

한국희, Analyst, 3774-1474, cookie@miraeasset.com
김성훈, Analyst, 3774-6936, nick@miraeasset.com

WHAT'S NEW

A new kid on the block

웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견과 목표주가 51,000 원을 유지함. 1) 중국 화장품 사업의 장기 성장 가능성, 2) 국내 렌탈 사업의 안정적 이익 성장 고려 시 3) 부담 없는 밸류에이션에 거래되고 있음. 일시적/계절적 요인에 따른 중국 화장품 사업 부진에 대한 우려를 좋은 매수 기회로 활용하기 권함. 국내 방문판매 화장품 시장 진출 가능성은 기회이자 리스크. 하지만 합리적인 비용과 명확한 장기 투자수익률 계획이 수반된다면 충분히 매력적인 사업 확대 기회.

- » 중국 화장품 사업 가치는?
- » 국내 렌탈 사업, 신규 성장 동력은 없는가?
- » 국내 화장품 시장 진출의 의미
- » BUY 투자 의견과 목표주가 51,000 유지

» 중국 화장품 사업 가치는?

2009년 동사의 중국 법인의 화장품 관련 매출액과 순이익은 약 350억 원과 147억 원으로 예상. 4/4분기의 경우 영업일수 감소로 인해 2~3/4분기 대비 매출 감소 예상. 하지만 2010년 순이익은 33% 성장한 197억 원 예상. 향후 3년간 매출액 및 순이익 CAGR는 각각 36%, 34%에 이를 것. 2010년 세전이익 기여도는 약 8%, 기업가치에 대한 기여도는 12%로 산정. 1) 독특한 채널의 힘에 기대 빠른 확장, 2) 경쟁 덜한 2~3급 도시 중심의 지역 확대 전략을 선호.

» 국내 렌탈 사업, 신규 성장 동력은 없는가?

4/4분기 실적에서 좋은 시그널을 확인할 수 있을 것. 동사의 08년 4/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 9.3%, 15.7% 성장한 3,720억 원 및 557억 원을 달성하며 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회할 전망. 일시불 공기청정기 판매 실적 호조 예상. '정수기'의 후속 main item 부재에 대한 우려의 시각을 완화시킬 수 있을 것. 주력 아이টে็ม으로 자리잡을 지가 관전 포인트.

» 화장품 시장 진출이 기회?

미정인긴 하지만, 동사가 국내 방문판매 화장품 시장에 진출할 가능성 존재. 일각에서는 기존 비즈니스와 무관한 사업에의 진출로 우려하고 있음. 하지만 동사의 판매채널 확립/관리 능력이 뒷받침된 가운데, 대

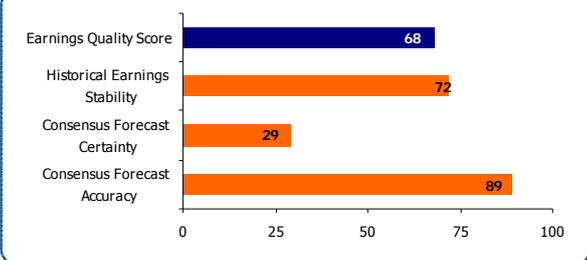
목표주가 W51,000
현재가(1/5) W38,700

Upside/Downside +31.8%
Consensus target price W47,000
Difference from consensus +8.5%

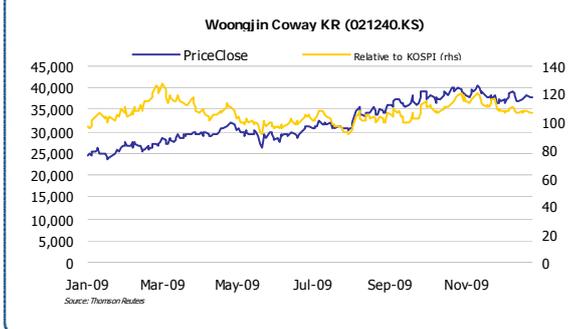
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,314	1,413	1,530	1,655
영업이익(십억원)	190	203	228	252
순이익(십억원)	129	161	191	226
EPS(원)	1,734	2,096	2,483	2,924
증감률	11.0%	20.9%	18.4%	17.8%
P/E (x)	15.4	18.5	15.6	13.2
EV/EBITDA (x)	6.3	8.8	7.4	6.7
Dividend yield	3.3%	2.7%	3.3%	3.9%
P/B (x)	3.3	5.5	4.4	3.7
ROE	22.9%	25.2%	26.1%	26.4%
순부채비율	15.4%	25.9%	9.5%	-1.4%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,985 / 2,556	
Shares Outstanding	77 mn	
Free Float	0.615	
52-week Price High/Low	W23,450 - 40,550	
Daily Average Volume (3M)	W10,532 mn	
Performance	1M	3M
Absolute	4.88%	5.63%
Relative to KOSPI	0.82%	6.12%
Major shareholders		
웅진출당스	31.61%	

규모 투자/비용이 수반되지 않으면서, 중장기 투자수익률에 대한 로드맵이 제시된다면 오히려 신규 성장 동력 확보라는 측면에서 긍정적으로 해석할 수 있을 것. 이에 대한 우려에 기반한 주가 약세 시 매수 기회로 활용 권함.

» BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

웅진코웨이에 대한 BUY 투자의견 및 Sum-of-the-parts 방식으로 산출된 기존 목표주가 51,000 원을 유지함. 1) 중국 화장품 사업의 장기 성장 가능성, 2) 국내 렌탈 사업의 안정적인 이익 성장 고려 시 3) 부담 없는 밸류에이션에 거래되고 있음. 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 대안이 될 수 있을 것.

<표 1> 4Q09 earnings preview

(W bn, %)	4Q09E	4Q09C	diff,%	4Q08	yoy,%
매출액	372.0	366.2	1.6	340.3	9.3
영업이익	55.7	52.4	6.4	48.2	15.7
세전이익	60.4	56.4	7.2	55.1	9.8
영업이익률	15.0	14.3	0.7p	14.2	0.8p

Source: Company data, Mirae Asset Research

<표 2> DCF Valuation Table

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	190	203	228	252	280	307
NOPLAT	132	150	171	185	205	224
DEP+AMOR	141	157	189	191	232	233
CAPEX	142	199	170	186	206	222
FCF	-	81	180	174	224	222
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF	-	81	166	149	177	162
Sum of PV	736					
Continuing value						
Noplat as of 2013	224					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	20.0%					
CV at the end of 2013	3,746					
Discount Factor	0.68					
PV of Continuing Value	2,531					
Enterprise Value	3,267					
Non-Operating Investment	719					
Cash&Cash Equivalents	76					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	643					
Debts	75					
Appraised equity value	3,912					
Appraised share value	51,041					

Key Assumptions	
WACC	8.2%
g	3.0%
Rf	4.0%
Rm	6.0%
Beta	0.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

<표 3> 목표주가 구성 내역

(W bn, Won, %)	value	per share	contribution	Valuation Method
영업가치	3,263	42,580	83	DCF (g=3%, WACC=8.2%)
투자자산 가치	648	8,461	17	
중국 법인	483	6,305	12	2010년 순이익의 25배
웅진케미칼	165	2,156	4	시장가격의 70%
Total	3,912	51,041	100	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary Financial Statements

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	395.6	475.6	470.7	562.6	681.4
현금및단기금융상품	28.5	76.1	41.4	112.6	200.3
매출채권	117.9	149.8	175.3	179.8	199.4
재고자산	57.8	58.0	53.9	61.9	65.0
고정자산	540.5	595.8	746.1	749.3	776.8
투자자산	77.7	174.5	193.9	207.6	226.0
유형자산	388.7	356.4	415.0	426.5	447.8
무형자산	74.1	64.9	137.2	115.1	103.0
자산총계	936.1	1,071.4	1,216.8	1,311.9	1,458.2
유동부채	393.0	398.7	481.1	492.3	507.1
매입채무	25.8	34.2	40.3	41.2	45.3
단기차입금	92.0	107.8	137.4	137.4	137.4
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
고정부채	14.5	76.0	56.9	29.2	31.6
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	538.0	521.4	538.6
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	141.9	141.9	141.9
이익잉여금	370.1	441.1	535.5	647.2	776.3
자본조정	5.4	7.5	(39.3)	(39.3)	(39.3)
자본총계	528.5	596.6	678.8	790.5	919.6
총차입금	112.0	167.8	217.4	187.4	187.4
순차입금	83.4	91.7	176.0	74.8	(12.9)

Source: Company data, Mirae Asset Research

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	1,213.1	1,314.4	1,412.5	1,530.1	1,654.9
증가율	8.5	8.4	7.5	8.3	8.2
매출원가	384.7	407.2	445.6	446.5	505.9
매출총이익	828.4	907.2	966.9	1,083.6	1,149.0
증가율	12.3	9.5	6.6	12.1	6.0
매출총이익률	68.3	69.0	68.5	70.8	69.4
판매비및일반관리비	667.1	717.1	764.1	855.8	897.1
영업이익	161.3	190.1	202.9	227.8	251.9
증가율	43.7	17.9	6.7	12.3	10.6
영업외손익	(5.6)	(5.4)	8.6	18.9	38.7
순금융비용	6.4	8.0	9.2	8.7	7.7
외환관련손익	0.9	10.5	(3.9)	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	20.6	29.3	48.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	1.1	(1.7)	(1.6)
세전순이익	155.7	184.8	211.5	246.7	290.6
법인세비용	39.4	55.7	50.9	55.3	65.1
당기순이익	116.3	129.1	160.7	191.5	225.5
EPS	1,563	1,734	2,096	2,483	2,924
증가율	54.7	11.0	20.9	18.4	17.8
EBITDA	302.9	331.3	359.8	416.5	443.2
증가율	20.8	9.4	8.6	15.8	6.4

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	283.3	304.8	321.4	339.9	347.3
당기순이익	116.3	129.1	159.2	191.5	225.5
감가상각비	132.8	126.5	134.8	158.6	165.0
무형자산상각비	8.8	14.7	22.1	30.1	26.2
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	3.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	(20.6)	(29.3)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(23.8)	(11.7)	(18.6)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(30.9)	(4.5)	(19.5)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	4.9	(8.0)	(3.1)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	2.2	0.9	4.1
기타	27.5	77.9	46.8	0.7	(2.9)
투자활동현금흐름	(239.6)	(255.1)	(248.5)	(158.9)	(163.2)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	9.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(9.2)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(198.8)	(170.1)	(186.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(4.6)	(8.1)	(14.1)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	20.1	19.2	37.3
기타	(21.3)	(21.9)	(65.1)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(49.7)	(2.1)	(112.1)	(109.7)	(96.4)
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(0.9)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	(46.4)	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(79.7)	(96.4)
기타	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	(6.0)	47.6	(34.7)	71.2	87.7
기초현금	34.5	28.5	76.1	41.4	112.6
기말현금	28.5	76.1	41.4	112.6	200.3
잉여 현금흐름	43.7	49.7	73.0	180.9	184.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	1,562.6	1,734.0	2,096.3	2,482.5	2,924.0
BPS	6,105.2	7,144.4	7,022.3	8,756.6	10,587.4
주당EBITDA	4,070.3	4,451.4	4,694.8	5,399.9	5,746.3
주당현금배당금	780.0	870.0	1,050.0	1,270.0	1,490.0
PER	19.5	15.4	18.5	15.6	13.2
PBR	4.3	3.3	5.5	4.4	3.7
EV/EBITDA	7.8	6.3	8.8	7.4	6.7
배당수익률	2.6	3.3	2.7	3.3	3.9
수익성비율 %					
매출총이익률	68.3	69.0	68.5	70.8	69.4
영업이익률	13.3	14.5	14.4	14.9	15.2
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.5	27.2	26.8
순이익률	9.6	9.8	11.4	12.5	13.6
ROE	24.0	22.9	25.2	26.1	26.4
ROIC	20.4	20.7	21.0	21.1	20.4
안정성비율 %					
부채비율	77.1	79.6	79.3	66.0	58.6
순차입금비율	15.8	15.4	25.9	9.5	순현금
유동비율	100.6	119.3	97.8	114.3	134.4
이자보상배율(배)	25.2	23.7	22.0	26.2	32.5
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	8.7	8.6	8.7
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	25.3	26.4	26.1
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	37.9	37.5	38.3
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	11.6	10.9	10.8

Source: Company data, Mirae Asset Research