

매수(유지)

목표주가: 47,000원(유지)

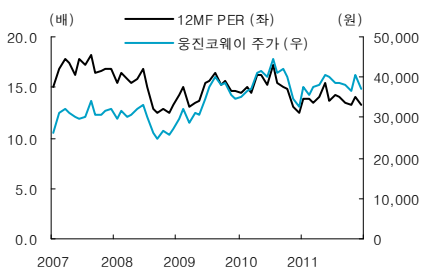
Stock Data

KOSPI(2/23)	2,008
주가(2/23)	37,300
시가총액(십억원)	2,877
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	41,800/31,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,524
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.0/51.8
주요주주(%)	웅진홀딩스 외 33 인 31.0
	Lazard Asset Management LLC 외 36 인 14.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.3)	(1.8)	12.5
상대주가(%p)	(8.3)	(14.9)	10.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

숨겨진 매력

현 주가는 저평가 영역, 매각이 진행됨에 따라 기업가치 부각될 전망

대주주 지분 매각 발표 이후 주가는 인수 주체에 대한 불확실성, 매각 구도 등에 대한 우려로 부진하다. 현 주가는 2012년 PER 기준 13.5배이고 매각 이후 순현금을 가정한 EPS 기준 PER은 12.6배로 저점이다. 우리는 매각 절차가 진행되면서 동사의 사업 가치가 재조명되며 매각 가치가 현재 가치를 상회할 것으로 예상해 추가적인 하락 리스크보다는 상승 여력이 크다고 본다. 투자의견 매수와 목표주가 47,000원(2012F PER 17배)을 유지한다.

De-rating에서 Re-rating으로: 매각의 핵심은 환경가전과 성장 사업

환경가전 사업 부문은 매각이 확정적이고 화장품 사업은 매각이 유동적이다. 웅진케미칼과 수처리사업은 웅진홀딩스로 귀속될 가능성이 높다. 이번 매각의 핵심은 환경가전 사업과 성장 사업 가치 평가이다. 동사의 최근 수년 간 저조한 영업 실적은 투자 확대에 기인하는데 신규 사업으로 인해 국내 환경가전 사업의 수익성이 악화됐다. 관건은 환경 가전 사업에 대해 정상화된 가치 평가가 가능하고 성장 사업 및 자회사에 대한 평가가 동시에 진행될 것이라는 점이다. 각 사업의 가치가 성장에 초점을 맞추어 함께 매각된다면 일반 투자가 입장에서 가장 긍정적이다. 그러나, 환경가전 부문만 매각한다는 가정 하에서도 동사는 순현금 구조로 전환할 가능성이 높고 동시에 환경가전 부문의 수익성 개선이 예상되어 긍정적이다. 무엇보다 연간 실질 EBITDA 5,000억원 이상의 현금 창출력을 기반으로 새롭게 출발할 수 있다.

M&A 가치는 주당 47,000원 이상으로 산정

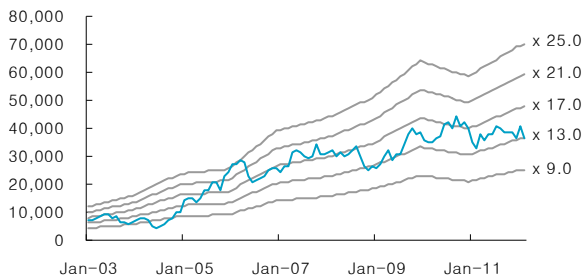
DCF 밸류에이션에 근거해 국내 환경가전 사업의 가치는 약 3.6조원으로 평가된다. 보수적으로 기타 사업 가치를 현재 시가와 장부가액으로 평가하면 3,050억원이다. 이 경우 M&A 가치는 3.5조원, 주당 가치는 47,000원이다. 반면, 각 사업부의 성장성을 반영해 밸류에이션하면 기타 사업 가치는 7,000억원 이상으로 산정되어 M&A 가치가 상승하게 된다.

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액(십억원)	1,412	1,519	1,710	1,927	2,143
영업이익(십억원)	204	229	243	282	314
세전이익(십억원)	203	237	230	269	301
지배주주순이익(십억원)	153	195	175	204	228
EBITDA(십억원)	352	383	415	468	514
순차입금(십억원)	200	264	305	298	308
영업이익률(%)	14.5	15.1	14.2	14.6	14.6
ROE(%)	24.0	27.2	22.0	22.9	22.5
배당수익률(%)	2.6	2.6	2.9	3.3	3.6
EPS(원)	2,034	2,561	2,341	2,758	3,081
(EPS 증가율, %)	17.3	25.9	(8.6)	17.8	11.7
BPS(원)	9,298	10,165	11,334	12,750	14,397
DPS(원)	1,010	1,050	1,050	1,200	1,300
PER(x)	18.9	15.7	15.6	13.5	12.1
PBR(x)	4.1	4.0	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA(x)	8.9	8.7	7.5	6.7	6.1

매각 발표 후 주가 하락, 밸류에이션은 저점

웅진홀딩스가 보유한 웅진코웨이 지분 공개 매각 발표 이후 주가는 고점 대비 13% 하락했다. 인수 주체에 대한 불확실성이 가장 큰 이슈이고 매각 방식에 대한 우려도 있다. 방판, 렌탈, 서비스가 결합된 독자적인 사업 모델이 ownership 부재로 훼손될 가능성에 대한 우려 또한 존재하는 것으로 보인다. 현 주가는 2012F PER 13.5배로 과거 PER 밴드 하단이다. 환경 가전 사업부만 매각한다는 전제 하에 순현금 구조를 가정한 EPS 기준으로는 PER이 12.6배, IFRS 별도 기준 재무제표에서 반영되지 않는 자회사로부터의 예상 지분법 이익을 감안한 EPS 기준 PER은 11.4배 수준이다. 2012년 EV/EBITDA는 6.6배, 렌탈자산 폐기손실을 감안한 EV/EBITDA는 5.5배다.

[그림 1] PER 밴드 하단, 불확실성 반영하며 주가는 하락



자료: 한국투자증권

<표 1> 금융비용과 지분법이익 가정에 따라 순이익 상승 여력 있어

	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)
IFRS 별도 기준	204	2,758	13.5
환경가전만 매각, 순현금 구조 가정시	220	2,963	12.6
자회사 지분법 이익 가산	242	3,269	11.4

주: 지분법 이익 산정시 자회사인 웅진케미칼 순이익은 컨센서스 기준
자료: 한국투자증권

기업 가치 부각의 계기가 될 듯

현재 동사는 매각 주간사를 선정, 실사 중이다. 인수 주체의 불확실성과 향후 이슈에 따라 주가 변동성은 확대될 수 있다. 그러나, 현 시점에서 우리는 하락 리스크보다 상승 여력이 높다고 판단된다. 매각 절차가 진행되면서 동사의 사업 가치가 재조명되고 매각 가치가 현재 가치를 상회할 것으로 예상하기 때문이다. 환경가전과 화장품 사업이 매각의 핵심이 될 것이다. 현재 환경가전 사업부문은 매각이 확정적이고 화장품 사업은 매각이 유동적이다. 웅진케미칼과 수처리 사업은 웅진홀딩스로 귀속될 가능성이 높아 가치 산정에 큰 변화는 없을 것으로 예상된다. 우리는 각 사업의 가치가 성장에 초점을 맞춰 밸류에이션되고 함께 매각될 때 동사에 대한 평가가 극대화될 것으로 예상한다. 그러나, 환경가전 부문만 매각한다 가

정해도 동사는 순현금 구조로 전환할 가능성이 높고 수익성 개선으로 환경가전 부문의 가치가 상승할 것으로 예상된다.

<표 2> M&A 일정

2012.2	매각 발표, 매각주간사 선정
	현재 실사 중, 2월 내 teaser letter 송부
2012.3	우선 협상 대상자 선정
2012.6	최종 인수자 선정 및 매각 완료

자료: 한국투자증권

<표 3> 웅진코웨이 사업 포트폴리오

	사업부 (자회사)	품목 및 브랜드	매출 형태	2012년 예상 매출	주요업체 및 MS
매각 대상	환경가전	정수기 비데 공기청정기 연수기 음식물처리기	방문판매 및 시판 -렌탈 -일시불 -멤버십	1.67 조원	정수기: 웅진코웨이 (52%) 청호나이스 (11%) 청정기: 웅진코웨이 (50%) 삼성전자 (16%)
	해외사업부	환경 가전	해외 법인 일반 거래선 OEM	1,910 억원	글로벌 주요 가전업체
매각 유동적	국내 화장품	프리미엄 라인 및 한방 화장품	방문판매 시판	1,000 억원	아모레퍼시픽, LG 생활건강, 기타
	중국자회사	화장품 환경가전	대리상 유통 시판	500 억원 (시판기준 약 1,200 억원)	중국화장품 업체
비매각	웅진케미칼	섬유 및 필터		1.2 조원	Kurita, Toray

자료: 한국투자증권

M&A 가치는 주당 47,000원 이상으로 산정

사업 부문별 가치 이전에 인수자 입장에서 인수효과를 보면 2012년 기준 인수로 인한 이익 증가분은 680억원이다. 인수 금액을 현재 지분가치(지분율*현 시가총액)대비 70% 프리미엄을 가정할 때 금융비용과 지분법 이익은 비슷하다. 경영권 프리미엄을 감안해야 하나, 우리는 일반투자가 입장에서라도 현 주가 대비 상승 여력이 있다고 판단된다. 또한, 상기 인수 효과는 동사의 환경 가전 시장에서의 확고한 시장 지배력과 성장하는 화장품 사업 등 무형 자산은 반영되지 않은 것이다.

<표 4> 인수금액 1.5조원까지 지분법이익이 이자비용 상회 (단위: 십억원)

	인수금액	이자비용	지분법이익
현재가보다 30% 높은 인수가 가정	1,145	52	68
현재가보다 50% 높은 인수가 가정	1,321	59	68
현재가보다 70% 높은 인수가 가정	1,497	67	68

주: 지분율 31% 가정, 순이익은 IFRS 단독 기준 순이익에 매각 후 무자임으로 가정, 이자비용 차감
자료: 한국투자증권

이번 매각의 핵심은 환경가전과 화장품 사업이다. 환경가전 사업부만 매각된다는 보수적인 가정 하에 웅진코웨이의 M&A 가치는 3.5조원으로 주당 가치는 47,000원이다. 기타 사업의 가치는 장부가액 또는 시가로 평가한 결과 3,050억원이다.

〈표 5〉 M&A 가치는 주당 47,000원 이상으로 산정

(단위: 십억원)

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
세후영업이익(NOPLAT)	215.2	226.9	238.2	249.5	262.0	275.1
감가상각비/무형자산 상각비	151.2	162.7	173.0	182.7	191.7	201.3
렌탈자산폐기손실	45.8	48.8	50.9	54.8	58.0	58.0
운전자본의증감	(34.8)	(49.9)	(55.7)	(50.3)	(52.8)	(55.5)
CAPEX	(185.3)	(190.0)	(193.2)	(200.5)	(200.5)	(200.5)
FCF	192.2	198.6	213.2	236.2	258.4	278.4
평균 자본 비용	7.2%					
FCF의 현재가치	887.7					
잔존가치	2,756.8					
국내 환경가전 사업 가치 (a)	3,644					
투자유가증권 가치 (b)	85	2011년 3분기 말 장부가액 반영				
웅진캐피탈 가치 (c)	220	현 시가총액*지분율				
기업가치 (d)=(a)+(b)+(c)	3,949					
순차입금 (e)		2012년 말 기준				
자본가치 (e)-(d)	3,482					
주식수(주)	74,134,796	자사주 2,990,000 주 차감				
주당가치(원)	46,975					

주: 환경가전 사업부 정상 영업이익률 16% 가정
WACC 산정시 무위험이자수익률 4%, 리스크프리미엄 5% 가정
잔존가치 산정시 성장률 0%로 가정
자료: 한국투자증권

각 사업의 특성을 고려해 SOTP(sum-of-the-parts)로 산정한 웅진코웨이의 M&A 가치는 3.9조원으로 주당 52,000원 이상이다.

〈표 6〉 국내 환경 가전 부문 외 가치 산정 유동적

(단위: 십억원)

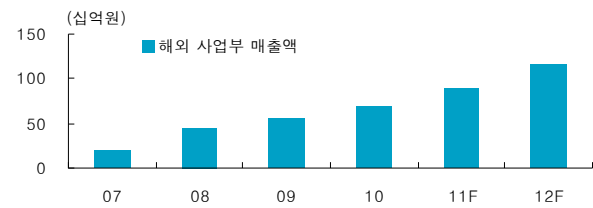
부문별 사업 가치			
국내 환경가전 사업 가치 (a)	3,644		
기타 사업 및 자회사 가치 (b)	733		
해외 환경가전 사업 가치	191	2012년 PSR 1배 적용	
국내 화장품 가치	102	2012년 PSR 1배 적용	
중국 화장품 가치	189	2012년 PER 15배 적용	
웅진캐피탈 가치	220	현 시가총액 * 지분율	
기타 수처리 사업 가치	31	그린엔텍 장부가 기준	
기업 가치 (c) = (a)+(b)	4,378		
순차입금 (d)	(467)		
자본가치 (d)-(c)	3,911		
주식수	74,134,796		
주당가치(원)	52,750		

자료: 한국투자증권

국내외 환경가전 사업가치는 3.6조원 + α

현재 수익성이 저조한 화장품이나 수처리 사업을 배제하면 렌탈 사업은 수익성이 개선된다. 우리는 렌탈 사업의 영업이익률을 17%로 가정하고 국내 환경가전 사업의 안정적인 현금흐름을 반영해 DCF로 평가한 결과 국내 환경가전 사업 가치는 3.6조원으로 산정된다. 특히, 렌탈 사업의 특성상 현재 가입자 기반으로 향후 4~5년간 현금흐름은 확정적이다. 국내 환경가전 사업은 소득이 늘어날수록 성장하는 산업이고 청정기, 비데, 연수기 보급률이 여전히 낮아 향후 성장 여력이 높다. 최근 계정 순증 확대, 일인당 구매 품목 상향과 일시불, 멤버십 등 다양한 서비스와 판매 채널 확대로 지속적인 성장이 예상된다. 최근 환경가전 해외 사업도 고성장하고 있다. 이는 말레이시아 해외 법인에서 렌탈 계정수가 증가하고 OEM 사업과 대형 거래선 확보로 성장이 이루어지고 있기 때문이다.

〈그림 2〉 환경 가전 해외 매출 고성장

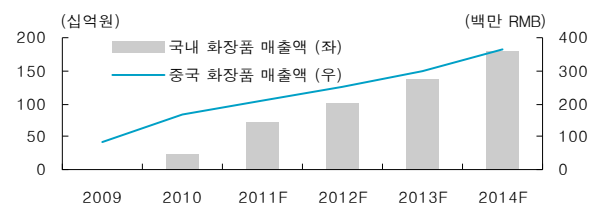


자료: 웅진코웨이, 한국투자증권

국내외 화장품 사업 가치는 유동적, 인수 주체에 따라 가치 평가 달라질 듯

국내외 화장품 사업 가치평가는 유동적이다. 장부가액으로 330억원에 불과한 중국 자회사는 연 100억원 이상의 순이익을 창출한다. 또한, 적자였던 국내 화장품은 프리미엄 제품 및 브랜드 개발, 공격적인 마케팅 등으로 브랜드 인지도가 상승하는 단계로 금년 손익 분기점을 바라보고 있다. 우리는 화장품 사업이 매각된다 가정하면 수익성보다 성장성에 초점을 맞춘 평가가 이루어질 것으로 판단한다. 국내 화장품 사업 가치는 1,018억원으로 2012년 예상 매출액에 PSR 1배를 적용해 산출했다. 아모레퍼시픽, LG생활건강의 PSR이 각각 2배, 2.5배고 저가 화장품 업체인 에이블씨엔씨의 PSR이 1배다. 중국 화장품 사업 가치는 1,890억원으로 산정했는데, 2012년 순이익에 목표 PER 15배를 적용했다. 중국 화장품 사업도 2011년 브랜드샵 정비와 신규 브랜드 출시로 재도약하고 있고 중국 시장의 높은 성장성을 감안할 때 타당하다.

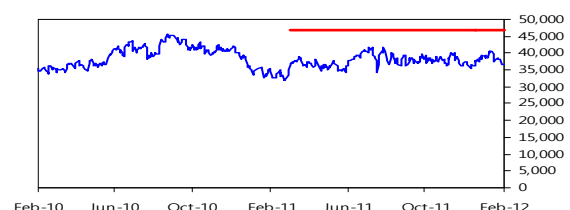
〈그림 3〉 국내 및 중국 화장품 사업 매출 고성장



자료: 한국투자증권

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자이건	목표주가
웅진코웨이(021240)	2011.03.25	매수	47,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	509	579	682	731	791
현금성자산	64	56	120	96	86
매출채권및기타채권	199	218	245	276	307
재고자산	55	73	82	93	103
비유동자산	761	861	948	1,042	1,136
투자자산	131	204	230	259	288
유형자산	418	454	490	526	562
무형자산	141	134	150	170	189
자산총계	1,271	1,440	1,630	1,772	1,927
유동부채	542	441	383	408	428
매입채무및기타채무	155	190	214	241	268
단기차입금및단기사채	120	74	29	0	0
유동성장기부채	120	30	30	30	30
비유동부채	48	234	385	387	389
사채	0	50	100	100	100
장기차입금및금융부채	30	170	270	270	270
부채총계	590	675	768	795	817
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	142	140	140	140	140
자본조정	(32)	(43)	(43)	(43)	(43)
이익잉여금	530	630	727	842	974
자본총계	681	765	862	977	1,109
조정자본총계	681	750	840	949	1,076

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	312	314	292	357	365
당기순이익	153	177	175	204	228
유형자산감가상각비	128	132	148	159	170
무형자산상각비	20	22	24	27	30
자산부채변동	(49)	(71)	(56)	(35)	(65)
기타	60	54	1	2	2
투자활동현금흐름	(276)	(296)	(253)	(273)	(287)
유형자산투자	(218)	(223)	(184)	(195)	(206)
유형자산매각	14	11	0	0	0
투자자산순증	3	(68)	(26)	(29)	(29)
무형자산순증	(6)	(15)	(41)	(47)	(49)
기타	(69)	(1)	(2)	(2)	(3)
재무활동현금흐름	(52)	(20)	25	(107)	(89)
자본의증가	7	2	0	0	0
차입금의순증	51	55	105	(29)	0
배당금지급	(65)	(77)	(80)	(78)	(89)
기타	(45)	0	0	0	0
기타현금흐름	4	(4)	0	0	0
현금의증가	(12)	(7)	63	(23)	(11)

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	1,412	1,519	1,710	1,927	2,143
매출총이익	952	1,025	1,170	1,315	1,457
판매관리비	747	796	883	982	1,087
기타영업손익	0	0	(45)	(51)	(56)
영업이익	204	229	243	282	314
금융수익	3	4	5	6	5
이자수익	3	4	5	6	5
금융비용	14	18	17	19	18
이자비용	13	18	17	19	18
기타영업외손익	(5)	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	14	22	0	0	0
세전계속사업이익	203	237	230	269	301
법인세비용	49	59	55	65	72
당기순이익	153	177	175	204	228
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	153	177	175	204	228
EBITDA	352	383	415	468	514
조정당기순이익	153	195	175	204	228

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	2,034	2,561	2,341	2,758	3,081
BPS	9,298	10,165	11,334	12,750	14,397
DPS	1,010	1,050	1,050	1,200	1,300
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.4	7.6	12.5	12.7	11.2
영업이익증가율	7.4	12.0	6.0	16.3	11.2
순이익증가율	18.8	27.1	(10.2)	16.9	11.7
EPS증가율	17.3	25.9	(8.6)	17.8	11.7
EBITDA증가율	6.3	8.6	8.4	12.9	9.7
수익성(%)					
영업이익률	14.5	15.1	14.2	14.6	14.6
순이익률	10.9	12.8	10.2	10.6	10.7
EBITDA Margin	25.0	25.2	24.3	24.3	24.0
ROA	13.1	13.1	11.4	12.0	12.3
ROE	24.0	27.2	22.0	22.9	22.5
배당수익률	2.6	2.6	2.9	3.3	3.6
안정성					
순차입금(십억원)	200	264	305	298	308
차입금/자본총계비율(%)	39.6	42.4	49.7	40.9	36.0
Valuation(X)					
PER	18.9	15.7	15.6	13.5	12.1
PBR	4.1	4.0	3.2	2.9	2.6
PSR	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.9	8.7	7.5	6.7	6.1

■ Compliance notice

- 당사는 2012년 2월 23일 현재 웅진코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2012년 1월 12일부터 13일까지 웅진코웨이 중국 현지 법인 기업설명회에 참가한 사실이 있습니다.

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.