

2007. 09. 19

조선/기계

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

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

웅진코웨이 (02124)

매수 (유지)

6개월 목표주가: 37,000원(하향)

● 주가 (9/18)	26,700원
● 시가총액	1,987십억원
● 자본금	39.2십억원
● 52주 최고 주가	34,950원
● 52주 최저 주가	21,300원
● 최근 6개월 평균 거래량	542,694주
● 외국인지분율	36.0%

최근 6개월 상대주가 추이



확실한 이익 성장과 사업 다각화 가능성

▶ **소비회복과 신제품 출시:** 소비자대심리와 경기선행지수의 상승으로 경기회복의 기대감이 높아졌다. 소비회복은 동사의 매출 성장으로 이어질 것이다. 슬림형 음식물 처리기와 자체 생산한 보급형 연수기가 9월부터 출시된다. 경기회복 시점에서의 신제품 출시는 긍정적 효과를 가져올 것이다.

▶ **역삼투압 멤브레인 개발 성공:** 자체 개발에 성공한 역삼투압 멤브레인은 정수기의 성능을 결정짓는 핵심 소재다. 멤브레인의 자체 조달이 가능해짐에 따라 멤브레인 필터에서 30% 가량의 원가절감과 연간 50억원의 수입 대체 효과를 기대할 수 있다. 또한 원천기술 확보로 향후 해수담수화, 상하수처리 등 여타 수처리 사업으로의 다각화가 가능해졌다.

▶ **해외시장 진출의 가시적인 성과 기대:** 미국, 유럽, 중국 등으로의 수출 노력은 가시적인 성과를 보여주고 있다. 2분기 수출은 53억원으로 전기대비 97% 증가했다. 절대 금액으로는 아직 미미한 수준이지만 단기간 연간 500억원 이상으로 성장할 수 있을 것이다. 수출 비중이 상승하면서 내수시장에만 머물렀던 성장의 한계는 점차 극복될 것이다.

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액 (십억원)	1,008.1	1,117.8	1,250.0	1,357.4	1,458.8
(매출증가율, %)	21.8	10.9	11.8	8.6	7.5
영업이익 (십억원)	96.8	112.3	171.1	220.5	241.5
경상이익 (십억원)	86.0	102.4	162.0	213.8	238.7
당기순이익 (십억원)	60.9	74.9	116.6	154.0	171.9
EBITDA (십억원)	224.5	250.8	351.5	402.7	428.5
EPS (원)	951	1,019	1,568	2,070	2,311
(EPS증가율, %)	-33.9	7.2	53.9	32.0	11.6
BPS (원)	4,431	5,521	6,286	7,427	8,658
PER (배)	18.1	24.0	17.0	12.9	11.6
PBR (배)	3.9	4.4	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA (배)	6.1	7.6	5.8	5.0	4.5
영업이익률 (%)	9.6	10.0	13.7	16.2	16.6
EBITDA Margin (%)	22.3	22.4	28.1	29.7	29.4
ROE (%)	22.3	19.2	24.8	28.4	27.4
순차입금 (십억원)	97	92	64	8	-59
영업이익이자보상배율 (배)	14.30	12.73	20.71	40.09	124.78
차입금/자본총계비율 (%)	33.9	30.0	20.0	9.3	0.0

- 당사는 9월 18일 현재 웅진코웨이 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 9월 18일 현재 웅진코웨이 주식을 보유하고 있지 않습니다.

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

성장 우려는 해소되고 있다

웅진코웨이에 대해 ‘매수’ 의견을 유지하고, 목표주가는 37,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 예상보다 부진했던 2분기 실적을 반영한 탓이다. 하지만 하반기 전망은 긍정적이다. 8월 소비자대지수는 103.0로 5개월 연속 기준치를 초과했으며, 지난해 3월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 7월 경기선행지수 전년동월비도 올해 들어 가장 높은 6%로 경기회복에 대한 기대감을 높여줬다. 정수기와 비데 등 동사의 주력 제품은 필수품이 아닌 기능성 소비재인만큼 소비심리에 매출이 좌우된다. 슬림형 음식물처리기와 자체 생산한 보급형 연수기가 9월부터 출시된다. 경기회복 시점에서의 신제품 출시는 긍정적 효과를 가져올 것이다.

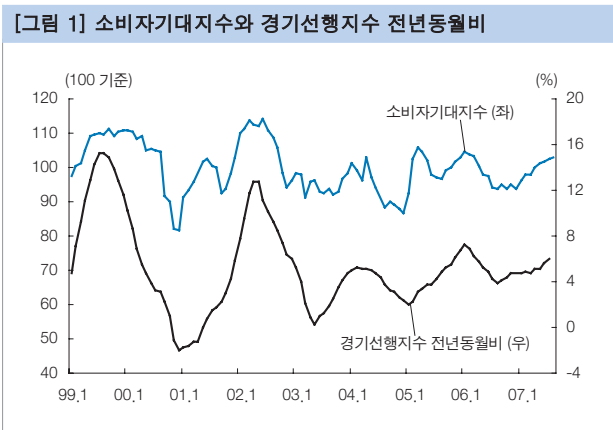
지난 6일 발표한 정수 필터 사업 진출로 추가 성장의 발판이 마련됐다. 특히 원천기술을 통한 새로운 성장동력 확보는 장기적으로 회사를 한 단계 도약시키는 계기가 될 것이다. 수출확대와 사업다각화로 장기적인 성장성이 보완될 것이고, 웅진코웨이개발과의 합병에 따른 구조적인 수익성 개선은 2010년까지 계속될 것이다.

내수 대표주들과 비교하면 valuation도 매력적이다. PER은 비슷한 수준이지만 EV/EBITDA는 훨씬 낮다. 목표주가는 2007년 목표 EV/EBITDA 8.0배를 적용했으며, 내수 대표주들의 평균값은 10.0배이다. 현금흐름이 중요한 렌탈사업의 특성상 EV/EBITDA 방식으로 목표주가를 산정했다.

〈표 1〉 내수 대표주들과의 Valuation 비교 (단위: %, x)

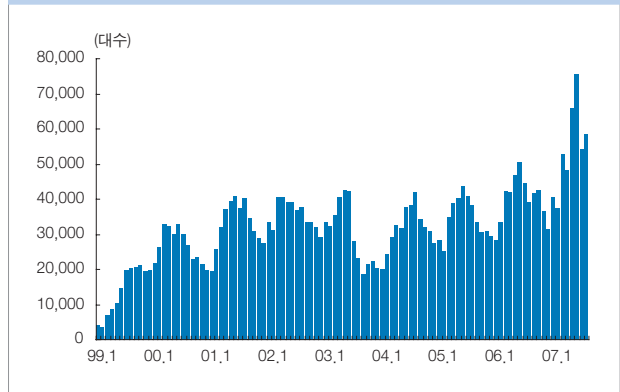
	PER		EV/EBITDA	
	2007	2008	2007	2008
Shinsegae	23.1	20.1	15.0	13.6
S1	20.0	16.9	8.9	7.7
Lotte Shopping	15.4	13.4	10.2	9.1
Nong Shim	11.8	10.6	5.1	4.6
KT&G	15.5	13.7	10.8	9.8
Average	17.1	14.9	10.0	9.0
Woongjin Coway	17.0	12.9	5.8	5.0

자료: FNGuide, 한국투자증권



자료: 통계청, 한국투자증권

〈그림 2〉 정수기 렌탈순주문 추이



자료: 웅진코웨이

원천소재 기술 개발의 의미

필터는 정수기의 수질을 좌우하는 핵심 부품이다. 필터방식은 크게 역삼투압(RO: Reverse Osmosis) 방식과 중공사막(UF: Ultrafiltration) 방식으로 나뉘는데 국내 정수기의 70% 정도가 역삼투압 방식을 채택하고 있다. 역삼투압 방식의 필터에서 물을 제외한 오염물질과 세균, 바이러스, 중금속 등을 걸러내는 것이 바로 역삼투압 멤브레인이다. 역삼투압 멤브레인은 투수성(물 투과량)과 염제거율을 동시에 향상시켜야 하며, 조작압력에 견딜 수 있는 기계적 성질이 요구되기 때문에 제조에 상당한 기술력이 필요하다. 현재 역삼투압 멤브레인은 미국 다우를 비롯한 5개 메이저 필터 소재 업체만이 생산하고 있으며, 국내에서는 새한이 일부 생산하여 납품하고 있다.

〈표 2〉 역삼투압 멤브레인 제조업체

구분	업체명	생산 Capa. ('000 m2)
국외	Dow Chemical	40,000
	Toray	10,000
	Nitto Denko	10,000
	Koch Membrane Systems	6,000
	GE Waters	3,000
	국내	새한

자료: BCC Report, 웅진코웨이

역삼투압 멤브레인을 자체 제작함에 따라 정수기 제조 원가의 감소가 예상된다. 회사 측에서는 역삼투압 멤브레인 원가의 30% 가량이 절감될 것으로 기대하고 있는데, 이는 연간 60억원에 해당하는 금액이다. 동사는 222억원을 들여 정수기용 종합필터 생산단지를 조성했다. 내년부터는 본격적으로 자체 생산된 멤브레인이 채택됨에 따라 수익성 개선이 이루어질 것이다.

〈표 3〉 정수기용 종합필터 생산단지 조성 현황

설비 구분	생산능력 (년간)
멤브레인 시트	330만m2
가정용 모듈	264만개
카본블록 라인	200만개
필터 라인	1,000만개

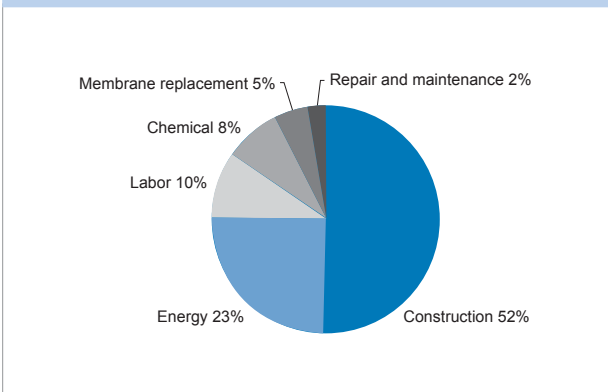
자료: 웅진코웨이

이번 개발은 단순히 원가절감을 위한 것만이 아니다. 그보다 원천기술 개발로 미래 성장동력을 확보했다는데 의미를 둘 수 있다. 정수기용 RO필터 시장은 2007년 5,000억원에서 2010년 7,000억원 규모로 성장할 것으로 전망된다. 회사 측에서는 2010년 시장 점유율 15% 이상을 기록함으로써 매출액 1,000억원 달성을 목표로 삼고 있다.

사업 다각화를 위한 기반 마련

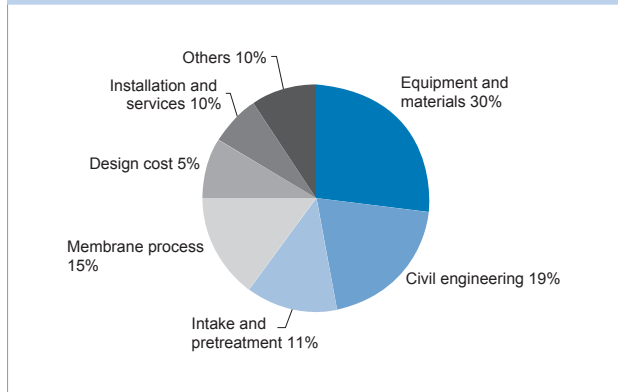
최근 세계 각국에서 물 부족 현상이 심각해지면서 해수 담수화 시장이 급성장 하고 있다. 해수 담수화 방법은 크게 증발법과 역삼투압으로 구분되는데, 증발법은 많은 운영비용으로 인해 보급률이 하락하는 반면, 역삼투압법의 채택이 크게 증가하는 추세다. 일반 정수기와 마찬가지로 해수 담수화 플랜트에서 가장 중요한 부분은 역시 역삼투압 멤브레인이다. 멤브레인 교체 비용은 플랜트 전체 사업 비용의 5%에 해당하며, 플랜트 건설 비용에서 멤브레인 공정이 차지하는 비중도 15%에 달한다. 특히 우수한 멤브레인 개발은 파울링(Fouling: 막힘이나 부착층 형성으로 인해 막의 여과기능 저하)을 감소시킴으로써 플랜트의 안정성을 향상시킨다. 때문에 세계적인 담수 플랜트 업체들은 역삼투압 멤브레인에 대한 투자를 확대함으로써 시장에서의 경쟁력 확보를 위해 힘쓰고 있다. GE社는 2003년과 2005년 각각 멤브레인 전문업체인 Osmonics社와 Ionics社를 인수했으며, Siemens社 역시 US Filter社를 인수함으로써 멤브레인 시장에 진입했다. 동사의 역삼투압 멤브레인 양산도 정수기 업체로서는 세계 최초이다. 물론 웅진코웨이도 산업용 필터 시장에 당장 진입할 수 있는 것은 아니며, 상당한 시간이 소요될 것이다. 한편, 9월 14일 웅진캐피탈 컨소시엄이 새한(KR.008000) 매각의 우선협상자로 선정됐다. 새한은 가정용 및 산업용 역삼투압 멤브레인 제조 기술을 모두 보유하고 있다. 만약, 웅진 그룹이 새한을 최종 인수한다면, 웅진코웨이는 새한과 협력을 통해 산업용 역삼투압 멤브레인 기술을 조기에 습득할 수 있을 것이다.

[그림 3] RO 플랜트 전체 사업비용 내역 (건설, 운영 등 모두 포함)



자료: 해수담수화플랜트 사업단

[그림 4] RO 플랜트 건설 비용 내역



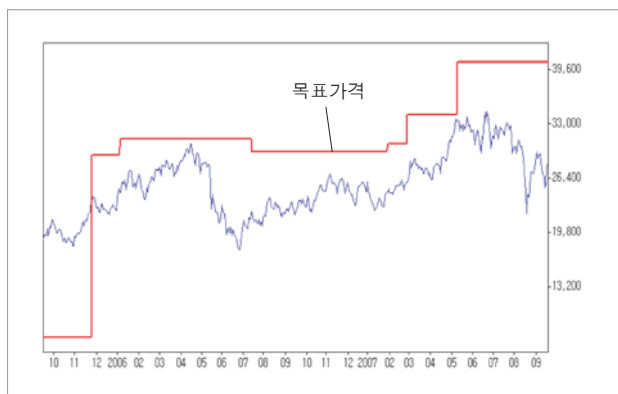
자료: 해수담수화플랜트 사업단

수출을 통해 내수시장 한계 극복

국내 정수기 업체의 해외 수출이 급속하게 증가하고 있다. 통계청에 따르면 올해 7월까지의 정수기 수출은 128,105대로 전년 대비 87.9% 증가하였으며, 이미 작년 한해 수출 123,930대를 넘어섰다. 동사 역시 2분기에 전기 대비 97% 증가한 53억원의 수출을 기록했다. 동사가 국내 정수기 판매의 60% 가량을 차지하고 있는 만큼 정수기 수출 통계치의 상당 부분을 동사가 차지하는 것으로 추측된다. 수출 비중이 상승하면서 내수시장에만 머물렀던 성장의 한계는 점차 극복될 것이다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목 (코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
웅진코웨이 (02124)	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
	2007.09.19	매수	37,000원



대차대조표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	273.2	405.9	439.0	478.4	519.2
현금성자산	18.6	34.5	31.1	41.1	54.3
매출채권	28.9	110.8	200.0	217.2	233.4
재고자산	42.2	80.4	89.9	97.7	105.0
비유동자산	442.0	479.2	589.4	672.6	759.4
투자자산	6.2	14.0	30.0	46.3	62.6
유형자산	369.8	374.2	456.2	518.7	585.7
무형자산	23.7	28.2	32.9	31.3	29.1
자산총계	715.2	885.1	1,028.4	1,151.0	1,278.6
유동부채	354.2	431.8	512.2	550.5	587.8
매입채무	32.6	29.3	32.8	35.6	38.2
단기차입금및단기사채	69.8	101.7	100.0	54.3	0.0
유동성장기부채	46.0	30.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	19.0	14.6	15.8	16.8	17.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금및리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	373.2	446.3	528.0	567.3	605.6
자본금	39.0	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	76.3	113.8	113.8	113.8	113.8
자본조정	-7.1	2.1	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	233.7	283.5	345.2	428.4	517.8
자본총계	342.0	438.8	500.4	583.7	673.0

손익계산서

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	1,008.1	1,117.8	1,250.0	1,357.4	1,458.8
매출총이익	644.4	737.4	825.3	893.3	959.4
판매비	547.5	625.1	654.2	672.9	717.9
영업이익	96.8	112.3	171.1	220.5	241.5
영업외수익	5.4	7.4	7.2	7.5	8.4
이자수익	0.9	1.9	2.3	2.5	3.2
외환관련이익	0.1	1.6	1.4	1.3	1.4
지분법이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	16.3	17.3	16.3	14.2	11.2
이자비용	6.8	8.8	8.3	5.5	1.9
외환관련손실	0.2	1.1	1.0	0.9	0.9
지분법손실	1.5	3.9	4.2	4.7	5.1
세전계속사업이익	86.0	102.4	162.0	213.8	238.7
법인세비용	25.1	27.5	45.4	59.9	66.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.9	74.9	116.6	154.0	171.9
EBITDA	224.5	250.8	351.5	402.7	428.5
경상이익(중단계정)	86.0	102.4	162.0	213.8	238.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	226.8	183.7	301.3	332.0	369.0
당기순이익	60.9	74.9	116.6	154.0	171.9
유형자산감가상각비	124.0	132.2	129.8	133.2	138.7
무형자산상각비	3.6	6.3	7.4	7.0	6.5
자산부채변동	-57.8	-115.9	11.2	-0.8	11.1
기타	96.0	86.1	36.3	38.6	40.8
투자활동현금흐름	-185.6	-216.2	-244.2	-222.0	-231.5
유형자산투자	-197.5	-208.6	-211.9	-195.7	-205.6
유형자산매각	19.9	22.1	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	0.0	-4.8	0.0	0.0	0.0
투자자산순증	-0.6	-12.7	-20.3	-20.9	-21.5
기타	-7.4	-12.2	-12.1	-5.4	-4.4
재무활동현금흐름	-37.6	48.5	-60.5	-99.9	-124.3
자본금및자본잉여금증가	1.4	2.1	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	-31.6	16.0	-31.7	-45.7	-54.3
배당금지급	-7.3	-24.4	-29.8	-55.0	-70.7
기타	0.0	54.8	1.0	0.8	0.7
현금의 증가	17.7	15.9	-3.5	10.0	13.2

주요 투자지표

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	951	1,019	1,568	2,070	2,311
BPS	4,431	5,521	6,286	7,427	8,658
DPS	340	400	700	900	1,050
SPS	18,249	15,061	16,807	18,251	19,614
성장성(% YoY)					
매출증가율	21.8	10.9	11.8	8.6	7.5
영업이익증가율	-13.1	15.9	52.4	28.9	9.5
순이익증가율	-14.3	23.1	55.7	32.0	11.6
EPS증가율	-33.9	7.2	53.9	32.0	11.6
EBITDA증가율	3.7	11.7	40.2	14.6	6.4
수익성(%)					
영업이익률	9.6	10.0	13.7	16.2	16.6
순이익률	6.0	6.7	9.3	11.3	11.8
EBITDA Margin	22.3	22.4	28.1	29.7	29.4
ROA	15.6	14.0	17.9	20.2	19.9
ROE	22.3	19.2	24.8	28.4	27.4
배당수익률	1.4	1.6	2.6	3.4	3.9
안정성					
순차입금	97	92	64	8	-59
영업이익이자보상배율	14.3	12.7	20.7	40.1	124.8
차입금/자본총계비율	33.9	30.0	20.0	9.3	0.0
Valuation(X)					
PER	18.1	24.0	17.0	12.9	11.6
PBR	3.9	4.4	4.2	3.6	3.1
PSR	0.9	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.1	7.6	5.8	5.0	4.5

■ 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 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.