

# 웅진코웨이 (021240)

BUY (유지)



유통 Analyst **이상구**  
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **태윤선**  
02-2003-2934 yoonsun.tae@hdsrc.com

## 만감이 교차하는 환경가전사업 매각 추진

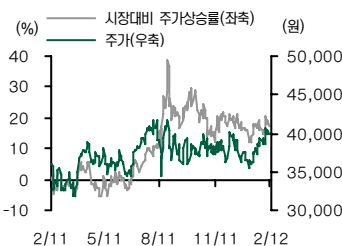
- 전격적인 매각 결정
- 매각 추진 배경은 그룹의 재무구조 개선
- 주가는 불확실성으로 박스권 움직임 예상

### 전격적인 매각 결정

웅진그룹은 웅진코웨이 환경가전사업부를 공개 매각하기로 결정하였다. 매각 일정은 이번 달부터 3월까지 주간사 및 우선 대상자를 선정하고 6월까지 매각을 완료하는 것이다. 매각 대상은 지주회사인 웅진홀딩스(016880) 지분 28.37%와 대주주 관계인 지분 약 1.5%을 합한 약 30%이다.

한편, 매각 대상은 주력 환경가전사업(국내외 법인 모두)으로 전체 매출의 95%, 영업이익의 대부분을 차지하고 있다. 이번 매각에서 국내화장품사업과 수처리사업, 그리고 자회사 웅진 케미칼(008000)은 제외되었다. 하지만 인수자가 원할 경우 화장품사업과 수처리부문도 매각 대상에 포함될 수 있다.

주가(2/6)	39,900원		
<b>적정주가</b>	<b>50,000원</b>		
업종명/산업명	기타 소비자서비스		
업종 투자 의견	Overweight		
시가총액	3.1조원		
발행주식수 (보통주)	77,124,796주		
유동주식비율	65.0%		
KOSPI 지수	1973.13		
KOSDAQ 지수	517.10		
60일 평균 거래량	139,964주		
60일 평균 거래대금	53억원		
외국인보유비중	51.8%		
수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	10.2%		
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	7.9%		
52주 최고/최저가 (보통주)	41,800원 31,700원		
베타(12M, 일간수익률)	0.5		
주요주주	웅진홀딩스 등 31.0%		
<b>주가상승률</b>	<b>1개월</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>
절대	11.6%	8.9%	3.3%
상대	6.1%	3.2%	8.2%



계산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,411.9	1,519.1	1,705.1	1,868.0	2,053.0
영업이익 (십억원)	204.3	228.8	240.6	276.9	299.7
순이익 (십억원)	153.3	177.0	185.2	212.4	231.1
자배기업순이익 (십억원)	153.3	177.0	185.2	212.4	231.1
EPS (원)	2,023	2,294	2,431	2,825	3,074
수정EPS (원)	2,023	2,294	2,431	2,825	3,074
PER* (배)	20.2 - 11.3	20.0 - 13.6	17.6 - 12.8	14.1	13.0
PBR (배)	4.4	4.1	3.2	3.0	2.6
EV/EBITDA (배)	9.0	8.8	7.2	6.9	6.2
배당수익률 (%)	2.6	2.6	3.1	3.0	3.1
ROE (%)	24.0	24.5	21.3	22.8	21.7
ROIC (%)	22.5	22.1	19.1	20.8	20.9

자료: 웅진코웨이, 현대증권

**매각 추진 배경은 그룹의 재무구조 개선**

그룹이 갑자기 동사를 매각하게 된 이유는 그룹의 신수종사업(극동건설 및 태양광사업)으로 재무구조가 크게 나빠졌기 때문이다. 용진홀딩스의 차입금은 2011년말 9,000억원이 넘는 것으로 여겨지며 2011년 하반기에는 일부 자산매각을 추진한 적도 있다.

이번 결정으로 그룹의 재무 리스크가 감소하고 태양광사업을 지속하는 계기가 될 전망이다. 하지만 용진코웨이가 미래현금창출 역할과 재무 안정판 역할을 해온 점을 감안할 때 미래 불확실성은 커진 것으로 판단한다.

**주가는 불확실성으로 박스권 움직임 예상**

동사 영업가치는 안정적 방판 영업과 환경가전시장에서 지배적 사업 위치를 감안할 때 M&A 프리미엄이 예상된다. 특히 우수한 현금창출능력(연간 EBITDA 약 4,000억원, 렌탈자산 폐기 손 약 500억원 제외)과 주가 발목을 잡은 지배구조 리스크 해소를 감안할 때 긍정적인 요인이 있다.

하지만 현 경영진 및 방판조직 지속 여부와 신규 인수 주체에 대한 불확실성이 문제이다. 동사의 주주 구성 중 국내외 기관 비중이 높아 향후 대응 정도도 주가 방향을 예측하기 어렵게 만든다. 인수 주체에 대한 윤곽이 나타날 때까지는 박스권 움직임이 예상된다.

**그림 1> 매각관련 세부계획**

매각일정	
2012.2	매각주간사 선정
2012.3	우선협상대상자 선정
2012.6	최종인수자 발표
매각이유	
	1) 그룹 재무구조 개선 2) 태양광사업 지속
매각 관련 장단점	
긍정적	1) 지배구조 리스크 해소 2) 수익구조 개선 3) 현금흐름 호전
부정적	1) 경영진 및 방판조직 지속여부에 대한 리스크 2) 인수주체에 대한 불확실성 3) 분리되는 신사업(화장품 등)에 대한 기존 주주들의 반응

자료: 용진코웨이, 현대증권

- 용진코웨이: 작성자는 용진코웨이의 비용으로 중국현지법인에 방문한 사실이 있음을 고지합니다. 당사는 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자위원 분류: 신원: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 가점: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)  
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

용진코웨이 주가 추이 그래프 (10/2 ~ 12/2). Y축은 주가(원) 30,000 ~ 60,000, X축은 연월일(10/2, 11/2, 12/2). 주가는 10월 초 40,000원 선에서 시작하여 11월 초 50,000원 선까지 상승한 후, 11월 말부터 12월 초까지 40,000원 선을 중심으로 박스권 움직임을 보이며, 12월 말 40,000원 선을 마감했다.