

한국희 Analyst, 3774-1474 cookie@miraeasset.com
공은정 Analyst, 3774-6934 ejkong@miraeasset.com

WHAT'S NEW

결경사 맞을 준비

웅진코웨이의 4~5월 순증 가입자 수 전년동기에 비해 37% 증가. 5월 누적 렌탈 가입자는 전년 말 대비 약 5% 늘어나면서 불황에 오히려 강한 면모를 과시. 일종의 캐쉬백 방식인 Pay Free 제도의 빠른 안착 및 해지율 안정이 주요. 따라서 수주 base인 수출 실적 개선 둔화에도 불구하고, 2/4분기 매출액과 영업이익은 각각 7.1%, 8.0% 증가하는 호조세 보일 전망. 더 고무적인 점은 가입자 증가 시 초기 부담이 큰 비용 구조 고려시 최근의 신규가입자 효과는 하반기 이후에서야 본격적인 마진 개선으로 나타날 것이라는 점. 타 내수 업체들이 08년 하반기 이후 실적의 base가 높아 부담스러워지는 데 반해 동사는 상반기보다 하반기, 2009년보다 2010년이 더 좋을 것. 또 하반기에 부분적인 렌탈 가격 인상 가능성 큼. 최근의 가입자 기반 강화와 ARPU 상승 가능성을 반영하여 목표주가를 37,500원으로 상향 조정.

» 4~5 월 큰 폭 가입자 수 확대 확인, 목표주가 상향

» 더할 나위 없을 하반기: 신규 가입자 효과 + 단가 인상

» 재조명되어 마땅한 매력 포인트

» 09~10년 18%의 OP 성장률 불구, PER 14 배로 역사적 저점

» 4~5 월 큰 폭 가입자 수 증가 확인

매출액의 약 80%를 차지하는 렌탈 사업부의 가입자 순증(23만 계정)이 전년 같은 기간(17만 계정)에 비해 약 37% 증가하였음. 총 계정 수는 08년 말의 364만 계정 대비 약 5% 증가한 380만 계정으로 확대. 불황기 고객 이탈에 대한 우려와 달리 오히려 동사의 가입자 기반은 강화되고 있는 것으로 해석. 해지율이 09년 들어 월평균 1.15% (vs. 08년 평균 1.21%, 07년 평균 1.22%) 수준에서 안정적으로 컨트롤되고 있음. 일종의 캐쉬백 구조인 'Pay free' 제도가 고객 이탈을 최소화하면서 신규 계정 수 증가에 획기적으로 기여.

» 하반기 이후가 더욱 기대: 단가 인상 + 비용 구조 개선

따라서 수주 base의 수출 부문(매출 비중 약 5%)이 글로벌 경기 침체로 다소 고전하고 있음에도 불구하고, 2/4분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 7.1%(352십억원), 8.0%(52십억원) 증가하며 시장 컨센서스를 충족할 전망. 하지만 우리는 오히려 하반기 이후를 더 기대. 첫째, 신규 가입자 발생시 초기 비용 부담이 큰 동사 수익구조의 특성상 최근의 가

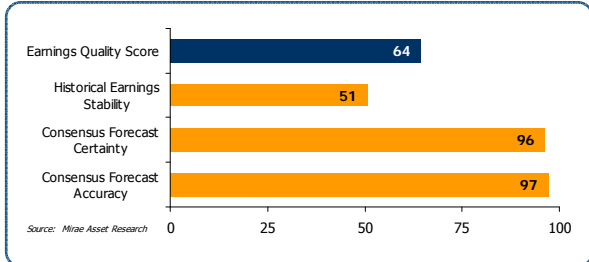
목표주가 W37,500
현재가(7/6) W30,600

Upside/Downside 22.6%
Consensus target price W35,000
Difference from consensus 7.1%

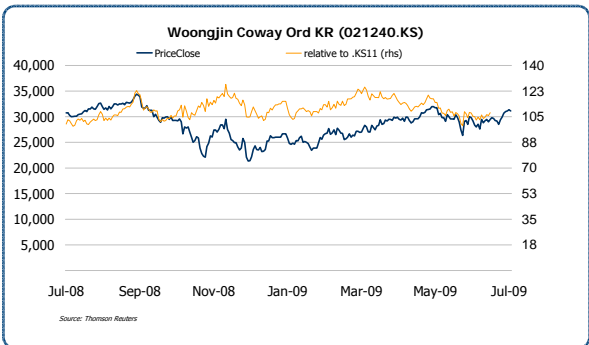
Forecast earnings & valuation

| Fiscal year ending | Dec-08A | Dec-09E | Dec-10E | Dec-11E |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| Revenue (KRWb) | 1,314 | 1,466 | 1,654 | 1,770 |
| Op EBIT (KRWb) | 190 | 220 | 264 | 287 |
| Net income (KRWb) | 129 | 165 | 203 | 226 |
| Profit (KRWb) | 129 | 165 | 203 | 226 |
| EPS (KRW) | 1,733.99 | 2,216.29 | 2,724.52 | 3,042.19 |
| EPS growth | 11.0% | 27.8% | 22.9% | 11.7% |
| P/E (x) | 17.9 | 14.0 | 11.4 | 10.2 |
| EV/EBITDA (x) | 5.9 | 5.1 | 4.4 | 3.9 |
| Yield | 2.8% | 3.5% | 4.4% | 4.9% |
| P/B (x) | 3.93 | 3.62 | 3.05 | 2.62 |
| ROE | 23.2% | 26.9% | 29.0% | 27.6% |
| Net debt/equity | 15.4% | 9.2% | 0.3% | -5.7% |
| Cons EPS (KRW) | 1,733.99 | 2,097.30 | 2,410.85 | 3,042.19 |
| Prev EPS (KRW) | - | - | - | - |

Earnings quality score



Performance



Trading data

| | |
|-----------------------------|--------------------------------|
| Market Cap (W bn / US\$ mn) | 2,315/1,829 |
| Shares Outstanding | 74.4mn |
| Free Float | 61.5% |
| 52-week Price High/Low | ₩21,350 - 34,400 |
| Daily Average Volume (3M) | US\$7.70mn |
| Performance | 1M 3M 12M |
| Absolute | 6.5% 5.4% 1.3% |
| Relative to KOSPI | 8.2% -3.0% 14.7% |
| Major shareholders | |
| 웅진홀딩스 | 36% |
| Lazard Asset Management | 13.4% |

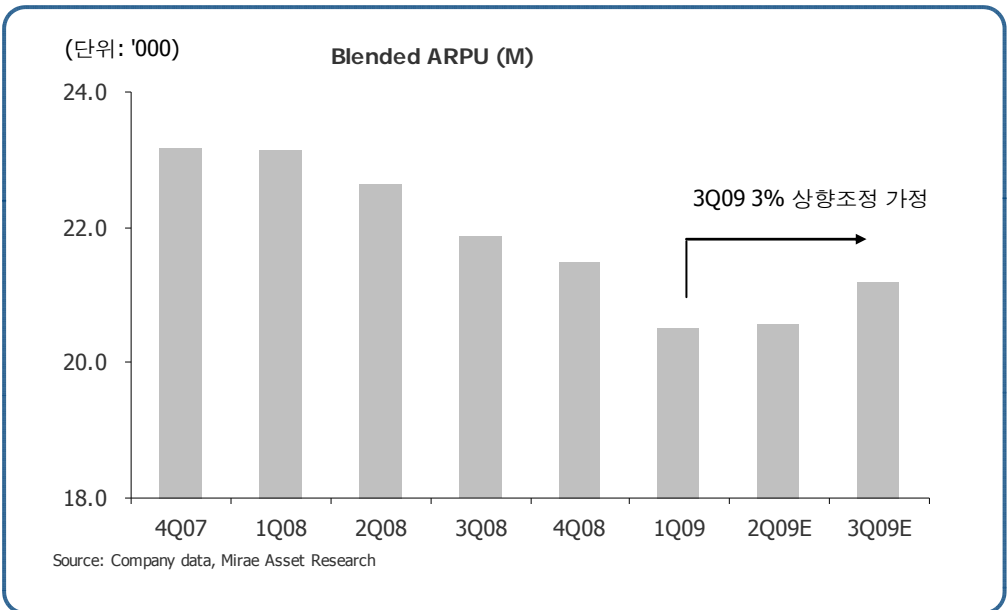
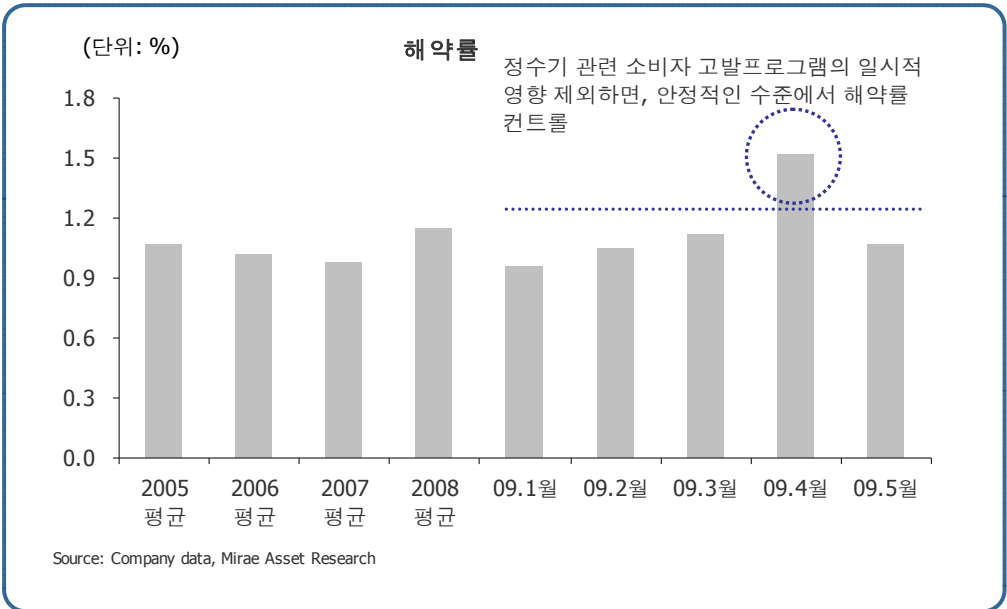
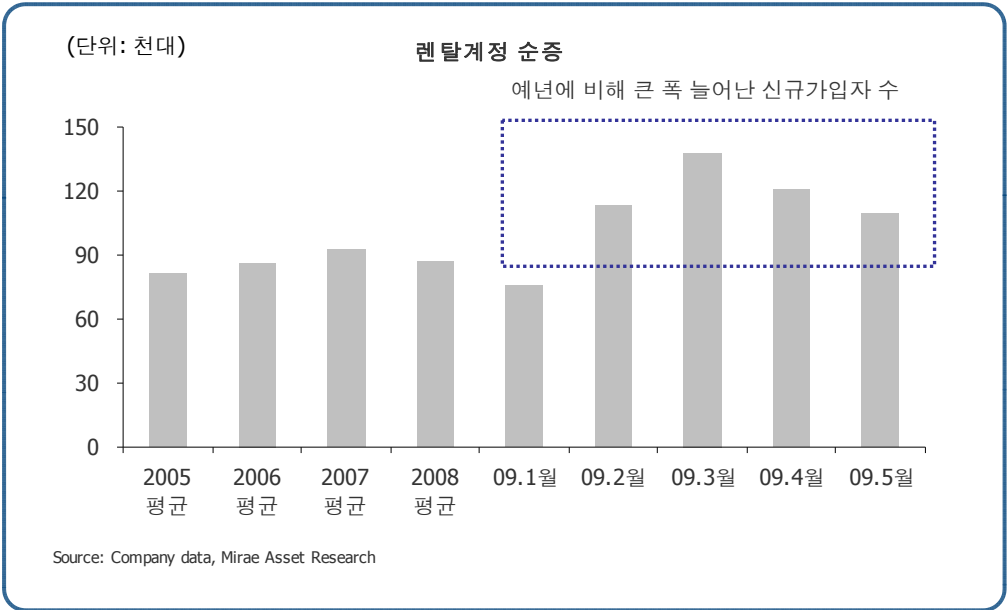
입자 기반 확대는 지금 당장보다는 하반기 이후의 영업이익률 개선 및 현금흐름 증가에 지속적으로 반영될 것. 둘째, 하반기에 일부 제품 서비스 단가 인상을 예상하기 때문. 동사는 3년에 한차례 정도의 가격 인상 정책을 표방. 오는 3/4분기가 이에 해당되는 시기. 우리는 3/4분기에 약 3% 정도의 blended ARPU 증가를 가정하였음.

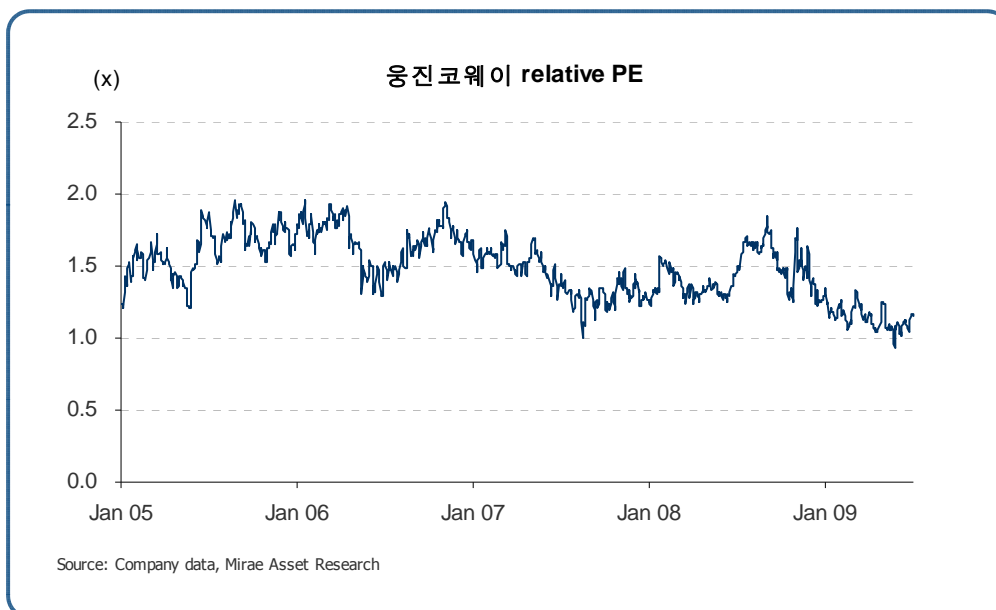
» 재조명될 매력 포인트

동사 주가는 지난 3개월 동안 KOSPI를 5.4% 아웃퍼폼. 가입자 기반의 안정적인 현금 창출력이라는 매력은 종종 catalyst의 부재와 상대 밸류에이션 프리미엄 지속으로 반감되곤 했음. 그러나 최근 밸류에이션은 충분히 매력적인 수준(PER 14배)으로 조정되었고, 전술한 가격 인상 가능성, 최근 가입자 기반의 빠른 확대 등은 충분히 강력한 주가 상승의 catalyst로 작동할 수 있을 것. 특히 여타 대형 내수소비재 기업들이 올해 하반기 이후부터는 이익 성장률 측면에서 (상대적으로 높은 전년동기의 base 때문에) 부담스러울 것인 데 반해, 동사의 최근 혹은 임박한 변화(가입자 급증 및 단가 인상)는 2010년 이후까지 높은 투자릿수 이익 성장률을 담보.

» 09~10년 17.8%의 OP 성장률 불구, PER 14 배에 불과

1) 예상보다 큰 폭의 가입자 기반 확대, 2) 3/4분기의 일부 단가 인상 가정에 따라 09~10년 매출액을 각각 5.6%, 11.3%, 영업이익 추정치를 7.9%, 17.9% 상향 조정함. 이에 따라 DCF(WACC=9.7%, g=2.0%)로 산출된 목표주가는 기존 34,500원에서 37,500원으로 상향. 기존의 BUY 의견은 유지. 새로운 목표주가의 implied PER은 09~10년 기준으로 각각 17배 및 14배. 현주가는 09년 기준 PER 14배, EV/EBITDA 6배에 불과. 08~11E EPS 성장률 20%, EBITDA 성장률 12%임을 고려할 때 충분히 싼 주가.





<DCF Valuation Table>

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|--------|------|------|------|------|------|
| EBIT | 190 | 220 | 264 | 287 | 298 | 307 |
| NOPLAT | 132 | 168 | 205 | 221 | 230 | 238 |
| DEP+AMOR | 141 | 152 | 166 | 180 | 232 | 230 |
| CAPEX | 142 | 175 | 186 | 201 | 206 | 211 |
| FCF | - | 175 | 174 | 187 | 266 | 258 |
| Discount Factor | - | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| PV of FCF | | 175 | 159 | 157 | 204 | 181 |
| Sum of PV | 875 | | | | | |
| Continuing value | | | | | | |
| Noplat as of 2012 | 238 | | | | | |
| Growth Rate | 2.0% | | | | | |
| ROIC | 20.0% | | | | | |
| CV at the end of 2012 | 2,956 | | | | | |
| Discount Factor | 0.64 | | | | | |
| PV of Continuing Value | 1,892 | | | | | |
| Enterprise Value | 2,768 | | | | | |
| Non-Operating Investment | 189 | | | | | |
| Cash&Cash Equivalents | 76 | | | | | |
| Financial goods | - | | | | | |
| St. financial products | - | | | | | |
| Investment assets | 113 | | | | | |
| Debts | 168 | | | | | |
| Appraised equity value | 2,789 | | | | | |
| Appraised share value | 37,469 | | | | | |

| Key Assumptions | |
|-----------------|------|
| WACC | 9.4% |
| g | 2.0% |
| Rf | 4.0% |
| Rm | 6.5% |
| Beta | 0.8 |

Source: Company data, Mirae Asset Research

웅진코웨이 이익 전망 수정

| (십억원, %, %p) | 수정 전 | | 수정 후 | | 차이(%, %p) | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-------|
| | 2009E | 2010E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E |
| 매출액 | 1,388.3 | 1,486.6 | 1,466.2 | 1,654.3 | 5.6 | 11.3 |
| 영업이익 | 204.1 | 223.3 | 220.3 | 261.3 | 7.9 | 17.1 |
| 세전순이익 | 207.9 | 155.9 | 215.3 | 202.8 | 3.6 | 30.0 |
| 순이익 | 145.2 | 15.1 | 165.0 | 15.9 | 13.6 | 5.7 |
| 영업이익률 | 14.7 | 15.0 | 15.0 | 15.8 | | |
| 세전순이익률 | 15.0 | 10.5 | 14.7 | 12.3 | | |
| 순이익률 | 10.5 | 1.0 | 11.3 | 1.0 | | |

Source: Company data, Mirae Asset Research

웅진코웨이 2/4분기 실적 Preview

| (단위: 십억원, %) | 2Q09E | 2Q09C | 차이(%, %p) | 2Q08 | YoY(%, %p) | 1Q09 | QoQ(%, %p) |
|--------------|-------|-------|-----------|-------|------------|-------|------------|
| 매출액 | 352.4 | 356.6 | (1.2) | 329.0 | 7.1 | 341.4 | 3.2 |
| 영업이익 | 51.8 | 51.9 | (0.3) | 47.9 | 8.0 | 48.8 | 6.1 |
| 세전순이익 | 49.9 | 51.6 | (3.3) | 44.0 | 13.2 | 48.6 | 2.6 |
| 순이익 | 38.2 | 36.8 | 3.7 | 30.1 | 26.9 | 37.1 | 2.8 |
| 영업이익률 | 14.7 | 14.6 | | 14.6 | | 14.3 | |
| 세전순이익률 | 14.2 | 14.5 | | 13.4 | | 14.2 | |
| 순이익률 | 10.8 | 10.3 | | 9.1 | | 10.9 | |

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

대차대조표

| (단위: 십억) | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 395.6 | 475.6 | 481.7 | 533.9 | 616.9 |
| 현금및단기금융상품 | 28.5 | 76.1 | 36.4 | 63.9 | 116.9 |
| 매출채권 | 117.9 | 149.8 | 183.5 | 192.3 | 210.1 |
| 재고자산 | 57.8 | 58.0 | 60.6 | 68.4 | 72.1 |
| 고정자산 | 540.5 | 595.8 | 652.5 | 707.4 | 768.8 |
| 투자자산 | 77.7 | 174.5 | 212.0 | 234.3 | 252.9 |
| 유형자산 | 388.7 | 356.4 | 383.3 | 417.4 | 453.6 |
| 무형자산 | 74.1 | 64.9 | 57.2 | 55.6 | 62.3 |
| 자산총계 | 936.1 | 1,071.4 | 1,134.2 | 1,241.3 | 1,385.7 |
| 유동부채 | 393.0 | 398.7 | 432.3 | 446.5 | 464.3 |
| 매입채무 | 25.8 | 34.2 | 43.8 | 45.0 | 49.2 |
| 단기차입금 | 92.0 | 107.8 | 66.1 | 66.1 | 66.1 |
| 유동성장기부채 | 20.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 고정부채 | 14.5 | 76.0 | 53.9 | 25.9 | 28.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 60.0 | 30.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 407.6 | 474.8 | 486.2 | 472.4 | 492.4 |
| 자본금 | 39.3 | 39.3 | 39.3 | 39.3 | 39.3 |
| 자본잉여금 | 113.7 | 108.7 | 59.5 | 59.5 | 59.5 |
| 이익잉여금 | 370.1 | 441.1 | 539.8 | 660.7 | 785.2 |
| 자본조정 | 5.4 | 7.5 | 9.4 | 9.4 | 9.4 |
| 자본총계 | 528.5 | 596.6 | 648.0 | 768.9 | 893.4 |
| 총차입금 | 112.0 | 167.8 | 96.1 | 66.1 | 66.1 |
| 순차입금 | 83.4 | 91.7 | 59.7 | 2.3 | (50.8) |

Source: Company data, Mirae Asset Research

손익계산서

| (단위: 십억, %) | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,213.1 | 1,314.4 | 1,466.2 | 1,654.3 | 1,770.1 |
| 증가율 | 8.5 | 8.4 | 11.5 | 12.8 | 7.0 |
| 매출원가 | 384.7 | 407.2 | 425.0 | 462.0 | 518.6 |
| 매출총이익 | 828.4 | 907.2 | 1,041.2 | 1,192.2 | 1,251.5 |
| 증가율 | 12.3 | 9.5 | 14.8 | 14.5 | 5.0 |
| 매출총이익률 | 68.3 | 69.0 | 71.0 | 72.1 | 70.7 |
| 판매비및일반관리비 | 667.1 | 717.1 | 820.9 | 928.6 | 964.8 |
| 영업이익 | 161.3 | 190.1 | 220.3 | 263.7 | 286.7 |
| 증가율 | 43.7 | 17.9 | 15.8 | 19.7 | 8.7 |
| 영업외손익 | (5.6) | (5.4) | (5.0) | (2.4) | 5.1 |
| 순금융비용 | 6.4 | 8.0 | 6.2 | 2.8 | 1.5 |
| 외환관련손익 | 0.9 | 10.5 | 4.2 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법평가손익 | (4.1) | (1.4) | (1.2) | 2.0 | 8.0 |
| 기타영업외손익 | 4.0 | (6.4) | (1.7) | (1.6) | (1.4) |
| 세전순이익 | 155.7 | 184.8 | 215.3 | 261.3 | 291.8 |
| 법인세비용 | 39.4 | 55.7 | 50.3 | 58.5 | 65.4 |
| 당기순이익 | 116.3 | 129.1 | 165.0 | 202.8 | 226.4 |
| EPS | 1,563 | 1,734 | 2,216 | 2,725 | 3,042 |
| 증가율 | 54.7 | 11.0 | 27.8 | 22.9 | 11.7 |
| EBITDA | 302.9 | 331.3 | 372.2 | 429.6 | 466.5 |
| 증가율 | 20.8 | 9.4 | 12.3 | 15.4 | 8.6 |

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

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

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

- 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 동 지표값이 높음.
- 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 동 지표값이 높음.
- 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 동 지표값이 높음.

* 참고사항

- Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국회

| 종목 | 담당자 | 종류 | 담당자 보유주식수 | 취득일 | 1%이상 보유여부 | 유가증권 종목 | 계열사 담당자 | 자사주 종류 |
|--------|-----|----|-----------|-----|-----------|---------|---------|--------|
| 해당사항없음 | | | | | | | | |



웅진코웨이(021240)

| 날짜 | 투자의견 | 목표가격(6개월) |
|-------------------------------------|----------------|--------------|
| 06/03/2008 | BUY (Initiate) | 36,400 |
| 07/23/2008 | BUY | 34,500(Down) |
| 08/11/2008 | BUY | 34,500 |
| <No Change in Recommendation or TP> | | |
| 07/07/2009 | BUY | 37,500(Up) |