

웅진코웨이 (021240)

매수 **웅진쿠첸 합병 단기 종립, 중장기 긍정적**

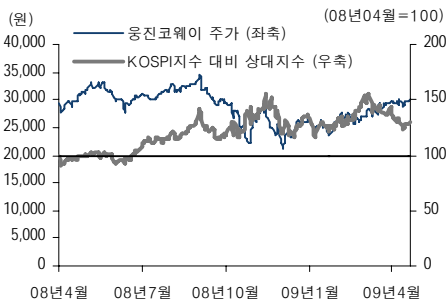
주가 (4월 21일) 30,000원
적정주가 (% variance) 36,000원(20.0%)

이선경
(02) 3772-1568
sunny.lee@goodi.com

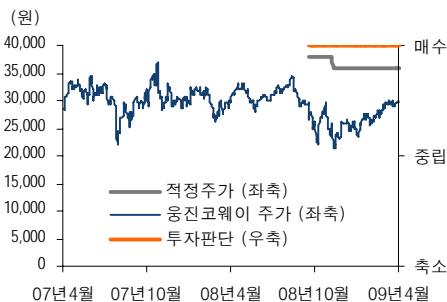
시가총액	2,233.0십억원
일평균 거래액	9,346백만원
52주 최고가/최저가	34,400원/21,350원

12월 결산	2008	2009E	2010E
EPS (원)	1,734	2,071	3,080
증가율(%)	11.0	19.4	48.7
% from cons		0.2	28.8
PER (x)	17.0	14.5	9.7
Rel. PER (x)	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	6.9	6.7	5.0
PBR (x)	3.7	3.6	2.9
ROE (%)	22.9	25.2	32.6

주가 추이



투자 의견 및 적정주가 추이

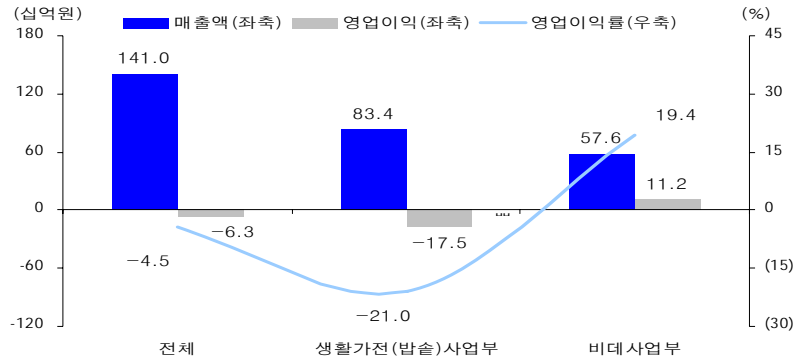


- 1:0.244 비율로 웅진쿠첸 흡수합병 결정,
- 연간 영업이익 120억원 ↑, 이자비용 25억원 ↑, 순이익 71억원 ↑
- 단기 종립적, 중·장기적으로 긍정적
- 투자의견 매수, 적정주가 36,000원 유지

웅진쿠첸 흡수합병 결정 웅진코웨이가 2009년 7월 1일을 기준으로 계열회사인 웅진쿠첸을 흡수합병하기로 결정했다. 웅진쿠첸은 2005년 웅진코웨이와 웅진코웨이 개발 합병 시 웅진코웨이개발 상장을 위한 부채비율 요건을 충족시키기 위해 비데사업부를 Spin-off해 설립한 회사이다. 그룹 사업 개편 완성을 위해 웅진코웨이에 합병이 예정되어 있었던 회사로 2009년 2월 밥솔부분 매각이 완료되면서 남은 비데사업부가 이번에 웅진코웨이에 흡수합병결정 된 것이다. 합병비율은 1:0.244로 이에 따라 웅진코웨이가 신규 발행하게 될 총 주식수는 2,692,803 주이다. 쿠첸 비데 사업 흡수합병으로 웅진코웨이는 전제품의 생산, 판매, 서비스를 내부 수직계열화하게 되었으며 이번 거래를 끝으로 계열사와의 추가적인 거래 관계는 없을 전망이다.

연간 영업이익 120억원 ↑, 이자비용 25억원 ↑, 순이익 71억원 ↑ 웅진쿠첸의 2008년 매출액은 1,410억원 영업이익은 -63억원이다. 그러나 영업손실은 모두 밥솔사업부에서 비롯된 것이며 비데 사업부의 경우 제조원가의 20~22%의 마진을 웅진코웨이 측에서 보장해주고 있다. 비데 제조, 비데 A/S부품 판매, 해체 용역 등으로 구성된 웅진쿠첸의 비데사업부의 2008년 매출은 576억원이며 영업이익은 112억원 (영업이익률 19.4%)이다. 비데사업부 흡수합병으로 렌탈매출원가 및 렌탈폐기손실도 감소, 기타 경비 감소 등으로 웅진코웨이는 최소 연간 120억원의 영업이익 개선 효과를 기대하고 있다. 한편, 웅진쿠첸은 2008년 말 기준 단기차입금 539억원을 보유하고 있으며 이자율은 약 7~7.5%이다. 밥솔부분 매각 대금 223억원 유입 시 차입금 상환에 쓰일 계획인데 나머지 차입금은 웅진코웨이가 인수하게 되며 이로인해 연간 약 25억원 내외의 이자비용이 추가될 전망이다. 따라서 95억원의 세전이익 개선효과에 2009년 예상 법인세(예상세율 25%)를 제할경우 약 71억원의 이익 및 현금흐름 개선이 예상된다.

2008년 웅진코웨이 사업부별 매출액과 영업이익



출처: 웅진코웨이, 굿모닝신한증권

단기 중립적, 중·장기적으로 긍정적 신주발행으로 인한 발행주식수 증가는 3.6%인데 연간 손익개선효과 71억원을 반영해 계산한 결과 EPS는 약 1.0% 개선된다. 이에 따라 합병이 단기적으로 EPS에 미치는 영향은 미미하다. 또한 합병이 동사의 재무구조에 미치는 영향도 제한적이다. 2008년말 기준 동사의 부채비율은 80%이며 순차입금은 858억원이다. 반면 해피올 인수 자금까지 감안해도 2009년 FCF가 1천억원을 넘을 것으로 예상되어 320억원의 단기차입금 증가에 따른 영향은 미미하다. 단기적으로는 EPS 및 재무구조에 미치는 영향이 미미하나 장기적으로는 이익과 현금흐름 개선으로 기업가치에 긍정적이다.

투자의견 매수, 적정주가 36,000원 유지 이번 흡수합병 결정은 이미 예견되었던 의사 결정이며 영업이익 개선으로 인해 3.6%의 신주 발행에도 불구하고 주주가치 훼손은 없을 전망이다. 단기적으로는 그 영향이 중립적이거나 장기적으로는 이익 및 현금흐름 개선으로 기업가치 제고에 기여할 것으로 전망된다. 이에 따라 동사에 대해 투자의견 매수, 적정주가 36,000원을 유지한다.

투자등급 매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하 (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.