

Reiterate:

웅진코웨이

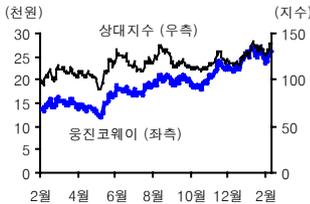
(021240)

BUY(M)

복원되는 참모습

주가 (2월 20일):	26,350원
6개월 목표주가:	32,000원
종합주가지수:	1,348
코스닥주가지수:	657
시가총액:	1조 9,460억원
총발행주식수:	73,851,611주
120일 평균 거래대금:	12.6억원
52주 최저/최고:	12,200원/27,200원
상대수익률 (3월/6월):	13.0%/10.4%
배당수익률 (06E):	1.9%
주당장부가치 (06E):	5,461원
유동주식비율:	54.6%
외국인지분:	운석금 (30.4%)
주요지분:	웅진생크빅 (5.2%)

과거 1년간 주가 추이



- **목표주가 상향 조정:** 6개월 목표주가를 32,000원(2006년 EV/EBITDA 7배)으로 상향 조정하고 BUY(M) 투자 의견을 유지함. 이는 합병으로 왜곡된 이익이 예상보다 빠르게 복원되면서 4분기 잠정실적이 예상을 상회하였고, 영업이익률 뿐만 아니라 EBITDA 이익률도 예상보다 좋아 동사의 이익 창출력이 기대보다 커지고 있음이 확인되어 2006년, 2007년 EBITDA 추정치를 상향 조정하였기 때문임. 또한, 가입자 증가 추세가 여전히 견조하고, 생활 가전 렌탈시장에서 독보적인 지위가 훼손될만한 경쟁자의 출현이 예상되지 않기 때문임. 동사의 주가를 평가하는데 P/E 배수는 적당하지 않은데, 이는 합병에 따른 이익의 왜곡이 점진적으로 소멸되는 과정이기 때문임.
- **영업이익률과 함께 EBITDA 마진률도 상승하고 있음:** 4분기 잠정실적은 렌탈 가입자 증가 및 합병으로 왜곡된 이익의 구조적인 복원으로 기존 예상을 상회하였음. 4분기 실적에 있어서 인상적인 점은 영업이익률과 함께 EBITDA 마진이 함께 상승하였다는 점임. 이는 합병 이후 영업이익률 개선이 상당부분 감가상각비 비중의 감소에 따른 것이어서 EBITDA 마진 상승은 크지 않을 것이라는 기존 예상을 상회하는 것임. 이는 가입자 규모의 확대에 따른 규모의 경제 효과 및 합병에 따른 시너지 효과 때문으로 장기적인 동사의 현금흐름이 예상보다 커질 것임을 시사함. 이에 따라 동사의 2006년, 2007년 EBITDA를 각각 9.5%, 10.1% 상향 조정하고, 2007년 EPS도 6.8% 상향 조정함.
- **시너지 높은 신규 사업 모색 중:** 한편, 동사는 최근 공시를 통해 경비업, 소독 및 구충서비스업, 건물 일반청소업 등을 사업목적에 추가한다고 밝혔음. 이는 향후 신규 사업 진출을 고려한 것으로 파악되며, 동사가 환경 및 건강 관련 사업을 영위하고 있고 주부를 중심으로 고객 기반이 확보되어 있음을 감안할 때 기존 사업과 시너지가 있으며, 소득 수준의 상승과 함께 성장성이 기대되는 사업이라고 판단됨.

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)	28.6	168	13.9	14.6	65.4
2003	827	84	82	58	1,173	26.8	22.6	175	10.0	9.2	48.9
2004	828	113	101	71	1,442	22.9	18.4	69	8.4	6.3	40.5
2005P	1,007	98	88	66	1,049	na	25.3	95	7.4	5.9	25.6
2006E	1,133	149	148	107	1,450	38.2	18.3	(65)	5.9	4.9	29.1
2007E	1,281	197	204	148	2,005	38.3	13.2	(149)	4.8	3.9	32.7

참고: 2003년, 2004년 수치는 합병 이전 웅진코웨이 수치임, * 일회성 항목 제외, 완전 회석회됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ 당사는 2월 17일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
■ 당사는 2월 17일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
■ 위 조사분석담당자는 2월 17일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

기업분석

목표주가 상향 조정

동사에 대한 6개월 목표주가를 기존 26,000원에서 32,000원 (2006년 P/E 22배, EV/EBITDA 7배)으로 상향 조정하고 BUY(M) 투자의견을 유지한다. 이는 합병으로 왜곡된 이익이 예상보다 빠르게 복원되면서 4분기 잠정실적이 예상을 상회하였고, 영업이익률 뿐만 아니라 EBITDA 이익률도 예상보다 좋아지면서 동사의 이익 창출력이 커지고 있음이 확인되어 2006년, 2007년 EBITDA 추정치를 상향 조정하였기 때문이다. 또한, 가입자 증가 추세가 여전히 견조하고, 정수기 및 공기청정기 등 생활 가전 렌탈시장에서 독보적인 지위가 훼손될만한 경쟁자의 출현이 예상되지 않기 때문이다. 당사는 합병으로 인해 왜곡된 이익이 합병으로부터 가입자의 평균 계약기간인 3.5년이 지난 2008년에 거의 복원될 것으로 추정하고 있으며 2008년 영업이익률이 16.8% 수준(EBITDA 마진률 28.8%)에 이를 것으로 기대하고 있다.

동사의 목표주가는 DCF valuation 모형에 의해 산정되었으며, 가중평균자본비용(WACC) 9.8%, 장기성장률 3%를 가정하였다. 목표주가는 2006년 P/E 22배, EV/EBITDA 7배 수준으로 P/E 배수가 상당히 높은 수준이나 합병에 따른 이익의 왜곡이 점진적으로 소멸되는 과정에 있기 때문에 동사의 주가를 평가하는데 P/E 배수는 적정하지 않다고 판단된다. 현재 시장 평균 2006년 EV/EBITDA와 REO가 각각 6.0배, 15.0% 수준이고, 소비재업종인 음식료와 소매업종의 평균 EV/EBITDA가 각각 10.7배, 11.5배 수준임을 감안할 때 높은 valuation은 아니라고 판단된다.

DCF valuation에 의한 적정주가 산정

(십억원)	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Terminal
영업이익	150	199	237	273	284	298	313	329	345	356
(감가상각비)	118	119	121	122	131	137	144	151	159	164
(무형자산상각비)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5
(렌탈자산 폐기손실)	51	51	51	46	49	52	54	57	60	62
세금	(41)	(56)	(68)	(80)	(85)	(89)	(93)	(98)	(103)	(106)
운전자본 증분	38	(25)	24	(30)	26	17	18	19	20	20
CAPEX	(147)	(172)	(180)	(189)	(204)	(214)	(225)	(236)	(248)	(255)
Free cash flow	173	119	188	146	205	205	216	226	238	245
FCF의 현가	158	99	142	101	128	117	112	107	102	
2014년까지 FCF의 총 현가	1,067									
영속가치	3,603									
영속가치의 현가	1,415									
기업가치	2,482									
자기자본가치	2,413									
적정가치 (원)	32,000									

자료: 삼성증권 추정

예상을 상회하는 4분기 잠정실적

동사의 4분기 잠정실적은 당사 및 시장 기대를 상회하였다. 매출은 전기대비 1.5% 늘어났으며, 영업이익과 경상이익도 전기 대비 각각 54.5%, 21.7% 증가(작년 5월 2일 합병으로 인해 전년동기대비 비교는 의미가 없음)하면서 영업이익률이 13.0% 수준에 이르렀다. 3분기 말에 생활가전 사업부문을 매각하였으며, 이를 제외하면 4분기 매출은 전기대비 5.0% 증가하였다. 영업실적이 개선된 이유는 1) 렌탈 가입자 수가 증가하였고, 2) 합병으로 인해 왜곡되었던 이익이 구조적으로 복원되고 있기 때문이다. 동사의 렌탈 가입자 수(멤버십 포함)는 2005년 말 전년대비 16.2% 증가한 377만으로 9월말대비로도 2.4% 증가하였다. 품목별로는 비데가 전년대비 22.7% 늘어 총 가입자의 22%를 차지하였고, 정수기가 전년대비 11.1%, 연수기가 9.7%, 공기청정기가 5.8% 증가하였다.

4분기 잠정실적

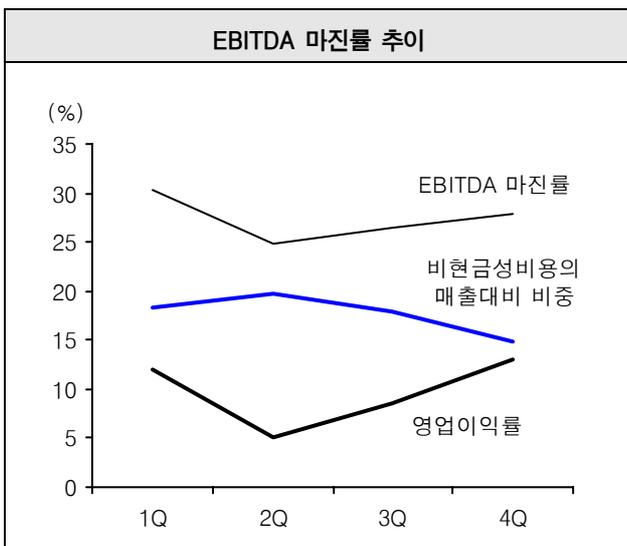
(십억원)	4Q05P	3Q05	전기대비 (%)	4Q05E	차이 (%)
매출액	268	264	1.5	258	3.9
매출총이익	185	168	10.5	164	13.0
영업이익	35	22	54.5	29	18.1
경상이익	27	22	21.7	24	14.1
순이익	20	17	19.6	17	18.8
이익률 (%)					
매출총이익	69.2	63.6		63.6	
영업이익	13.0	8.5		11.4	
경상이익	10.0	8.3		9.1	
순이익	7.4	6.3		6.5	

자료: 동진코웨이, 삼성증권 추정

EBITDA 마진도 상승하였음—이익 창출력이 확대되고 있음을 시사

4분기 잠정실적에 있어서 인상적인 점은 예상보다 빠른 영업 이익률 개선과 함께 EBITDA 마진이 상승하고 있다는 점이다. 동사의 영업이익률은 합병이 있었던 2분기에 5.2% 수준에 불과하였으나 3분기 8.5% 수준을 기록한데 이어 4분기 13.0% 수준으로 상승하면서 당사 기존 예상인 11.4% 수준을 상회하였다. 이러한 영업이익률 개선이 주로 매출총이익률 상승(3분기 63.6%→4분기 69.2%)에서 기인하고 있음을 감안할 때 영업 이익의 개선은 당사가 예상한 바대로 합병에 따른 렌탈자산의 원가 하락이 신규 회원에 대한 렌탈 자산의 감가상각비를 줄이면서 합병으로 왜곡되었던 이익이 예상보다 빠르게 복원되고 있기 때문으로 판단된다.

EBITDA 마진도 2분기 24.8%, 3분기 26.4%에 이어 4분기에 27.9% 수준으로 상승하였다. 이는 합병 이후 영업이익률 개선이 상당부분 감가상각비 비중의 감소에 따른 것이어서 EBITDA 마진 상승은 크지 않을 것이라는 기존 예상을 상회하는 것이다. 이는 가입자 규모가 확대되어 규모의 경제 효과가 작용하면서 동사의 이익 창출력이 확대되고 있는 것이며, 합병으로 인한 시너지 효과가 점진적으로 나타나고 있기 때문으로 장기적인 동사의 현금흐름이 예상보다 커질 것임을 시사한다고 판단된다. 이에 따라 동사의 2006년, 2007년 EBITDA를 각각 9.5%, 10.1% 상향 조정하고, 2007년 EPS도 6.8% 상향 조정한다.

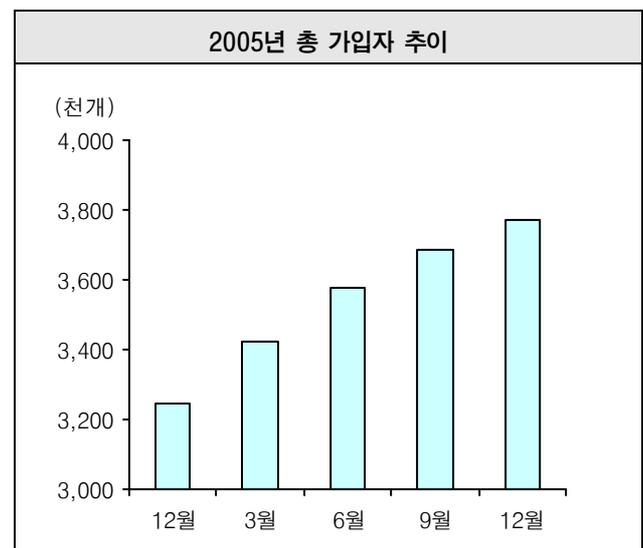


참고: * 감가상각비, 무형자산상각비, 렌탈자산폐기손실의 합계임
자료: 웅진코웨이

이익 전망 수정

(십억원)	수정 후		수정 전		차이 (%)	
	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
매출액	1,133	1,281	1,143	1,283	(0.9)	(0.1)
(가입비)	36	51	28	39	29.4	29.1
(렌탈요금)	905	995	932	1,039	(2.9)	(4.2)
(멤버쉽요금)	101	135	88	107	14.1	26.7
(기타)	92	101	95	99	(3.8)	1.9
매출총이익	750	857	750	849	0.0	1.0
영업이익	149	197	148	185	0.8	6.5
경상이익	148	204	147	191	0.2	6.8
순이익	107	148	107	139	0.2	6.8
EBITDA	323	373	295	339	9.5	10.1
EPS (원)	1,450	2,005	1,447	1,878	0.2	6.8

자료: 삼성증권 추정



자료: 웅진코웨이

시너지 높은 신규 사업 검토 중인 것으로 추정

한편, 동사는 지난 16일 공시를 통해 경비업, 소독 및 구충서비스업, 건물 일반청소업 등을 사업목적에 추가한다고 밝혔는데, 이는 향후 신규 사업 진출을 고려한 것으로 판단된다. 동사가 환경 및 건강과 관련된 사업을 영위하고 있고 주부를 중심으로 한 고객 기반이 확보되어 있음을 감안할 때 신규 추가된 사업영역이 기존 사업과의 시너지가 있으며, 소득 수준의 상승과 함께 동 서비스 수요가 증가함에 따라 성장성이 기대되는 사업이라고 판단된다.

기업분석

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005P	2006E	2007E
매출액	888	904	1,007	1,133	1,281
렌탈 매출	667	771	911	1,041	1,181
기타 매출	221	133	96	92	101
매출원가	266	304	350	383	424
렌탈 매출원가	224	271	308	350	387
기타 매출원가	42	33	43	33	37
매출총이익	561	524	657	750	857
판매관리비	478	411	559	601	660
인건비	66	81	105	119	125
감가상각비	7	7	9	9	9
기타	405	322	445	472	525
영업이익	84	113	98	149	197
영업외수익	32	5	6	8	12
이자수익	0	0	1	2	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
기타	31	5	5	5	6
영업외비용	34	17	15	9	5
이자비용	11	10	7	5	0
외환관련손실	3	2	0	0	0
기타	22	7	8	4	5
경상이익	82	101	88	148	204
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전이익	82	101	88	148	204
법인세	24	30	22	41	56
순이익	58	71	66	107	148
EBITDA	213	240	276	323	373
EPS (원)*	1,173	1,442	1,049	1,450	2,005

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
영업활동에서의 현금흐름	130	446	104	329	294
순이익	58	71	66	107	148
유·무형자산 상각비	86	105	115	122	123
퇴직급여	4	6	10	8	8
순외환관련손실(이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실(이익)	3	2	0	0	0
순운전자본감소(증가)	(101)	33	(85)	38	(25)
기타	80	229	(1)	54	40
투자활동에서의 현금흐름	(217)	(166)	(204)	(147)	(172)
설비투자	(21)	13	(13)	0	0
투자자산의 (증가)감소	(206)	(203)	(187)	(147)	(172)
기타	10	24	(4)	(0)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	64	(74)	119	(136)	(37)
단기차입금의 증가(감소)	(21)	(71)	68	(68)	0
장기차입금 증가(감소)	(17)	(37)	13	(45)	0
사채증가(감소)	50	41	(36)	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	0	0	0	(1)	(1)
배당금	1	0	81	0	0
자본금 증가(감소)	(8)	(7)	(7)	(22)	(37)
기타	59	(0)	(0)	(0)	(0)
조정항목					
현금증감	1	(1)	19	45	84
기초현금	1	2	1	20	66
기말현금	2	1	20	66	150

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
유동자산	169	152	258	319	442
현금 및 현금등가물	2	1	20	66	150
단기금융상품	1	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	90	17	29	33	37
재고자산	32	38	43	48	54
기타	45	96	166	172	200
고정자산	397	375	444	396	395
투자자산	68	37	50	50	50
유형자산	327	337	371	326	328
무형자산	2	1	24	20	16
기타					
자산총계	567	527	702	715	836
유동부채	309	250	350	296	317
매입채무	77	76	33	67	46
단기차입금	84	0	68	0	0
유동성장기부채	40	33	46	1	1
기타	108	141	204	229	271
고정부채	115	72	19	15	16
사채	52	36	0	0	0
장기차입금	2	1	1	1	0
기타	61	35	18	15	16
부채총계	424	322	369	312	333
자본금	25	24	39	39	39
자본잉여금	0	0	76	76	76
이익잉여금	118	182	225	296	396
자본조정	(1)	(2)	(7)	(7)	(7)
자본총계	143	205	333	403	503

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2003	2004	2005P	2006E	2007E
증감률 (%)					
매출액	12.0	0.1	21.7	12.5	13.1
영업이익	(7.3)	35.2	(13.8)	52.6	32.6
경상이익	63.6	22.8	(13.0)	68.6	38.3
순이익	63.0	23.3	(7.8)	63.4	38.3
EBITDA	39.5	12.9	14.9	16.9	15.4
EPS*	26.8	22.9	(27.2)	38.2	38.3
수익률 (%)					
영업이익률	10.1	13.7	9.7	13.1	15.4
경상이익률	9.9	12.2	8.7	13.0	15.9
순이익률	7.0	8.6	6.5	9.4	11.6
EBITDA 마진율	25.8	29.1	27.4	28.5	29.1
ROE	48.9	40.5	25.6	29.1	32.7
ROA	9.7	13.0	10.7	15.1	19.1
기타비율					
순부채비율 (%)	122.4	33.8	28.4	nm	nm
부채비율 (%)	124.0	34.2	34.6	0.3	0.1
이자보상비율 (배)	9.0	11.4	14.6	60.2	nc
매출채권회전율 (배)	7.4	16.8	12.8	12.8	12.8
주당지표 (원)					
SPS	16,711	16,930	15,356	15,342	17,350
BPS	2,886	4,191	4,511	5,461	6,816
DPS	150	150	300	500	650
주당EBITDA	4,303	4,918	4,215	4,375	5,048

참고: 2003, 2004년 수치는 합병 이전 웅진코웨이 수치임,

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

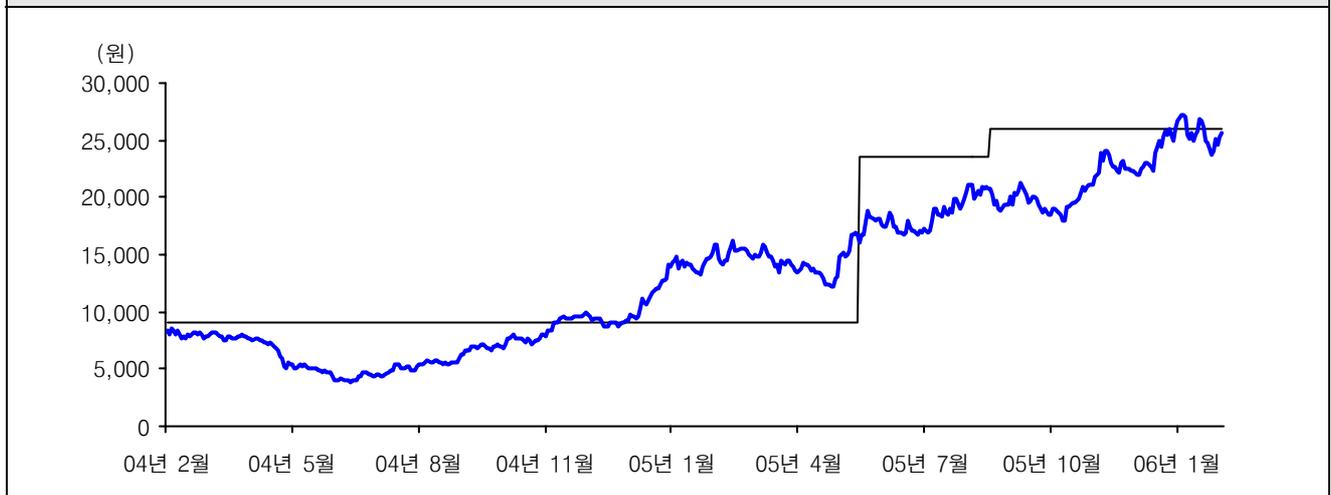
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

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. 5/12	2005. 6/13	8/3	9/8	10/14	11/10	12/23	2006. 2/20
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	9,000원	23,500원	23,500원	26,000원	26,000원	26,000원	26,000원	32,000원

● **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 **투자기간**을 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]