

Reiterate:

웅진코웨이

(021240)

BUY(M)

보물찾기 - 합병으로 숨겨진 이익 찾기

| | |
|----------------|-----------------------------|
| 주가 (9월 8일): | 20,750원 |
| 6개월 목표주가: | 26,000원 |
| 종합주가지수: | 1145 |
| 코스닥주가지수: | 529 |
| 시가총액: | 1조 5,324억원 |
| 총발행주식수: | 73,851,611주 |
| 120일 평균 거래대금: | 99.0억원 |
| 52주 최저/최고: | 5,390원/21,400원 |
| 상대수익률 (3월/6월): | 5.9%/26.7% |
| 배당수익률 (05E): | 1.2% |
| 주당장부가치 (05E): | 4,765원 |
| 유동주식비율: | 52.4% |
| 외국인지분: | 27.2% |
| 주요지분: | 윤석금 (30.4%) 웅진생크빅 (5.2%) |

과거 1년간 주가 추이



- **목표주가 상향 조정:** 6개월 목표주가를 26,000원(2006년 P/E 19.2배, FV/EBITDA 7.3배)으로 상향 조정하고, 정수기 및 공기청정기의 낮은 보급률 및 건강에 따른 관심 증가에 따른 수요 증가로 이익 성장성이 지속될 것으로 판단하여 BUY(M) 투자의견을 유지함. 목표주가를 상향 조정하는 이유는 1) 당사의 market risk premium이 기존 7.5에서 6.5로 하향 조정되었고, 2) 가입자 기반의 안정적인 사업모델을 감안하여 베타를 기존 1에서 0.92로 하향 조정하면서 가중평균자본비용(WACC)이 기존 10.3%에서 9.5%로 낮아져 DCF valuation에 의한 적정주가가 상승하기 때문임.
- **추정방식 변경으로 이익 전망 하향 조정하나 기업가치에는 영향 없음:** 공표 이익 기준으로 이익 추정 방식을 변경함에 따라 2005년, 2006년 EPS를 각각 28.8%, 24.4% 하향 조정함. 그러나 이는 상이한 사업모델을 가진 회사들의 합병에 따른 회계상의 문제가 단기적인 영업 실적을 왜곡하기 때문에 나타난 현상으로 동사의 장기적인 잉여현금흐름 및 기업가치에는 영향이 없음.
- **합병으로 사라진 이익은 2009년까지 점진적으로 합병회사로 이전될 것임:** 2분기 영업실적에서 나타났듯이 단기적인 이익의 감소는 기존 웅진코웨이의 매출과 이익이 합병으로 소멸되는 반면, 판관비는 합병 회사에 전부 반영되기 때문임. 그러나 소멸되었던 기존 웅진코웨이의 이익은 합병 이후 가입자에게 제공되는 렌탈자산의 원가를 낮추고 이에 따라 감가상각비(5년에 걸쳐 상각)를 축소시키면서 점진적으로 합병 회사의 이익으로 이전될 것임. 기존 두 회사가 창출하던 이익이 완전히 합병회사의 이익으로 나타나는 시점은 합병 이후 동사의 평균 렌탈계약 유지기간인 51개월이 지난 2009년 하반기일 것으로 추정됨.

| 12월 31일 기준 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 경상이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS* (원) | 증감률 (%) | P/E (배) | 순부채 (십억원) | EV/EBITDA (배) | P/B (배) | ROE (%) |
|------------|-----------|------------|------------|-----------|----------|---------|---------|-----------|---------------|---------|---------|
| 2002 | 739 | 90 | 50 | 35 | 925 | (82.6) | 22.4 | 168 | 12.6 | 11.5 | 65.4 |
| 2003 | 827 | 84 | 82 | 58 | 1,173 | 26.8 | 17.7 | 175 | 9.4 | 7.2 | 48.9 |
| 2004 | 828 | 113 | 101 | 71 | 1,442 | 22.9 | 14.4 | 69 | 7.4 | 5.0 | 40.5 |
| 2005E | 997 | 92 | 82 | 59 | 905 | n/a | 22.9 | 69 | 7.8 | 4.4 | 21.3 |
| 2006E | 1,143 | 148 | 138 | 100 | 1,354 | 49.6 | 15.3 | (22) | 5.8 | 3.5 | 25.5 |
| 2007E | 1,283 | 185 | 181 | 131 | 1,776 | 31.2 | 11.7 | (139) | 4.6 | 2.8 | 26.8 |

참고: 2002~2004년은 웅진코웨이개발의 수치임

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

- 당사는 9월 7일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 9월 7일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 9월 7일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

6개월 목표주가 26,000원으로 상향 조정

웅진코웨이(아래 코웨이)에 대한 6개월 목표주가를 기존 23,500원에서 26,000원으로 상향 조정하고, BUY(M) 투자의견을 유지한다. 새로운 목표주가는 기존과 동일하게 DCF valuation에 의해 산출되었으며 2006년 예상 FV/EBITDA 7.3배 수준이다. 이는 시장대비 높으나 가입자 기반 및 성장잠재력, 비용구조 측면에서 비즈니스 모델이 유사한 에스원(8.3배)에 비해서는 12% 낮은 수준이다. 목표 P/E는 2006년 19.2배로 에스원에 비해 높으나 합병에 따른 영업이익 감소 효과가 2009년까지 작용하고 있는 점을 감안할 때 적절한 비교 지표가 아니라고 판단된다. 목표주가를 상향 조정하는 이유는 1) 당사의 market risk premium이 기존 7.5에서 6.5로 하향 조정되고, 2) 가입자 기반의 안정적인 사업모델을 감안하여 베타를 기존 1에서 0.92로 하향 조정하면서 가중평균자본비용(WACC)이 기존 10.3%에서 9.5%로 낮아졌기 때문이다.

현금흐름 할인모형에 따른 적정주가 산정

| (십억원) | 추정치 |
|----------------------|--------|
| FCFn+1 | 219 |
| WACC (%) | 9.5 |
| g (%) | 3.0 |
| 영속가치 | 3,351 |
| 할인승수 | 0.37 |
| 영속가치의 현재가치 | 1,231 |
| Enterprise Value의 총합 | 1,995 |
| 부채가치 | 69 |
| 주주가치 | 1,926 |
| 발행주식수(천주) | 73,852 |
| 주당 주주가치(원) | 26,078 |

자료: 삼성증권 추정

잉여현금흐름 추정

| (십억원) | 2005E | 2006E | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | Terminal |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 매출액 | 997 | 1,143 | 1,283 | 1,424 | 1,545 | 1,649 | 1,732 | 1,818 | 1,909 | 2,005 | 2,065 |
| EBIT | 87 | 140 | 177 | 211 | 247 | 272 | 285 | 299 | 314 | 330 | 340 |
| 감가상각비 | 114 | 115 | 119 | 126 | 133 | 139 | 146 | 153 | 161 | 169 | 174 |
| 무형자산상각 | 3 | 5 | 5 | 5 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 렌탈자산폐기손실 | 23 | 24 | 25 | 28 | 30 | 33 | 35 | 36 | 38 | 40 | 41 |
| 법인세 | (23) | (38) | (50) | (61) | (73) | (82) | (86) | (90) | (95) | (100) | (103) |
| 순운전자분 | (108) | (2) | 6 | (10) | (1) | (10) | (11) | (11) | (12) | (13) | (13) |
| CAPEX | (166) | (140) | (158) | (167) | (177) | (185) | (193) | (200) | (209) | (217) | (221) |
| Free cash flow | (70) | 104 | 125 | 131 | 161 | 167 | 177 | 187 | 199 | 211 | 219 |
| 할인승수 | 0.91 | 0.83 | 0.76 | 0.69 | 0.63 | 0.58 | 0.53 | 0.48 | 0.44 | 0.40 | 0.37 |
| FCF의 현재가치 | (64) | 87 | 95 | 91 | 102 | 96 | 93 | 90 | 88 | 85 | |
| 현재가치의 합 | 764 | | | | | | | | | | |

자료: 삼성증권 추정

당사는 동사의 주가가 향후 6개월 동안에도 시장대비 초과 상승할 것으로 예상하면서 긍정적인 시각을 유지하는데, 이는 낮은 보급률 및 건강에 대한 관심 고조로 동사가 제공하고 있는 렌탈 가전의 수요가 늘어나면서 가입자가 꾸준히 증가할 것으로 예상되고, 초기 투자자금 부담이 크다는 진입장벽으로 경쟁자의 출현 가능성이 낮고, 렌탈방식의 매력으로 일시불 방식으로부터의 대체수요가 늘어 시장점유율이 상승할 것으로 기대하기 때문이다.

Valuation 비교

| | 웅진코웨이 | 에스원 | |
|---------------|--------|---------|-------|
| 코드 | 021240 | 012750 | |
| 투자의견 | BUY(M) | HOLD(L) | |
| 주가 (9월 8일, 원) | 20,750 | 49,200 | |
| 시가총액 (십억원) | 1,532 | 1,870 | |
| P/E (배) | 2005E | 2006E | 2007E |
| | 22.9 | 15.3 | 11.7 |
| | 22.6 | 18.3 | 15.3 |
| EV/EBITDA (배) | 2005E | 2006E | 2007E |
| | 7.8 | 5.8 | 4.6 |
| | 10.0 | 8.3 | 6.9 |
| P/B (배) | 2005E | 2006E | 2007E |
| | 4.4 | 3.5 | 2.8 |
| | 5.1 | 4.3 | 3.7 |
| EV/매출액 (배) | 2005E | 2006E | 2007E |
| | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| | 2.8 | 2.4 | 2.1 |
| ROE (%) | 2005E | 2006E | 2007E |
| | 21.3 | 25.5 | 26.8 |
| | 23.0 | 24.6 | 25.2 |
| 배당수익률 (%) | 2005E | | |
| | 1.2 | | |
| | | 1.6 | |

자료: 삼성증권 추정

민감도 분석

| WACC/g | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 8.3% | 27,459 | 29,090 | 31,045 | 33,432 | 36,410 |
| 8.8% | 26,078 | 27,459 | 29,090 | 31,045 | 33,432 |
| 9.3% | 24,893 | 26,078 | 27,459 | 29,090 | 31,045 |
| 9.8% | 23,865 | 24,893 | 26,078 | 27,459 | 29,090 |
| 10.3% | 22,966 | 23,865 | 24,893 | 26,078 | 27,459 |
| 10.8% | 22,171 | 22,966 | 23,865 | 24,893 | 26,078 |
| 11.3% | 21,465 | 22,171 | 22,966 | 23,865 | 24,893 |

자료: 삼성증권 추정

추정방식 변경으로 이익 전망 하향 조정하나 기업가치에는 영향이 없음

이익 추정 방식을 기존 이미 합병한 것으로 가정하여 추정한 방식에서 공표 이익 기준으로 변경하는데, 이는 2분기 실적 발표되면서 합병회사의 재무제표가 제공됨에 따라 합병 회사에 대한 이익 추정이 가능해졌기 때문이다. 새로운 EPS 추정치는 2005년 905원, 2006년 1,354원으로 지난 추정치보다는 각각 28.8%, 24.4% 하향 조정된 것이지만, 추정 방식 변경으로 지난 추정치와의 비교는 거의 무의미하다. 2006년, 2007년 순이익이 상향 조정된 반면, EPS는 하향 조정되었는데, 이는 기존 추정에서는 합병에 따른 영업권(2,194억원) 발생으로 무형자산상각액 293억원이 5년간 계상될 것으로 기대되어 이를 비용으로 반영하고 EPS 산정에서는 일회성 요인으로 제외하였으나 실제로는 영업권 규모가 231억원에 불과하였기 때문이다.

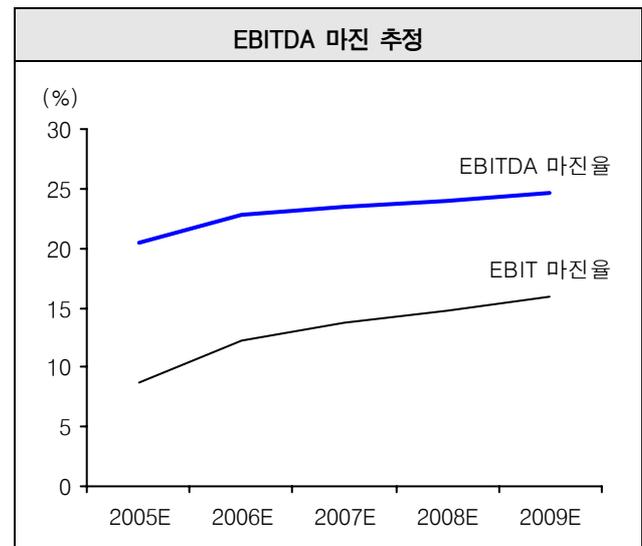
이익 전망 수정

| (십억원) | 수정 후 | | | 수정 전 | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2005E | 2006E | 2007E | 2005E | 2006E | 2007E |
| 매출액 | 997 | 1,143 | 1,283 | 1,080 | 1,240 | 1,411 |
| 매출총이익 | 635 | 750 | 849 | 698 | 807 | 909 |
| 영업이익 | 92 | 148 | 185 | 108 | 138 | 172 |
| 경상이익 | 82 | 138 | 181 | 99 | 133 | 171 |
| 순이익 | 59 | 100 | 131 | 72 | 96 | 124 |
| EPS (원) | 905 | 1,354 | 1,776 | 1,271 | 1,791 | 2,172 |

자료: 삼성증권 추정

합병으로 사라진 기존 웅진코웨이의 이익은 2009년까지 점진적으로 합병회사로 이전될 것임

합병 회사의 재무제표는 기존 웅진코웨이개발(아래 코웨이개발)이 코웨이를 흡수하는 방식으로 회계처리되었는데, 코웨이개발의 2004년 EPS 1,442원에 비해 합병회사의 2005년 EPS가 905원으로 크게 낮아지는 것은 이미 2분기 영업실적에서 나타났듯이 기존 코웨이의 매출과 이익의 대부분이 합병으로 소멸되는 반면, 판관비는 합병 회사에 전부 반영되기 때문이다. 그러나 2006년, 2007년 EPS는 전년대비 각각 49.6%, 31.2% 증가할 것으로 추정되는데 이는 렌탈 가입계약이 점진적으로 증가하는 한편, 소멸되었던 기존 코웨이의 이익이 합병 이후 가입자에게 제공되는 렌탈자산의 원가를 낮추어 점진적으로 합병 회사의 이익으로 이전되기 때문이다. 기존 두 회사가 창출하던 이익이 완전히 합병회사의 이익으로 나타나는 시점은 동사의 렌탈계약 유지기간이 51개월로 추산됨에 따라 합병 이후 51개월이 지난 2009년 하반기일 것으로 추정된다.



자료: 삼성증권 추정

렌탈 가입 계정 증가로 2006년, 2007년 매출 전년 대비 각각 14.6%, 12.3% 증가 전망

합병 초기 연도인 2005년 동사의 매출은 9,968억원을 기록할 것으로 추정되며, 2006년, 2007년 전년 대비 각각 14.6%, 12.3% 증가할 전망이다. 이는 낮은 보급률 및 건강에 대한 관심 제고로 핵심 부문인 렌탈사업의 가입계정이 2006년, 2007년에 전년 대비 각각 13.1%, 12.5% 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 렌탈부문의 매출비중은 2005년 91.2%에서 2007년 92.3%로 확대될 것으로 추정되는데, 이는 올해 10월 4일을 기준으로 생활가전 사업부문을 계열사인 웅진엔텍(비상장)양도할 예정이고, 부엌가구 사업부문의 매출 성장이 기대에 못 미칠 것으로 예상되어 추정치를 대폭 하향 조정하였기 때문이다. 그러나 생활가전과 부엌가구 부문은 적자 사업 부문이었기 때문에 매출 감소는 오히려 수익성에 긍정적인 영향을 주는 것으로 판단된다.

매출 추정 및 주요 가정

| (십억원) | 2005E | 2006E | 2007E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 렌탈 매출 | 909 | 1,047 | 1,185 |
| 증감률 (%) | n/a | 15.2 | 13.1 |
| 매출비중 (%) | 91.2 | 91.7 | 92.3 |
| 가입비 | 17 | 28 | 39 |
| 월 사용료 | 822 | 932 | 1,039 |
| 멤버십 | 71 | 88 | 107 |
| 일시불 매출 | 60 | 68 | 71 |
| 증감률 (%) | n/a | 12.9 | 5.0 |
| 매출비중 (%) | 6.0 | 6.0 | 5.6 |
| 방문판매 | 51 | 68 | 71 |
| 생활가전/시판 | 9 | 0 | 0 |
| 기타 | 27 | 27 | 27 |
| 증감률 (%) | n/a | 0.0 | 0.0 |
| 매출비중 (%) | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| 부엌가구 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 27 | 27 | 27 |
| 합계 | 997 | 1,143 | 1,283 |
| 증감률 (%) | n/a | 14.6 | 12.3 |
| 주요 가정 | | | |
| 렌탈 계정 (천개) | 3,791 | 4,288 | 4,825 |
| 증감률 (%) | 16.8 | 13.1 | 12.5 |
| 정수기 | 1,706 | 1,918 | 2,124 |
| 연수기 | 345 | 377 | 409 |
| 비데 | 684 | 786 | 885 |
| 공기청정기 | 552 | 613 | 672 |
| 멤버십 | 506 | 594 | 736 |

자료: 삼성증권 추정

2분기 실적은 왜 나뉘었나

동사의 2분기 매출과 영업이익이 각각 2,456억원, 118억원으로 발표되었다. 2분기 영업실적은 코웨이개발의 4월 영업실적과 합병 회사의 5~6월 영업실적이 반영되었다. 5월 2일 코웨이개발과의 합병에 따른 특수성으로 전기 및 전년 대비 비교(코웨이개발은 2004년까지 분기 실적을 공시하지 않았기 때문에 전년 동기와의 비교는 불가능함)는 전혀 의미가 없다. 그러나 코웨이개발의 1분기 영업실적과 비교하면 매출은 7.1% 증가하였으나 영업이익은 58.4% 감소하면서 영업이익률이 1분기 12.4%에서 2분기 4.8%로 하락한 것이어서 수치상으로는 놀랄만한 영업실적 부진으로 인식될 수도 있다.

2분기 확정실적

| (십억원) | 2Q05* (a) | 1Q05** (b) | 증감률 (a/b, %) |
|------------|-----------|------------|--------------|
| 매출액 | 246 | 229 | 7.1 |
| 매출총이익 | 152 | 151 | 0.8 |
| 영업이익 | 12 | 28 | (58.4) |
| 수정 영업이익*** | 26 | 28 | (7.8) |
| 경상이익 | 11 | 27 | (58.7) |
| 순이익 | 9 | 20 | (54.4) |

이익률 (%)

| | | | |
|-------------|------|------|------|
| 매출총이익률 | 62.0 | 65.9 | 63.9 |
| 영업이익률 | 4.8 | 12.4 | 8.5 |
| 수정 영업이익률*** | 10.7 | 12.4 | 11.5 |
| 경상이익률 | 4.6 | 12.0 | 8.2 |

참고: * 4월은 웅진코웨이개발, 5~6월은 합병 회사 실적임

** 웅진코웨이개발의 실적임

*** 5~6월 기존 코웨이의 판매비가 전년과 동일(약 144억원)

하다고 가정하여 추산함

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

사업모델이 상이한 회사간의 합병에 따른 회계상의 문제 - 합병회사인 코웨이의 이익이 사라짐

그러나 이러한 결과는 핵심적인 사업 구조가 전혀 다른 회사간의 합병에 따른 회계상의 문제라고 판단된다. 즉, 합병으로 기존 코웨이의 코웨이개발로의 매출(2004년 매출비중 69%)은 소멸되는 반면, 코웨이의 판관비는 합병회사에 전부 반영되었기 때문에 기존 코웨이가 코웨이개발로의 매출에서 향유하던 마진(매출총이익)이 합병 회사의 손익계산서에서 사라진 것을 의미한다. 그러나 합병 회사의 2분기 영업실적에 반영된 기존 코웨이의 5~6월 판관비가 전년 같은 기간과 동일(약 144억원)하였다고 가정하고 이를 2분기 판관비에서 차감하면 2분기 수정 영업이익률(상기 표 참조)은 10.7% 수준으로 이는 코웨이개발이 합병 직전에 일부 비용을 정리하면서 4월 영업이익률이 낮았을 것임을 감안하면 놀라운 수준이 아니다.

이러한 회계상의 문제는 사업모델이 상이한 회사들간에 합병이 이루어졌기 때문에 발생한 것이다. 즉, 기존 코웨이가 제품을 코웨이개발에 일시불 방식에 의해 판매하고 이에 대한 원가 및 수익을 손익계산서에 바로 반영한 반면, 렌탈방식의 사업을 영위하는 코웨이개발은 코웨이로부터 매입한 제품을 손익계산서가 아닌 대차대조표 상의 렌탈자산으로 인식하고 이를 통한 매출과 해당 원가(렌탈자산에 대한 감가상각비)를 60개월에 나누어 인식하기 때문에 발생한 것이다. 만일 사업구조가 일시불 판매로 동일한 제조사와 판매사가 합병했다면 제조사의 마진 소멸로 상품 매입원가가 즉시 낮아져 합병 이전 양사의 합산 영업이익이 합병 회사의 영업이익으로 바로 나타났을 것이다.

사라진 기존 코웨이의 이익은 2009년까지 점진적으로 렌탈자산의 원가를 낮추어 감가상각비를 축소시킴

기존 코웨이가 향유하던 마진은 합병 직후 합병 회사의 손익계산서에서 일시에 사라졌으나 합병 이후 신규 가입자에게 공급되는 렌탈 자산의 원가를 낮추고, 이에 따라 렌탈 자산에 대한 감가상각비가 축소되면서 점진적으로 합병회사의 이익으로 이전된다. 합병 이전 코웨이의 코웨이개발로의 매출은 매출총이익률이 40% 수준이었기 때문에 신규 가입자에게 제공되는 렌탈자산의 원가가 40% 낮아지게 되는 것이다. 이러한 이익의 이전이 마무리되는 시점은 엄밀하게 말하자면, 합병 직전 가입한 렌탈 계정의 계약기간 5년이 종료되는 2010년 5월이지만 동사의 평균 렌탈계약 유지기간이 51개월로 추정됨에 따라 2009년 하반기에는 합병에 따른 이익 이전이 마무리될 것으로 판단된다.

또한, 이러한 이익 이전이 완전히 이루어지는 시점의 영업이익률은 합병전 코웨이개발의 영업이익률을 상회하게 될 것으로 판단된다. 이는 코웨이의 코웨이개발로의 매출(기존 코웨이 매출의 69%)은 소멸되나 영업이익은 궁극적으로는 합병 회사의 이익에 반영되기 때문이다. 2004년 수치를 기준으로 기존 코웨이의 이익이 전부 합병 회사의 이익에 반영되었다고 가정하면 합병 회사의 영업이익률은 이론적으로 15.9% 수준에 이르는 것으로 추정된다. 당사는 동사의 영업이익률은 2005년 9.3% 수준이 그치나 코웨이로부터의 이익 이전이 마무리되고 렌탈 계정이 570만(멤버십 포함)개로 예상되는 2009년에는 영업이익률이 16.3% 수준에 이를 것으로 추정하고 있다.

합병회사의 영업이익률 추정

| (십억원) | 매출 | 영업이익 | 영업이익률 (%) |
|---------|------|-------|-----------|
| 웅진코웨이 | 309 | 33 | 10.8 |
| 웅진코웨이개발 | 828 | 113 | 13.7 |
| 합계 | 923* | 146** | 15.9 |

참고: 2004년 수치임

* 코웨이의 코웨이개발로의 매출(69%)을 차감함

** 코웨이의 이익이 합병회사에 일시에 전부 반영되었다고 가정함

자료: 각 사, 삼성증권 추정

기업분석

손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 888 | 904 | 997 | 1,143 | 1,283 |
| 렌탈매출 | 667 | 771 | 909 | 1,047 | 1,185 |
| 기타매출 | 221 | 133 | 88 | 95 | 99 |
| 매출원가 | 266 | 304 | 362 | 393 | 434 |
| 렌탈매출원가 | 224 | 271 | 315 | 352 | 393 |
| 기타 매출원가 | 42 | 33 | 47 | 41 | 42 |
| 매출총이익 | 561 | 524 | 635 | 750 | 849 |
| 판매 및 일반관리비 | 478 | 411 | 543 | 602 | 664 |
| 인건비 | 66 | 81 | 104 | 118 | 132 |
| 감가상각비 | 7 | 7 | 7 | 7 | 9 |
| 기타 | 405 | 322 | 431 | 476 | 522 |
| 영업이익 | 84 | 113 | 92 | 148 | 185 |
| 영업외수익 | 32 | 5 | 4 | 5 | 8 |
| 이자수익 | 0 | 0 | 1 | 2 | 5 |
| 지분법평가이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 31 | 5 | 3 | 3 | 4 |
| 영업외비용 | 34 | 17 | 14 | 15 | 13 |
| 이자비용 | 11 | 10 | 6 | 4 | 1 |
| 외환관련손실 | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 22 | 7 | 8 | 11 | 12 |
| 경상이익 | 82 | 101 | 82 | 138 | 181 |
| 특별이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 특별손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전이익 | 82 | 101 | 82 | 138 | 181 |
| 법인세 | 24 | 30 | 23 | 38 | 50 |
| 순이익 | 58 | 71 | 59 | 100 | 131 |
| EBITDA | 182 | 217 | 204 | 260 | 302 |
| EPS* (원) | 1,173 | 1,442 | 905 | 1,354 | 1,776 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업활동에서의 현금흐름 | 130 | 446 | 103 | 249 | 293 |
| 순이익 | 58 | 71 | 59 | 100 | 131 |
| 유·무형자산 상각비 | 86 | 105 | 118 | 120 | 125 |
| 퇴직급여 | 4 | 6 | 10 | 6 | 6 |
| 순외환관련손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손실(이익) | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 순운전자본감소(증가) | (101) | 33 | (108) | (2) | 6 |
| 기타 | 80 | 229 | 23 | 25 | 26 |
| 투자활동에서의 현금흐름 | (217) | (166) | (176) | (140) | (158) |
| 설비투자 | (21) | 13 | (10) | 0 | 0 |
| 투자자산의 (증가)감소 | (206) | (203) | (166) | (140) | (158) |
| 기타 | 10 | 24 | (0) | (0) | (0) |
| 재무활동에서의 현금흐름 | 64 | (74) | 106 | (92) | (47) |
| 단기차입금의 증가(감소) | (21) | (71) | 50 | (50) | 0 |
| 장기차입금 증가(감소) | (17) | (37) | (9) | 5 | (28) |
| 사채증가(감소) | 50 | 41 | (8) | (28) | 0 |
| 유동성장기부채의 증가(감소) | 0 | 0 | (1) | (1) | 0 |
| 배당금 | 1 | 0 | 81 | 0 | 0 |
| 자본금 증가(감소) | (8) | (7) | (7) | (18) | (18) |
| 기타 | 59 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 조정항목 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금증감 | 1 | (1) | 32 | 17 | 88 |
| 기초현금 | 1 | 2 | 1 | 33 | 50 |
| 기말현금 | 2 | 1 | 33 | 50 | 139 |

대차대조표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 169 | 152 | 296 | 357 | 484 |
| 현금 및 현금등가물 | 2 | 1 | 37 | 60 | 151 |
| 단기금융상품 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유가증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권 | 90 | 17 | 85 | 97 | 109 |
| 재고자산 | 32 | 38 | 54 | 62 | 69 |
| 기타 | 45 | 96 | 121 | 138 | 155 |
| 고정자산 | 397 | 375 | 424 | 420 | 428 |
| 투자자산 | 68 | 37 | 47 | 47 | 47 |
| 유형자산 | 327 | 337 | 357 | 358 | 371 |
| 무형자산 | 2 | 1 | 20 | 15 | 10 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 567 | 527 | 720 | 776 | 912 |
| 유동부채 | 309 | 250 | 295 | 294 | 310 |
| 매입채무 | 77 | 76 | 47 | 51 | 60 |
| 단기차입금 | 84 | 0 | 50 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 40 | 33 | 24 | 28 | 0 |
| 기타 | 108 | 141 | 174 | 215 | 251 |
| 고정부채 | 115 | 72 | 69 | 42 | 44 |
| 사채 | 52 | 36 | 28 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 기타 | 61 | 35 | 41 | 42 | 44 |
| 부채총계 | 424 | 322 | 364 | 336 | 354 |
| 자본금 | 25 | 24 | 39 | 39 | 39 |
| 자본잉여금 | 0 | 0 | 76 | 76 | 76 |
| 이익잉여금 | 118 | 182 | 226 | 311 | 429 |
| 자본조정 | (1) | (2) | 14 | 14 | 14 |
| 자본총계 | 143 | 205 | 355 | 440 | 558 |

재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%) | | | | | |
| 매출액 | 12.0 | 0.1 | n/a | 14.6 | 12.3 |
| 영업이익 | (7.3) | 35.2 | n/a | 60.1 | 25.5 |
| 경상이익 | 63.6 | 22.8 | n/a | 68.4 | 31.2 |
| 순이익 | 63.0 | 23.3 | n/a | 68.4 | 31.2 |
| EBITDA | 34.7 | 19.0 | n/a | 27.2 | 16.1 |
| EPS* | 26.8 | 22.9 | n/a | 49.6 | 31.2 |
| 수익률 (%) | | | | | |
| 영업이익률 | 10.1 | 13.7 | 9.3 | 12.9 | 14.4 |
| 경상이익률 | 9.9 | 12.2 | 8.2 | 12.1 | 14.1 |
| 순이익률 | 7.0 | 8.6 | 6.0 | 8.8 | 10.2 |
| EBITDA 마진율 | 22.0 | 26.2 | 20.5 | 22.7 | 23.5 |
| ROE | 48.9 | 40.5 | 21.3 | 25.5 | 26.8 |
| ROA | 9.7 | 13.0 | 9.5 | 13.4 | 15.7 |
| 기타비율 | | | | | |
| 순부채비율 (%) | 122.4 | 33.8 | 19.6 | nc | nc |
| 부채비율 (%) | 124.0 | 34.2 | 29.0 | 6.6 | 0.0 |
| 이자보상비율 (배) | 9.0 | 11.4 | 18.3 | 76.9 | nm |
| 매출채권회전율 (배) | 7.4 | 16.8 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| SPS | 16,711 | 16,930 | 15,201 | 15,473 | 17,376 |
| BPS | 2,886 | 4,191 | 4,765 | 5,869 | 7,395 |
| DPS | 150 | 150 | 250 | 250 | 250 |
| 주당EBITDA | 3,682 | 4,434 | 3,116 | 3,519 | 4,086 |

참고: 2003~2004년은 웅진코웨이개발 수취임

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

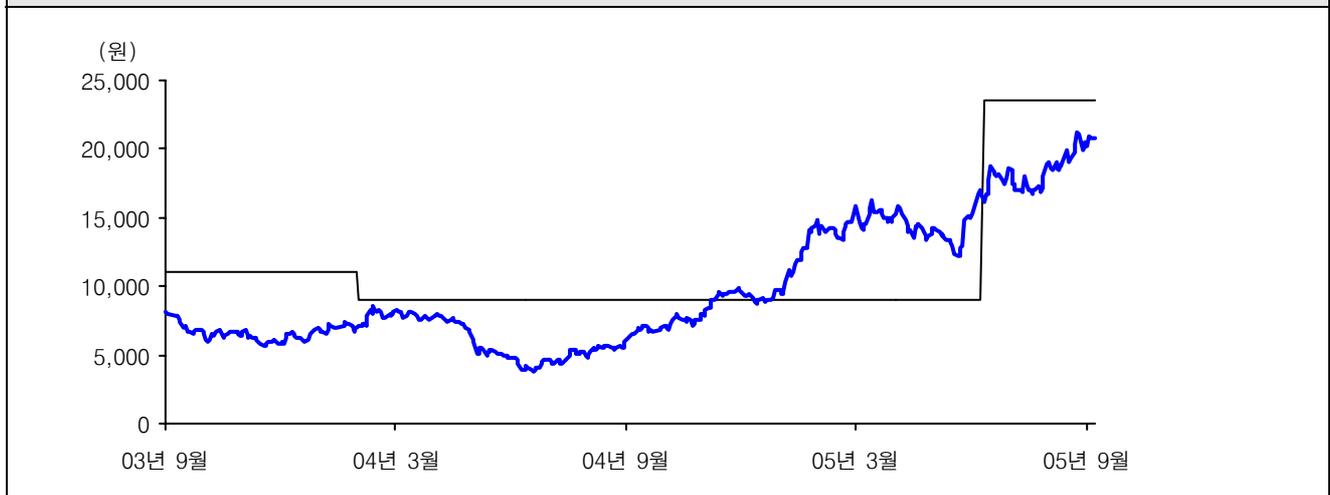
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

| 종목명 | 성명 | 보유여부 | 수량 | 취득일 | 유가증권 발행관련 | 비고 |
|-----|----|------|----|-----|-----------|----|
|-----|----|------|----|-----|-----------|----|

해당사항 없습니다

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일 자 | 2004. 2/6 | 5/12 | 2005. 6/13 | 8/3 | 9/8 |
|------|-----------|--------|------------|---------|---------|
| 투자의견 | BUY(M) | BUY(M) | BUY(M) | BUY(M) | BUY(M) |
| 목표주가 | 9,000원 | 9,000원 | 23,500원 | 23,500원 | 26,000원 |

● **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 투자기간을 6개월, 절대 수익률 기준의 투자등급 3단계와 리스크 3단계로 구분함.

BUY -매수 : 10% 초과 (Low), 15% 초과 (Medium), 20% 초과 (High)

HOLD -보유 : -10% ~ 10% (Low), -15% ~ 15% (Medium), -20% ~ 20% (High)

SELL -매도 : -10% 미만 (Low), -15% 미만 (Medium), -20% 미만 (High)

※ 2004년 2월 2일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, MP, MU)에서 3단계(BUY, HOLD, SELL)와 리스크 3단계로 변경되었습니다.

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. [작성자: 김기안]