱으로 향후 FCF를 추산하여도 문제가 없다고 가정하였다. 자본비용은 12%, 영구성장률은 5%로 가정하였으며, 배당률은 평균 25%로 가정하였다.

Valuation 결과

DCF		2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
FCF		115,279,114,941	139,122,883,488	153,530,734,786	166,444,648,882	180,024,538,574	194,430,526,268
Terminal Value	2,090,552,581,798						
할인율	12%						
영구성장률	5%						
영구가치 PV	945,659,819,997						
PV		109,789,633,277	126,188,556,452	132,625,621,239	136,934,424,551	141,053,936,579	145,087,052,277
Sum of PV	1,737,339,044,372						
적정시가총액	1,737,339,044,372						
유통주식수	71,728,511						
적정주가	24,221						

적정주가는 24,221원으로 추정된다. 현재 주가는 20800원이며, 향후 공기청정기나 신규사업인 부엌가구의 성장이 호조를 보일 경우, 이를 반영하면, 훨씬 더 적정주가가 산출될 수 있다. 현재의 보수적인 관점에서 16.4%의 안전마진을 확보할 수 있다.