

웅진코웨이 | 021240

한국희, Analyst, 3774-1474 cookie@miraesasset.comcom
공은정, Analyst, 3774-6934 ejkong@miraesasset.com

WHAT'S NEW

Coway in China : 인상적인 경험

10/21~23일간 웅진코웨이 중국 법인 탐방 후 더 긍정적인 전망을 갖게 되었음. 한국식 방판에 버금가는 견고한 채널 관리와 효율적인 비용구조 및 운전자본 관리 위험 통제가 인상적. 2010년 중국 화장품 순이익 예상치를 25% 상향 조정하고, 중국 법인 가치를 PER 25배 (기존 20배)로 밸류에이션. 이에 따라 동사에 대한 목표주가가 51,000원으로 상향.

- » 중국에선 지금 무슨 일이?
- » 일회성이 아닌, 지속 가능한 고성장
- » 40%의 영업이익률이 지속 가능한 이유
- » 높아진 성장 전망 반영하여 목표주가 51,000 원으로 상향

» 중국에선 지금 무슨 일이?

동사는 북경 등에서 열린 애널리스트 데이를 통해 중국 화장품 비즈니스에 대해 2013년까지 매출액 7억RMB 및 영업이익 3억RMB의 가이드언스를 제시. 향후 4년간 매출액 CAGR 39%와 영업이익률 43%를 유지해야 달성 가능한 수치. 우리는 이번 탐방을 통해, 이 실적 가이드언스가 매우 도전적이긴 하지만 실현 가능한 목표라는 생각을 갖게 되었음.

» 일회성이 아닌, 지속가능한 고성장

고성장 가능성에 대한 낙관적 전망의 근거는 1) 독특한 채널: 대리상(도매상) 체제이나 실질적으로는 한국식 방판에 버금가는 채널 파워, 2) 경쟁이 상대적으로 덜한 2~3급 도시부터 공략하는 지리적 확장 전략. 더불어 3) 내년 생산 CAPA 2배로 증가될 예정.

» 40%의 영업이익률이 지속가능한 이유

점포 투자 수반하지 않는 비즈니스 모델을 채택하여 고정비 부담이 매우 낮음. 따라서 중국의 저렴한 제조원가 및 미디어를 십분 활용 중. 내년 이후 감가상각비나 마케팅 비용 증가를 감안해도, 신규 채널에 대한 확장이 없을 경우 40% 수준의 영업이익률이 유지될 수 있는 구조.

» 높아진 성장 전망 반영하여 목표주가 51,000 원으로 상향

2010년의 중국 화장품 관련 이익을 기존의 173억원에서 217억원으로 상향 조정. 중국 화장품 비즈니스에서 창출되는 이익 규모가 전사 순이익의 10%를 상회하게 되는 셈. 이에 따라 동사에 대한 목표주가가 51,000원으로 상향 조정. 국내 영업가치는 DCF 방식을 유지($g=3%$, $WACC=8.8%$)하고, 중국 법인 가치는 내년 순이익의 25배(기존 20배)를 적용. 중국 내수소비재 peer group의 밸류에이션을 참고한 것.

Raising TP

BUY

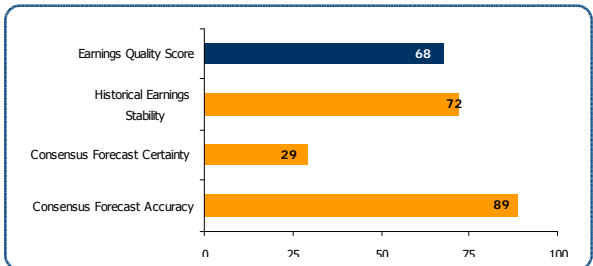
26 Oct 2009

목표주가	W51,000
현재가(10/23)	W38,300
Upside/Downside	33.2%
Consensus target price	W44,000
Difference from consensus	15.9%

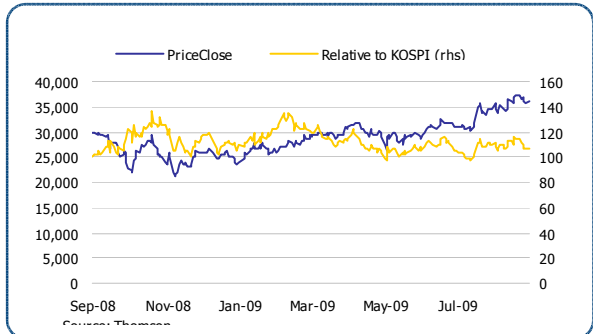
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-07A	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,213	1,314	1,401	1,530	1,655
영업이익(십억원)	161	190	204	236	267
순이익(십억원)	116	129	168	206	241
EPS(원)	1,563	1,734	2,251	2,771	3,237
증감률	54.7%	11.0%	29.8%	23.1%	16.8%
P/E (x)	19.5	15.4	17.0	13.8	11.8
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	8.6	7.4	6.6
Dividend yield	2.6%	3.3%	2.9%	3.6%	4.2%
P/B (x)	4.3	3.3	4.8	4.0	3.3
ROE	24.0%	22.9%	26.9%	29.0%	28.6%
순부채비율	15.8%	15.4%	15.4%	3.1%	-5.8%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,842 / 2,377	
Shares Outstanding	77 mn	
Free Float	0.615	
52-week Price High/Low	W21,350 - 38,200	
Daily Average Volume (3M)	W13,547 mn	
Performance	1M	3M 12M
Absolute	6.50%	26.14% 23.04%
Relative to KOSPI	0.88%	1.46% 10.40%
Major shareholders		
웅진홀딩스	36.6%	
Lazard Asset Management	14.0%	

TABLE OF CONTENTS

Executive Summar : Coway in China	1
I. 중국에선 지금 무슨 일이?	3
II. Key Questions	4
1) 고성장, 일회성인가 지속 가능한가?	4
① 독창적인 채널: 방판의 장점을 가미한 대리상 체제	4
② 지리적 확장: 2nd tier 지역에서 출발	5
2) 40%의 영업이익률 유지 가능한가?	6
① 고정 비율이 낮은, 효율적인 비용 구조	6
② 점포 투자가 필요 없는 비즈니스 구조	7
③ 운전자본 관련 리스크는?	7
III. 기업가치 기여도 상승에 따라 목표주가 51,000 원으로 상향 조정	7
IV. Appendix 및 주요 data	
중국 화장품 사업 실적 가이드선스	3
마진구조	4
대리상 및 점포수	5
지역별 구성	5
제품 단위당 수익구조	7
중국 화장품 사업 당사 추정치	8
브랜드 및 제품 현황	10
현재 생산 시설 현황과 향후 증설 내용	10

Coway in China

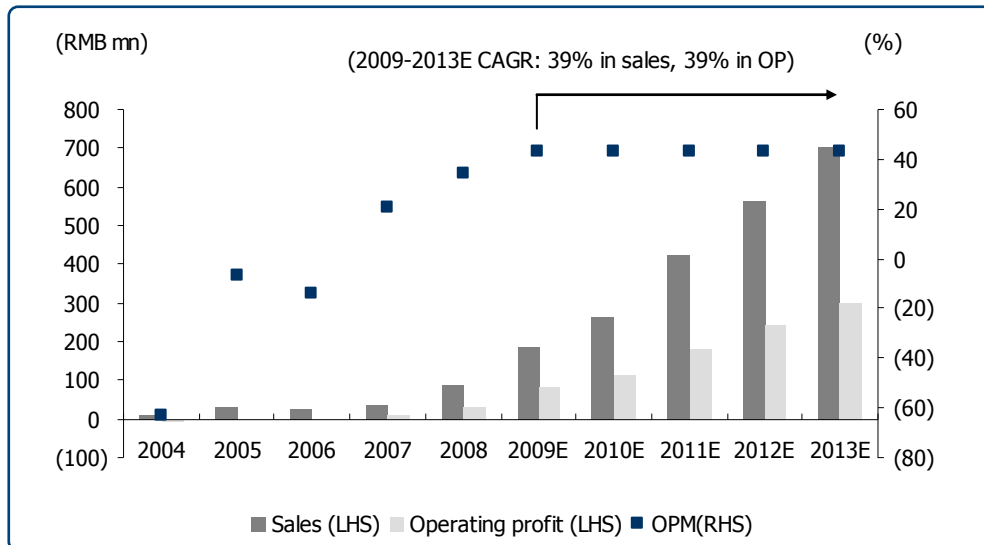
10/21~23 일간 웅진코웨이 중국 법인을 탐방한 후 동사의 중국 화장품 비즈니스에 대해 더 긍정적인 전망을 갖게 되었음. 한국식 방판에 버금가는 견고한 채널 관리와 효율적인 비용구조가 강점이자 장기 성장 잠재력의 기반. 재고 및 외상 매출 등 운전자본 위험도 효과적으로 통제. 한국에 비해서 매우 낮은 고정비율이 계속 유지될 구 있는 구조라서, 고성장 국면에서도 40% 수준의 영업이익률은 확보 가능할 것.

2010 년 중국 화장품 사업이 창출하는 순이익 예상치를 25% 상향 조정하고, 가치 평가도 peer group 밸류에이션을 참고하여 2010 년 순이익의 25 배 (기존 20 배)로 재조정. 이에 따라 동사에 대한 목표주가가 51,000 원으로 상향함. BUY 투자의견 유지.

I. 중국에선 지금 무슨 일이?

동사는 100% 자회사인 중국 현지법인(웅진코웨이생활용품 유통공사)을 통해 화장품 사업 진행 중인데 최근 괄목할 성장성과 이익률로 주목 받기 시작. 지난 5 년간 매출액 CAGR 101%(09 년 소비자 가격 기준 5 억 RMB 예상)를 기록했고, 07 년에 BEP 달성 후 09 년에는 약 8 천만 RMB 의 이익 (43%의 영업이익률) 달성 예상. 이익의 규모 측면에서는 아모레퍼시픽의 중국 화장품 사업에 견주어도 손색없음. (2010 년 코웨이 중국 화장품 관련 이익 217 억 원 추정 vs 아모레퍼시픽 222 억원 추정)

Figure 1 웅진코웨이 중국화장품 사업의 매출, 영업이익, 영업이익률 : 회사가이던스



Source: Company data, Mirae Asset Research

회사는 2013 년까지 매출액 7 억 RMB(소비자 가격 기준 20 억 RMB), 영업이익 3 억 RMB 의 가이드를 제시. 향후 4 년간 매출액 CAGR 39%와 영업이익률 43%를 유지해야 달성 가능한 수치. 우리는 이번 탐방을 통해, 전술한 실적 가이드스가 매우 도전적이긴 하지만 실현 가능한 목표라는 생각을 갖게 되었음.

이유는 1) 동사의 현지 채널이 예상했던 것보다 견고하여 앞으로의 외형 성장을 견인할 것이고, 2) 현재의 효율적인 비용 구조가 앞으로도 유지될 수 있다는 판단 때문임.

[Background]

웅진 그룹은 1997년 IMF 당시 자금난으로 인해 ‘코리아나 화장품’을 매각한 바 있음. 이후 국내에서 화장품 사업 영위가 불가능해진 동사는 2000년 6월 중국에 진출. 이후 몇 번의 채널 및 운영 방식의 변화를 거치는 동안 2003년까지 성과는 미미했음. 2004년 현행의 ‘신대리상 체계’로의 변경 이후 5년간 큰 폭 성장을 거쳐 2009년 현재 매출액 1.9억 RMB와 영업약 8천만 RMB(이익률 43%)를 창출하는 데에 이르게 되었음.

II. Key Questions

1) 고성장, 일회성인가 지속 가능한가?

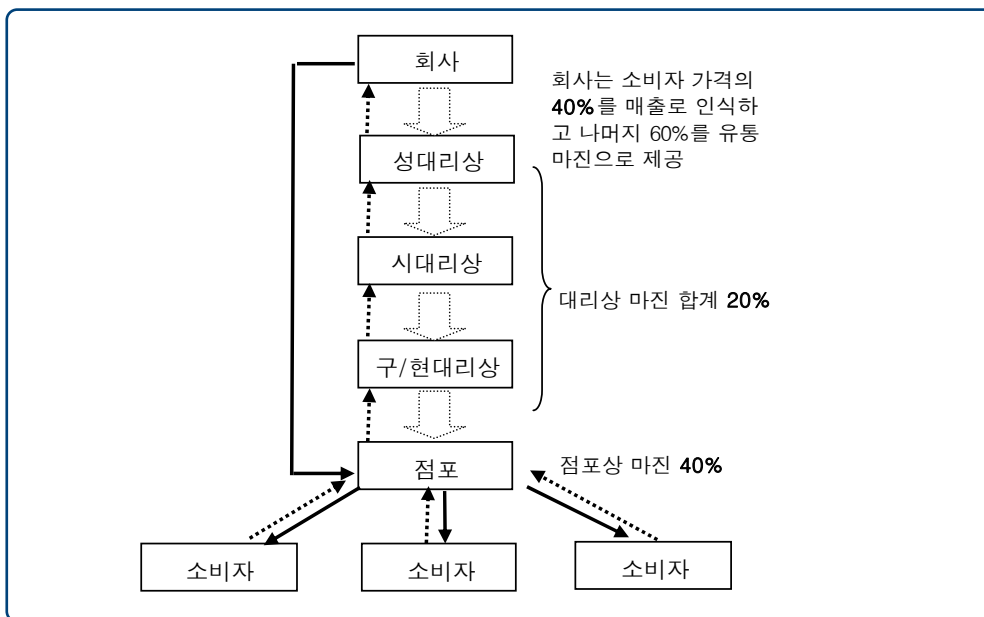
당분간 동사의 중국 화장품 사업은 인상적인 고성장 지속할 수 있을 것으로 판단. 근거는 1) 독특한 채널 및 독특한 지리적 확장 전략이 성장 기반 제공하는 가운데 2) 내년 이후 CAPA 증설 예정되어 있기 때문.

① 독창적인 채널: 방판의 장점을 가미한 대리상 체제

동사 중국 사업의 강점은 무엇보다 채널 관리. 웅진 화장품만 취급/판매하는 유통망을 5년에 걸쳐 확립. 흔히 한국 컨수머 업체들이 중국에서 채택하고 있는 채널 형태는 몇 단계의 지역 대리상(도매상)을 통해 불특정 다수의 소매 점포에 제품을 공급하는 방식.

이는 1) 해당 기업의 제품 구색이 충분치 않거나 브랜드 인지도가 낮을 경우 상대적으로 큰 매출 변동성을 동반하며, 2) 외상 매출 방식일 경우 (특히 급속한 사업 확장기에는) 상당한 운전자본 리스크가 발생하기도 함. 하지만 독자적인 (혹은 배타적인) 채널을 갖고 있다면 이야기는 달라짐. 웅진 화장품이 그에 해당하는 경우.

Figure 2 대리상 마진 정책 및 배송/주문 flow



Source: Company data, Mirae Asset Research

* Note: 점선은 현금 및 order의 흐름, 실선은 제품/상품의 흐름

1. 상급 대리상은 재고를 가져가지 않음. 점포 단에서 신규 주문 생기면 이를 상급 대리상에서 취합하여 회사에 주문하는 방식.
2. 제품은 회사에서 점포로 직접 배송.
3. 회사의 매출 인식은 정확하게는 부가가치세 제외하고, 소비자 가격의 33.2%

Figure 3 2009년 현재 7,400여 개 점포 영업 중

(개수)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
성대리상	1	8	13	19	45	51
점포	39	826	1,458	2,011	6,256	7,420

Source: Company data, Mirae Asset Research

웅진의 유통 방식은 기본적으로 대리상 체제. 몇 단계의 대리상들과 점포상들은 법적으로 회사에 구속되지 않는 개인사업자들. 하지만 동사의 케이스는 중요한 면에서 몇 가지 차이가 존재. 1) 기존 화장품 대리상이 아닌 동사가 개발해 낸 대리상. 2) 회사가 대리상들의 회계, 물류, 직원교육, 점포관리 등 전반적인 운영을 대부분 일괄 관리하고 있음. 즉 대리상들의 회사 의존도가 매우 높은 구조. 따라서 이들 입장에서 이 채널 구조를 탈피하는 데 따른 리스크가 매우 큰 셈.

이런 이유로 동사는 상당히 배타적인 유통망을 비교적 안정적으로 유지할 수 있음. 이는 현지 동종 업계에선 찾아보기 힘든 새로운 유통 채널 형태임. 물론 채널이 전국 규모로 확대되는 과정에서 관리의 위험이 발생할 가능성 존재. 장기적인 해결 과제가 될 것. 하지만 당분간은 안정적 유지 가능해 보임.

Figure 4 대리상 지원/ 정책현황

제품 교환 및 반환 규정			각종 지원제도
구분	반환	교환	
1주일 이내	100% 인정	가능	사업장 운영비용 지원
3개월 이내	90%만 인정	20%까지 가능	각종 판촉, 프로모션 지원
6개월 이내	50%만 인정	10%까지 가능	매뉴얼 및 교육 지원

Source: Company data, Mirae Asset Research

②지리적 확장: 2nd tier 지역에서 출발

동사의 주 근거지는 산동성 지역. 매출액의 47%가 2004년 진출한 이 지역에서 발생. 이후 주변의 강소성(21%), 요녕성(12%), 길림성(5%), 하얼빈성(3%) 등으로 지역적 기반 확대 중. 상해와 같은 1급 도시부터 공략하기보다는 규모는 크지만 경쟁이 상대적으로 덜한 산동성의 2~3급 도시들을 집중 공략. 중국의 매스 화장품 시장이 프리미엄 시장보다 훨씬 규모가 크다는 점(약 4배)과 채널의 지역적 적합성을 고려한 결과였던 듯. 다소 의외이긴 했지만, 이 점이 현재까지의 성공 요소 중 하나인 것은 분명.

Figure 5 지역별 법인 현황 : 산동성의 거의 절반을 차지

지역	설립일자	비중(%)
산동성	Dec. 2004	47
강소성	Apr. 2008	21
요녕성	Aug. 2008	12
길림성	Mar. 2009	5
하얼빈성	Aug. 2009	3
산시, 내몽고	Sep. 2009	-
기타	-	11

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 6 주 근거지는 산둥성



Source: Company data, Mirae Asset Research

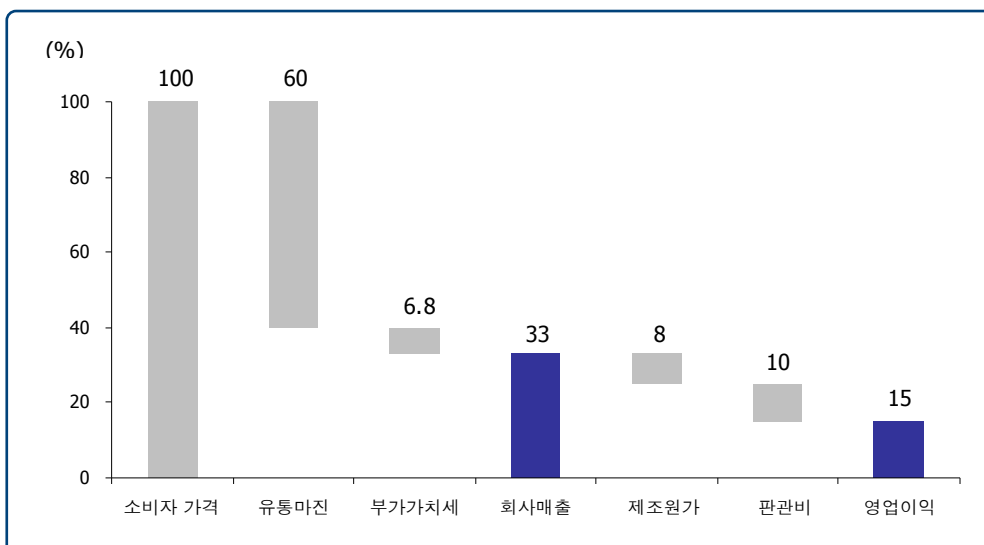
2) 40%의 영업이익률 유지 가능한가?

동사의 올해 예상 영업이익률은 43%. 일회적이고 비정상적인 이익률 수준라는 시장의 인식과 달리, 우리는 이것이 지속 가능한 수준의 이익률이라고 판단. 이유는 1) 고정 비율이 매우 낮은, 효율적인 비용 구조, 2) 점포 투자가 필요 없는 비즈니스 구조여서 확장에 따른 비용 부담에서 자유롭다는 점. 3) 운전자본 관련 위험 또한 매우 낮은 구조.

① 고정 비율이 낮은, 효율적인 비용 구조

동사 중국 화장품 법인은 소비자 가격의 33.2%(부가세 차감 후)를 매출로 인식. 이 중 약 25%가 제조원가, 25~30%가 판관비용. 감가상각비는 10% 미만에 불과. 앞으로 확장을 지속한다 하더라도 달라질 것이 별로 없음. 100% 중국 생산 체제이므로 낮은 원가율은 유지될 것이고, 내년의 설비 증설을 고려해도 매출액 성장을 감안하면 감가상각비율은 8%를 넘지 않을 것. 광고비 또한 매출액의 5% 이내에서 관리.

Figure 7 제품 단위당 수익구조 : 소비자 가격 100 일 때 영업이익 15



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 8 제품 단위당 수익구조

1) 소비자 가격=100원인 경우		2) 매출액=100인 경우	
매출액	33원	매출액	100원
제조원가	8원	제조원가	25원
판관비	10원	판관비	30원
영업이익	15원	영업이익	45원

Source: Company data, Mirae Asset Research

② 점포 투자가 필요 없는 비즈니스 구조

동사의 대리상 체제는 기본적으로 점포 투자가 필요 없음. 백화점이나 단독 브랜드샵 등 점포에 대한 투자가 수반되는 형태의 채널에서는 이와 같이 높은 이익률을 기대하기 어려움. 중국 백화점의 화장품 카운터의 경우 BEP 달성에 걸리는 시간은 1~2년 정도로 추정됨. 흔히 화장품 업체들이 백화점이나 전문 브랜드샵 등 배타적인 오프라인 판매 거점을 확보하려는 것은, 안정적인 채널과 소비자 접점 보유가 비즈니스 성공에 있어 핵심적 요소 중 하나이기 때문.

하지만 동사처럼 회사가 직접 유형 자산 형태로 투자하지 않더라도 충분히 견고한 오프라인 채널을 가질 수 있음. 점포 중심으로 확장하는 경우 점포 투자에 대한 감가 상각 부담이 상당하지만, 동사의 경우 제조 시설 투자에 대한 감가 상각만 고려하면 되기 때문에 우월한 비용 구조 보유한 셈.

③ 운전자본 관련 리스크는?

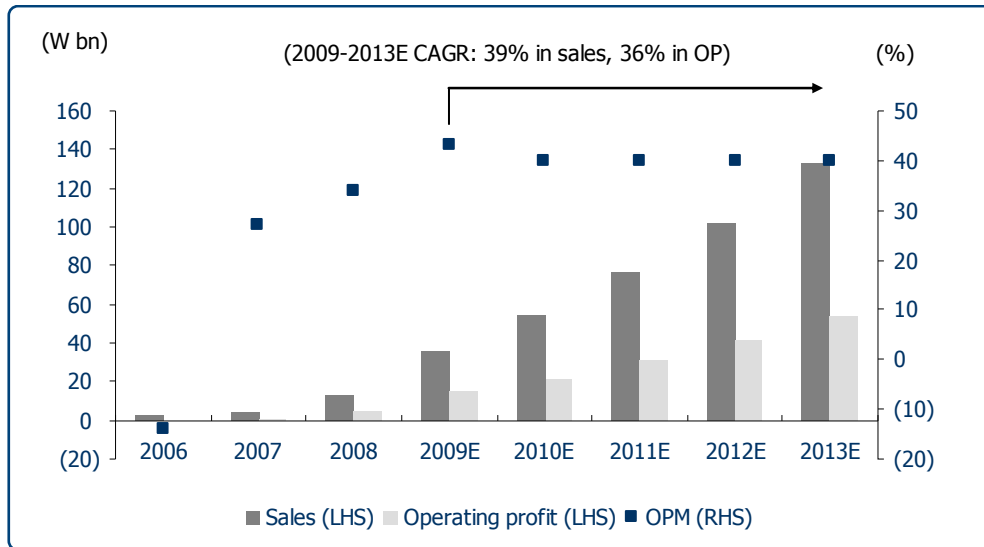
동사는 중국에서 현금 거래를 채택. 또 점포(소비자 접점)를 제외한 중간 대리상 단계에서는 재고를 보유하지 않는 구조. 점포에서 신규 수요가 발생하면 역으로 하급대리상-상급대리상을 거쳐 회사로 주문이 들어오고 회사는 그것을 최상급 대리상과만 거래하는 방식. 따라서 이른바 '밀어내기' 위험은 상당 부분 해소되는 모델.

III. 기업가치 기여도 상승에 따라 목표주가 51,000 원으로 상향 조정

우리는 동사 중국 법인의 매출액과 영업이익이 2013년에 각각 1,334 억원과 534 억원에 이를 것으로 추정. 향후 4년간 39%의 매출액 CAGR과 40%의 영업이익률 유지를 가정한 수치. 회사측이 제시한 가이드스보다 매출액 성장률과 영업이익률 측면에서 약간 보수적인 수준. 전술한 이유로 2010년 순이익은 기존의 173 억원에서 217 억원으로 상향 조정한 것. 전사 순이익의 10% 정도가 중국 화장품 비즈니스에서 창출되는 셈.

이에 따라 동사에 대한 목표주가가 51,000 원으로 상향 조정되었음. 새로운 목표주가의 implied PER은 18.4 배. 국내 영업가치는 DCF 방식을 유지($g=3%$, $WACC=8.8%$)하고, 중국 법인 가치는 내년 순이익의 25 배(기존 20 배)를 적용하였음. PER 25 배 적용의 근거는 Miraeasset Asia Pacific Consumer Universe의 중국 필수소비재 기업들의 향후 1년 기준 PER은 21.4 배, 그 중 가장 유사한 성장 프로파일을 보여주는 Household & personal care 기업인 Hengan International(1044.HK, BUY)의 PER은 약 24 배.

Figure 9 웅진코웨이 중국법인 매출, 영업이익, 영업이익률 : 당사추정치



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 10 China consumer peer valuation

Company	Code	Rec	Last price	12m TP	chg.%	P/B	P/E	Currency	Sales	OP	NI	EPS			BPS	ROE
												FY1 (X)	FY2 (X)	FY1 (bn)		
CONSUMER																
<i>Apparel</i>																
<u>Anta Sports</u>	2020.HK	Buy	10.2	13.2	29.2	30.6	16.9	CNY	5.86	1.18	1.09	0.36	0.44	0.53	2.02	23.0
<u>Belle International</u>	1880.HK	Reduce	8.2	5.6	-31.5	27.3	21.7	CNY	20.96	2.67	2.36	0.24	0.28	0.33	1.80	16.5
<u>China Dongxiang</u>	3818.HK	BUY	4.4	6.4	45.5	19.6	13.5	CNY	4.06	1.60	1.39	0.22	0.25	0.29	1.36	19.3
<u>Li Ning Co</u>	2331.HK	Buy	21.6	25.5	18.3	53.9	19.5	CNY	8.25	1.12	0.86	0.69	0.83	0.97	2.41	39.0
<u>Ports Design</u>	0589.HK	Buy	21.0	18.2	-13.3	54.1	18.0	CNY	1.69	0.58	0.50	0.75	0.90	1.03	2.34	41.6
<i>Household & Personal Products</i>																
<u>Hengan International</u>	1044.HK	BUY	50.2	58.7	16.9	7.0	24.2	HKD	10.81	2.39	2.05	1.10	1.73	2.07	7.18	26.9
<i>Food, Beverage & Tobacco</i>																
<u>China Resources Enterprise</u>	0291.HK	Buy	25.55	24.5	-4.1	2.3	27.4	HKD	72.85	3.59	1.99	0.97	0.83	0.93	11.04	7.7
<u>China Yurun Food</u>	1068.HK	BUY	16.22	15.5	-4.4	3.4	15.4	HKD	13.41	1.62	1.40	0.74	0.88	1.05	4.79	21.3
<u>Mengniu Dairy</u>	2319.HK	REDUCE	20.75	17.5	-15.7	40.4	26.0	CNY	23.96	1.37	1.13	-0.64	0.69	0.70	3.09	23.1
<u>Tingyi</u>	0322.HK	Hold	17.50	15.2	-13.1	7.6	29.0	USD	5.17	0.62	0.37	0.05	0.07	0.08	0.30	25.6
<u>Want Want China</u>	0151.HK	Reduce	4.48	3.5	-21.9	6.9	23.6	USD	1.78	0.34	0.29	0.02	0.02	0.02	0.08	28.3
<i>Retail</i>																
<u>Parkson Retail Group</u>	3368.HK	Hold	12.4	13.6	10.0	52.6	30.8	CNY	4.13	1.38	0.99	0.30	0.35	0.43	1.42	26.7

Source: Mirae Asset Research

Figure 11 목표주가 구성 내역

(W bn, Won, %)	value	per share	contribution(%)	Valuation Method
영업가치	3,067	41,202	81	DCF (g=3%, WACC=8.8%)
투자자산 가치	722	9,698	19	
중국 법인	543	7,292	14	2010년 순이익의 25배
웅진케미칼	179	2,406	5	시장가격의 70%
Total	3,789	51,000	100	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 12 DCF Valuation Table

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	190	204	236	267	308	325
NOPLAT	132	151	176	197	226	238
DEP+AMOR	141	151	164	173	225	226
CAPEX	142	188	170	186	206	213
FCF	-	88	155	171	237	247
Discount Factor	-	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
PV of FCF		88	143	145	185	177
Sum of PV	738					
Continuing value						
Noplat as of 2013	238					
Growth Rate	3.0%					
ROIC	21.8%					
CV at the end of 2013	3,678					
Discount Factor	0.66					
PV of Continuing Value	2,426					
Enterprise Value	3,164					
Non-Operating Investment	793					
Cash&Cash Equivalents	76					
Financial goods	-					
St.financial products	-					
Investment assets	717					
Debts	168					
Appraised equity value	3,789					
Appraised share value	51,000					

Key Assumptions	
WACC	8.8%
g	3.0%
Rf	4.0%
Rm	6.5%
Beta	0.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

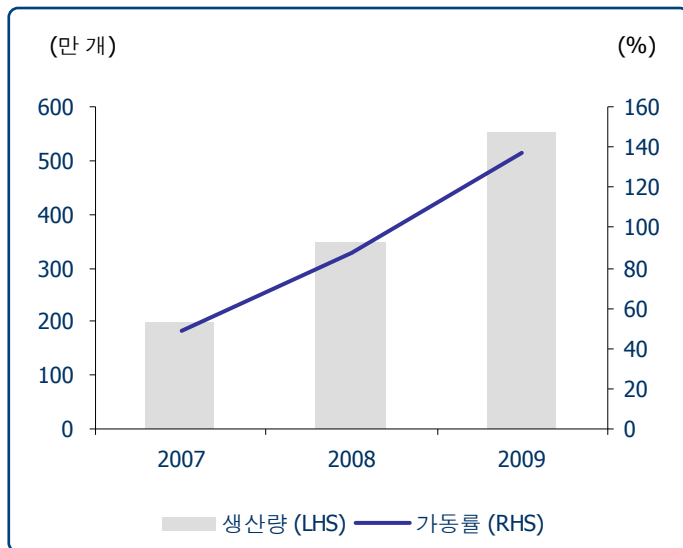
IV. Appendix

Figure 13 웅진코웨이의 6개 브랜드/ 제품 현황

	브랜드 명	평균가격 (RMB)	원화 환산가격 (KRW)	품목수 (개)	매출비중 (%)
↑ 고가	Cellart	500	90,000	23	12
	Ruhen	250	45,000	20	24
	Terreau	190	34,200	51	25
	Hebier	130	23,400	33	9
	Nouris	65	11,700	29	26
↓ 저가	Meiqing	50	9,000	6	3

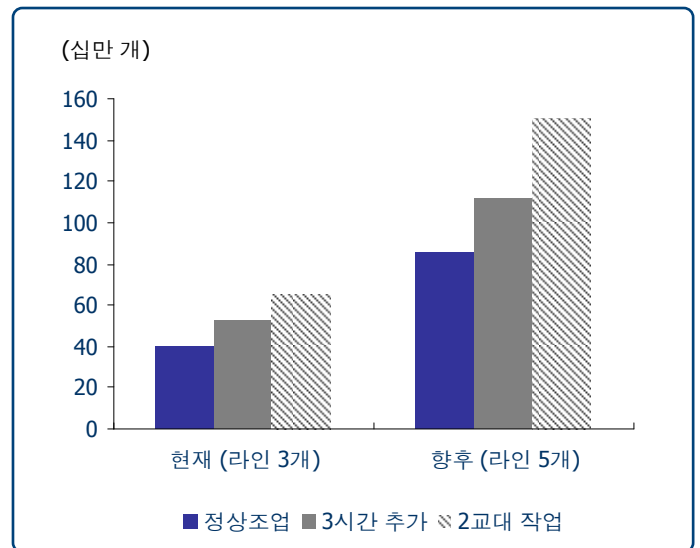
Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 14-1 생산량 및 가동률



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 14-2 현재 생산량과 라인 증설 후 향후 생산량



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 15 투자현황 및 향후 증설계획

투자현황
- 약 580만 RMB (기계장치 460만, 기타 120만)
- 잔존 180만
- 매월 감가상각 41,500 RMB
향후 증설계획
목적
- 생산 품목수 지속 증대
- 판매량 확대 준비
증설구성
- 2개라인 추가 증설
- 생산 및 품질 설비 추가 증설

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	395.6	475.6	483.8	557.1	661.0
현금및단기금융상품	28.5	76.1	61.2	107.4	184.0
매출채권	117.9	149.8	159.7	172.6	186.5
재고자산	57.8	58.0	59.6	65.6	70.3
고정자산	540.5	595.8	641.3	675.7	726.1
투자자산	77.7	174.5	196.9	214.7	233.7
유형자산	388.7	356.4	388.2	407.8	434.8
무형자산	74.1	64.9	56.1	53.2	57.6
자산총계	936.1	1,071.4	1,125.1	1,232.7	1,387.0
유동부채	393.0	398.7	420.1	432.8	447.4
매입채무	25.8	34.2	37.4	39.9	43.9
단기차입금	92.0	107.8	81.5	81.5	81.5
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
고정부채	14.5	76.0	55.4	27.5	29.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	0.0	0.0
부채총계	407.6	474.8	475.5	460.3	477.1
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.7	108.7	59.5	59.5	59.5
이익잉여금	370.1	441.1	542.4	665.3	802.7
자본조정	5.4	7.5	8.4	8.4	8.4
자본총계	528.5	596.6	649.5	772.4	909.9
총차입금	112.0	167.8	161.5	131.5	131.5
순차입금	83.4	91.7	100.3	24.1	(52.6)

Source: Company data, Mirae Asset Research

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	1,213.1	1,314.4	1,401.2	1,530.1	1,654.9
증가율	8.5	8.4	6.6	9.2	8.2
매출원가	384.7	407.2	439.5	446.5	504.9
매출총이익	828.4	907.2	961.8	1,083.6	1,150.1
증가율	12.3	9.5	6.0	12.7	6.1
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
판매비및일반관리비	667.1	717.1	757.7	847.6	882.9
영업이익	161.3	190.1	204.1	236.0	267.1
증가율	43.7	17.9	7.3	15.7	13.2
영업외손익	(5.6)	(5.4)	15.0	29.8	43.4
순금융비용	6.4	8.0	7.4	4.2	3.1
외환관련손익	0.9	10.5	(0.1)	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	23.2	35.7	48.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	(0.6)	(1.7)	(1.6)
세전순이익	155.7	184.8	219.1	265.8	310.5
법인세비용	39.4	55.7	51.6	59.5	69.5
당기순이익	116.3	129.1	167.5	206.3	240.9
EPS	1,563	1,734	2,251	2,771	3,237
증가율	54.7	11.0	29.8	23.1	16.8
EBITDA	302.9	331.3	354.7	399.8	440.2
증가율	20.8	9.4	7.0	12.7	10.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	283.3	304.8	291.8	315.3	347.3
당기순이익	116.3	129.1	166.1	206.3	240.9
감가상각비	132.8	126.5	136.0	150.5	159.4
무형자산상각비	8.8	14.7	14.6	13.3	13.7
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	(0.3)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	(23.2)	(35.7)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(19.3)	(16.4)	(14.7)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(19.6)	(12.9)	(14.0)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	(3.0)	(6.0)	(4.7)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	3.3	2.5	4.0
기타	27.5	77.9	17.9	(2.6)	(4.0)
투자활동현금흐름	(239.6)	(255.1)	(235.9)	(155.8)	(167.2)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(8.3)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(187.8)	(170.1)	(186.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(5.9)	(10.3)	(18.1)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	23.6	24.7	37.3
기타	(21.3)	(21.9)	(65.5)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(49.7)	(2.1)	(70.8)	(113.4)	(103.5)
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(6.4)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(83.4)	(103.5)
기타	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0
순현금흐름	(6.0)	47.6	(14.9)	46.2	76.7
기초현금	34.5	28.5	76.1	61.2	107.4
기말현금	28.5	76.1	61.2	107.4	184.0
잉여 현금흐름	43.7	49.7	55.9	159.5	180.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	1,563	1,734	2,251	2,771	3,237
BPS	6,105	7,144	7,973	9,663	11,450
주당EBITDA	4,070	4,451	4,765	5,371	5,914
주당현금배당금	780	870	1,120	1,390	1,620
PER	19.5	15.4	17.0	13.8	11.8
PBR	4.3	3.3	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	7.8	6.3	8.6	7.4	6.6
배당수익률	2.6	3.3	2.9	3.6	4.2
수익성비율 %					
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
영업이익률	13.3	14.5	14.6	15.4	16.1
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.3	26.1	26.6
순이익률	9.6	9.8	12.0	13.5	14.6
ROE	24.0	22.9	26.9	29.0	28.6
ROIC	20.4	20.7	22.5	24.0	23.6
안정성비율 %					
부채비율	77.1	79.6	73.2	59.6	52.4
순차입금비율	15.8	15.4	15.4	3.1	순현금
유동비율	100.6	119.3	115.2	128.7	147.7
이자보상배율(배)	25.2	23.7	27.5	56.3	86.5
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	9.1	9.2	9.2
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	23.8	24.4	24.4
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	39.1	39.6	39.5
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	11.6	10.8	10.7

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

종목별 투자 의견 (6개월 기준)

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

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Hold : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Reduce : 현 업종지수 대비 -10% 초과
 ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함

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 등 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 등 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '(연말 실제치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 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 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 10월 26일 현재 웅진코웨이를 기초자산으로 하는 ELW 및 LP회사를 알려드립니다. 자료에 기재된 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	취득일				
해당사항없음								

주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	웅진코웨이 (021240)																											
<p> ■ Buy ■ Hold ■ Reduce Not Rated ■ 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm </p>			<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자 의견</th> <th>목표가격(6개월)</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> </tbody> </table>	날짜	투자 의견	목표가격(6개월)	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)
날짜	투자 의견	목표가격(6개월)																												
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)																												