

Earnings Review

웅진코웨이 (021240)

Korea / 내수소비재

Aug 11, 2008

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight
Earnings Quality Score : Medium
Price Volatility : Low

경기 방어주의 진면목

■ 2/4분기: 견조한 외형 성장과 예상 상회한 영업이익률 개선

웅진코웨이의 2/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 9.2%, 30.2% 성장하면서 우리 예상치 및 시장 컨센서스 대비 양호한 이익 성장 기록. 1) 매출액 관련: 렌탈 회원 증가 폭이 예상보다 큰 폭으로 둔화되었으나, 일시불 판매 고성장 및 해외 OEM 수출 증가가 이를 상쇄. 2) 제조원가 절감, 영업레버리지 효과 가속화 및 고마진의 일시불 판매 증가에 따라 영업이익률은 전년동기 대비 2.4% 개선. 이 중 매출총이익률 개선은 1.7%p.

■ 불안한 매크로 환경에도 불구하고 꾸준한 실적 개선 시현 중

2/4분기 동사의 렌탈 관련 매출과 일시불 판매는 각각 전년동기 대비 5.5%, 40.5% 증가함. 의도적인 프로모션 자제에 따른 렌탈 회원 증가 둔화와 음식물쓰레기 처리기의 급격한 판매량 증가(2Q07 1,150대 → 2Q08 12,825대)가 예상 외의 영향을 끼쳤다는 점을 감안하더라도 향호한 매출 성장세 유지. 또 05년 이후 지속되어 온 원가율 개선 및 기타 비용 합리화 트렌드도 전혀 훼손되지 않았음. 해외 OEM 수출 매출 본격화(182만불)된 동시에 이익 기여 시작(영업이익률 4.5%)된 점도 긍정적.

■ 어닝스의 안정성이 그 어느때보다 돋보임

해외 웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견 및 목표주가 34,500원을 유지함. DCF로 산출된 우리의 목표주가의 implied PER은 09년 기준 15배 수준. 가입자 기반 렌탈 비즈니스의 지속성과 경기 둔감한 환경 가전에 대한 수요는 동사의 뛰어난 어닝스 안정성의 근거. 따라서 최근의 각종 매크로 변수 불확실성으로부터 자유로울 수 있는 종목군 중 하나임. 그럼에도 불구하고 동사의 단기 상대 수익률은 다른 경기 방어주(혹은 필수소비재 종목군) 대비 낮은 편이어서 조만간 주가 상승 기대해볼 만.

〈표 1〉 2/4분기 Review

(단위: 십억원, %)	2Q08E	2Q08P	차이, %	Consensus	차이, %	2Q07	YoY, %
매출액	334	329	(1.5)	327	0.6	301	9.2
영업이익	44	48	8.9	45	7.4	37	30.2
세전순이익	42	44	4.8	42	3.8	33	32.5
영업이익률	13.2	14.6		13.6		12.2	
세전순이익률	95.5	91.9		95.1		90.2	

결산월	12월	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
매출액 (십억원)		1,117.8	1,213.1	1,352.0	1,524.7	1,647.9
영업이익 (십억원)		112.3	161.3	196.4	233.9	266.7
EBITDA (십억원)		250.8	302.9	340.9	382.0	412.7
세전순이익 (십억원)		102.4	155.7	175.7	228.0	260.4
순이익 (십억원)		74.9	116.3	130.9	170.3	194.5
EPS (원)		1,010	1,563	1,759	2,287	2,613
증감률 (%)		(10.4)	54.7	12.6	30.0	14.2
P/E (x)		25.6	19.5	17.8	13.7	12.0
P/B (x)		4.4	4.3	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA (x)		8.0	7.8	7.1	6.4	5.8
ROE (%)		19.2	24.0	23.2	25.8	24.7

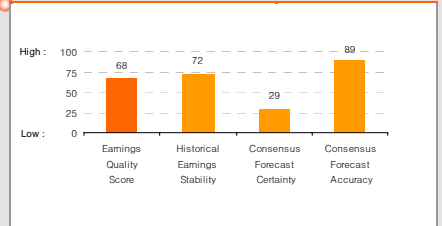
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	₩34,500
컨센서스 목표주가	₩39,100
현재가 (8/8)	₩31,300
예상 주당배당금 (08E)	₩720
예상 주가 상승률 (6M)	10.2%
예상 배당 수익률 (12M)	2.3%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	₩1,759 / ₩2,287
컨센서스 EPS (08E/09E)	₩1,787 / ₩2,189
예상 EPS 성장률 (3년, CAGR)	18.7%
과거 EPS 성장률 (5년, CAGR)	8.7%
순부채비율 (08E)	17.5%

Earnings Quality Score



Trading Data

시가총액 (₩ bn / US\$ mn)	2,330 / 2,294
발행주식수	74 mn
유동주식비율	61.5%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.0
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	41.4%
52주 최저가 / 최고가	₩22,050 - ₩36,800
최근 3개월 일평균 거래량	215,574
최근 3개월 일평균 거래대금	₩6,613 mn
외국인 지분율	40.9%
주요주주 지분율	
웅진홀딩스 외 특수관계인	37.2%
Lazard Asset	13.2%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	1.8	(3.7)	4.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	(0.5)	3.8	21.6



추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	405.9	395.6	479.0	448.0	502.7
현금 및 단기금융상품	38.9	28.5	89.6	26.4	62.9
매출채권	110.8	117.9	134.6	148.9	157.0
재고자산	80.4	57.8	59.1	68.9	70.9
고정자산	479.2	540.5	694.5	797.6	899.0
투자자산	76.9	77.7	171.1	191.6	205.3
유형자산	374.2	388.7	454.6	540.3	629.9
무형자산	28.2	74.1	68.8	65.8	63.8
자산총계	885.1	936.1	1,173.5	1,245.6	1,401.7
유동부채	431.8	393.0	494.7	509.3	525.2
매입채무	29.3	25.8	33.6	35.0	37.1
단기차입금	101.7	92.0	124.7	124.7	124.7
유동성장기부채	30.0	20.0	10.0	10.0	10.0
고정부채	14.6	14.5	78.0	19.4	21.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	60.0	0.0	0.0
부채총계	446.3	407.6	572.6	528.8	546.2
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.8	113.7	113.6	113.6	113.6
이익잉여금	283.5	370.1	442.4	558.3	697.0
자본조정	2.1	5.4	5.5	5.5	5.5
자본총계	438.8	528.5	600.9	716.8	855.4
총차입금	131.7	112.0	194.7	134.7	134.7
순차입금	92.8	83.4	105.1	108.2	71.8

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	183.7	283.3	292.4	294.9	335.2
당기순이익	74.9	116.3	130.4	170.3	194.5
감가상각비	132.2	132.8	132.0	136.8	135.1
무형자산상각비	6.3	8.8	12.5	11.3	10.9
외환환산손실(이익)	0.0	(0.9)	(1.4)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	3.9	4.1	5.2	0.4	0.3
운전자본의 감소(증가)	(142.5)	(5.2)	(11.6)	(22.7)	(8.0)
매출채권의 감소(증가)	(100.7)	(19.7)	(17.9)	(14.3)	(8.1)
재고자산의 감소	(38.4)	22.0	(1.5)	(9.8)	(2.0)
매입채무의 증가(감소)	(3.3)	(7.5)	7.8	1.4	2.1
기타	108.9	27.5	25.3	(1.2)	2.3
투자활동 현금흐름	(216.2)	(220.0)	(314.4)	(243.9)	(243.1)
단기금융상품의 처분(취득)	(4.3)	0.0	(2.2)	(0.2)	(0.1)
유가증권 처분(취득)	0.0	4.0	(3.4)	(0.0)	(0.0)
유형자산의 취득	(186.5)	(218.4)	(211.1)	(222.5)	(224.8)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(10.6)	(4.7)	(7.3)	(8.2)	(8.9)
투자자산의 감소(증가)	(15.5)	0.8	(89.9)	(13.0)	(9.3)
기타	0.7	(1.7)	(0.5)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	48.5	(49.7)	80.9	(114.3)	(55.8)
차입금의 증가(감소)	16.0	(19.7)	82.7	(60.0)	0.0
자본의 증가(감소)	56.9	(0.2)	(1.8)	0.0	0.0
배당금의 지급	(24.4)	(29.8)	0.0	(54.3)	(55.8)
기타	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
순현금흐름	15.9	(6.0)	58.8	(63.4)	36.3
기초현금	18.6	34.5	28.5	87.3	24.0
기말현금	34.5	28.5	87.3	24.0	60.2
잉여 현금흐름	(32.5)	63.3	(22.1)	50.9	92.1

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원%)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	1,117.8	1,213.1	1,352.0	1,524.7	1,647.9
증가율	10.9	8.5	11.4	12.8	8.1
매출원가	380.4	384.7	402.0	434.2	465.6
매출총이익	737.4	828.4	950.0	1,090.5	1,182.3
증가율	14.4	12.3	14.7	14.8	8.4
매출총이익률	66.0	68.3	70.3	71.5	71.7
판매비및일반관리비	625.1	667.1	753.6	856.6	915.6
영업이익	112.3	161.3	196.4	233.9	266.7
증가율	15.9	43.7	21.8	19.1	14.0
영업외손익	(9.9)	(5.6)	(20.7)	(5.9)	(6.3)
순금융비용	7.0	6.4	9.8	6.8	7.4
외환관련손익	0.6	0.9	1.3	0.0	0.0
지분법평가손익	(3.9)	(4.1)	(5.2)	(0.4)	(0.3)
기타영업외손익	0.4	4.0	(7.0)	1.3	1.5
세전순이익	102.4	155.7	175.7	228.0	260.4
법인세비용	27.5	39.4	44.8	57.7	65.9
당기순이익	74.9	116.3	130.9	170.3	194.5
EPS	1,010	1,563	1,759	2,287	2,613
증가율	(10.4)	54.7	12.6	30.0	14.2
EBITDA	250.8	302.9	340.9	382.0	412.7
증가율	11.7	20.8	12.6	12.1	8.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	1,010	1,563	1,759	2,287	2,613
BPS	5,521	6,105	7,148	8,747	10,636
주당 EBITDA	3,380	4,070	4,580	5,132	5,545
주당 현금배당금	400	780	730	750	780
PER	25.6	19.5	17.8	13.7	12.0
PBR	4.4	4.3	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	8.0	7.8	7.1	6.4	5.8
배당수익률	1.6	2.6	2.3	2.4	2.5
수익성					
매출총이익률	66.0	68.3	70.3	71.5	71.7
영업이익률	10.0	13.3	14.5	15.3	16.2
EBITDA이익률	22.4	25.0	25.2	25.1	25.0
순이익률	6.7	9.6	9.7	11.2	11.8
ROE	19.2	24.0	23.2	25.8	24.7
ROIC	16.5	20.4	22.6	24.3	24.8
안정성					
부채비율	101.7	77.1	95.3	73.8	63.9
순차입금비율	21.2	15.8	17.5	15.1	8.4
유동비율	94.0	100.6	96.8	87.9	95.7
이자보상배율(배)	16.1	25.2	20.0	34.3	36.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
매출채권회전율	16.0	10.6	10.7	10.8	10.8
재고자산회전율	18.2	17.6	23.1	23.8	23.6
매입채무회전율	36.1	44.1	45.6	44.5	45.7
순운전자본회전율	31.7	15.9	23.5	40.0	34.3

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● 투자의견 ●

종목별 투자의견 (6개월 기준)
 BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20%초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Cautious : 현 업종지수 대비 -10%초과
 ※ 업종별 투자의견의 용어를 재정리 함
 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

● Earnings Quality Score ●

$$\text{Earnings Quality Score} = 0.70 * (\text{Earnings Stability}) + 0.15 * (\text{Earnings Certainty}) + 0.15 * (\text{Earnings Forecast Accuracy})$$

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 등 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 등 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '(연말 실적치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

● Compliance Notice ●

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국희

종목	담당자	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
		종류	수량	취득가				
해당사항없음								

