

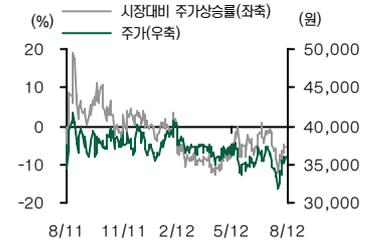
웅진코웨이 (021240)

BUY (유지)

주가(8/6)	35,850원	60일 평균 거래량	158,245주	52주 최고/최저가 (보통주)	41,800원
적정주가	50,000원	60일 평균 거래대금	56억원		31,800원
시가총액	2.7조원	외국인보유비중	51.5%	베타 (12M, 일간수익률)	0.5
발행주식수 (보통주)	77,124,796주	수정EPS 성장률(12~14 CAGR)	13.1%	주요주주	웅진홀딩스 등 31.0%
유동주식비율	61.2%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	16.9%		

결산기말	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,519.1	1,824.4	1,890.3	2,067.0	2,247.5
영업이익 (십억원)	228.8	233.2	268.6	302.7	344.5
순이익 (십억원)	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6
지배기업순이익 (십억원)	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6
EPS (원)	2,294	2,192	2,714	3,077	3,174
수정EPS (원)	2,294	2,192	2,714	3,077	3,174
PER* (배)	20.0 - 13.6	19.5 - 14.2	13.2	11.7	11.3
PBR (배)	4.1	3.7	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA (배)	8.8	7.3	6.5	6.0	5.5
배당수익률 (%)	2.6	2.9	3.3	3.5	NA
ROE (%)	24.5	22.6	23.6	24.8	22.1
ROIC (%)	22.1	19.7	19.0	21.1	22.0

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-5.5%	-5.5%	-13.2%
상대	-4.5%	2.0%	-7.4%



자료: 웅진코웨이, 현대증권

주주 친화적 정책 예상

환경 방판 1위 업체

동사는 정수기 등 환경 가전시장에서 지배적 사업자다. 주로 방판사업을 통해 시장을 확대하고 있는데 시장점유율은 정수기 기준 약 55%이다. 2010년부터 국내에서 화장품사업을 신규 전개하고 있다. 최근에는 매트리스사업도 미국 Restonic사 매트리스를 수입하여 방판을 통해 팔고 있다. 더불어 매트리스 유지 서비스사업도 시작하였는데 예상보다 반응이 좋은 모습이다. 연결 자회사로 중국 화장품 판매를 주로 담당하는 중국법인과 말레이시아 방판 업체 등이 있다.

웅진 그룹, 자산 유동화를 통한 재무리스크 축소 나서

웅진그룹이 웅진코웨이 매각에 나서 최근 우선협상자가 선정되었다. 우여 곡절 끝에 KTB PE 사모펀드가 인수하기로 하였는데 웅진 그룹은 경영권과 인수 회사 (SPC) 지분 40%, put 옵션에 응하는 조건으로 파악된다. 단기적으로 웅진그룹의 재무 리스크는 축소될 전망이다. 극동건설 등 관계사 재무 전망에 대한 불확실성이 남아 있을 전망이다. 단지 지분 구조와 합작사 수익 모델 감안 시 배당 성향 증가 등 주주 친화적 정책이 예상된다.

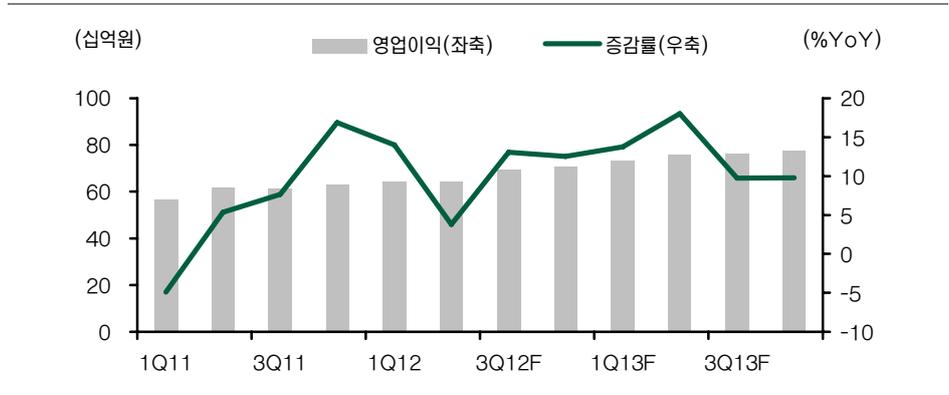
환경 가전 이익 안정화로 2013년 영업이익 13% 증가 예상

동사의 영업이익은 2012년, 2013년 각각 11%, 13% 증가가 예상된다. 2012년은 신사업 손익 부담(국내 화장품 사업 및 매트리스)과 일시적 경영 공백으로 이익 개선이 기대에 못 미칠 전망이다. 하지만 2013년에는 신사업 손익 개선과 기존 환경가전부문 영업 기여 증가로 이익 개선이 예상된다.

주가는 호조를 보였으나 아직 주식가치 부담 없어

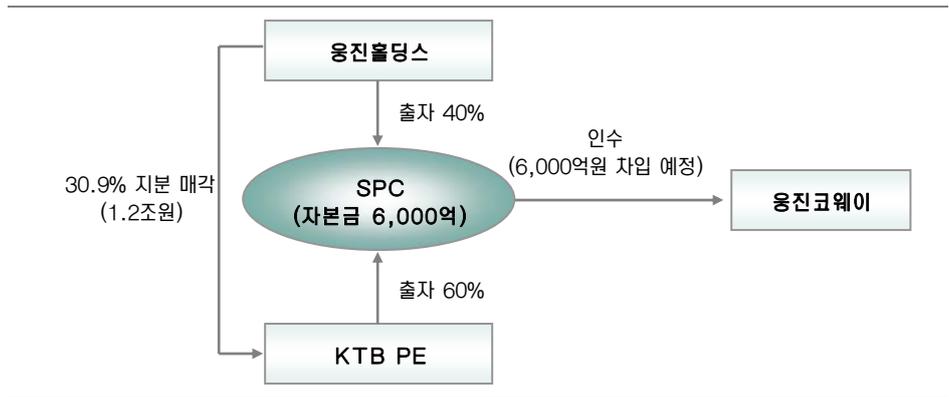
동사의 주가는 매각 관련 불확실성으로 약세를 보이다 다시 안정되고 있다. 매각 관련 지배구조 리스크 해소 기대감이 있었으나 그룹이 계속 경영권을 보유함에 따라 실망감이 있다. 하지만 펀드멘탈이 안정적이고 주주 친화적인 정책, 그리고 부담없는 주식가치(FY13F PER 12배)는 매력적인 수준이다. 향후 관전 포인트는 그룹의 건설 및 태양광사업 현황과 동사 국내 화장품사업의 의미있는 이익 개선 여부이다.

그림 76> 2013년에도 영업이익 13% 성장할 듯



자료: 현대증권

그림 77> 매각 관련 우선협상자로 KTB PE 선정



자료: 현대증권

그림 78> PER 부담 아직 적어



자료: 현대증권

포괄손익계산서	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(십억원)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액	1,519.1	1,824.4	1,890.3	2,067.0	2,247.5
매출원가	494.1	580.8	615.5	678.9	753.7
매출총이익	1,025.1	1,243.5	1,274.9	1,388.1	1,493.8
판매비와관리비	796.3	955.0	950.3	1,033.4	1,092.3
기타영업손익	0.0	(55.3)	(56.0)	(52.0)	(57.0)
영업이익	228.8	233.2	268.6	302.7	344.5
EBITDA	382.6	448.0	485.8	531.1	571.7
영업외손익	7.7	(15.7)	0.6	2.5	(29.7)
금융손익	(14.1)	(24.3)	(29.4)	(29.5)	(29.7)
지분법손익	22.1	3.4	30.0	32.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	5.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	236.5	217.5	269.2	305.2	314.8
법인세비용	59.5	50.5	65.1	73.9	76.2
당기순이익	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6
지배기업순이익	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6
총포괄이익	174.3	161.2	204.1	231.4	238.6
지배기업총포괄이익	174.3	161.2	204.1	231.4	238.6
순비용손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6

연금흐름표	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(십억원)					
당기순이익	177.0	167.1	204.1	231.4	238.6
유무형자산상각비	153.8	159.5	171.2	176.4	170.2
기타변환금손익 조정	53.5	151.8	49.9	58.4	76.2
운전자본투자	(70.6)	(120.8)	(41.8)	(20.6)	(12.5)
기타영업연금흐름	0.0	(43.1)	(73.1)	(73.9)	(76.2)
영업활동 현금흐름	313.8	314.5	310.2	371.7	306.3
설비투자	(211.9)	(302.8)	(230.0)	(230.0)	(230.0)
무형자산투자	(14.7)	(6.8)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
단기금융자산 증감	(3.3)	(0.5)	(10.0)	(3.6)	(3.6)
투자자산증감	(65.1)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
기타투자연금흐름	(1.3)	(6.4)	7.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(296.4)	(324.2)	(248.0)	(248.6)	(248.6)
금융부채 증감	54.5	208.7	0.0	55.0	0.0
자본의 증감	0.0	(73.5)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(76.8)	(79.9)	(77.8)	(90.2)	(94.0)
기타재무연금흐름	1.9	(24.8)	33.2	(69.5)	(59.7)
재무활동 현금흐름	(20.4)	30.5	(44.6)	(104.7)	(153.7)
기타연금흐름	(4.3)	2.8	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(7.4)	23.6	17.6	18.4	(6.0)
기초 현금 및 현금성자산	63.7	74.6	98.2	115.8	134.2
기말 현금 및 현금성자산	56.3	98.2	115.8	134.2	128.2
총영업연금흐름	328.2	351.7	366.8	405.8	431.3
잉여연금흐름	30.7	(74.9)	76.3	140.3	173.7
순연금흐름	(63.5)	(181.8)	(61.6)	30.5	44.0
순연금 (순지급금)	(264.0)	(445.8)	(507.4)	(476.8)	(432.8)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
매출액 성장률	7.6	NA	NA	9.3	8.7
영업이익 성장률	12.0	NA	NA	12.7	13.8
EBITDA 성장률	8.6	NA	NA	7.1	7.6
지배기업순이익 성장률	15.5	(5.6)	22.2	13.4	3.1
수정순이익 성장률	15.5	(5.6)	22.2	13.4	3.1
영업이익률	15.1	12.8	14.2	14.6	15.3
EBITDA 이익률	25.2	24.6	26.2	25.7	25.4
당기순이익률	11.7	9.2	10.8	11.2	10.6
수정순이익률	11.7	9.2	10.8	11.2	10.6

참고: 수정EPS = (수정순이익 - 우선주귀속 순이익) / (새우의식관련 손익조정분) / (보통주 수정 평균회색주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비용손익)

순비용손익: 세부 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 종단사업손익 등을 포함)

자료: 웅진코웨이, 현대증권

재무상태표	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(십억원)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
현금 및 현금성자산	56.3	98.2	115.8	134.2	128.2
단기금융자산	3.9	2.2	6.8	9.0	9.0
매출채권	207.3	205.3	220.0	230.0	240.0
재고자산	73.2	103.7	82.2	87.0	92.0
기타유동자산	238.1	163.2	267.6	282.0	300.0
유동자산	578.8	572.6	692.5	742.2	769.2
투자자산	204.3	229.0	350.0	350.0	350.0
유형자산	454.2	568.9	626.8	716.8	794.8
무형자산	133.6	183.2	134.0	134.0	134.0
이연법인세자산	5.2	0.7	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	63.4	70.4	63.4	63.4	63.4
비유동자산	860.7	1,052.1	1,174.2	1,264.2	1,342.3
자산총계	1,439.5	1,624.7	1,866.7	2,006.4	2,111.5

매입채무	38.3	51.9	43.1	45.5	50.0
단기금융부채	104.5	278.8	330.0	320.0	300.0
단기총당부채	4.2	6.9	4.3	4.4	4.4
기타유동부채	294.0	240.7	308.0	314.0	330.0
유동부채	441.0	578.3	685.3	683.9	684.4
장기금융부채	219.8	267.3	300.0	300.0	270.0
장기총당부채	0.1	0.7	0.1	0.1	0.0
퇴직급여부채	6.7	14.6	10.0	10.0	0.0
이연법인세부채	0.0	8.6	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	7.2	17.2	7.2	7.2	7.2
비유동부채	233.8	308.5	317.3	317.3	277.2
부채총계	674.7	886.8	1,002.6	1,001.2	961.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	140.0	126.3	126.3	126.3	126.3
기타자본항목	(43.0)	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
기타포괄손익누계액	(2.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
이익잉여금	629.8	675.7	801.9	943.0	1,087.6
자본기입 자본총계	764.8	737.9	864.1	1,005.2	1,149.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	764.8	737.9	864.1	1,005.2	1,149.9
부채와자본총계	1,439.5	1,624.7	1,866.7	2,006.4	2,111.5

주당지표	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(원)					
EPS	2,294	2,192	2,714	3,077	3,174
수정EPS	2,294	2,192	2,714	3,077	3,174
주당순자산(BPS)	9,907	9,813	11,492	13,369	15,292
주당매출액(SPS)	19,688	23,943	25,139	27,489	29,889
주당총영업이익(GCFPS)	4,253	4,615	4,878	5,397	5,736
주당배당금	1,050	1,050	1,200	1,250	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	10.3	10.3	13.1	8.1	NA

주주가지 및 재무구조 (%)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
ROE	24.5	22.6	23.6	24.8	22.1
ROA	14.1	11.5	12.1	13.1	12.7
ROIC	22.1	19.7	19.0	21.1	22.0
WACC	9.7	9.0	7.9	7.7	7.6
ROIC/WACC (배)	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9
경제적이익 (EP, 십억원)	101.3	118.1	118.0	150.3	174.4
부채비율	88.2	120.2	116.0	99.6	83.6
순금융부채비율	34.5	60.4	58.7	47.4	37.6
이자보상배율 (배)	21.7	17.0	16.7	17.8	19.1