

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

What's New

예상 수준의 실적, 여전한 저평가

웅진코웨이의 4/4분기 매출액 영업이익 실적은 예상치와 거의 일치. 2011년 실적 가이드선도 우리의 기존 어닝 전망과 크게 다르지 않음. 핵심 사업인 국내 환경가전 부문의 수요가 견고하여, 화장품 등 적자/저수익 부문 매출 확대 예상되나 영업이익 성장률은 약 8.1%로 최근 2년 트렌드에서 크게 벗어나지 않음. 그럼에도 불구하고 최근 주가 조정 큰 폭으로 이뤄짐. BUY 기회로 판단.

- » 4/4 분기 실적 예상치 부합
- » 화장품만큼이나 매력적인 '환경가전' 사업
- » 2011년 실적 개선 둔화?
- » BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

4/4 분기 실적 예상치 부합

동사의 2010년 4/4분기 매출액(4,032억원)은 전년동기 대비 8.6% 증가하였고, 영업이익(537억원)은 5.9% 감소. 당사 예상치 및 시장 컨센서스에 부합. 영업이익 감소는 새로 시작한 화장품 사업 영업적자에서 기인한 바 큰데, 이미 충분히 예상되었던 바. 환경가전 부문 계정수 전년동기 증가율은 약 7.3%로 인상적. 2011년에도 지속적인 실적 개선을 기대하게 하는 대목. 한편 순이익은 예상치 소폭 상회했는데, 자회사 웅진케미컬 세금 환급에 따른 일회성 이익 발생이 주효.

화장품만큼이나 매력적인 '환경가전' 사업

동사는 전통적으로 밸류에이션 프리미엄을 적용받아 왔음. 렌탈 비즈니스 모델에서 기인하는 극히 안정적인 현금흐름 창출력과, 장기 소비 트렌드에 부합하는 환경 가전 사업의 매력 등이 그 근거. 특히 최근의 환경가전 제품에 대한 강한 수요는, 동 부문이 동사 기업가치의 약 87%를 설명한다는 점을 고려하면 매우 긍정적. 건강과 웰빙에 대한 소비자 관심 제고 감안하면 환경가전 시장 잠재 성장률은 여타 내수 제조업 대비 우월해 보이며, 그 가운데 강력한 시장지배력 지키고 있는 웅진코웨이에 대한 프리미엄 적용은 지속될 것.

BUY

10 February 2011

BUY 28 Jan 2011 BUY 2 Nov 2010 BUY 19 Oct 2010

Target price **KRW51,000**

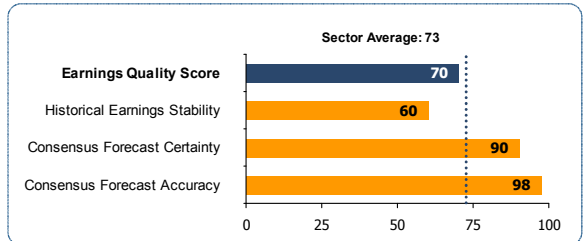
Current price (8 February 2011) **KRW35,950**

Upside/downside 41.86%
 Consensus target price KRW48,500
 Difference from consensus 5.2%

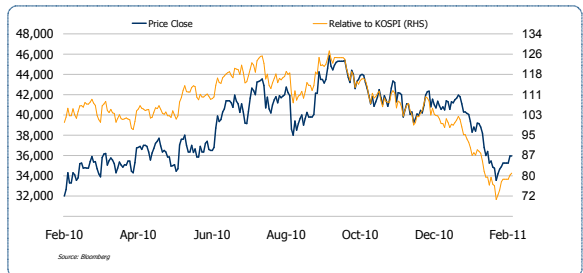
Forecast earnings & valuation

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	178.1	202.3	241.1
Norm profit (KRWb)	153.3	178.1	202.3	241.1
EPS (KRW)	2,025	2,309	2,622	3,127
EPS growth	16.8%	14.0%	13.6%	19.2%
Norm P/E (x)	17.7	15.6	13.7	11.5
EV/EBITDA (x)	6.7	6.0	5.2	4.5
Dividend yield	2.8%	3.3%	3.7%	4.4%
P/B (x)	4.0	3.6	3.1	2.7
ROE	24.0%	24.6%	24.5%	25.4%
Net debt/equity	30.3%	26.4%	23.7%	17.0%
Cons EPS (KRW)	2,025	2,622	3,048	3,127
Prev EPS (adj) (KRW)	2,025	2,264	2,711	3,151

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market cap (Wbn/US\$m)	2,773/2,504		
Shares outstanding	77.12mn		
Free float	67.6%		
52-week price high/low	KRW32,000 -45,850		
Daily average turnover (3M)	US\$10.00mn		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	-7.4%	-14.8%	9.1%
Relative to KOSPI	-6.6%	-21.4%	-24.2%
Absolute (US\$)	-6.4%	-14.4%	15.4%
Major shareholders			
Woongjin Holding and others	31.7%		
Lazard Asset Management and others	14.5%		

2011년 실적 개선 둔화?

2010년 동안 각각 12%, 15.3%에 이르렀던 동사의 영업이익과 순이익 성장률은 2011년 각각 8.1%, 13.6%로 소폭 둔화될 전망이다. 영업이익 성장률 둔화는 화장품 부문 등 저수익 부문 매출 비중 확대에 따른 것. 하지만 이 부문의 예상 외 성장으로 BEP 달성 시점이 앞당겨질 가능성 높아진 점 고려하면 이익 창출력 훼손 혹은 회사 전반적인 장기 성장률 둔화로 볼 수 없음. 또 중국 화장품 부문 이익 성장률도 약 20%대로 소폭 낮아질 것인데, 신규 채널 진출 위한 투자 및 기존 영업조직 재정비 때문으로 역시 장기 성장 스토리의 훼손이라 보기 힘들.

BUY 투자의견과 목표주가 51,000 원 유지

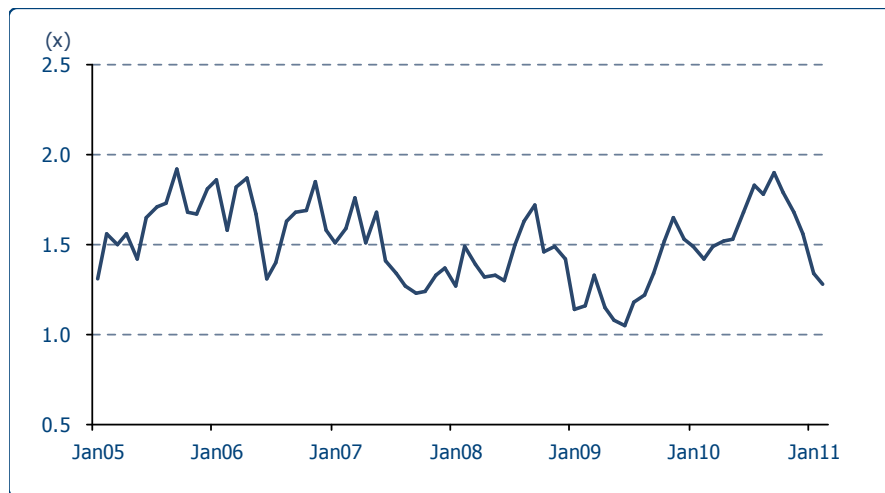
웅진코웨이에 대한 기존의 BUY 투자의견과 목표주가 51,000원을 유지함. 일시적 비용 증가에 따른 4/4분기 영업이익 감소, 성장사업 추구에 따른 단기적이니 마진 하락 등에 대한 과도한 해석으로 최근 주가 급락 후 회복 중. 여전히 저평가 상태로 판단. 주가는 중국 화장품 사업 모멘텀을 반영하기 이전 수준으로 회귀했고, DCF($g=3.0\%$, $WACC=8.2\%$)로 산출된 국내 환경가전 비즈니스 가치만 하더라도 주당 약 4만5천원으로 평가되어 현시점에서 투자매력 충분해 보임.

Figure 1 4/4분기 실적 예상치 부합

(KRW bn, %)	4Q10P	4Q10E	diff,%	4Q10C	diff,%	4Q09	YoY,%
매출액	403.2	397.3	1.5	404.8	(0.4)	371.4	8.6
영업이익	53.7	53.3	0.8	54.2	(0.9)	57.1	(6.0)
순이익	42.7	40.5	5.4	43.2	(1.2)	40.3	5.9
영업이익률	13.3	13.4		13.4		15.4	

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 웅진코웨이의 상대 PER 역사적 최저점 수준까지 낮아져



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

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Revenue	1,314	1,412	1,513	1,689	1,842
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)
Op profit	190	204	228	247	275
Op EBITDA	331	352	389	447	499
Depreciation	(126)	(128)	(138)	(178)	(202)
Amortisation	(15)	(20)	(23)	(22)	(21)
Op EBIT	190	204	228	247	275
Net interest	(8)	(9)	(14)	(13)	(12)
Associates and JCEs	(1)	14	22	32	48
Other income	4	(6)	1	1	2
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	185	203	238	267	313
Tax	(56)	(49)	(59)	(65)	(72)
Post-tax profit	129	153	178	202	241
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	129	153	178	202	241
Norm profit	129	153	178	202	241
Dividends	(65)	(77)	(89)	(101)	(121)
Retained earnings	64	76	89	101	120

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Op EBITDA	331	352	389	447	499
Decrease in working capital	(23)	(35)	(45)	(34)	(17)
Other operating cashflow	160	57	15	(24)	(37)
Operating cashflow	469	374	359	389	445
Tax paid	(56)	(49)	(59)	(65)	(72)
Net interest	(8)	(9)	(14)	(13)	(12)
Dividends received	(100)	(4)	13	16	34
Cashflow	305	312	298	327	395
Capital expenditure	(147)	(210)	(213)	(260)	(291)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(0)	-	11	1	1
Other investing cashflow	(109)	(66)	(19)	15	33
Investing cashflow	(255)	(276)	(220)	(244)	(257)
Dividends paid	(58)	(65)	(77)	(89)	(101)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	76	(19)	69	(30)	-
Other financing cashflow	(20)	31	(48)	-	-
Financing cash flow	(2)	(52)	(56)	(119)	(101)
Beginning cash	29	76	64	86	49
Total cash generated	47	(17)	22	(36)	36
Forex effects	-	-	-	-	-
Ending cash	76	59	86	49	85

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10E	Dec-11E	Dec-12E
Current assets	476	509	588	600	667
Cash and equivalents	76	64	86	49	85
Receivables	150	195	203	236	251
Inventories	58	55	64	70	76
Other current assets	192	197	235	245	255
Non current assets	596	761	793	879	967
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
Total assets	1,071	1,271	1,380	1,479	1,635
Current liabilities	399	542	382	397	411
Payables	34	29	34	38	41
ST debt	108	240	69	69	69
Other current liabilities	257	273	279	290	302
Total non-current liabilities	76	48	231	202	203
LT debt	60	30	220	190	190
Other non-current liabilities	16	18	11	12	13
Total liabilities	475	590	613	598	614
Issued capital	39	41	41	41	41
Share premium reserve	109	142	140	140	140
Reserves/Adjustments	8	(31)	(44)	(44)	(44)
Retained earnings	441	530	631	744	884
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	-	-	-	-	-
Shareholders' equity	597	681	768	881	1,021

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%	14.6%	16.4%	14.3%
EPS growth	11.0%	16.8%	14.0%	13.6%	19.2%
Norm BPS growth	12.9%	12.2%	10.7%	14.7%	15.9%
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%	27.3%	28.4%	29.8%
EBIT margin	14.7%	15.0%	16.6%	16.6%	17.7%
Net income margin	9.8%	10.9%	11.8%	12.0%	13.1%
ROE	22.9%	24.0%	24.6%	24.5%	25.4%
ROA	12.9%	13.1%	13.4%	14.1%	15.5%
Net debt/equity	15.4%	30.3%	26.4%	23.7%	17.0%
Interest cover ratio	16.76	16.31	12.92	14.85	17.37
Dividend payout ratio	50.2%	50.1%	50.1%	50.1%	50.2%
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	2,309	2,622	3,127
EPS (KRW)	1,734	2,025	2,309	2,622	3,127
Reported BPS (KRW)	8,016	8,994	9,956	11,422	13,235
Norm BPS (KRW)	8,016	8,994	9,956	11,422	13,235
DPS (KRW)	870	1,010	1,170	1,330	1,590
Cashflow per share (KRW)	4,095	4,118	3,868	4,239	5,117
Reported P/E (x)	20.73	17.75	15.57	13.71	11.50
Norm P/E (x)	20.73	17.75	15.57	13.71	11.50
P/B (x)	4.48	4.00	3.61	3.15	2.72
P/CF	8.78	8.73	9.29	8.48	7.03
EV/EBITDA (x)	6.77	6.67	5.98	5.18	4.52
EV/Operating Cashflow (x)	4.83	6.42	6.88	6.40	5.58
EV/Sales (x)	1.72	1.70	1.63	1.47	1.35
Dividend yield	2.42%	2.81%	3.25%	3.70%	4.42%

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)

1. 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.

2. 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.

3. 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.

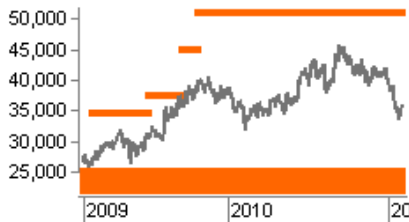
Compliance Notice

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 종류	계열사 담당자	자사주 종류
해당사항없음							

주가 및 목표주가 변동추이

Legend: Buy (orange), Hold (green), Reduce (blue), Not Rated (grey), 이전기준 (grey), Strong Buy (red), Buy@ (yellow), Mkt.Perm (purple), Und.Perm (brown)



웅진코웨이 (021240)

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
2011/02/10	BUY	51,000원