

기업분석

웅진코웨이 (021240.KS)

2008년 3월 21일

Buy (유지)

목표주가 41,000원 (유지)

Analyst

이시은, CFA
02)768-7596, janice.lee@wooriwm.com

이훈, CFA
02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

연이은 수출 계약과 더불어 밸류에이션 매력 부각

주가는 합병 이후 밸류에이션 밴드 최저 수준, 밸류에이션 매력 부각

동사의 주가는 향후 성장성 둔화에 대한 우려로 인해 연초 고점 대비 18% 가량 하락하였다. 이에 따라 동사의 2008년, 2009년 PER은 각각 14.1배, 11.2배, EV/EBITDA는 각각 6.3배, 5.5배 수준이다. 이는 2005년 웅진코웨이 개발과의 합병 이후 최저 수준으로 밸류에이션 매력이 부각되고 있다. 당사는 향후 3년간 동사의 매출액 및 영업이익의 연평균 성장률을 각각 9.3%, 17.4%로 전망하는데, 펀더멘털에 변화가 없는 상황에서 최근의 주가 조정은 과도했던 것으로 판단한다. 이에 당사는 웅진코웨이에 대해 Buy 투자의견 및 12개월 목표주가 41,000원을 유지한다.

시판 채널 확대와 해외 수출 통한 지속적인 외형 성장

동사는 1)시판 채널 확대를 통한 신규 가입자 확보에 노력하고 있으며, 2)수출을 통해 외형 성장세를 지속시켜 나갈 것으로 전망된다. 시판은 판매수수료 부담이 적기 때문에 방판 대비 수익성 측면에서도 긍정적인데, 기존 이마트, 하이마트, 전자랜드 외에 시판 채널을 추가적으로 검토 중에 있어 올해 말에는 시판 비중이 렌탈 주문의 5~8% 수준까지 확대될 전망이다. 해외 수출은 동사의 경영진이 가장 총력을 기울이는 부분이며, 최근 보쉬엔지맨스와 2,500만불 상당의 정수기 OEM 공급 계약을 체결하였다. 한편, 오는 4월부터는 자체 제조한 음식물처리기를 신규 출시하여 추가적인 가입자 성장세를 이어나갈 전망이다.

영업이익률 14%의 양호한 1분기 실적 전망

당사는 동사의 1분기 매출액이 3,161억원(8.3% y-y), 영업이익은 445억원(13.1%), 영업이익률 14.1%의 양호한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 한편, 웅진그룹의 지주회사 체제 도입으로 올해부터 CI 비용과 로열티 비용이 발생하게 된다. CI 비용은 올해 50억원 수준으로 예상되며, 이 중 20%는 1분기에 반영될 예정이다. 또한, 올해부터 웅진홀딩스에 지급하는 로열티는 매출액의 0.2% 수준(약 27억원)에서 결정될 것으로 전망된다.

[기준일: 2008. 3. 20]

- 주가: 26,950 원 (보통주)
- 시가총액: 2,005.9 십억원
- 자본금: 39.3 십억원
- 52 주 최고가: 36,800 원
- 최저가: 22,050 원
- 외국인지분율: 38.3 %
- 배당수익률(07년): 2.89 %

웅진코웨이 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배)

	2007	2008E	2009F	2010F
매출액	1,213	1,354	1,500	1,628
영업이익	161	202	251	287
EBITDA	303	346	397	436
순이익	116	142	179	207
EPS	1,562	1,909	2,401	2,784
PER	19.5	14.1	11.2	9.7
PBR	5.0	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	7.8	6.3	5.5	5.1
ROE	24.0	24.9	26.8	26.5

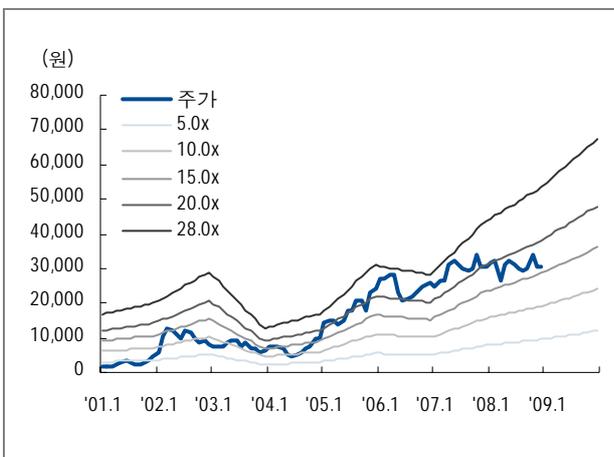
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '웅진코웨이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

합병 이후 밴드 최저 수준에서 거래되어 밸류에이션 매력 부각

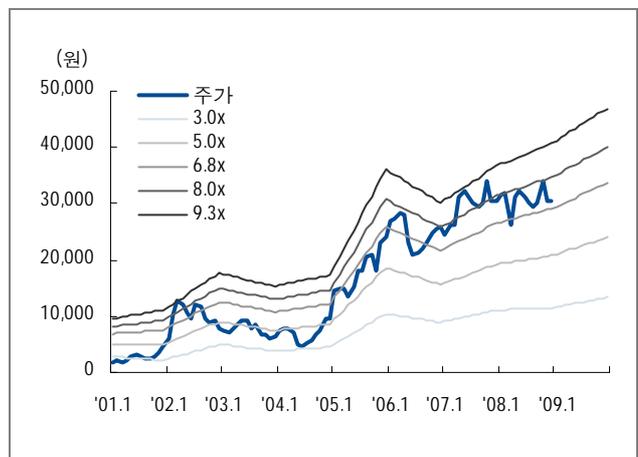
동사의 주가는 향후 성장성 둔화에 대한 우려로 인해 연초 고점 대비 18% 가량 하락하였다. 이에 따라 동사의 2008년, 2009년 PER은 각각 14.1배, 11.2배, EV/EBITDA는 각각 6.3배, 5.5배 수준이다. 당사는 향후 3년간 동사의 매출액 및 영업이익의 연평균 성장률을 각각 9.3%, 17.4%로 전망하는데, 펀더멘털에 변화가 없는 상황에서 최근의 주가 조정은 과도했던 것으로 판단한다. 아래의 PER 밴드와 EV/EBITDA 밴드에서 볼 수 있는 바와 같이 동사의 밸류에이션은 2005년 웅진코웨이 개발과의 합병 이후 최저 수준이다. 과거 시장 대비 평균 100% 이상의 프리미엄을 받아왔던 동사 주가의 밸류에이션 매력이 부각되고 있어 현 시점은 저점 매수에 좋은 시기로 판단된다. 당사는 웅진코웨이에 대해 Buy 투자 의견 및 12개월 목표주가 41,000원을 유지한다.

PER band



자료: 우리투자증권 리서치센터

EV/EBITDA band



자료: 우리투자증권 리서치센터

웅진코웨이 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2008E	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Net profit	142	179	207	238	276	314	340	368	398	431	467	505
Shareholder's equity	612	720	845	990	1,165	1,368	1,560	1,761	1,971	2,189	2,415	2,650
Forecast ROE (FROE)	24.9%	26.8%	26.5%	25.9%	25.6%	24.8%	23.2%	22.2%	21.4%	20.7%	20.3%	19.9%
Spread (FROE-COE)	15.5%	17.4%	17.1%	16.5%	16.2%	15.4%	13.8%	12.8%	12.0%	11.3%	10.9%	10.6%
Residual income	89	116	134	152	174	195	203	212	223	236	251	267
Cost of equity (COE)	9.4%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	4.3%											
Risk-free rate (Rf)	5.3%											
Beginning shareholder's equity	528.5											
PV of forecast period RI	1,227.5											
PV of continuing value	989.7											
Equity value (C+P)	2,745.7											
No of shares (common, mn)	74.4											
		12m TP										
Fair price (C)		40,350										
Current price (C)		26,950										
Upside (-downside)		49.7%										
Implied P/B (x)		5.7										
Implied P/E (x)		21.1										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익 모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정 주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(RI)}_t = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROE}_t - \text{COE}_t)$$

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

시판 채널 확대를 통한 신규 가입자 확보

당사는 웅진코웨이가 향후 3년간 연평균 9.3% 수준의 견조한 외형 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 동사의 외형 성장은 크게 두 가지 요인에 의해 견인되는데, 1) 시판 확대를 통한 가입자 확보와 2) 수출을 통한 외형 확대가 그것이다.

당사는 기존 방관에 의존해 왔던 판매 구조에서 벗어나 시판 채널 확대를 통해 신규 가입자를 확보하려는 노력을 하고 있다. 이에 따라 지난해 4월부터 이마트에, 올초부터 하이마트, 전자랜드에 납품을 시작하고 있으며, 시판 채널을 추가적으로 검토 중에 있어 올해 말에는 시판 비중이 렌탈 순주문의 5~8% 수준까지 확대될 전망이다. 동사의 제품은 이마트의 전국 104개 지점 중 현재 51개 점에 입점해 있으며, 정수기 한 대 판매 시 이마트에 7만 7천원 가량의 수수료를, 판매 코디에게 2만 5천원의 판매수수료를 지급하는 구조로 되어 있어, 기존 방관 시 코디에게 13만원의 판매수수료를 지급했던 것에 비해 수익성이 좋다. 하이마트의 경우에는 계열사인 웅진 쿠첸의 판매 채널을 통해 청정기, 비데 등의 저가형 모델 위주로 일시불 판매를 하고 있으며, 마케팅은 쿠첸에서 하고, 당사는 제품 공급만 하는 방식이라 일정 마진을 보장받고 있어, 이마트보다 수익성이 좋다.

수출은 경영진이 가장 총력을 기울이고 있는 부분

올해 동사의 경영진이 가장 총력을 기울이는 부분이 수출이며, 수출 판로 개척을 통해 동사의 외형 성장을 지속 시켜나가려는 강력한 의지를 가지고 있다. 동사는 올해 작년 2천만불 가량의 수출 실적 대비 150% 이상 성장한 5천만불, 내년은 1억불의 해외 수출을 목표로 하고 있다. 이에 따라 지난해 10월에 월풀 인디아와 체결했던 수출 계약 (2010년까지 정수기 40만대를 OEM 방식으로 공급)에 이어, 최근 보쉬엔지맨스와 2008년부터 3년간 2,500만불에 상당하는 정수기 OEM 공급 계약을 추가로 체결하였다. 이는 중국 및 중동지역 판매용이며, 30% 가량의 매출 총이익률을 보장받아 수익성 측면에서도 유리한 계약이다. 또한 동사는 지속적으로 추가 수출 계약을 진행하고 있다. 정수기, 공기청정기 등의 웰빙 제품은 전 세계적으로 보급률이 상당히 낮은 수준이기 때문에, 동사의 해외 시장 개척을 통한 성장이 유망하다고 판단된다.

자체 제조한 음식물처리기 4월 신규 출시

동사는 기존에 아웃소싱해왔던 음식물처리기를 자체 제조하여 오는 4월부터 판매를 시작한다. 기존 음식물처리기 시장은 건조만 되는 저가형 위주의 시장이었는데, 동사는 건조만 되는 20만원대 후반의 저가형 모델에서부터 70만원대의 건조 및 분쇄까지 되는 고가형 모델까지 올해 안에 총 6개의 모델을 출시할 예정이다. 고가형 모델은 기존 웅진코웨이가 가지고 있던 가입자를 기반으로 한 렌탈 마케팅을 벌일 수 있으므로 경쟁사 대비 시장 침투가 용이하다. 음식물처리기도 기존 정수기, 비데, 공기청정기와 마찬가지로 코디가 정기적으로 방문하여 탈취 필터 및 투입구 카트리지를 정기적으로 교체하게 된다.

웅진코웨이 1분기 실적 preview

(단위: 십억원, 원, 배)

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08E			
					당사추정	y-y	q-q	Consensus
매출액	291.9	301.3	306.2	313.7	316.1	8.3	0.8	327.2
영업이익	39.4	36.8	41.9	43.2	44.5	13.1	3.1	47.5
법인세차감전순이익	37.8	33.2	37.9	46.8	43.3	14.4	-7.5	49.6
순이익	27.5	23.8	27.2	37.8	30.6	11.4	-19.0	33.4

자료: 웅진코웨이, FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

영업이익률 14%의 양호한 1분기 실적 전망

당사는 동사의 1분기 매출액이 3,161억원(8.3% y-y), 영업이익은 445억원(13.1%), 영업이익률 14.1%의 양호한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 2010년까지 지속될 웅진코웨이개발과의 합병효과와 기존에 아웃소싱해왔던 제품들을 자체 제조함에 따른 원가 절감으로 수익성 개선은 지속될 전망이다. 한편, 웅진그룹의 지구회사 체제 도입으로 동사는 올해부터 CI 비용과 로열티 비용이 발생하게 된다. CI 비용은 올해 50억원 수준으로 예상되며 이중 20%는 1분기에 반영될 예정이다. 또한, 올해부터 웅진홀딩스에 지급하게 될 로열티는 매출액의 0.2% 수준(약 27억원)에서 결정될 것으로 전망된다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
매출액	1,213.1	1,353.6	1,499.8	1,627.7	EV/ EBITDA (X)	7.8	6.3	5.5	5.1
증가율 (%)	8.5	11.6	10.8	8.5	EV/ EBIT (X)	14.6	10.8	8.8	7.7
매출원가	384.7	408.9	436.0	463.0	PER (X)	19.5	14.1	11.2	9.7
매출총이익	828.4	944.7	1,063.8	1,164.7	조정PER (X)	19.7	13.7	11.0	9.6
Gross 마진 (%)	68.3	69.8	70.9	71.6	PCR (X)	6.8	7.5	6.6	6.0
판매비와 일반관리비	667.1	743.0	813.2	877.3	PBR (X)	5.0	3.8	3.2	2.7
EBITDA	302.9	345.7	396.9	436.1	PSR (X)	1.9	1.5	1.3	1.2
EBITDA 마진 (%)	25.0	25.5	26.5	26.8	PEG (X)	0.9	0.8	0.7	0.6
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	143.9	146.3	148.7	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.9	0.8	0.8	0.7
영업이익	161.3	201.8	250.6	287.4	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.5	1.2	1.1	1.0
OP 마진 (%)	13.3	14.9	16.7	17.7	Enterprise Value	2,353.5	2,188.5	2,200.9	2,207.8
영업외수익	9.7	6.2	5.7	5.5	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	21.2	18.7	15.5	14.9
영업외비용	15.3	11.6	17.0	15.3	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	21.2	17.4	14.2	13.7
순이자수익/(비용)	-6.4	-8.9	-12.3	-12.9	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	12.9	11.3	9.8	9.7
세전계속사업이익	155.7	196.4	239.3	277.5	주당EBIT (FD) (W)	2,167	2,711	3,367	3,861
Prelax 마진 (%)	12.8	14.5	16.0	17.0	주당EBITDA (FD) (W)	4,070	4,645	5,333	5,859
법인세비용	39.4	54.3	60.6	70.3	EPS (FD) (W)	1,562	1,909	2,401	2,784
계속사업이익	116.3	142.1	178.7	207.3	조정EPS (FD) (W)	1,552	1,967	2,441	2,805
순이익	116.3	142.1	178.7	207.3	CFPS (W)	4,509	3,608	4,105	4,493
Net 마진 (%)	9.6	10.5	11.9	12.7	BPS (W)	6,105	7,112	8,443	10,023
조정순이익	115.5	146.4	181.7	208.7	주당매출액 (W)	16,301	18,186	20,150	21,868

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
영업활동 현금흐름	283.3	253.2	291.3	320.2	RIM				
당기순이익	116.3	142.1	178.7	207.3	Spread (FROE-COE) (%)	14.8	15.5	17.4	17.1
감가상각비 & 무형자산상각비	141.6	144.5	145.9	147.3	Residual Income	71.4	88.6	116.2	133.8
+ 지분법손실 (- 이익)	4.1	6.0	4.0	2.0	12M RIM-based Target Price(W)	40,350			
+ 외화환산손실(-이익)	-0.9	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-4.3	0.0	0.0	0.0	투하자본	611.1	725.2	847.3	981.2
Gross Cash Flow	335.5	268.5	305.5	334.4	세후영업이익	120.5	146.0	187.2	214.6
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-52.2	-15.3	-14.3	-14.2	투하자본이익률 (%)	21.3	21.8	23.8	23.5
투자활동 현금흐름	-224.6	-324.6	-264.7	-274.6	투하자본이익률 - WACC (%)	14.2	14.8	16.6	16.2
+ 유형자산감소	9.8	0.0	0.0	0.0	EVA	86.7	107.2	140.7	158.7
- 유형자산증가(CAPEX)	-228.2	-223.5	-236.6	-248.2	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.8	-70.3	0.0	0.0	EBIT	161.3	201.8	250.6	287.4
Free Cash Flow	55.1	29.7	54.7	72.0	+ 감가상각비	141.6	144.5	145.9	147.3
Net Cash Flow	58.7	-71.3	26.6	45.6	- CAPEX	228.2	223.5	236.6	248.2
재무활동 현금흐름	-49.7	55.1	-33.3	-47.3	Free cash flow for DCF valuation	14.9	59.1	94.3	109.4
자기자본 증감	-0.2	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-49.5	55.1	-33.3	-47.3	부채비용 (COD)	4.9	4.8	4.9	4.9
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.6	-16.2	-6.7	-1.7	자기자본비용 (COE)	9.3	9.4	9.5	9.7
기말 순부채 (순현금)	83.4	182.6	194.9	201.8	WACC	7.1	7.1	7.2	7.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
현금 및 단기금융상품	28.5	12.1	5.0	3.4	자기자본이익률 (ROE) (%)	24.0	24.9	26.8	26.5
매출채권	117.9	131.6	143.4	154.9	총자산이익률 (ROA) (%)	12.8	13.7	14.8	15.2
유동자산	395.6	419.6	449.2	483.2	투하자본이익률 (ROIC) (%)	21.3	21.8	23.8	23.5
유형자산	388.7	479.5	583.2	698.6	EBITDA/ 자기자본 (%)	57.3	56.5	55.1	51.6
투자자산	16.7	87.3	87.6	87.9	EBITDA/ 총자산 (%)	32.4	30.4	30.9	30.1
비유동자산	540.5	717.1	837.0	966.5	배당수익률 (%)	2.6	3.5	4.1	4.6
자산총계	936.1	1,136.6	1,286.1	1,449.6	총현금배당금(십억원)	58.1	70.7	81.9	93.0
단기성부채	112.0	194.8	200.1	205.5	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	780	950	1,100	1,250
매입채무	25.8	28.8	31.9	34.6	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	15.8	29.8	27.1	23.9
유동부채	393.0	508.4	548.2	584.7	총부채/ 자기자본 (%)	77.1	85.7	78.6	71.5
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	0.5	0.7	0.8	0.8
장기성충당금	7.7	8.6	9.5	10.3	EBIT/ 순이자비용 (X)	25.2	22.8	20.3	22.3
비유동부채	14.5	16.2	18.0	19.5	유동비용 (%)	100.6	82.5	81.9	82.6
부채총계	407.6	524.6	566.1	604.3	당좌비용 (%)	85.9	70.3	69.5	70.1
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	총발행주식수 (mn)	74	74	74	74
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	370.1	454.1	562.1	687.5	주가 (W)	30,500	26,950	26,950	26,950
자본총계	528.5	612.0	720.0	845.4	시가총액 (십억원)	2,270	2,006	2,006	2,006

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
웅진코웨이	021240.KS	2008.01.16	Buy	41,000 원



종목 투자등급 (Stock Ratings) 가이드

2007년 12월 17일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 3단계(Buy/Hold/ Reduce)에서 'Strong Buy'등급을 추가한 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)로 변경하오니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 'Strong Buy'는 Buy 등급 중 High Conviction 종목을 의미합니다.

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% - 15%
 - Reduce : 0% 미만

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 유가증권 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.