

조선/기계

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

Analyst **김승희** ☎ 3276-6175
kimsh9@truefriend.com

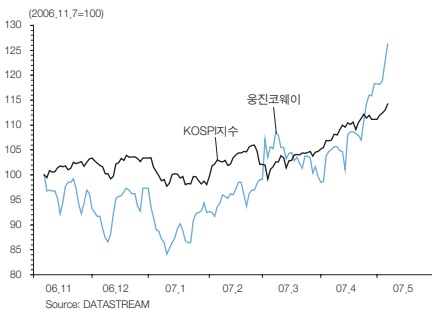
웅진코웨이 (02124)

매수 (유지)

6개월 목표주가: 40,300원(상향)

● 주가 (5/8)	33,050원
● 시가총액	2,460십억원
● 자본금	39.2십억원
● 52주 최고 주가	33,700원
● 52주 최저 주가	16,900원
● 최근 6개월 평균 거래량	570,425주
● 외국인지분율	29.4%

최근 6개월 상대주가 추이



수익성 개선 확인 + 성장기반 강화

▶ **‘매수’ 의견 유지, 목표주가 40,300원으로 상향:** 웅진코웨이에 대해 ‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가를 34,000원에서 40,300원으로 상향한다. 목표주가는 2007년 목표 EV/EBITDA 8.0배를 적용해 구했다. 현금흐름이 중요한 렌탈 사업 특성상 Multiple은 PER보다 EV/EBITDA가 적절하다. 참고로 내수 대표주들의 2007년 평균 EV/EBITDA는 8.5배이다.

▶ **1Q07 실적 양호:** 1Q07에는 매출액 2,919억원(+9.4% YoY, +0.6% QoQ), 영업이익 394억원(+99.3% YoY, -4.7% QoQ), 경상이익 378억원(+109.0% YoY, -2.8% QoQ)을 기록했다. 매출액은 시장의 기대에 미치지 못했지만 영업이익은 시장 추정치보다 높았다. 영업이익률 13.5%를 달성한 것은 장기적인 수익성 개선에 대한 신뢰를 심어준다.

▶ **판매채널 및 시장 확장으로 장기 성장기반 강화:** 정수기 수출 확대로 내수 위주에서 탈피하고 있으며, 국내 판매채널도 확대하고 있다. 정수기 수출은 지난해 60억원에서 올해 400억원으로 늘어날 것이며, 추가적인 수출 계약도 추진 중이다. 국내에서는 이마트 입점을 통해 판매망을 확대하고 있다. 기존의 door-to-door 판매망에 일종의 직판점이 추가되는 것이다. 고객과의 접점이 확대돼 신규판매에 긍정적으로 작용할 것이다.

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액 (십억원)	1,008.1	1,117.8	1,301.9	1,405.4	1,520.2
(매출증가율, %)	21.8	10.9	16.5	7.9	8.2
영업이익 (십억원)	96.8	112.3	199.5	243.0	282.0
경상이익 (십억원)	86.0	102.4	191.3	238.8	282.9
당기순이익 (십억원)	60.9	74.9	137.7	171.9	203.7
EBITDA (십억원)	220.9	244.4	382.5	433.3	482.9
EPS (원)	951	1,019	1,852	2,310	2,713
(EPS증가율, %)	-33.9	7.2	81.8	24.7	17.5
BPS (원)	4,431	5,521	6,599	7,870	9,467
PER (배)	18.1	24.0	17.8	14.3	12.2
PBR (배)	3.9	4.4	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA (배)	6.0	7.7	6.6	5.7	5.0
영업이익률 (%)	9.6	10.0	15.3	17.3	18.6
EBITDA Margin (%)	21.9	21.9	29.4	30.8	31.8
ROE (%)	22.3	19.2	26.4	26.2	26.4
순차입금 (십억원)	94	92	59	4	-75
영업이익이자보상배율 (배)	14.3	12.7	23.7	42.5	140.7
부채비율 (%)	109.1	101.7	75.6	67.4	60.3

- 당사는 5월 8일 현재 웅진코웨이 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 8일 현재 웅진코웨이의 자사주 매입 위탁 증권사입니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 5월 8일 현재 웅진코웨이 주식을 보유하고 있지 않습니다.

‘매수’, 목표주가 40,300원

‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가는 34,000원에서 40,300원으로 상향한다. 목표주가는 2007년 목표 EV/EBITDA 8.0배를 적용해 구했다. 웅진코웨이의 주력 사업인 렌탈업의 특성상 현금 흐름을 기반으로 한 Multiple 비교가 적당하다. 참고로 내수 대표주들의 2007년 평균 EV/EBITDA는 8.5배이다. 현재 동사의 2007년 EV/EBITDA는 6.6배로 내수 대표주들의 78% 수준이다.

매출이 대부분 내수에서 발생되고, 환경가전 분야에서 강력한 시장지위를 갖고 있어 내수 대표 업체들과 비교하는 것이 타당하다. 신세계, S1, 롯데쇼핑, 농심 및 KT&G 등 대표적인 5개사와 비교하면 2007년 실적 성장률이 훨씬 높다. 특히 구조적인 수익성 개선에 따른 이익 증가가 두드러진다. 동사의 2007년 추정 영업이익, 경상이익 증가율은 각각 77.6%, 86.8%에 이른다. 내수 대표 종목들의 성장률이 각각 12.7%, 11.3% 수준인 것을 감안하면 인상적인 실적 개선이다.

〈표 1〉 웅진코웨이와 내수대표주 비교 (단위: %, x)

	2007 Growth			2008 Growth			EV/EBTDA	
	Sales	OP	RP	Sales	OP	RP	2007	2008
Shinsegae	19.2	13.7	15.4	9.8	14.5	17.8	13.4	12.0
S1	10.7	16.8	16.9	9.0	13.1	14.4	7.2	6.4
Lotte Shopping	12.1	7.8	2.9	13.1	14.7	12.3	8.0	7.2
Nong Shim	7.4	11.7	17.1	4.2	6.7	9.6	4.9	4.2
KT&G	9.2	13.3	4.5	6.9	9.6	11.1	9.2	8.4
Average	11.7	12.7	11.3	8.6	11.7	13.0	8.5	7.6
Woongjin Coway	16.5	77.6	86.8	7.9	21.8	24.8	6.6	5.7

자료: FN Guide, 한국투자증권

1Q07 실적 - 수익성 개선 확인

1Q07에는 매출액 2,919억원(+9.4% YoY, +0.6% QoQ), 영업이익 394억원(+99.3% YoY, -4.7% QoQ), 경상이익 378억원(+109.0% YoY, -2.8% QoQ)을 기록했다. 매출액은 시장 기대치(3,014억원)에 미치지 못했지만 영업이익은 시장 추정치(381억원)를 넘어섰다. 특히 영업이익률이 13.5%로 전년 동기 대비 6.1%p나 개선됐으며, 시장 추정치보다도 0.9%p 높게 나타났다. 합병효과로 인한 구조적인 수익성 개선과 작년 4분기 가격인상의 효과가 확인되었다.

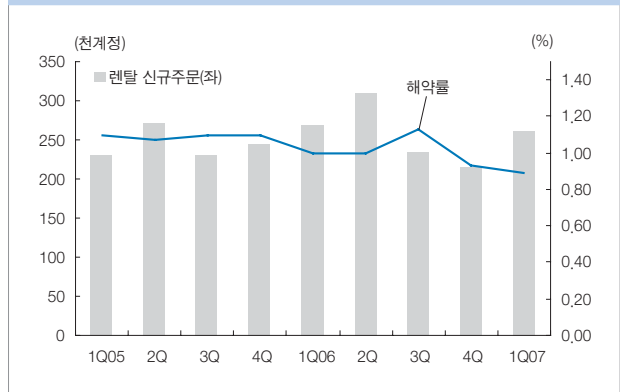
〈표 2〉 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q06	2Q	3Q	4Q	1Q07	Consensus	YoY	QoQ
매출액	266.8	282.6	278.2	290.2	291.9	301.4	9.4	0.6
영업이익	19.8	23.1	28.1	41.3	39.4	38.1	99.3	-4.7
경상이익	18.1	19.6	25.8	38.9	37.8	36.0	109.0	-2.8
순이익	13.0	13.8	18.6	29.6	27.5	26.2	111.8	-7.2
영업이익률	7.4	8.2	10.1	14.2	13.5	12.6		
경상이익률	6.8	6.9	9.3	13.4	13.0	11.9		

자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

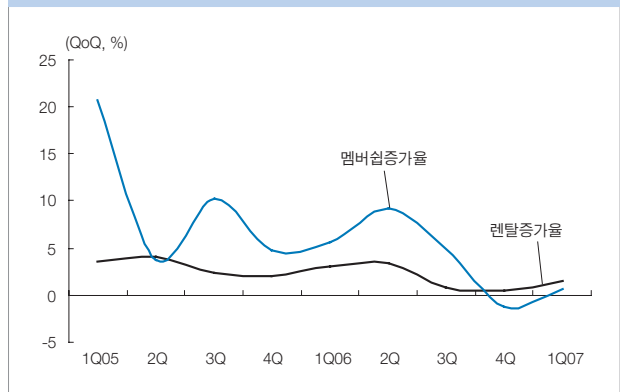
가장 고무적인 부분은 신규판매가 증가했음에도 불구하고 판매수수료 증가에 따른 수익성 악화가 일어나지 않았다는 점이다. 1분기 신규판매는 261천 계정으로 지난 4분기와 비교해 20.9% 증가했지만, 영업이익률 하락폭은 0.7%p에 불과했다. 이는 해약을 하락(4Q06 0.95% → 1Q07 0.91%)으로 렌탈자산 폐기손실이 감소했고, 재렌탈률 상승으로 판매수수료 지급 비중이 감소했고, 판매수수료의 이연비율이 높아진 덕분이다. 5년 만기도래 고객의 재렌탈률은 4Q06 17.6%에서 1Q07 22.5%로 상승했다. 5년 만기도래 고객은 멤버십으로 전환하거나, 재렌탈하거나, 계약을 해지하게 된다. 멤버십은 요금에 재렌탈보다 20~25% 저렴하기 때문에 회사입장에서는 재렌탈로 유도하는 것이 가장 유리하다. 동사가 지난해 11월 멤버십 요금을 평균 23% 인상한 이유도 재렌탈을 적극 유도하기 위해서였다. 재렌탈률의 상승은 회사가 올바른 방향으로 가고 있음을 의미한다.

〈그림 1〉 렌탈 신규 주문과 해약을 추이



자료: 웅진코웨이

〈그림 2〉 렌탈 및 멤버십 계정수 증가율

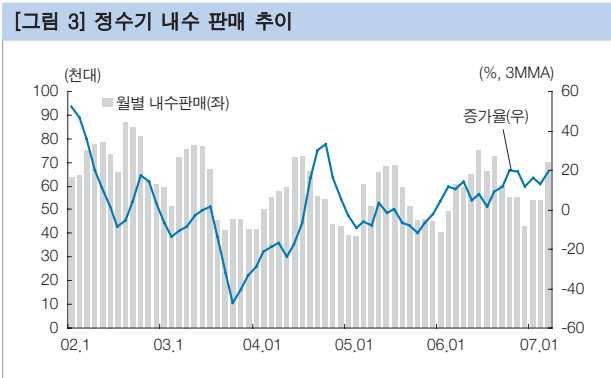


자료: 웅진코웨이

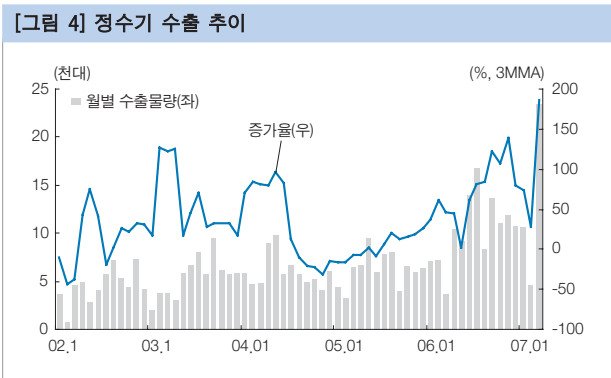
판매채널 및 시장 확대로 성장기반 강화

비수기인 4분기를 지나면서 웅진코웨이 매출의 60%를 차지하는 정수기 수요가 증가하고 있다. 특히 내수판매와 비교해 수출 증가 폭이 눈에 띈다. 통계청 조사에 따르면

1분기 정수기 내수 판매는 177,759대로 전년 동기대비 18.1% 증가했다. 같은 기간 정수기 수출은 전년 대비 115.5%나 증가한 38,717대로 큰 폭의 성장을 나타냈다.

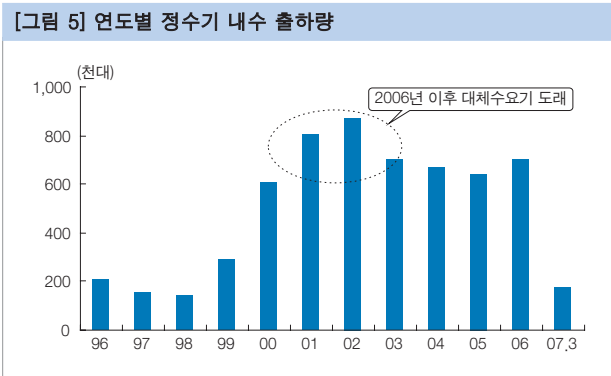


자료: 통계청, 한국투자증권



자료: 통계청, 한국투자증권

그 동안 동사를 비롯한 정수기 판매회사는 수출보다는 내수에만 의존해 왔다. 시장 포화 우려에도 불구하고 대체수요 등장으로 판매량은 증가하고 있지만 성장을 위한 신규 시장 개척이 필요하다. 2000년 이후 2002년까지 정수기 시장의 폭발적인 성장으로 2006년에서 2008년까지 대체 시장 확대가 예상되지만 문제는 그 이후이다. 신규 판매가 늘어나지 않는 상황에서 대체 시장만을 바라보며 성장을 지속하기는 힘들다.



자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

동사는 현재 미주, 유럽, 중국 등에서 수출 확대를 위한 노력을 기울이고 있다. 이미 네덜란드 쟈터사와 100억원 규모 6만여대 정수기 공급 계약을 체결하였으며, 독일의 보쉬지멘스, 영국의 PHS위터로직과 OEM 방식의 정수기 공급을 추진 중에 있다. 또한 연내 중국 공장 설립을 통해 수출을 대폭 확대할 계획이다. 미국시장 진입을 위한 움직임도 활발하다. 지난 4일 미국 법인 오픈을 시작으로 올해 매출 300만 달러를 목표로 하고 있으며 향후 2011년까지 매출 1000만 달러를 돌파한다는 계획이다. 단기적으로는 수출이 수익에 기여하는 부분은 미미할 것이지만, 일정 규모를 넘어서면 규모의 경제성을 확보할 수 있을 것이다.

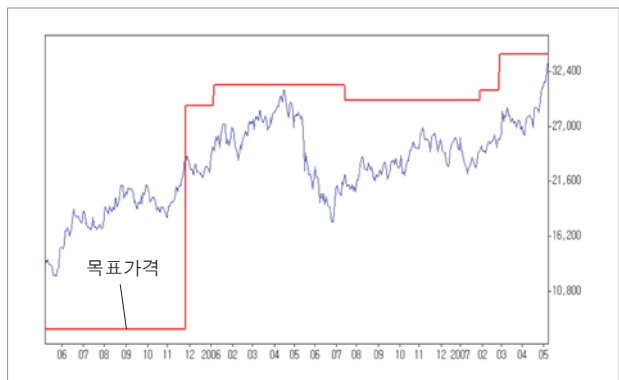
판매채널도 확대되고 있다. 내수 신규판매 증가를 위해 동사는 이마트 입점을 시작했다. 상반기 중 11개 점포, 올해 연말까지 총 60개 점포에 입점할 계획이다. 이마트 입점이 마무리되면 그 동안 방문 판매에서 벗어나 대형 쇼핑몰에서 다수의 소비자를 대상으로 판매할 수 있는 길이 열리게 된다. 정수기, 공기청정기, 비데 등 주력 제품의 시장 브랜드 파워가 타사에 비해 월등히 높기 때문에 소비자와의 잦은 접촉은 판매 증대에 크게 도움이 될 것으로 기대된다.

그룹 지주사 전환도 주가에 긍정적

웅진그룹은 지주사 전환을 위해 지난 5월2일 웅정썩크빅을 웅진홀딩스와 웅진썩크빅으로 분할하기로 결정했다. 웅진홀딩스가 지주사 요건을 갖추기 위해서는 대주주인 윤석금 회장 등이 웅진코웨이 지분을 웅진홀딩스에 현물출자 해야 한다. 그룹의 지주사 전환은 동사가 주력 사업에만 집중할 수 있다는 점과 배당성향을 높일 가능성이 크다는 점에서 주가에 긍정적이다.

투자이견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자이견	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
	2007.02.26	매수	34,000원
	2007.05.08	매수	40,300원



대차대조표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	273.2	405.9	470.4	510.6	570.6
현금성자산	18.7	38.9	44.1	51.1	74.3
매출채권	28.9	110.8	146.1	157.8	170.6
재고자산	42.2	80.4	93.7	101.1	109.4
고정자산	442.0	479.2	588.5	674.7	764.2
투자자산	48.5	76.9	99.8	121.5	144.6
유형자산	369.8	374.2	455.5	514.9	576.3
무형자산	23.7	28.2	33.3	38.3	43.3
자산총계	715.2	885.1	1,059.0	1,185.3	1,334.8
유동부채	354.2	431.8	436.1	455.3	478.7
매입채무	32.6	29.3	34.1	36.8	39.8
단기차입금	69.8	101.7	104.2	56.2	0.0
유동성장기부채	46.0	30.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	19.0	14.6	19.6	22.2	23.4
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	373.2	446.3	455.7	477.4	502.1
자본금	39.0	39.3	39.3	39.6	39.6
자본잉여금	76.3	113.8	113.8	113.8	113.8
이익잉여금	233.7	283.5	369	474	598
자본조정	-7.1	2.1	81	81	81
자본총계	342.0	438.8	603	708	833

손익계산서

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	1,008.1	1,117.8	1,301.9	1,405.4	1,520.2
매출총이익	644.4	737.4	845.1	909.4	979.0
판매비	547.5	625.1	645.6	666.4	697.0
영업이익	96.8	112.3	199.5	243.0	282.0
영업외수익	5.4	7.4	7.5	8.0	9.1
금융수익	0.9	1.9	2.6	2.9	3.9
외환관련이익	0.1	1.6	1.3	1.2	1.3
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	16.3	17.3	15.7	12.2	8.2
금융비용	6.8	8.8	8.4	5.7	2.0
외환관련손실	0.2	1.1	1.3	1.0	0.9
지분법 평가손실	1.5	3.9	2.9	2.2	1.6
경상이익	86.0	102.4	191.3	238.8	282.9
세전순이익	86.0	102.4	191.3	238.8	282.9
법인세등	25.1	27.5	53.6	66.9	79.2
당기순이익	60.9	74.9	137.7	171.9	203.7
EBIT(adjusted)	91.8	109.4	197.2	241.5	281.0
EBITDA	220.9	244.4	382.5	433.3	482.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	226.8	183.7	275.9	317.0	355.5
당기순이익	60.9	74.9	137.7	171.9	203.7
감가상각비	124.0	132.2	130.5	136.2	144.2
이연 및 무형자산상각	3.6	6.3	7.5	8.6	9.7
운전자본순증	-57.8	-115.9	-35.3	-34.4	-36.9
기타	96.0	86.1	35.4	34.6	34.7
투자활동현금흐름	-185.6	-216.2	-267.4	-226.9	-264.9
유형고정자산투자	-197.5	-208.6	-211.9	-195.7	-205.6
고정자산매각	19.9	22.1	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	0.0	-0.6	-8.8	3.0	-10.1
투자자산증가	-5.5	-14.3	-25.4	-23.7	-24.5
기타	-2.5	-14.9	-21.3	-10.5	-24.7
재무활동현금흐름	-37.6	48.5	-11.9	-79.8	-77.3
유상증자	1.4	2.1	0.0	0.3	0.0
차입금증가	-31.6	16.0	-27.6	-47.9	-56.2
배당금지급	-7.3	-24.4	-29.8	-52.1	-67.6
기타	0.0	54.8	45.4	20.0	46.5
현금의 증가	3.7	15.9	-3.4	10.3	13.2

주요 투자지표

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	951	1,019	1,852	2,310	2,713
BPS	4,431	5,521	6,599	7,870	9,467
DPS	340	400	700	900	1,050
SPS	18,249	15,061	17,505	18,882	20,250
성장성(% YoY)					
매출증가율	21.8	10.9	16.5	7.9	8.2
영업이익증가율	-13.1	15.9	77.7	21.8	16.1
순이익증가율	-14.3	23.1	83.8	24.8	18.5
EPS증가율	-33.9	7.2	81.8	24.7	17.5
EBITDA증가율	2.4	10.7	56.5	13.3	11.4
수익성(%)					
영업이익률	9.6	10.0	15.3	17.3	18.6
순이익률	6.0	6.7	10.6	12.2	13.4
EBITDA Margin	21.9	21.9	29.4	30.8	31.8
ROA	15.6	14.0	20.5	21.7	22.4
ROE	22.3	19.2	26.4	26.2	26.4
배당수익률	1.4	1.6	2.1	2.7	3.2
안정성					
순차입금(십억원)	94	92	59	4	-75
영업이익이자보상배율(배)	14.3	12.7	23.7	42.5	140.7
부채비율(%)	109.1	101.7	75.6	67.4	60.3
Valuation(X)					
PER	18.1	24.0	17.8	14.3	12.2
PBR	3.9	4.4	5.0	4.2	3.5
PSR	0.9	1.6	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	6.0	7.7	6.6	5.7	5.0

■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임

- 장기매수: 시장지수 대비 10%p 이상의 추가 상승이 예상되면서, 성장성이나 안정성이 특히 뛰어난 기업
- 비중축소: 시장지수 대비 10%p 이상의 추가 하락 예상

- 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 당사에 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.