

Woongjin Coway | 021240.KS

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

What's New

홍콩/싱가포르 NDR 후기

4 월 13~15 일간 홍콩/싱가포르 지역 기관 투자자 대상으로 IR roadshow 를 실시. 대상 기관의 대부분은 long fund. 투자자들은 주로 1) 핵심 사업에서 최근 호실적을 달성한 배경 외에 2) 중국 화장품 부문이 고성장이 지속가능한지 여부, 2) 국내 방문판매 화장품 시장 진출 및 수처리 사업 확대가 기업가치에 미칠 영향 등에 많은 관심을 보였음. 안정적인 현금흐름 창출력을 지닌 'defensive consumer play'라는 웅진코웨이 특유의 투자 매력에 더하여, 동사의 '신규 성장 동력'으로 투자자들의 관심이 빠르게 이동 중임을 확인. 동사에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 51,000 원을 유지함. 목표주가의 implied PER 은 21 배. 기존 비즈니스와 중국 화장품 사업만으로도 향후 3 년간 EPS CAGR 가 17.0%에 이를 뿐 아니라, 향후 국내 화장품 시장 진출 이후 추가적인 기업 가치 상승 여력 존재함을 고려 시 적절한 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단.

- » 순항 중인 핵심 사업
- » 중국 화장품: 성장의 화수분
- » 화장품 사업 진출의 밑그림은?
- » BUY 투자의견 및 목표주가 51,000 원 유지

순항 중인 핵심 사업

동사의 2010E 매출액 및 영업이익 목표는 각각 1,530 십억원(+8.4%, yoy) 과 228 십억원(+11.6%, yoy). 1 분기 실적은 이익 성장률 측면에서 목표치를 상회, 매출액과 영업이익 각각 369 십억원(+8.1%, yoy)과 58 십억원(+18.8%, yoy)으로 추정됨. 향후에도 1) 공기청정기 등 상대적으로 침투율을 낮은 카테고리 제품의 판매 수요 호조, 2) 전년도의 구조조정 효과, 3) 조만간의 신제품(음식물처리기) 런칭 계획 등을 고려하면 안정적으로 달성 가능한 목표치라고 판단. 정수기 등 주력 제품의 추가적인 시장 침투 여력과 경쟁자 증가(특히 LG 전자)를 우려하는 시각 존재. 하지만 한국의 정수기와 공기청정기 침투율은 아직 30%와 8%에 불과. 또 경쟁자의 증가에도 불구하고 렌탈 판매 구조와 'CODY' 채널이 강력한 진입 장벽 역할을 하고 있어서 동사의 시장 점유율은 큰 변동 없는 상태.

중국 화장품: 성장의 화수분

동사는 올해 중국 화장품 부문에서 40%의 매출성장과 20%의 이익 성장을, 향후 5년 동안 약 30% 이상의 성장을 목표로 하고 있음. 1) 1/4 분기에 이미 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 45%, 30% 증가하여 예상치를 상회할 것으로 추정. 2) 전년 말 기준 7,860 개였던 점포 수가 1/4 분기 동안 약 5% 이상 증가한 것으로 추정되는데, 이 가운데 상당수가 3월

BUY

19 April 2010

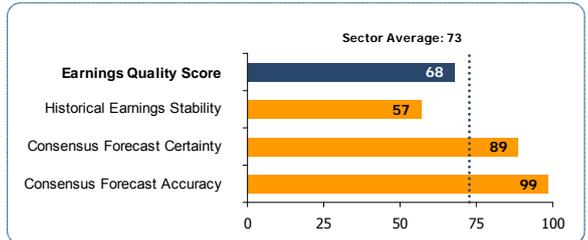
BUY 1 Apr 2010 BUY 22 Feb 2010 BUY 7 Jan 2010

Target price	W51,000
Current price (16 April 2010)	W36,900
Upside/downside	38.2%
Consensus target price	W44,000
Difference from consensus	15.9%

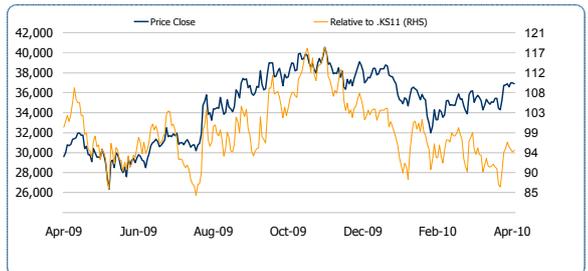
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Revenue (KRWm)	1,411,922	1,525,796	1,643,335	1,766,804
Op EBIT (KRWm)	204,257	236,434	257,005	280,561
Net income (KRWm)	153,280	188,259	216,263	250,066
Norm profit (KRWm)	153,280	188,259	216,263	250,066
EPS (KRW)	2,025	2,441	2,804	3,242
EPS growth	16.8%	20.5%	14.9%	15.6%
Norm P/E (x)	18.22	15.12	13.16	11.38
EV/EBITDA (x)	6.90	5.64	5.08	4.45
Dividend yield	0.00%	3.36%	3.85%	4.47%
P/B (x)	3.92	3.46	3.01	2.62
ROE	23.6%	24.5%	24.4%	24.6%
Net debt/equity	30.3%	19.0%	13.2%	5.6%
Cons EPS (KRW)	2,025	2,322	2,678	3,242
Prev EPS (KRW)	2,025	2,385	2,779	3,217

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	2,747/2,474		
Shares outstanding	77.12mn		
Free float	61.5%		
52-week price high/low	W26,350 -40,550		
Daily average turnover (3M)	US\$7.30mn		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	5.3%	4.8%	24.7%
Relative to KOSPI	0.1%	2.9%	-5.1%
Absolute (US\$)	7.5%	6.0%	49.9%
Major shareholders			
Woongjin Holdings	31.6%		
Lazard Asset Management	14.0%		

Source for data: Company, Bloomberg, Mirae Asset Research

에 오른. 2/4 분기 이후 이들 신규 점포들을 중심으로 한 매출 성장 기대되는 점이 특히 긍정적. 3) 올해 본격적인 시판 시장 진출 예정. 2013년 경 중국 화장품 사업에서 창출되는 이익이 전사 이익의 10%에 이를 전망.

화장품 사업 진출의 밑그림은?

국내 화장품 시장 진출 관련해서는 투자자들의 기대와 우려가 공존. 동사가 신규 투자(2010년 약 100억원)를 최소화하는 방식으로 이 신규사업을 추진하고 있다는 점을 매력적으로 평가. 반면 회사의 기존 자산(ex. 기존 방판 인력의 전환, CODY 조직의 간접 활용 등)의 활용을 극대화하는 전략인 만큼 화장품 사업의 성과가 기대에 미치지 못할 경우에 대한 우려 또한 공존. 회사 측은 CODY를 화장품 판매에 직접 활용하지 않을 것이며, 신규 판매 조직 확보 기간 및 소비자 신뢰(브랜드 인지도) 조기 확보 가능한 방법을 모색 중. 회사는 2014년까지 이 부문에서 2천억원의 매출액 및 15%의 영업이익률의 장기 목표 제시. 방문판매 시장 점유율 약 15%에 이르면 달성 가능한 수준으로 추정됨.

BUY 투자의견 및 목표주가 51,000 원 유지

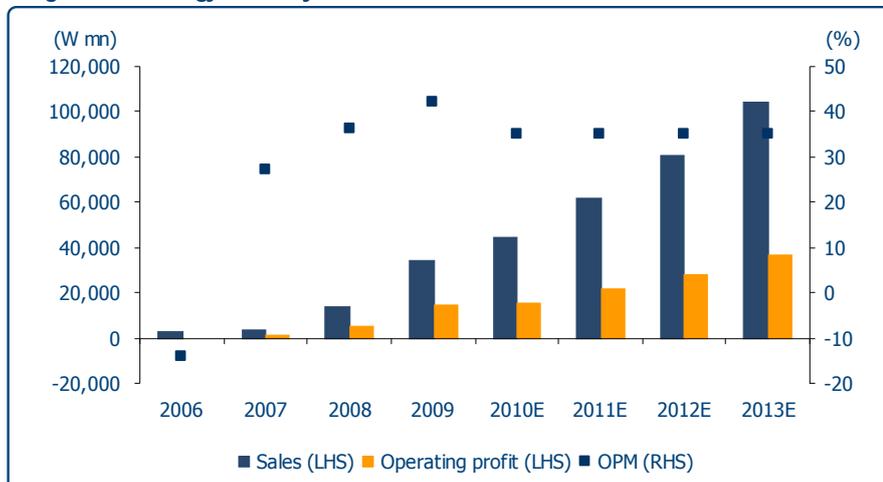
웅진코웨이에 대한 BUY 투자의견 및 SOTP 통해 산정된 목표주가 51,000 원 유지함. 기존 비즈니스(국내 환경가전)는 DCF(WACC=8.6%, g=3%)를 통해 3.4조원으로, 중국 화장품 비즈니스는 2010년 PER 25 배 적용하여 3,400억원, 웅진케미컬 가치는 시장 가격의 70%인 1,400억원으로 산출 되었음. 국내 화장품 사업 진출의 성과 및 수처리 사업 확대의 성과는 추가적인 기업 가치 제고의 동력으로 남아 있음. 우리 목표주가의 implied PER 은 21 배임. 향후 3년간 EPS CAGR 17.0%에 이룸을 고려 시 충분히 합리적인 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단.

Figure 1 Woongjin Coway's 1Q10 earnings preview

(W bn, %)	1Q10E	1Q10C	diff,%	1Q09	yoy,%
Revenue	369.1	366.6	0.7	341.4	8.1
OP	58.0	58.2	(0.4)	48.8	18.8
Pre-tax profit	58.9	57.9	1.7	48.6	21.2
Operating margin	15.7	15.9	(0.2)p	14.3	1.4p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2 Woongjin Coway's cosmetic business



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3 Woongjin Coway's DCF Valuation Table

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT	204	236	257	281	318	347
NOPLAT	153	175	193	207	232	254
DEP+AMOR	148	188	206	226	299	306
CAPEX	204	222	240	259	287	308
FCF	-	143	132	162	228	237
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		143	122	138	179	171
Sum of PV	754					
Continuing value						
Noplat as of 2013	254					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	23.0%					
CV at the end of 2013	4,097					
Discount Factor	0.67					
PV of Continuing Value	2,730					
Enterprise Value	3,484					
Non-Operating Investment	557					
Cash&Cash Equivalents	64					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	493					
Debts	120					
Appraised equity value	3,920					
Appraised share value	50,827					

Key Assumptions	
WACC	8.6%
g	3.0%
Rf	4.0%
Rm	6.5%
Beta	0.8

Note: Investment asset value was derived by applying FY10E P/E of 25x to Chinese subsidiary and 70% of Woongjin Chemical's market value

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 4 Woongjin Coway's TP derivation

(bn Won, Won, %)	value	per share	contribution	Valuation Method
Operating value	3,440	44,597	88	DCF (g=3%, WACC=8.2%)
Investment asset value	480	6,230	12	
(Chinese subsidiary)	340	4,408	9	25 x FY10E Net Income
(Woongjin Chemical)	141	1,823	4	70% of market value
Total	3,920	50,827	100	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWm)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Revenue	1,314,403	1,411,922	1,525,796	1,643,335	1,766,804
Cost of goods sold	(407,159)	(460,172)	(427,605)	(457,048)	(499,413)
Gross profit	907,244	951,750	1,098,191	1,186,287	1,267,391
SG and A	(717,095)	(747,493)	(861,757)	(929,282)	(986,830)
Op profit	190,149	204,257	236,434	257,005	280,561
Op EBITDA	331,330	352,361	424,415	463,153	506,429
Depreciation	(126,499)	(128,229)	(164,076)	(184,078)	(204,237)
Amortisation	(14,682)	(19,875)	(23,906)	(22,069)	(21,631)
Op EBIT	190,149	204,257	236,434	257,005	280,561
Net interest	(8,026)	(9,409)	(10,259)	(8,857)	(7,917)
Associates and JCEs	(1,359)	13,915	19,000	29,328	48,000
Other income	4,021	(6,039)	1,602	1,214	1,606
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	184,785	202,724	246,776	278,690	322,250
Tax	(55,721)	(49,445)	(58,517)	(62,427)	(72,184)
Post-tax profit	129,065	153,280	188,259	216,263	250,066
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	129,065	153,280	188,259	216,263	250,066
Norm profit	129,065	153,280	188,259	216,263	250,066
Dividends	(64,756)	(76,825)	(94,410)	(108,115)	(125,627)
Retained earnings	64,309	76,454	93,849	108,148	124,439

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWm)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Op EBITDA	331,330	352,361	424,415	463,153	506,429
Decrease in working capital	(22,726)	(35,073)	1,520	(27,239)	(11,178)
Other operating cashflow	160,100	57,175	(10,328)	(22,921)	(37,864)
Operating cashflow	468,703	374,463	415,608	412,993	457,387
Tax paid	(55,721)	(49,445)	(58,517)	(62,427)	(72,184)
Net interest	(8,026)	(9,409)	(10,259)	(8,857)	(7,917)
Dividends received	(100,151)	(3,956)	8,460	18,449	36,572
Cashflow	304,806	311,653	355,292	360,157	413,858
Capital expenditure	(146,559)	(210,318)	(231,203)	(254,342)	(281,023)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(148)	-	11,374	1,091	695
Other investing cashflow	(108,514)	(65,828)	(2,914)	17,357	35,877
Investing cashflow	(255,220)	(276,146)	(222,743)	(235,894)	(244,451)
Dividends paid	(58,057)	(64,756)	(76,825)	(94,410)	(108,115)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	75,832	(18,574)	-	(30,000)	-
Other financing cashflow	(19,918)	31,042	(50,000)	-	-
Financing cash flow	(2,143)	(52,287)	(126,825)	(124,410)	(108,115)
Beginning cash	28,659	76,102	63,721	69,444	69,297
Total cash generated	47,443	(16,780)	5,723	(147)	61,292
Forex effects	-	-	-	-	-
Ending cash	76,102	59,322	69,444	69,297	130,589

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWm)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Current assets	475,603	509,455	531,192	571,179	657,710
Cash and equivalents	76,102	63,721	69,444	69,297	130,589
Receivables	149,823	194,577	193,835	221,701	232,501
Inventories	57,993	54,590	63,364	67,327	73,124
Other current assets	191,685	196,567	204,548	212,854	221,497
Non current assets	595,805	761,224	819,958	886,345	957,587
Net operating fixed assets	356,411	418,204	475,822	531,578	586,233
Interest in associates	112,814	130,685	141,225	152,104	163,533
Other non-current ssets	126,580	212,335	202,911	202,662	207,822
Total assets	1,071,408	1,270,680	1,351,150	1,457,524	1,615,297
Current liabilities	398,742	541,770	509,305	522,198	536,261
Payables	34,168	29,220	35,676	37,042	39,108
ST debt	107,846	239,715	189,715	189,715	189,715
Other current liabilities	256,728	272,835	283,913	295,441	307,437
Total non-current liabilities	76,035	48,230	49,733	21,360	23,121
LT debt	60,000	30,000	30,000	-	-
Other non-current liabilities	16,035	18,230	19,733	21,360	23,121
Total liabilities	474,776	590,001	559,038	543,558	559,381
Issued capital	39,316	40,662	40,662	40,662	40,662
Share premium reserve	108,724	141,928	141,928	141,928	141,928
Reserves/Adjustments	-	-	-	-	-
Retained earnings	441,064	529,588	641,021	762,874	904,825
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	7,528	(31,499)	(31,499)	(31,499)	(31,499)
Shareholders' equity	596,631	680,679	792,112	913,965	1,055,916

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Net revenue growth	8.35%	7.42%	8.07%	7.70%	7.51%
Gross profit growth	9.5%	4.9%	15.4%	8.0%	6.8%
Operating profit growth	17.9%	7.4%	15.8%	8.7%	9.2%
EBITDA growth	10.0%	7.9%	23.5%	10.9%	12.6%
EPS growth	11.0%	16.8%	20.5%	14.9%	15.6%
Norm BPS growth	12.6%	18.9%	13.5%	14.8%	15.0%
Gross margin	69.0%	67.4%	72.0%	72.2%	71.7%
Operating margin	14.5%	14.5%	15.5%	15.6%	15.9%
EBITDA margin	25.4%	25.5%	29.2%	30.0%	31.5%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.8%	17.5%	18.7%
Net income margin	9.8%	10.9%	12.3%	13.2%	14.2%
ROE	23.2%	23.6%	24.5%	24.4%	24.6%
ROA	12.9%	13.1%	14.4%	15.4%	16.3%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	19.0%	13.2%	5.6%
Interest cover ratio	16.76	16.31	18.26	21.86	25.43
Dividend payout ratio	50.2%	50.1%	50.1%	50.0%	50.2%
Inventory days	52.13	43.30	54.09	53.77	53.59
Account receivable days	41.72	50.30	46.37	49.24	48.16
Account payable days	30.71	23.18	30.45	29.58	28.66
Reported EPS (KRW)	1,734	2,025	2,441	2,804	3,242
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,441	2,804	3,242
Reported BPS (KRW)	7,915	9,411	10,679	12,259	14,099
Norm BPS (KRW)	7,915	9,411	10,679	12,259	14,099
DPS (KRW)	870	0	1,240	1,420	1,650
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	4,607	4,670	5,366
Reported P/E (x)	21.28	18.22	15.12	13.16	11.38
Norm P/E (x)	21.28	18.22	15.12	13.16	11.38
P/B (x)	4.66	3.92	3.46	3.01	2.62
P/CF	9.01	8.96	8.01	7.90	6.88
EV/EBITDA (x)	6.92	6.90	5.64	5.08	4.45
EV/Operating Cashflow (x)	4.93	6.64	6.03	6.07	5.42
EV/Sales (x)	1.76	1.76	1.64	1.53	1.40
Dividend yield	2.36%	0.00%	3.36%	3.85%	4.47%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Recommendation

<p>종목별 투자의견 (12개월 기준)</p> <p>BUY: 현주가대비 목표주가 +10% 초과 Hold: 현주가대비 목표주가 ±10% 이내 Reduce: 현주가대비 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 애널리스트간 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 신뢰할만한 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. 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 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

