

한국희, Analyst, 3774-1474 cookie@miraeeasset.com
공은정, Analyst, 3774-6934 ejkong@miraeeasset.com

WHAT'S NEW

신제품 효과와 자회사 가치 상승 기대

웅진코웨이에 대한 목표주가를 기존의 37,500원에서 45,000원으로 상향. 동사는 현재 몇 가지 변곡점을 맞고 있음. 최근 탐방 통해 이에 대해 긍정적인 전망 갖게 되었음. 1) 국내 렌탈 사업: 약 2년간의 신제품 공백 깨고 나온 음식물처리기의 판매 실적이 예상을 크게 상회. 평균 ARPU 높이는 동시에 가입자 기반 확대의 동인이 될 수 있을 것. 핵심 비즈니스의 성장 부재 우려 불식시키는 계기 될 것. 2) 중국 화장품: 지난 2/4분기 실적 서프라이즈 보였던 중국 법인은 비수기임에도 불구하고 3/4분기에도 전분기 수준의 실적 개선을 기록하고 있음. 중국 화장품 부문 실적 개선의 지속가능성을 확인하는 계기 될 것.

» TP 45,000 원으로 상향, BUY 유지

» 중국 화장품 biz, 지속 가능한 성장 모델

» post-정수기가 될 신제품 나올까?

» 3Q preview: 매출액 yoy +8%, 영업이익 +7% 예상

» 목표주가 45,000 원으로 상향

웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견을 유지한 가운데, 목표주가를 기존의 37,500원에서 45,000원으로 20% 상향조정. 1) 중국 법인 등 자회사 가치 조정과 2) 최근 영업 상황 반영한 어닝즈 조정이 그 근거. DCF($g=2\%$, $WACC=8.8\%$) 방식을 유지하되, 투자자산 중 장부가치와 현재가치의 차이가 크다고 여겨지는 자산에 대해서는 가치를 보정. 중국 현지법인 (2010년 PER 20배)과 웅진케미칼 지분 가치(시장가격의 70%)를 수정하여 반영한 것. 중국현지법인은 목표 시가총액의 10%, 웅진케미칼 지분은 5% 차지. 새로운 목표주가의 implied PER은 2010년 기준 16배.

» 중국 화장품 biz, 지속 가능한 성장 모델

대리상 체계(국내의 신방판과 유사)로 운영되고 있는 중국 화장품 사업은 올해 약 380억원의 매출액과 140억원의 순이익 창출 예상. 2010년 515억원의 매출액과 173억원의 순이익 예상. 1) 약 6천여개의 대리상 통한 시장 침투는 연이은 신제품 출시로 가속화될 것. 50%의 매출 성장 무난할 듯. 2) 다만 백화점과 종합전문점으로의 신규 출점, 생산 설비 및 R&D 관련 증설 계획 고려시 올해 약 38%의 순이익률은 내년에 30% 정도로 하락할 것이어서 순이익 성장률은 약 23%로 제한.

지금까지는 low-end 시장 공략. 이미 확보된 세일즈 채널은 제품력 지속되는 한 비교적 공고하게 유지 가능해 보임. 게다가 브랜드 및 채널 추가 계속되면서 성장의 지속가능성은 크게 의심하지 않아도 될 듯. 다

BUY

17 Sep, 2009

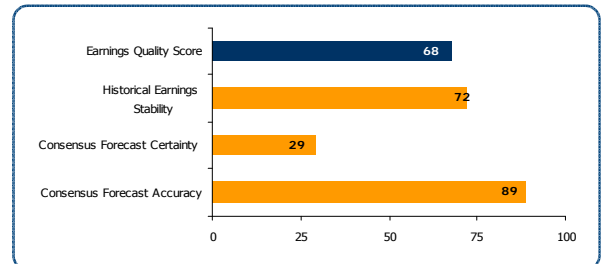
목표주가 W45,000
현재가(9/16) W36,750

Upside/Downside 22.4%
Consensus target price W39,000
Difference from consensus 15.4%

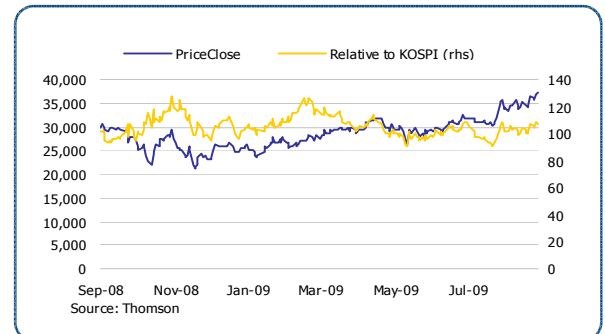
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-07A	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,213	1,314	1,401	1,530	1,655
영업이익(십억원)	161	190	204	236	267
순이익(십억원)	116	129	168	205	241
EPS(원)	1,563	1,734	2,251	2,753	3,237
증감률	54.7%	11.0%	29.8%	22.3%	17.6%
P/E (x)	19.5	15.4	16.3	13.3	11.4
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	8.2	7.1	6.3
Dividend yield	2.6%	3.3%	3.0%	3.8%	4.4%
P/B (x)	4.3	3.3	4.6	3.8	3.2
ROE	24.0%	22.9%	26.9%	28.9%	28.7%
순부채비율	15.8%	15.4%	15.4%	3.3%	-5.7%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,834 / 2,314
Shares Outstanding	77 mn
Free Float	0.615
52-week Price High/Low	W21,350 - 37,450
Daily Average Volume (3M)	W12,591 mn
Performance	1M 3M 12M
Absolute	8.09% 20.54% 22.50%
Relative to KOSPI Index	2.31% 5.12% 1.20%
Major shareholders	
웅진홀딩스	36.6%
Lazard Asset Management	14.0%

만 ‘made in China’ 제품으로 high-end 시장 공략해야 한다는 점은 부담. 그럼에도 불구하고 2008~2013년까지의 순이익 CAGR은 78%, PER 20배 적용에 무리가 없다는 판단. 중국법인의 2011년 예상 세전순이익 기여도는 10%로 추정.

» post-정수기가 될 신제품 나올까?

동사의 국내 렌탈 사업의 핵심 경쟁력은 견고한 전국적 판매망. 경쟁사에 대해서는 높은 진입장벽 역할. 유통망이 안정적이기 때문에, 사실 성장성 확보의 핵심은 신제품 통한 신규 수요 창출. 최근 몇 년간 이 부분에서 이렇다 할 성과가 없어서 성장 정체를 우려하는 시각 존재. 그러나 지난 6월 출시된 음식물 처리기는 기대할 만. 6월 500대 판매에 불과했으나, 7월 5,700대에 이어 8월에는 약 23,000대의 판매 급증세 시현. 동사의 전체 월별 렌탈 판매가 약 10만대 전후임을 고려하면 8월 판매량 추이가 지속된다면 의미있는 성장 동인으로 자리잡을 가능성 커 보임.

» 3Q preview: 매출액 yoy +8%, 영업이익 +7% 예상

웅진코웨이의 3/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 8.1%, 7.0% 증가한 3,565억원과 529억원으로 예상. 렌탈 판매 순증이 상반기 동안의 월별 평균 11만건에 비해 7~8월 동안은 약 8만건 수준으로 감소하긴 했으나 여전히 견조한 판매 실적 시현. 신규 가입자 증가 추세 고려하면 3/4분기 14.8%의 영업이익률 예상치는 매우 양호한 수준. 1) 해약률 하락, 신제품 효과, 가구당 사용 제품 수 증가 등이 견인하는 견조한 매출 성장, 2) 웅진 쿠첸 합병 이후의 비용 절감 효과, 3) 중국 현지법인 및 웅진케미칼 실적 성장은 중장기적으로 지속될 실적 개선 요인들. 향후 3년간 EPS CAGR는 약 23%로 추정.

Figure 1. Woongjin Coway 3Q09 earnings preview

(W bn, %)	3Q09E	3Q09C	diff,%	3Q08	yoy,%
매출액	356.5	359.1	(0.7)	329.8	8.1
영업이익	52.9	56.1	(5.8)	49.4	7.0
세전이익	58.3	54.3	7.3	48.8	19.5
영업이익률	14.8	15.6		15.0	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2. Woongjin Coway earnings estimate changes

(W bn, %)	이전		이후		Chg	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
매출액	1,388.3	1,486.6	1,401.2	1,530.1	0.9	2.9
영업이익	204.1	224.2	204.1	236.0	(0.0)	5.3
세전이익	207.9	223.3	219.1	264.1	5.4	18.3
영업이익률	14.7	15.1	14.6	15.4		

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3. DCF Valuation Table

(W bn, %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT	190	204	236	267	308	325
NOPLAT	132	151	176	197	228	241
DEP+AMOR	141	151	164	173	225	226
CAPEX	142	188	170	186	206	213
FCF	-	88	155	171	239	249
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
PV of FCF	-	88	143	145	187	179
Sum of PV	741					
Continuing value						
Noplat as of 2012	241					
Growth Rate	2.0%					
ROIC	20.0%					
CV at the end of 2012	3,270					
Discount Factor	0.66					
PV of Continuing Value	2,157					
Enterprise Value	2,899					
Non-Operating Investment	596					
Cash&Cash Equivalents	76					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	520					
Debts	168					
Appraised equity value	3,327					
Appraised share value	44,693					

Key Assumptions	
WACC	8.8%
g	2.0%
Rf	4.0%
Rm	6.5%
Beta	0.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

Note: 중국 현지법인(2010년 PER 20배)과 웅진케미칼 지분 가치(시장가격의 70%)를 수정하여 반영

Figure 4 목표주가 구성 내역

(W bn, Won, %)	value	per share	contribution(%)	Valuation Method
영업가치	2,820	37,885	85	DCF (g=2%, WACC=8.8%)
투자자산 가치	507	6,808	15	
중국 법인	345	4,641	10	2010년 순이익의 20배
웅진케미칼	161	2,167	5	시장가격의 70%
Total	3,327	44,693	100	

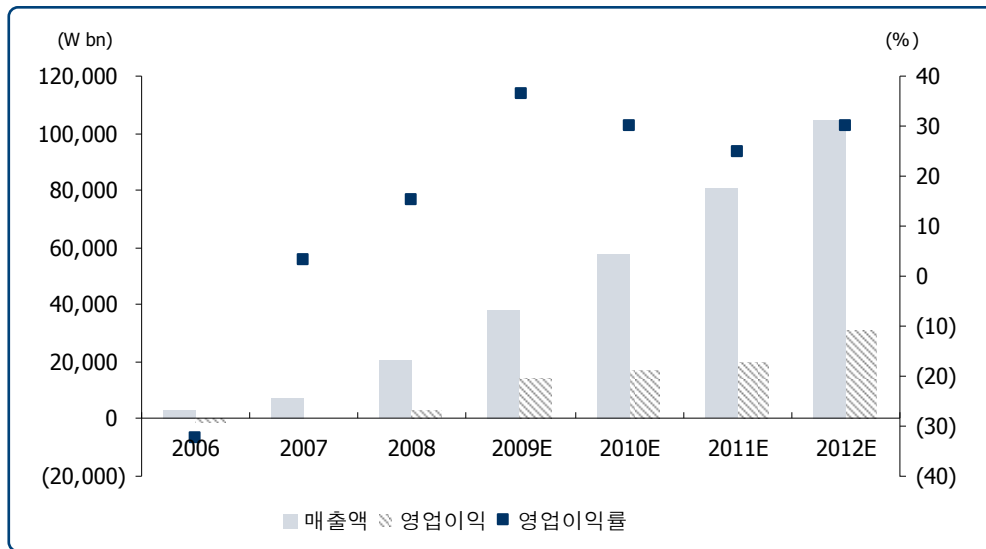
Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 5. 중국 화장품 Biz: 매출액, 영업이익

(W bn, %)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	3,022	7,259	20,808	38,385	57,577	80,608	104,790
yoy, %		140	187	84	50	40	30
영업이익	(983)	240	3,142	14,013	17,273	20,152	31,437
영업이익률	(33)	3	15	37	30	25	30

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 6. 중국 화장품 Biz: 매출액, 영업이익



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 7 중국화장품 비즈니스 관련 내용

Capa 관련			
준공시점: 2000년 7월			
지역: 심양			
임차면적: 2,608 m ²			
임차비용: 12RMB/m ² /월			
임차기간: 2012년 5월까지			
인력: 70명			
생산 CAPA: 라인 3개, 생산성 517/1인/1일			
생산능력: 329,846개/월평균, 109,940개/월/라인별, 연간 3,958,152개			
Selling Price			
	(RMB)	(KRW)	매출비중(%)
Cellart	500	90,000	12.0
Ruhen	250	45,000	24.0
Terreau	190	34,200	25.0
Hebier	130	23,400	9.0
Nouris	65	11,700	26.0
Meiqing	50	9,000	3.0
Channel			
-대리상 제품 공급을 통한 웅진 전용 전문점으로 판매 진행(전역 51개 대리상, 6000여개 웅진 전용 전문점 운영 중)			
-현재 법인은 성 대리점 통해 거래. 2007년 직판(direct selling) 허가 신청.			
-향후 단계적으로 진입 용이한 종합 전문점 및 온라인판매로의 채널 확대 후 중장기적으로 백화점, 에스테틱점, 브랜드 샵 등 추가 입점할 것			

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	395.6	475.6	483.8	555.7	660.4
현금및단기금융상품	28.5	76.1	61.2	106.0	183.4
매출채권	117.9	149.8	159.7	172.6	186.5
재고자산	57.8	58.0	59.6	65.6	70.3
고정자산	540.5	595.8	641.3	675.7	726.1
투자자산	77.7	174.5	196.9	214.7	233.7
유형자산	388.7	356.4	388.2	407.8	434.8
무형자산	74.1	64.9	56.1	53.2	57.6
자산총계	936.1	1,071.4	1,125.1	1,231.4	1,386.5
유동부채	393.0	398.7	420.1	432.8	447.4
매입채무	25.8	34.2	37.4	39.9	43.9
단기차입금	92.0	107.8	81.5	81.5	81.5
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
고정부채	14.5	76.0	55.4	27.5	29.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	0.0	0.0
부채총계	407.6	474.8	475.5	460.3	477.1
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.7	108.7	59.5	59.5	59.5
이익잉여금	370.1	441.1	542.4	663.9	802.1
자본조정	5.4	7.5	8.4	8.4	8.4
자본총계	528.5	596.6	649.5	771.1	909.3
총차입금	112.0	167.8	161.5	131.5	131.5
순차입금	83.4	91.7	100.3	25.4	(52.0)

Source: Company data, Mirae Asset Research

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	1,213.1	1,314.4	1,401.2	1,530.1	1,654.9
증가율	8.5	8.4	6.6	9.2	8.2
매출원가	384.7	407.2	439.5	446.5	504.9
매출총이익	828.4	907.2	961.8	1,083.6	1,150.1
증가율	12.3	9.5	6.0	12.7	6.1
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
판매비및일반관리비	667.1	717.1	757.7	847.6	882.9
영업이익	161.3	190.1	204.1	236.0	267.1
증가율	43.7	17.9	7.3	15.7	13.2
영업외손익	(5.6)	(5.4)	15.0	28.1	43.4
순금융비용	6.4	8.0	7.4	4.2	3.1
외환관련손익	0.9	10.5	(0.1)	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	23.2	34.0	48.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	(0.6)	(1.7)	(1.6)
세전순이익	155.7	184.8	219.1	264.1	310.5
법인세비용	39.4	55.7	51.6	59.2	69.5
당기순이익	116.3	129.1	167.5	204.9	240.9
EPS	1,563	1,734	2,251	2,753	3,237
증가율	54.7	11.0	29.8	22.3	17.6
EBITDA	302.9	331.3	354.7	399.8	440.2
증가율	20.8	9.4	7.0	12.7	10.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	283.3	304.8	291.8	315.7	347.3
당기순이익	116.3	129.1	166.1	204.9	240.9
감가상각비	132.8	126.5	136.0	150.5	159.4
무형자산상각비	8.8	14.7	14.6	13.3	13.7
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	(0.3)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	(23.2)	(34.0)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(19.3)	(16.4)	(14.7)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(19.6)	(12.9)	(14.0)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	(3.0)	(6.0)	(4.7)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	3.3	2.5	4.0
기타	27.5	77.9	17.9	(2.6)	(4.0)
투자활동현금흐름	(239.6)	(255.1)	(235.9)	(157.5)	(167.2)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(8.3)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(187.8)	(170.1)	(186.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(5.9)	(10.3)	(18.1)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	23.6	22.9	37.3
기타	(21.3)	(21.9)	(65.5)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(49.7)	(2.1)	(70.8)	(113.4)	(102.7)
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(6.4)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(83.4)	(102.7)
기타	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0
순현금흐름	(6.0)	47.6	(14.9)	44.8	77.4
기초현금	34.5	28.5	76.1	61.2	106.0
기말현금	28.5	76.1	61.2	106.0	183.4
잉여 현금흐름	43.7	49.7	55.9	158.2	180.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	1,563	1,734	2,251	2,753	3,237
BPS	6,105	7,144	7,973	9,645	11,443
주당EBITDA	4,070	4,451	4,765	5,371	5,914
주당현금배당금	780	870	1,120	1,380	1,620
PER	19.5	15.4	16.3	13.3	11.4
PBR	4.3	3.3	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	7.8	6.3	8.2	7.1	6.3
배당수익률	2.6	3.3	3.0	3.8	4.4
수익성비율 %					
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
영업이익률	13.3	14.5	14.6	15.4	16.1
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.3	26.1	26.6
순이익률	9.6	9.8	12.0	13.4	14.6
ROE	24.0	22.9	26.9	28.9	28.7
ROIC	20.4	20.7	22.5	24.1	23.6
안정성비율 %					
부채비율	77.1	79.6	73.2	59.7	52.5
순차입금비율	15.8	15.4	15.4	3.3	순현금
유동비율	100.6	119.3	115.2	128.4	147.6
이자보상배율(배)	25.2	23.7	27.5	56.3	86.5
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	9.1	9.2	9.2
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	23.8	24.4	24.4
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	39.1	39.6	39.5
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	11.6	10.8	10.7

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

<p>종목별 투자 의견 (6개월 기준)</p> <p>BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자 의견</p> <p>Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내 Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과 ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함</p>
--	--

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

- Historical Earnings Stability
 - 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
 - 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
 - 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 등 지표값이 높음.
- Consensus Forecast Certainty
 - 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
 - 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
 - 견해차가 작을수록 등 지표값이 높음.
- Consensus Forecast Accuracy
 - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
 - EPS surprise는 '(연말 실적치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
 - Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국회

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득일				
해당사항없음								

<p>주가 및 목표주가 변동추이</p> <p>■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy◎ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm</p>	<p>웅진코웨이 (021240)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자 의견</th> <th>목표가(6개월)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2008/06/03</td> <td>BUY (Initiate)</td> <td>36,400원</td> </tr> <tr> <td>2008/07/23</td> <td>BUY</td> <td>34,500원 (하향)</td> </tr> <tr> <td>2008/08/11</td> <td>BUY</td> <td>34,500원</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;"><투자 의견, 목표주가 변동없음></td> </tr> <tr> <td>2009/07/07</td> <td>BUY</td> <td>37,500원 (상향)</td> </tr> <tr> <td>2009/08/10</td> <td>BUY</td> <td>37,500원</td> </tr> <tr> <td>2009/09/17</td> <td>BUY</td> <td>45,000원 (상향)</td> </tr> </tbody> </table>	날짜	투자 의견	목표가(6개월)	2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원	2008/07/23	BUY	34,500원 (하향)	2008/08/11	BUY	34,500원	<투자 의견, 목표주가 변동없음>			2009/07/07	BUY	37,500원 (상향)	2009/08/10	BUY	37,500원	2009/09/17	BUY	45,000원 (상향)
날짜	투자 의견	목표가(6개월)																							
2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원																							
2008/07/23	BUY	34,500원 (하향)																							
2008/08/11	BUY	34,500원																							
<투자 의견, 목표주가 변동없음>																									
2009/07/07	BUY	37,500원 (상향)																							
2009/08/10	BUY	37,500원																							
2009/09/17	BUY	45,000원 (상향)																							