

웅진코웨이 (021240)

매수(신규)
목표가: 47,000원
종가(3/25): 36,850원

제 2의 성장기를 맞이한다

■ 투자의견 매수와 목표주가 47,000원 제시

투자의견 ‘매수’와 목표주가 47,000원으로 분석을 시작한다. 향후 1) 주력 및 신규 사업이 주도하는 성장이 재개되고, 2) 하반기부터 수익성 개선이 본격화될 전망이다, 3) 높은 배당 성향과 지속적인 주주 가치 우호 정책이 주요 투자 포인트이다. 목표주가 47,000원은 2011년 EPS 2,580원에 과거 5년 평균 PER 18배를 적용하여 산출했다. 제시한 목표주가는 현 주가 대비 27.6% 상승 여력이 있다.

■ 제 2의 성장기를 맞이한다

2007~2010년 매출 증가율이 연평균 7.8%로 과거 두 자릿수에 비해 둔화되었다. 그러나 향후 3년간 매출 증가율은 10.7%로 재차 회복될 전망이다. 우선, 주력인 환경가전 사업의 순증 가입자가 급증해 환경가전 사업 매출액 증가율이 과거 3년간 연평균 5.6%에서 향후 3년간 7.6%로 확대될 것으로 예상된다. 두 번째, 국내 화장품 사업이 기대 이상의 매출 호조를 시현하고 있다. 2010년 9월 출시된 국내 화장품 사업은 2010년 매출 비중이 1.5%에 불과했으나 2013년 6.4%로 상승할 것으로 예상된다. 세 번째, 수처리 및 수출 사업 등 신규 사업도 시장 확대와 M&A, 신규 거래선 확보 등으로 향후 중장기 성장 동력이 될 것으로 예상된다. 중국 자회사와 웅진케미칼 등 핵심 자회사 성장이 지속되어 이 또한 주목할 요인이다.

■ 수익성 개선은 하반기부터, 향후 3년간 EPS 연평균 13% 증가 예상

영업이익률은 2010년 15.1%를 정점으로 2011년 14.2%로 하락할 것으로 예상된다. 2010년 4분기부터 시작된 화장품 사업에 대한 마케팅 비용 증가와 신규 라인 출시로 인해 2011년 상반기까지 감익 추세가 이어질 전망이다. 그러나 규모의 경제와 광고비 집행이 둔화되는 하반기부터 영업이익은 증가세로 전환돼 2011년 하반기 영업이익은 전년 대비 19% 증가할 것으로 예상된다. 2011년 연간 영업이익은 6.5% 증가에 그칠 전망이다. 방향은 상저 하고로 예상되고 2012년 영업이익은 14% 늘어날 전망이다. 영업 호조와 자회사 실적 호조로 인한 지분법 이익 개선으로 향후 3년간 EPS는 연평균 13% 증가할 것으로 예상된다.

■ 수성에 대한 우려와 그룹 리스크 상존

동사의 독보적인 시장 지배력은 강점인 동시에 중소기업의 저가 공세와 대기업의 정수기 사업 확대는 리스크 요인이다. 그러나 우리는 이러한 우려보다는 웅진코웨이의 적극적인 신제품 개발, 1만 3천명 코디 조직을 통한 월등한 서비스력은 쉽게 모방할 수 없는 경쟁력이라는 데에 주목한다. 웅진 그룹 관련된 리스크도 우려 요인이다. 모회사의 차입금 부담과 부실 계열사 지원 가능성으로 인해 웅진코웨이 지분 매각 및 자금 유출에 대한 우려가 있다. 그러나 현재 웅진홀딩스의 웅진코웨이 지분은 28.4%에 불과해 추가적으로 지분을 축소할 가능성은 낮고 계열사에 대해서는 과거에도 자금 지원 사례는 없었을 뿐 아니라 향후 가능성도 낮다고 판단된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2008A	1,314	190	185	129	1,734	10.8	331	15.4	6.2	3.7	22.9
2009A	1,412	204	203	153	2,034	17.3	352	18.9	8.9	5.1	24.0
2010F	1,519	229	237	177	2,322	14.2	396	17.4	8.3	4.7	25.4
2011F	1,713	244	255	194	2,580	11.1	421	14.3	7.2	3.8	25.5
2012F	1,897	278	294	223	3,017	16.9	465	12.2	6.6	3.4	25.7

*상기 보고서는 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.