

# 웅진코웨이 (021240)

## 경기방어주의 진정한 대표가 되다

Analyst 유정민  
368-6170  
jamieyoo@eugenefn.com

Junior Analyst 김선미  
368-6405  
sunmi.kim@eugenefn.com

2 September 2008

### ▶ Investment Point

동사는 최근의 하락장에서 기타 대표 방어주와 비교해 손색이 없는 양호한 수익률을 시현 중이며, 안정적 성장과 현금흐름에 대한 높은 가시성이 더욱 부각될 시점

#### 1) 시장대비 단연 돋보이는 수익률 시현 중

올 연초 대비 동사는 시장을 약 30%p 아웃퍼폼하며 경기방어주로서 주목을 받기 시작함. 특히, 최근 높은 변동장이 거듭되고 있는 지난 3개월간 동사는 기타 대표적 경기방어주를 가운데서도 단연 돋보이는 수익률을 시현하고 있어 진정한 대표주로 자리매김하고 있다고 평가됨

#### 2) 안정적 수익전망 + 성장 스토리 → 주가 하방 경직성 강화

동사는 안정적 성장과 현금흐름에 대한 높은 가시성은 물론 국내 및 해외에서의 성장스토리가 뒷받침 되면서 주가의 하방 경직성도 높아지고 있는 것으로 판단됨

#### 3) 하반기도 양호한 실적 예상

시장의 기대를 상회했던 상반기 실적에 이어 하반기에도 국내사업 부문의 수익성 개선 및 해외수출사업의 환율효과가 지속될 전망이어서 양호한 실적이 예상됨

### ▶ Valuation

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 40,000원으로 상향조정

시장 지수흐름 대비 안정적 주가 흐름을 보이고 있는 동사 특성을 반영해 DCF 밸류에이션에서 Beta 가정을 기존 1.0에서 0.8(최근 5개년 평균값)로 하향조정함. 이에 따라 새롭게 산출된 목표주가는 40,000원이며, 투자 의견은 BUY를 유지함

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	1,118	1,213	1,308	1,414	1,534	1,660	1,759
증가율(%)	10.9	8.5	7.8	8.1	8.5	8.2	6.0
영업이익	112	161	198	229	274	312	333
영업이익률(%)	10.0	13.3	15.2	16.2	17.9	18.8	18.9
EBITDA	251	303	349	416	493	555	598
EBITDA이익률(%)	22.4	25.0	26.7	29.4	32.1	33.4	34.0
순이익	75	116	133	158	192	222	238
EPS(원)	1,010	1,562	1,781	2,125	2,583	2,979	3,200
DPS(원)	400	780	780	780	780	780	780
P/E(x)	25.6	19.5	19.1	16.0	13.2	11.4	10.6
EV/EBITDA(x)	8.0	7.8	7.6	6.4	5.3	4.6	4.1
P/B(x)	4.7	5.0	4.8	4.0	3.3	2.7	2.2
ROE(%)	19.2	24.0	23.7	24.6	25.3	24.4	22.1
배당수익률(%)	1.6	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3

자료: 유진투자증권

BUY (유지)

Change

36,000원 → 40,000원

### Target Price & Expected Return

목표주가	40,000원
현재가(9/1)	34,000원
예상 추가상승률	17.6%

### Trading Data

시가총액	25,307억원
비중(KOSPI내)	0.35%
발행주식수	74,432천주
52주 최저가/최고가	20,100 - 36,800원
3개월 일평균거래대금	63억원
외국인 지분율	41.6%
주요주주지분율(%)	
(주)웅진홀딩스외 17인	37.4
Lazard Asset Mgmt LLC	10.7
Morgan Stanley Investment	8.4
Managemen Company	

### Performance

	1M	6M	12M
추가상승률(%)	4.5	6.3	15.3
KOSPI대비상대수익률(%)	14.6	23.6	39.7

### Price Trend



your best partner

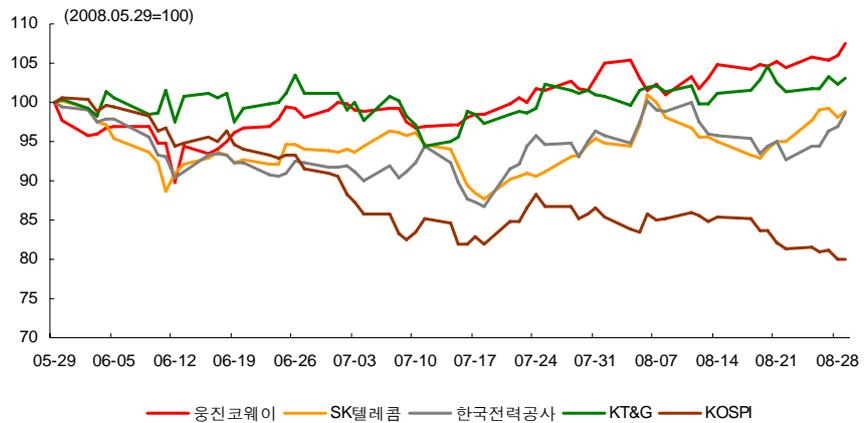
유진투자증권



시장대비 양호한 수익률로  
경기방어주로서의  
진면목을 발휘 중

동사 주가는 올 연초대비 시장을 30%p 아웃퍼폼해 최근의 변동성이 큰 시장에서 양호한 수익률을 기록 중이다. 이는 동사의 경쟁력이 안정적 수익 전망이 가능한 비즈니스 모델로부터 나온다는 점이 시장에서 인정받고 있다는 증거이며, 또한 시장의 기대를 상회한 2분기 실적 발표가 이러한 주장에 힘을 더해주었다는 판단이다. 따라서, 경기방어주로서 주목 받고 있는 동사는 KT&G, SK텔레콤, 한국전력과 같은 기타 대표적 경기방어주들과 비교해도 손색없는 수익률을 나타내고 있으며, 특히 최근 3개월간의 수익률로는 가장 아웃퍼폼하고 있어 진정한 대표주로 자리매김하고 있다.

[그림 1] 최근 3개월간 대표 경기방어주 별 주가 performance



주: 2008.08.29 종가 기준

자료: Quantwise

안정적 실적전망 외에  
성장스토리에 대한 기대감으로  
주가 하방경직성도 강화되고 있음

최근 동사 주가는 경기방어주로서의 강점이 부각되면서 아웃퍼폼하고 있지만, 주가 하방경직성도 그만큼 커지고 있다는 판단이다. 이는 동사가 단순히 경기방어주로서 안정적인 성격을 갖는다는 점 외에도 고성장이 기대되는 국내 음식물처리기 시장에서의 동사의 선전과 해외사업 또한 동사 기술력과 경쟁력을 바탕으로 신성장 동력이 될 수 있을 것이라는 기대감이 반영되어있기 때문이다.

3분기도 양호한 실적 예상

시장의 기대를 상회했던 2분기 실적에 이어 3분기도 양호한 실적이 이어질 전망이다. 우선, 시장의 가장 큰 우려인 렌탈 회원 계정의 감소는 통신사 및 카드사와의 마케팅 제휴, 소유권 이전제도의 부활 등 다양한 프로모션을 통해 회복될 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 가격 인상 효과, 합병 효과 외에도 자체적인 원가 혁신노력으로 수익성 개선세가 지속될 것이며, 마지막으로 2분기 실적에서 나타난 것처럼 해외수출 사업의 환율효과의 수혜도 지속될 전망이다.

투자의견 BUY 유지,  
목표주가 40,000원으로 상향조정

따라서, 경기방어주로서 시장 지수흐름 대비 안정적 주가 흐름을 보이고 있는 동사의 특성을 고려해 현금흐름할인모형 밸류에이션의 Beta 가정을 기준 1.0에서 0.8(최근 5개년 평균값)로 조정하였으며, 이에 따라 목표주가가 새로 산출된 40,000원으로 상향조정한다. 2008년 예상 PER은 19.1배 수준이다.

**<표 1> DCF에 의한 새로운 목표주가는 40,000원**

(단위: 억원, 원)

Current Price	34,000	Terminal Growth	3.0%										
DCF Model I	Fiscal Year	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sales		12,131	13,081	14,137	15,341	16,599	17,588	18,532	19,477	20,420	21,309	22,145	22,927
growth(%)			7.8%	8.1%	8.5%	8.2%	6.0%	5.4%	5.1%	4.8%	4.4%	3.9%	3.5%
EBIT		1,613	1,982	2,292	2,742	3,116	3,330	3,543	3,724	3,904	4,006	4,163	4,264
growth(%)			22.9%	15.6%	19.6%	13.7%	6.9%	6.4%	5.1%	4.8%	2.6%	3.9%	2.4%
Margin(%)		13.3%	15.2%	16.2%	17.9%	18.8%	18.9%	19.1%	19.1%	19.1%	18.8%	18.8%	18.6%
* EBITDA		3,029	3,493	4,162	4,930	5,550	5,976	6,091	6,402	6,712	6,936	7,208	7,417
* EBITDA margin(%)		25.0%	26.7%	29.4%	32.1%	33.4%	34.0%	32.9%	32.9%	32.9%	32.5%	32.5%	32.3%
Tax rate(%)		25.3%	26.5%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
NOPLAT		1,205	1,457	1,737	2,078	2,362	2,524	2,686	2,823	2,959	3,037	3,156	3,232
Depr. & amort.		1,416	1,511	1,870	2,189	2,434	2,646	2,548	2,678	2,808	2,930	3,045	3,152
Gross Cash Flow		2,621	2,968	3,607	4,267	4,796	5,170	5,234	5,501	5,767	5,967	6,201	6,385
Net Working Capital inc(dec.)		189	37	128	136	143	111	-5	72	72	68	64	59
Capex		2,282	2,106	2,827	2,915	2,988	3,166	3,169	2,997	2,985	2,960	2,922	2,874
Investing Cash Flow			2,142	2,956	3,051	3,131	3,277	3,164	3,069	3,057	3,027	2,986	2,933
Free Cash Flow			825	651	1,216	1,665	1,893	2,070	2,431	2,710	2,939	3,215	3,451
Cost of Equity			9.0%										
Risk Free			5.0%										
Beta			0.8										
Risk Premium			5.0%										
Cost of Debt													
WACC													
NPV of FCF		15,562											
NPV of CV		14,875											
NOPLAT		3,435											
ROIC		8.6%											
WACC		8.6%											
Terminal Growth		3.0%											
CV		39,867											
Enterprise Value		30,436											
Non-Operating Value		427											
Cash & equivalent		285											
Finacial Goods		0											
Marketable securities		1											
Investment securities		140											
Debt		1,120											
Net Enterprise Value		29,743											
Equity Value		29,743											
No. of Shares(Common, thou.)		74,432											
Fair Price -DCF		39,960											

자료: 유진투자증권

## 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	405.9	395.6	451.8	484.3	544.0
현금성자산	39.0	28.7	73.5	87.9	128.4
매출채권	110.8	117.9	129.0	140.2	152.2
재고자산	80.4	57.8	56.2	61.2	66.4
비유동자산	479.2	540.5	644.0	747.8	828.6
투자자산	76.9	77.7	168.5	175.3	182.4
유형자산	374.2	388.7	410.3	516.2	597.5
무형자산	28.2	74.1	65.3	56.3	48.7
<b>자산총계</b>	<b>885.1</b>	<b>936.1</b>	<b>1,095.8</b>	<b>1,232.0</b>	<b>1,372.6</b>
유동부채	431.8	393.0	424.5	459.8	465.2
매입채무	29.3	25.8	30.9	33.6	36.5
단기차입금	101.7	92.0	125.7	155.7	155.7
유동성장기부채	30.0	20.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	14.6	14.5	79.7	80.5	81.3
사채및장기차입금	0.0	0.0	60.0	60.0	60.0
기타비유동부채	14.6	14.5	19.7	20.5	21.3
<b>부채총계</b>	<b>446.3</b>	<b>407.6</b>	<b>504.2</b>	<b>540.3</b>	<b>546.6</b>
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.8	113.7	103.8	103.8	103.8
자본조정	2.1	5.4	4.0	4.0	4.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	283.5	370.1	444.6	544.7	678.9
<b>자본총계</b>	<b>438.8</b>	<b>528.5</b>	<b>591.6</b>	<b>691.8</b>	<b>826.0</b>
총차입금	131.7	112.0	195.7	225.7	225.7
순차입금(순현금)	92.8	83.4	122.3	137.9	97.3
투하자본	517.8	597.8	608.2	719.6	808.8

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>183.7</b>	<b>283.3</b>	<b>320.5</b>	<b>340.2</b>	<b>405.3</b>
당기순이익	74.9	116.3	132.6	158.2	192.3
유무형자산상각비	138.5	141.6	151.1	187.0	218.9
기타비현금손익가감	86.1	77.7	45.4	7.9	7.8
운전자본의변동	(115.9)	(52.2)	(8.5)	(12.8)	(13.6)
매출채권감소(증가)	(100.7)	(19.7)	(9.1)	(11.3)	(11.9)
재고자산감소(증가)	(38.4)	22.0	0.7	(4.9)	(5.2)
매입채무증가(감소)	(3.3)	(7.5)	5.2	2.7	2.9
기타	26.6	(47.0)	(5.2)	0.6	0.7
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(216.2)</b>	<b>(220.0)</b>	<b>(301.3)</b>	<b>(297.8)</b>	<b>(306.7)</b>
단기투자자산처분(취득)	(4.3)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권처분(취득)	(15.5)	0.8	(89.0)	(13.9)	(14.1)
설비투자	(208.6)	(228.2)	(210.6)	(282.7)	(291.5)
유형자산처분	22.1	9.8	5.6	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(10.6)	(4.7)	(4.1)	(1.1)	(1.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>48.5</b>	<b>(49.7)</b>	<b>25.7</b>	<b>(28.1)</b>	<b>(58.1)</b>
차입금증가(감소)	16.0	(19.7)	83.7	30.0	0.0
자본증가(감소)	32.5	(30.0)	(58.1)	(58.1)	(58.1)
배당금지급	24.4	29.8	58.1	58.1	58.1
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>15.9</b>	<b>(6.0)</b>	<b>44.9</b>	<b>14.4</b>	<b>40.6</b>
기초현금	18.6	34.5	28.5	73.4	87.8
기말현금	34.5	28.5	73.4	87.8	128.4
Gross cash flow	299.6	335.5	329.0	353.0	419.0
Gross investment	327.8	272.3	309.7	310.6	320.3
<b>Free cash flow</b>	<b>(28.3)</b>	<b>63.3</b>	<b>19.3</b>	<b>42.4</b>	<b>98.7</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>1,117.8</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,308.1</b>	<b>1,413.7</b>	<b>1,534.1</b>
증가율 (%)	10.9	8.5	7.8	8.1	8.5
매출총이익	737.4	828.4	913.5	996.6	1,087.7
매출총이익율 (%)	66.0	68.3	69.8	70.5	70.9
판매비와관리비	625.1	667.1	715.2	767.4	813.5
증가율 (%)	14.2	6.7	7.2	7.3	6.0
<b>영업이익</b>	<b>112.3</b>	<b>161.3</b>	<b>198.2</b>	<b>229.2</b>	<b>274.2</b>
증가율 (%)	15.9	43.7	22.9	15.6	19.6
<b>EBITDA</b>	<b>250.8</b>	<b>302.9</b>	<b>349.3</b>	<b>416.2</b>	<b>493.0</b>
증가율 (%)	11.7	20.8	15.3	19.1	18.5
<b>영업외손익</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(17.9)</b>	<b>(20.5)</b>	<b>(20.5)</b>
이자수익	1.9	1.6	2.4	1.7	1.8
이자비용	8.8	8.0	11.9	12.9	13.0
외화관련손익	0.6	0.9	2.2	0.0	0.0
지분법손익	(3.9)	(4.1)	(8.3)	(9.7)	(9.7)
기타영업외손익	0.4	4.0	(2.3)	0.3	0.3
<b>세전계속사업손익</b>	<b>102.4</b>	<b>155.7</b>	<b>180.3</b>	<b>208.7</b>	<b>253.7</b>
법인세비용	27.5	39.4	47.8	50.5	61.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>74.9</b>	<b>116.3</b>	<b>132.6</b>	<b>158.2</b>	<b>192.3</b>
증가율 (%)	23.1	55.2	14.0	19.3	21.6
당기순이익률 (%)	6.7	9.6	10.1	11.2	12.5
<b>EPS</b>	<b>1,010</b>	<b>1,562</b>	<b>1,781</b>	<b>2,125</b>	<b>2,583</b>
증가율 (%)	(8.4)	54.8	14.0	19.3	21.6
완전회색EPS			1,781	2,125	2,583
증가율 (%)				19.3	21.6

### 주요투자지표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,010	1,562	1,781	2,125	2,583
BPS	5,521	6,105	7,072	8,538	10,443
DPS	400	780	780	780	780
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	25.6	19.5	19.1	16.0	13.2
PBR	4.7	5.0	4.8	4.0	3.3
PCR	6.4	6.8	7.7	7.2	6.0
EV/ EBITDA	8.0	7.8	7.6	6.4	5.3
배당수익률	1.6	2.6	2.3	2.3	2.3
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	10.0	13.3	15.2	16.2	17.9
EBITDA이익율	22.4	25.0	26.7	29.4	32.1
순이익율	6.7	9.6	10.1	11.2	12.5
ROE	19.2	24.0	23.7	24.6	25.3
ROIC	17.2	21.6	24.2	26.2	27.2
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	21.1	15.8	20.7	19.9	11.8
유동비율	94.0	100.6	106.4	105.3	116.9
이자보상배율	16.1	25.2	20.9	20.5	24.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
매출채권회전율	16.0	10.6	10.6	10.5	10.5
재고자산회전율	18.2	17.6	22.9	24.1	24.1
매입채무회전율	36.1	44.1	46.1	43.8	43.8

**Compliance Notice**

당 사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 “응진코웨이” 의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당 사는 자료 작성일 현재 “응진코웨이” 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**투자등급 관련사항**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.  
 상기 투자등급은 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후	변경전
<ul style="list-style-type: none"> <li>· STRONG BUY : 추천기준일 증가대비 +50%이상.</li> <li>· BUY : 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.</li> <li>· HOLD : 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만.</li> <li>· REDUCE : 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· BUY 1 : 추천기준일 증가대비 +25%이상.</li> <li>· BUY 2 : 추천기준일 증가대비 +15%이상~+25%미만.</li> <li>· HOLD : 추천기준일 증가대비 +5%이상~+15%미만.</li> <li>· REDUCE : 추천기준일 증가대비 +5%미만.</li> </ul>

**최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용**

일자	2008.7.15	2008.8.11	2008.9.2
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	36,000원	36,000원	40,000원

**최근 2년간 목표주가 변경추이**



동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나, 그 정확성이나 완벽성을 보장할 수 없습니다. 따라서 동 자료는 투자자의 유가 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없으며, 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 동 자료는 당 사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.