

2006. 10. 19

조선 · 기계

Senior Analyst **강영일** ☎ 3276-6158
jerry@truefriend.com

R. A. **한상희** ☎ 3276-6278
shhan@truefriend.com

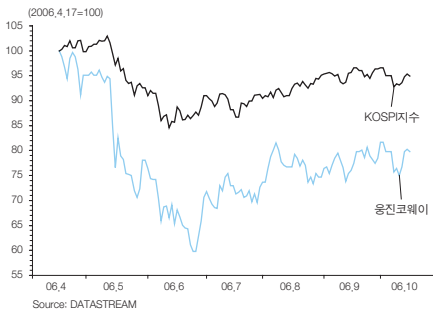
웅진코웨이 (02124)

매수 (유지)

6개월 목표주가: 29,500원(유지)

● 주가 (10/18)	24,500원
● 시가총액	1,822.2십억원
● 자본금	39.2십억원
● 52주 최고 주가	30,550원
● 52주 최저 주가	16,900원
● 최근 6개월 평균 거래량	544,075주
● 외국인지분율	26.83%

최근 6개월 상대주가 추이



소비심리 악화보다는 실적 개선에 주목

- ▶ 2006년 들어 소비심리가 계속 악화되었으나 동사는 양호한 성장을 지속하고 있다. 이는 주요제품인 정수기의 대체수요기 도래와 비데 수요증가 덕분이다. 북한 핵실험 여파로 추가적인 소비심리 악화를 우려할 수 있으나 국제유가 하락에 따른 긍정적 효과로 상쇄될 수 있을 것이다.
- ▶ 우리는 추가적인 소비심리 악화보다는 실적 개선에 더 주목한다. 2006년 영업이익률은 1분기 7.4%에서 2분기 8.2%로 개선됐으며, 3분기는 9.5%, 4분기는 12%대로 예상된다. 4분기에는 1) 정수기의 계절적 비수기 진입으로 판매수수료 부담이 감소하고, 2) 8월 중순에 시행된 판매단가 인상 효과로 영업이익률이 크게 높아질 것이다.
- ▶ 합병효과로 발생하는 구조적인 수익성 개선이 2010년까지 지속된다는 점과 강력한 현금창출 능력은 동사에 대한 투자 매력을 높인다. 영업이익률은 2006년 9.4%에서 2010년 18.8%로 높아질 것이고, FCF는 2006년 700억원에서 2010년 2,219억원으로 증가할 전망이다.

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
매출액 (십억원)	308.7	1,008.1	1,134.7	1,258.0	1,388.2
(매출증가율, %)	16.5	226.5	12.6	10.9	10.4
영업이익 (십억원)	33.3	96.8	107.2	164.9	232.0
경상이익 (십억원)	18.2	86.0	95.9	156.6	227.0
당기순이익 (십억원)	14.4	60.9	69.0	112.7	163.4
EBITDA (십억원)	31.2	215.8	233.7	296.3	370.1
EPS (원)	635	951	935	1,515	2,195
(EPS증가율, %)	38.6	49.8	-1.7	62.1	44.9
BPS (원)	3,884	4,431	4,793	5,520	6,726
PER (배)	10.8	18.1	26.2	16.2	11.2
PBR (배)	1.8	3.9	5.1	4.4	3.6
EV/EBITDA (배)	6.4	6.2	8.1	6.2	4.8
영업이익률 (%)	10.8	9.6	9.4	13.1	16.7
EBITDA Margin (%)	10.1	21.4	20.6	23.6	26.7
ROE (%)	16.6	29.2	19.2	27.6	33.6
순차입금 (십억원)	36.3	94.1	64.8	9.8	-30.0
영업이익이자보상배율 (배)	10.4	14.3	13.3	30.0	76.3
부채비율 (%)	133.6	109.1	71.2	66.8	52.7

- 당사는 10월 18일 현재 웅진코웨이 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 10월 18일 현재 웅진코웨이 주식을 보유하고 있지 않습니다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. - 작성자: 강영일, 한상희

■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임

- 적극매수 : 시장지수 대비 30% 이상의 주가 상승 예상
- 매수 : 시장지수 대비 10~30%의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장지수 대비 -10~10%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 10% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

높은 시장지위와 구조적인 수익성 개선

4분기 영업이익률 크게 개선

1. 소비심리 약화에도 불구하고 양호한 성장 지속

2006년 들어 소비심리가 계속 악화되었으나 당사는 양호한 성장을 지속하고 있다. 이는 주요 제품인 정수기의 대체수요기 도래와 비데 수요증가 덕분으로 판단된다. 최근 북한 핵실험 여파로 추가적인 소비심리 악화를 우려할 수 있으나 국제유가 하락에 따른 긍정적 효과로 상쇄될 수 있을 것이다. 우리는 추가적인 소비심리 악화보다는 실적 개선에 더 주목한다. 2006년 영업이익률은 1분기 7.4%에서 2분기 8.2%로 개선됐으며, 3분기는 9.5%, 4분기는 12%대로 예상된다. 특히, 4분기에는 1) 정수기의 계절적 비수기 진입으로 판매수수료 부담이 감소하고, 2) 8월 중순에 시행된 판매단가 인상 효과로 영업이익률이 크게 높아질 것이다.

렌탈자산 감가상각비와 폐기손실이 동시에 감소

2. 구조적인 수익성 개선

웅진코웨이개발과의 합병으로 렌탈자산의 취득원가가 하락해 수익성이 구조적으로 개선된다. 수익 구조의 변화는 크게 두 개의 경로로 파악된다. 우선 렌탈자산의 감가상각비가 감소한다. 2010년 렌탈자산 대당 연평균 감가상각비는 2005년 대비 8% 줄어들 것으로 분석된다. 다음으로 렌탈자산 폐기손실이 감소한다. 2010년 대당 폐기손실액은 2005년 대비 14% 줄 것으로 보인다. 영업이익률은 2006년 9.4%에서 2010년 18.8%로 개선될 전망이다.

적정주가는 DCF로 산출

3. 목표주가 29,500원 유지

‘매수’ 의견과 목표주가 29,500원을 유지한다. 목표주가는 DCF 방식으로 구한 적정주가의 90%를 반영해 구했다.

<표 1> 목표주가 산정 (DCF의 90%)

(단위: 십억원)

	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F
영업이익	113.5	163.6	231.0	264.4	302.8
감가상각비(+)	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
무형자산상각비(+)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
렌탈자산상각비(+)	116.6	119.5	123.9	129.2	132.2
EBITDA	248.8	301.8	373.6	412.3	453.7
렌탈자산폐기손실(+)	50.1	50.9	50.8	52.3	53.5
등록비 조정(+)	25.5	22.9	19.4	24.7	23.4
판매수수료 조정(-)	14.7	11.0	8.6	6.3	4.2
운전자본 증감	12.4	8.2	9.5	9.1	8.1
Operationg Cash	297.2	356.4	425.7	473.8	518.3
CAPEX	189.4	193.7	195.8	211.0	212.0
렌탈자산 취득원가(-)	159.4	163.7	165.8	181.0	182.0
고정자산 투자(-)	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
서울대기부금(-)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
FCF before Tax	107.7	162.7	229.8	262.8	306.3
Tax	30.2	45.6	64.4	73.6	85.8
FCF	77.6	117.1	165.5	189.2	220.5
Discount Rate (WACC)	10.0%				
PV of FCF	70.5	96.8	124.3	129.2	136.9
Sum of PV of FCF	557.8				
Continuing Value	3,244.8				
Growth Rate	3%				
PV of Continuing Value	2,014.7				
Enterprise Value	2,572.6				
Cash & Mkt Securities (+)	18.7				
Interest bearing Debt (-)	115.8				
Value of equity	2,438.1				
Share price(W)	32,755				

자료: 한국투자증권

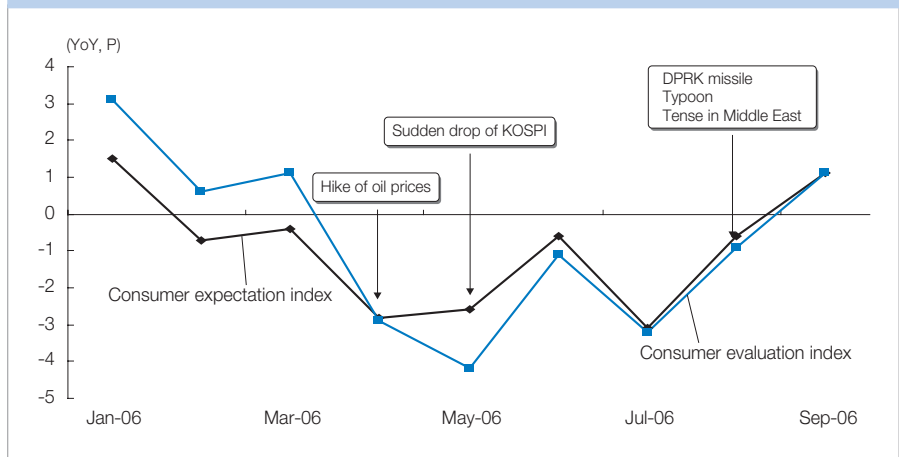
북핵으로 인한 소비심리 악화 우려는 작다

북핵 여파는 유가 하락에 따른 소비심리 개선으로 상쇄 가능

지난 10월 9일에 북한에서 핵실험을 실시했다. 한국 고유의 Country Risk를 상징적으로 보여준 사건이었다. 그에 따라 9월 들어 반등에 성공한 소비심리가 다시 악화될 것이라는 우려가 많다. 그러나 1) 북한 핵실험에 따른 UN의 제재가 확정되면서 불확실성이 줄었고, 2) 국내 금융 시장이 북한 핵실험의 충격에서 벗어나 안정되고 있으며, 3) 소비 심리에 큰 영향을 미치는 국제 유가가 7월 이후 하락 중이기 때문에 소비 심리는 현재 수준에서 더 이상 나빠지지는 않을 것이다. 오히려 이러한 상황이 1) 정부의 완화된 금융정책과 확장적 재정정책을 유발하고, 2) 환율 상승에 따라 수출 경쟁력을 강화시킬 가능성도 있다.

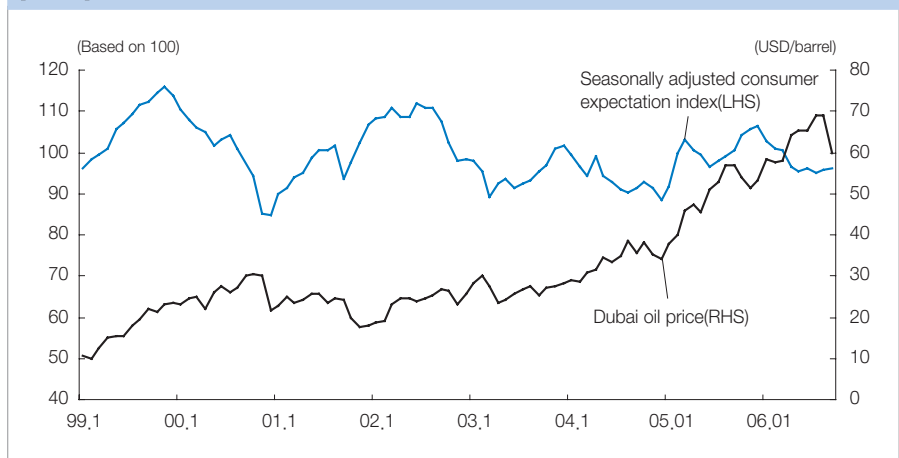
소비심리가 좋아지기를 기대하는 것은 무리다. 하지만 소비 심리가 급격하게 악화될 확률은 낮기 때문에, 우리는 웰빙 가전의 선두 주자인 웅진코웨이의 사업 환경은 나빠지 않을 것으로 생각한다.

[그림 1] 각종 악재를 뚫고 상승 중인 소비 심리



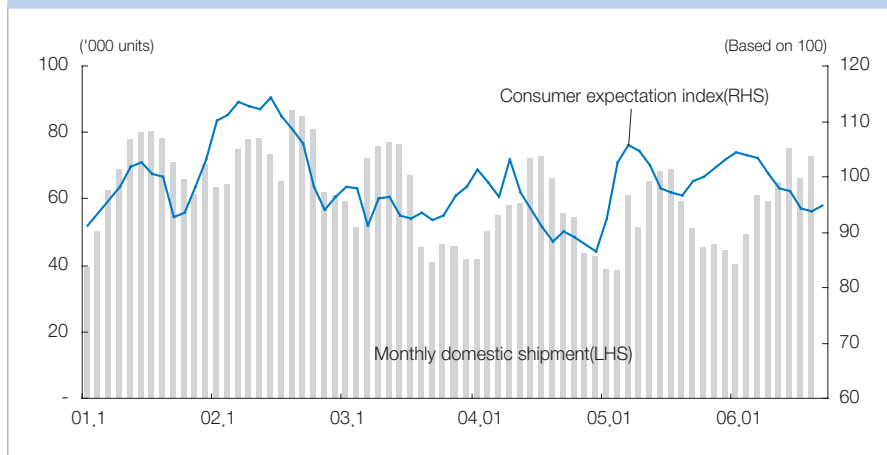
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 2] 유가 하락이 소비 심리 회복으로 연결



자료: 통계청, 한국석유공사

[그림 3] 소비자기대지수와 경수기 내수 출하 추이



자료: 통계청

4분기부터 영업이익률 대폭 개선

4분기 영업이익률 12%대로 상승

2006년 영업이익률은 1분기 7.4%에서 2분기 8.2%로 개선됐으며, 3분기에는 9.5%로 높아질 전망이다. 4분기에는 1) 정수기의 계절적 비수기 진입으로 판매수수료 부담이 감소하고, 2) 8월 중순에 시행된 판매단가 인상 효과로 영업이익률이 12%대로 크게 높아질 것으로 예상된다. 분기별 수익성이 개선되는 근본적인 이유는 합병으로 인한 구조적 수익성 향상이다(자세한 내용은 후술 참조).

<표 2> 분기별 실적 추이

(단위: W bn, %)

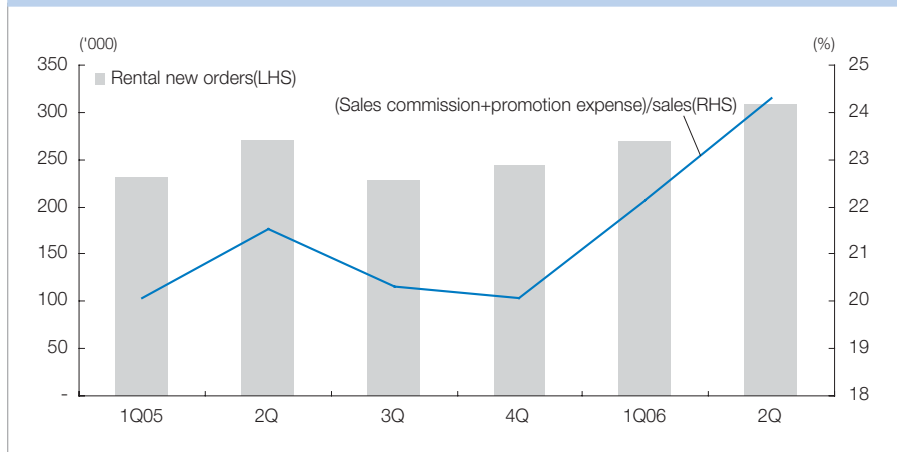
	1Q05	2Q	3Q	4Q	1Q06	2Q	3QF	4QF
Sales	229.3	245.6	264.1	269.1	266.8	282.6	289.3	295.9
Operating profit	28.5	11.8	22.5	34.0	19.8	23.1	27.5	36.9
Recurring profit	27.4	11.3	22.0	25.2	18.1	19.6	24.3	33.8
Net profit	19.8	9.0	16.7	15.3	13.0	13.8	17.5	24.8
OP margin	12.4	4.8	8.5	12.6	7.4	8.2	9.5	12.5
NP margin	12.0	4.6	8.3	9.4	6.8	6.9	8.4	11.4

자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

신규 판매증가는 일시적인 수수료부담 증가로 연결

올해 2분기와 3분기에 수익성이 좋아지는 속도가 느린 것은 판매수수료의 증가 때문이다. 렌탈 판매에 대한 수수료는 매출액의 13% 정도를 차지하며 판매수수료의 55%는 당월의 비용으로 인식되고 나머지는 렌탈기간(60개월) 동안 이연된다. 따라서 신규 렌탈판매가 늘어나면 일시적으로 수수료 부담이 증가하나 미래의 현금유입은 더 커지게 된다. 길게 보면 일시적인 영업이익률 하락을 우려할 필요가 없다. 렌탈 신규가입은 작년 4분기 24만 계정에서 금년 2분기 27만 계정으로 늘었고, 판매수수료(판매촉진비 포함)가 매출액에서 차지하는 비중은 20.1%에서 24.3%로 높아졌다.

[그림 4] 렌탈신규주문과 판매수수료 비율



자료: 웅진코웨이

금년 8월 요금제도 개선

또한 8월 중순에는 각종 요금제도를 개선했다. 핵심적인 내용은 멤버십 요금 인상과 소유권 이전 제도를 폐지해 재렌탈을 적극 유도하겠다는 것으로 파악된다. 기존 제도 하에서는 렌탈 기간 5년이 만료되면 소유권이 소비자에게 이전되면서 멤버십으로 전환되기 때문에 멤버십 계정이 빠르게 증가할 수 밖에 없다. 멤버십 요금은 렌탈 요금의 50% 미만이기 때문에 장기적인 성장에 부정적이다. 또한 수익성 측면에서 멤버십은 잦은 무상 A/S로 인해 렌탈에 비해 큰 차이가 없는 것으로 보인다. 문제는 소비자들의 반발인데, 멤버십 계정의 95%가 정수기라 저항이 그리 크지 않을 것으로 판단한다. 한번 정수기를 사용한 가정은 계속 쓰는 성향이 높고 웅진코웨이의 브랜드 인지도가 가장 우월하다. 3분기는 제도 변경에 따른 과도기로 큰 폭의 실적 개선을 기대하기는 어려울 것이나 4분기부터는 의미 있는 변화가 있을 것으로 판단된다.

〈표 3〉 하반기 렌탈제도 개선 계획

개선계획	대 상	인상률(내용)	시행시기
멤버십료 인상	기존 + 신규	평균 30%	2006년 8월
렌탈료 인상	신규	약 5%	2006년 8월
이전설치 및 해체비 유료화	기존 + 신규	건당 2만원	2006년 8월
렌탈등록비 요금단계 변경	신규	0원/5만원 폐지	2006년 8월
소유권 이전제도 폐지	신규	기존요금으로 신제품 재렌탈	2006년 8월
법인영업팀 출발	호텔, 병원 등	법인전용 비데 및 서비스	2006년 7월

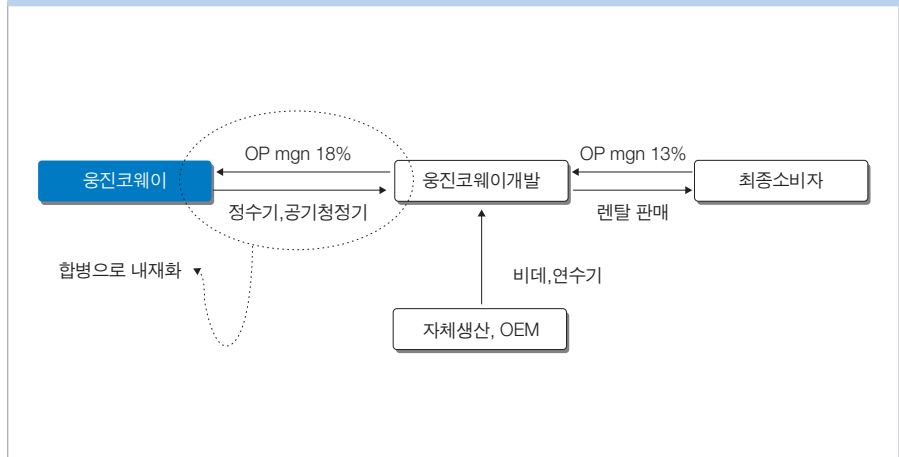
자료: 웅진코웨이

수익성 개선은 구조적인 현상

수익성 개선은 2010년까지 지속

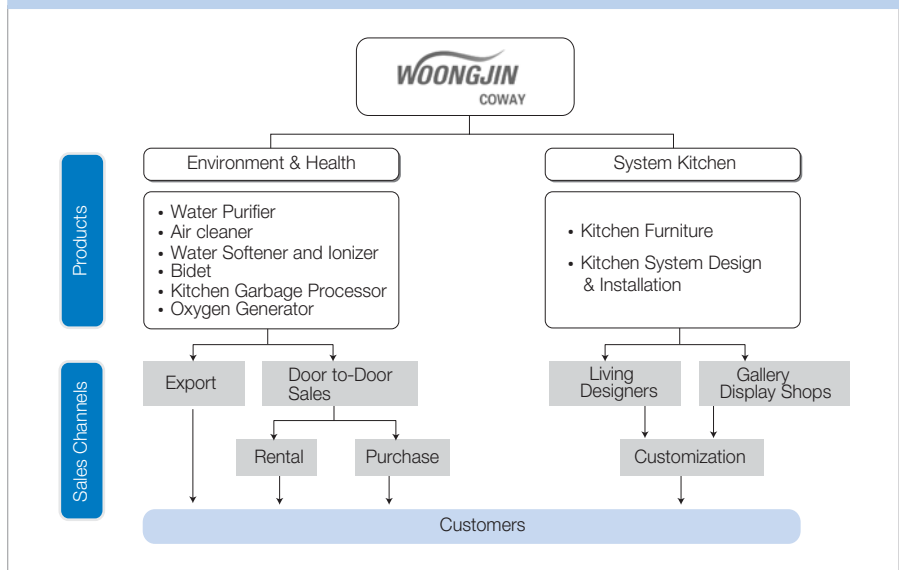
합병 전 웅진코웨이는 정수기와 공기청정기를 제조해 판매마진을 붙여 웅진코웨이개발에 판매했다. 합병으로 상기 판매마진이 내재화되면서 수익성 개선이 이뤄지는 것이다. 렌탈판매의 구조상 수익성 개선은 일시에 이뤄지는 것이 아니라, 장기간 점진적으로 발생한다. 렌탈판매는 5년간 매월 렌탈료를 받고 5년 후에 소유권을 이전하는 구조다. 렌탈 품목의 취득(제조)원가는 판매시 렌탈자산(유형자산)으로 분류되고 수익에 대응되면서 5년 동안 감가상각된다. 따라서 합병전에 판매된 렌탈자산(취득원가에 웅진코웨이의 판매마진이 포함된 것)이 모두 사라질 때까지 수익성 개선이 지속되는 것이다. 양사의 합병이 2005년 5월에 이뤄졌기 때문에 수익성 개선은 2010년까지 지속된다. 현재의 사업구조를 그대로 유지한다면, 영업이익률은 2006년 9.4%에서 2010년 18.8%로 개선될 전망이다.

[그림 5] 합병전 약식 사업구조



자료: 한국투자증권

[그림 6] 합병후 상세 사업구조

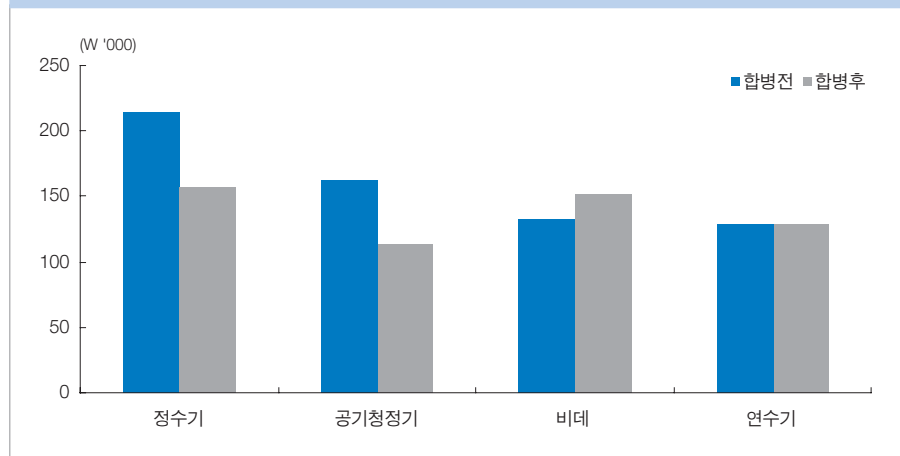


자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

**수익구조 변화는
렌탈자산 감가상각비 감소와
폐기손실 감소로 이어져**

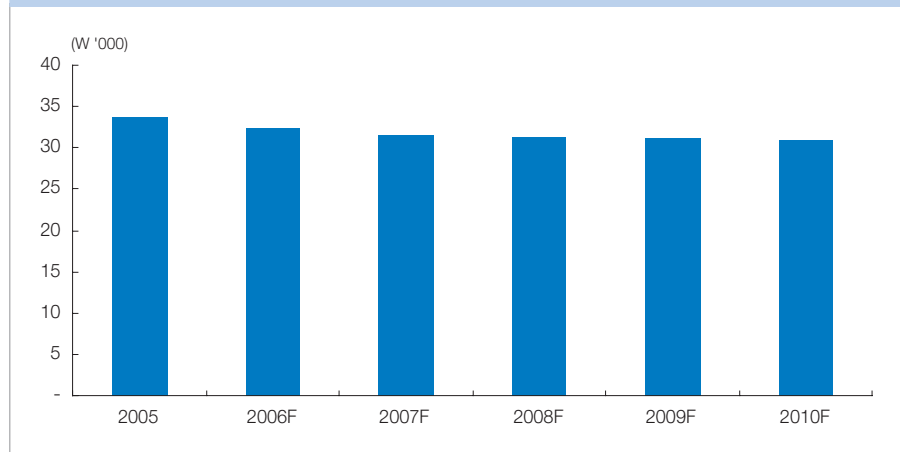
수익구조의 변화는 크게 두 개의 경로로 파악된다. 우선 렌탈자산의 감가상각비가 감소한다. 2010년 렌탈자산 대당 연평균 감가상각비는 2005년 대비 8% 줄 것으로 분석된다. 합병전 웅진코웨이에서 생산했던 정수기와 공기청정기의 취득원가는 25~30% 하락하고, 합병전 웅진코웨이개발에서 생산하던 연수기의 취득원가는 변함이 없다. 비데는 웅진코웨이개발 자체생산에서 웅진엔텍으로 분리되어 취득원가가 상승한다. 다음으로 렌탈자산 폐기손실이 감소한다. 렌탈자산 폐기손실은 렌탈 계약이 해지되는 경우, 감가상각비 잔액을 일시에 상각하면서 발생한다. 렌탈자산의 취득원가가 하락하면 폐기손실도 함께 감소하는 것이다. 2010년 대당 폐기손실액은 2005년 대비 14% 줄어들 것으로 보인다. 매출액 대비 감가상각비 비중은 2005년 12.3%에서 2010년 9.7%로, 폐기손실비중은 6.4%에서 4.6%로 하락할 것이다.

[그림 7] 합병 전후의 렌탈자산 취득원가 비교



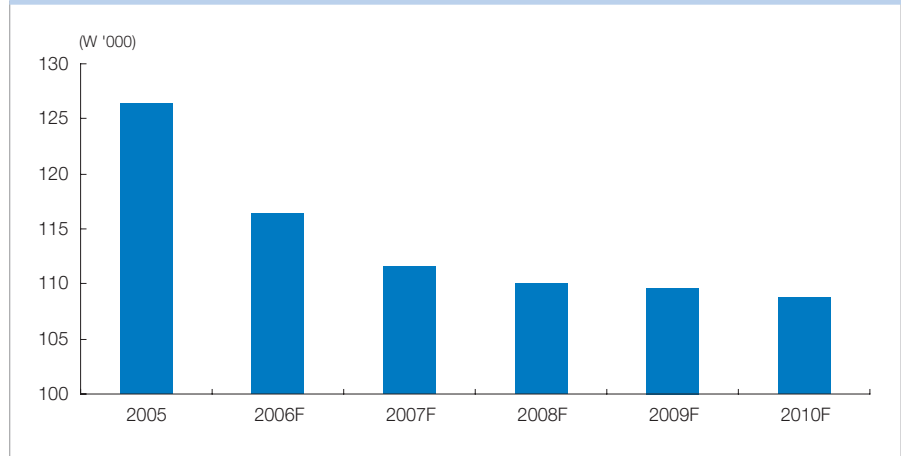
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 8] 렌탈자산 대당 감가상각비 추이



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 9] 렌탈자산 대당 폐기손실액 추이



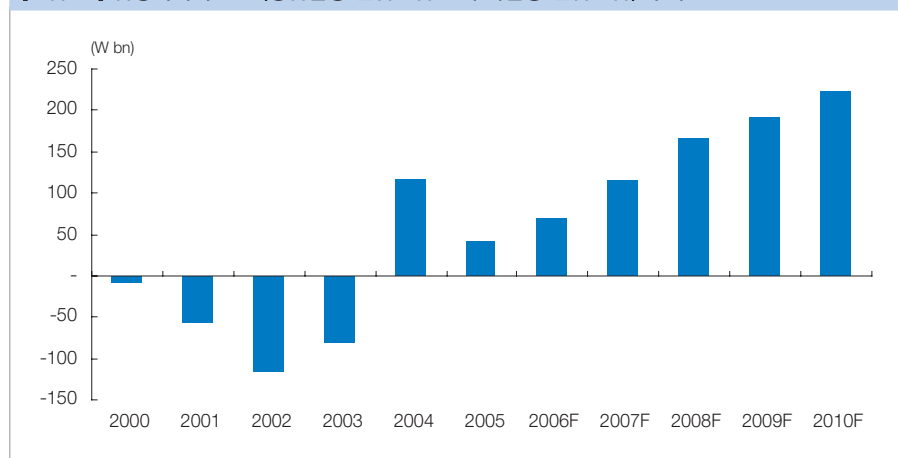
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

2004년부터 현금수확기 진입

렌탈판매는 2004년부터
'+' 현금흐름으로 전환

렌탈판매는 렌탈자산을 일시에 제조 또는 구매하는 반면 수익은 5년 동안 발생하기 때문에 판매가 급격히 증가하는 국면에서는 자금부담이 크다. 하지만 판매대수가 일정 수준을 넘어가면 현금이 계속 쌓이게 된다. 소비자가 렌탈기간 중에 해약을 하지 않는다고 가정할 때 렌탈판매의 현금흐름은 1년을 전후해 '+'로 전환되며 이후에는 현금이 계속 쌓인다. 웅진코웨이개발은 2000년부터 렌탈판매를 본격화했고, 2004년부터 영업활동 현금흐름이 투자활동 현금흐름을 초과하고 있다. 웅진코웨이의 잉여현금흐름(Free Cash Flow)은 2006년 700억원에서 2010년 2,219억원으로 증가할 전망이다. FCF의 증가는 DCF valuation의 근거이기도 하다.

[그림 10] 합병회사의 FCF(영업활동 현금흐름 + 투자활동 현금흐름) 추이



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 11] 렌탈 및 멤버십 계정수 추이



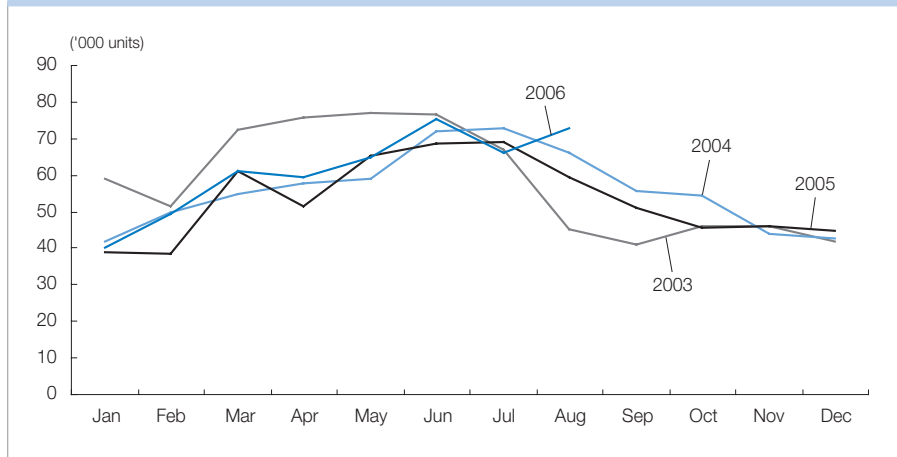
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

정수기 대체 수요 증가

2006년부터 정수기 대체 수요 증가

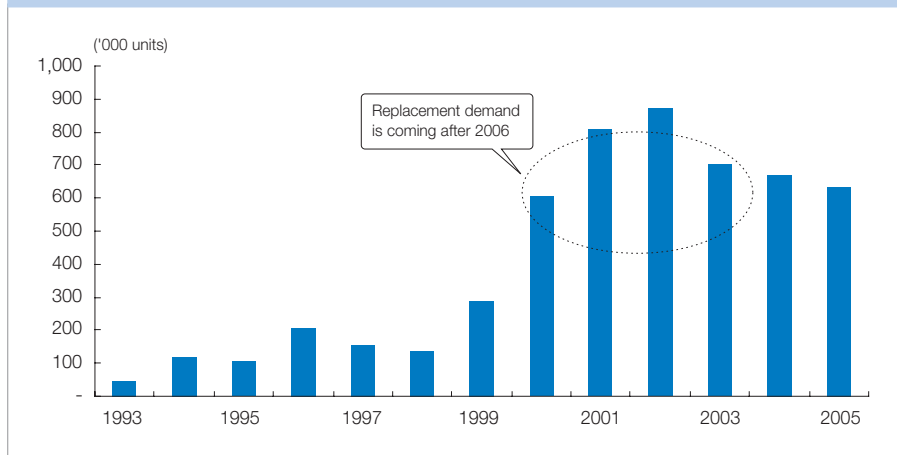
매출의 55~60%를 차지하는 정수기의 보급률이 포화상태에 가까워졌다는 우려감이 있으나, 대체수요 증가로 상쇄될 전망이다. 한국의 정수기 판매는 2000년부터 급격히 늘었으며, 내구 연수를 6~7년으로 보면 2006년부터 대체수요가 크게 확대될 것이다. 한국의 정수기 내수출하는 지난 3년간 마이너스 성장을 했으나, 올해 1~8월에는 8.1% 증가했다. 렌탈판매를 시작 하면서 동사의 시장점유율이 55~60%로 높아졌기 때문에 대체수요의 상당부분은 기존 웅진코웨이 고객으로부터 발생할 것이다.

[그림 12] 웅진코웨이 정수기 월별 출하량 추이



자료: 웅진코웨이

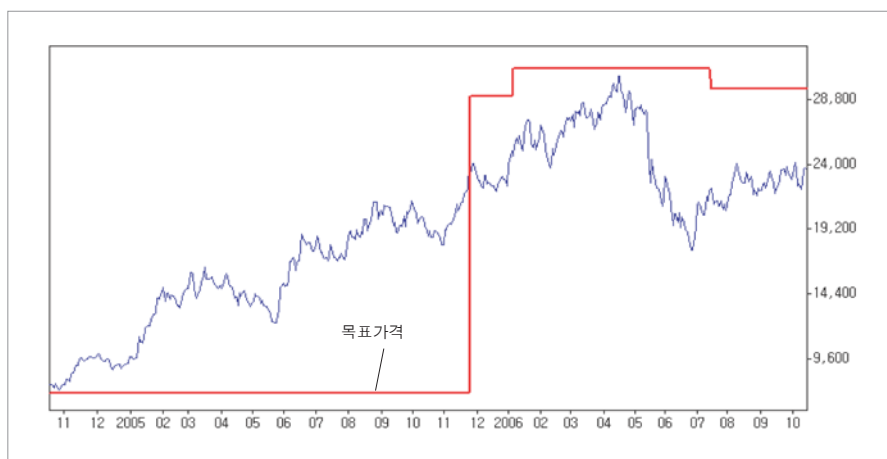
[그림 13] 한국의 정수기 내수출하량 추이



자료: 통계청, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
웅진코웨이(02124)	2003.09.04.	매수	12,200원
	2004.05.28.	매수	9,000원
	2004.05.28.	매수	7,000원
	2005.11.24.	매수	29,000원
	2006.01.04.	매수	31,000원
	2006.07.13.	매수	29,500원



대차대조표

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
유동자산	105.2	273.2	148.7	176.4	207.6
현금성자산	20.5	18.7	22.7	36.8	53.7
매출채권	59.1	28.9	76.0	84.3	93.0
재고자산	19.6	42.2	47.4	52.6	58.1
고정자산	71.5	442.0	497.9	554.9	608.9
투자자산	14.7	48.5	56.0	63.6	71.5
유형자산	39.2	369.8	412.0	454.8	494.1
무형자산	17.6	23.7	30.0	36.5	43.2
자산총계	176.7	715.2	646.6	731.3	816.5
유동부채	94.2	354.2	241.9	265.1	250.5
매입채무	14.5	32.6	36.7	40.7	44.9
단기차입금	49.2	69.8	90.8	50.3	27.8
유동성장기부채	9.0	46.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	6.8	19.0	26.9	27.8	31.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 및 리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	101.0	373.2	268.8	292.9	281.6
자본금	12.6	39.0	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	13.3	76.3	76.3	76.3	76.3
이익잉여금	84.2	233.7	269.2	330	426
자본조정	-34.5	-7.1	-7.1	-7	-7
자본총계	75.6	342.0	377.8	438	535

손익계산서

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
매출액	308.7	1,008.1	1,134.7	1,258.0	1,388.2
매출총이익	116.0	644.4	710.6	789.7	881.3
판매비	82.8	547.5	603.4	624.8	649.3
영업이익	33.3	96.8	107.2	164.9	232.0
영업외수익	2.9	5.4	5.5	6.0	7.0
금융수익	0.4	0.9	1.0	1.3	1.9
외환관련이익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	18.0	16.3	16.8	14.3	12.0
금융비용	3.2	6.8	8.0	5.5	3.0
외환관련손실	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
지분법 평가손실	1.0	1.5	1.2	0.9	0.7
경상이익	18.2	86.0	95.9	156.6	227.0
세전순이익	18.2	86.0	95.9	156.6	227.0
법인세등	3.7	25.1	26.8	43.8	63.6
당기순이익	14.4	60.9	69.0	112.7	163.4
EBIT(adjusted)	20.9	91.8	103.0	160.8	228.1
EBITDA	48.6	274.9	290.9	356.7	432.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
영업활동현금흐름	46.5	226.8	431.0	498.0	623.3
당기순이익	14.4	60.9	69.0	112.7	163.4
감가상각비	10.2	124.0	130.8	135.5	142.0
이연 및 무형자산상각	5.1	3.6	4.6	5.6	6.7
운전자본순증	0.6	-57.8	-30.4	-34.4	-34.9
기타	16.2	96.0	257.1	278.5	346.1
투자활동현금흐름	-6.5	-185.6	-192.2	-204.5	-215.0
유형고정자산투자	-9.2	-197.5	-193.4	-199.5	-203.1
고정자산매각	0.0	19.9	20.5	21.1	21.8
유동자산순증	2.7	0.0	0.0	-2.9	-6.0
투자자산증가	0.9	-5.5	-8.4	-8.3	-8.4
기타	-1.0	-2.5	-10.9	-15.0	-19.4
재무활동현금흐름	-34.4	-37.6	-234.5	-282.2	-397.3
유상증자	0.2	1.4	0.3	0.0	0.0
차입금증가	1.8	-31.6	-25.0	-40.5	-22.6
배당금지급	-3.5	-7.3	-24.4	-33.5	-52.1
기타	-32.9	0.0	-185.5	-208.2	-322.7
현금의 증가	5.6	3.7	4.3	11.3	10.9

주요 투자지표

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
주당지표(원)					
EPS	635	951	935	1,515	2,195
BPS	3,884	4,431	4,793	5,520	6,726
DPS	250	340	450	700	900
SPS	12,892	18,249	15,364	16,901	18,651
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.5	226.5	12.6	10.9	10.4
영업이익증가율	0.6	191.1	10.7	53.8	40.7
순이익증가율	36.0	322.1	13.4	63.3	44.9
EPS증가율	38.6	49.8	-1.7	62.1	44.9
EBITDA증가율	21.8	466.1	5.8	22.6	21.3
수익성(%)					
영업이익률	10.8	9.6	9.4	13.1	16.7
순이익률	4.7	6.0	6.1	9.0	11.8
EBITDA Margin	15.7	27.3	25.6	28.4	31.2
ROA	17.8	21.7	15.7	23.9	30.0
ROE	16.6	29.2	19.2	27.6	33.6
배당수익률	2.6	1.4	1.8	2.9	3.7
안정성					
순차입금(십억원)	36.3	94.1	64.8	9.8	-30.0
영업이익이자보상배율(배)	10.4	14.3	13.3	30.0	76.3
부채비율(%)	133.6	109.1	71.2	66.8	52.7
Valuation(X)					
PER	10.8	18.1	26.2	16.2	11.2
PBR	1.8	3.9	5.1	4.4	3.6
PSR	0.5	0.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.1	4.8	6.5	5.1	4.1