

웅진코웨이
(021240)

“ ‘웅진’ 없이도 ‘코웨이’는 빛난다. ”



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY
[매수, 신규]
기타서비스업종

현재가 36,550

목표주가 ▲ 40% 51,000

KOSPI	2018.3
시가총액	2,819 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	41,800 원 / 31,700 원
120일 평균거래대금	66 억원
외국인지분율	52.0%
주요주주	웅진홀딩스 외 33 인 31.0%
	Lazard Asset Management LLC
	외 36 인 14.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.1	-2.4	-3.4	7.8
상대수익률	-1.4	-2.6	-10.3	6.9



Prospective

웅진홀딩스의 웅진코웨이 지분 매각 추진으로 인해 회사의 펀더멘털과 무관하게 주가가 단기에 과도하게 하락했습니다. 경기부진에도 견조한 성장을 이어가며 2012년부터 이익 개선도 본격화될 것으로 전망되고 있어 매각으로 인한 막연한 불안감 보다는 기업의 본질가치에 입각한 매수가 필요한 시점이라 판단됩니다.

Quick View

웅진코웨이에 대해 투자이견 매수, 적정주가 5만 1천원에 커버리지 개시

- 목표주가는 DCF 영업가치와 투자자산 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산정
- 렌탈호조와 화장품 적자축소로 양호한 2012년 실적: 매출 +10.4% YoY, 영업이익 +16.2% YoY
- 현주가 2012E PER 14.7X로 아모레, LG생활건강 등 PEER 그룹대비 저평가

환경가전에 대한 저변 확대와 품목 추가로 안정적 성장과 현금흐름 강화 지속

- 2011년 역사상 최대 순주문 유입, 환경 이슈와 웰빙 트렌드 확산으로 환경가전 저변 확대 지속
- 80%에 달하는 만기재유입과 낮은 해약률, PPC 확대로 기존 고객 기반만으로도 안정적 성장
- 지난해 말 론칭한 매트리스 품목처럼 자체 생산 외 다양한 품목 추가 가능
- 음식을 쓰레기 종량제 확대에 따른 음식물 처리기 시장 확대와 수출시장 확대는 중장기적 기회요인

매각관련 불확실성, 불확실하다고 위험한 건 없다.

- 인수주체에 따라 사업확대 기회 상존, 웅진을 떠나서 잃을 건 없음
- 2위 업체와의 현격한 입지차이로 매각 진행 중에도 실적둔화 우려 낮음
- 뛰어난 현금흐름과 확고한 방판조직 및 탄탄한 고객 기반은 사업확장에 유리

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,887	2,076	2,230
영업이익	254	242	282	328	366
세전순이익	243	225	253	299	341
총당기순이익	183	177	192	227	259
지배지분순이익	177	177	192	227	259
EPS	2,376	2,296	2,490	2,941	3,353
PER	17.0	15.9	14.7	12.4	10.9
BPS	9,504	9,719	11,199	13,035	15,186
PBR	4.2	3.8	3.3	2.8	2.4
ROE	25.9	23.9	23.8	24.3	23.8

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 주당 가치는 자사주 제외되지 않은 수치
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

I. 밸류에이션 및 투자지표

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원으로 커버리지 개시

투자의견 매수,
목표주가 5만 1천원

웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원으로 커버리지를 개시한다. 환경가전 렌탈 1위 사업자인 동사는 차별화된 제품력 및 방판조직, 높은 브랜드 이미지로 시장 내 독보적인 입지를 구축하고 있다. 렌탈시장 포화에 대한 우려와 달리 환경가전에 대한 저변 확대와 기술력 향상을 통한 꾸준한 제품 업그레이드로 교체수요는 물론 신규 수요를 창출하며 안정적인 성장을 이어가고 있다.

계약기간, 현금흐름의 특수성
감안시 DCF 영업가치가
적합

동사의 적정주가는 영구성장률 2%, WACC 8.5%를 적용한 별도 실적 기준 DCF를 통해 산출된 영업가치에 웅진케미칼과 중국법인의 투자자산 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산정되었다.

동사의 코어 비즈니스인 렌탈은 5년을 기본 계약 단위로 평균 사용기간이 4년에 달하며 만기 후에도 80%가 넘는 고객이 재유입되는 등 연속성이 크다. 또한 렌탈 계약 초기에는 현금흐름이 마이너스이며 시간이 지나면서 회수하는 구조라는 점 등을 감안할 때 PER과 같은 한 시점에서의 평가하는 지표보다는 독특한 비즈니스 구조와 현금흐름 등을 충분히 반영할 수 있는 DCF가 보다 정확한 평가지표라 할 수 있다.

DCF에 사용된 영구성장률 가정은 2%로 시장 내 지배적인 입지를 바탕으로 고객 충성도에 입각한 교체 수요의 유입과 제품 업그레이드를 통한 간접적인 가격 인상분을 감안할 때 무리한 수준은 아닌 것으로 판단된다. 한편, EBITDA 산정 시 감가상각비와 함께 대표적인 현금유출 없는 비용 항목인 렌탈폐기손실이 반영되었다.

표 1. 웅진코웨이 WACC 산정

WACC		
무위험수익률	a	5.0%
베타	b	0.85
시장프리미엄	c	5.0%
자기자본비용	$A=a+(b*c)$	9.3%
유효세율	d	24.2%
차입금이자율	e	6.00%
타인자본비용	$B=e*(1-d)$	4.5%
시가총액	g	2,876.8
총차입금	h	578.2
타인자본비용가중치	$C=h/(g+h)$	16.7%
WACC	$A*(1-C)+B*C$	8.5%

출처:대신증권 리서치 센터

표 2. 웅진코웨이 적정주가 산정

(단위:십억원)

		2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Total firm value	E=d+e	4,050					
영업이익	a	282	328	366	403	415	427
유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실	b	205	213	228	244	243	251
EBITDA	a+b	487	542	594	647	658	678
유효세율(%)		24.0	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
EBITDA*(1-t)	A	370	410	450	490	499	514
(유무형자산감가상각비)*t	B	49	52	55	59	59	61
순운전자본 증가(감소)	C	2.3	17.8	7.0	10.5	4.0	3.0
CAPEX	D	270	270	250	250	240	240
FCFF	A+B-C-D	147	174	249	289	313	332
Discount factor		0.94	0.80	0.73	0.68	0.62	0.57
PV of FCFF		138	139	182	195	195	191
Total PV of FCFF(2016년까지)	d	1,040					
Terminal value of end of 2016		5,237	영구성장률 2%				
NPV of terminal value	e	3,010	WACC 8.5%				
투자자산 가치	F=h+i	271					
웅진케미칼	h	146	시가 30% 할인				
중국법인	i	125	2012년 예상 순이익에 PER 15.0X 적용				
Total value of equity	G=E+F-j+k	3,834					
총차입금	j	578					
현금 및 현금성자산	k	92					
총발행주식수(천주)	m	77,125					
자기주식수(천주)	n	2,990					
주당 가치(원)	H=G/(m-n)	51,720					
목표주가(원)		51,000					
현주가		36,550	2012-03-09				
상승여력(%)		39.5					
12개월 Forward 예상 EPS(원)		2,675	지분법 손익 제외, 자사주 제외				
적정주가 Implied PER(배)		19.1					
12개월 Forward 예상 EPS(원)		2,869	당사 추정 예상 지분법 손익 포함				
적정주가 Implied PER(배)		17.8					

출처:대신증권 리서치 센터

목표주가의 12개월 Forward implied PER은 19.1배

투자자산 가치에 반영된 중국법인은 2012년 예상 순이익에 PER 15배를 적용했고 웅진 케미칼은 시가를 30% 할인해 반영했다. 그린앤티크 등의 규모가 작은 자회사 가치는 가치 산정에서 제외했다.

이러한 SOTP(Some of the parts) 방식을 통해 산출한 동사의 목표주가 5만 1천원은 별도기준 12개월 Forward Implied PER 19.1배(자사주 제외 안하면 PER 19.8배) 수준이다. 웅진케미칼과 중국법인 등으로부터의 2012년 예상 지분법 손익은 약 133억원으로 주당 180원에 해당해 이를 반영할 경우 implied PER은 17.8배이다.

아모레, LG생활건강이 PEER 그룹으로 가장 적합

동사의 목표주가 수준의 적정성을 살펴보기 위해 PEER 그룹과 주요 투자지표를 비교해 보았다. PEER그룹 지표의 웅진코웨이의 수치는 별도기준 재무제표에 의한 것이다. 동사의 연결 대상인 해외법인 매출은 내부거래를 제외시 매출 증가가 크지 않아 연결에 따른 수익성 변화는 크지 않으며 EPS로는 2012년 기준 180원 정도 증가가 예상된다.

락앤락, 오리온 등은 내수 사업지위 측면에서 PEER로 참고할 수 있으나 중국 성장스토리가 주가에 중요한 역할을 한다는 점에서 단순 비교에는 다소 무리가 있고 아모레, LG 생활건강이 사업의 안정성, 수익성 등의 측면에서 가장 적합한 PEER 그룹이라 할 수 있다.

아모레와 LG생활건강보다 디스카운트될 이유 없으나 할인 거래 중

동사의 영업이익률은 아모레와 유사한 수준이며 렌탈폐기손실의 영향을 감안할 경우 EBITDA 마진률은 아모레와 LG생활건강을 앞서 국내 내수업체 중 최고 수준이다. 그동안 아모레와 LG생활건강은 국내 화장품 시장의 고성장 지속에 대한 기대감과 M&A 등을 통한 성장으로 높은 밸류에이션을 적용받아 왔다.

그러나 2012년 이후 아모레 LG생활건강 등의 EPS 성장이 웅진코웨이에 비해 둔화되고 있음에도 이들은 현 주가 수준에서도 2012년 예상 PER 20배 이상에서 거래되고 있는데 반해 웅진코웨이의 2012년 예상 PER은 14.7배에 불과하다. PEER 그룹대비 이러한 디스카운트는 현금흐름을 반영한 EV/EBITDA 지표로는 더욱 크다는 것을 알 수 있다.

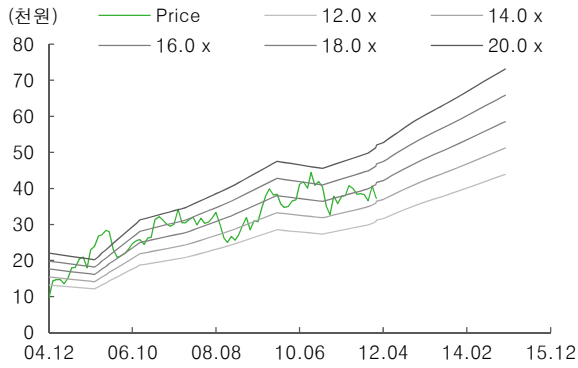
표 3. 웅진코웨이 PEER 그룹 투자지표 비교

(단위:십억원,%)

코드 회사명	A021240 웅진코웨이	A090430 아모레퍼시픽	A051900 LG 생활건강	A115390 락앤락	A001800 오리온	A035760 CJ 오쇼핑
주가(3.09)	36,550	1,081,000	525,000	30,500	762,000	279,500
총발행주식수	77,124,796	5,845,849	15,618,197	55,000,000	5,965,232	6,203,265
시가총액(십억원)	2,819	6,319	8,200	1,678	4,546	1,734
매출액(십억원)	2011E 1,710 2012E 1,887 2013E 2,076	2,555 2,850 3,177	3,452 3,934 4,401	476 591 733	1,903 2,233 2,566	895 974 1,117
영업이익(십억원)	2011E 242 2012E 282 2013E 328	373 416 473	401 505 561	73 109 138	221 270 320	133 155 172
EBITDA(십억원)	2011E 439 2012E 487 2013E 542	454 511 575	495 604 667	91 132 165	320 373 433	150 168 186
EPS(원)	2011E 2,296 2012E 2,490 2013E 2,941	55,983 48,621 55,713	17,385 19,254 22,921	915 1,518 1,905	21,950 28,633 35,502	17,001 20,261 24,219
BPS(원)	2011E 9,719 2012E 11,199 2013E 13,035	224,534 341,561 390,436	39,274 80,956 101,348	7,784 11,986 13,831	124,784 218,282 255,659	59,253 88,749 112,078
영업이익률(%)	2011E 14.2 2012E 14.9 2013E 15.8	14.6 14.6 14.9	11.6 12.8 12.8	15.4 18.4 18.8	11.6 12.1 12.5	14.8 16.0 15.4
EBITDA 마진율(%)	2011E 23.9 2012E 23.8 2013E 24.3	17.7 17.9 18.1	14.4 15.3 15.2	18.8 22.2 22.5	16.8 16.7 16.9	17.3 17.3 16.6
ROE(%)	2011E 23.9 2012E 23.8 2013E 24.3	16.8 15.6 15.2	29.4 28.1 26.6	12.6 13.9 14.9	15.1 16.0 17.0	27.0 25.8 24.9
PER(X)	2011E 15.9 2012E 14.7 2013E 12.4	18.8 22.2 19.4	28.0 27.3 22.9	41.9 20.0 16.0	30.9 26.5 21.4	15.2 14.1 12.0
PBR(X)	2011E 3.8 2012E 3.3 2013E 2.8	3.7 3.2 2.8	7.6 6.5 5.2	3.8 2.5 2.2	3.6 3.5 3.0	3.6 3.2 2.5
EV/EBITDA(X)	2011E 7.6 2012E 6.8 2013E 6.1	12.0 11.3 9.8	17.0 13.5 11.8	16.9 11.9 9.3	14.6 12.6 10.7	12.4 13.5 9.1
Net profit(십억원)	2011E 177 2012E 192 2013E 227	327 336 385	272 325 406	50 84 105	131 171 212	90 123 145
11-13 EPS CAGR(%)	13.2	(0.2)	14.8	44.5	27.3	17.1

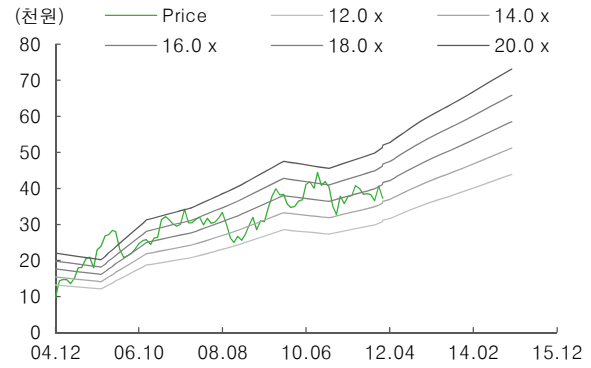
주:웅진코웨이 당사추이 나머지 기업은 시장 컨센서스(2011년 일부 잠정실적 발표된 경우 실제수치 반영)수치, 웅진코웨이와 CJ오쇼핑은 별도기준, 나머지는 연결기준 자료:퀀트와이즈, 대신증권 리서치센터

그림 1. 웅진코웨이 PER(12M Fwd) 밴드



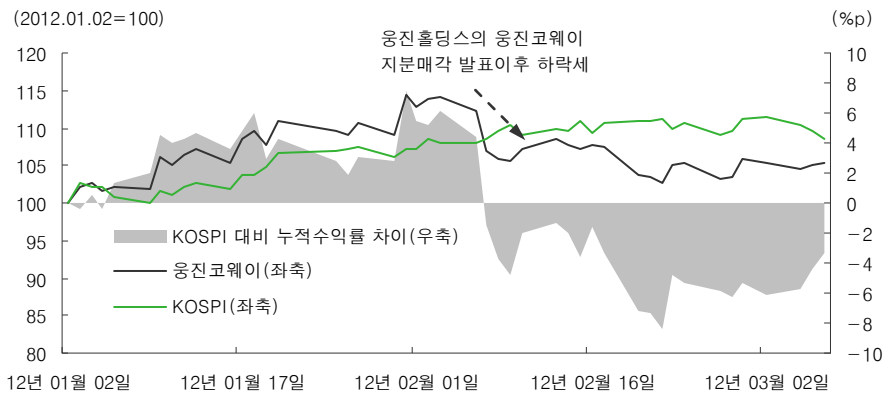
주: 2011년부터 지분법 누락된 IFRS 별도기준 수치, 2010년까지는 K-GAAP 기준
 자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 웅진코웨이 EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



주: 2011년부터 IFRS 별도기준, 2010년까지는 K-GAAP 기준
 자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 3. 연초 이후 웅진코웨이 및 KOSPI 상대 주가 흐름



자료: 퀀트와이즈, 대신증권 리서치센터

웅진홀딩스 지분 매각 뉴스 이후 주가 크게 부진, 펀더멘털 감안시 저평가

연초 이후 동사의 주가 흐름을 살펴보면, 국내의 경기 부진에도 양호한 4분기 실적이 예상됨에 따라 2월초까지 시장대비 견조한 흐름을 이어갔다. 그러나 웅진홀딩스의 웅진코웨이 지분 매각 발표 이후 불확실성에 대한 우려로 주가 급락 후 지지부진한 흐름을 이어가고 있다.

하지만, 매각 작업이 본격화되면서 본질 가치에 대한 재조명과 함께 인수대상에 따른 사업확장 기대감도 반영될 수 있어 관심이 필요한 시점이라 판단된다.

II. 실적 추이 및 전망

2012년 투자리수 성장 및 이익 개선

1분기 실적 양호,
매출 11% 성장,
영업이익 14% 성장 전망

웅진코웨이의 2012년 1분기 실적은 매출액 4,440억원(+11.1% YoY), 영업이익 642억원(+13.7% YoY), 영업이익률 14.5%가 예상된다. 1분기에는 설연휴 등으로 인한 영업일수 하락과 프로모션 및 신제품 출시 등의 이벤트의 부재로 순주문은 전분기 대비 다소 낮지만 이미 지난해 2, 3분기에 걸쳐 유입된 계정의 누적 효과와 낮은 해약률로 렌탈부문이 10% 성장하는 등 전체 11.1%의 성장이 예상된다.

3월부터 황사 시즌이 시작되면 제습 기능이 추가된 공기청정기 제품에 대한 판촉 강화, 여름을 앞두고 얼음정수기 데스크형 등 신규 품목에 대한 프로모션도 강화되면 렌탈 순주문이 재차 증가할 것으로 전망된다.

지난해 4분기에는 9~10년차 이상의 초장기 멤버십 고객에 대해 유예기간 후 가격 인상을 적용하면서 일시적인 장기 멤버십 고객의 계정 이탈 등으로 멤버십 계정이 감소했다. 그러나 최근 다시 멤버십 가격 인상이 철회되고 매트리스 품목에 대해서도 멤버십 서비스를 론칭함에 따라 2분기부터는 멤버십 계정 증가도 호조를 보일 전망이다.

2012년 매트리스 추가 효과,
정수기와 청정기 신제품
출시 등으로 126.5만건의
순주문 유입 기대

2011년은 연간 127만건의 렌탈 순주문이 유입되며 역대 최고 순주문을 기록했다. 월평균 해약률도 1.04%로 2007년 최저점이었던 1.00%에 이어 두번째로 낮은 수치였다. 최대 순주문 유입과 낮은 해약률로 렌탈계정은 30만 5천 계정이 증가해 2006년 이후 최대 계정 증가를 기록했다.

지난해 11월 론칭한 매트리스 판매 호조, 제습 기능이 추가된 청정기 제품 출시, 싱글족을 겨냥한 소형 정수기 출시 등으로 2012년에도 126.5만건의 순주문 유입이 예상된다. 또한 의무 사용기간 확대 영향의 지속과 서비스 제고 등으로 2012년 월평균 해약률은 0.99%로 역대 최저치를 갱신할 전망이다.

렌탈부문의 호조 외에도 말레이시아 등 해외법인으로의 매출 및 OEM 확대에 의한 수출 호조, 수처리 매출 회복 등으로 2012년 연간 매출액은 전년 대비 10.4% 성장한 1조 8천 871억원에 이를 전망이다.

표 4. 웅진코웨이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

구분		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
순주문(천대)		330	342	288	313	287	344	313	321
월평균해약률(%)		1.02%	1.02%	0.99%	0.95%	1.07%	0.97%	0.96%	0.96%
렌탈계정(천계정)		4,234	4,321	4,377	4,450	4,486	4,604	4,674	4,751
멤버십계정(천계정)		967	1,011	1,034	1,002	1,006	1,024	1,049	1,074
총관리계정(천계정)		5,201	5,333	5,411	5,452	5,493	5,628	5,723	5,825
총관리계정의 증감(천계정)		118	132	78	41	41	135	96	101
매출액	전체	399.8	435.9	430.1	444.0	444.0	480.1	478.2	484.9
	렌탈	288.0	299.7	305.7	312.9	316.2	323.6	330.3	335.6
	멤버십	39.1	39.9	41.0	40.8	40.2	40.9	41.9	43.1
	일시불	31.8	38.8	35.7	31.9	34.1	43.2	41.9	35.9
	기타	23.5	39.6	30.2	43.1	33.5	45.5	39.0	50.2
	수출	18.3	22.9	24.5	32.4	23.8	29.8	31.9	40.5
	수처리	0.2	5.0	3.0	5.5	4.0	4.0	4.0	4.0
	리빙 및 기타	5.0	11.7	2.7	5.2	5.8	11.7	3.2	5.7
	화장품	17.4	17.9	17.6	15.3	20.0	27.0	25.0	20.0
YoY(%)	전체	7.7	18.9	13.8	11.3	11.1	10.1	11.2	9.2
	렌탈	6.0	9.5	10.5	10.0	9.8	8.0	8.1	7.2
	멤버십	9.8	9.0	9.3	7.3	2.9	2.3	2.4	5.7
	일시불	19.1	56.8	45.8	1.6	7.2	11.3	17.2	12.6
	기타	-36.9	24.9	-19.7	83.8	42.7	14.8	29.4	16.5
	수출	5.6	33.1	60.1	67.1	30.0	30.0	30.0	25.0
	수처리	-97.4	22.0	-64.3	150.0	1,900.0	-20.0	33.3	-27.3
	리빙 및 기타	-59.1	12.5	-82.9	179.7	15.0	0.0	20.0	10.0
	화장품			897.4	-29.0	15.2	50.8	42.0	30.5
매출총이익		274.3	294.6	295.3	293.7	305.3	327.7	327.8	328.9
	YoY(%)	13.4	19.8	18.8	6.8	11.3	11.3	11.0	12.0
영업이익		56.5	61.8	61.4	62.8	64.2	72.4	72.1	73.0
	YoY(%)	-18.4	-13.3	2.7	18.1	13.7	17.2	17.3	16.2
세전이익		50.4	55.1	64.6	55.2	56.6	65.0	64.9	66.1
	YoY(%)	-22.1	-27.5	22.4	10.9	12.3	18.0	0.5	19.7
순이익		38.8	42.1	49.2	47.1	43.0	49.4	49.3	50.3
	YoY(%)	-24.7	-28.9	36.6	28.6	11.1	17.4	0.3	6.7
EBITDA		104.6	110.4	111.5	112.7	115.4	123.5	123.6	124.6
	YoY(%)	-7.1	-5.2	8.3	9.2	10.3	11.9	10.9	10.6
매출총이익률(%)		68.6	67.6	68.7	66.1	68.8	68.3	68.5	67.8
영업이익률(%)		14.1	14.2	14.3	14.1	14.5	15.1	15.1	15.0
EBITDA 마진률(%)		26.2	25.3	25.9	25.4	26.0	25.7	25.8	25.7
세전이익률(%)		12.6	12.6	15.0	12.4	12.8	13.5	13.6	13.6
순이익률(%)		9.7	9.7	11.4	10.6	9.7	10.3	10.3	10.4

자료: 대신증권 리서치센터

표 5. 웅진코웨이 연간 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

구분		10	11	12F	13F	14F
순주문(천대)		1,167.4	1,272.5	1,265.7	1,323.9	1,324.2
월평균해약률(%)		1.07%	1.04%	0.99%	0.96%	0.96%
렌탈계정(천계정)		4,145.1	4,450.0	4,751.0	5,035.7	5,289.8
멤버십계정(천계정)		937.6	1,002.0	1,073.6	1,185.3	1,287.7
총관리계정(천계정)		5,082.7	5,452.0	5,824.6	6,221.0	6,577.4
총관리계정의 증감(천계정)		346.4	369.3	372.6	396.4	356.4
매출액	전체	1,501.8	1,709.9	1,887.1	2,075.6	2,230.1
	렌탈	1,106.3	1,206.3	1,305.7	1,387.6	1,460.4
	멤버십	147.7	160.8	166.1	184.7	203.5
	일시불	107.4	138.2	155.1	167.5	179.3
	기타	130.0	136.4	168.3	200.8	227.0
	수출	69.2	98.1	125.9	151.7	174.5
	수처리	22.4	13.7	16.0	20.0	22.0
	리빙 및 기타	40.1	24.6	26.4	29.0	30.5
	화장품	23.4	68.2	92.0	135.0	160.0
YoY(%)	전체	6.4	13.9	10.4	10.0	7.4
	렌탈	4.5	9.0	8.2	6.3	5.2
	멤버십	7.1	8.8	3.3	11.2	10.1
	일시불	36.6	28.7	12.2	8.0	7.0
	기타	-4.6	4.9	23.4	19.3	13.1
	수출	24.1	41.7	28.3	20.5	15.0
	수처리	-16.3	-38.8	16.8	25.0	10.0
	리빙 및 기타	-25.4	-38.7	7.3	10.0	5.0
	화장품		191.9	34.9	46.7	18.5
매출총이익		1,011.3	1,157.9	1,289.7	1,418.4	1,526.2
	YoY(%)	6.3	14.5	11.4	10.0	7.6
영업이익		253.5	242.5	281.7	328.2	365.9
	YoY(%)	24.1	-4.4	16.2	16.5	11.5
세전이익		243.3	225.4	252.6	299.2	341.1
	YoY(%)	20.0	-7.4	12.1	18.4	14.0
순이익		183.3	177.1	192.0	226.8	258.6
	YoY(%)	19.6	-3.4	8.4	18.1	14.0
EBITDA		447.1	439.1	487.1	541.5	594.2
	YoY(%)	14.5	-1.8	10.9	11.2	9.7
매출총이익률(%)		67.3	67.7	68.3	68.3	68.4
영업이익률(%)		16.9	14.2	14.9	15.8	16.4
EBITDA 마진률(%)		29.8	25.7	25.8	26.1	26.6
세전이익률(%)		16.2	13.2	13.4	14.4	15.3
순이익률(5)		12.2	10.4	10.2	10.9	11.6

주:2010년 수처부터 IFRS 별도 기준
 자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

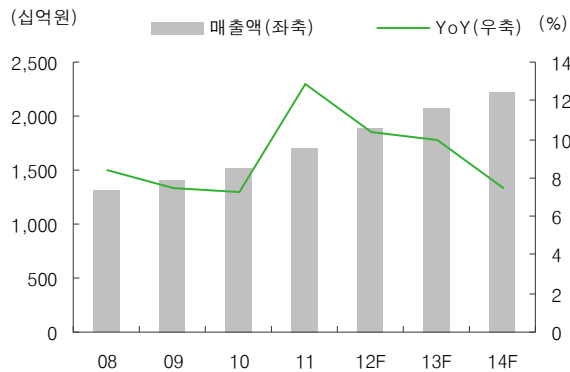
**판매수수료 인식 완료된 계정
증가와 화장품 적자 축소로
2012년 영업이익률 0.7%p
개선**

수익성 측면에서도 2012년 실적은 긍정적이다. 2011년 IFRS로 회계 변경을 적용하는 과정에서 2009년 신규 유입된 렌탈 순주문부터 판매수수료 인식 기간을 기존 5년에서 2년으로 변경했다. 이러한 영향으로 K-GAAP 적용 시 보다 2010년 영업이익률은 증가하고 2011년 영업이익률은 감소했다.

그러나 점차 ‘판매수수료 인식 완료 계정/전체 렌탈 계정’의 비율이 증가하며 동일한 순주문이 유입될 경우 렌탈부문 이익률은 점진적으로 상승하게 된다. 다만, 2012년에도 신규 순주문이 크게 늘어날 경우 ‘판매수수료 인식 완료 계정/ 전체 렌탈 계정’ 비율의 하락에 의한 이익률 개선 속도는 순주문 유입 정도에 따라 다소 완화될 수 있다. 그러나 순주문의 유입은 전체 매출의 증가를 의미하므로 이 경우에도 전체적인 이익의 규모는 유지되거나 증가하게 된다.

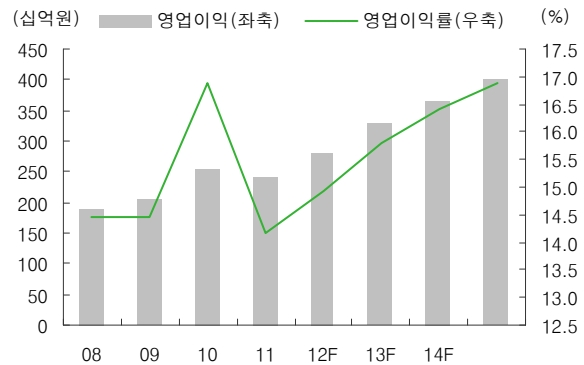
한편, 2011년 680억원의 매출과 195억원의 영업적자를 기록한 화장품 사업부는 올빛 브랜드에 이어 고현정이 직접 참여한 K-라인 론칭 등을 통해 2012년에도 35% 성장한 900억원의 매출이 예상된다. 이에 따라 영업 적자가 70억원으로 감소되며 전체 영업이익률 개선에 기여해 2012년 전체 영업이익률은 14.9%로 전년대비 0.7%p 개선될 전망이다.

그림 4. 매출액 추이 및 전망



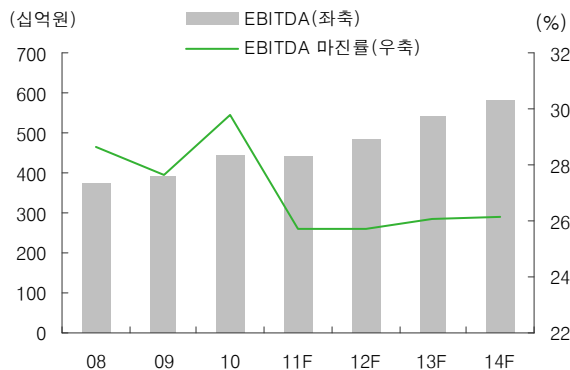
주: 2011년부터 지분법 누락된 IFRS 별도기준 수치, 2010년까지는 K-GAAP 기준
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



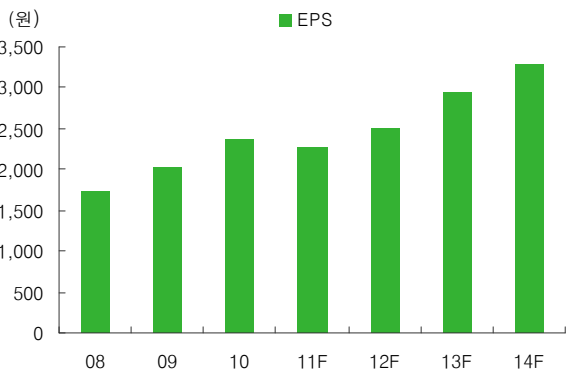
주: 2011년부터 IFRS 별도기준, 2010년까지는 K-GAAP 기준
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. EBITDA 및 EBITDA 마진률 추이 및 전망



주: 2010년부터 IFRS 별도 기준 수치
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 7. EPS 추이 및 전망



주: 2010년부터 IFRS 별도 기준 수치
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

**2011년 지분법 손실
98억원전망되나 2012년
다시 흑자전환 예상**

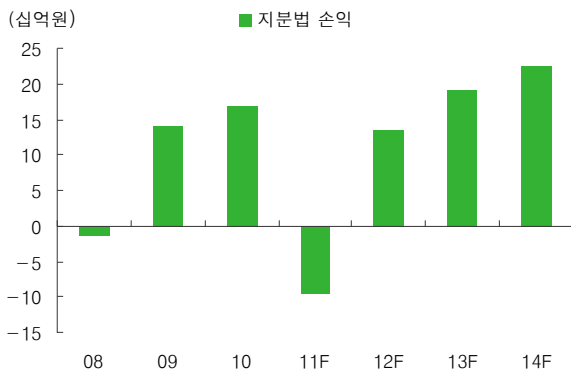
동사는 IFRS 별도기준 재무제표를 발표하고 있어 지분법 손이익 누락되고 있다. 동사의 지분법 주요 대상은 중국법인(환경가전, 화장품사업 영위) 웅진케미칼 등이 있다. 주요 지분법 손익 대상인 웅진케미칼은 2010년에는 순이익 603억원의 실적 호조를 보였다. 그러나 2011년에는 업황 부진과 원가부담 증대, 재고자산 손실 처리 등으로 순이익이 40억원으로 급감했다. 해외법인도 태국 등지에서 렌탈 확대를 위한 투자 증가로 적자가 확대되며 2011년 연간 지분법은 98억원의 손실로 추정된다.

그러나 중국법인의 양호한 실적 지속과 웅진케미칼 실적 정상화, 말레이시아 법인의 흑자 전환 등으로 2012년부터 지분법은 다시 플러스로 전환될 전망이다. 당사의 2012년 예상 지분법이익은 133억원으로 주당 EPS 180원(자사주 제외)에 해당하는 수치이다.

**배당성향 40%대는
인수주체에 따라 변경 전망**

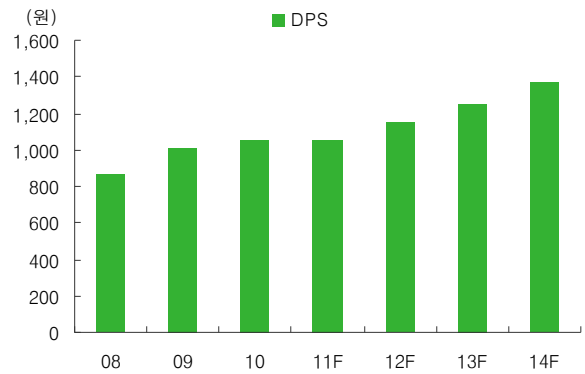
한편, 회사는 2011년 주당 1,050원의 배당 결정했는데 향후 배당금액도 배당성향 40% 내외에서 주당 절대 금액이 줄어들지 않는 수준으로 가정했다. 그러나 인수 주체에 따라 이러한 배당 성향에는 변화가 있을 수 있다.

그림 8. 지분법 손익 추이 및 전망



주: 2010년부터 수치 IFRS 기준으로 수정, 11년 이후 당사추정치
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 9. DPS 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

III. 흔들리기엔 너무나 견고하다.

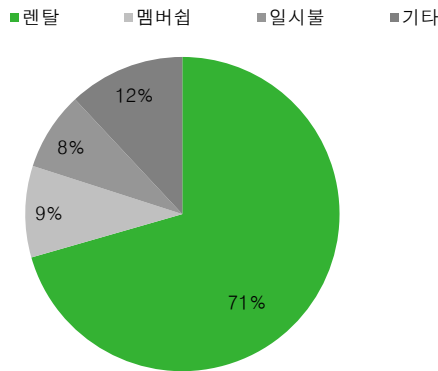
주력사업 내 독보적인 사업입지

국내 1위의 환경가전 업체,
렌탈과 멤버십 매출 비중
84%로 절대적

동사는 정수기, 비데, 공기청정기 등 환경가전 관련 렌탈 사업을 주력으로 하는 국내 1위의 환경가전 업체이다. 동사의 매출은 5년을 계약 기간으로 하는 렌탈과 기계에 대한 비용 완납 후 서비스만 제공받는 멤버십 서비스가 각각 70.5%와 9.4%로 절대적인 비중을 차지하며 일시불 판매 8.1%, 수출 및 화장품 등 기타 부문 12.0%로 구성된다.

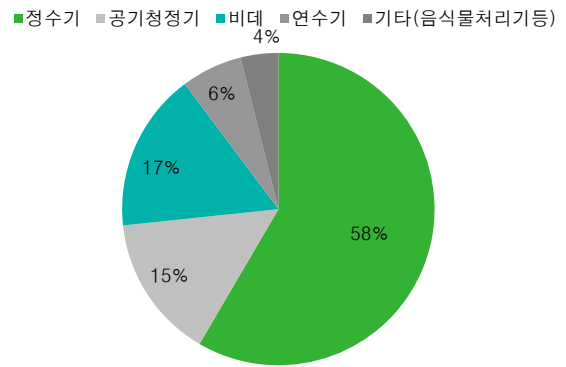
렌탈 및 멤버십 내 품목별로는 정수기가 58.4%로 여전히 절대적인 가운데, 비데 16.5%, 청정기 14.9% 등으로 구성되어 있다. 기타에는 음식물 처리기와 전년도에 새로 론칭한 매트리스 등이 포함되어 있다.

그림 10. 사업부별 매출 비중(2011)



주: 2011년 기준, 기타사업부는 수출, 화장품, 수처리 등으로 구성
자료:웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 11. 품목별 매출 비중



주: 렌탈+멤버십+일시불 매출 안에서 품목별 매출 비중
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

2위 업체와도 상당한 격차, 절대적인 시장지위

주력 사업인 렌탈 시장 내 동사의 입지는 독보적이다. 동사와 가장 비슷한 사업 구조를 보유하고 있는 2위 업체인 청호나이스의 2010년 렌탈 매출액은 웅진코웨이 렌탈 매출액의 14.6%, 렌탈 자산은 웅진코웨이 렌탈 자산의 15.9%에 불과하다. 렌탈 시장 3위권 업체인 교원 L&C의 경우 2010년 기준 웅진코웨이 렌탈 매출의 6.2%, 렌탈 자산으로는 웅진코웨이의 11.3%에 불과하다. 이익률의 차이와 현금흐름의 격차는 매출 규모의 차이보다 더욱 크다.

2011년 하반기 갤럽 리서치 조사에 따르면, 웅진코웨이는 정수기 54.7%, 비데 46.9%, 공기청정기 44.0%의 점유율을 기록했으며 2위 업체의 점유율은 정수기가 11.6%, 비데 19.5%, 공기청정기가 12.5%로 격차는 상당한 수준이다.

중소형 업체들의 진출에 따른 수요 이탈 요인 매우 낮음

최근 중소형 업체들의 렌탈 사업강화로 경쟁 심화에 대한 우려가 제기될 수 있다. 그러나 웅진코웨이 고객층의 중소형 업체로의 이탈 유인은 매우 낮다.

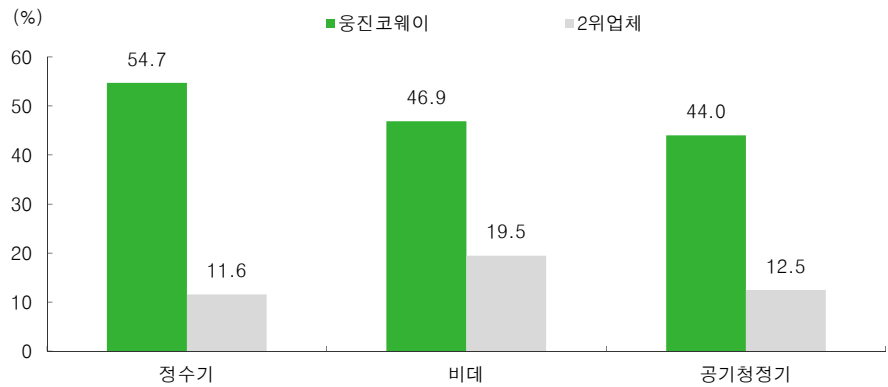
가격에 대한 부담으로 환경가전 사용을 꺼리던 최초 소비자에게는 저렴한 가격이 환경가전을 접하게 하는 유인이 될 수 있다. 그러나 이미 고가의 제품을 사용하고 있거나 품질에 대해 높은 기준을 가진 소비자에게는 환경가전은 건강과 직결되는 품목인 만큼 브랜드에 대한 신뢰도가 가격메리트에 우선하기 때문이다.

환경가전에 대한 높아지는 기준은 웅진코웨이의 시장 입지 강화에 긍정적

되려 이러한 중소형 업체의 진출은 환경가전 시장의 파이를 키우고 사용할수록 제품에 대한 기준이 까다로워지면서 고가 수요로 이전 가능성이 증대해 동사의 중장기적인 잠재 고객 확대의 기반이 될 것으로 예상된다.

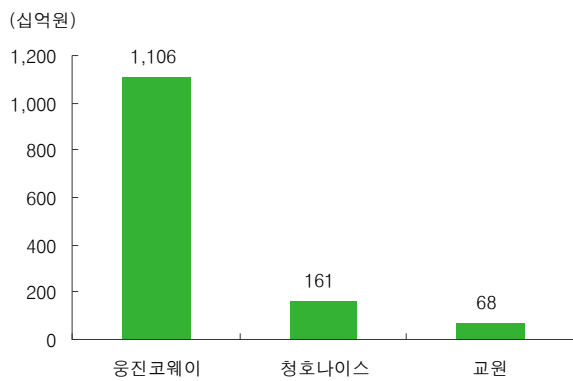
환경가전에 대한 저변이 점차 확대됨과 동시에 고객의 기대치와 요구 사항도 점차 까다로워질 것으로 예상된다. 지속적인 제품 업그레이드를 위한 기술투자와 서비스 향상을 통한 만족도 제고의 중요성이 더욱 확대되는 가운데 이를 위한 현금 흐름상 선순환 구조에 확고하게 안착한 웅진코웨이의 렌탈 시장 내 입지는 더욱 강화될 전망이다.

그림 12. 주요 3대 품목, 웅진코웨이와 2위업체와의 점유율 비교



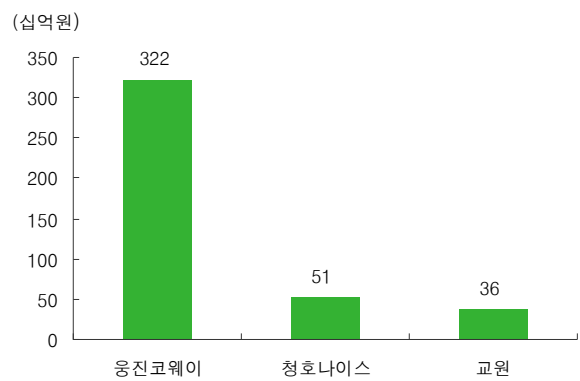
주: 2011년 하반기 갤럽리서치 결과
자료: 웅진코웨이, 갤럽 리서치

그림 13. 주요 렌탈 3사의 렌탈매출 규모



주: 웅진코웨이 멤버십 제외 비교
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 14. 주요 렌탈 3사의 렌탈자산 규모



주: 웅진코웨이 멤버십 제외 비교
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

IV. 환경가전 시장 꾸준한 성장 가능

기존 고객 내 꾸준한 재수요 유입과 품목 추가에 유리한 구조

누적된 계정의 영향으로 인한 낮은 매출성장이 환경가전 시장의 포화를 의미하는 것은 아님

동사가 외환 위기를 전후해 정수기 렌탈 사업을 본격적으로 확대할 당시 미미한 기존 계정 대비 대규모 순주문이 유입되며 매출이 급증했다. 그러나 누적된 계정에 근거해 매출이 발생하는 렌탈의 특성상 순주문이 지속적으로 대규모 유입됨에도 높은 계정 베이스로 매출 성장은 초기보다 크게 둔화될 수 밖에 없다.

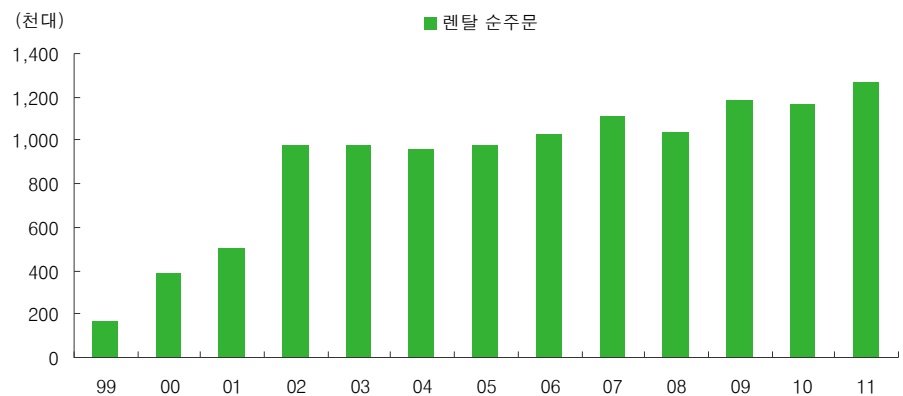
그러나 이러한 매출 성장률의 둔화를 국내 환경가전 시장의 포화로 보는 것은 바람직하지 않다. 아래 도표의 웅진코웨이의 렌탈 순주문을 살펴보면, 경기 급감시 소폭 감소하는 영향을 제외하면 안정적으로 증가하고 있다. 지난 해에는 역대 최고 렌탈 순주문을 기록하기도 했다. 동사 외에 기타 사업자들의 판매 수요까지 감안할 경우 환경가전 수요는 꾸준히 성장하고 있는 것으로 판단된다.

환경가전 보급률 정수기 약 30%, 비데 15%, 공기청정기 11%로 포화를 논할 단계는 아님

환경가전의 국내 보급율은 정수기가 약 30%, 비데가 15%, 공기청정기가 11% 수준으로 추정되는데 일본의 경우 정수기 보급률이 50%를 넘고 있는 점 등으로 미루어 볼 때 아직 포화를 논할 단계는 아닌 것으로 판단된다. 실제, 중저가 시장의 확대와 소형모델 출시 등 정수기 사용층의 다변화로 보급률이 가장 높은 정수기 시장도 지속 확대되고 있다.

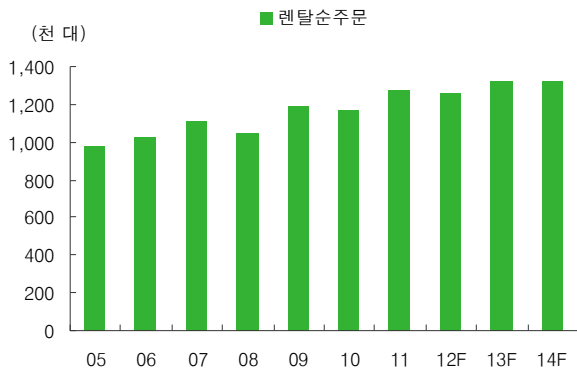
중국의 공업화에 따른 황사현상 심화, 일본 대지진 등 각종 환경 재난 발생 빈도 심화 등이 환경가전 수요 확대에 기여하며 제품의 성능 강화도 이어져 환경가전 수요는 안정적으로 성장할 전망이다.

그림 15. 웅진코웨이 렌탈 순주문 추이



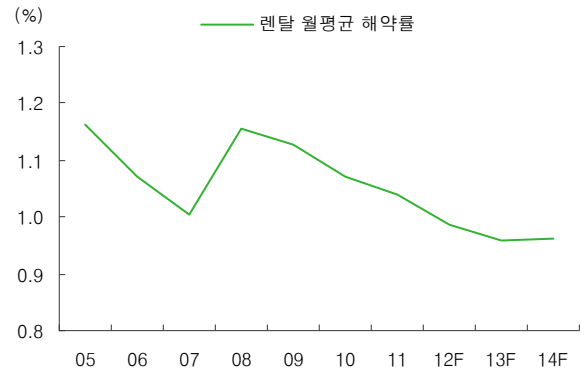
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 16. 웅진코웨이 렌탈 순주문 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 17. 웅진코웨이 해약률 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

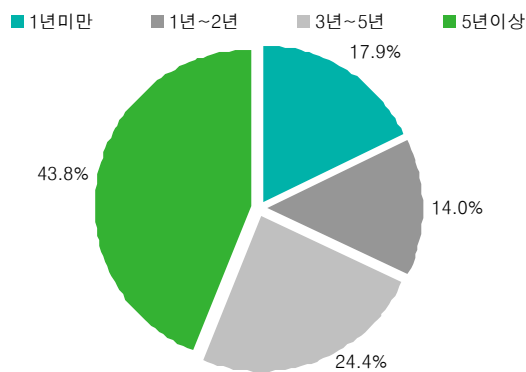
545만에 달하는 기존 계정 내에서 안정적인 수요 재창출

웅진코웨이는 2011년말 기준 렌탈 445만 계정, 멤버십 10만 총 545만 계정을 확보하고 있는데 이들의 평균 사용기간이 확대되고 있음은 물론 만기 후 재유입되는 비율 확대, 만기 전 고가의 신제품으로의 교체 수요 증대 등으로 기존 고객 내에서 안정적인 매출이 재창출되고 있다.

높은 장기고객 비중 → 높은 고객 Loyalty의 반증

2011년 12월말 기준 전체 렌탈계정을 구성한 고객의 사용 연수별 구성을 보면 전체 렌탈계정 중 1년 미만의 계정의 비율은 17.9%에 불과하며 1년 이상 2년 미만 14.0%이다. 3년에서 5년 고객이 24.4%이며 5년 이상 사용하고 있는 고객의 비중이 43.8%에 달한다. 이 중 10년 이상된 고객의 비중도 10.3%에 달하고 있다.

그림 18. 웅진코웨이 렌탈계정 사용연수별 고객 구성



주: 2011년 12월말 기준 렌탈계정
 자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

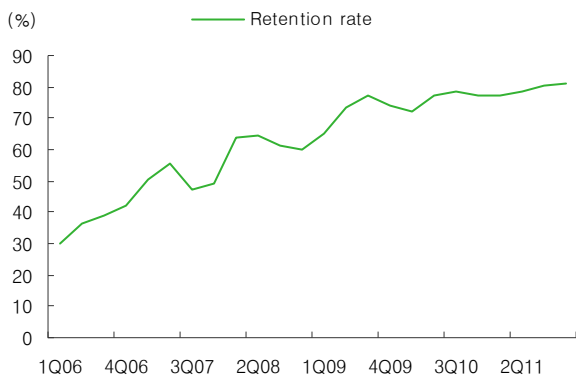
**Retention rate과 PPC
지속 확대**

앞서 살펴본 높은 장기 고객 비중은 환경가전이 점차 필수 품목으로 자리매김하는 가운데 높은 고객 loyalty로 재사용이 일반화되고 있는데 따른 것이다. 만기 후 계정으로 재유입되는 비율을 말하는 retention rate은 2007년 42.4%에서 2011년 79.2%로 크게 확대되었다. retention rate이란 해당시기에 계약의 만기가 도래한 고객이 신제품을 재렌탈 하거나 멤버십 서비스에 가입해 지속적으로 계정에 남는 비율을 말한다. 이는 해당 만기 도래시점을 전후한 의사 결정만을 집계한 것으로 이탈하거나 미확정 의사를 밝혀 retention에 포함되지 않은 고객도 일정 기간이 지난 후 재유입되는 경우가 다수 있어 실질적인 retention rate은 이보다 높다.

이러한 장기적인 고객과의 관계는 신제품 출시 홍보에도 유리해 PPC 확대에도 긍정적이다. 한가구당 사용 품목수인 PPC(Product Per Customer)는 2006년 1분기 말 1.43이어서 2011년 4분기말 기준 1.58에 달하고 있다.

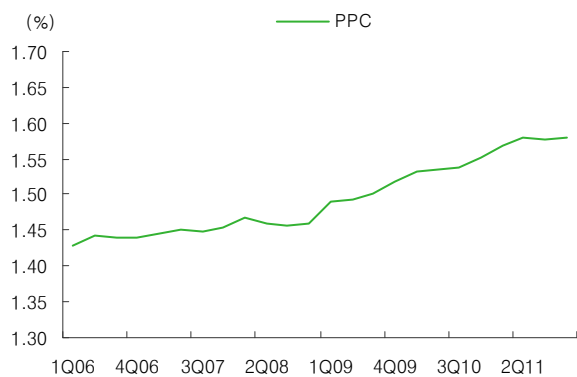
기존 고객의 꾸준한 재수요 유입과 환경가전에 대한 저변확대에 따른 신규수요 유입, 품목추가 등으로 동사의 렌탈 계정은 꾸준히 증가할 전망이다.

그림 19. 웅진코웨이 Retention rate 추이



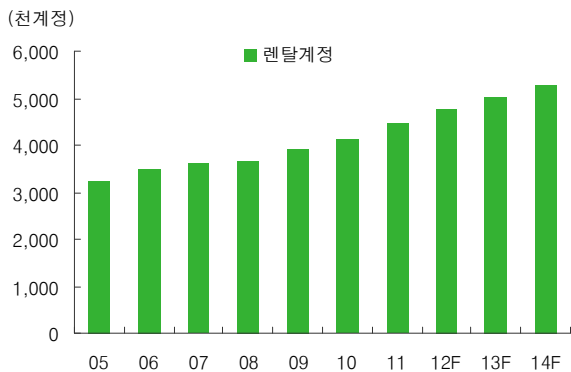
주: 해당분기 만료되는 계정의 만료시점에서의 의사결정에 따른 비율임
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 20. 웅진코웨이 PPC 추이



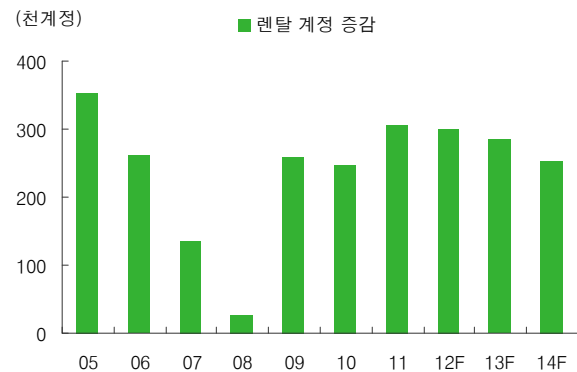
자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 21. 웅진코웨이 렌탈 계정 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 22. 웅진코웨이 렌탈 계정 증감 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

**음식물 쓰레기 종량제 확대
실시는 중장기적인 기회 요소**

한편, 지난해 9월 정부가 그동안 지자체 수준에서 실시되던 음식물 쓰레기 종량제를 2012년까지 전국적으로 확대하겠다는 방침을 밝힘에 따라 음식물 처리기 시장의 수혜를 예상해 볼 수 있다. 음식물 쓰레기 종량제는 종전에 배출량과 관계없이 동일한 요금이 부과되던 정액제에서 버리는 양에 따라 요금을 가중하는 제도로 이 제도가 확대 시행될 경우 종전보다 처리 비용이 증가와 처리방식의 불편함이 생길 수 있다.

음식물 처리기 시장은 시장 여건 미흡과 소비자 기대치 대비 제품의 기능 미흡 등으로 아직 초기 단계에서 이렇다할 성장을 내지 못하고 있다. 저가 보급형 건조형 위주로 초기 시장이 형성되었으나 위생 및 냄새 등의 문제로 사용 실익이 없어 수요가 감소했다. 웅진코웨이는 단순건조형의 문제점을 보완해 분쇄건조형 방식의 고가 모델로 시장을 공략하고자 했으나 가격 부담 요인 등으로 아직 크게 확대되지 못하고 있다.

정부의 시책의 방향성 및 시기, 구체적 시행방안 등에 불확실성이 존재해 실적에 미칠 영향을 현 시점에서 추정하기는 힘들지만 환경적인 문제와 처리 곤란 등으로 정부는 점차 배출자의 비용부담을 증가시키는 방향으로 정책을 개선할 것으로 예상되어 음식물 처리기 시장의 중장기적인 성장과 동사의 수혜가 예상된다.

V. 신규 비즈니스, 중장기적 성장 동력

수출 성장 지속, 화장품 사업 2013년 흑자 전환

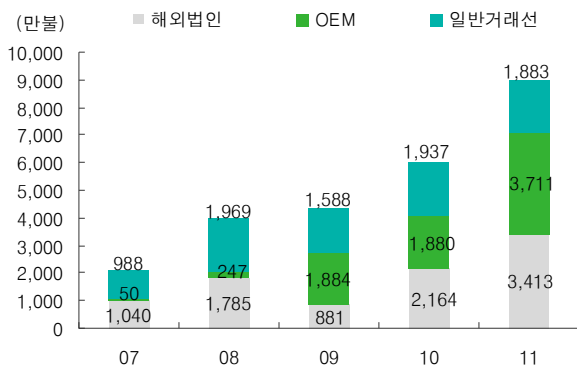
수출 시장은 가장 빠르게 성장하는 사업부, 중장기적 사업 확대의 기회 상존

아직 전체 매출에서 차지하는 비중은 5.7%에 불과하지만 수출 시장은 지속적인 성장의 일로에 있다. 2011년 동사의 해외 수출은 전년대비 42% 성장한 981억원을 기록했다. 이 중 해외현지 법인 매출은 38%, OEM 41%, 일반 거래선 매출은 21%의 비중인데 최근 성장의 가장 큰 동력은 OEM 매출 확대이다.

필립스 등 유명가전 업체로의 중국, 인도 시장 내 공기청정기 등의 OEM 매출은 2011년 달러 기준으로 97% 성장했는데 2012년에도 수출 사업부 성장의 주요 동인이 될 전망이다. 특히 중국의 소득 증가와 환경오염에 대한 인식 증대로 공기청정기 등에 대한 수요가 빠르게 증가할 것으로 보여 중장기적 수혜가 가능할 전망이다.

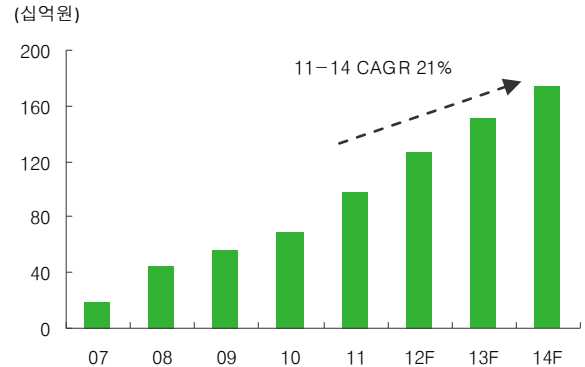
한편, 해외법인 중 말레이시아 법인과 미국 법인이 2011년 각각 전년대비 91%, 62% 성장했는데 이에 따라 이들 해외법인으로의 매출도 달러기준으로 58% 성장했다. OEM 확대와 해외법인 렌탈 확대에 따른 제품 판매 확대에 따라 2012년 수출은 28% 성장하고 향후 3년간 연평균 21%의 성장이 예상된다.

그림 23. 수출 부문 채널별 매출 추이



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 24. 수출 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

화장품 사업 외형성장 지속

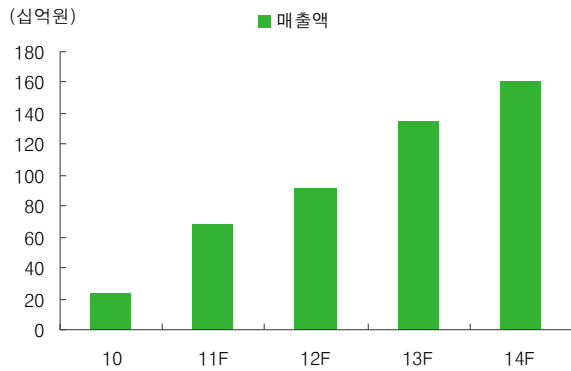
한편, 동사는 2010년 9월 방판 화장품 사업에 신규 진출했다. 2010년 화장품 사업부 연간 매출액은 234억원, 영업손실은 130억원이었고 2011년에는 680억원 매출에 영업손실 195억원을 기록했다. 2011년 화장품 사업부의 매출과 손익을 제외할 경우 웅진코웨이의 영업이익률은 16.0%로 화장품 적자로 인해 2011년 영업이익률은 1.8%p 감소했다.

진출 초기 단계로 아직 손익은 부진하지만 초기 빠른 매출 확대는 긍정적으로 평가된다. 백화점과 면세점 일부 진출로 브랜드 알리기에 힘쓰고 있고 고현정이 직접 참여한 제품 개발 등 라인업도 꾸준히 추가되고 있어 2012년에도 양호한 성장이 이어질 전망이다.

화장품 사업에 대한 손익에 대해서는 보수적인 시각

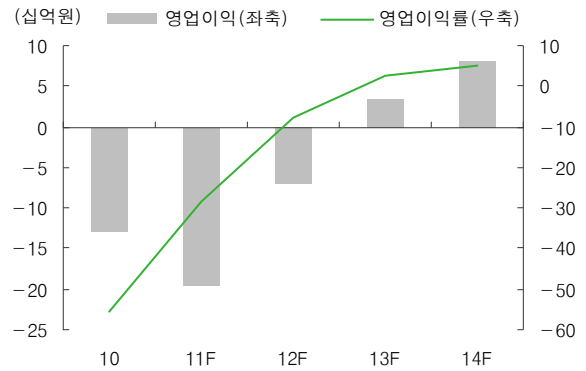
올빛 브랜드 추가, 리엔케이 라인업 확대 등으로 2012년에 웅진코웨이의 화장품 사업부는 연간 매출액 1,000억원, 흑자전환을 목표로 제시하고 있다. 당사는 국내 화장품 사업부의 실적에 대해 2012년에는 매출 900억원, 영업손실 70억원으로 전망하며 2013년에는 매출 1,350억원, 영업이익 34억원을 전망하고 있다. 화장품 사업의 손익을 다소 보수적으로 가정하고 있는 것은 방판 위주라 할지라도 아직 브랜드 구축 기간으로 매출 확대를 위해서는 당분간 마케팅 비용 지출이 수반되는 구조라 판단하기 때문이다.

그림 25. 웅진코웨이 화장품 사업부 매출 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 26. 웅진코웨이 화장품 사업부 영업이익 추이 및 전망

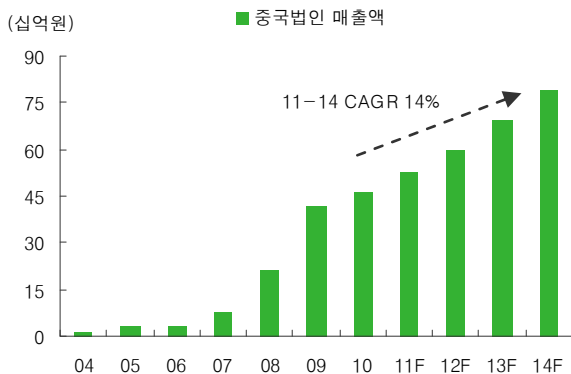


자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

중국 화장품 사업은 순항, 중국법인 매출 향후 3년간 연평균 14% 성장

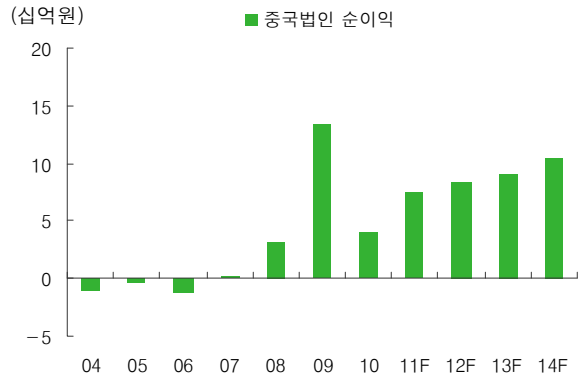
화장품을 주로 하는 100% 자회사인 중국법인은 영세한 점포 정리 및 부진한 브랜드 정리 등에도 2011년에도 매출은 14% 성장한 3억 9백만 RMB에 영업이익률 23%로 견조한 실적을 기록했다. 신방판이라는 독특한 비즈니스 모델과 지역확장 전략으로 중국법인 매출은 향후 3년동안도 연평균 14%의 높은 성장이 지속될 전망이다. 한편, 현재 반세율을 적용받고 있으나 2013년부터는 25%의 법인세를 모두 부담하게 됨에 따라 순이익의 향후 3년간 연평균 성장은 매출 성장에 다소 못미치는 12%에 달할 것으로 전망된다.

그림 27. 중국법인 매출액 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 28. 중국법인 순이익 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 대신증권 리서치센터

VI. 매각, 불확실하다고 위험한 건 아니다.

매각과 관련되어 제기될 수 있는 의문에 대한 당사의 판단 정리

웅진코웨이 매각은
불가피했던 최후의 선택

1. 웅진홀딩스는 왜 핵심 자회사인 웅진코웨이를 매각하는가?

웅진홀딩스의 2011년 3분기말 차입금은 약 9천억원이며 건설과 태양광 사업에서 필요한 추가 투자 capex와 운전자본 증대 등으로 차입금은 추가적으로 증가할 수 있다. 웅진코웨이의 연간 순이익 2천억원 대에서 50%를 배당한다고 해도 지분 28%를 통해 유입될 수 있는 배당금은 미미해 기타 로열티 수익 등을 감안해도 이자 비용을 감당하기 힘든 수준으로 판단된다.

웅진코웨이의 지분을 일부 분할 매각하는 것으로는 충분한 자금 조달은 되지 않고 웅진코웨이의 가치만 훼손시킬 수 있다. 따라서 웅진코웨이 지분 매각은 건설과 태양광사업을 살리기 위해 내린 최후의 결단으로 판단된다. 이제 웅진홀딩스의 남은 과제는 우량 자회사인 웅진코웨이를 최대한 좋은 가격에 매각하는 것이다.

환경가전 사업부 외 자산의
웅진홀딩스 양수 여부는 매수
자의 의사에 따를 전망

2. 매각 내용은?

웅진홀딩스와 대주주 지분 30.8%가 매각 대상이다. 국내 외 환경 가전 사업 외 국내화장품 사업과 수처리사업, 중국법인 및 그린엔텍, 웅진케미칼 등의 자회사는 웅진홀딩스가 자산 양수 및 지분 전체 매입하겠다는 기본 방침은 가변적이다.

웅진홀딩스가 환경가전 외 부문을 양수하는 것은 매각의 대상인 웅진코웨이의 가치를 최대화하고 인수자의 부담을 덜기 위한 것으로 환경가전 외 사업에 대한 욕심으로 이들 사업 부문을 시가보다 싸게 매수하기 위한 조치는 아니라고 판단된다. 따라서 인수 주체가 원할 경우 기타 사업 부문에 대한 웅진홀딩스의 자산 양수는 없을 전망이다.

매각으로 인한 실적 영향
제한적

3. 매각으로 인해 실적에 미치는 영향은?

계열 제외로 인해 기존 사업에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 계열간 거래관계는 웅진홀딩스→웅진코웨이로의 브랜드 로열티, MRO, 콜센터, 자문 수수료 등의 매출 약 1천억원에 영업이익률 10%와 기타 계열사→웅진코웨이로의 매출 1천억원, 영업이익률 10% 규모이다.

웅진케미칼로부터의 필터 구입 250억원을 제외한 계열 거래관계 1천 750억원 내외는 외부업체 이용시 비용절감이 가능하기도 하다. 영업관련 모든 자산과 특허 등이 모두 웅진코웨이에 내재되어 있어 웅진그룹 분리로 인한 영업상 지장은 없고 일부 비용절감이 가능하다.

다만, 매물로 출회됨에 따른 영업인력의 동요 등이 있을 수 있으나 높은 고객 계정 기반, 제품력, 브랜드 가치의 차이 등을 감안시 영업 인력의 경쟁사 이탈은 쉽지 않다. 또한, 매도 및 매수 주체 모두에게 판매조직은 무형의 핵심자산으로 판매 인력 구조조정 등은 없을 것으로 예상된다.

인수자금 투자 이후는 추가
비용부담 없이 투자회수 가능
해 인수 대상이 관련업체일
필요는 없음

예상 지분매각 가격은 1조 2
천 억원 내외

우수한 현금흐름과
기존비즈니스의 낮은
투자부담으로 사업확장
기회 열려 있음

4. 누가 살까?

1)평균 사용기간 4년에 5년 만기 후에도 재구매비율이 80%에 달하는 중산층 280만 가구의 고객층, 2)견고한 방판조직, 3)높은 브랜드 인지도로 고가의 제품의 지속적인 재판매가 가능하다는 점을 감안한 때 제조업 기반의 컨슈머 기업에게는 매력적인 인수 대상이다. 확고한 사업 비즈니스 모델로 구조조정에 의한 실적개선 여지가 없어 PEF 보다는 사업확장이 가능한 제조업체 등에게 인수되는 것이 회사에도 유리하다.

인수자금 투입 이후 추가적으로 소요되는 자금없이 배당금 등으로 투자금 회수가 가능해 다수의 FI도 적극적인 관심을 보일 것으로 예상된다. 또한 국내 유통망 확보가 어려워 사업확장의 기회를 가지지 못했던 해외 컨슈머 업체들에게도 매력적인 인수 대상이 될 수 있다.

5. 지분 매각 예상 가격은 ?

현재 주가 기준에서 30%의 경영권 프리미엄 감안시 1조 2천억이 다소 넘는 금액이다. 2012년 예상 순이익에 20배에 해당하는 지분의 가치도 이와 유사한 금액이다. 다만 사업구조상 현금흐름이 우수해 DCF 등을 적용할 경우 적정가격은 더 올라갈 수도 있을 것으로 예상된다.

렌탈 비즈니스의 가장 큰 특성은 초기 구축에 상당한 운전자본과 시간이 소요되지만 현금흐름상 BEP를 넘긴 계정이 누적될수록 현금흐름이 빠르게 개선되고 대부분의 영업비용이 변동 구조로 고정비 투자 부담도 낮다는 점이다. 이미 확고한 선순환 구도에 입각한 현금흐름과 정기적으로 우량한 중산층 이상의 고객과의 직접적인 접촉이 가능한 대규모 방판 조직원을 통한 웅진코웨이의 사업확장의 기회는 열려있다.

회사는 그동안 40~50%에 달하는 배당성향을 유지하면서도 자사주 매입 등에 비용을 지출해 왔지만 향후 어떤 기업에 인수되느냐에 따라 기존 비즈니스에서 창출된 자금은 인수 기업과 시너지를 낼 수 있는 사업 확장의 기회로 삼을 수도 있을 것으로 예상된다.

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,887	2,076	2,230
매출원가	491	552	597	657	704
매출총이익	1,011	1,158	1,290	1,418	1,526
기타영업손익	651	822	914	993	1,057
판관비	704	869	961	1,042	1,109
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-47	-49	-52
영업이익	254	242	282	328	366
조정영업이익	307	289	328	377	418
EBITDA	461	439	487	541	594
영업외손익	11	-17	-29	-29	-25
관계기업손익	22	0	0	0	0
금융수익	7	2	0	0	0
금융비용	-18	-27	-34	-34	-31
기타	0	8	5	5	6
법인세비용차감전순이익	243	225	253	299	341
법인세비용	-60	-48	-61	-72	-83
계속사업순이익	177	177	192	227	259
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	192	227	259
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	177	177	192	227	259
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	172	192	227	259
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	0	0	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	2,490	2,941	3,353
PER	17.0	15.9	14.7	12.4	10.9
BPS	9,504	9,719	11,199	13,035	15,186
PBR	4.2	3.8	3.3	2.8	2.4
EBITDAPS	5,973	5,686	6,313	7,019	7,701
EV/EBITDA	7.3	7.6	6.8	6.1	5.4
SPS	19,472	22,170	24,469	26,913	28,915
PSR	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	5,065	6,197	6,746	7,437	8,088
DPS	1,050	1,050	1,150	1,250	1,375

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	10.4	10.0	7.4
영업이익 증가율	24.1	-4.4	16.2	16.5	11.5
순이익 증가율	19.6	-3.4	8.4	18.1	14.0
수익성					
ROIC	20.7	18.5	19.6	20.7	21.3
ROA	19.2	16.5	16.9	18.0	19.0
ROE	25.9	23.9	23.8	24.3	23.8
안정성					
부채비율	86.1	110.5	102.3	88.4	67.7
순차입금비율	36.4	65.5	56.3	47.5	34.7
이자보상배율	14.4	9.2	8.3	9.6	11.9

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	526	586	616	597
현금및현금성자산	56	52	92	86	48
매출채권 및 기타채권	223	241	263	289	311
재고자산	73	83	92	101	109
기타유동자산	86	150	140	140	130
비유동자산	925	1,051	1,161	1,278	1,367
유형자산	442	568	676	782	857
관계기업투자금	192	224	224	224	224
기타금융자산	3	6	11	19	36
기타비유동자산	288	253	250	252	251
자산총계	1,364	1,578	1,747	1,894	1,964
유동부채	384	529	532	609	582
매입채무 및 기타채무	182	174	182	190	194
차입금	74	164	159	149	129
유동성채무	30	100	90	159	140
기타유동부채	98	91	101	111	119
비유동부채	247	299	351	279	211
차입금	220	279	329	255	185
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	20	22	25	26
부채총계	631	828	884	888	793
지배자분	733	750	864	1,005	1,171
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	129	129	129	129
이익잉여금	591	688	802	944	1,110
기타자본변동	-34	-108	-108	-108	-108
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	733	750	864	1,005	1,171
총차입금	324	543	578	563	454

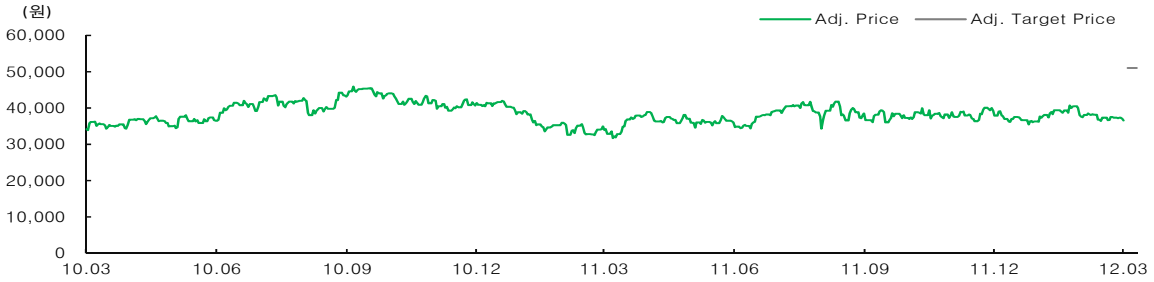
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	377	410	448	490
당기순이익	177	177	192	227	259
비현금항목의 가감	207	301	328	347	365
감가상각비	263	284	303	317	341
외환손익	0	2	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	-33	15	25	30	24
자산부채의 증감	-71	-81	-84	-88	-82
기타현금흐름	0	-20	-27	-38	-52
투자활동 현금흐름	-296	-304	-265	-275	-263
투자자산	-65	-35	-5	-9	-16
기타				-212	-269
기타	-19	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-20	215	-41	-98	-200
단기차입금	-45	90	-5	-10	-20
사채	50	129	50	-64	0
장기차입금	100	-70	0	-10	-70
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-80	-78	-85	-93
기타	-48	146	-8	71	-17
현금의 증감	-7	-4	40	-6	-38
기초 현금	64	56	52	92	86
기말 현금	56	52	92	86	48
NOPLAT	191	191	214	249	277
FCF	107	60	102	143	204

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.03.12																			
투자 의견	Buy																			
목표주가	51,000																			
제시일자																				
투자 의견																				
목표주가																				

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자 의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자 의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상