

한국회, Analyst, 3774-1474, cookie@miraeasset.com

What's New

## 코웨이의 중국은?

최근 내수 소비재 섹터 가운데 특히 중국 소비 관련 종목들의 주가 수익률 상당히 양호. 웅진코웨이의 중국 비즈니스를 적극적으로 재조명해 볼 시점. 2010년 동사의 중국 법인의 화장품 관련 순이익은 136 억원으로 전사 이익 기여도는 약 9%에 이를 전망. 2013년까지 중국 관련 이익 CAGR는 26%, 이익 기여도는 11%로 추정. 아모레퍼시픽의 2010년 중국 법인 이익이 113 억원(기여도 4%)인 점 고려하면, 중국 소비 확대 수혜주로 주목받기에 전혀 손색 없음. 1/4분기 중국 화장품 사업은 RMB 기준으로 yoy 53% 증가한 바 있는데, 2/4분기에도 30% 이상의 고성장 유지 전망. 동사에 대한 BUY 투자의견 및 목표주가 51,000 원 유지.

» 중국 비즈니스의 재조명

» 2/4분기에도 핵심 비즈니스는 꾸준

» 국내 화장품 시장 진출, 리스크로 봐야 하나?

» BUY 투자의견 및 목표주가 51,000 원 유지

### 중국 비즈니스의 재조명

웅진코웨이의 중국 현지법인(100% 지분율) 화장품 부문의 2010년 순이익은 136 억원으로 전사 순이익의 약 9%에 이를 전망. 향후 3년간 동 부문의 순이익 CAGR는 약 26%로 추정. 2013년에 중국 관련 이익의 기여도는 약 11%에 이를 것. 중국에서 화장품 사업으로 주목받고 있는 아모레퍼시픽과 비교할 만. 아모레의 2010년 중국 법인 예상 순이익이 113 억원(기여도 4%)으로 추정. 그럼에도 불구하고 웅진코웨이의 PER은 16x 수준에 불과, 아모레퍼시픽 대비 약 38% 할인 상태.

### 2/4분기에도 핵심 비즈니스는 꾸준

웅진코웨이의 2/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 8.4%, 15.8% 증가한 3,728 억원과 563 억원에 이를 전망. 국내 환경가전 제품의 일시불 판매 비중이 1/4분기보다는 다소 낮아지면서 영업이익률은 15%대 초반으로 하락할 전망이다. 이는 동사 이익 구조의 특성상 충분히 시장에 인지된 것으로 판단. 오히려 2~3월의 적극적인 프로모션 기간 종료 후에서 높은 한자릿수의 외형 성장 이어가고 있는 점을 긍정적으로 해석할 만.

### 국내 화장품 시장 진출, 리스크로 봐야 하나?

여전히 일부 투자자들은 하반기 동사의 국내 화장품 진출 사업을 리스크 요인으로 인식. 하지만 1) 신규 시장 진출 비용(연간 100 억원 내외)이 동사의 현금흐름 창출력 대비 미미하고, 2) 동사의 그간 신규 비즈니스 진출 입에 대한 의사결정이 상대적으로 기민했다는 점을 고려하면 신규 시장

BUY

15 June 2010

BUY  
10 May 2010

BUY  
16 Apr 2010

BUY  
1 Apr 2010

Target price

₩51,000

Current price (11 June 2010)

₩38,700

Upside/downside

31.8%

Consensus target price

₩44,000

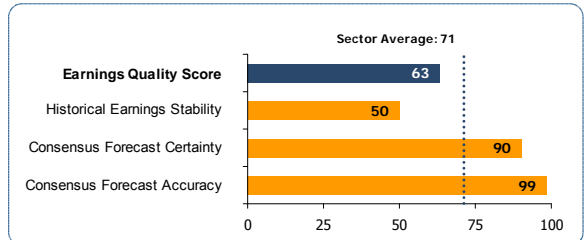
Difference from consensus

15.9%

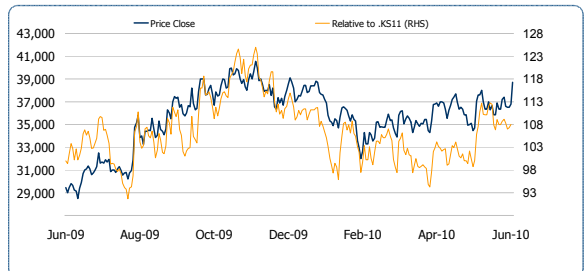
### Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Revenue (KRWb)	1,412	1,528	1,643	1,767
Op EBIT (KRWb)	204.3	237.2	263.2	287.2
Net income (KRWb)	153.3	183.7	222.1	254.3
Norm profit (KRWb)	153.3	183.7	222.1	254.3
EPS (KRW)	2,025	2,382	2,879	3,297
EPS growth	16.8%	17.6%	20.9%	14.5%
Norm P/E (x)	19.11	16.24	13.44	11.74
EV/EBITDA (x)	7.21	5.92	5.13	4.52
Dividend yield	2.61%	3.13%	3.77%	4.32%
P/B (x)	4.11	3.64	3.15	2.73
ROE	23.6%	24.0%	25.1%	24.9%
Net debt/equity	30.3%	11.3%	5.2%	(1.2%)
Cons EPS (KRW)	2,025	2,337	2,701	3,297
Prev EPS (KRW)	2,025	2,441	2,804	3,242

### Earnings quality score



### Performance



### Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	2,881/2,312		
Shares outstanding	77.12mn		
Free float	61.5%		
52-week price high/low	₩28,500 - ₩40,550		
Daily average turnover (3M)	US\$6.90mn		
<b>Performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Absolute	12.3%	8.1%	34.4%
Relative to KOSPI	13.4%	8.4%	18.0%
Absolute (US\$)	2.4%	-1.6%	35.7%
<b>Major shareholders</b>			
Woongjin Holdings	31.6%		
Lazard Asset Management and others	15.5%		

See the last page of this report for important disclosures

Source for data: Company, Bloomberg, Mirae Asset Research

진출에 동반되는 리스크는 무시할 만. 오히려 브랜드 인지도를 조기에 확보하는 데 성공할 경우 장기적으로 기업 가치 제고 기대 가능.

**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 2010년 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 3년간 EPS CAGR 17.0%에 이름을 고려 시 충분히 합리적인 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단.

**Figure 1 Woongjin Coway's China Cosmetics**

Stake	100%						
(백만원, %)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Sales	3,496	13,590	33,930	44,147	61,806	80,348	104,453
OP	946	4,929	14,317	15,452	21,632	28,122	36,559
OP margin	27.1	36.3	42.2	35.0	35.0	35.0	35.0
NP(or 지분법평가손익)	946	4,929	14,317	13,597	19,036	21,091	27,419
NP margin	27.1	36.3	42.2	30.8	30.8	26.3	26.3
Sales growth		288.8	149.7	30.1	40.0	30.0	30.0
OP growth		421.2	190.5	7.9	40.0	30.0	30.0
NP growth		421.2	190.5	(5.0)	40.0	10.8	30.0
전사 순이익	74,926	116,275	129,065	153,280	189,309	216,263	250,066
중국 이익/전사 순이익(%)	1.3	4.2	11.1	8.9	10.1	9.8	11.0

Source: Company data, Mirae Asset Research

**Figure 2 Amorepacific's China Cosmetics**

Stake	100%						
(백만원, %)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Sales	47,352	75,954	117,576	141,091	183,419	238,444	309,977
OP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OP margin	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NP(or 지분법평가손익)	1,674	4,755	13,281	11,287	16,508	23,844	30,998
NP margin	3.5	6.3	11.3	8.0	9.0	10.0	10.0
Sales growth		60.4	54.8	20.0	30.0	30.0	30.0
OP growth		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NP growth		184.1	179.3	(15.0)	46.3	44.4	30.0
전사 순이익	177,856	170,235	225,878	267,713	309,239	343,626	355,479
중국 이익/전사 순이익(%)	0.9	2.8	5.9	4.2	5.3	6.9	8.7

Source: Company data, Mirae Asset Research

**Figure 3 Valuation comparison**

(십억원, %, 백만원)	웅진코웨이	아모레퍼시픽
보통주 시가총액	2,985	5,729
EBITDA FY10	413.6	425.8
EBITDA CAGR(2010~2013E)	13.1	10.7
OP FY10	237.2	349.5
OP CAGR(2010~2013E)	12.0	9.8
중국 화장품 이익	13,597	11,287
전사 기여도	8.9	4.2
중국 성장률(2010~2013E)	26.3	40.0
PER	16.2	21.4
EV/EBITDA	5.9	12.0

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 4 Woongjin Coway's 2Q10 earnings preview

(W bn, %)	2Q10E	2Q10C	diff,%	2Q09	yoy,%
매출액	372.8	375.5	(0.7)	343.9	8.4
영업이익	56.3	55.3	1.7	48.6	15.8
세전이익	59.5	58.7	1.4	51.2	16.3
영업이익률	15.1	14.7	0.4p	14.1	1.0p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 5 Woongjin Coway's DCF Valuation Table

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT	204	237	263	287	319	349
NOPLAT	153	174	197	212	234	256
DEP+AMOR	148	176	201	222	296	304
CAPEX	204	207	240	259	287	308
FCF	-	189	139	163	230	238
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF	-	189	129	139	181	173
Sum of PV	812					
Continuing value						
Noplat as of 2013	256					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	18.0%					
CV at the end of 2013	4,024					
Discount Factor	0.67					
PV of Continuing Value	2,696					
Enterprise Value	3,507					
Non-Operating Investment	557					
Cash&Cash Equivalents	64					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	493					
Debts	156					
Appraised equity value	3,908					
Appraised share value	50,673					

Key Assumptions	
WACC	8.5%
g	3.0%
Rf	4.0%
Rm	6.5%
Beta	0.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 6 Woongjin Coway's target price derivation

(W bn, Won, %)	value	per share	contribution	Valuation Method
영업가치	3,428	44,443	88	DCF (g=3%, WACC=8.2%)
투자자산 가치	480	6,230	12	
중국 법인	340	4,408	9	2010년 순이익의 25배
웅진케미칼	141	1,823	4	시장가격의 70%
Total	3,908	50,673	100	

Source: Company data, Mirae Asset Research

## Summary financial statements

### Profit & Loss

(KRwb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
<b>Revenue</b>	<b>1,314</b>	<b>1,412</b>	<b>1,528</b>	<b>1,643</b>	<b>1,767</b>
Cost of goods sold	(407)	(460)	(446)	(457)	(499)
Gross profit	907	952	1,082	1,186	1,267
SG and A	(717)	(747)	(845)	(923)	(980)
<b>Op profit</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>237</b>	<b>263</b>	<b>287</b>
<b>Op EBITDA</b>	<b>331</b>	<b>352</b>	<b>414</b>	<b>465</b>	<b>509</b>
Depreciation	(126)	(128)	(153)	(179)	(201)
Amortisation	(15)	(20)	(24)	(22)	(21)
<b>Op EBIT</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>237</b>	<b>263</b>	<b>287</b>
Net interest	(8)	(9)	(12)	(10)	(9)
Associates and JCEs	(1)	14	19	32	48
Other income	4	(6)	(1)	1	2
Net exceptional income	-	-	-	-	-
<b>Profit before tax</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>244</b>	<b>286</b>	<b>328</b>
Tax	(56)	(49)	(60)	(64)	(73)
<b>Post-tax profit</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>184</b>	<b>222</b>	<b>254</b>
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>184</b>	<b>222</b>	<b>254</b>
Norm profit	129	153	184	222	254
Dividends	(65)	-	(92)	(111)	(127)
<b>Retained earnings</b>	<b>64</b>	<b>153</b>	<b>92</b>	<b>111</b>	<b>127</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

### Cashflow

(KRwb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
<b>Op EBITDA</b>	<b>331</b>	<b>352</b>	<b>414</b>	<b>465</b>	<b>509</b>
Decrease in working capital	(23)	(35)	46	(21)	(11)
Other operating cashflow	160	57	(73)	(25)	(37)
<b>Operating cashflow</b>	<b>469</b>	<b>374</b>	<b>387</b>	<b>418</b>	<b>461</b>
Tax paid	(56)	(49)	(60)	(64)	(73)
Net interest	(8)	(9)	(12)	(10)	(9)
Dividends received	(100)	(4)	9	21	37
<b>Cashflow</b>	<b>305</b>	<b>312</b>	<b>324</b>	<b>365</b>	<b>415</b>
Capital expenditure	(147)	(210)	(216)	(253)	(279)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(0)	-	11	1	1
Other investing cashflow	(109)	(66)	(2)	20	36
<b>Investing cashflow</b>	<b>(255)</b>	<b>(276)</b>	<b>(207)</b>	<b>(232)</b>	<b>(243)</b>
Dividends paid	(58)	(65)	-	(92)	(111)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	76	(19)	36	(30)	-
Other financing cashflow	(20)	31	(50)	-	-
<b>Financing cash flow</b>	<b>(2)</b>	<b>(52)</b>	<b>(14)</b>	<b>(122)</b>	<b>(111)</b>
Beginning cash	29	76	64	167	177
<b>Total cash generated</b>	<b>47</b>	<b>(17)</b>	<b>103</b>	<b>11</b>	<b>61</b>
Forex effects	-	-	-	-	-
<b>Ending cash</b>	<b>76</b>	<b>59</b>	<b>167</b>	<b>177</b>	<b>238</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

## Balance Sheet

(KRWb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
<b>Current assets</b>	<b>476</b>	<b>509</b>	<b>648</b>	<b>697</b>	<b>786</b>
Cash and equivalents	76	64	167	177	238
Receivables	150	195	208	231	246
Inventories	58	55	59	65	69
Other current assets	192	197	215	224	233
<b>Non current assets</b>	<b>596</b>	<b>761</b>	<b>803</b>	<b>872</b>	<b>946</b>
Net operating fixed assets	356	418	460	520	578
Interest in associates	113	131	141	152	164
Other non-current ssets	127	212	201	200	204
<b>Total assets</b>	<b>1,071</b>	<b>1,271</b>	<b>1,451</b>	<b>1,569</b>	<b>1,731</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>399</b>	<b>542</b>	<b>550</b>	<b>566</b>	<b>583</b>
Payables	34	29	33	36	38
ST debt	108	240	165	165	165
Other current liabilities	257	273	351	365	380
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>76</b>	<b>48</b>	<b>115</b>	<b>87</b>	<b>89</b>
LT debt	60	30	90	60	60
Other non-current liabilities	16	18	25	27	29
<b>Total liabilities</b>	<b>475</b>	<b>590</b>	<b>665</b>	<b>653</b>	<b>672</b>
Issued capital	39	41	41	41	41
Share premium reserve	109	142	142	142	142
Reserves/Adjustments	-	-	-	-	-
Retained earnings	441	530	637	766	909
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	8	(31)	(33)	(33)	(33)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>597</b>	<b>681</b>	<b>786</b>	<b>916</b>	<b>1,059</b>

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%	8.22%	7.55%	7.51%
Gross profit growth	9.5%	4.9%	13.7%	9.6%	6.8%
Operating profit growth	17.9%	7.4%	16.1%	11.0%	9.1%
EBITDA growth	10.0%	7.9%	20.0%	15.0%	12.4%
EPS growth	11.0%	16.8%	17.6%	20.9%	14.5%
Norm BPS growth	12.6%	18.9%	12.9%	15.9%	15.1%
Gross margin	69.0%	67.4%	70.8%	72.2%	71.7%
Operating margin	14.5%	14.5%	15.5%	16.0%	16.3%
EBITDA margin	25.4%	25.5%	28.3%	30.3%	31.6%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.7%	18.0%	19.1%
Net income margin	9.8%	10.9%	12.0%	13.5%	14.4%
ROE	23.2%	23.6%	24.0%	25.1%	24.9%
ROA	12.9%	13.1%	13.5%	14.7%	15.4%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	11.3%	5.2%	(1.2%)
Interest cover ratio	16.76	16.31	16.41	20.34	23.43
Dividend payout ratio	50.2%	0.0%	50.2%	50.1%	50.0%
Inventory days	52.13	43.30	48.15	51.61	50.62
Account receivable days	41.72	50.30	49.59	51.31	50.86
Account payable days	30.71	23.18	27.33	28.49	27.61
Reported EPS (KRW)	1,734	2,025	2,382	2,879	3,297
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,382	2,879	3,297
Reported BPS (KRW)	7,915	9,411	10,620	12,304	14,160
Norm BPS (KRW)	7,915	9,411	10,620	12,304	14,160
DPS (KRW)	870	1,010	1,210	1,460	1,670
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	4,200	4,733	5,381
Reported P/E (x)	22.32	19.11	16.24	13.44	11.74
Norm P/E (x)	22.32	19.11	16.24	13.44	11.74
P/B (x)	4.89	4.11	3.64	3.15	2.73
P/CF	9.45	9.40	9.21	8.18	7.19
EV/EBITDA (x)	7.25	7.21	5.92	5.13	4.52
EV/Operating Cashflow (x)	5.16	6.94	6.60	6.11	5.48
EV/Sales (x)	1.84	1.84	1.67	1.55	1.43
Dividend yield	2.25%	2.61%	3.13%	3.77%	4.32%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

**Recommendation**

<p>종목별 투자 의견 (12개월 기준)</p> <p><b>BUY:</b> 현주가 대비 목표주가 +10% 초과</p> <p><b>Hold:</b> 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내</p> <p><b>Reduce:</b> 현주가 대비 목표주가 -10% 초과</p> <p>단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자 의견</p> <p><b>Attractive:</b> 현 업종지수 대비 +10% 초과</p> <p><b>Neutral:</b> 현 업종지수 대비 ±10% 이내</p> <p><b>Cautious:</b> 현 업종지수 대비 -10% 초과</p> <p>※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함</p> <p><b>Overweight</b> → <b>Attractive</b> / <b>Underweight</b> → <b>Cautious</b>로 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 6월 15일 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 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	웅진코웨이 (021240)		
<p>■ Buy ■ Hold ■ Reduce ■ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm</p>	날짜	투자 의견	목표가격(12개월)		
	2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원		
	2008/07/23	BUY	34,500원(하향)		
	2008/08/11	BUY	34,500원		
	2009/07/07	BUY	37,500원(상향)		
	2009/08/10	BUY	37,500원		
	2009/09/17	BUY	45,000원(상향)		
	2009/09/28	BUY	45,000원		
	2009/10/26	BUY	51,000원(상향)		
	2009/11/09	BUY	51,000원		
	2010/01/07	BUY	51,000원		
	2010/02/22	BUY	51,000원		
	2010/04/01	BUY	51,000원		
	2010/04/19	BUY	51,000원		
	2010/05/10	BUY	51,000원		
	2010/06/15	BUY	51,000원		