

웅진코웨이
(021240)

이제는 본질가치에 주목할 때



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

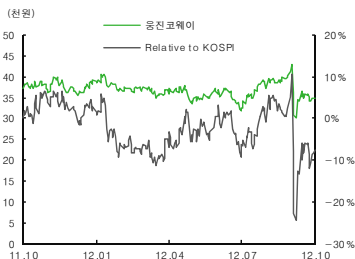
BUY
[매수, 유지]
기타서비스업종

현재가 35,000

목표주가 (유지) **51,000**

KOSPI	1924.5
시가총액	2,699 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	43,100 원 / 30,150 원
120일 평균거래대금	197 억원
외국인지분율	51.9%
주요주주	웅진홀딩스 외 29 인 31.0% 코웨이홀딩스 주식회사 30.9%

주기수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.6	-18.8	7.7	-5.7
상대수익률	4.5	-16.0	-1.0	-7.4



투자포인트

- 3자 비공개 심문 후 법원, 웅진코웨이 매각 계약 원안대로 이행 결정
- 그룹관련 리스크 해소는 물론, 비용 대비 효율 극대화화 신사업 확장 등 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원

Comment

웅진코웨이 매각 원안대로 진행, 그룹리스크 해소

25일 열린 신광수 웅진홀딩스 대표, 채권자협의회, MBK파트너스의 웅진코웨이 매각 관련 비공개 심문에서 법원은 웅진코웨이 주식 양수도 계약을 원안대로 이행하기로 결정했다. 웅진코웨이 매각 없이는 웅진홀딩스의 회생이 불가능하고 MBK파트너스로의 매각이 무산될 경우 당초 매각 가격보다 더 높은 가격을 받기 힘들다는 판단에 따른 결정이다. 형식적으로는 다음주 초 웅진홀딩스 측이 법원에 허가를 신청하는 서면을 제출하고 법원이 허가를 내리면 매각 관련된 결정이 마무리되게 된다.

매각 재개시 MBK 파트너스로의 경영권 이전 빠르게 진행

웅진홀딩스 입장에서 올해안에 매각이 마무리 될 경우 매각 차익에 대한 세금 부담이 있으나 내년이 되면 극동건설 상각으로 인한 손실이 웅진코웨이 매각차익보다 훨씬 커 세금부담이 사라진다. 세금관련 부담을 덜어주기 위해 계약 마무리 일자는 내년 1월 이후로 조정될 여지도 있다. 그러나 계약의 재개가 결정된 이상 주주총회를 통한 이사진 교체 등은 빠르게 진행되며 실제 경영과 관련된 결정권은 MBK파트너스가 행사하게 될 것으로 보여 계약 마무리 일자는 웅진코웨이 주주 입장에서는 의미가 없다고 판단된다. 한편, 원안을 그대로 유지하면 웅진코웨이가 보유한 웅진케미칼 지분도 1,780억원에 매각하게 되어 이에 따른 차입금 감소도 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지

웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 목표주가 5만 1천원을 유지한다. 그룹 관련된 불확실성이 해소되며 본질가치 대비 크게 저평가된 주가가 빠르게 반등할 것으로 기대된다. MBK파트너스는 자본이득 극대화를 목표로 하고 있어 기존사업 효율 강화 및 적극적인 신규사업 확대가 예상된다. 배당정책과 관련해서는 MBK파트너스의 지분율은 30.9%이고 인수자금의 일부는 차입으로 조달해 이자비용 등의 부담도 있다. 따라서 배당을 무조건 확대하기에는 지분율이 낮고 배당을 많이 줄이기에 이자비용을 감당해야하는 부분이 있어 배당과 신규사업 확대를 위한 자원 사이 자금의 배분은 ROIC 극대화 차원에서 조정될 것으로 보여 주주가치에 긍정적이다.

[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
법인세비용차감전순손익	243	225	231	256	298
법인세비용	-60	-48	-56	-62	-72
계속사업순손익	177	177	175	194	226
중단사업순손익	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	15.4	13.9	11.9
BPS	9,504	9,704	10,970	12,382	14,107
PBR	4.2	3.8	3.2	2.8	2.5
EBITDAPS	5,973	5,720	6,201	6,503	6,986
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.6	6.3	5.8
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
관계기업투자금	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

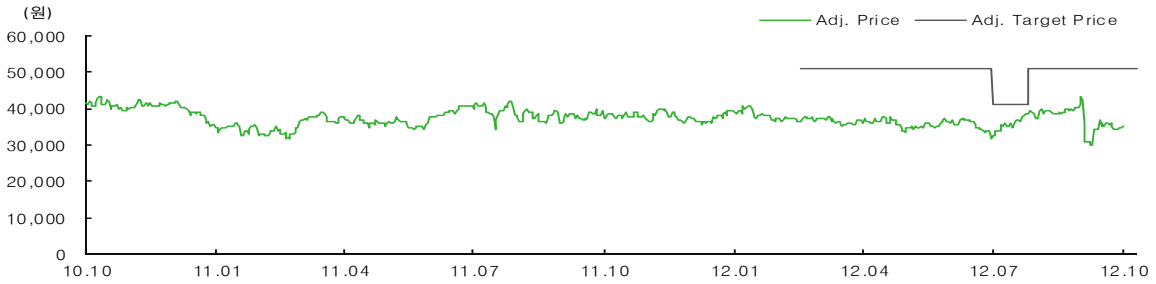
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	369	374	399
당기순이익	177	177	175	194	226
비현금항목의 가감	207	294	274	285	288
감가상각비	154	152	167	169	167
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	108	116	121
자산부채의 증감	-71	-112	-58	-75	-70
기타현금흐름	0	-42	-23	-30	-45
투자활동 현금흐름	-296	-344	-265	-260	-245
투자자산	-65	-37	1	0	0
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-97	-79	-216
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	-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	12.10.26	12.10.07	12.08.19	12.08.09	12.07.25	12.06.22	12.03.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	51,000	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