

웅진코웨이
(021240)

구름 사이 가려진 태양



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

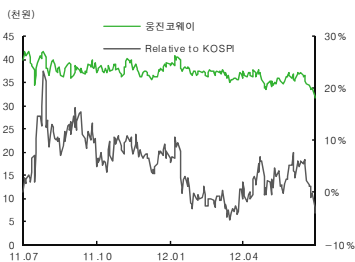
BUY
[매수, 유지]
기타서비스업종

현재가 31,800

목표주가 41,000
▲ 29%

KOSPI	1793.93
시가총액	2,453 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	41,800 원 / 31,800 원
120일 평균거래대금	54 억원
외국인지분율	51.4%
주요주주	웅진홀딩스 외 30 인 31.0% Lazard Asset Management LLC 외 36 인 14.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-7.4	-12.9	-11.8	-21.9
상대수익률	-6.0	-10.3	-3.5	-5.4



투자포인트

- 담보차입의 형태로 마무리된 딜, 그룹리스크 해소에는 부족한 금액
- 배당금 확대 가능성과 기존 경영진 유지는 긍정적
- 투자의견 매수 유지하나 해소되지 않은 불확실성 반영해 목표주가 4만 1천원으로 하향

Comment

담보차입의 성격으로 마무리된 딜, 그룹 리스크 해소에는 부족한 금액

지리하게 진행되던 웅진홀딩스 및 대주주 일가의 웅진코웨이 지분매각이 결국 실질적으로는 매각이 아닌 담보 차입의 형태로 마무리 될 전망이다. KTB PE와 웅진코웨이가 60:40의 비율 (3천 6백억원:2천 4백억원)로 출자해 SPC를 설립하고 SPC가 6천억원의 외부자금을 조달해 웅진홀딩스와 대주주에 1조 2천억원의 매각 대금을 지불하고 SPC 아래 31%의 웅진코웨이 지분이 소속된다. 지분율은 KTB PE가 높지만 4년 동안 실질적인 경영권은 웅진홀딩스가 보유 하며 4년 후 웅진홀딩스가 우선 매수권을 행사해 지분을 되사지 않을 경우 KTB PE는 웅진코 웨이 지분 전량을 다시 제 3자에게 매각하게 된다.

매각대금 1조 2천억원 중 2,400억원은 다시 SPC에 투자되고 1,782억원은 웅진케미칼 지분 매각에 사용되어야 한다는 점에서 세금효과를 제하지 않더라도 웅진홀딩스에 유입되는 금액은 약 7,800억원에 불과해 재무리스크의 근원적 해결에는 부족한 금액이다.

배당금 확대 가능성과 기존 경영진 유지는 긍정적

독특한 사업구조로 인해 인수 주체가 누가되건 가시적인 시너지 효과를 산정하기는 힘들었지만 매각 후 그룹리스크 해소와 자체적인 차입 확대 등으로 보다 공격적인 사업확장에 대한 기대감이 있었다. 그러나 사업확장 대신 SPC가 조달한 6천억원의 차입금의 이자를 지급하기 위 해서라도 배당금 증가 가능성이 높다. 참고로 당사의 2012년 주당 추정 배당금은 1,150원 (배 당성향 47%)으로 현재가 기준 3.6%의 시가배당수익률에 해당한다. 한편, 피인수 후 경영진 교체 가능성이 리스크 요인이었다면 기존 경영진이 유지된다는 점은 긍정적이다. 매각이 지연되 는 과정에서 2분기에 계정의 대규모 만기도래 대비 렌탈순주문이 부진했던 점은 경영진의 역 량이 매각관련 실사 등으로 상당부분 분산된 영향이 큰 것으로 판단되는데 딜이 마무리되면서 3, 4분기에는 다시 기존 사업으로 역량 집중이 가능할 전망이다.

투자의견 매수 유지하나 목표주가 4만 1천원으로 하향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 5만 1천원에서 4만 1천원으로 하향한다. 실적 추정의 변경은 없으나 전면에 드러난 모기업의 부실이 해소되기 쉽지 않은 가운데 실질 적 담보 역할에 대한 부분을 반영해 동사의 현금흐름에 적용되던 WACC를 기존 8.5%에서 9.0%로 상향함에 따른 목표주가의 하향 조정이다.

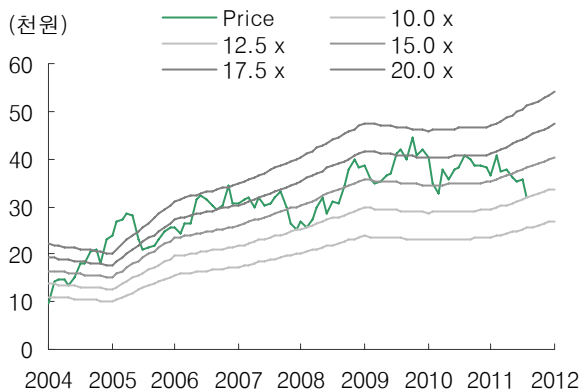
표 1. **웅진코웨이 적정주가 산정**

(단위:십억원)

		2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Total firm value	E=d+e	3,327					
영업이익	a	274	309	353	389	401	413
유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실	b	190	212	214	216	222	235
EBITDA	a+b	464	521	567	605	623	649
유효세율(%)		24.6	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
EBITDA*(1-t)	A	350	395	430	459	473	492
(유무형자산감가상각비)*t	B	47	51	52	52	54	57
순운전자본 증가(감소)	C	15.4	16.3	14.9	19.6	12.0	10.0
CAPEX	D	265	250	250	250	250	250
FCFF	A+B-C-D	116	180	217	241	264	289
Discount factor		0.96	0.81	0.74	0.68	0.63	0.57
PV of FCFF		112	146	161	165	165	166
Total PV of FCFF(2016년까지)	d	915					
Terminal value of end of 2016		4,202	영구성장률 2.0%				
NPV of terminal value	e	2,412	WACC 9.0%				
투자자산 가치	F=h+i	257					
웅진케미칼	h	167	매각 후 세후 유입 예상 금액				
중국법인	i	90	2012년 예상 순이익에 PER 15.0X 적용				
Total value of equity	G=E+F-j+k	3,066					
총차입금	j	547					
현금 및 현금성자산	k	29					
총발행주식수(천주)	m	77,125					
자기주식수(천주)	n	2,990					
주당 가치(원)	H=G/(m-n)	41,362					
목표주가(원)		41,000					
현주가		31,800	2012-07-24				
상승여력(%)		28.9					
12개월 Forward 예상 EPS(원)		2,644	지분법 손익 제외, 자사주 제외				
적정주가 Implied PER(배)		15.5					

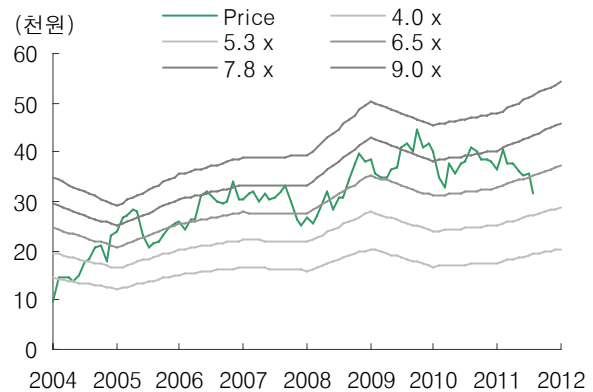
출처: 대신증권 리서치 센터

그림 1. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 2. EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,866	2,028	2,188
매출원가	491	552	605	654	705
매출총이익	1,011	1,158	1,261	1,374	1,483
기타영업손익	651	823	877	955	1,014
판관비	704	869	932	1,010	1,072
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-55	-55	-58
영업이익	254	242	274	309	353
조정영업이익	307	289	329	364	411
EBITDA	461	441	467	521	570
영업외손익	11	-17	-34	-34	-30
관계기업손익	22	0	0	0	0
금융수익	7	2	2	1	1
금융비용	-18	-26	-32	-31	-26
기타	0	6	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	243	225	239	275	323
법인세비용	-60	-48	-59	-66	-78
계속사업순이익	177	177	181	208	245
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	181	208	245
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	181	208	245
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	181	208	245
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	173	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	2,341	2,698	3,178
PER	17.0	15.9	13.6	11.8	10.0
BPS	9,504	9,704	11,036	12,629	14,605
PBR	4.2	3.8	2.9	2.5	2.2
EBITDAPS	5,973	5,720	6,052	6,757	7,395
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.3	5.7	5.1
SPS	19,472	22,170	24,195	26,296	28,369
PSR	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	5,065	6,108	5,582	6,292	6,889
DPS	1,050	1,050	1,150	1,250	1,375

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	9.1	8.7	7.9
영업이익 증가율	24.1	-4.4	12.9	12.8	14.4
순이익 증가율	19.6	-3.4	2.0	15.3	17.8
수익성					
ROIC	20.7	18.7	19.2	19.5	20.5
ROA	19.2	16.5	16.8	17.5	18.7
ROE	25.9	23.9	22.6	22.8	23.3
안정성					
부채비율	86.1	110.6	98.1	90.3	70.4
순차입금비율	36.4	62.5	59.8	52.2	40.5
이자보상배율	14.4	9.6	8.7	10.0	13.4

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	492	551	529
현금및현금성자산	56	65	29	59	12
매출채권 및 기타채권	223	257	270	292	308
재고자산	73	73	75	81	88
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,194	1,302	1,390
유형자산	442	535	664	767	853
관계기업투자금	192	237	237	237	237
기타금융자산	3	48	47	47	47
기타비유동자산	288	245	246	251	253
자산총계	1,364	1,576	1,686	1,854	1,919
유동부채	384	534	520	602	472
매입채무 및 기타채무	182	187	182	188	190
차입금	74	165	160	150	140
유동성채무	30	110	100	179	50
기타유동부채	98	72	79	85	92
비유동부채	247	294	315	278	320
차입금	220	267	287	248	288
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	28	30	33
부채총계	631	828	835	880	793
지배지분	733	748	851	974	1,126
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	780	903	1,056
기타지분변동	-34	-101	-101	-101	-101
비배지분	0	0	0	0	0
지분총계	733	748	851	974	1,126
총차입금	324	542	547	577	478

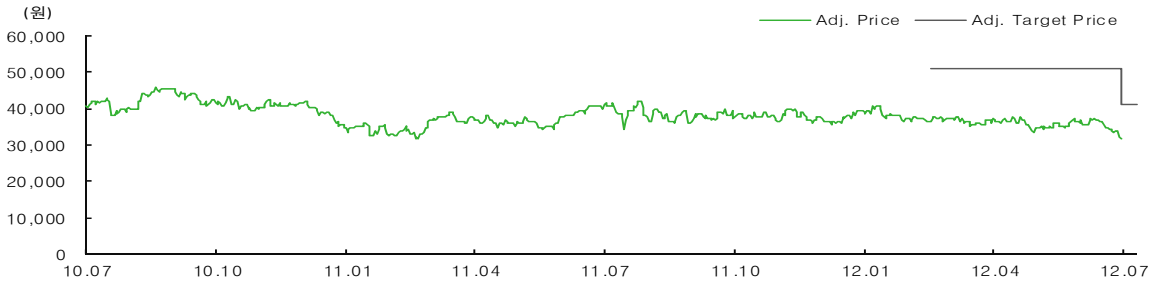
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	337	367	404
당기순이익	177	177	181	208	245
비현금항목의 가감	207	294	250	277	286
감가상각비	154	152	138	157	159
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	112	120	127
자산부채의 증감	-71	-112	-68	-84	-77
기타현금흐름	0	-42	-25	-35	-51
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245
투자자산	-65	-37	1	0	0
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-97	-79	-216
당기차입금	-45	90	-5	-10	-10
사채	50	123	30	-39	30
장기차입금	100	30	-10	0	10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-80	-78	-85	-93
기타	-48	-127	-34	55	-153
현금의 증감	-7	8	-36	30	-47
기초 현금	64	56	65	29	59
기말 현금	56	65	29	59	12
NOPLAT	191	191	206	234	268
FCF	107	37	75	126	177

▶ 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.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.07.25	12.06.22	12.03.12
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000	51,000	51,000
제시일자			
투자의견			
목표주가			
제시일자			
투자의견			
목표주가			

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- 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 투자의견**
- 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