

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

What's New

오버행 우려를 무색케 하는 펀더멘털 개선

최대주주 웅진홀딩스의 동사 지분 일부 매각 가능성 대두되면서 38,000원까지 하락했던 동사 주가는 최근 한달 동안 17.1% 아웃퍼폼. 오버행 우려가 완벽하게 해소되지는 않았지만, 그동안 시장에 충분히 그 가능성은 인지되어 왔다는 측면에서 '소화된 리스크'로 해석. 그보다는 꾸준히 개선되고 있는 핵심 사업의 펀더멘털과 조만간 런칭하는 화장품 비즈니스에 대한 기대에 초점을 맞추는 것이 합리적.

- » BUY 투자 의견 및 목표주가 51,000 원 유지
- » 3Q preview: 컨센서스 충족 예상
- » 새로 시작하는 화장품 사업, 진행 상황은?
- » 중국 법인, 시판 채널 확장으로 성장성 이어갈 것

BUY 투자 의견 및 목표주가 51,000 원 유지

웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견과 SOTP 방식으로 산출된 목표주가 51,000원을 유지함. 기존 비즈니스(국내 환경가전)는 DCF(WACC=8.2%, g=3%)를 통해, 중국 화장품 비즈니스는 2010년 PER 25 배로, 웅진케미컬 가치는 시장 가격의 70%로 밸류에이션. 목표주가의 implied PER은 17.8배임.

3Q preview: 컨센서스 충족 예상

3/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 7.8%, 11.3% 증가하여 3,828억원과 554억원에 이를 전망. 영업이익률 14.5%로 전년동기 대비 0.5%p의 개선을 의미. 상반기 동안 약 16%까지 영업이익률이 높아지는 실적 개선을 보인 바 있음. 마진 개선의 주요인들은 유효하나, 화장품 사업 진출에 따른 비용 지출이 9월부터 예정되어 있어 하반기 영업이익률은 상반기 대비 다소 하락 전망. 하지만 이는 이미 실적 전망과 밸류에이션에 반영된 사항. 중국 화장품 현지법인 또한 30% 이상의 매출액 성장률 지속하는 것으로 추정.

새로 시작하는 화장품 사업, 진행 상황은?

9월 28일 동사는 'Re:NK'(리엔케이)라는 브랜드 런칭을 통해 화장품 방문판매 사업에 진출. 관련한 초기 투자 비용은 약 150억 수준으로 대부분 3~4/4분기 실적에 반영될 것. 회사가 예상하고 있는 2010년 내 발생 매출액은 약 100억원 수준. 내년까지는 적자 지속되고, 매출액이 800억 수준에 이르는 2012년에 BEP 달성 가능할 것. 우리의 추정 실적에는 화

BUY

28 September 2010

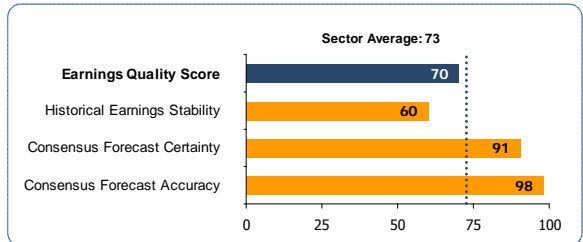
BUY 13 Aug 2010 BUY 23 Jul 2010 BUY 15 Jun 2010

Target price	W51,000
Current price (27 September 2010)	W44,500
Upside/downside	14.61%
Consensus target price	W49,500
Difference from consensus	3.0%

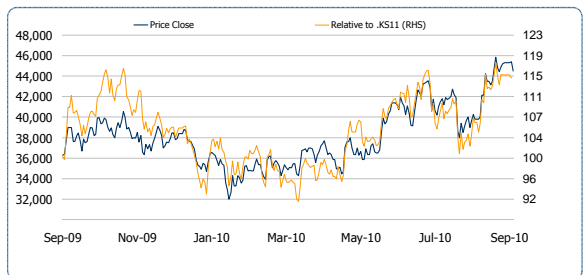
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12A
Revenue (KRWb)	1,412	1,518	1,643	1,767
Op EBIT (KRWb)	204.3	233.5	265.5	298.6
Net income (KRWb)	153.3	176.1	221.1	262.5
Norm profit (KRWb)	153.3	176.1	221.1	262.5
EPS (KRW)	2,025	2,284	2,867	3,404
EPS growth	16.8%	12.8%	25.5%	18.8%
Norm P/E (x)	22.0	19.5	15.5	13.1
EV/EBITDA (x)	8.2	7.2	6.1	5.3
Dividend yield	2.3%	2.6%	3.3%	3.9%
P/B (x)	4.7	4.2	3.6	3.1
ROE	23.6%	23.1%	25.2%	25.7%
Net debt/equity	30.3%	25.5%	17.9%	9.5%
Cons EPS (KRW)	2,025	2,284	2,867	3,404
Prev EPS (adj) (KRW)	2,025	2,382	2,879	3,297

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	3,312/2,884
Shares outstanding	77.12mn
Free float	61.5%
52-week price high/low	W32,000 -45,850
Daily average turnover (3M)	US\$9.16mn
Performance	
Absolute	1M 11.8% 3M 9.2% 12M 20.8%
Relative to KOSPI	5.0% 2.5% 11.6%
Absolute (US\$)	15.3% 13.6% 25.8%
Major shareholders	
Woongjin Holding and others	34.3%
Lazard Asset Management and others	14.5%

장품 사업 관련 비용만 반영하였고, 보수적으로 매출액과 이익은 아직 반영하지 않았음.

중국 법인, 시판 채널 확장으로 성장성 이어갈 것

동사의 중국 현지법인의 화장품 사업은 3/4분기에도 견고한 성장을 이어간 것으로 추정. 연간 40%의 성장 목표 달성 가능할 전망. 전년 말 약 7,800개였던 판매점이 상반기 누적으로 9,200개까지 증가했음. 이 단독 점포 확장과 함께, 향후에는 시판 채널 강화 전략 구사할 듯. 이에 따라 마케팅 비용 상승 가능성 존재. 수익성 향상에 대한 기대보다는 외형 성장에 대한 기대와 전망이 필요한 시점.

Figure 1 웅진코웨이의 3/4 분기 영업실적 전망

(십억원, %)	3Q10E	3Q10C	diff,%	3Q09	yoy,%
매출액	382.8	383.4	(0.2)	355.2	7.8
영업이익	55.4	55.9	(0.9)	49.8	11.3
순이익	42.1	46.0	(8.4)	37.0	13.7
영업이익률	14.5	14.6	(0.1)p	14.0	0.5p

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 웅진코웨이의 목표주가 구성 내역

(십억원, 원, %)	Value	Per share	Contribution to TP	Valuation Method
영업가치	3,450	44,736	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	3,931	50,966	100	

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12A
Revenue	1,314	1,412	1,518	1,643	1,767
Cost of goods sold	(407)	(460)	(462)	(457)	(499)
Gross profit	907	952	1,056	1,186	1,267
SG and A	(717)	(747)	(823)	(921)	(969)
Op profit	190	204	233	265	299
Op EBITDA	331	352	402	465	520
Depreciation	(126)	(128)	(145)	(178)	(200)
Amortisation	(15)	(20)	(23)	(22)	(21)
Op EBIT	190	204	233	265	299
Net interest	(8)	(9)	(13)	(11)	(10)
Associates and JCEs	(1)	14	12	29	48
Other income	4	(6)	4	1	2
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	185	203	236	285	338
Tax	(56)	(49)	(60)	(64)	(76)
Post-tax profit	129	153	176	221	263
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	129	153	176	221	263
Norm profit	129	153	176	221	263
Dividends	(65)	(77)	(89)	(111)	(131)
Retained earnings	64	76	88	110	131

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12A
Op EBITDA	331	352	402	465	520
Decrease in working capital	(23)	(35)	(51)	(25)	(16)
Other operating cashflow	160	57	11	(23)	(39)
Operating cashflow	469	374	362	417	465
Tax paid	(56)	(49)	(60)	(64)	(76)
Net interest	(8)	(9)	(13)	(11)	(10)
Dividends received	(100)	(4)	2	18	37
Cashflow	305	312	291	360	416
Capital expenditure	(147)	(210)	(214)	(253)	(280)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(0)	-	11	1	1
Other investing cashflow	(109)	(66)	(5)	17	36
Investing cashflow	(255)	(276)	(207)	(236)	(243)
Dividends paid	(58)	(65)	(77)	(89)	(111)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	76	(19)	77	(30)	-
Other financing cashflow	(20)	31	(50)	(0)	-
Financing cash flow	(2)	(52)	(50)	(119)	(111)
Beginning cash	29	76	64	97	103
Total cash generated	47	(17)	33	6	62
Forex effects	-	-	-	-	-
Ending cash	76	59	97	103	165

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12A
Current assets	476	509	591	634	725
Cash and equivalents	76	64	97	103	165
Receivables	150	195	209	231	246
Inventories	58	55	60	65	70
Other current assets	192	197	225	234	244
Non current assets	596	761	794	867	942
Net operating fixed assets	356	418	453	516	575
Interest in associates	113	131	141	152	164
Other non-current assets	127	212	201	199	203
Total assets	1,071	1,271	1,385	1,501	1,667
Current liabilities	399	542	425	438	451
Payables	34	29	35	37	39
ST debt	108	240	126	126	126
Other current liabilities	257	273	264	275	286
Total non-current liabilities	76	48	178	149	150
LT debt	60	30	170	140	140
Other non-current liabilities	16	18	8	9	10
Total liabilities	475	590	604	587	601
Issued capital	39	41	41	41	41
Share premium reserve	109	142	142	142	142
Reserves/Adjustments	-	-	-	-	-
Retained earnings	441	530	629	761	913
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	8	(31)	(30)	(30)	(30)
Shareholders' equity	597	681	781	914	1,066

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12A
Turnover growth	8.35%	7.42%	7.51%	8.26%	7.51%
Gross profit growth	9.5%	4.9%	11.0%	12.3%	6.8%
Operating profit growth	17.9%	7.4%	14.3%	13.7%	12.5%
EBITDA growth	10.0%	7.9%	16.0%	18.6%	14.9%
EPS growth	11.0%	16.8%	12.8%	25.5%	18.8%
Norm BPS growth	12.6%	18.9%	11.8%	16.3%	16.1%
Gross margin	69.0%	67.4%	69.6%	72.2%	71.7%
Operating margin	14.5%	14.5%	15.4%	16.2%	16.9%
EBITDA margin	25.4%	25.5%	27.5%	30.2%	32.2%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.4%	18.0%	19.7%
Net income margin	9.8%	10.9%	11.6%	13.5%	14.9%
ROE	23.2%	23.6%	23.1%	25.2%	25.7%
ROA	12.9%	13.1%	13.3%	15.3%	16.6%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	25.5%	17.9%	9.5%
Interest cover ratio	16.76	16.31	13.20	15.97	18.82
Dividend payout ratio	50.2%	50.1%	50.3%	50.1%	50.0%
Inventory days	52.13	43.30	47.05	52.29	51.26
Account receivable days	41.72	50.30	50.23	51.42	51.05
Account payable days	30.71	23.18	27.71	29.46	28.54
Reported EPS (KRW)	1,734	2,025	2,284	2,867	3,404
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,284	2,867	3,404
Reported BPS (KRW)	7,915	9,411	10,522	12,240	14,210
Norm BPS (KRW)	7,915	9,411	10,522	12,240	14,210
DPS (KRW)	870	1,010	1,160	1,450	1,720
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	3,773	4,665	5,394
Reported P/E (x)	25.66	21.97	19.49	15.52	13.07
Norm P/E (x)	25.66	21.97	19.49	15.52	13.07
P/B (x)	5.62	4.73	4.23	3.64	3.13
P/CF	10.87	10.81	11.79	9.54	8.25
EV/EBITDA (x)	8.26	8.18	7.25	6.12	5.29
EV/Operating Cashflow (x)	5.89	7.87	8.36	7.28	6.48
EV/Sales (x)	2.10	2.09	1.99	1.85	1.71
Dividend yield	1.96%	2.27%	2.61%	3.26%	3.87%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates