

# 웅진코웨이 | 021240 KS

한국희, Analyst, 3774-1474, cookie@miraeasset.com  
박주비, Analyst, 3774-1938, jubi.park@miraeasset.com

## What's New

### 역사적 최저 밸류에이션, 과매도 상태

최근 1개월간 웅진코웨이 주가는 KOSPI를 23.5%p 하회, PER 12x로 05년이래 최저 밸류에이션 상태. 주가 부진 이유는 신규 사업 확대에 따른 이익률 하락, 중국 화장품 예상 성장률 둔화로 요약. 하지만 이익률 하락은 이미 예상되었고, 설명 가능한 악재. 중국 화장품 또한 '수익성 다지기' 위한 관리 강화 차원. 장기적으로 기업가치 훼손으로 보기 힘들. 더구나 핵심 이익 동인인 환경가전 실적이 예상보다 견고하여, 최근 주가 하락은 펀더멘털 외적 요인이 크게 작용한 과매도였다고 판단.

- » 최근 한 달간 KOSPI 23.5%p 하회, 왜?
- » 간과된 good news
- » De-rating 이라기보단 과매도 상태
- » PER 12 배의 웅진코웨이, 충분히 매력적

### 최근 한 달간 KOSPI 23.5%p 하회, 왜?

웅진코웨이의 최근 주가 급락은 크게 1) 4/4 분기 실적 우려, 2) 2011년 국내 화장품 등 저마진 사업 비중 확대에 따른 영업이익률 하락과, 3) 중국 화장품 사업 예상 성장률 둔화 때문으로 파악. 1)의 경우 국내 환경가전 렌탈 판매의 예상외 고성장에 따른 마진 하락이어서 오히려 긍정적으로 파악해야 하며, 2)는 화장품 사업 진출 이후 충분히 알려지고 소화된 악재. 사업 초기에 오히려 매출액이 예상 상회하면서 적자 폭이 늘어났으나, 2011년 중으로 BEP 조기 달성 가능해서 2012년 이후 마진 개선 재개 예상. 3)의 경우에도 '수익성 다지기' 위한 영업조직의 건전화 작업이어서 장기 성장 스토리의 훼손이라 보기 힘들.

### 간과된 good news

현 시점에서, 동사 기업가치의 약 87%를 설명하는 국내 환경가전 부분의 실적 호조세는 곱씹어볼 만. 09년 4/4분기의 high base에도 불구하고 렌탈 판매 및 일시불 모두 예상을 초과한 성장률을 보이고 있고, 해약률도 1%대 초반에서 안정적으로 유지되고 있으며, 오는 5월 이후 신제품 라인업도 기대되고 있음. 국내 환경 가전 사업이 예상보다 강한 수요를 보이고 있고, 지속되는 경쟁 심화 우려에도 불구하고 해약률이 잘 제어됨을 의미.

## Earnings preview

**BUY**

28 January 2011

BUY

2 Nov 2010

BUY

19 Oct 2010

BUY

12 Oct 2010

Target price

KRW51,000

Current price (26 January 2011)

KRW33,550

Upside/downside

52.01%

Consensus target price

KRW49,000

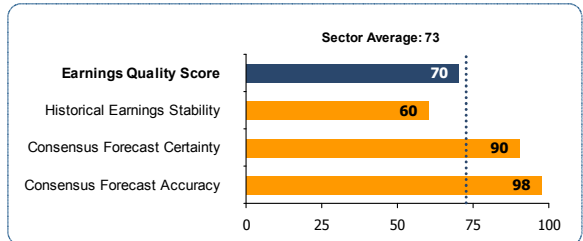
Difference from consensus

4.1%

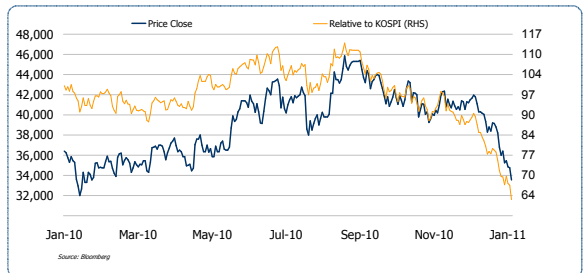
## Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Revenue (KRWb)	1,412	1,513	1,689	1,842
Op EBIT (KRWb)	204.3	228.4	246.9	275.4
Net income (KRWb)	153.3	174.6	209.1	243.0
Norm profit (KRWb)	153.3	174.6	209.1	243.0
EPS (KRW)	2,025	2,264	2,711	3,151
EPS growth	16.8%	11.8%	19.7%	16.2%
Norm P/E (x)	16.6	14.8	12.4	10.6
EV/EBITDA (x)	6.3	5.7	4.9	4.3
Dividend yield	3.0%	3.4%	4.1%	4.8%
P/B (x)	3.6	3.2	2.8	2.4
ROE	23.6%	23.0%	24.1%	24.3%
Net debt/equity	30.3%	27.0%	23.1%	16.6%
Cons EPS (KRW)	2,025	2,695	3,096	3,151
Prev EPS (adj) (KRW)	2,025	2,284	2,891	3,404

## Earnings quality score



## Performance



## Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	2,588/2,319		
Shares outstanding	77.12mn		
Free float	%		
52-week price high/low	KRW32,000-45,850		
Daily average turnover (3M)	US\$10.60mn		
<b>Performance</b>	<b>1M</b> <b>3M</b> <b>12M</b>		
Absolute	-19.5%	-18.3%	-8.2%
Relative to KOSPI	-23.5%	-28.3%	-37.1%
Absolute (US\$)	-17.0%	-17.2%	-4.6%
<b>Major shareholders</b>			
Woongjin Holding and others	31.7%		
Lazard Asset Management and others	14.5%		

## De-rating 이라기보단 과매도 상태

동사는 역사적으로 밸류에이션 프리미엄을 적용받던 기업. 렌탈 비즈니스 모델에서 기인하는 극히 안정적인 현금흐름 창출력과, 장기 소비 트렌드에 부합하는 환경 가전 사업의 매력 등이 프리미엄의 근거. 최근 1) 핵심 이익 동인이 오히려 더 강화되고 있는데다, 2) 2011년의 영업이익률 하락에도 불구하고, 견고한 매출 성장에 힘입어 과거 2년간 영업이익 성장률 평균치(9.6%)와 크게 다르지 않은, 높은 한자릿수 이익 성장 트렌드를 이어가는 데 문제 없어 보임. 그렇다면 2008년 금융위기 전후 시기를 제외하고, 2005년래 최저치인 (KOSPI 대비) 1.2x의 상대 PER 수준인 현주가는 과매도 상태인 셈.

## PER 12 배의 웅진코웨이, 충분히 매력적

웅진코웨이에 대한 기존의 BUY 투자의견과 목표주가 51,000원을 유지함. 일시적인 비용 증가에 따른 실적 부진, 성장 사업 추구에 따른 일시적 마진 하락 등에 대한 과도한 해석이 최근 주가 급락을 부추겼고, 펀더멘탈 외 요인에 의한 과매도 상태에 진입했다는 판단. 주가가 중국 화장품 사업 모멘텀을 반영하기 전 수준으로 회귀했고, DCF( $g=3.0\%$ ,  $WACC=8.2\%$ )로 산출된 국내 환경가전 비즈니스 가치만 하더라도 약 4만5천원으로 평가되어 현시점에서 투자매력 충분.

Figure 1 웅진코웨이의 상대 PER 역사적 최저점 수준까지 낮아져



자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: KOSPI 평균 대비 상대 PER

Figure 2 4Q10 실적 Preview

(십억 원, %)	4Q10E	4Q10C	Diff,%	4Q09	YoY, %
매출액	397.3	404.8	(1.8)	371.4	7.0
영업이익	53.3	54.2	(1.6)	57.1	(6.6)
순이익	40.5	43.2	(6.1)	40.3	0.5
영업이익률	13.4	13.4		15.4	

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

## 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>1,513</b>	<b>1,689</b>	<b>1,842</b>
Cost of goods sold	(407)	(460)	(479)	(457)	(499)
Gross profit	907	952	1,034	1,232	1,343
SG and A	(717)	(747)	(805)	(985)	(1,068)
<b>Op profit</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>228</b>	<b>247</b>	<b>275</b>
<b>Op EBITDA</b>	<b>331</b>	<b>352</b>	<b>389</b>	<b>447</b>	<b>499</b>
Depreciation	(126)	(128)	(138)	(178)	(202)
Amortisation	(15)	(20)	(23)	(22)	(21)
<b>Op EBIT</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>228</b>	<b>247</b>	<b>275</b>
Net interest	(8)	(9)	(14)	(13)	(12)
Associates and JCEs	(1)	14	20	32	48
Other income	4	(6)	0	3	2
Net exceptional income	-	-	-	-	-
<b>Profit before tax</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>235</b>	<b>269</b>	<b>313</b>
Tax	(56)	(49)	(60)	(60)	(70)
<b>Post-tax profit</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>243</b>
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>129</b>	<b>153</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>243</b>
Norm profit	129	153	175	209	243
Dividends	(65)	(77)	(88)	(105)	(122)
<b>Retained earnings</b>	<b>64</b>	<b>76</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>121</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>389</b>	<b>447</b>	<b>499</b>
Decrease in working capital	(23)	(35)	(45)	(34)	(17)
Other operating cashflow	160	57	16	(22)	(37)
<b>Operating cashflow</b>	<b>469</b>	<b>374</b>	<b>360</b>	<b>391</b>	<b>445</b>
Tax paid	(56)	(49)	(60)	(60)	(70)
Net interest	(8)	(9)	(14)	(13)	(12)
Dividends received	(100)	(4)	11	16	34
<b>Cashflow</b>	<b>305</b>	<b>312</b>	<b>297</b>	<b>334</b>	<b>397</b>
Capital expenditure	(147)	(210)	(213)	(260)	(291)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(0)	-	11	1	1
Other investing cashflow	(109)	(66)	(21)	15	33
<b>Investing cashflow</b>	<b>(255)</b>	<b>(276)</b>	<b>(222)</b>	<b>(244)</b>	<b>(257)</b>
Dividends paid	(58)	(65)	(77)	(88)	(105)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	76	(19)	69	(30)	-
Other financing cashflow	(20)	31	(48)	-	-
<b>Financing cash flow</b>	<b>(2)</b>	<b>(52)</b>	<b>(56)</b>	<b>(118)</b>	<b>(105)</b>
Beginning cash	29	76	64	82	54
<b>Total cash generated</b>	<b>47</b>	<b>(17)</b>	<b>18</b>	<b>(28)</b>	<b>34</b>
Forex effects	-	-	-	-	-
<b>Ending cash</b>	<b>76</b>	<b>59</b>	<b>82</b>	<b>54</b>	<b>88</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>584</b>	<b>605</b>	<b>670</b>
Cash and equivalents	76	64	82	54	88
Receivables	150	195	203	236	251
Inventories	58	55	64	70	76
Other current assets	192	197	235	245	255
<b>Non current assets</b>	<b>596</b>	<b>761</b>	<b>793</b>	<b>879</b>	<b>967</b>
Net operating fixed assets	356	418	450	519	587
Interest in associates	113	131	140	156	171
Other non-current ssets	127	212	203	204	210
<b>Total assets</b>	<b>1,071</b>	<b>1,271</b>	<b>1,377</b>	<b>1,484</b>	<b>1,638</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>399</b>	<b>542</b>	<b>382</b>	<b>397</b>	<b>411</b>
Payables	34	29	34	38	41
ST debt	108	240	69	69	69
Other current liabilities	257	273	279	290	302
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>76</b>	<b>48</b>	<b>231</b>	<b>202</b>	<b>203</b>
LT debt	60	30	220	190	190
Other non-current liabilities	16	18	11	12	13
<b>Total liabilities</b>	<b>475</b>	<b>590</b>	<b>613</b>	<b>598</b>	<b>614</b>
Issued capital	39	41	41	41	41
Share premium reserve	109	142	140	140	140
Reserves/Adjustments	-	-	-	-	-
Retained earnings	441	530	627	749	887
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	8	(31)	(44)	(44)	(44)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>597</b>	<b>681</b>	<b>764</b>	<b>886</b>	<b>1,024</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

### Key Ratios

	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Turnover growth	8.4%	7.4%	7.2%	11.6%	9.1%
Gross profit growth	9.5%	4.9%	8.6%	19.1%	9.0%
Operating profit growth	17.9%	7.4%	11.8%	8.1%	11.5%
EBITDA growth	10.0%	7.9%	13.7%	17.7%	13.8%
EPS growth	11.0%	16.8%	11.8%	19.7%	16.2%
Norm BPS growth	12.6%	18.9%	11.4%	15.0%	14.8%
Gross margin	69.0%	67.4%	68.3%	72.9%	72.9%
Operating margin	14.5%	14.5%	15.1%	14.6%	14.9%
EBITDA margin	25.4%	25.5%	27.1%	28.6%	29.8%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.4%	16.7%	17.7%
Net income margin	9.8%	10.9%	11.5%	12.4%	13.2%
ROE	23.2%	23.6%	23.0%	24.1%	24.3%
ROA	12.9%	13.1%	13.2%	14.6%	15.6%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	27.0%	23.1%	16.6%
Interest cover ratio	16.76	16.31	12.92	14.85	17.37
Dividend payout ratio	50.2%	50.1%	50.1%	50.2%	50.1%
Inventory days	52.13	43.30	48.35	55.91	55.94
Account receivable days	41.72	50.30	49.05	50.99	49.89
Account payable days	30.71	23.18	26.25	30.15	29.78
Reported EPS (KRW)	1,734	2,025	2,264	2,711	3,151
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,264	2,711	3,151
Reported BPS (KRW)	7,915	9,411	10,483	12,059	13,848
Norm BPS (KRW)	7,915	9,411	10,483	12,059	13,848
DPS (KRW)	870	1,010	1,150	1,380	1,600
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	3,849	4,328	5,142
Reported P/E (x)	19.35	16.56	14.82	12.38	10.65
Norm P/E (x)	19.35	16.56	14.82	12.38	10.65
P/B (x)	4.24	3.57	3.20	2.78	2.42
P/CF	8.19	8.15	8.72	7.75	6.53
EV/EBITDA (x)	6.32	6.33	5.72	4.89	4.27
EV/Operating Cashflow (x)	4.50	6.09	6.51	6.02	5.27
EV/Sales (x)	1.61	1.61	1.55	1.40	1.27
Dividend yield	2.59%	3.01%	3.43%	4.11%	4.77%

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 → Cautious                  일부터 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 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국희, 박주비

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
해당사항없음							

주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	웅진코웨이 (021240)																																																																					
<p>Legend: Buy (Blue), Hold (Green), Reduce (Red), Not Rated (Grey), 이견기준 (Yellow), Strong Buy (Orange), Buy@ (Light Blue), Mkt.Perm (Light Green), Und.Perm (Light Grey)</p>																																																																								
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자 의견</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> <tr><td>2010/08/13</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/09/28</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/10/12</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/10/19</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/11/02</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2011/01/28</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> </tbody> </table>		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	2010/07/23	BUY	51,000원	2010/08/13	BUY	51,000원	2010/09/28	BUY	51,000원	2010/10/12	BUY	51,000원	2010/10/19	BUY	51,000원	2010/11/02	BUY	51,000원	2011/01/28	BUY	51,000원
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																																																																						
2010/07/23	BUY	51,000원																																																																						
2010/08/13	BUY	51,000원																																																																						
2010/09/28	BUY	51,000원																																																																						
2010/10/12	BUY	51,000원																																																																						
2010/10/19	BUY	51,000원																																																																						
2010/11/02	BUY	51,000원																																																																						
2011/01/28	BUY	51,000원																																																																						