

웅진코웨이 | 021240 KS

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

What's New

국내 화장품, 성장 동력으로 자리잡을까?

최근 중국 정부의 화장품 산업 관련 일시적인 규제 강화 소식과 함께 동사 중국 현지법인의 7월 매출 부진이 알려지면서 주가 약세 지속. 하지만 중국 정부의 규제는 수입화장품에 한한 것. 100% 중국 현지 생산 체제인 동사에게는 오히려 기회 요인이 될 수도. 국내 생활가전 부문의 꾸준한 수요와 중국 화장품 부문의 채널 파워 기반으로 한 성장 잠재력을 근거로 긍정적 투자의견 유지. 최근 런칭한 국내 화장품 비즈니스의 성과도 관전 포인트. BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지.

- » BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지
- » 중국 법인의 일시적인 매출 정체와 규제 리스크
- » 중국, 시판 채널 확장으로 장기 성장 가능할 것
- » 새로 시작된 국내 화장품 사업

BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

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

중국 법인의 일시적인 매출 정체와 규제 리스크

3/4 분기 실적이 대체로 시장 기대를 충족할 것이나, 중국 법인의 성장률이 예상 하회할 것. 7월 산동성 지역의 날씨 요인 악화로 인한 매출 부진이 원인. 4/4 분기 이후에는 정상화될 요인. 이보다 중국 정부의 수입 화장품에 대한 규제가 최근 이슈. 신제품 판매 허가에 매우 까다로운 움직임 보임. 하지만 이는 100% 중국 현지 생산하는 동사에게는 오히려 유리할 수 있음. 중국에서의 규제 리스크로 인한, 타 화장품 종목과의 동반 주가 하락은 과도했던 것.

중국, 시판 채널 확장으로 장기 성장 가능할 것

3/4 분기 일시적인 매출 부진에도 불구하고, 동사의 중국 화장품 비즈니스에 대한 장기 성장 전망은 여전히 밝은 편. 전년 말 약 7,800 개에 달했던 판매점이 상반기 누적으로 이미 9200 개까지 증가. 이 단독 점포 확장과 함께, 향후에는 시판 채널 강화 전략 구사할 듯. 이에 따라 마케팅 비용 상승 가능성 존재하나, 수익성 향상에 대한 기대보다는 외형 성장에 대한 기대와 전망이 필요한 시점.

Issue Comment

BUY

2 November 2010

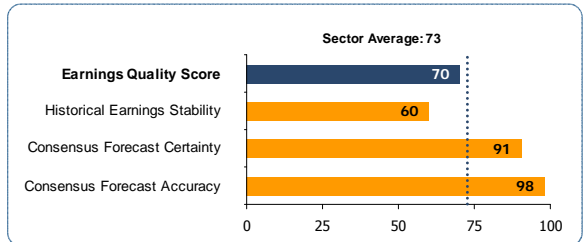
BUY 19 Oct 2010 BUY 12 Oct 2010 BUY 28 Sep 2010

Target price	KRW51,000
Current price (29 October 2010)	KRW40,850
Upside/downside	24.8%
Consensus target price	KRW49,500
Difference from consensus	3.0%

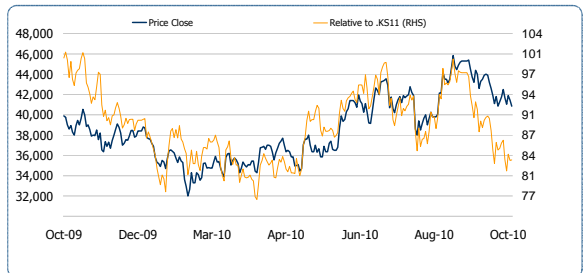
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
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)	20.2	17.9	14.3	12.0
EV/EBITDA (x)	7.4	6.6	5.6	4.8
Dividend yield	2.5%	2.8%	3.5%	4.2%
P/B (x)	4.3	3.9	3.3	2.9
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 (KRWbn/USDm)	3,041/2,705		
Shares outstanding	77.12m		
Free float	61.5%		
52-week price high/low	KRW32,000 -45,850		
Daily average turnover (3M)	USD12.12m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	-5.4%	-1.6%	3.5%
Relative to KOSPI	-6.3%	-7.9%	-15.2%
Absolute (USD)	-3.4%	3.7%	8.4%
Major shareholders			
Woongjin Holding and others	31.0%		
Lazard Asset Management and others	14.5%		

새로 시작된 국내 화장품 사업

지난 9월 28일 동사는 'Re:NK'(리엔케이)라는 신규 브랜드로 국내 화장품 방문판매업에 재진출하였음. 관련된 초기 투자 비용은 약 150억 수준. 회사의 예상 2010년 매출은 100억원 수준이나 의미 없음. 2012년 약 800억원의 매출액과 BEP 타겟. 초기 반응과 방판 영업망 확립이 예상보다 호조를 보일 경우, 화장품 관련 매출액과 이익을 수익 예상치에 반영할 수 있음.

Figure 83 웅진코웨이의 DCF valuation table

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	204	233	265	299	324	346
NOPLAT	153	170	199	221	237	253
DEP+AMOR	148	169	200	221	295	304
CAPEX	204	205	240	259	287	308
FCF	-	83	133	167	228	230
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		83	124	143	181	169
Sum of PV	700					
Continuing value						
Noplat as of 2013	253					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	18.0%					
CV at the end of 2013	4,180					
Discount Factor	0.68					
PV of Continuing Value	2,836					
Enterprise Value	3,537					
Non-Operating Investment	557					
Cash&Cash Equivalents	64					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	493					
Debts	162					
Appraised equity value	3,932					
Appraised share value	50,978					

Key Assumptions	
WACC	8.2%
g	3.0%
Rf	3.5%
Rm	7.0%
Beta	0.8

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 84 웅진코웨이의 목표주가 구성내역

(십억원, 원, %)	Value	per share	contribution	Valuation Method
영업가치	3,451	44,748	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%
합계	3,932	50,978	100	

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
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-10E	Dec-11E	Dec-12E
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-10E	Dec-11E	Dec-12E
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 ssets	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-10E	Dec-11E	Dec-12E
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)	23.56	20.17	17.89	14.25	12.00
Norm P/E (x)	23.56	20.17	17.89	14.25	12.00
P/B (x)	5.16	4.34	3.88	3.34	2.87
P/CF	9.98	9.92	10.83	8.76	7.57
EV/EBITDA (x)	7.45	7.41	6.57	5.55	4.80
EV/Operating Cashflow (x)	5.31	7.13	7.59	6.60	5.87
EV/Sales (x)	1.89	1.89	1.81	1.67	1.55
Dividend yield	2.13%	2.47%	2.84%	3.55%	4.21%

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>Overweight: 현 업종지수 대비 +10% 초과 Neutral: 현 업종지수 대비 ±10% 이내 Cautious: 현 업종지수 대비 -10% 초과</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 실제치 - 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 50를 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 신뢰할 만한 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 미래에셋증권은 11월 2일 현재웅진코웨이와 LG생활건강을 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, 김성훈

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종류	계열사 담당자	지시주 종류
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

