

웅진코웨이
(021240)

도약하는 일만 남았다.



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY
[매수, 유지]
기타서비스업종

현재가 38,400

목표주가 (상향) **51,000**

KOSPI	1946.54
시가총액	2,962 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	41,800 원 / 31,800 원
120일 평균거래대금	52 억원
외국인지분율	51.9%
주요주주	웅진홀딩스 외 30 인 31.0% Lazard Asset Management LLC 외 36 인 14.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	4.5	11.8	4.5	-4.7
상대수익률	4.5	4.6	-0.9	-7.4



투자포인트

- MBK 파트너스 지분 인수 긍정적, 본질가치 극대화를 위한 역량 집중 기대
- 기존 사업 내 효율강화는 물론 신사업 확장 적극 모색 예상
- 투자이견 매수 유지, 리스크에 대한 할인 제거로 목표주가 5만 1천원으로 상향

Comment

MBK 파트너스 인수는 기존주주에게 가장 긍정적인 방식의 매각

우여곡절 끝에 MBK 파트너스가 웅진홀딩스 및 대주주 일가의 웅진코웨이 지분 31%를 인수하는 본계약이 체결되었다. 매각대금은 약 1조 2천억원, 주당 5만원으로 경영권은 MBK파트너스가 가지게 되며 웅진케미칼도 기존 가격대로 웅진홀딩스에 매각될 예정이다. 웅진홀딩스는 향후 재매각 시 우선매수 청구권을 가지게 되나 자금여력 감안시 형식적인 권리에 불과하다고 판단된다. 기존 경영진 유지로 혼란은 최소화되고 기업 본질가치를 최대화하여 되팔아 자본이득을 취하는 것을 목표로 하는 사모펀드가 최대주주가 됨에 따라 효율 강화는 물론, 보다 역동적인 신규사업 추진 등이 예상된다. MBK의 지분율은 31%로 절대적인 지분을 LBO 방식으로 인수한 사모펀드처럼 기업 유보자금을 제한없이 외부로 유출할 수 없는 구조로 적절한 배당과 ROIC 극대화의 조화가 예상된다. 따라서 기존 주주에게도 가장 긍정적인 매각 방식이다.

기존 사업 내 효율강화는 물론 신사업 확장에 대한 기대감

동사는 웅진그룹 내 cash cow인 핵심 자회사로 그룹의 credit line과 차입 이자율 결정에 중요한 역할을 해왔다. 그룹의 사업확장이 건설 및 태양광으로 집중되며 안정적인 성장과 배당에 치중해 왔으나 이번 인수를 통해 보다 공격적인 사업확장도 기대된다. 영업활동 관련해서는 늘 +의 FCF를 창출했으나 50%대의 배당성향을 유지하면서 각종 생산 및 서비스 조직 인수합병과 웅진케미칼 지분 인수 등으로 반기말 기준 4천 6백억원의 순차입금이 있다. (웅진케미칼 매각 자금 유입 시 순차입금 약 3천억원) 기존 사업을 위한 투자규모는 제한되는 가운데 사업지위 및 우수한 현금흐름 감안시 자금 조달 능력은 충분하다. 350만에 달하는 중산층 이상의 가구라는 탄탄한 고객층, 1만 3천명의 코디 조직, 높은 브랜드 인지도와 기술력이 어떻게 활용되는지에 따라 성장성이 크게 강화될 가능성이 있다.

투자이견 매수 유지, 목표주가 5만 1천원으로 상향

동사에 대한 투자이견 매수를 유지하며 목표주가를 5만 1천원으로 상향한다. KTB PE와의 SPC 설립을 통한 매각 구조가 예정되면서 실질적 담보 역할을 하게되는데 점에 따라 높았던 WACC를 기존 수준으로 환원한데 따른 목표주가의 상향이다. 동사의 별도기준 12M Fwd PER은 14.1x이며 목표주가의 12M Fwd implied PER은 18.8x이다. Peer 그룹인 아모레, LG 생활건강, 락앤락 등은 웅진코웨이보다 수익성 지표가 낮음에도 불구하고 높은 탑라인 성장에 의해 고평가 받았는데 울어들어 성장성이 둔화되었음에도 PER 20x 이상에서 거래되고 있다. 이에 반해 올 들어서도 성장성과 수익성 모두 강화되고 있는 동사는 저평가되어 있다.

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,836	2,006	2,170
매출원가	491	552	596	651	705
매출총이익	1,011	1,158	1,240	1,355	1,464
기타영업손익	651	823	861	935	996
판관비	704	869	915	990	1,054
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-55	-55	-57
영업이익	254	242	270	310	353
조정영업이익	307	289	325	364	411
EBITDA	461	441	458	523	571
영업외손익	11	-17	-29	-30	-26
관계기업손익	22	0	0	0	0
금융수익	7	2	2	1	1
금융비용	-18	-26	-30	-30	-26
기타	0	6	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	243	225	241	279	327
법인세비용	-60	-48	-58	-68	-79
계속사업순이익	177	177	183	212	248
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	183	212	248
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	183	212	248
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	184	212	248
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	173	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	2,377	2,745	3,215
PER	17.0	15.9	16.2	14.0	11.9
BPS	9,504	9,704	11,071	12,711	14,724
PBR	4.2	3.8	3.5	3.0	2.6
EBITDAPS	5,973	5,720	5,933	6,778	7,401
EV/EBITDA	7.3	7.5	7.6	6.6	6.0
SPS	19,472	22,170	23,804	26,003	28,134
PSR	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
CFPS	5,065	6,108	5,504	6,359	6,947
DPS	1,050	1,050	1,150	1,250	1,375

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	7.4	9.2	8.2
영업이익 증가율	24.1	-4.4	11.4	14.6	14.1
순이익 증가율	19.6	-3.4	3.5	15.5	17.1
수익성					
ROIC	20.7	18.7	19.0	19.5	20.5
ROA	19.2	16.5	16.6	17.5	18.7
ROE	25.9	23.9	22.9	23.1	23.4
안정성					
부채비율	86.1	110.6	97.6	89.6	69.7
순차입금비율	36.4	62.5	59.4	51.2	38.9
이자보상배율	14.4	9.6	9.2	10.2	13.4

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	488	551	533
현금및현금성자산	56	65	30	64	26
매출채권 및 기타채권	223	257	265	289	301
재고자산	73	73	73	79	83
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,199	1,308	1,394
유형자산	442	535	668	771	856
관계기업투자금	192	237	237	237	237
기타금융자산	3	48	47	47	47
기타비유동자산	288	245	247	253	254
자산총계	1,364	1,576	1,687	1,859	1,927
유동부채	384	534	519	600	471
매입채무 및 기타채무	182	187	181	187	190
차입금	74	165	160	150	140
유동성채무	30	110	100	179	50
기타유동부채	98	72	77	84	91
비유동부채	247	294	315	278	321
차입금	220	267	287	248	288
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	28	30	33
부채총계	631	828	833	879	792
지배지분	733	748	854	980	1,136
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	783	910	1,065
기타지분변동	-34	-101	-101	-101	-101
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	748	854	980	1,136
총차입금	324	542	547	577	478

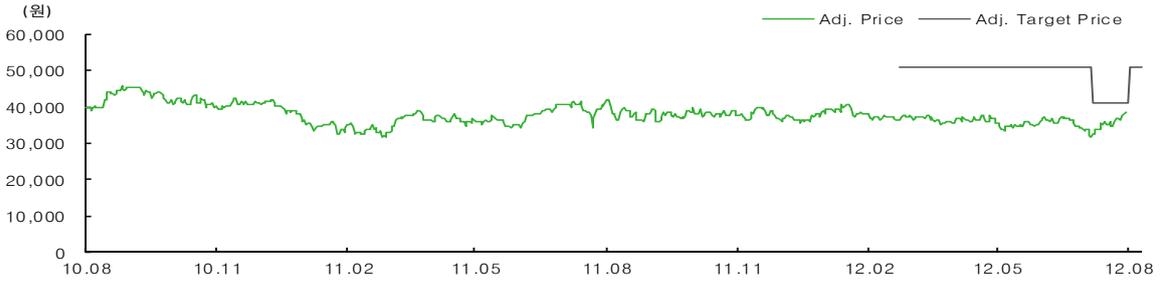
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	334	371	412
당기순이익	177	177	183	212	248
비현금항목의 가감	207	294	241	279	288
감가상각비	154	152	133	158	160
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	109	120	128
자산부채의 증감	-71	-112	-64	-83	-72
기타현금흐름	0	-42	-27	-36	-52
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245
투자자산	-65	-37	1	0	0
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-97	-79	-216
단기차입금	-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	-35	35	-38
기초 현금	64	56	65	30	64
기말 현금	56	65	30	64	26
NOPLAT	191	191	205	235	268
FCF	107	37	68	128	178

▶ 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.

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.08.20	12.08.09	12.07.25	12.06.22	12.03.12				
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy				
목표주가	51,000	41,000	41,000	51,000	51,000				
제시일자									
투자이견									
목표주가									
제시일자									
투자이견									
목표주가									

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자이견**
- 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 투자이견**
- 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