



리서치센터 Analyst **박수민**
02) 709-2591 soomin.park@taurus.co.kr

웅진코웨이 (021240) 중국사업에 의해 확대될 가치에 주목

BUY (신규)

목표주가 / 현재주가 (10월30일) / 상승여력 : **52,000원 / 39,900원 / 30.3%**

중국가치 반영하면 Valuation은 아직도 매력적, Buy 투자이건, 목표주가 52,000원으로 커버리지 개시

- 영업가치와 자회사가치를 반영한 sum-of-parts valuation을 통해 목표주가 52,000원 산출
- 중국법인의 높은 실적 성장으로 동사의 가치는 한단계 레벨업
- 현재주는 2010년 순이익 예상치 대비 약 16배, 이는 시장 대비 약 50% 프리미엄 수준. 과거 동사가 약 80%의 프리미엄을 받아 왔다는 점과 중국 가치를 감안하면 프리미엄 현 수준 대비 확대 유효

중국법인의 성장은 웅진코웨이 가치 증대의 중심이 될 것!

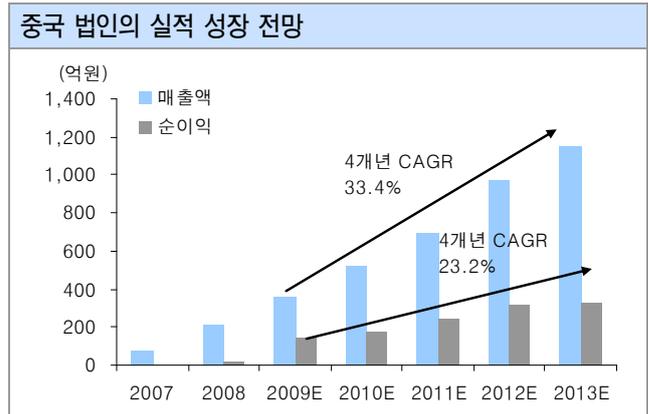
- 2009년 상반기 중국법인의 매출액은 194억원, 순이익은 83억원, 순이익이 2008년 연간 대비 3배가 넘는 성장을 기록
- 2010년에도 중국법인의 매출액은 약 43% 성장, 그리고 순이익은 21.0% 성장을 기록할 것으로 전망 (2010년부터 세금 부과)
- 현지 탐방을 통해 2급이하 도시를 중심으로 한 동사의 신대리상 체제의 성공적인 안착을 확인하였으며, 향후 브랜드 확대, 지역확대를 통해 향후 3년간 외형은 연평균 39.3% 성장할 것으로 전망

국내 비즈니스의 안정성은 동사의 힘의 원천

- 2010년 매출액과 영업이익 각각 7.6%, 12.3% 증가한 1조 5,198억원, 2,247억원으로 전망
- 2009년부터 만기도래고객의 감소, 그리고 Pay free 카드를 통한 마케팅력 강화로 상반기까지 순주문 약 17.4% 증가
- 장기적으로는 가격체계의 변경과 의무사용기간 확대로 ARPU증가 및 해약률 감소가 기대됨



자료: Thomson Datastream, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

12월 결산 (억원)	2008A	2009F	2010F	주가지수 및 상대주가지수 (%)	절대수익률	상대수익률	주가지트
매출액	13,144	14,123	15,198	1M	5.4	10.9	
영업이익	1,901	2,001	2,247	3M	30.6	27.6	
세전이익	1,848	2,104	2,436	6M	24.9	9.4	
순이익	1,291	1,597	1,900	시가총액	3,077.3십억원		
EPS(원)	1,734	2,112	2,464	발행주식수	77,126천주		
PER(H/L) (배)	19.8 / 12.3	18.9	16.2	60일 평균거래량	395,720주		
PBR(H/L) (배)	4.8 / 3.0	4.9	4.2	60일 평균거래대금	14,533백만원		
EV/EBITDA(H/L) (배)	8.0 / 5.1	9.4	8.8	주요주주	웅진홀딩스 31.6%		
ROE (%)	22.9	25.0	25.7				

중국가치 반영하면 valuation은 매력적

- ▶ Buy 투자의견, 목표주가 52,000원 제시
- ▶ 영업가치와 자회사가치를 반영한 sum-of-parts valuation을 통해 목표주가 52,000원 산출
- ▶ 중국법인의 높은 실적 성장으로 동사의 가치는 한단계 레벨업

Buy 투자의견, 목표주가 52,000원 제시

중국가치 반영하여 현재가 대비 약 30%의 upside 보유 - Buy 투자의견, 목표주가 52,000원 제시

웅진코웨이에 대해 Buy 투자의견, 목표주가 52,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 목표주가는 동사의 영업가치와 자회사 가치를 반영한 sum-of-parts valuation을 통해 산출되었다. 동사의 영업가치에 동사가 지분 100%를 보유한 중국법인의 가치와 2008년 1월에 인수한 웅진케미칼(지분 40.1%)의 가치를 반영하였다. 영업가치(주당 44,976원)는 DCF valuation을 통해 산출(WACC 8.9%, Rf 5.0%, Risk premium 6.0%, beta 0.7 가정)되었다. 그리고, 중국법인의 적정가치 (4,700원)는 2010년 예상 주당 순이익 227원에 화장품 업체들의 2010년 평균 PER 프리미엄 44.9%를 2010년 중국 MSCI 평균 PER 14.5배 적용하여 산출하였으며, 웅진케미칼은 시가에 30% 할인(주당 2,250원)을 적용하여 산출하였다. 목표주가는 이들 가치의 합인 52,000원이다.

표1 Sum-of-parts valuation을 통해 목표주가 52,000원 산출

1. 영업가치			
DCF (WACC 8.9%, Rf 5.0%, Risk premium 6.0%, beta 0.7 가정)			44,976
2. 자회사 가치			
중국법인	2010E 주당 순이익 (원)	적용 PER (배)	적정가치 (원)
	227	20.7	4,700
웅진케미칼	10/30 시가총액 (억원)	지분율 (%)	30% 할인 적용적정가치 (원)
	6,162	40.1	2,250
적정가치			51,926

자료: 토러스투자증권 리서치센터

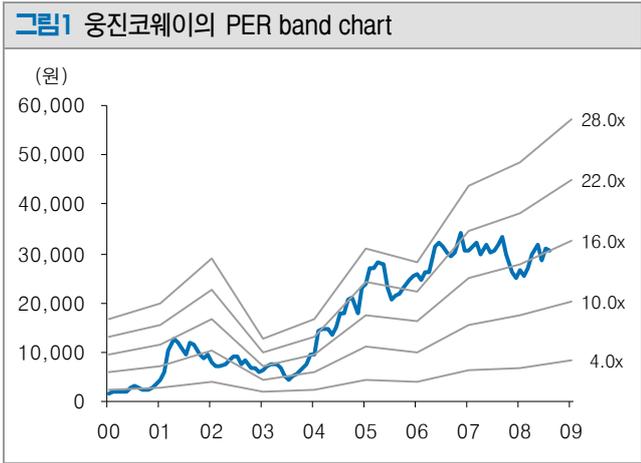
표2 화장품 업체들의 valuation

	Market Cap. (백만 달러)	PER (배)	각국시장 PER (배)	각국시장 대비 프리미엄 (%)
Shiseido	7,189.3	24.4	17.8	37.6
Estee Lauder	7,873.8	22.3	14.9	49.6
L'oreal	61,565.6	18.8	12.2	54.1
Elizabeth Arden	333.7	19.7	14.9	32.3
Avon	14,089.4	16.7	14.9	12.4
아모레	4,008.1	19.3	10.3	86.8
LG생활건강	3,276.3	19.8	10.3	91.2
Kao	12,271.1	20.1	17.8	13.4
Kose	1,346.5	23.2	17.8	30.9
가중평균프리미엄				44.9

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

안정적인 국내 영업, 그리고 중국법인의 높은 성장 고려시 동사의 주가는 re-rating 받아야 할 것으로 판단

현재 웅진코웨이의 주가는 2010년 예상 EPS 기준 16.2배에서 거래되고 있다. 이는 시장 대비 약 50% premium 받는 수치이며, 2005년 이후 받아온 시장 대비 80%의 premium 대비 낮은 수준이다. 그러나, 최근 중국 자회사의 실적 호조로 주가는 다시 시장대비 할증폭을 확대시키고 있는 국면이다. 중국 자회사 가치 상승, 주력사업의 실적 호조세, 그리고 50%에 달하는 높은 배당성향 및 지속적인 자사주 매입등과 같은 주주가치 제고 정책등으로 시장대비 premium 확대는 가능하다고 판단한다.



자료: 토러스투자증권 리서치센터



자료: Thomson Datastream, 토러스투자증권 리서치센터

중국 화장품의 성장으로 동사가치는 한 단계 Upgrade

- ▶ 2분기 중국법인의 실적 surprise는 지속되고 있는 것으로 파악
- ▶ 중국 화장품 성장, 날개를 달다
- ▶ 중국시장은 광활한 성장 잠재력을 품고있어..

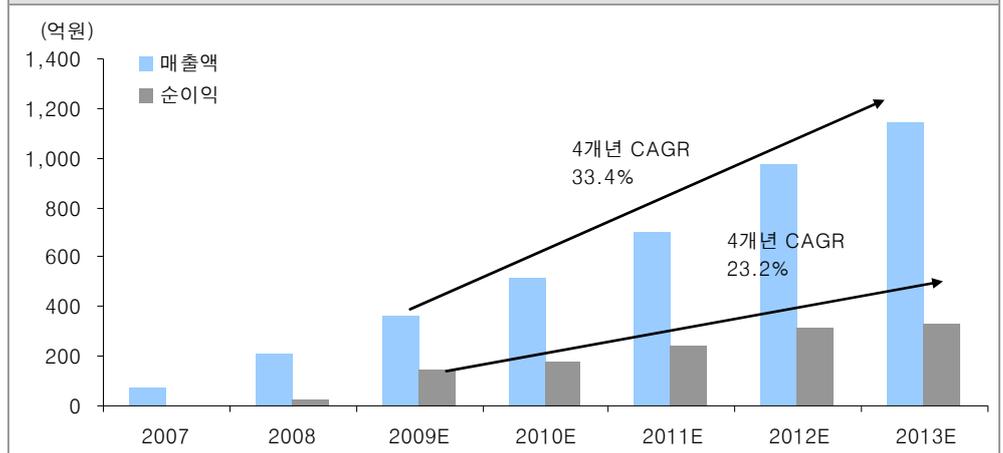
2분기 중국법인의 실적 surprise는 지속된 것으로 파악

중국법인의 향후 4개년
순이익은 연평균 약 23.2%
성장할 것으로 보여

3분기 중국 법인의 매출액은 2분기보다 더욱 확대될 것으로 파악된다. 3분기가 화장품 사업의 전통적인 비수기임을 감안했을 때, 이처럼 실적이 분기실적으로 최고 실적을 기록하고 있다는 것은 동사의 중국 화장품 사업이 고성장 국면임을 입증하여 준다고 판단한다. 3분기 중국법인의 화장품매출액은 약 52백만 RMB (+13.6% QoQ)으로 전분기대 비하여서도 확대되어 3분기 중국법인의 매출액은 약 110억원, 순이익률은 약 40%를 기록할 것으로 전망된다. 9월부터 본격적으로, Cellart와 S'che에 대한 TV광고를 시작하여, 월 약 1억원이상의 광고비용이 집행될 것으로 보여 이익률은 2분기 대비 축소될 수 있으나, 성장 단계에는 이익률 보다는 투자를 통한 향후 외형성장에 주력할 것으로 보여, 외형성장추이에 주목할 필요가 있다.

중국법인의 향후 4개년(2013년까지) 매출액과 순이익 성장률은 각각 33.4%, 그리고 23.2%로 전망한다. 외형성장률보다 순이익 성장률이 낮은 이유로는 2009년까지 적용되었던 외자기업에 대한 면세 혜택이 2010년부터는 사라지기 때문이다.

그림3 중국 법인의 향후 4개년 순이익 성장률 23.2%로 전망



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

중국 화장품 성장, 날개를 달다

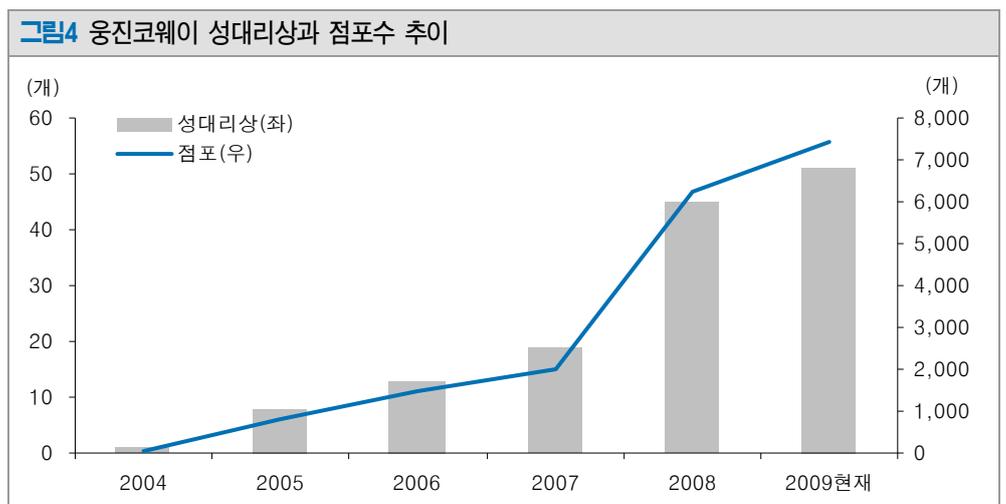
중국 화장품 성장으로 동사의
가치는 한 단계 업그레이드!

2분기에 동사의 실적에서 가장 눈에 띈 부분은 중국법인의 기여도였다. 2분기에만 58억 원의 지분법이익을 기여하였으며, 2008년 연간 지분법 이익의 4배 이상을 2009년 상반기에 이미 달성하였다. 놀라운 실적 성장세가 과연 향후에도 지속 가능할 것인가? 1) 차별화된 유통체계, 2) 성공적인 신제품 런칭에 따른 외형 성장 driver 확보, 3), 지역확대를 통한 커버리지 확대, 마지막으로 4) 중국화장품시장의 큰 성장 잠재력으로 중국 화장품 비즈니스는 동사 가치를 한 단계 업그레이드시킬 것으로 판단한다.

1) 차별화된 유통 채널 -
방문판매의 장점을 접목시킨
신대리상체제 구축

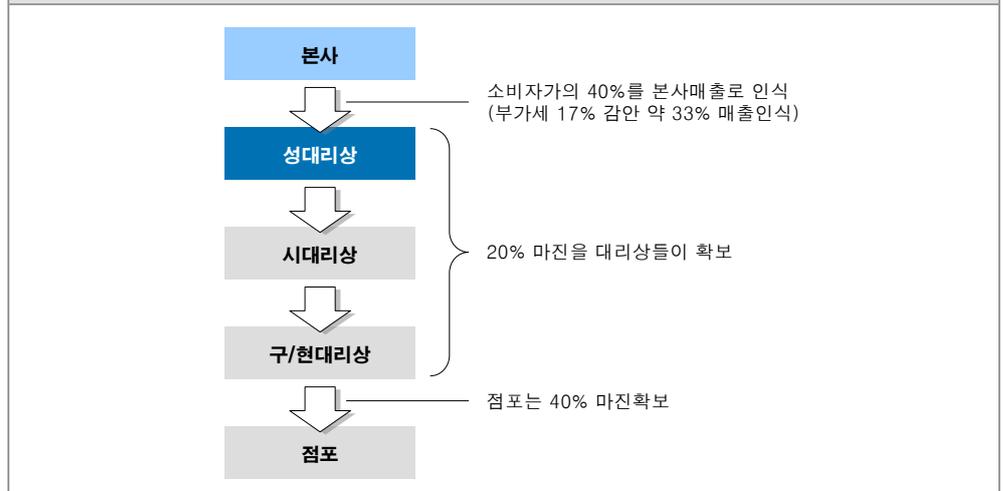
현재 웅진코웨이는 성 대리점 51개를 통해 약 7,200여개의 소매상에 판매를 하고 있다. 지역 대리상들을 통해 소매점포에게 제품을 공급하는 방식이다. 그러나, 웅진코웨이의 현재 대리상 체제는 본사에서 제품을 대리상에서 '밀어내기'식으로 넘겨, 그 이후의 제품의 판매와 가격에 대해서 관여를 하지 않는 기존의 대리상 영업과는 차별화되어있다. 큰 차별점으로는 1) 주문의 흐름 방향, 2) 가격의 결정권, 3) 대리상등의 영업점원들에 대한 교육과 진급을 본사에서 직접 관리, 4) 유통물류의 직접 관리이다. 주문은 각 점포에서 필요한 수량만큼을 상급대리상에게 올리는 구조이며, 이를 취합하여 본사에서 직접 점포까지 배송을 담당한다. 이런 order flow를 보이기 때문에 가격의 결정권 또한 제조사인 본사가 갖게 된다. 기존 대리점을 통한 시판의 경우, 본사는 대리점에게 제품을 넘기고 대리점들의 재량으로 소비자가격이 책정되어 제품관리에 어려움이 있었다. 이런 단점을 해소하고, 제품 가격 통제를 통해 제품에 대한 신뢰를 높였다고 판단한다. 또한, 대리상들은 독립된 사업자임에도 불구하고, 본사에서 교육을 담당하며 상급대리상으로의 진급 등에 권한을 갖고 있다. 이 부분은 방문판매의 장점을 적용한 것으로 본사에서 대리상 및 점포주에 대한 인사권을 발휘하여, 이들이 개인사업자임에도 불구하고 본사에 대한 충성도를 갖게 해 판매에 대한 동기부여를 하고 있는 점이 긍정적으로 평가된다.

향후, 지금의 대리점 유통 이외에도 화장품종합전문점 채널 (2009년 하반기), 장기적으로는 백화점과 웅진전문샵을 통한 유통 다변화를 계획하고 있다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 웅진코웨이 성대리상과 점포수 추이



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

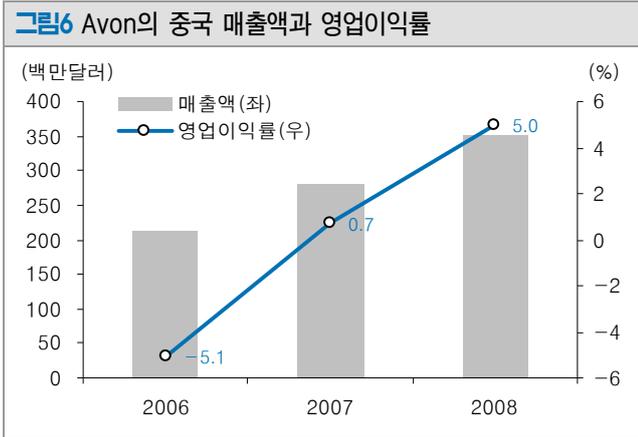
표3 중국의 화장품 유통경로 및 특징

유통경로	특징
생산업체-총대리상-지역대리상-Distributor (分銷商)-소매	단계가 많고 절차가 복잡해 생산업체에서 유통경로 매개 단계에 대한 컨트롤 능력 약하고 대리상에 대한 의존도가 높으며 이윤율이 낮은 단점이 있음
생산업체-구역대리상-소매	판매망 형성이 비교적 늦으며 판매망 완성도 힘들 마진분배에 대한 요구도 높고 가격 컨트롤이 힘들
생산업체-소매	유통단계가 가장 짧고 컨트롤이 용이함 단 판매망 형성이 힘들고 관리에 대한 요구가 높음
생산업체-도매시장-도매대리상 혹은 소매	1990년 후 중국 전역에 883개 규모의 다양한 일용품 도매시장이 형성
무점포 판매	생산업체에서 홈쇼핑 등 중개업체에 거대한 마진율을 남겨주어야 하며 품질과 관련 증서에 대한 요구가 높음 단 이윤율이 높은 장점이 있음
생산업체-판매인원-소비자 [직판(방문 판매)]	단계가 없어 가격이 저렴하지만 마진율이 높음 단 정부의 규제가 엄격해 직판자격증 취득이 어려운 단점이 있음

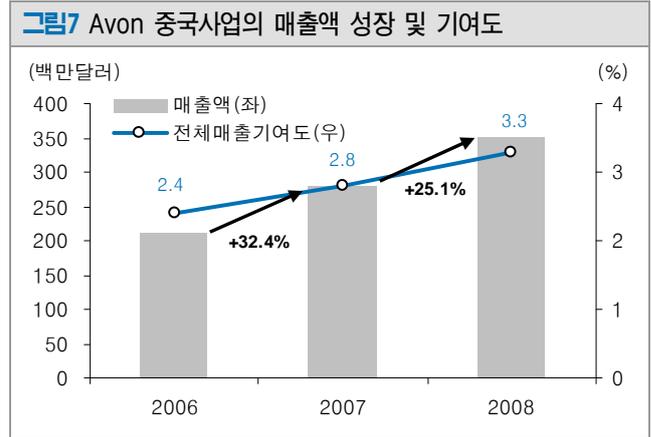
자료: KOTRA, 토러스투자증권 리서치센터 정리

방문 판매를 어떻게 봐야할까?

중국정부는 1998년에 방문판매 활동을 금지시켰다. 피라미드 방식 판매가 급증하여 피해자가 속출하였기 때문이다. 그러나, 2005년 말에 이런 금지조항이 완화되어 외국계 기업을 중심으로 높은 성장을 하고 있다. Avon, Amway, Mary Kay 등의 외국계 기업은 방문판매 채널에 대한 허가 재개로 인해 중국내에서 견조한 실적 성장을 나타내고 있는 것으로 파악된다. 이 중 상장사인 Avon의 2006년 이후 중국내 매출 성장률은 2007년 32.4%, 2008년에도 25.1%의 성장률을 나타내었다. 영업이익률 또한 2007년 0.7%에서 2008년 5.0%로 크게 개선되었다. 공격적으로 방문판매원들이 확대 시키고 있어, 방문판매원은 2007년 약 145% 증가, 그리고 2008년에도 79% 증가하였다.



자료: Avon annual report, 토러스투자증권 리서치센터



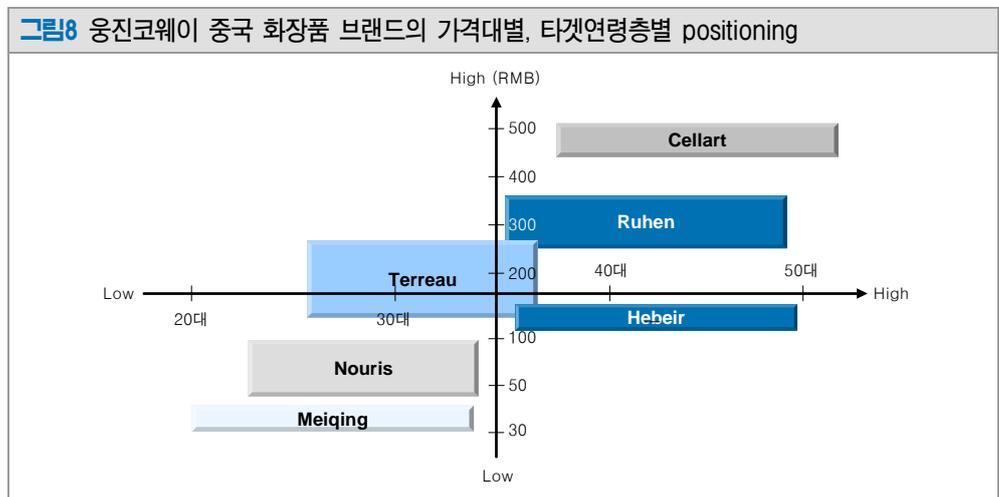
자료: Avon annual report, 토러스투자증권 리서치센터

방문판매에 대한 license가 나오더라도 단기적으로는 현 대리상 체제를 대체하기는 힘들 것으로 판단

웅진코웨이도 직접판매(방문판매)에 대한 license가 청도 지역에서 올해말이나 2010년 상반기 중 발급될 가능성이 높은 것으로 파악된다. 방문판매의 경우 판매단계가 축소되어 외형의 증가 및 높은 마진율을 가질 수 있으나, 현재 동사가 지금의 대리상 체계를 5년간에 걸쳐 확고히 다져왔기 때문에 이 부분이 방문판매로 단기간에 전환되기는 힘들 것으로 판단된다. 일단, 중국내 방문판매의 경우, 영업을 위한 필수 요건으로 영업지역내 영업소를 꼭 보유하여야 하기 때문에 현재 웅진코웨이가 구축한 7,200여개의 점포, 그리고 지역대리상과 차별화된 형태는 아니라고 판단한다. 오히려, 신대리상 체제 전환후 5년동안 쌓아온 지역대리상인력들을 포기하고 본사에서 직접 판매사원들을 통한 직접판매를 본격적으로 하기에는 아직은 무리가 있어보인다. 직접판매에 대하여서는 장기적으로, 또 다른 판매채널로서 접근하는 것이 적당하다고 판단한다.

2) 성공적인 브랜드 확대로 지속적인 성장 전망 - 고가 브랜드 및 시판채널 브랜드 런칭 예정

동사는 저가에서부터 고가까지, 또한 다양한 연령층을 타겟으로 하여 6개의 브랜드와 약 162개의 제품을 보유하고 있다. 이 중, 최고가인 Cellart는 2009년 4월에 출시하였음에도 불구하고, 현재 전체 매출에서 약 12% 비중을 차지하고 있는 것으로 나타나, 런칭 초기임에도 불구하고 강한 수요를 누리고 있는 것으로 파악된다. Cellart는 동사가 보유한 6개 브랜드중 가장 높은 판매단가 (평균 약 500RMB, 약 9만원)의 제품이다. 이 제품을 중심으로 중국내에서 9월부터 처음으로 CCTV를 통해 TV광고를 진행하고 있다. 동사는 브랜드 인지도 상승을 위해 내년까지도 TV광고는 지속할 것이다.



자료: 웅진코웨이

또한, 하반기 전문점 전용 브랜드인 S'che가 런칭 계획에 있어, 도매상을 통한 판매가 아닌 Sephora와 같은 전문점을 통해 본격적인 시판 채널을 통한 판매가 시작될 예정이다. S'che의 평균 가격대는 150~200RMB로 알려져있다. 이와 더불어, 2010년에는 기존 브랜드 라인 확장 형태로 시판 채널로의 판매 채널확대가 계획중이다.

표4 웅진코웨이의 중국 화장품브랜드 현황

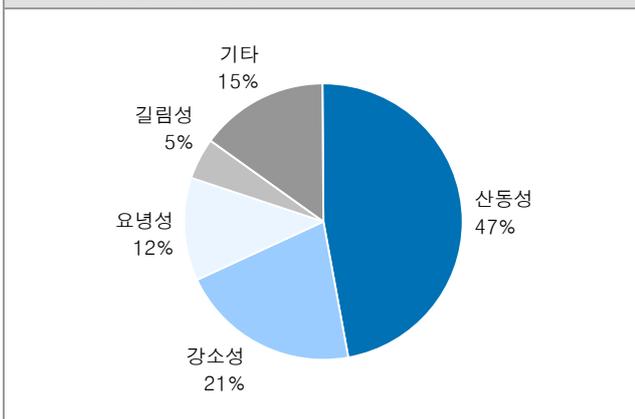
브랜드	가격대 (RMB)	제품수 (개)	런칭시기
Cellart	500	23	2009년 4월
Ruhen	250	20	2004년 12월
Terreau	190	51	2003년 6월
Hebeir	130	33	2004년 1월
Nouris	50	29	2005년 3월
Meiqing	35	6	2008년 5월
S'che	150-200	50	2009년 하반기

자료: 웅진코웨이

3) 지역 확장을 통한 커버리지 확대로 외형성장 추구

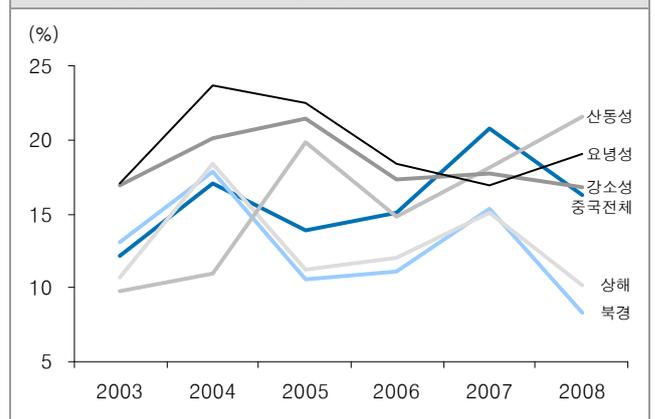
현재 지역적으로는 현재 산동성 지역에서의 매출이 가장 큰 부분(약 47%)을 차지하고 있으며, 강소성과 요녕성이 그 뒤를 잇고 있다. 산동성의 전체 면적은 대한민국의 약 1.5 배이며, 인구수는 약 1억명이 이른다. 아직 1인당 GDP는 약 5천달러 정도이나, 중국내에서 GDP 증가율 속도가 가장 빠른 지역이다. 따라서, 향후 동 지역의 화장품 소비에 대한 증가가 예상되며, 동사의 화장품 매출의 약 50%가 동 지역에서 발생한다는 점을 고려하면, 실적성장에 대한 가능성을 높여준다고 판단한다. 동사는 지속적인 지역 확장을 통해, 2015년까지 점포수를 3만여개까지 확대한다는 계획이다.

그림9 지역별 매출 추이

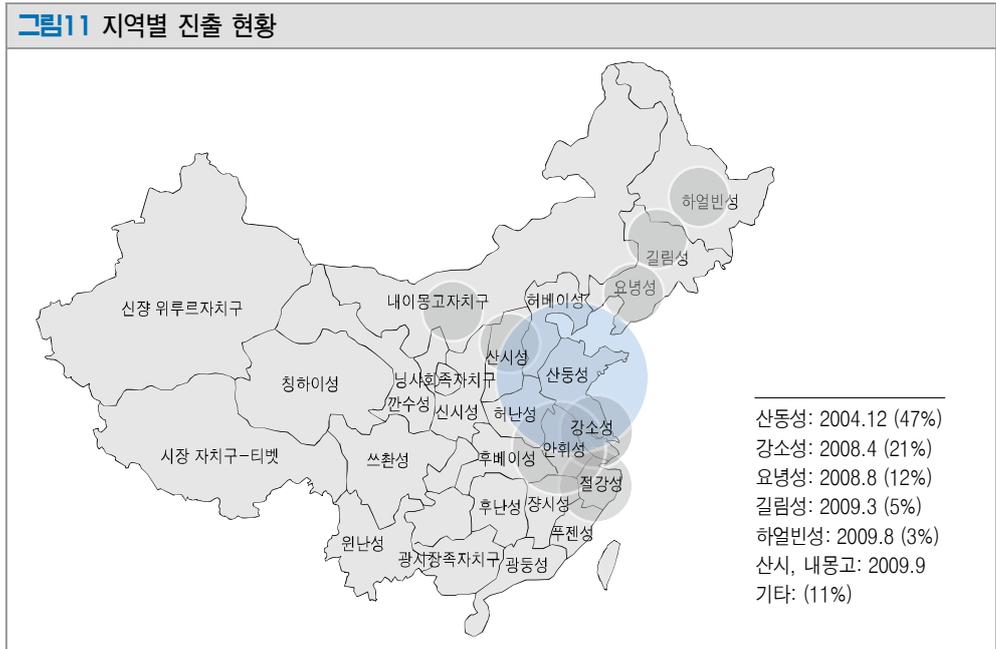


자료: 웅진코웨이

그림10 성별 1인당 GDP 증가율



자료: CEIC, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이

2급도시 이하 시장으로의
진입은 성공적이라고 판단

중국의 화장품시장에 높은 성장 잠재력으로 동 시장은 글로벌 화장품 브랜드들의 경쟁이 치열하다. 특히, 백화점 등의 고가 채널에서는 글로벌 화장품 업체들이 높은 브랜드 인지도를 앞세워 공격적으로 시장지배력을 확대시키고 있다. 동사의 브랜드력은 이들 글로벌 업체들과 직접 경쟁하기에는 아직 미흡하기 때문에, 글로벌 브랜드에 대한 노출이 제한적인 2급 이하의 도시 공략은 적절했다고 판단한다. 향후, TV광고를 통해 브랜드 인지도 확대에 노력할 것으로 보이며, 중장기적으로는 백화점 채널로의 진출까지도 계획하고 있는 것으로 파악된다.

표 5 중국내 매출액 기준 화장품 기업 순위

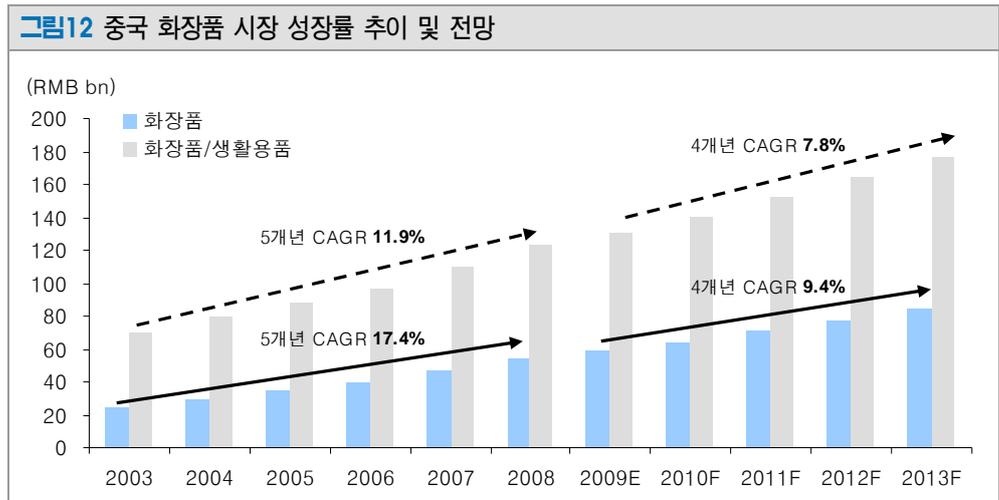
회사명	2008년 기준 매출액 (백만RMB)	CAGR (2005-2008) (%)	M/S (%)
L'oreal	10,185	23%	17.0%
P&G	7,174	12%	11.9%
Shiseido	5,306	30%	8.8%
Avon	3,401	10%	5.7%
Amway	3,301	13%	5.5%
Mary Kay	2,427	10%	4.0%
Unilever	1,907	17%	3.2%
J&J	1,774	63%	3.0%
Jiangsu Longliqi	1,651	15%	2.7%
Estee Lauder	1,353	33%	2.3%
Beiersdorf	1,215	36%	2.0%
Shanghai Jahwa	1,179	29%	2.0%
Kose	966	12%	1.6%
Amorepacific	870	33%	1.4%
Beauty China	781	20%	1.3%

주: 음영 부분은 방문판매 전문기업
자료: 유로모니터, 토러스투자증권 리서치센터

중국시장은 광활한 성장 잠재력을 품고있어..

1인당 화장품 소비지출은 매우 낮아, 빠른 소득 성장 고려한다면, 시장은 지속적으로 성장

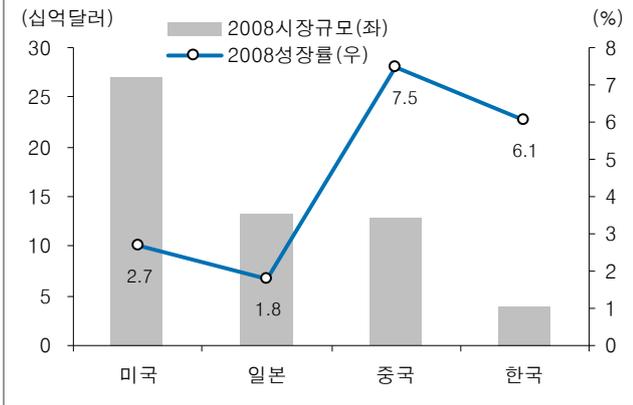
중국 화장품 시장은 과거 높은 성장으로 아시아시장에서는 일본과 비슷한 시장규모를 나타내고 있다. 헤어/바디케어까지 포함한 중국의 화장품 시장은 2008년 기준 약 1,240억 RMB (약 20조원)의 시장규모로 우리나라시장 대비 약 3배이상의 규모이다. 향후 4개년 동안 연평균 약 8%의 성장을 기록할 것으로 보이며, 특히, 스킨케어와 색조화장품의 시장 성장률은 이를 상회하는 9% 이상의 성장률을 기록할 것으로 보여 웅진코웨이의 화장품 사업 또한 우호적인 영업환경 효과를 누릴 것으로 판단한다.



자료: 유로모니터, 토러스투자증권 리서치센터

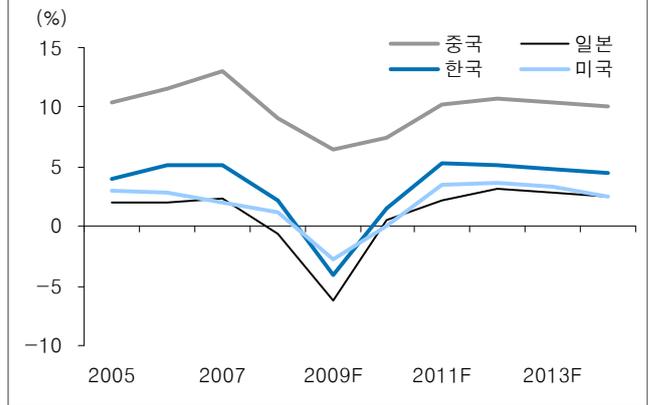
중국의 인구는 약 13억 4천만명으로 전세계 인구의 약 21%를 차지하고 있다. 또한 활발히 화장품을 수요할 것으로 판단되는 여성인구는 약 8,900만명 (20~29세)이다. 그러나, 아직 도시지역의 1인당 화장품 소비가 약 25달러로 우리나라 대비 약 13% 수준에 그치고 있어, 앞으로의 성장이 더욱 기대되는 시장이다. 중국은 매년 10%에 달하는 명목 GDP 성장률이 전망이 되어 다른 선진국 대비 높은 수준을 나타낼 것으로 보인다. 특히, 웅진코웨이가 진출하여 있는 산둥성, 강소성등의 1인당 GDP 성장률은 중국의 다른 지역 대비 높을 것으로 예상된다. 현재는 북경 및 상해 지역의 1인당 GDP 규모 대비 절반 수준이지만, 북경/상해 지역의 1인당 GDP 증가율은 소폭 축소되고 있는 반면, 산둥성 및 강소성 지역의 증가율은 확대되고 있어, 향후 빠른 소득 증가와 더불어 동 지역의 화장품 시장의 성장이 기대된다.

그림13 가장 높은 시장 성장률 기록



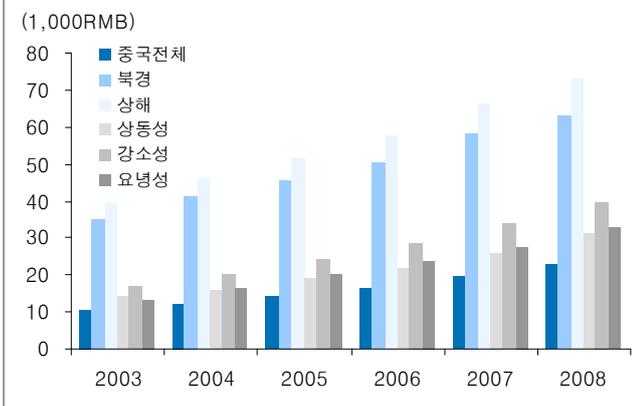
자료: 한국보건산업진흥원, 토러스투자증권 리서치센터

그림14 타국가 대비 중국의 높은 GDP 성장률



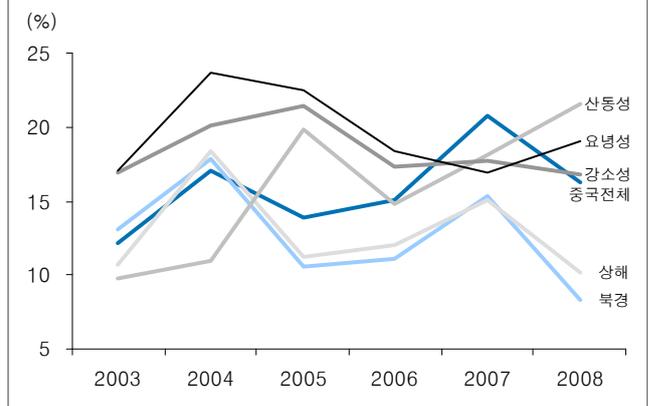
자료: IMF

그림15 웅진코웨이가 진출하여있는 성의 1인당 GDP 규모



자료: CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

그림16 성별 1인당 GDP 증가율



자료: CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

중국현지탐방을 통한 가능성 재확인

- ▶ 점포들은 웅진제품만 취급, 제품 판매만이 아닌 종합 피부관리전문점의 형태
- ▶ 심양 지역의 생산 설비는 현재 가동률 100%를 넘어. 향후 2개 라인 추가 증설 계획
- ▶ 참고: 중국화장품 비즈니스는 어떻게 발전하였나?

점포들은 웅진제품만 취급, 제품 판매만이 아닌 종합 피부관리전문점의 형태

탐방을 통해, 중국 화장품 사업 성장 지속 가능성 확인

웅진코웨이는 10월 21일부터 23일까지 중국 법인의 사업에 대한 이해도를 높이기 위해 중국에서 IR을 개최하였다. 금번 IR을 통해, 중국법인장의 중국 사업에 대한 계획을 들을 수 있었으며, 또한, 중국내 웅진화장품 점포와 심양에 위치한 생산공장 방문을 하였다. 금번탐방을 통해, 대리상 판매망에 대해 갖고 있었던 제품 및 인력 관리에 대한 우려는 축소되었으며, 성장 가능성을 다시 한번 확인하게 되는 계기가 되었다.

우선, 동사는 중국의 중장기 성장 계획에서 1) 기존 채널 확대, 2) 판매채널의 다변화, 그리고 3) 지속적인 브랜드 개발 및 라인의 확대를 통해 외형 성장을 하겠다는 계획을 내세웠다. 현재 산동성과 강소성에 집중되어있는 판매지역을 확대하여 현재 7,200여개의 점포를 2015년까지 약 3만개까지 확대하겠다는 계획이다. 또한, 지역 대리상을 통한 점포 운영에서 벗어나, 종합화장품전문점을 통한 시판 채널로의 진출, 그리고 길게는 백화점까지로 판매채널을 확대해나가겠다는 계획을 발표하였다. 마지막으로, 지속적인 브랜드 개발로 더욱 제품의 다양화를 추구하여 2015년까지는 약 15개의 브랜드와 1,000여개의 제품을 운영한다는 계획이다. 동사는 2009년 중국 화장품의 매출액을 약 1.9억 RMB(+ 115.8%), 영업이익을 약 8천만RMB(+ 174.8%, OPM 43.2%)로 제시하였으며, 2013년까지 매출액 7억 RMB와 영업이익 3억 RMB를 가이던스로 제시하였다.

제품 판매를 넘어선 종합 피부관리 전문점의 형태를 띠고 있어

웨이팡(산동성내)지역의 웅진화장품의 점포 2곳을 방문했는데, 이 곳에서는 제품의 판매와 피부관리가 모두 행하여 지고 있었다. 방문한 2곳 모두 상점건물의 1층에 위치하여 있었으며, 2층으로 구성되어있었다. 1층에서는 제품의 판매가, 그리고 2층에서는 피부관리실이 위치해있었다. 대부분의 웅진화장품의 점포는 피부관리실을 구비하고 있어, 화장품 판매만이 아닌 종합피부관리전문점의 형태를 갖추고 있는 것으로 파악되었다.

그림17 웨이팡 지역의 점포



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림18 점포 내 피부관리실이 대부분 구비되어 있음



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

심양 지역의 가동률은
현재 100% 넘어

심양 지역의 생산 설비는 현재 가동률 100%를 넘어. 향후 2개 라인 추가 증설 계획

심양지역의 화장품 공장은 2000년 10월부터 생산을 시작하여, 현재 동사의 6개 브랜드 스킨케어 제품의 생산을 담당하고 있다. 심양공장의 규모는 약 2,608㎡이며, 현재 3개 라인으로 전체 생산능력은 연간 약 400만개이다. 2007년에 전체 생산능력의 47% 만이 가동이 되었던 반면, 2008년에는 약 87%을 가동률을 기록하며 큰 폭으로 가동률이 상승하였다. 현재 가동률은 100%을 넘어서 추가적인 조업이 진행이 되고 있으며, 2009년에 연간 약 550만 제품의 생산이 예상되어 가동률은 140%에 달할 전망이다.

이에 따라, 회사측은 2010년에 2개라인을 추가 증설할 계획이다. 예상 투자액은 약 200만 RMB이며, 이로 인해 생산능력은 100%이상 확대될 예정이다.

공장 생산직의 월 인건비는 800RMB (약 14만원)로 낮은 수준이며, 제품의 포장등의 작업은 수작업으로 진행이 되고 있다. 자동화 설비에 대한 비용이 아직까지는 훨씬 크기 때문에 큰 비용을 지출하여 자동화설비를 구축할 계획은 당분간은 없는 것으로 파악된다. 현재 공장의 인원은 약 80명으로 생산인력은 40여명 가량이다.

표6 공장의 생산량 및 가동률			
	2007	2008	2009 예상
생산량	197만	437만	550만
가동률	49%	87%	137%

자료: 웅진코웨이

표7 증설시 생산 CAPA 변화								
3개라인	정상조업 3시간 추가 2교대 조업			→	5개라인	정상조업 3시간 추가 2교대 조업		
	400만개	520만개	650만개			850만개	1,115만개	1,500만개

자료: 웅진코웨이



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

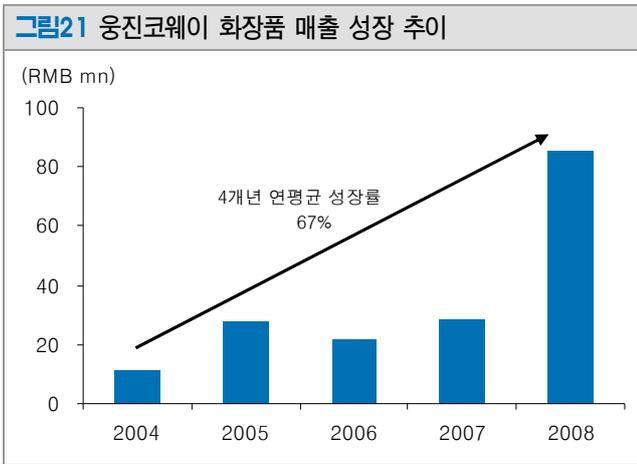


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

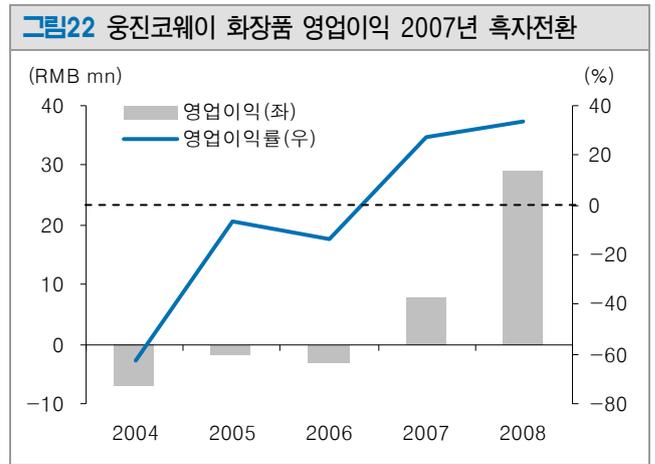
참고: 중국화장품 비즈니스는 어떻게 발전하였나?

과거 4년 연평균 약 67%의 성장 기록, 2007년 흑자전환후 빠른 속도로 이익 개선중

생활가전렌탈 전문기업인 웅진코웨이가 왜 화장품 사업을 중국에서 시작하게 된 것일까? 그에 대한 배경은 다음과 같다. 웅진코웨이는 국내에서 1988년 코리아나 화장품을 공동 창업하였으며 그 이후에도 경영지분을 보유하고 있었으나, 1999년 동 지분을 전량 매각 하였다. 그 이후에도 화장품 사업에 대한 검토를 지속적으로 해오다, 2000년 중국에서 joint venture 형태로 화장품 OEM 사업을 시작하였다. 2003년 자체 브랜드(Terreau) 런칭하였으며, 2004년부터는 지금의 신대리상 판매채널을 구축하여 왔다. 신대리상 채널에 진입한 이후 2008년까지 연평균 약 67%의 매출 성장세를 기록하였으며, 2007년 영업이익이 흑자전환하였다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

	신래복 합자	시판	방판	신대리상
시기	2000.6~2001.5	2001.7~2003.3	2003.4~2004.6	2004.7~
채널 전략	- 신래복 합자 투자 - 당사제조/신래복 판매 - 신래복 조직원을 통한 판매	- 합자실패후 독자경영 - 상해직영점 운영	- 점포 운영에서 방판화 - 판매거점 북경이전	- 중국형 신채널 정책 수립
주요 활동	- 회사 및 화장품 공장 설립 - 신래복과 합자진행 - 연수기 및 정수기시장 검토	- 남경로, 화해로 2개의 직영점포 - 전문화장품 경험 인력 채용	- 동북3성 판매거점 확보 - 초기 방판 조직 구축	- 원가 절감의 노력 - 공격적으로 조직 구축 노력 (전국적으로 수차례의 설명회 개최)
평가	- 파트너에 일방적 의존 - 영업력이 없었음	- 채널선택의 실패	- 판매 역량 미비, 법규 제약	- 조직 구축 - 급격한 매출 신장 - 2007년 흑자 달성

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

안정적인 국내 비즈니스는 힘의 원천

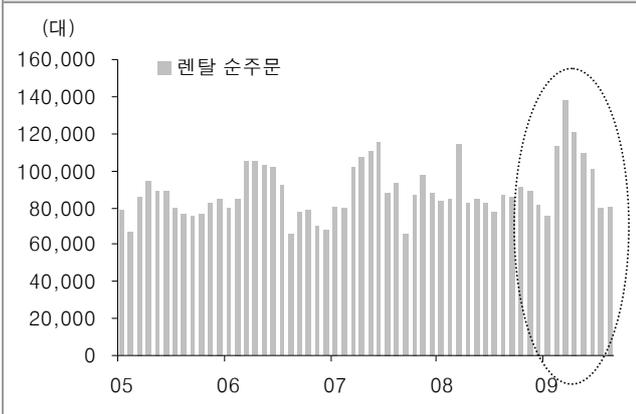
- ▶ 2009년 렌탈 순증 증가 추세 지속, 신제품 출시로 이는 더욱 확대될 듯
- ▶ Pay free 카드 확대 적용으로 고객 기반은 더욱 단단
- ▶ 수출, 수처리 는 장기적으로 바라보자

렌탈 순증 증가 추세 지속, 신제품 출시로 이는 더욱 확대될 듯

2009년 들어 렌탈 순주문은 다시 확대중

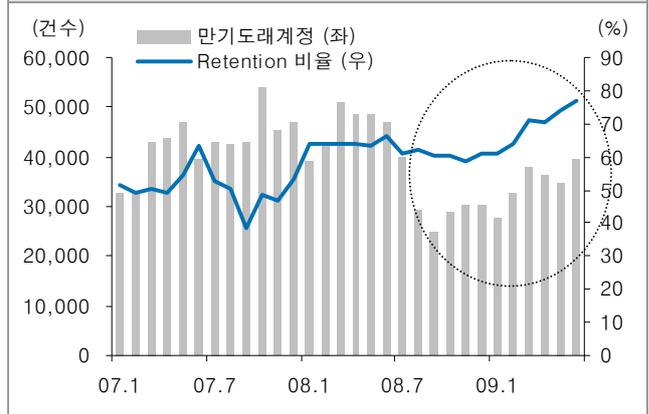
2009년 들어 렌탈 순주문이 증가세로 돌아섰다. 8월까지 누계 렌탈 순주문 대수는 약 82만대로 전년도의 같은 기간 대비 약 17.4% 증가하였다. 2007년과 2008년에 많은 고객계정이 만기가 도래함에 따라 신규고객 유치보다는 기존고객의 유지하는데 더욱 집중함에 따라 신규고객의 유입이 다소 주춤하였었다. 그러나, 2008년 10월 외환 pay free 카드 출시 그리고 2009년 6월 현대 pay free 카드 출시를 통한 기존 고객 유지 및 신규 고객 유치 노력으로 판매대수는 다시 증가 추세로 돌아섰다.

그림23 렌탈 순주문은 2009년 상반기에 확대되어



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림24 만기도래계정 추이와 고객 retention 비율 추이



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

아직 보급 penetration은 확대될 여지가 있어

웅진코웨이의 정수기 렌탈/멤버십 penetration은 현재 약 15.3%인 것으로 파악된다 (전체 가구수 약 1,691만 기준). 동사가 정수기 시장에서 약 57%의 시장점유율을 기록하고 있으며, 현재 국내 시장에서 정수기의 보급율은 약 27%로 파악된다. 일본의 경우 정수기 등 정수 기기의 보급율은 약 55%에 달하고 있음을 감안하면, 향후 더욱 확대될 가능성이 있다고 판단된다. 다만, 일본의 보급율은 정수기를 제외한 간단한 정수기기까지 포함하는 수치임으로 국내 정수기 시장의 보급율은 일본 시장의 보급율보다는 낮은 포화율을 가질 수 있다. 당사는 정수기의 렌탈 멤버십 penetration rate이 2014년까지 약 17.5%까지 확대될 수 있다는 가정을 실적추정에 반영하였다.

음식물처리기의 초기 반응은 높아

웅진코웨이는 2009년 7월 음식물처리기를 출시하였다. 분쇄건조방식의 이 제품은 등록비 10만원 기준 월 렌탈료는 약 29,500원이며, 일시불 가격은 88만원이다. 출시후부터 8월까지 렌탈 및 일시불 판매대수는 약 2만9천대로 높은 판매실적을 나타내고 있다. 동사는 2006년 음식물처리기를 출시하였으나, 판매가 크게 증가하지 못했다.

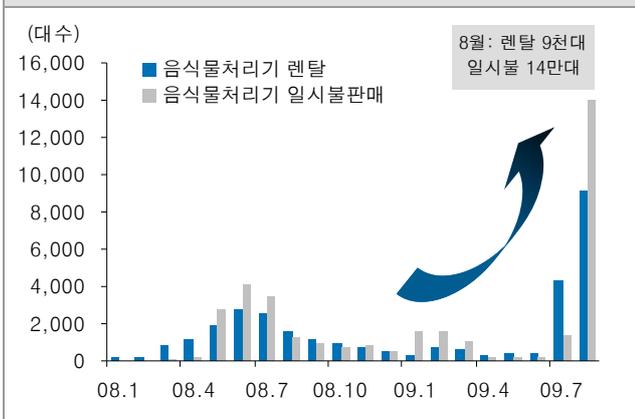
그 이유로는 음식물처리의 방식 때문이었다. 기존 제품은 대부분 온풍건조방식으로 음식물처리에 시간이 많이 소요되고, 이에 따라 전기소모량도 많아 수요는 제한적이었다. 그러나, 7월 새롭게 출시된 음식물처리는 분쇄건조방식으로 처리 시간은 최대 4시간으로 큰 폭으로 축소되었다. 또한, 음식물쓰레기의 처리 정도는 투입량의 약 10%로 기존의 20~30% 대비 축소되었다. 과거 음식물처리기 판매가 1,000대 미만에 머물렀던 것에 비해, 신제품 출시 이후 8월만의 판매대수가 2만대를 넘어선 것은 굉장히 고무적이라는 판단이다. 8월 품목별 판매대수를 살펴보면, 음식물 처리기의 비중이 약 23% 차지하여, 2008년 연간 비중 3%에서 크게 확대되었다. 출시 초기에 강한 프로모션 효과를 감안하더라도, 그동안 판매가 미미했던 음식물처리기 제품이 동사의 주요 제품으로 자리잡고 있는 것으로 판단한다.

표9 음식물처리기 방식별 특징

제품명	클리베	R	O
제조사명	웅진코웨이	R사	O사
처리방식	건조 분쇄	열풍 건조	미생물분해
처리용량	1.5kg	10L	2kg
처리시간	2.5~4시간	20시간	8~24시간

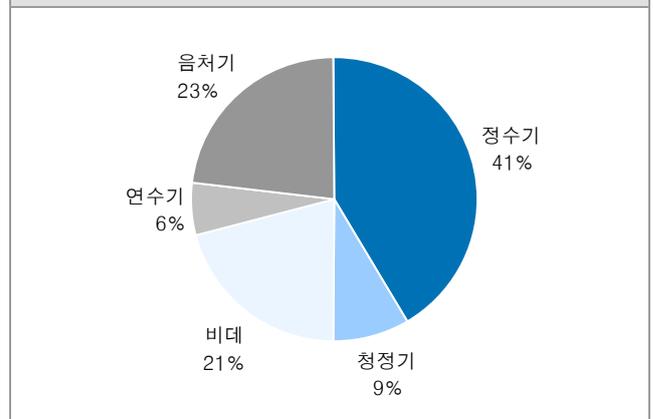
자료: 토러스투자증권 리서치센터 정리

그림25 음식물 처리기의 초기 반응 높아



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림26 품목별 렌탈 순주문 및 일시불 계정 비율 (8월 기준)

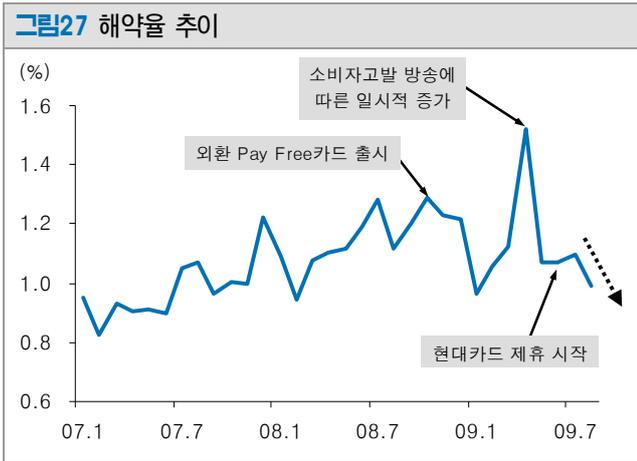


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

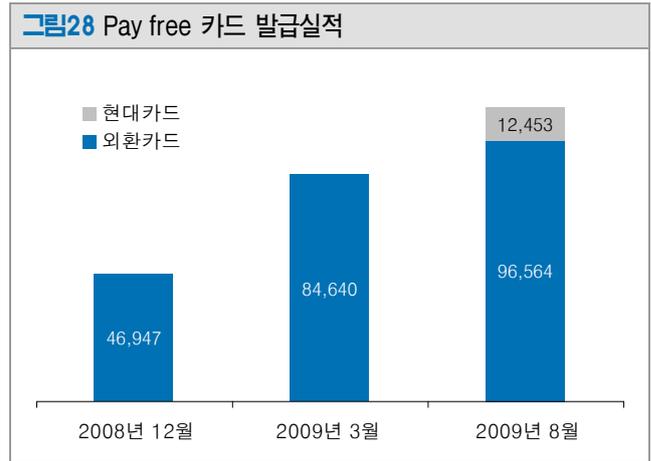
Pay free 카드 확대 적용으로 고객 기반은 더욱 단단

마케팅 tool 강화로 고객의
해약율 감소 및 retention
비율의 증가 전망

웅진코웨이는 2008년 10월 외환카드와의 제휴로 Pay free 카드를 처음 선보였으며, 이로 인해 해약율 감소 및 신규고객 유치에도 긍정적인 효과를 나타내고 있는 것으로 파악된다. 2008년말 해약율은 약 1.21%였으나, 2009년 8월에는 0.99%로 크게 축소된 것으로 파악되었다. 2009년 6월 기존 외환카드보다 payback 금액이 2배 이상 확대된 현대 Pay free카드 (최대 6만원까지 pay back)가 출시됨에 따라 고객의 현금 지출에 대한 부담감은 더욱 축소되었으며, 이는 동사의 고객 확보를 더욱 용이하게 할 전망이다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이

표10 웅진 Pay free 현대카드 혜택 내용

적립처	적립율	적립한도	비고
웅진코웨이 렌탈료	7%	1만원	웅진코웨이 제품 구매금액 포함 (등록비 등)
3대 할인점	7%	1만5천원	이마트, 홈플러스, 롯데마트,
4대 백화점	7%	1만5천원	롯데, 신세계, 현대, 갤러리아
병원/약국	5%	1만원	
이동통신	5%	1만원	3대 이동통신사

월 최대 6만원 현금 환급

자료: 토러스투자증권 리서치센터

수출, 수처리 - 아직은 미미하지만 장기적으로 접근하자

수출 - 아직은 매출 비중 미미
하나, 장기적으로 접근하자

웅진코웨이의 수출부문은 2008년 전체 매출의 약 3.4%를 차지하였으며, 2009년에는 약 3.9%의 매출 비중을 나타낼 것으로 전망된다. 2009년 초 연간 목표 매출은 800억원이었으나, 경기 불황에 따라 바이어들이 재고물량을 축소시켜 2009년 매출액은 약 600억원 수준을 기록할 것으로 예상된다. 수출은 해외법인을 통한 매출, OEM매출, 일반 딜러를 통한 매출로 구성되어 있다. Whirlpool India에 2010년까지 정수기 40만대와 필터 포함 약 7,700만달러의 OEM 계약, Bosch&Siemens와 약 2,500만달러의 OEM 계약, 그리고 Lowe's와 청정기 OEM 6,000만달러를 향후 3년에 걸쳐 납품하기로 계약이 되어있다. 아직은 매출기여도는 미미하나, 향후 거래선 확보와 직수출 강화에 집중할 계획으로 알려져 있다.

수처리 - 길게 보자

웅진코웨이는 2008년 5월 웅진케미칼로부터 수처리 사업부문을 양수하였으며, 계열사간 생산 효율성을 위해 멤브레인 필터공장을 양도하였다. 현재 웅진코웨이는 정수기에 들어가는 RO (Reverse Osmosis: 역삼투막)필터를 전량 웅진케미칼에서 공급받고 있다. 동사의 수처리사업부문은 하수처리를 시작으로 장기적으로는 해수담수화까지 진출할 계획으로 향후 또다른 성장 동력으로 작용할 것으로 보인다. 수처리부문의 실적은 2008년도 매출액 약 200억원 (OPM 15%)에서 2009년도에는 약 300억원(OPM 약10%)으로 성장할 것으로 보이나, 지금의 역량으로는 외형 성장에는 한계가 있다고 판단하여, 소규모 M&A도 고려하고 있는 것으로 판단된다.

3분기 실적 preview 및 향후 실적 전망

- ▶ 3분기 실적 Preview: 매출액 약 8.5% 증가, 영업이익률 14% 전망
- ▶ 2010년 매출액과 영업이익 각각 7.6%, 12.3% 증가 전망
- ▶ 자회사의 높은 이익 기여로 향후 3개년 EPS 성장률은 14%

3분기 실적: 매출액 8.5% 증가, 영업이익률 약 14% 전망

웅진코웨이의 3분기 매출액과 영업이익을 각각 8.5%, 1.3% 증가한 3,577억원, 500억원으로 전망한다. 매출액 성장의 요인으로는 7월에 출시된 음식물처리기가 약 3만대 이상 판매된 것이 기인한다. 특히, 음식물처리기의 경우, 일시불 판매가 2만여대로 렌탈보다 많았던 것을 파악되어, 이 부분이 매출액 성장을 이끈 것으로 보인다. 그러나, 영업이익률은 14%로 전망되어, 전년동기대비 1.3% 증가에 그칠 것으로 전망되는데 이는 1) 웅진쿠첸 합병에 따라 영업권이 약 25억 발생하여 영업이익률을 약 0.7%p 감소시켰으며, 2) 음식물처리기 출시에 따라 프로모션 비용이 일시적으로 증가하였기 때문으로 분석된다. 웅진쿠첸에 대한 영업권은 지속적으로 발생될 부분이긴 하나, 음식물 처리기에 대한 비용은 출시 초기에 발생하는 부분으로 4분기 이후부터는 동 비용은 발생하지 않을 것으로 판단한다.

2010년 매출액과 영업이익 7.6% 영업이익 12.3% 증가 전망

2009년 매출액과 영업이익은 각각 7.4%, 5.2% 증가할 것으로 전망하며, 2010년 매출액과 영업이익은 각각 7.6%, 12.3% 증가한 1조 5,198억원, 2,247억원으로 전망한다. 2009년부터는 만기도래고객이 감소하였으며, 렌탈순주문은 약 15% 증가할 것으로 전망하기 때문이다. 또한 2008년 10월 외환카드, 그리고 2009년 6월 현대카드까지 확대된 Par free카드가 향후 해약률 감소 및 ARPU의 증가로 이어져 2009년 이후에도 지속적으로 실적에 반영될 것으로 전망한다.

자회사의 높은 이익 기여로 향후 3개년 EPS 성장률 약 14%로 전망

중국법인의 순이익 성장률이 향후 3년(2009~2012년)동안 연평균 29.6%으로 예상되어, 지분법이익의 기여가 전망된다. 이에 따라 웅진코웨이의 EPS 성장률은 14%로 전망된다. 중국법인은 2007년 흑자전환하여 2008년 순이익이 10배이상 성장하였으며, 2009년 상반기에만 지분법 이익 약 79억원을 기록하였다. 이는 2008년 연간 수치의 4배 이상 수준이다. 중국내 2급이하 도시를 중심으로 공격적인 점포 확장 및 신제품 런칭으로 중국 법인의 매출액과 순이익은 향후 3년간 각각 연평균 39.3%, 29.6%씩 성장할 것으로 전망한다.

Income Statement					
12월 결산 (억원)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	12,131	13,144	14,123	15,198	16,129
증가율 (%)	8.5	8.4	7.4	7.6	6.1
매출원가	3,847	4,072	4,489	4,739	4,969
증가율 (%)	1.1	5.8	10.3	5.6	4.9
매출총이익	8,284	9,072	9,634	10,459	11,160
매출총이익률 (%)	68.3	69.0	68.2	68.8	69.2
판매비와 관리비	6,671	7,171	7,633	8,212	8,688
% of Sales	55.0	54.6	54.0	54.0	53.9
영업이익	1,613	1,901	2,001	2,247	2,472
증가율 (%)	43.7	17.9	5.2	12.3	10.0
EBITDA	3,029	3,313	3,351	3,563	3,848
EBITDA Margin (%)	25.0	25.2	23.7	23.4	23.9
영업외손익	-56	-54	103	189	286
순금융수지	-64	-81	-111	-102	-84
외화관련손익	9	105	-1	0	0
투자자산관련손익	46	0	0	0	0
유형자산처분손익	-3	-25	-2	0	0
지분법평가손익	-41	-14	226	291	371
법인세전계속사업손익	1,557	1,848	2,104	2,436	2,758
계속사업손익법인세	394	557	507	536	607
계속사업손익	1,163	1,291	1,597	1,900	2,151
증가율 (%)	55.2	11.0	23.7	19.0	13.2
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,163	1,291	1,597	1,900	2,151
당기순이익률 (%)	9.6	9.8	11.3	12.5	13.3
수정순이익	1,157	1,270	1,431	1,673	1,862

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2007	2008	2009F	2010F	2011F
EPS (원)	1,562	1,734	2,112	2,464	2,789
수정EPS (원)	1,555	1,706	1,893	2,170	2,414
BPS (원)	6,105	7,144	8,068	9,501	11,044
CPS (원)	3,465	3,631	3,899	4,170	4,574
DPS (원)	780	870	1,050	1,250	1,400
PER (x)	19.5	15.4	18.9	16.2	14.3
수정PER (x)	19.6	15.6	21.1	18.4	16.5
PBR (x)	5.0	3.7	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	9.4	8.8	8.1
P/EBITDA (x)	7.5	6.0	9.2	8.6	8.0
EBITDA증가율 (%)	20.8	9.4	1.1	6.3	8.0
세전계속사업이익증가율 (%)	52.0	18.7	13.9	15.8	13.2
순이익증가율 (%)	55.2	11.0	23.7	19.0	13.2
EPS증가율 (%)	54.8	11.0	21.8	16.6	13.2
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.2	14.8	15.3
세전계속사업이익률 (%)	12.8	14.1	14.9	16.0	17.1
ROE (%)	24.0	22.9	25.0	25.7	25.1
ROA (%)	12.8	12.9	14.1	15.5	16.4
ROIC (%)	23.7	24.8	28.1	30.1	29.7
부채비율 (%)	77.1	79.6	75.0	58.2	49.0
순차입금비율 (%)	15.8	15.4	11.3	5.5	5.0
이자보상비율 (x)	20.1	16.8	15.6	22.1	29.3
유동비율 (%)	100.6	119.3	154.4	177.0	183.8
매출채권회전율 (x)	10.3	8.8	8.7	8.9	8.9
재고자산회전율 (x)	21.0	22.7	22.4	23.0	23.0
매입채무회전율 (x)	47.1	38.5	38.1	39.0	39.1

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (억원)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	3,956	4,756	5,518	5,461	5,420
당좌자산	3,378	4,176	4,889	4,800	4,720
현금및현금성자산	285	761	1,190	1,018	838
단기투자자산	5	59	141	141	141
매출채권	1,179	1,498	1,626	1,709	1,809
재고자산	578	580	629	661	700
비유동자산	5,405	5,958	6,421	7,125	8,247
투자자산	167	1,141	1,433	1,724	2,094
유형자산	3,887	3,564	3,655	4,038	4,762
무형자산	741	649	600	629	657
기타비유동자산	610	605	734	734	734
자산총계	9,361	10,714	11,939	12,586	13,668
유동부채	3,930	3,987	3,573	3,086	2,949
매입채무	258	342	371	390	413
당기차입금	920	1,078	740	234	74
유동성장기부채	200	0	0	0	0
비유동부채	145	760	1,544	1,544	1,544
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	600	1,300	1,300	1,300
부채총계	4,076	4,748	5,117	4,630	4,493
자본금	393	393	407	407	407
자본잉여금	1,137	1,087	1,411	1,411	1,411
자본조정	49	62	-366	-366	-366
기타포괄손익누계액	5	13	11	11	11
이익잉여금	3,701	4,411	5,360	6,493	7,712
자본총계	5,285	5,966	6,823	7,956	9,175

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement					
12월 결산 (억원)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동 현금흐름	2,833	3,048	2,820	3,116	3,339
당기순이익	1,163	1,291	1,597	1,900	2,151
현금유출이 없는 비용 (+)	2,253	2,263	1,916	1,603	1,674
감가상각비	1,328	1,265	1,274	1,316	1,376
자산처분손실	3	27	2	0	0
자산평가손실	0	1	4	0	0
지분법손실	45	55	29	0	0
현금유입이 없는 수익 (-)	-60	-144	-263	-291	-371
자산처분이익	-46	-1	0	0	0
자산평가이익	-9	-101	-7	0	0
지분법이익	-4	-41	-255	-291	-371
영업활동관련자산부채변동	-522	-362	-430	-96	-116
재고자산의감소	220	-13	-63	-32	-39
매출채권의감소	-197	-418	-224	-83	-100
매입채무의증감	-75	84	29	19	23
투자활동 현금흐름	-2,200	-2,551	-2,331	-1,729	-2,129
유형자산취득	-2,282	-1,711	-1,616	-1,700	-2,100
유형자산처분	98	290	51	0	0
무형자산증가 (감소)	-47	-45	-29	-29	-29
기타	31	-1,085	-738	0	0
재무활동 현금흐름	-497	-21	107	-1,273	-1,092
차입금의 증감	-197	558	361	-506	-160
자본의 증가	0	0	830	0	0
현금의 증가	-60	476	429	-172	-180
기초현금	345	285	761	1,190	1,018
기말현금	285	761	1,190	1,018	838

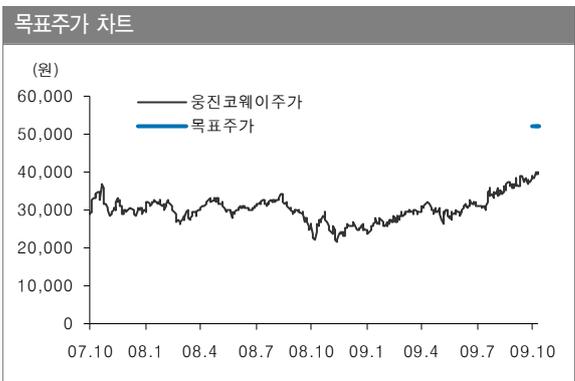
자료: 토러스투자증권 리서치센터

본사 서울 영등포구 여의도동 23-3 하나증권빌딩 3층 T. 02 709 2300
 영업부 서울 영등포구 여의도동 23-3 하나증권빌딩 17층 T. 02 709 2313
 강남센터 서울 강남구 논현동 115-7 미성빌딩 7층 T. 02 515 0011
 부산센터 부산 진구 부전2동 255-33 서면 금융프라자 2층 T. 051 819 6100
 대구센터 대구 수성구 범어동 177-7 뉴영남호텔 1층 T. 053 746 2200

Compliance Notice

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	STRONG BUY	30% 이상의 초과 수익 예상되는 경우
	BUY	15% ~ 30% 이내의 초과 수익이 예상되는 경우
	HOLD	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	SELL	15% 이상의 주가 하락 예상되는 경우
업종	Overweight	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	Neutral	
	Underweight	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2009년 11월 2일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



종목 투자의견		
날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원