

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

WHAT'S NEW

On the right track

웅진코웨이의 1/4 분기 실적은 컨센서스에 부합할 것. 매출액과 영업이익이 각각 전년동기 대비 7%, 16% 증가한 3,652 억원과 565 억원으로 추정. 1/4 분기 실적의 특징은 영업이익률의 다소 큰 폭(1.2%p) 확대. 이는 1) 전년 큰 폭의 렌탈 계정 수 증가(약 7%) 이후 본격적인 원가율 개선에 더하여 2) 비데 및 공기청정기 일시불 판매 비중 확대에 따른 수익성 개선으로 요약. 한편, 중국 법인의 화장품 부문은 전년동기 대비 약 40% 수준의 성장 이어가고 있음.

» 1/4 분기 실적은 컨센서스 만족시킬 것

» 중국 화장품 biz: 고성장 지속

» 국내 화장품 시장 진출: 우려를 불식시키는 스마트한 확장

» 목표주가 51,000 원과 BUY 투자 의견 유지

» 1/4 분기 실적은 컨센서스 만족시킬 것

웅진코웨이의 1/4 분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 7%, 16% 증가한 3,652 억원과 565 억원으로 시장 컨센서스를 충족시킬 전망. 지난해 하반기 이후의 일시불(비데, 공기청정기) 판매 호조가 매출 성장 견인. 더불어 전년도의 큰 폭 렌탈 계정 증가 이후 본격적인 원가율 개선이 진행 중. 일시불 판매 비중의 성공적인 확대는 예상보다 강한 소비자 수요를 의미. 2/4 분기 이후에도 공기청정기를 중심으로 한 판매호조 지속 예상. 전년도 계정 수 확대 이후의 마진 개선 또한 연중 발휘될 것.

» 중국 화장품 biz: 고성장 지속

중국 화장품 비즈니스의 성장을 둔화에 대한 우려가 지속 부각. 지난 4/4 분기에 계절적 요인으로 전 분기 대비 이익이 29% 감소한 것이 투자자 우려의 핵심. 하지만 펀더멘탈의 훼손으로 해석할만한 이유 없음. 여전히 전년동기 대비 40%대의 매출 성장 이어가고 있는 것으로 추정. 올해 약 155 억원의 이익 창출 전망. 채널 확장 및 프로모션 강화 등으로 일시적인 영업이익률 하락(42%→35%) 예상되나, FY12 이후 매출 성장률(CAGR 33%)과 유사한 이익 성장률 기대.

» 국내 화장품 시장 진출: 우려를 불식시키는 스마트한 확장

주지하다시피 당사는 최근 국내 화장품 시장 진출을 계획, 2014년 매출액과 영업이익 목표는 각각 2,000 억원과 300 억원. 최근 탐방 통해 동사 브랜드, 채널, 생산 등에 대한 초기 계획을 구체화하고 있음을 확인. 최저 비용 투자(100 억원 안팎) 및 유무형의 보유 자산 활용도를 높이는 방식을

BUY

1 April 2010

BUY
22 Feb 2010

BUY
9 Nov 2009

BUY
7 Jan 2010

목표주가

₩51,000

현재가(3/30)

₩35,100

Upside/Downside

+45.3%

Consensus target price

₩44,000

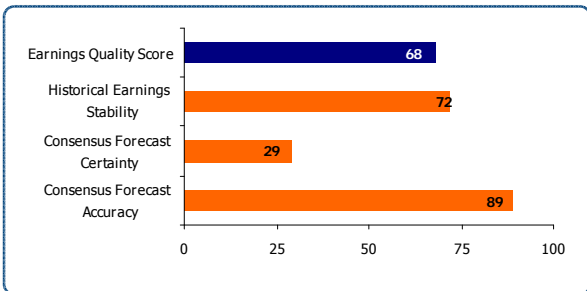
Difference from consensus

+15.9%

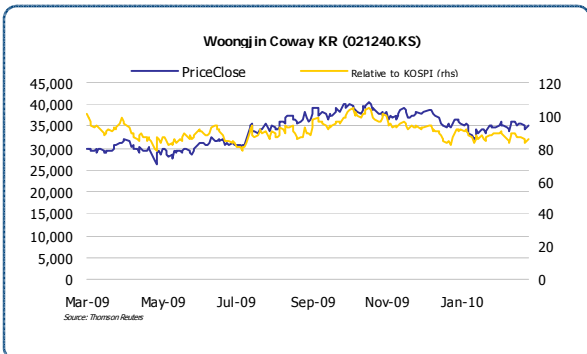
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
매출액(십억원)	1,412	1,512	1,636	1,760
영업이익(십억원)	204	231	255	278
순이익(십억원)	153	184	214	248
EPS(원)	2,025	2,385	2,779	3,217
증감률	16.8%	17.8%	16.5%	15.8%
P/E (x)	19.0	14.7	12.6	10.9
EV/EBITDA (x)	9.0	6.8	6.1	5.5
Dividend yield	0.0%	3.4%	4.0%	4.6%
P/B (x)	4.4	4.1	3.4	2.9
ROE	24.0%	25.1%	25.3%	25.3%
수부채비율	30.3%	19.0%	13.3%	5.7%

Earnings Quality Score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,707 / 2,378		
Shares Outstanding	77 mn		
Free Float	0.615		
52-week Price High/Low	₩26,350 - 40,550		
Daily Average Volume (3M)	₩9,196 mn		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	1.01%	-8.66%	19.80%
Relative to KOSPI Index	-5.62%	-10.70%	-22.19%
Major shareholders			
웅진홀딩스.			31.61%

지속하고 있음. 상대적으로 채널 및 생산에 비해 약점이라고 인식되는 ‘브랜드’의 경우, 유명 해외 브랜드 제품 판매를 병행하여 보완하게 될 것.

» 목표주가 51,000 원과 BUY 투자의견 유지

웅진코웨이에 대한 BUY 투자의견과 가치합산 방식(SOTP)으로 산출된 기존의 목표주가 51,000 원을 유지함. 현재 주가는 FY10(E) PER 14.7 배, EV/EBITDA 6.9 배 수준. 당사 목표주가의 implied PER 은 21 배로 다소 높아 보이나, 꾸준한 소비자 수요가 존재하는 핵심 사업에서의 강한 시장 지위, 강력한 채널 파워, 중국에서의 신성장 동력 작동 등이 장기 투자 매력의 근거.

Figure 1 Woongjin Coway 1Q10 earnings preview

(W bn, %)	1Q10E	1Q10C	diff,%	1Q09	yoy,%
Revenue	365.2	371.2	(1.6)	341.4	7.0
OP	56.5	56.4	0.1	48.8	15.8
Pre-tax profit	57.4	57.9	(0.9)	48.6	18.1
OPM	15.5	15.2	0.3p	14.3	1.2p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary Financial Statements

Balance Sheet

(단위: 십억)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
유동자산	475.6	509.5	530.2	570.5	656.2
현금및단기금융상품	76.1	63.7	69.9	68.3	129.9
매출채권	149.8	194.6	192.7	222.0	231.9
재고자산	58.0	54.6	63.0	67.4	72.9
고정자산	595.8	761.2	816.5	883.2	954.1
투자자산	174.5	201.9	215.7	234.5	250.6
유형자산	356.4	418.2	474.1	529.5	583.9
무형자산	64.9	141.1	126.7	119.1	119.6
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,346.7	1,453.7	1,610.4
유동부채	398.7	541.8	509.1	522.2	536.3
매입채무	34.2	29.2	35.5	37.1	39.2
단기차입금	107.8	119.7	119.7	119.7	119.7
유동성장기부채	0.0	120.0	70.0	70.0	70.0
고정부채	76.0	48.2	49.7	21.4	23.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	30.0	0.0	0.0
부채총계	474.8	590.0	558.8	543.6	559.4
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
이익잉여금	441.1	529.6	636.7	759.0	899.9
자본조정	7.5	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
자본총계	596.6	680.7	787.8	910.1	1,051.0
총차입금	167.8	269.7	219.7	189.7	189.7
순차입금	91.7	206.0	149.8	121.4	59.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

Profit & Loss

(단위: 십억, %)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314.4	1,411.9	1,511.6	1,636.2	1,759.7
증가율	8.4	7.4	7.1	8.2	7.5
매출원가	407.2	460.2	424.8	455.6	498.0
매출총이익	907.2	951.8	1,086.9	1,180.6	1,261.7
증가율	9.5	4.9	14.2	8.6	6.9
매출총이익률	69.0	67.4	71.9	72.2	71.7
판매비및일반관리비	717.1	747.5	856.0	926.1	983.6
영업이익	190.1	204.3	230.9	254.6	278.1
증가율	17.9	7.4	13.0	10.3	9.3
영업외손익	(5.4)	(1.5)	10.3	21.6	41.7
순금융비용	8.0	9.4	10.3	8.9	7.9
외환관련손익	10.5	(5.2)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	(1.4)	13.9	19.0	29.3	48.0
기타영업외손익	(6.4)	(0.8)	1.6	1.2	1.6
세전순이익	184.8	202.7	241.1	276.2	319.8
법인세비용	55.7	49.4	57.2	61.9	71.6
당기순이익	129.1	153.3	184.0	214.3	248.1
EPS	1,734	2,025	2,385	2,779	3,217
증가율	11.0	16.8	17.8	16.5	15.8
EBITDA	331.3	352.4	418.4	460.0	503.2
증가율	9.4	6.3	18.7	9.9	9.4

Source: Company data, Mirae Asset Research

Cashflow

(단위: 십억)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	304.8	311.7	352.2	355.9	412.3
당기순이익	129.1	153.3	184.0	214.3	248.1
감가상각비	126.5	128.2	163.6	183.4	203.4
무형자산상각비	14.7	19.9	23.9	22.1	21.6
외화환산손실(이익)	(10.0)	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	1.4	(13.9)	(19.0)	(29.3)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(34.7)	(56.7)	(0.3)	(32.0)	(13.4)
매출채권의감소	(41.8)	(51.9)	1.8	(29.3)	(9.9)
재고자산의감소	(1.3)	4.2	(8.4)	(4.4)	(5.5)
매입채무의증가	8.4	(9.0)	6.3	1.6	2.1
기타	77.9	77.0	0.1	(2.5)	0.5
투자활동현금흐름	(255.1)	(276.1)	(230.6)	(236.5)	(244.1)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	(11.3)	(1.1)	(0.7)
유가증권 처분(취득)	(4.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의취득	(142.0)	(204.1)	(219.5)	(238.7)	(257.8)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.5)	(6.2)	(9.5)	(14.5)	(22.1)
투자자산의감소(증가)	(82.4)	2.8	9.8	17.8	36.6
기타	(21.9)	(68.6)	(0.0)	(0.0)	0.0
재무활동현금흐름	(2.1)	(52.3)	(126.8)	(122.1)	(107.3)
차입금의증가(감소)	55.8	51.4	(50.0)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	0.0	(38.9)	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(92.1)	(107.3)
기타	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	47.6	(12.4)	(5.2)	(2.7)	60.9
기초현금	28.5	76.1	63.7	58.6	55.9
기말현금	76.1	63.7	58.6	55.9	116.8
잉여 현금흐름	49.7	35.5	121.7	119.4	168.2

Source: Company data, Mirae Asset Research

Key Ratios

(단위: 원, %, 배)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
주당지표					
EPS	1,734.0	2,025.4	2,385.3	2,779.1	3,217.4
BPS	7,144.4	6,996.4	8,572.2	10,255.6	12,075.5
주당EBITDA	4,451.4	4,656.1	5,424.7	5,964.1	6,523.9
주당현금배당금	870.0	0.0	1,210.0	1,410.0	1,630.0
PER	15.4	19.0	14.7	12.6	10.9
PBR	3.3	4.4	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	6.3	9.0	6.8	6.1	5.5
배당수익률	3.3	0.0	3.4	4.0	4.6
수익성비율 %					
매출총이익률	69.0	67.4	71.9	72.2	71.7
영업이익률	14.5	14.5	15.3	15.6	15.8
EBITDA이익률	25.2	25.0	27.7	28.1	28.6
순이익률	9.8	10.9	12.2	13.1	14.1
ROE	22.9	24.0	25.1	25.3	25.3
ROIC	20.7	20.7	20.4	21.3	20.5
안정성비율 %					
부채비율	79.6	86.7	70.9	59.7	53.2
순차입금비율	15.4	30.3	19.0	13.3	5.7
유동비율	119.3	94.0	104.1	109.2	122.4
이자보상배율(배)	23.7	21.7	22.5	28.7	35.1
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율(회)	9.8	8.2	7.8	7.9	7.8
재고자산회전율(회)	22.7	25.1	25.7	25.1	25.1
매입채무회전율(회)	43.9	44.6	46.7	45.1	46.2
순운전자본회전율(회)	13.5	11.2	10.6	10.5	10.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

<p>종목별 투자의견 (12개월 기준)</p> <p>BUY: 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 Hold: 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 Reduce: 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자의견</p> <p>Attractive: 현 업종지수대비 +10% 초과 Neutral: 현 업종지수대비 ±10% 이내 Cautious: 현 업종지수 대비 -10% 초과 ※ 업종별 투자의견의 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 동 지표값이 높음.
- Consensus Forecast Certainty**
 - 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 에널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
 - 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차/평균'으로 산정.
 - 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.
- Consensus Forecast Accuracy**
 - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
 - EPS surprise는 (연말 실적치 - 연초 추정치)/연초 추정치로 산정.
 - Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 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 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 미래에셋증권은 4월 1일 현재 웅진코웨이를 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP 회사를 알려드립니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국회

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

