

**웅진코웨이**  
(021240)

**“ 최악의 상황은 없을 듯,  
남은 건 시간 문제 ”**



이선경 769.3162  
sunny\_lee@daishin.com

**투자포인트**

- 웅진홀딩스 한 발 물러난 태도로 최악의 상황인 매각 불발에 대한 우려 해소
- 오랜 기간 진행된 매각으로 관련 작업 재개시 빠른 진행 가능, 각종 추가 소송 등으로 사면 초기인 웅진홀딩스도 빠른 매각이 유리한 상황
- 매각 마무리까지는 시간의 문제, 일부 불확실성 감안해도 주가하락 지나친 수준

**Comment**

**최악의 시나리오인 매각 불발은 없을 듯, 남은 건 시간의 문제**

MBK 파트너스의 대금 지급일을 2일 앞두고 웅진홀딩스의 법정관리 신청에 따라 웅진코웨이 지분매각이 중단되면서 매각 불발에 대한 우려로 동사의 주가가 단기에 급락했다. 법정관리 제도하 DIP 제도에 따라 윤석금 회장과 신광수 대표가 웅진홀딩스의 대표관리인으로 선정될 경우 웅진코웨이 매각이 더디게 진행되고 최악의 경우 불발되는 것도 배제할 수 없었던 상황이었다. 그러나 윤석금 회장이 대표 이사직에서 사퇴하고 웅진홀딩스측이 3자 공동 관리인을 수용하고 자체 회생계획안에도 웅진코웨이의 매각안이 포함되었음을 밝힘에 따라 매각 불발에 대한 우려는 상당 부분 해소되었다.

**통상적인 법정관리 자산 매각 진행보다 빠른 매각도 가능**

오랫동안 진행된 매각에서 이미 충분한 실사가 이루어졌고 행여 MBK파트너스가 아니더라도 인수 희망자를 찾는 것도 수월해 지분 매각 재개시 관련 작업은 빠르게 진행될 수 있다. 웅진홀딩스측도 코웨이 매각을 전제로 자금을 대여한 금융기관, MBK파트너스 등과의 각종 소송이 예상되는 등 사면초가에 몰리며 빠른 매각이 유리한 상황이다. 법원 역시 법정관리 개시 여부 및 대표관리인 선정을 빠르게 진행할 것으로 밝힘에 따라 통상적인 법정관리 후 자산 매각 진행보다는 웅진코웨이 매각이 다소 빠르게 진행될 수 있는 가능성이 커졌다고 판단된다.

**투자의견과 목표주가 유지, 향후 법원 판결에 따라 목표주가는 조정 가능**

불확실성이 완전히 해소된 것은 아니나 지급보증, 자금대여 등 계열에 대한 지원이 없고 브랜드 로열티 및 IT서비스 이용 등을 제외하면 계열과의 영업관계도 없어 최악의 경우에도 일부 인력 동요 가능성 외 본질적인 가치의 변화는 미미하다. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5만 1천원을 유지한다. 다만, 향후 법원의 결정 내용 등에 따라 목표주가는 일부 하향될 수 있음을 밝혀둔다. 한편, 지분매각 진행 여부와 별개로 배당성향은 유지될 전망으로 당사 추정 2012년 배당금은 1,150원이다. 일본법인 청산 과정에서 발생한 지급보증 금액 상각(약 300억원)과 웅진케미칼 지분 매각 관련 매각차익 유입 여부에 따라 순이익의 변동 요인이 있으나 배당가능 여력이 충분하고 전년대비 절대 배당금을 줄이지 않는다는 정책 감안시 적어도 지난해 1,050원 수준은 유지될 것이 유력하다.

**BUY**

**[매수, 유지]**  
기타서비스업종

**현재가 34,300**

목표주가 (유지) **51,000**

KOSPI	1995.17
시가총액	2,645 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	43,100 원 / 30,150 원
120일 평균거래대금	163 억원
외국인지분율	52.7%
주요주주	웅진홀딩스 외 29 인 31.0% 코웨이홀딩스 주식회사 30.9%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	11.5	-10.9	-7.7	-7.7
상대수익률	11.6	-16.3	-13.2	-22.9

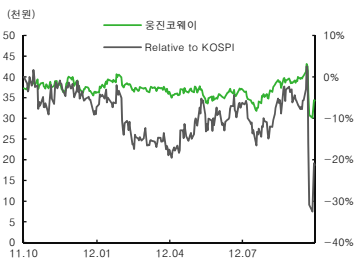


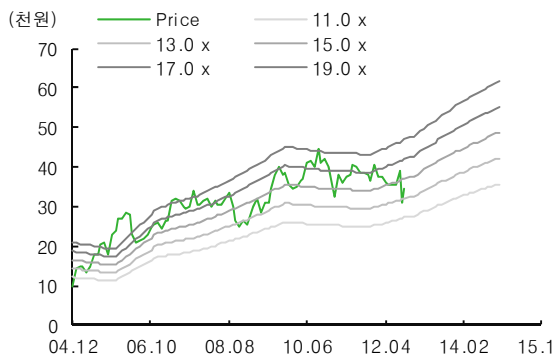
표 1. **웅진코웨이 분기별 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, %)

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12P	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F	2014F
렌탈주문(천대)		329.6	341.9	287.7	313.3	284.7	331.1	324.2	320.0	1,272.5	1,260.0	1,287.7	1,318.4
월평균해약률(%)		1.02%	0.99%	0.95%	1.07%	1.01%	1.01%	0.95%	0.96%	1.04%	0.99%	0.95%	0.95%
렌탈계정(천계정)		4,234.0	4,321.2	4,376.6	4,442.8	4,462.9	4,488.9	4,556.6	4,609.0	4,450.0	4,661.7	4,896.9	5,137.7
멤버십계정		967.0	1,011.5	1,034.4	1,002.0	1,003.6	1,082.1	1,156.6	1,231.6	1,002.0	1,231.6	1,467.2	1,656.6
총관리계정		5,201.0	5,332.6	5,411.0	5,444.8	5,466.6	5,571.0	5,713.2	5,840.6	5,452.0	5,893.3	6,364.0	6,794.3
총관리계정의 증감		118.2	131.7	78.4	33.8	21.8	104.4	142.2	127.4	369.3	441.3	470.7	430.2
매출액	전체	400.9	435.9	430.1	444.0	442.4	446.4	447.1	463.3	1,709.9	1,799.2	1,914.3	2,061.0
	렌탈	288.0	299.7	305.7	312.9	316.3	318.9	323.0	328.0	1,206.3	1,286.2	1,346.8	1,421.0
	멤버십	39.1	39.9	41.0	40.8	38.8	39.2	41.0	42.9	160.8	161.8	189.0	209.1
	일시불	31.8	38.8	35.7	31.9	32.7	40.5	37.6	34.3	138.2	145.1	156.3	170.9
	기타	24.6	39.6	30.2	43.1	37.8	31.5	33.6	43.1	137.5	146.1	162.1	190.8
	화장품	17.4	17.9	17.6	15.3	16.8	16.3	12.0	15.0	68.2	60.1	60.1	69.2
YoY (%)	전체	8.0	18.9	13.8	11.3	10.3	2.4	4.0	4.3	13.9	5.2	6.4	7.7
	렌탈	6.0	9.5	10.5	10.0	9.8	6.4	5.7	4.8	9.0	6.6	4.7	5.5
	멤버십	9.8	9.0	9.3	7.3	(0.8)	(1.9)	0.0	5.2	8.8	0.7	16.8	10.7
	일시불	19.1	56.8	45.8	1.6	2.8	4.4	5.3	7.4	28.7	4.9	7.7	9.3
	기타	(34.0)	24.9	(19.7)	83.8	53.6	(20.4)	11.3	0.0	5.8	6.2	11.0	17.7
	화장품			897.4	(29.0)	(3.3)	(8.8)	(31.8)	(2.1)	191.9	(11.8)	0.0	15.0
매출총이익		274.3	294.6	295.3	293.6	296.9	304.3	304.6	312.0	1,157.9	1,217.7	1,294.0	1,391.7
영업이익		56.5	61.8	61.4	62.8	64.4	63.0	63.7	66.6	242.5	257.7	278.2	314.0
세전이익		50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	56.4	58.0	61.0	225.4	231.1	256.3	298.0
순이익		38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	44.0	44.0	46.2	177.1	175.5	194.3	225.9
EBITDA		104.6	110.4	111.5	113.4	119.5	119.4	119.3	121.4	439.9	479.6	502.6	540.0
YoY (%)	매출총이익	13.4	19.8	18.8	6.8	8.2	3.3	3.1	6.3	14.5	5.2	6.3	7.6
	영업이익	(18.4)	(15.4)	2.7	18.1	14.0	2.0	3.6	6.1	(4.4)	6.3	7.9	12.9
	세전이익	(22.1)	(27.5)	22.4	11.0	10.3	2.5	(10.2)	10.5	(7.4)	2.5	10.9	16.3
	순이익	(24.7)	(28.9)	36.6	28.8	6.4	4.6	(10.6)	(1.8)	(3.3)	(0.9)	10.7	16.3
	EBITDA	(7.1)	(6.6)	8.3	12.5	14.3	8.1	7.0	7.0	1.6	9.0	4.8	7.4
매출총이익률 (%)		68.4	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	68.1	67.3	67.7	67.7	67.6	67.5
영업이익률 (%)		14.1	14.2	14.3	14.1	14.6	14.1	14.2	14.4	14.2	14.3	14.5	15.2
세전이익률 (%)		12.6	12.6	15.0	12.4	12.6	12.6	13.0	13.2	13.2	12.8	13.4	14.5
순이익률 (%)		9.7	9.7	11.4	10.6	9.3	9.9	9.8	10.0	10.4	9.8	10.1	11.0

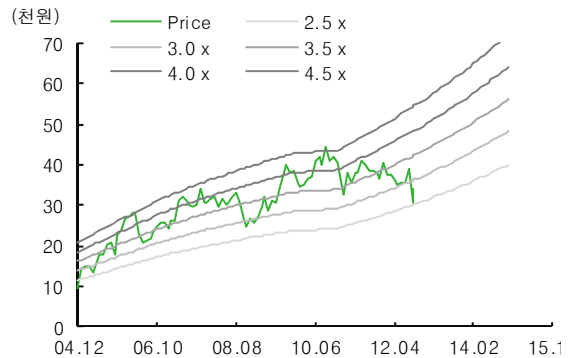
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 2. PBR(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,799	1,914	2,061
매출원가	491	552	581	620	669
매출총이익	1,011	1,158	1,218	1,294	1,392
기타영업손익	651	823	852	906	963
판관비	704	869	906	961	1,020
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-54	-55	-57
영업이익	254	242	258	278	314
조정영업이익	307	289	312	333	371
EBITDA	461	441	478	502	539
영업외손익	11	-17	-27	-22	-16
관계기업손익	22	0	-4	0	0
금융수익	7	2	4	3	3
금융비용	-18	-26	-33	-31	-26
기타	0	6	6	7	7
법인세비용차감전순이익	243	225	231	256	298
법인세비용	-60	-48	-56	-62	-72
계속사업순이익	177	177	175	194	226
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	175	194	226
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	175	194	226
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	175	194	226
비지배지분포괄이익	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	2,275	2,519	2,929
PER	17.0	15.9	15.1	13.6	11.7
BPS	9,504	9,704	10,970	12,382	14,107
PBR	4.2	3.8	3.1	2.8	2.4
EBITDAPS	5,973	5,720	6,201	6,503	6,986
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.5	6.2	5.7
SPS	19,472	22,170	23,328	24,821	26,723
PSR	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	5,065	6,108	5,830	6,209	6,667
DPS	1,050	1,050	1,150	1,250	1,375

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	5.2	6.4	7.7
영업이익 증가율	24.1	-4.4	6.3	7.9	12.9
순이익 증가율	19.6	-3.4	-0.9	10.7	16.3
수익성					
ROIC	20.7	18.7	18.5	18.2	19.1
ROA	19.2	16.5	15.8	15.9	17.0
ROE	25.9	23.9	22.0	21.6	22.1
안정성					
부채비율	86.1	110.6	98.2	91.4	72.1
순차입금비율	36.4	62.5	56.4	49.1	38.9
이자보상배율	14.4	9.6	8.5	8.8	11.9

자료: 웅진코웨이, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	512	569	532
현금및현금성자산	56	65	60	98	44
매출채권 및 기타채권	223	257	260	276	287
재고자산	73	73	72	75	79
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,165	1,259	1,340
유형자산	442	535	636	729	807
관계기업투자지분	192	237	237	237	237
기타금융자산	3	48	47	47	47
기타비유동자산	288	245	245	246	249
자산총계	1,364	1,576	1,677	1,827	1,872
유동부채	384	534	516	595	465
매입채무 및 기타채무	182	187	181	186	188
차입금	74	165	160	150	140
유동성채무	30	110	100	179	50
기타유동부채	98	72	76	81	87
비유동부채	247	294	315	277	320
차입금	220	267	287	248	288
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	28	30	32
부채총계	631	828	831	872	784
지배지분	733	748	846	955	1,088
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	775	884	1,017
기타지분변동	-34	-101	-101	-101	-101
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	748	846	955	1,088
총차입금	324	542	547	577	478

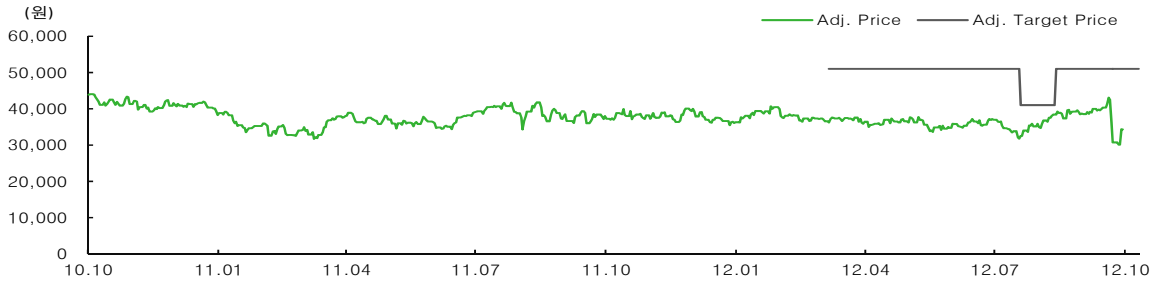
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	369	374	399
당기순이익	177	177	175	194	226
비현금항목의 가감	207	294	274	285	288
감가상각비	154	152	167	169	167
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	108	116	121
자산부채의 증감	-71	-112	-58	-75	-70
기타현금흐름	0	-42	-23	-30	-45
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245
투자자산	-65	-37	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	-4	37	-54
기초 현금	64	56	65	60	98
기말 현금	56	65	60	98	44
NOPLAT	191	191	196	211	238
FCF	107	37	92	115	155

**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	12.10.08	12.08.19	12.08.09	12.07.25	12.06.22	12.03.12				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy				
목표주가	51,000	51,000	41,000	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