

2007. 01. 29

조선 · 기계

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

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

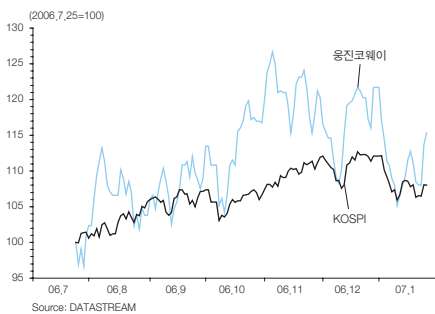
# 웅진코웨이 (02124)

## 매수 (유지)

6개월 목표주가: 30,500원 (상향)

● 주가 (1/26)	24,500원
● 시가총액	1,822.2십억원
● 자본금	39.2십억원
● 52주 최고 주가	30,550원
● 52주 최저 주가	16,900원
● 최근 6개월 평균 거래량	400,092주
● 외국인지분율	23.72%

### 최근 6개월 상대주가 추이



## 확실한 성장에 투자하라

▶ **‘매수’ 의견 유지, 목표주가 30,500원으로 상향:** 웅진코웨이의 2007년 추정 영업이익, 경상이익 증가율은 각각 69.5%, 80.4%에 이를 전망이다. 내수 대표 종목들의 성장률이 각각 12.6%, 14.1% 수준인 것을 감안하면 단연 돋보이는 실적 개선이다. 동사의 PER는 내수 대표주들과 비슷하지만, EV/EBITDA는 훨씬 낮다. 목표주가는 DCF로 구한 주식 가치 36,700원을 20% 할인한 29,350원과 EV/EBITDA 7.5배를 적용한 31,600원을 평균하여 구했다.

▶ **4Q06 및 2007년 실적 양호:** 4Q06에는 매출액 2,851억원(+5.9% YoY, +2.5% QoQ), 영업이익 388억원(+14.0% YoY, +38.1% QoQ), 경상이익 359억원(+42.3% YoY, +39.3% QoQ)을 기록할 것으로 추정된다. 영업이익률은 13.6%에 달하면서 2007년 이후 본격적인 수익성 개선에 대한 기대를 충족시킬 전망이다. 2007년 영업 마진은 14%를 넘을 것이다.

▶ **합병효과로 발생하는 구조적인 수익성 개선이 2010년까지 지속된다는 점과 강력한 현금창출 능력은 동사에 대한 투자 매력을 높인다.** 영업이익률은 2006년 9.9%에서 2010년 19.1%로 높아질 것이다. 5년 단위로 이어지는 계약의 특성 상 실적의 변동 폭이 작기 때문에 Free cash flow (FCF)가 지속적으로 쌓인다. FCF는 2006년 746억원에서 2010년 2,263억원으로 증가할 전망이다.

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
매출액 (십억원)	827.8	1,008.1	1,112.7	1,313.6	1,422.4
(매출증가율, %)	212.3	21.8	10.4	18.1	8.3
영업이익 (십억원)	111.5	96.8	109.8	186.0	231.3
경상이익 (십억원)	100.6	86.0	99.4	179.4	231.5
당기순이익 (십억원)	71.0	60.9	70.6	127.3	164.3
EBITDA (십억원)	214.6	215.8	241.5	321.3	372.6
EPS (원)	1,439	951	956	1,711	2,208
(EPS증가율, %)	214.2	-33.9	0.5	79.0	29.0
BPS (원)	8,525	4,431	4,648	5,337	6,332
PER (배)	4.8	18.1	25.6	14.3	11.1
PBR (배)	0.8	3.9	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA (배)	1.1	6.0	6.5	4.8	4.0
영업이익률 (%)	13.5	9.6	9.9	14.2	16.3
EBITDA Margin (%)	25.9	21.4	20.8	23.7	25.4
ROE (%)	46.9	22.3	19.5	30.3	32.4
순차입금 (십억원)	67.9	94.1	63.1	-21.1	-118.3
영업이익이자보상배율 (배)	11.0	14.3	14.6	35.8	77.9
부채비율 (%)	157.1	109.1	96.0	85.7	71.6

- 당사는 1월 26일 현재 웅진코웨이 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 1월 26일 현재 웅진코웨이 주식을 보유하고 있지 않습니다.

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

### ‘매수’, 목표주가 30,500원

‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가는 29,500원에서 30,500원으로 상향한다. 목표주가는 DCF로 구한 주식 가치 36,700원을 20% 할인한 29,350원과 EV/EBITDA 7.5배를 적용한 31,600원을 평균하여 구했다.

2007년은 웅진코웨이 가 안정 성장주로 자리매김하는 해가 될 것으로 기대된다. 이는 1) 내수 대표 주식들에 비하여 큰 폭의 실적 확대가 가능할 것이고, 2) 그에 반해 EV/EBITDA는 훨씬 낮아서 Valuation 부담도 작으며, 3) 합병효과로 인한 구조적인 수익성 개선으로 이익률이 2010년까지 높아질 전망이다. 또한 렌탈사업의 특성상 단기적인 경기변동이 실적에 미치는 영향도 미미하다.

〈표 1〉 DCF로 구한 주식 가치 (단위: 십억원)

	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F
Operating profit	109.8	186.0	231.3	272.0	312.2
Depreciation expense(+)	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
Amortization expense(+)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Depreciation expense on rental asset(+)	113.0	116.6	122.6	130.2	136.1
EBITDA	241.5	321.3	372.6	421.0	467.0
Disposal loss on rental assets(+)	48.1	46.4	47.0	48.4	49.7
Adjustment of sign-up fee(+)	22.5	24.5	21.8	21.3	17.9
Adjustment of sales commission(-)	14.7	11.0	8.6	6.3	4.2
Operating capital(+/-)	11.9	15.4	8.3	8.7	7.7
Operating Cash	285.4	365.9	424.5	475.7	522.8
CAPEX	194.3	212.0	198.9	205.6	204.6
Acquisition cost of rental asset(-)	150.3	163.0	168.4	175.1	174.1
Investment in fixed asset(-)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Contribution to SNU(-)	14.0	19.0	0.5	0.5	0.5
FCF before Tax	91.1	153.9	225.6	270.1	318.2
Tax	26.4	44.6	65.4	78.3	92.3
FCF	64.7	109.3	160.2	191.8	225.9
Discount Rate (WACC)	10.0%				
PV of FCF	64.7				
Sum of PV of FCF	594.8				
Continuing Value	3,324.4				
Growth Rate	3%				
PV of Continuing Value	2,270.6				
Enterprise Value	2,865.4				
Cash & Mkt Securities (+)	18.7				
Interest bearing Debt (-)	115.8				
Value of equity	2,730.9				
Proper share price(Won)	36,690				

자료: 한국투자증권

웅진코웨이는 매출의 대부분이 내수에서 발생하기 때문에 내수 대표 업체들과 비교하여 회사의 가치를 평가할 필요가 있다. 신세계, S1, 롯데쇼핑, 농심 및 KT&G 등 대표적인 5개사와 비교하면 동사의 2007년 실적 성장률이 훨씬 크다. 특히 이익의 증가가 두드러진다. 동사의 2007년 추정 영업이익, 경상이익 증가율은 각각 69.5%, 80.4%에 이를 전망이다. 내수 대표 종목들의 성장률이 각각 12.6%, 14.1% 수준인 것을 감안하면 인상적인 실적 개선이다.

그럼에도 불구하고 웅진코웨이의 2007년 EV/EBITDA는 4.8배에 불과하여 내수 대표주들의 8.2배의 약 60% 수준이다. PER는 비슷하지만, 지속적으로 쌓이는 FCF를 감안한다면 Multiple을 통한 비교는 EV/EBITDA가 적당하다. 상대적으로 높은 PBR을 감안해 목표주가 계산에 EV/EBITDA 7.5배를 적용했다.

〈표 2〉 웅진코웨이와 내수대표주 비교 (단위: %, x)

	FY 2007 Growth		PER		EV/EBITDA			
	Sales	OP	RP	NP	2006	2007	2006	2007
Shinsegae	12.7	17.1	17.9	17.7	21.8	18.6	13.7	11.9
S1	6.9	10.2	12.1	10.8	18.5	16.4	8.9	7.8
Lotte Shopping	15.3	16.0	16.8	17.1	15.7	13.4	8.8	8.0
Nong Shim	4.9	8.7	13.8	12.7	11.1	11.6	6.1	5.0
KT&G	6.9	11.0	9.8	14.0	12.9	12.8	8.9	8.1
Average	9.3	12.6	14.1	13.9	16.0	14.6	9.3	8.2
Woongjin Coway	18.1	69.5	80.4	80.3	25.6	14.1	6.5	4.8

자료: FN Guide, 한국투자증권

### 4Q06 및 2007년 실적 양호

3Q06에는 매출액 2,782억원(+5.3% YoY, -1.5% QoQ), 영업이익 281억원(+24.9% YoY, +21.7% QoQ) 경상이익 258억원(+17.0% YoY, +31.4% QoQ)을 기록했다. 매출액 대비 판매수수료 비율이 낮아지고 광고선전비가 줄면서 영업이익률이 2006년 1분기의 7.4%를 저점으로 2Q06 8.2%, 3Q06 10.1%로 좋아졌다.

4Q06에는 더욱 뛰어난 실적이 기대된다. 매출액 2,851억원(+5.9% YoY, +2.5% QoQ), 영업이익 388억원(+14.0% YoY, +38.1% QoQ), 경상이익 359억원(+42.3% YoY, +39.3% QoQ)을 기록할 것으로 추정된다. ERP구축에 따른 비용절감 효과와 비수기 진입에 따른 판매수수료 감소로 영업이익률은 13.6%에 달할 전망이다. 4Q06 실적을 통해 2007년 이후 본격적인 수익성 개선에 대한 기대가 유효함을 증명할 것이다.

〈표 3〉 분기 실적 및 렌탈 신규 주문 추이 (단위: 십억원, %)

	3Q05	4Q	1Q06	2Q	3Q	4QF	YoY	QoQ
Sales	264.1	269.1	266.8	282.6	278.2	285.1	5.9	2.5
Operating profit	22.5	34.0	19.8	23.1	28.1	38.8	14.0	38.1
Recurring profit	22.0	25.2	18.1	19.6	25.8	35.9	42.3	39.3
Net profit	16.7	15.3	13.0	13.8	18.6	25.3	65.0	36.3
Operating margin	8.5	12.6	7.4	8.2	10.1	13.6		
Recurring margin	8.3	9.4	6.8	6.9	9.3	12.6		
New rental (K units)	230	244	270	309	235	216		

자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

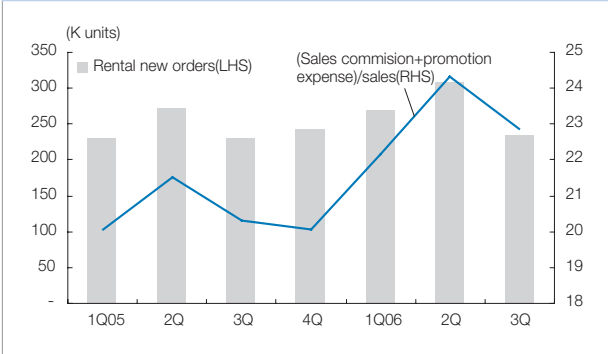
2007년 실적은 대폭적인 성장이 예상된다. 이는 1) 2006년 말에 시행된 가격 인상이 2007년부터 본격적으로 반영되고, 2) 구조적인 수익성 개선 효과도 계속 유효한 상황이며, 3) ERP system 구축에 따른 비용 절감 때문이다. 2007년에는 매출액 1조 3,136억원(+18.1%), 영업이익 1,860억원(+69.5%) 경상이익 1,794억원(+80.4%)을 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 영업이익률은 14.2%에 이를 것이다.

<표 4> 2007년 영업이익의 증가분 Breakdown

Source	W bn	Remark
1) Rental and member ship fee hike	32	Rental: W 12bn, Membership W20bn
2) Decrease in depreciation expenses	10	
3) Decrease in disposal losses	20	
4) Cost reduction by ERP	18	Filter cost W6.5bn/month → W5.0bn/month
<b>Total</b>	<b>80</b>	

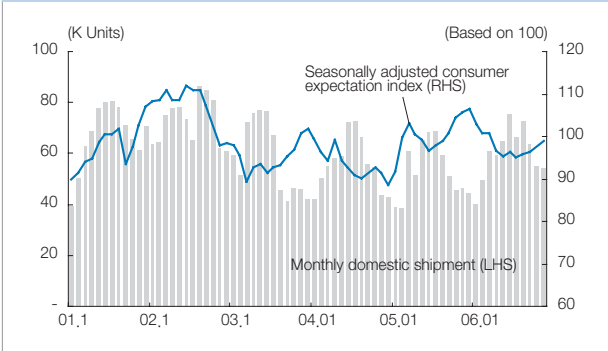
자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 렌탈 신규 주문과 판매 수수료 비율



자료: 웅진코웨이

[그림 2] 계절 조정 소비자 기대지수와 정수기 내수 출하

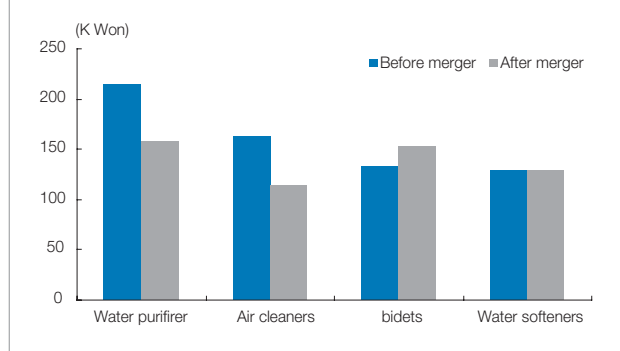


자료: 통계청

## 구조적인 수익성 개선

2005년 5월에 웅진코웨이와 웅진코웨이개발이 합병되었다. 합병 전 웅진코웨이는 정수기와 공기청정기를 제조해 판매 이윤을 붙여 웅진코웨이개발에 납품했다. 합병으로 상기 마진이 내재화 되면서 렌탈자산의 취득원가가 하락해 수익성이 구조적으로 향상되는 것이다. 수익 구조의 변화는 크게 두 개의 경로로 파급된다. 1) 렌탈자산의 감가상각비가 감소한다. 2010년 렌탈자산 대당 연평균 감가상각비는 2005년 대비 8% 줄어들 것으로 분석된다. 2) 렌탈자산 폐기손실이 축소된다. 2010년 대당 폐기손실액은 2005년 대비 14% 떨어질 것으로 보인다. 영업이익률은 2006년 9.9%에서 2010년 19.1%로 개선될 전망이다.

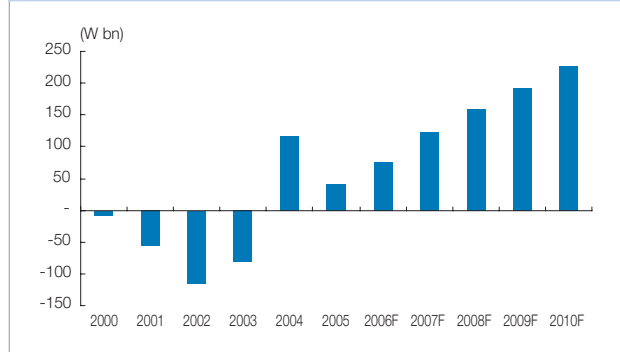
[그림 3] 합병 전후의 렌탈자산 취득원가 비교



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

5년 단위로 이어지는 렌탈 판매의 특성 상 실적의 변동폭이 작다. 소비자가 렌탈 기간 중 해약을 하지 않는다면 1년을 전후해 현금이 쌓인다. 2004년부터 영업활동 현금흐름이 투자활동 현금흐름을 초과하고 있다. 웅진코웨이의 FCF는 2006년 746억원에서 2010년 2,263억원으로 증가할 전망이다.

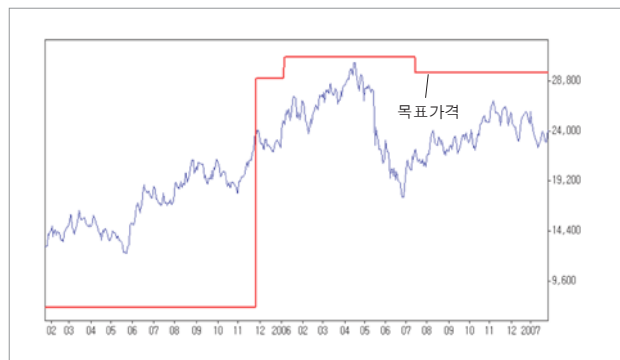
[그림 4] 합병회사의 FCF 추이



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

## 투자조건 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자조건	목표주가
웅진코웨이 (02124)	2004.07.30	매수	7,000원
	2005.11.24	매수	29,000원
	2006.01.03	매수	31,000원
	2006.07.13	매수	29,500원
	2007.01.29	매수	30,500원



대차대조표

(단위: 십억원)

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
유동자산	162.9	273.2	146.3	215.5	300.3
현금성자산	1.0	18.7	22.7	69.8	142.6
매출채권	28.3	28.9	74.5	88.0	95.3
재고자산	37.8	42.2	46.5	54.9	59.5
고정자산	363.9	442.0	442.9	447.8	449.6
투자자산	25.8	48.5	61.2	76.9	90.8
유형자산	337.4	369.8	335.7	300.9	265.5
무형자산	0.6	23.7	46.0	70.0	93.3
자산총계	526.8	715.2	589.2	663.4	750.0
유동부채	249.8	354.2	340.9	363.9	365.4
매입채무	76.0	32.6	36.0	42.5	46.0
단기차입금	0.0	69.8	89.0	52.5	28.4
유동성장기부채	33.0	46.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	72.1	19.0	26.7	29.0	32.3
사채	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 및 리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	321.9	373.2	367.6	392.9	397.7
자본금	24.4	39.0	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	0.1	76.3	76.3	76.3	76.3
이익잉여금	182.1	233.7	274.5	350	447
자본조정	-1.7	-7.1	-7.1	-7	-7
자본총계	204.9	342.0	383.1	458	556

손익계산서

(단위: 십억원)

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
매출액	827.8	1,008.1	1,112.7	1,313.6	1,422.4
매출총이익	523.9	644.4	719.1	846.9	916.5
판매비	412.5	547.5	609.3	660.9	685.3
영업이익	111.5	96.8	109.8	186.0	231.3
영업외수익	4.9	5.4	6.3	8.7	13.8
금융수익	0.4	0.9	1.8	3.8	8.7
외환관련이익	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	15.8	16.3	16.6	15.3	13.6
금융비용	10.1	6.8	7.5	5.2	3.0
외환관련손실	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
지분법 평가손실	2.1	1.5	1.2	0.9	0.7
경상이익	100.6	86.0	99.4	179.4	231.5
세전순이익	100.6	86.0	99.4	179.4	231.5
법인세등	29.6	25.1	28.8	52.0	67.1
당기순이익	71.0	60.9	70.6	127.3	164.3
EBIT(adjusted)	110.4	91.8	105.1	180.7	225.7
EBITDA	214.6	215.8	241.5	321.3	372.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
영업활동현금흐름	242.9	226.8	213.2	271.9	320.3
당기순이익	71.0	60.9	70.6	127.3	164.3
감가상각비	104.2	124.0	126.6	130.2	136.2
이연 및 무형자산상각	0.8	3.6	7.1	10.8	14.4
운전자본순증	17.8	-57.8	-30.8	-33.5	-36.8
기타	49.2	96.0	39.7	37.0	42.3
투자활동현금흐름	-166.1	-185.6	-135.6	-206.2	-272.8
유형고정자산투자	-202.6	-197.5	-113.0	-116.6	-122.6
고정자산매각	23.7	19.9	20.5	21.1	21.8
유동자산순증	0.0	0.0	0.0	-29.9	-60.0
투자자산증가	12.9	-5.5	-13.7	-16.2	-14.4
기타	-0.1	-2.5	-29.4	-64.7	-97.6
재무활동현금흐름	-74.2	-37.6	-73.3	-48.4	-34.7
유상증자	0.0	1.4	0.3	0.0	0.0
차입금증가	-66.8	-31.6	-26.7	-36.5	-24.1
배당금지급	-7.4	-7.3	-24.4	-29.8	-52.1
기타	0.0	0.0	-22.5	17.8	41.5
현금의 증가	2.6	3.7	4.3	17.3	12.8

주요 투자지표

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
주당지표(원)					
EPS	1,439	951	956	1,711	2,208
BPS	8,525	4,431	4,648	5,337	6,332
DPS	250	340	400	700	900
SPS	34,568	18,249	15,066	17,648	19,110
성장성(%, YoY)					
매출증가율	212.3	21.8	10.4	18.1	8.3
영업이익증가율	237.3	-13.1	13.3	69.5	24.4
순이익증가율	569.5	-14.3	15.9	80.4	29.0
EPS증가율	214.2	-33.9	0.5	79.0	29.0
EBITDA증가율	806.7	0.6	7.4	34.2	16.4
수익성(%)					
영업이익률	13.5	9.6	9.9	14.2	16.3
순이익률	8.6	6.0	6.3	9.7	11.6
EBITDA Margin	25.9	21.4	20.8	23.7	25.4
ROA	30.8	15.6	16.8	29.7	32.7
ROE	46.9	22.3	19.5	30.3	32.4
배당수익률	2.6	1.4	1.6	2.9	3.7
안정성					
순차입금(Credit)	67.9	94.1	63.1	-21.1	-118.3
영업이익이자보상배율	11.0	14.3	14.6	35.8	77.9
부채비율	157.1	109.1	96.0	85.7	71.6
Valuation(X)					
PER	4.8	18.1	25.6	14.3	11.1
PBR	0.8	3.9	5.3	4.6	3.9
PSR	0.2	0.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	1.1	6.0	6.5	4.8	4.0

■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 추가등락 기준임

- 장기매수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 추가 상승이 예상되면서, 성장성이나 안정성이 특히 뛰어난 기업
- 매수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장지수 대비 -10~-10%p의 추가 등락 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 높게 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 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.