

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

What's New

## 건전한 조정인가 과도한 리액션인가

전일 동사 주가는 5.13% 급락했음. 1) 지난 6개월간 KOSPI 지수를 약 22%p 아웃퍼폼한 데 따른 차익 실현 욕구가 존재하는 가운데, 2) 국내 화장품 사업 진출 관련하여 일각에서 제기된 외사 브랜드와의 제휴 무산설이 주가 하락을 자극한 듯. 건전한 주가 조정이라기보단 미확인된 루머에 대한 과도한 반응이라는 판단. 동사 기업가치의 양대 축인 국내 환경가전 사업과 중국 화장품 사업 실적은 기대만큼 호조세 지속. 국내 화장품 사업 진출은 투자규모나 비용(실패 시 수반되는 리스크)이 매우 제한적이므로, 오해에서 비롯된 주가 하락은 오히려 '우량 내수주 + 중국 소비 확대 수혜주'를 동시에 매수할 수 있는 좋은 기회. BUY 투자의견 및 목표주가 51,000 원 유지함.

### » 주가 급락의 배경은?

### » 국내 화장품 사업 진출은 '스마트한 확장'

### » 2Q preview: 높아진 컨센서스를 충족할 것

### » BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

### 주가 급락의 배경은?

동사 주가 급락(전일 -5.13%)의 배경은 크게 1) 차익 실현 욕구 혹은 높아진 밸류에이션에 대한 부담과 2) 국내 화장품 사업 관련 리스크 부각으로 볼 수 있음. 하지만 두 가지 모두 주가 조정의 합리적 이유가 될 수 없다는 판단. 1) 최근 6개월간 동사 주가가 KOSPI 지수를 약 22%p 아웃퍼폼했지만, 여전히 아모레퍼시픽 대비 2010년 PER과 EV/EBITDA는 각각 20%, 38% 디스카운트 상태임. 2) 국내 화장품 사업은 애초부터 초기 투자 비용을 최소화(100~150 억원)하는 방식으로 설계된, 적정 ROIC가 30%를 상회할 것으로 추정되는 프로젝트임.

### 국내 화장품 사업 진출은 '스마트한 확장'

동사의 국내 화장품 사업 진출은 투자 대비 리스크는 적고 효율은 큰 확장 전략임. 1) 외주 생산 등 초기 투자를 최소화했다는 점 뿐만 아니라, 2) 기존의 방문판매 인력의 일부를 활용할 것이고, 3) 상대적으로 경쟁이 덜하고 타 프리미엄채널(ex.백화점) 접근이 어려운 지방의 고객층을 초기 타겟으로 설정하고 있다는 점, 4) 초기 시장 안착을 위해 기성 브랜드와의 제휴 등 다양한 제품 전략을 마련하고 있기 때문.

### 2Q preview: 높아진 컨센서스를 충족할 것

동사의 2/4분기 매출액, 영업이익, 세전이익은 각각 전년동기 대비 8.4%, 19.6%, 18.9% 상승한 3,728 억원, 581 억원, 609 억원으로 최근 높아진 컨센서스를 충족시킬 전망. 국내 환경가전 부문이 2~3월의 프로모션 종료

BUY

23 July 2010

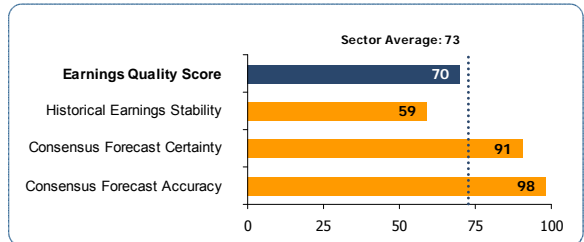
BUY 15 Jun 2010 BUY 10 May 2010 BUY 16 Apr 2010

Target price	W51,000
Current price (22 July 2010)	W40,700
Upside/downside	25.3%
Consensus target price	W48,000
Difference from consensus	6.3%

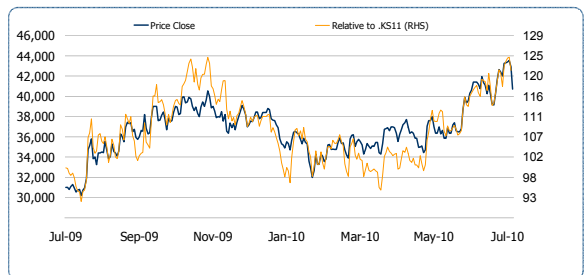
### Forecast earnings & valuation

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	239.0	263.2	287.2
Net income (KRWb)	153.3	184.8	222.1	254.3
Norm profit (KRWb)	153.3	184.8	222.1	254.3
EPS (KRW)	2,025	2,396	2,879	3,297
EPS growth	16.8%	18.3%	20.2%	14.5%
Norm P/E (x)	20.1	17.0	14.1	12.3
EV/EBITDA (x)	7.6	6.2	5.4	4.7
Dividend yield	2.5%	3.0%	3.6%	4.1%
P/B (x)	4.3	3.8	3.3	2.9
ROE	23.6%	24.1%	25.1%	24.9%
Net debt/equity	30.3%	11.1%	4.9%	-1.4%
Cons EPS (KRW)	2,025	2,357	2,713	3,297
Prev EPS (KRW)	2,025	2,382	2,879	3,297

### Earnings quality score



### Performance



### Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	3,029/2,515		
Shares outstanding	77.12mn		
Free float	61.5%		
52-week price high/low	W30,200 -43,550		
Daily average turnover (3M)	US\$8.20mn		
<b>Performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Absolute	-1.7%	10.9%	31.3%
Relative to KOSPI	-2.7%	10.4%	14.2%
Absolute (US\$)	-4.3%	2.0%	36.0%
<b>Major shareholders</b>			
Woongjin Holding and others	34.8%		
Lazard Asset Management and others	14.5%		

후에도 높은 한자릿수 외형 성장 이어갔고, 일시불 판매 비중 축소에도 불구하고 영업이익률은 15%대 중반으로 양호한 점 긍정적. 중국 현지법인 화장품 부문도 예상대로 30% 이상의 성장률을 지속하고 있음.

### BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

웅진코웨이에 대한 BUY 투자의견과 SOTP 방식을 통해 산정된 목표주가 51,000 원을 유지함. 기존 비즈니스(국내 환경가전)는 DCF(WACC=8.5%, g=3%)를 통해, 중국 화장품 비즈니스는 2010 년 PER 25 배로, 웅진케미컬 가치는 시장 가격의 70%로 밸류에이션. 목표주가의 implied PER 은 2011 년 기준 17.8 배임. 향후 3 년 간 EPS CAGR 17.0% 전망 고려 시 충분히 합리적인 밸류에이션 프리미엄 적용이라고 판단. 덧붙여 국내 화장품 사업이 회사의 2014 년 목표치(2,000 억원 매출액, 300 억원 영업이익)에 이를 경우 추가적으로 8% 정도의 기업가치 상승 요인이 될 수 있음. 다만 아직 소비자 반응 예측되지 않아 이익 전망이나 밸류에이션에는 미반영.

Figure 1 Woongjin Coway 2Q10 earnings preview

(W bn, %)	2Q10E	2Q10C	diff,%	2Q09	yoy,%
Revenue	372.8	372.3	0.1	343.9	8.4
OP	58.1	58.0	0.2	48.6	19.6
Pre-tax profit	60.9	60.8	0.2	51.2	18.9
OPM	15.6	15.6	0.0p	14.1	1.5p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2 Woongjin Coway's DCF valuation table

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	204	239	263	287	319	341
NOPLAT	153	175	197	212	234	249
DEP+AMOR	148	176	201	222	296	304
CAPEX	204	207	240	259	287	308
FCF	-	191	139	163	230	231
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		191	129	139	181	168
Sum of PV	808					
Continuing value						
Noplat as of 2013	249					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	18.0%					
CV at the end of 2013	3,924					
Discount Factor	0.67					
PV of Continuing Value	2,629					
Enterprise Value	3,437					
Non-Operating Investment	557					
Cash&Cash Equivalents	64					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	493					
Debts	47					
Appraised equity value	3,947					
Appraised share value	51,179					

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

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3 Woongjin Coway's valuation overview

(W bn, Won, %)	value	per share	contribution	Valuation Method
Operating value	3,467	44,949	88	DCF (g=3%, WACC=8.5%)
Investment asset value	480	6,230	12	
(Chinese subsidiary)	340	4,408	9	25x to FY10E NI
(Woongjin Chemical)	141	1,823	4	70% of market value
Total	3,947	51,179	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)	(843)	(923)	(980)
<b>Op profit</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>239</b>	<b>263</b>	<b>287</b>
<b>Op EBITDA</b>	<b>331</b>	<b>352</b>	<b>415</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>239</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>246</b>	<b>286</b>	<b>328</b>
Tax	(56)	(49)	(61)	(64)	(73)
<b>Post-tax profit</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>185</b>	<b>222</b>	<b>254</b>
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>185</b>	<b>222</b>	<b>254</b>
Norm profit	129	153	185	222	254
Dividends	(65)	-	(92)	(111)	(127)
<b>Retained earnings</b>	<b>64</b>	<b>153</b>	<b>93</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>415</b>	<b>465</b>	<b>509</b>
Decrease in working capital	(23)	(35)	46	(20)	(12)
Other operating cashflow	160	57	(72)	(25)	(37)
<b>Operating cashflow</b>	<b>469</b>	<b>374</b>	<b>390</b>	<b>420</b>	<b>460</b>
Tax paid	(56)	(49)	(61)	(64)	(73)
Net interest	(8)	(9)	(12)	(10)	(9)
Dividends received	(100)	(4)	8	21	37
<b>Cashflow</b>	<b>305</b>	<b>312</b>	<b>326</b>	<b>367</b>	<b>414</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	168	180
<b>Total cash generated</b>	<b>47</b>	<b>(17)</b>	<b>104</b>	<b>12</b>	<b>60</b>
Forex effects	-	-	-	-	-
<b>Ending cash</b>	<b>76</b>	<b>59</b>	<b>168</b>	<b>180</b>	<b>240</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>649</b>	<b>698</b>	<b>787</b>
Cash and equivalents	76	64	168	180	240
Receivables	150	195	208	229	244
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>1,452</b>	<b>1,570</b>	<b>1,732</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	638	767	910
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	8	(31)	(33)	(33)	(33)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>597</b>	<b>681</b>	<b>787</b>	<b>917</b>	<b>1,060</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%	17.0%	10.1%	9.1%
EBITDA growth	10.0%	7.9%	20.4%	14.7%	12.4%
EPS growth	11.0%	16.8%	18.3%	20.2%	14.5%
Norm BPS growth	12.6%	18.9%	13.0%	15.8%	15.1%
Gross margin	69.0%	67.4%	70.8%	72.2%	71.7%
Operating margin	14.5%	14.5%	15.6%	16.0%	16.3%
EBITDA margin	25.4%	25.5%	28.4%	30.3%	31.6%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.8%	18.0%	19.1%
Net income margin	9.8%	10.9%	12.1%	13.5%	14.4%
ROE	23.2%	23.6%	24.1%	25.1%	24.9%
ROA	12.9%	13.1%	13.6%	14.7%	15.4%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	11.1%	4.9%	(1.4%)
Interest cover ratio	16.76	16.31	16.53	20.34	23.43
Dividend payout ratio	50.2%	0.0%	49.9%	50.1%	50.1%
Inventory days	52.13	43.30	48.15	51.61	50.62
Account receivable days	41.72	50.30	49.59	50.91	50.63
Account payable days	30.71	23.18	27.33	28.49	27.61
Reported EPS (KRW)	1,734	2,025	2,396	2,879	3,297
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,396	2,879	3,297
Reported BPS (KRW)	7,915	9,411	10,634	12,317	14,172
Norm BPS (KRW)	7,915	9,411	10,634	12,317	14,172
DPS (KRW)	870	1,010	1,210	1,460	1,670
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	4,220	4,757	5,371
Reported P/E (x)	23.47	20.09	16.99	14.14	12.34
Norm P/E (x)	23.47	20.09	16.99	14.14	12.34
P/B (x)	5.14	4.32	3.83	3.30	2.87
P/CF	9.94	9.88	9.64	8.56	7.58
EV/EBITDA (x)	7.61	7.55	6.19	5.39	4.75
EV/Operating Cashflow (x)	5.42	7.27	6.89	6.39	5.77
EV/Sales (x)	1.93	1.93	1.76	1.63	1.50
Dividend yield	2.14%	2.48%	2.97%	3.59%	4.10%

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							

주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	응진코웨이 (021240)																																																			
<p>■ Buy ■ Hold ■ Reduce ■ Not Rated 이전 기준 ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt. Perm ■ Und. Perm</p>			<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격(12개월)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2008/06/03</td><td>BUY (Initiate)</td><td>36,400원</td></tr> <tr><td>2008/07/23</td><td>BUY</td><td>34,500원(하향)</td></tr> <tr><td>2008/08/11</td><td>BUY</td><td>34,500원</td></tr> <tr><td>2009/07/07</td><td>BUY</td><td>37,500원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/08/10</td><td>BUY</td><td>37,500원</td></tr> <tr><td>2009/09/17</td><td>BUY</td><td>45,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/09/28</td><td>BUY</td><td>45,000원</td></tr> <tr><td>2009/10/26</td><td>BUY</td><td>51,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/11/09</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/01/07</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/02/22</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/04/01</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/04/19</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/05/10</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/06/15</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/07/23</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> </tbody> </table>	날짜	투자의견	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	2010/07/23	BUY	51,000원
날짜	투자의견	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																																																				
2010/07/23	BUY	51,000원																																																				