

매수(유지) / TP 50,000원

웅진코웨이 (021240)

기업브리프 | 유통/화장품

2012년 07월 25일

Analyst 안자영 ☎ 02 6915 5675 [jyahn@ibks.com]

불확실성의 종지부

- 사모펀드 KTB PE와 웅진홀딩스가 40:60으로 SPC설립 약 1.2조원의 자금 조달 예상
- 기존 SI 및 FI 들과 전개된 협상안 가운데 최상의 결과로 판단
- 4년이라는 중장기 과제가 부담되지만 중단기 불확실성(임직원 보존 유무, 파트너의 경영능력) 해소
- 금번 SPC설립은 웅진코웨이의 높은 배당정책을 유지하기에 무리가 없을 전망
- 외국인 지분이 51.43%인 동사 주가에도 외국인 수급 이탈 가능성이 해소될 전망
- M&A관련 불확실성 해소와 하반기 영업 호조에 근거 목표주가 5만원 및 매수의견 유지

What's new

KTB 사모펀드와
웅진홀딩스 40:60의
SPC 설립
1.2조원 조달

연초 웅진 홀딩스가 웅진코웨이 매각 계획을 제시한 이후 웅진코웨이 M&A는 다양한 전개 가능성을 제시하며 진행되어 왔다. 궁극적으로 웅진코웨이 매각은 M&A가 아닌 KTB 사모펀드와 웅진홀딩스 간에 각각 40:60의 주주 구성에 근거한 SPC(Special Purpose Company) 설립과 1.2조원의 자금 조달로 최종 정리되었다.

표 1. KTB PE:웅진홀딩스 40:60 SPC 설립, 최상은 아니지만 긍정적 결과로 판단

업체명	가격	형태	장점	단점
GS리테일	1.2조원	M&A	그룹 시너지, 임직원 승계 보장	무리한 자금 조달로 인수 후 배당상향 위험
롯데쇼핑	-	M&A	유통 1위 그룹 채널 시너지	무리한 자금 조달 부담
교원	1.2조원	M&A	동업계 우한한 사업 모델	임직원 승계 불가능, 영업 조작력 약화
콩카	1.2조원	SPC설립	풍부한 자본력과 중국 시장 내 경쟁력	경영능력 불확실성, 중장기 임직원 이탈 가능성
MBK파트너스	-	M&A	임직원 승계 및 배당상향 확대 노력	웅진코웨이 Buy-back 가능성
KTB PE	1.2조원	SPC설립	임직원 승계 및 배당상향 확대 노력	4년 후 재매각 옵션 조항에 따른 불확실성

자료: IBK투자증권

그 동안 제시된
SI 및 FI와의
M&A후 장단점 점검
금번 결과는 중단기
최상의 결과로 판단

동사는 지난 상반기 동안 M&A와 관련된 다양한 전개 가능성으로 일부 사업방향에 대한 불확실성이 지속되었다. 특히 화장품과 해외사업에 대한 구체적인 전략이 보류되는 모습을 보여 왔다. 그 동안 후보에 거론된 SI 및 FI 업체들과 M&A를 가정할 경우 장단점은 모두 존재 한다. 그 가운데 금번 SPC설립은 중장기적으로 4년 후 재매각에 대한 부담감은 있지만 중단기적으로 최상의 결과로 판단된다.

Company Data		(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
현재가 (7/23)	32,100원	매출액	2,531	1,824	2,060	2,380	2,708
KOSPI (7/23)	1,789.44pt	영업이익	282	233	283	326	368
시가총액	2,476십억원	세전이익	252	218	284	322	366
발행주식수	77,125천주	자배주주순이익	177	167	208	250	285
액면가	500원	EPS(원)	2,301	2,166	2,691	3,247	3,691
52 주 최고가	41,800원	증가율(%)	14.0	-5.8	24.2	20.7	13.7
최저가	32,100원	영업이익률(%)	11.1	12.8	13.7	13.7	13.6
60 일		순이익률(%)	8.3	9.2	10.6	11.2	11.2
일평균거래대금	5십억원	ROE(%)	24.6	22.2	25.3	25.3	24.1
외국인 지분율	51.4%	PER	17.5	16.9	11.9	9.9	8.7
배당수익률		PBR	5.1	5.1	3.2	2.7	2.3
(배당수익률 (11.12 월))	3.0%	EV/EBITDA	7.8	8.3	4.6	3.8	3.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Implication

상반기 다소 불안한
사업환경 속
핵심 사업부의
경쟁력 확인

지난 상반기 동안 동사는 매각과 관련된 다양한 시나리오가 전개되는 속에서도 사업부
문별 신제품 출시를 통해 고객 순증 및 정수기 월판매 최고치를 경신하며 흔들림 없는
영업력을 제시했다. 정수기의 경우 한뼘 정수기(물탱크를 없앤 순간정수 방식), 얼음정
수기(냉온수 동시 기능)를 출시하며 경쟁사들이 가지고 있지 않은 기술력이 부각되며 6
월 7.9만대(전월비 28% 증가, 전년동월비 24% 증가) 판매를 시현했기 때문이다.

다만 핵심 사업부문에 있어서는 동업계 내에서 차별화가 부각되었지만 신사업인 국내외
화장품 및 해외 환경가전 사업에 대해서는 강도 높은 드라이브를 걸지 못했다. 주된 요
인은 M&A 관련 인수자 최종 후보가 여러 번 바뀌면서 연초 대비 매각 조건에도 변화
가 있었으며 이에 따른 사업 부문별 영업 집중력이 분산되었기 때문으로 판단된다.

금번 결과에 따라 긍정적인 점은

KTB PE와 SPC설립 장점

1)영업구조의 변동성 불식
하반기 영업에 집중

2)배당정책 강화
외국인 수급 안정

- 1) 웅진코웨이의 임직원 및 영업 조직이 기존대로 유지됨에 따라 하반기 전략 또한 혼
들림 없이 영업에만 집중할 수 있다는 점이다. 또한 국내외 화장품 사업과 해외 사
업 진행에 대해서도 불확실성이 해소됨에 따라 사업 전략을 구체화할 전망이다.
- 2) 기존 SI 후보들 중 한 업체의 경우 무리한 자금 조달을 통해 M&A를 성사시킬 가능
성이 높았다. 그럴 경우 향후 배당성향의 축소 가능성이 존재하며 이는 웅진코웨이
주가엔 51%가 넘는 외국인 투자자들의 수급 악화에 대한 우려감이 지적되었다. 금번
SPC설립을 통해 배당정책은 더욱 강화될 것으로 판단되며 외국인 투자지분 관련 오
버행 부담은 해소될 것으로 전망된다.

표 2. 웅진코웨이 주요 주주 현황

	보유 기관	지분율(%)
1	웅진홀딩스	31.84(12.5.25일 기준)
2	LAZARD ASSET MANAGEMENT	14.56(현재 기준)
3	MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGE	4.69(12.2.16 기준)

자료: Bloomberg, IBK투자증권

한편 중장기적으로 부담되는 사항은

단점
1)그룹관련 리스크 지속

2)경영권 4년 보장,
향후 재매각 가능성

- 1) 동사의 사업 모델이 안정성과 성장성을 제시하고 있음에도 불구하고 웅진그룹과 관
련된 리스크(극동건설, 폴리실리콘)에서 100% 벗어나지 못하게 된 점이다. 다만 금번
M&A협상 과정을 통해서 파악되는 사실은 웅진홀딩스 역시 향후 폴리실리콘과 극동
건설에 대해 무리한 자금 투자는 어려운 상황으로 추가적으로 웅진코웨이의 사업에
부담을 주기에는 제한적으로 판단된다.
- 2) 금번 SPC구조 설립에 따른 웅진홀딩스의 경영권 보장은 4년으로 파악된다. 향후 웅
진홀딩스가 그룹 내 사업 강화를 통해 웅진코웨이 지분을 다시 회수할 수 있지 아니
면 자금 조달 능력이 되지 않아 4년 후 재매각을 하게 될지는 어느 쪽도 장담하기 어
렵다. 따라서 4년 후 웅진코웨이의 경영권은 다시 한 번 바뀔 수 있다는 점은 중장기
불확실성 요인으로 판단된다.

Recommendation

목표주가 5만원 및
매수의견 유지

상반기 불확실성 이슈로 작용했던 동사의 M&A는 당사 예상과는 다르게 전개되었지만 웅진코웨이 핵심 영업력을 훼손하지 않는 점을 고려하면 1차적으로 긍정적으로 판단된다. 다만 웅진홀딩스의 계열사 부채 상황 등 자금 관리가 중장기적인 변수로는 지적될 전망이다. 동사는 매각 진행에 따른 불안한 사업 환경 속에서도 핵심 사업과 신사업의 성장성을 제시하고 있어 하반기 실적 개선의 가시성이 높아지고 있다. 궁극적으로 2012년은 외형 성장뿐만 아니라 영업이익 개선은 두 자리 수 성장이 가능할 전망이며, 매각 관련 불확실성이 해소됨에 따라 하반기 주가 모멘텀은 실적에 근거할 것으로 보인다. 이에 목표주가 50,000원과 매수의견을 유지한다.

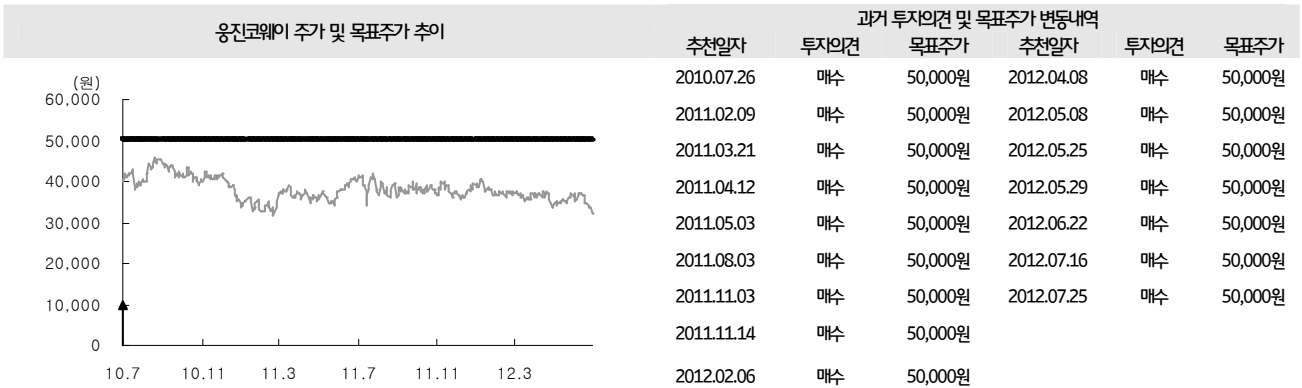
Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정중하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행면면	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

Not Rated ◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소



투자이견 안내

종목 투자이견 (절대수익률 기준)		업종 투자이견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~-10%	
비중축소	~-15%			