

웅진코웨이(021240)

매수(유지)
목표가: 47,000원(유지)
종가(2/23): 37,300원

숨겨진 매력

■ 현 주가는 저평가 영역, 매각이 진행됨에 따라 기업가치 부각될 전망

대주주 지분 매각 발표 이후 주가는 인수 주체에 대한 불확실성, 매각 구도 등에 대한 우려로 부진하다. 현 주가는 2012년 PER 기준 13.5배이고 매각 이후 순현금을 가정한 EPS 기준 PER은 12.6배로 저점이다. 우리는 매각 절차가 진행되면서 동사의 사업 가치가 재조명되며 매각 가치가 현재 가치를 상회할 것으로 예상해 추가적인 하락 리스크 보다는 상승 여력이 크다고 본다. 투자의견 매수와 목표주가 47,000원(2012F PER 17배)을 유지한다.

■ De-rating에서 Re-rating으로: 매각의 핵심은 환경가전과 성장 사업

환경가전 사업 부문은 매각이 확정적이고 화장품 사업은 매각이 유동적이다. 웅진케미칼과 수처리사업은 웅진홀딩스로 귀속될 가능성이 높다. 이번 매각의 핵심은 환경가전 사업과 성장 사업 가치 평가이다. 동사의 최근 수년 간 저조한 영업 실적은 투자 확대에 기인하는데 신규 사업으로 인해 국내 환경가전 사업의 수익성이 악화됐다. 관건은 환경가전 사업에 대해 정상화된 가치 평가가 가능하고 성장 사업 및 자회사에 대한 평가가 동시에 진행될 것이라는 점이다. 각 사업의 가치가 성장에 초점을 맞추어 함께 매각된다면 일반 투자가 입장에서도 가장 긍정적이다. 그러나, 환경가전 부문만 매각한다는 가정 하에서도 동사는 순현금 구조로 전환할 가능성이 높고 동시에 환경가전 부문의 수익성 개선이 예상되어 긍정적이다. 무엇보다 연간 실질 EBITDA 5,000억원 이상의 현금 창출력을 기반으로 새롭게 출발할 수 있다.

■ M&A 가치는 주당 47,000원 이상으로 산정

DCF 밸류에이션에 근거해 국내 환경가전 사업의 가치는 약 3.6조원으로 평가된다. 보수적으로 기타 사업 가치를 현재 시가와 장부가액으로 평가하면 3,050억원이다. 이 경우 M&A 가치는 3.5조원, 주당 가치는 47,000원이다. 반면, 각 사업부의 성장성을 반영해 밸류에이션하면 기타 사업 가치는 7,000억원 이상으로 산정되어 M&A 가치가 상승하게 된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2009A	1,412	204	203	153	2,034	17.3	352	18.9	8.9	4.1	24.0
2010A	1,519	229	237	195	2,561	25.9	383	15.7	8.7	4.0	27.2
2011F	1,710	243	230	175	2,341	(8.6)	415	15.6	7.5	3.2	22.0
2012F	1,927	282	269	204	2,758	17.8	468	13.5	6.7	2.9	22.9
2013F	2,143	314	301	228	3,081	11.7	514	12.1	6.1	2.6	22.5

*상기 보고서는 2012년 2월 23일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.