

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

What's New

기대만큼 호실적

웅진코웨이의 1/4 분기 매출액과 영업이익, 세전이익은 각각 전년동기 대비 8.8%, 21.7%, 21.4% 증가하여 당사 및 시장 기대치를 충족. 1) 점유율 확대를 겨냥한 일시불 판매 비중 증가, 2) 효율적인 판매비 제어에 따른 사상 최고 영업이익률 달성, 3) 중국 화장품 고성장에 힘입은 지분법 평가손익 개선 등이 주요. 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 무리 없는 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단.

» 1/4 분기: 일시불 판매 위주로 성장

» 지속 가능한 실적 개선 요인들

» 중국 화장품: 예상보다 견조한 성장성

» BUY 투자 의견 및 목표주가 51,000 원 유지

1/4 분기: 일시불 판매 위주로 성장

웅진코웨이의 1/4 분기 매출액 및 영업이익은 각각 전년동기 대비 8.8%, 21.7% 증가한 3,713 억 원과 594 억 원으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 충족. 특징적인 점으로 1) 일시불 판매가 외형 성장을 견인, 2) 사상 최고치인 16%의 영업이익률을 달성, 3) 예상보다 높은 중국 화장품 사업 성장성 등을 지적할 수 있음.

지속 가능한 실적 개선 요인들

당사는 웅진코웨이의 1/4 분기 실적 개선 요인들이 연중 지속 가능한 것들이라 판단하고 있음. 회사는 작년 하반기부터 非정수기 아이템의 시장 침투율 제고를 위해 보다 적극적인 일시불 판매 전략을 구사해 왔음. 견조한 외형 성장뿐만 아니라 마진 개선에도 일부 도움되는 행보. 판매비의 효율적 집행도 일조했는데, 역시 지속 가능한 실적 개선 요인. 중국 화장품 부문의 경우 적극적인 점포 확대와 동시에 기존점 매출 신장 높은 수준에서 지속. 전반적으로 2/4 분기 이후 실적 전망 밝음.

중국 화장품: 예상보다 높은 성장성

당사는 올해 중국 화장품 부문에서 40%의 매출성장과 20%의 이익 성장을, 향후 5년 동안 약 30% 이상의 성장을 목표로 하고 있음. 1/4 분기 동안에 이미 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 53%, 37.4% 증가(RMB 기준)하여 예상치를 소폭 상회하였음. 더불어 자회사 웅진케미칼 및 말레이시아 법인의 실적 성장에 힘입어 지분법평가손익은 전년동기 -13억 원에서 +43억 원으로 개선.

See the last page of this report for important disclosures

BUY

10 May 2010

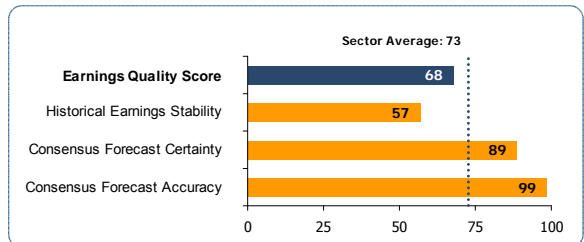
BUY 19 Apr 2010 BUY 1 Apr 2010 BUY 22 Feb 2010

| | |
|----------------------------|---------|
| Target price | W51,000 |
| Current price (7 May 2010) | W35,000 |
| Upside/downside | 45.7% |
| Consensus target price | W44,000 |
| Difference from consensus | 15.9% |

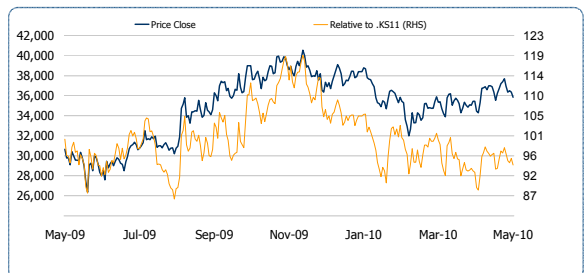
Forecast earnings & valuation

| Fiscal year ending | Dec-09A | Dec-10E | Dec-11E | Dec-12E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue (KRWb) | 1,412 | 1,526 | 1,643 | 1,767 |
| Op EBIT (KRWb) | 204.3 | 236.4 | 257.0 | 280.6 |
| Net income (KRWb) | 153.3 | 188.3 | 216.3 | 250.1 |
| Norm profit (KRWb) | 153.3 | 188.3 | 216.3 | 250.1 |
| EPS (KRW) | 2,025 | 2,441 | 2,804 | 3,242 |
| EPS growth | 16.8% | 20.5% | 14.9% | 15.6% |
| Norm P/E (x) | 17.28 | 14.34 | 12.48 | 10.79 |
| EV/EBITDA (x) | 6.58 | 5.36 | 4.83 | 4.23 |
| Dividend yield | 0.00% | 3.54% | 4.06% | 4.71% |
| P/B (x) | 3.72 | 3.28 | 2.85 | 2.48 |
| 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 | 2,677 | 3,242 |
| Prev EPS (KRW) | 2,025 | 2,441 | 2,804 | 3,242 |

Earnings quality score



Performance



Trading data

| | | | |
|-----------------------------|--------------------------------|-------|-------|
| Market cap (Wbn/US\$m) | 2,605/2,255 | | |
| Shares outstanding | 77.12mn | | |
| Free float | 61.5% | | |
| 52-week price high/low | W26,350 -40,550 | | |
| Daily average turnover (3M) | US\$6.50mn | | |
| Performance | 1M 3M 12M | | |
| Absolute | -0.9% | 4.2% | 14.2% |
| Relative to KOSPI | 1.5% | -3.3% | -6.0% |
| Absolute (US\$) | -3.9% | 5.5% | 24.4% |
| Major shareholders | | | |
| Woongjin Holdings | 31.6% | | |
| Lazard Asset Management | 15.5% | | |

Source for data: Company, Bloomberg, Mirae Asset Research

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 3.4 조원으로, 중국 화장품 비즈니스는 2010 년 PER 25 배 적용하여 3,400 억원, 웅진케미컬 가치는 시장 가격의 70%인 1,400 억원으로 산출되었음. 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 3 년간 EPS CAGR 17.0%에 이름을 고려 시 충분히 합리적인 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단.

Figure 1 Woongjin Coway's 1Q10 earnings review

| (W bn, %) | 1Q10P | 1Q10E | diff,% | 1Q10C | diff,% | 1Q09 | yoy,% |
|------------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
| Revenue | 371.3 | 369.1 | 0.6 | 368.9 | 0.7 | 341.4 | 8.8 |
| OP | 59.4 | 58.0 | 2.5 | 59.2 | 0.3 | 48.8 | 21.7 |
| Pre-tax profit | 59.0 | 58.9 | 0.2 | 59.8 | (1.3) | 48.6 | 21.4 |
| Operating margin | 16.0 | 15.7 | 0.3p | 16.0 | 0.0p | 14.3 | 1.7p |

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

Profit & Loss

| (KRwb) | Dec-08A | Dec-09A | Dec-10E | Dec-11E | Dec-12E |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue | 1,314 | 1,412 | 1,526 | 1,643 | 1,767 |
| Cost of goods sold | (407) | (460) | (428) | (457) | (499) |
| Gross profit | 907 | 952 | 1,098 | 1,186 | 1,267 |
| SG and A | (717) | (747) | (862) | (929) | (987) |
| Op profit | 190 | 204 | 236 | 257 | 281 |
| Op EBITDA | 331 | 352 | 424 | 463 | 506 |
| Depreciation | (126) | (128) | (164) | (184) | (204) |
| Amortisation | (15) | (20) | (24) | (22) | (22) |
| Op EBIT | 190 | 204 | 236 | 257 | 281 |
| Net interest | (8) | (9) | (10) | (9) | (8) |
| Associates and JCEs | (1) | 14 | 19 | 29 | 48 |
| Other income | 4 | (6) | 2 | 1 | 2 |
| Net exceptional income | - | - | - | - | - |
| Profit before tax | 185 | 203 | 247 | 279 | 322 |
| Tax | (56) | (49) | (59) | (62) | (72) |
| Post-tax profit | 129 | 153 | 188 | 216 | 250 |
| Minorities | - | - | - | - | - |
| Preferred dividends | - | - | - | - | - |
| Net income | 129 | 153 | 188 | 216 | 250 |
| Norm profit | 129 | 153 | 188 | 216 | 250 |
| Dividends | (65) | (77) | (94) | (108) | (126) |
| Retained earnings | 64 | 76 | 94 | 108 | 125 |

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

| (KRwb) | Dec-08A | Dec-09A | Dec-10E | Dec-11E | Dec-12E |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Op EBITDA | 331 | 352 | 424 | 463 | 506 |
| Decrease in working capital | (23) | (35) | 2 | (27) | (11) |
| Other operating cashflow | 160 | 57 | (10) | (23) | (38) |
| Operating cashflow | 469 | 374 | 416 | 413 | 457 |
| Tax paid | (56) | (49) | (59) | (62) | (72) |
| Net interest | (8) | (9) | (10) | (9) | (8) |
| Dividends received | (100) | (4) | 8 | 18 | 37 |
| Cashflow | 305 | 312 | 355 | 360 | 414 |
| Capital expenditure | (147) | (210) | (231) | (254) | (281) |
| Net acquisitions | - | - | - | - | - |
| Net investments | (0) | - | 11 | 1 | 1 |
| Other investing cashflow | (109) | (66) | (3) | 17 | 36 |
| Investing cashflow | (255) | (276) | (223) | (236) | (244) |
| Dividends paid | (58) | (65) | (77) | (94) | (108) |
| Increase in equity | - | - | - | - | - |
| Increase in debt | 76 | (19) | - | (30) | - |
| Other financing cashflow | (20) | 31 | (50) | - | - |
| Financing cash flow | (2) | (52) | (127) | (124) | (108) |
| Beginning cash | 29 | 76 | 64 | 69 | 69 |
| Total cash generated | 47 | (17) | 6 | (0) | 61 |
| Forex effects | - | - | - | - | - |
| Ending cash | 76 | 59 | 69 | 69 | 131 |

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

| (KRWb) | Dec-08A | Dec-09A | Dec-10E | Dec-11E | Dec-12E |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Current assets | 476 | 509 | 531 | 571 | 658 |
| Cash and equivalents | 76 | 64 | 69 | 69 | 131 |
| Receivables | 150 | 195 | 194 | 222 | 233 |
| Inventories | 58 | 55 | 63 | 67 | 73 |
| Other current assets | 192 | 197 | 205 | 213 | 221 |
| Non current assets | 596 | 761 | 820 | 886 | 958 |
| Net operating fixed assets | 356 | 418 | 476 | 532 | 586 |
| Interest in associates | 113 | 131 | 141 | 152 | 164 |
| Other non-current assets | 127 | 212 | 203 | 203 | 208 |
| Total assets | 1,071 | 1,271 | 1,351 | 1,458 | 1,615 |
| Current liabilities | 399 | 542 | 509 | 522 | 536 |
| Payables | 34 | 29 | 36 | 37 | 39 |
| ST debt | 108 | 240 | 190 | 190 | 190 |
| Other current liabilities | 257 | 273 | 284 | 295 | 307 |
| Total non-current liabilities | 76 | 48 | 50 | 21 | 23 |
| LT debt | 60 | 30 | 30 | - | - |
| Other non-current liabilities | 16 | 18 | 20 | 21 | 23 |
| Total liabilities | 475 | 590 | 559 | 544 | 559 |
| Issued capital | 39 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| Share premium reserve | 109 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| Reserves/Adjustments | - | - | - | - | - |
| Retained earnings | 441 | 530 | 641 | 763 | 905 |
| Minorities | - | - | - | - | - |
| Other equity | 8 | (31) | (31) | (31) | (31) |
| Shareholders' equity | 597 | 681 | 792 | 914 | 1,056 |

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

| | Dec-08A | Dec-09A | Dec-10E | Dec-11E | Dec-12E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Turnover 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 | 12,260 | 14,101 |
| Norm BPS (KRW) | 7,915 | 9,411 | 10,679 | 12,260 | 14,101 |
| DPS (KRW) | 870 | 0 | 1,240 | 1,420 | 1,650 |
| Cashflow per share (KRW) | 4,095 | 4,118 | 4,607 | 4,669 | 5,365 |
| Reported P/E (x) | 20.18 | 17.28 | 14.34 | 12.48 | 10.79 |
| Norm P/E (x) | 20.18 | 17.28 | 14.34 | 12.48 | 10.79 |
| P/B (x) | 4.42 | 3.72 | 3.28 | 2.85 | 2.48 |
| P/CF | 8.55 | 8.50 | 7.60 | 7.50 | 6.52 |
| EV/EBITDA (x) | 6.58 | 6.58 | 5.36 | 4.83 | 4.23 |
| EV/Operating Cashflow (x) | 4.69 | 6.33 | 5.74 | 5.78 | 5.15 |
| EV/Sales (x) | 1.67 | 1.68 | 1.56 | 1.45 | 1.33 |
| Dividend yield | 2.49% | 0.00% | 3.54% | 4.06% | 4.71% |

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Recommendation

| | |
|--|--|
| <p>종목별 투자 의견 (12개월 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 업종지수 대비 +10% 초과 Neutral: 현 업종지수 대비 ±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 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. 미래에셋증권은 5월 10일 현재 웅진코웨이를 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP 회사임을 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 보유 여부 | 유가증권 | 계열사 | 자사주 |
|--------|-----|----|-----------|-------------|------|-----|-----|
| | | | 수량 | 취득일 | 종목 | 담당자 | 종류 |
| 해당사항없음 | | | | | | | |

