

## 중국 내수를 공략하는 한국 우등생

### 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원 제시

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 투자 의견 BUY를 제시하는 이유는, 1) 국내 생활가전사업에서는 신규 아이템 매출증가와 해약을 하락 등에 힘입어 안정적인 성장과 현금흐름이 예상되고, 2) 중국 화장품사업의 고성장은 EPS증가율을 높이면서 Valuation 재평가를 가능하게 하며, 3) 현재 투자지표가 과거 평균에 비해 낮고 중국 내수관련 한국 소비재기업들의 평균보다도 낮아 상대적으로 매력적이고, 4) 배당성향이 50%로 주주 가치 제고 노력도 돋보이기 때문이다.

### 안정적인 현금흐름을 창출하는 매력적인 국내사업

웅진코웨이는 강력한 유통채널과 높은 브랜드 인지도를 보유하여 쉽게 넘기 힘든 진입장벽을 구축한 후 수익성도 높고 안정적인 현금흐름을 창출하고 있는 유통기업이다. 이를 바탕으로 정수기에 공기청정기/비데/연수기 등을 추가하면서 포트폴리오를 넓히는 전략으로 성장성 강화와 더불어 매출원 다변화로 안정성도 향상되고 있다. 신규 마케팅기법의 도입으로 해약률도 하락하면서 가입자 수 증가가 지속될 것이다. 렌탈 계정이 꾸준히 증가하면서 외형확대에 따른 고정비 절감효과가 나타나고, 마진이 좋은 일시불 매출의 기여도도 증가하며, 해약을 하락으로 렌탈자산 폐기손실이 절감되기 때문에 수익성도 개선될 것이다.

### 성장동력으로서 중국 화장품 사업

중국법인의 지분법이익은 2007년/2008년 각각 2억원/24억원의 이익을 기록한 후 2009년/2010년에는 132억/150억원을 기록할 것이다. 매출액이 2009년 65% 증가한 데 이어 2010년에도 40% 증가하면서 고성장이 지속될 전망이다. 중국 화장품 시장이 연평균 8%대의 성장세를 구가하는 가운데 동북 지역 위주에서 향후 진출 지역을 확대할 계획이다. 또한, 2008년~2009년 급격히 증가한 유통망이 안정화되는 가운데 대리상과 점포수를 추가적으로 확대되고, TV광고를 시작하여 브랜드 인지도도 상승할 것이다. 이와 더불어 신규 브랜드를 런칭하고, 시판/백화점 등 신규 유통채널로의 진입도 계획되어 있다.

TV광고의 집행으로 수익성이 소폭 하락하지만 30% 초반 대의 높은 영업이익률은 유지될 것이다. 법인세가 2010년부터 부과되면서 이익기여 증가속도가 일시적으로 주춤하지만 웅진코웨이 영업이익 대비 이익기여율이 2008년 1%에서 2009년 6%, 2010년 7%, 2011년 9%로 꾸준히 상승할 것으로 예상된다.

### Financial Data

투자지표	단위	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	십억원	1,213.1	1,314.4	1,409.2	1,520.2	1,616.5
영업이익	십억원	161.3	190.1	203.3	223.4	241.1
세전이익	십억원	155.7	184.8	206.7	236.0	267.4
순이익	십억원	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
EPS	원	1,562	1,734	2,063	2,386	2,704
증감율	%	54.8	11.0	19.0	15.7	13.3
PER	배	17.1	22.1	17.3	14.9	13.2
PBR	배	3.8	4.8	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	배	6.8	9.1	7.9	6.9	6.2
ROE	%	24.0	22.9	24.6	25.3	24.8
BPS	원	7,100	8,016	9,365	10,735	12,266
Net DER	%	15.7	14.4	18.3	7.6	(2.2)

자료: 하나대투증권

### Initiation

#### Company Analysis

TP(12M): 44,000원

CP(1/22): 35,650원

January 25, 2010

Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanaw.com

### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,684.35		
52주최고/최저(원)	40,550/23,450		
시가총액(십억원)	2,749.4		
시가총액비중(%)	0.30		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	296.9		
60일 평균거래대금(십억원)	11.2		
08년 배당금(원)	870		
09년 배당금(예상원)	1,030		
외국인 지분율(%)	43.81		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.9)	15.0	52.0
상대	(6.7)	2.3	1.1

### Consensus Data

	2009	2010
매출액(십억원)	1,418.3	1,533.5
영업이익(십억원)	205.5	232.6
순이익(십억원)	158.2	193.0
EPS(원)	2,094	2,483
BPS(원)	8,166	9,745

### Stock Price



# Contents

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>1. Insight: 중국 내수를 공략하는 한국 우등 소비재기업</b>	<b>4</b>
(1) 투자의견 BUY	04
(2) 투자 리스크	04
<b>2. Valuation</b>	<b>4</b>
(1) 목표주가 44,000원	04
(2) 중국법인 Valuation 변화에 따른 적정주가 변동	06
(3) Historical Valuation 비교	06
(4) Peer Valuation 비교	07
<b>3. 안정적인 현금흐름을 창출하는 매력적인 국내사업</b>	<b>8</b>
(1) 렌탈사업을 주력으로 하는 유통업체	08
(2) 제품별 시장점유율 1위 기록 중	09
(3) 신규 아이템의 추가로 성장성 강화	10
(4) 렌탈계정의 꾸준한 증가	11
(5) 낮아지는 해약률	12
(6) 개선되는 수익성	13
(7) 안정적 현금창출과 높은 배당성향	14
<b>4. 성장동력으로서 중국 화장품 사업</b>	<b>15</b>
(1) 지분법손익의 급격한 개선	15
(2) 중국 화장품 사업 현황	16
(3) 중국법인 고성장세 지속될 전망	18
<b>5. 4분기 실적 전망</b>	<b>19</b>
영업이익률 상승	19
<b>6. 이슈 점검: 국내 화장품 사업진출은?</b>	<b>20</b>
(1) 국내 화장품시장 진출 가능성 높음	20
(2) 하지만 무리한 투자는 지양할 것	20

Summary

<p>웅진코웨이 (021240)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 내수를 공략하는 한국 우등 소비재기업</li> </ul>
<p>Recommendation</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>BUY (신규)</li> <li>목표주가 44,000원으로 23.4% 상승여력 보유</li> </ul>
<p>Valuation</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>현재 P/E는 15배로 과거 평균 18배~20배에 비해 낮은 상태</li> <li>중국 내수관련 한국 소비재 기업들의 평균인 20배에 비해서도 낮음</li> <li>중국법인의 실적이 10% 변동할 경우 적정주가는 0.8% 변동</li> </ul>
<p>Investment Points</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>안정적인 성장과 현금흐름 창출이 기대되는 국내 생활가전 렌탈사업</li> <li>중국 화장품 사업의 고 성장세</li> <li>과거 평균과 비교기업 대비 낮은 투자지표</li> <li>50%의 높은 배당성향</li> </ul>
<p>Positives</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>강력한 유통채널과 브랜드 인지도를 바탕으로 진입장벽 구축</li> <li>신규 고객발굴과 고객당 사용제품수 증가로 성장성 강화</li> <li>해약률 하락에 따른 렌탈자산 폐기손실 감소로 수익성 개선</li> <li>중국법인의 고 성장세로 이익기여도가 7%로 상승</li> <li>50% 배당성향 유지로 기대 배당수익률이 3.3%</li> <li>과거 평균대비 낮아진 투자지표</li> </ul>
<p>Negatives</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내 화장품시장 진출의지</li> <li>4분기 일시적으로 주춤해진 중국 화장품 사업</li> <li>정수기 시장의 신규 사업자 진출</li> </ul>
<p>Earnings Forecast</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010년 매출액과 영업이익이 각각 8%/10% 증가</li> <li>중국법인의 매출액과 영업이익이 각각 40%/33% 증가</li> </ul>
<p>Risks</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내 생활가전사업에서 경쟁이 심화되어 수익성과 현금흐름 창출력이 훼손될 경우</li> <li>신규 아이템의 성과가 부진하여 성장성이 둔화될 경우</li> <li>중국 화장품사업이 우리의 예상보다 성장하지 못할 경우</li> <li>국내 화장품시장 진출시 공장건설 등 공격적 Capex 투자가 진행되거나 무리한 마케팅 활동으로 수익성이 훼손될 경우</li> </ul>

## 1. Insight: 중국 내수를 공략하는 한국 우등 소비재기업

### (1) 투자의견 BUY

웅진코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원을 제시하며 커버리지(Coverage)를 시작한다. 투자의견 BUY를 제시하는 이유는, 1) 국내 생활가전사업에서는 신규 아이템의 매출증가와 해양물의 하락 등에 힘입어 안정적인 성장과 현금흐름이 예상되고, 2) 중국 화장품사업의 고성장세는 EPS증가율을 높이면서 Valuation 재평가를 가능하게 하며, 3) 현재 투자지표가 과거 평균에 비해 낮고 중국 내수관련 한국 소비재기업들의 평균보다도 낮아 상대적으로 매력적이고, 4) 배당성향이 50%로 주주가치 제고노력도 돋보이기 때문이다.

중국 화장품사업의 일시적인 정체와 국내 화장품시장 진출에 대한 우려감으로 주가가 최근 3개월 11% 하락하며, KOSPI를 15% 하회하였다. 하지만 국내 생활가전사업이 호조를 지속하고 있고 중국 화장품 사업은 계절적 비수기가 끝나는 2분기부터 다시 이익기여도가 커질 것이며, 국내 화장품 사업은 수익성을 훼손할 정도의 무리한 확장이 아니라는 점을 감안할 때 최근 주가약세는 좋은 매수기회를 제공한다는 판단이다.

### (2) 투자 리스크

우리 투자의견에 대한 리스크는 1) 국내 생활가전사업에서 경쟁이 심화되어 수익성과 현금흐름 창출력이 훼손될 경우, 2) 신규 아이템의 성과가 부진하여 성장성이 둔화될 경우, 3) 중국 화장품사업이 우리의 예상보다 성장하지 못할 경우, 4) 국내 화장품시장 진출시 공장건설 등 공격적 Capex 투자가 진행되거나 무리한 마케팅 활동으로 수익성이 훼손될 경우 등이다.

## 2. Valuation

### (1) 목표주가 44,000원

목표주가는 SOTP방식(Sum-Of-The-Parts)으로 산출한 44,000원으로 현재주가를 기준으로 23.4% 상승여력을 보유하고 있는 것이다. 현금흐름할인모형(DCF, WACC 9.4%, TGR 2.0% 기준)으로 산출한 영업가치 2.9조원과 웅진케미칼(지분 40% 보유)의 가치 2,400억원, 중국 화장품 자회사(지분 100%)의 가치 3,000억원을 합친 총 투자유가증권 가치 5,200억원을 기준으로 총 주주가치 3.4조원이 적정 시가총액이다. 목표주가는 2010년 P/E 18.4배 수준이며, 자기주식을 제외할 경우 P/E 18.2배 수준이다.

목표 P/E 18배에 대한 근거는 1) 제품별 시장점유율이 40%~60%에 이를 정도로 시장지배력이 막강하고, 2) 강력한 유통채널과 브랜드 인지도라는 진입장벽을 보유하고 있으며, 3) 렌탈사업 특성상 이익 예측가능성이 높고 현금흐름 창출도 안정적이고, 4) 렌탈사업 영위에 필요한 운전자본을 상당부분 축적해 놓아 추가적인 자금소요가 크지 않으며, 5) 렌탈자산에 대한 감가상각비/폐기손실 등 비현금성 비용이 많아 이익의 질이 높고, 6) 1년 이내에 모든 렌탈비용을 회수할 수 있어 영업 리스크를 줄일 수 있다는 점 등이다.

표 1. 웅진코웨이 DCF Valuation

(단위: 십억원)

업체	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F ~
NOPAT	162.6	190.2	211.2	230.7	250.8	
(+) D&A	148.3	162.2	171.8	180.6	188.7	
Gross Cash Flow	311.0	352.4	383.0	411.3	439.5	
(-) Increase in WC	-7.0	14.4	11.1	2.8	6.3	
(-) Capex	151.9	155.5	159.1	162.8	188.7	
(-) Increase in other assets	4.4	5.1	4.4	4.5	4.5	
Free Cash Flow	161.7	177.4	208.4	241.1	239.9	
Discount Factor	0.91	0.84	0.76	0.70	0.64	
PV of FCF	147.8	148.2	159.1	168.3	153.1	
Total PV of FCF to 2013	776.7					
Continuing Value (CV)						3,307.1
PV of CV	2,110.4					
Value of Firm	2,887.1					
Net Debt & N-O Assets	521.0					
Value of Equity	3,408.1					
# of Shares (thousand)	77,125					
<b>Value per Share (Won)</b>	<b>44,189</b>					
Current Price	34,700					
Upside Potential %	23.4					
<b>Implied PER(x)</b>	<b>18.4</b>					

주: WACC 9.4%(Rf 4.3%, Beta 0.8, MRP 7%), TGR 2% 기준

자료: 하나대투증권

표 2. 웅진코웨이 Sensitivity Analysis

(단위: 원)

WACC	장기성장률					
	7.4%	8.4%	9.4%	10.4%	11.4%	
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
	46,829	51,766	58,532	68,373	84,002	
	41,855	45,480	50,237	56,756	66,239	
	37,945	40,695	44,189	48,775	55,059	
	34,791	36,933	39,585	42,954	47,376	
	32,195	33,899	35,965	38,523	41,773	

자료: 하나대투증권

표 3. 주요 자회사 가치평가

(단위: 십억원, 배)

투자자산	2010년 예상 순이익	적용 P/E	적정가치	
웅진코웨이 중국법인	15	20	299	
웅진케미칼	13		240	= 시가총액 * 40%

주: 웅진케미칼 시가총액은 Analyst 평균 목표 시가총액을 25% 할인한 것임

자료: 하나대투증권

**(2) 중국법인 Valuation 변화에 따른 적정주가 변동**

중국법인의 고성장세로 인해 중국법인의 가치가 웅진코웨이 기업가치에서 차지하는 비중이 증가하고 있다. 현재 중국법인은 웅진코웨이 주주가치의 약 6%를 차지하고 있는데, 중국법인의 실적이 당사 추정치에서 10% 변동할 경우 적정주가는 약 0.9% 변동하며, 적용 P/E Multiple이 5배 바뀔 경우 적정주가는 약 2.2% 변동한다.

**표 4. 중국법인 가치에 따른 웅진코웨이 적정주가 변동**

(단위: 십억원, 배, 원)

	중국법인 2010년 예상 순이익					
		12	13	15	16	18
적용 PER	10	41,866	42,060	42,253	42,447	42,640
	15	42,640	42,931	43,221	43,511	43,802
	20	43,415	43,802	44,189	44,576	44,963
	25	44,189	44,673	45,157	45,641	46,125
	30	44,963	45,544	46,125	46,706	47,286

자료: 하나대투증권

**표 5. 중국법인 가치에 따른 웅진코웨이 적정주가 변동률**

(단위: 십억원, 배, %)

	중국법인 2010년 예상 순이익					
		12	13	15	16	18
적용 PER	10	-5.3	-4.8	-4.4	-3.9	-3.5
	15	-3.5	-2.8	-2.2	-1.5	-0.9
	20	-1.8	-0.9	0.0	0.9	1.8
	25	0.0	1.1	2.2	3.3	4.4
	30	1.8	3.1	4.4	5.7	7.0

자료: 하나대투증권

**(3) Historical Valuation 비교**

목표주가는 2010년 EPS를 기준으로 P/E 18배 수준으로 과거 평균 수준이다. 동사의 P/E는 2006년 이후 국내 사업의 성장성 둔화를 반영하며 지속적으로 하락하였지만, 1) 신규 아이템의 매출증가와 해약률의 하락으로 국내 사업의 성장성이 향상된다는 점과 2) 중국 화장품 사업의 고성장세로 이익기여도가 상승한다는 것을 감안할 때 투자지표 하락은 일단락되고, 과거 평균 수준으로 회복될 것으로 전망한다.

**표 6. Historical P/E Multiple**

(단위: 배)

년도	03	04	05	06	07	08	09	5년 평균	3년 평균
PER(High)	21.1	16.5	21.8	30.2	23.6	19.8	19.8	23.0	21.1
PER(Low)	12.0	6.3	8.6	17.4	14.1	12.3	11.5	12.8	12.6
PER(Avg)	16.4	11.4	15.7	24.2	18.7	17.0	15.7	18.3	17.1
PER(End)	14.3	16.1	21.7	25.6	19.5	15.4	18.8	20.2	17.9

자료: 하나대투증권

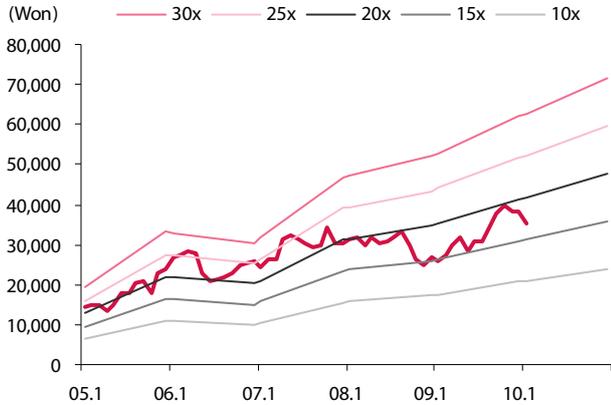
**표 7. Historical P/B vs. ROE 추이**

(단위: 배, %)

년도	03	04	05	06	07	08	09	5년 평균	3년 평균
PBR(High)	2.3	3.1	5.2	5.2	5.2	4.3	4.6	4.9	4.7
PBR(Low)	1.3	1.2	2.1	3.0	3.1	2.7	2.7	2.7	2.8
PBR(Avg)	1.8	2.2	3.7	4.1	4.1	3.7	3.7	3.9	3.8
PBR(End)	1.6	3.1	5.2	4.4	4.3	3.3	4.4	4.3	4.0
ROE	11.0	16.6	29.2	19.2	24.0	22.9	24.4	23.9	23.8

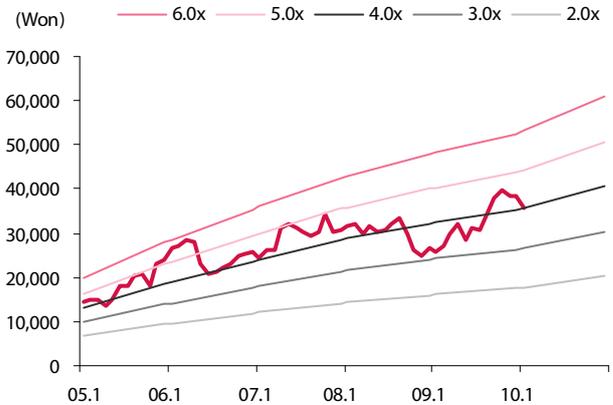
자료: 하나대투증권

그림 1. P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

그림 2. P/B Band



자료: KRX, 하나대투증권

**(4) Peer Valuation 비교**

국내 사업에서 강력한 시장지위를 가지고 있으며, 중국에 진출하여 의미있는 성과를 보여주고 있는 중국 내수관련 한국 소비재 기업들(아모레퍼시픽, 오리온)의 평균 P/E와 비교할 경우에도 웅진코웨이의 주식은 저평가되어 있다. 양사의 2010년 평균 P/E는 20배로 웅진코웨이의 15배보다 37% 높다. P/B는 유사한 수준이지만 웅진코웨이의 ROE가 25%로 양사 평균 17%보다 높다는 것을 감안할 때 웅진코웨이의 P/B 역시 저평가된 상태라는 판단이다.

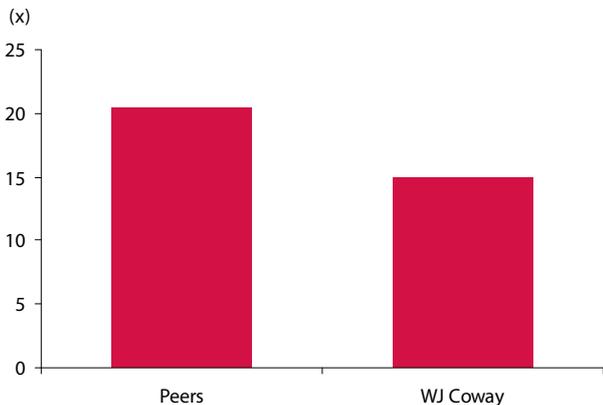
표 8. 중국 내수관련 한국 소비재 기업들과의 Valuation 비교

(단위: 배, %)

구분	P/E			P/B			ROE		
	09	10F	11F	09	10F	11F	09	10F	11F
아모레퍼시픽	24.5	21.1	18.3	4.3	3.6	3.1	19.0	18.7	18.4
오리온	20.9	19.7	18.9	3.0	2.6	2.4	15.8	14.6	13.6
<b>Average</b>	<b>22.7</b>	<b>20.4</b>	<b>18.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>17.4</b>	<b>16.7</b>	<b>16.0</b>
웅진코웨이	18.6	14.9	13.1	4.1	3.3	2.9	24.6	25.3	24.8
차이(%)	21.8	37.4	41.4	-11.2	-4.9	-5.8	-29.2	-34.0	-35.7

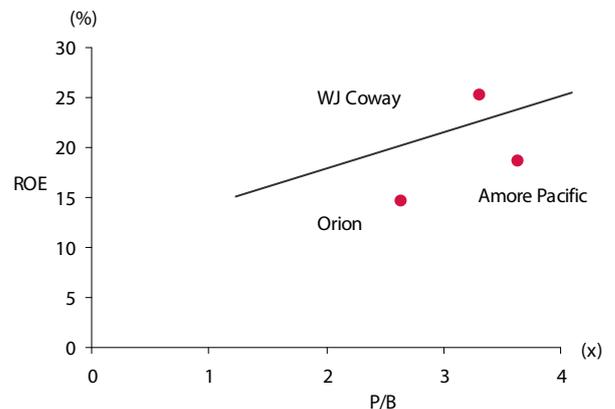
자료: 하나대투증권

그림 3. 중국 내수관련 한국 소비재 기업들과의 P/E 비교



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 4. 중국 내수관련 한국 소비재 기업들과의 P/B vs. ROE 비교



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

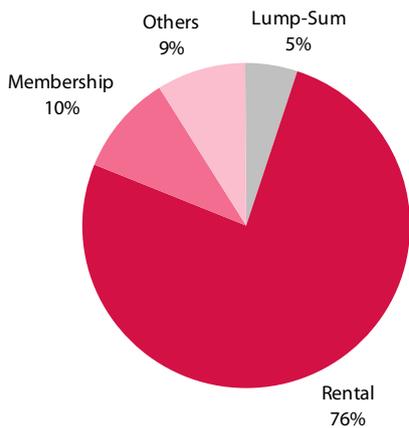
### 3. 안정적인 현금흐름을 창출하는 매력적인 국내사업

#### (1) 렌탈사업을 주력으로 하는 유통업체

웅진코웨이의 핵심 경쟁력은 렌탈사업이다. 웅진코웨이 매출액의 86%가 월 현금유입을 창출하는 렌탈/멤버십 매출이다. 웅진코웨이는 단순히 정수기/공기청정기/비데 등을 파는 생활가전업체가 아니라 강력한 유통채널과 높은 브랜드 인지도를 보유하여 쉽게 넘기 힘든 진입장벽을 구축한 후 수익성도 높고 안정적인 현금흐름을 창출하고 있는 유통기업인 것이다.

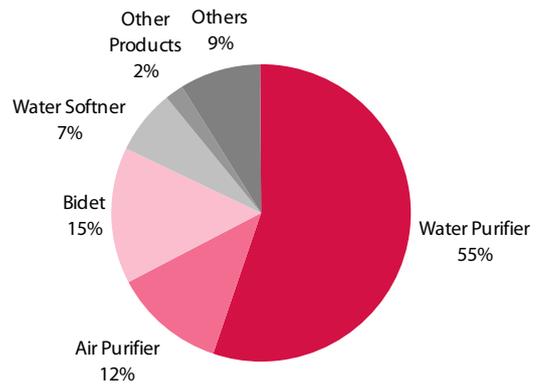
렌탈사업은 1) 소비자의 초기 가격저항을 낮추어 시장진입을 손쉽게 해 주지만, 2) 최소 1년간의 현금 순유출을 요하기 때문에 자금력이 충분하지 못하면 시장안착에 어려움을 겪을 수 있고, 3) 강력한 판매채널과 유지보수 인력이 뒷받침되지 못하면 쉽게 도태된다는 특성을 가지고 있다. 즉, 초기 시장진입이 쉽지만 성공적으로 사업을 지속하기에는 쉽지 않은 시장인 것이다. 대기업을 포함한 많은 업체들이 시장진입에 실패한 이유이다. 일단 안착을 하게 되면 안정적인 현금유입이 발생하고, 아이템의 추가 등을 통해 성장성도 강화할 수 있다는 매력이 있다.

그림 5. 판매방식별 매출구성



자료: 웅진코웨이

그림 6. 제품별 매출구성



자료: 웅진코웨이

표 9. 렌탈사업 현금흐름 예

(단위: 원)

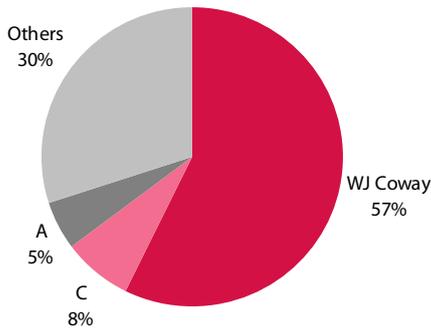
현금유입	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
<b>소계</b>	<b>122,909</b>	<b>474,909</b>	<b>384,000</b>	<b>339,273</b>	<b>339,273</b>	<b>339,273</b>
현금유출	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
제품제조원가	152,536	152,536				
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 A/S 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
<b>소계</b>	<b>272,085</b>	<b>377,363</b>	<b>89,366</b>	<b>76,638</b>	<b>82,435</b>	<b>76,253</b>
<b>순 현금흐름</b>	<b>-149,176</b>	<b>97,546</b>	<b>294,634</b>	<b>262,635</b>	<b>256,838</b>	<b>263,020</b>
<b>누적 현금흐름</b>	<b>-149,176</b>	<b>97,546</b>	<b>392,180</b>	<b>654,815</b>	<b>911,653</b>	<b>1,174,673</b>

자료: 웅진코웨이

**(2) 제품별 시장점유율 1위 기록 중**

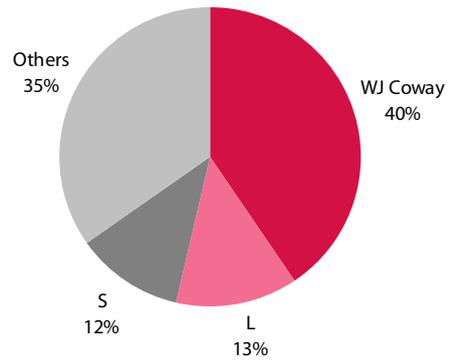
웅진코웨이는 현재 출시하고 있는 제품별로 각 시장에서 점유율 1위를 기록하고 있다. 정수기 시장에서는 57%의 점유율로 2위 업체에 비해 6배 이상의 시장점유율 차이를 보이고 있고, 공기청정기/비데/연수기 시장에서도 각각 40%/48%/60%의 점유율을 기록하고 있다. 정수기 시장에서 쌓은 강력한 유통망과 브랜드 인지도를 바탕으로 신규로 진출한 시장에서도 단기간에 수위에 올라서고 있는 것이다.

**그림 7. 정수기시장 점유율**



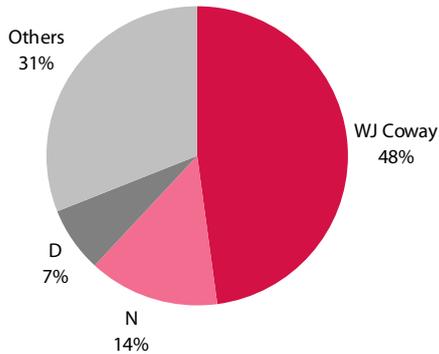
자료: Gallup Research, 웅진코웨이

**그림 8. 공기청정기시장 점유율**



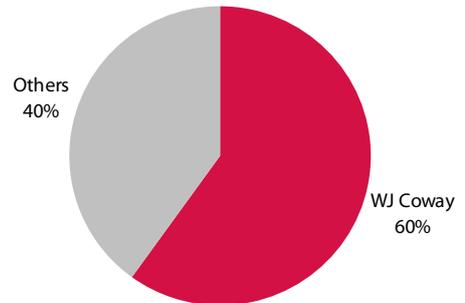
자료: Gallup Research, 웅진코웨이

**그림 9. 비데시장 점유율**



자료: Gallup Research, 웅진코웨이

**그림 10. 연수기시장 점유율**



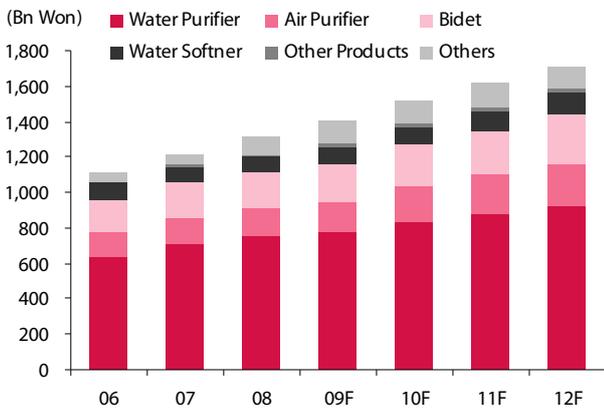
자료: Gallup Research, 웅진코웨이

**(3) 신규 아이템의 추가로 성장성 강화**

정수기시장의 성장성 둔화는 공기청정기/비데/연수기 등 신규 아이템의 성장으로 만회되고 있다. 핵심 영업망과 브랜드 인지도를 보유하고 있는 상황에서 신규 아이템을 추가하면서 포트폴리오를 넓히는 전략으로 성장성 강화와 더불어 매출원 다변화로 안정성도 향상되고 있는 것이다. 향후 4년 예상 성장률은 정수기 부문이 5%이지만 공기청정기/비데/연수기는 각각 11%/8%/7%로 높아 전체 렌탈 계정의 성장률이 7%로 예상된다. 비 정수기부문의 매출비중은 2008년 48%에서 2012년 52%로 꾸준히 상승할 것이다.

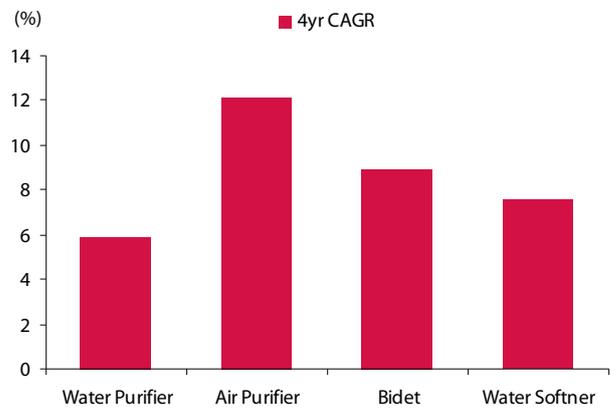
신규 고객 발굴과 더불어 기존 고객의 사용 제품수도 증가하고 있다. 고객당 제품수(PPC, Product Per Customer)는 2007년 1월 1.44회에서 2009년 9월 1.50회까지 증가하였고, 2개 이상 제품의 사용고객 비중도 28%에서 30%로 상승하였다. 신규 아이템이 출시될 경우 기존 아이템 사용고객에 대한 마케팅 활동을 활발히 진행하면서 시장안착이 빠르게 진행되고, 고객의 브랜드 충성도도 높아지는 결과를 보여준 것이다.

**그림 11. 연도별 매출전망**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 12. 제품별 4년 예상성장률**



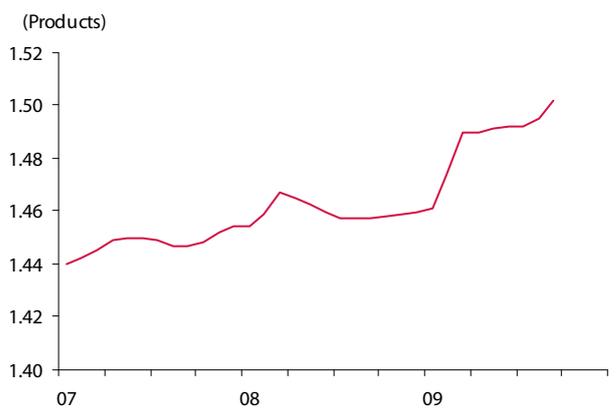
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 13. 비 정수기부문의 매출비중**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 14. 고객당 사용제품 수 추이**

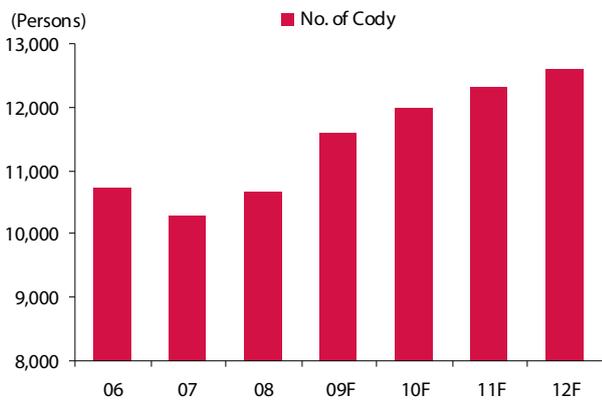


자료: 웅진코웨이

**(4) 렌탈 계정의 꾸준한 증가**

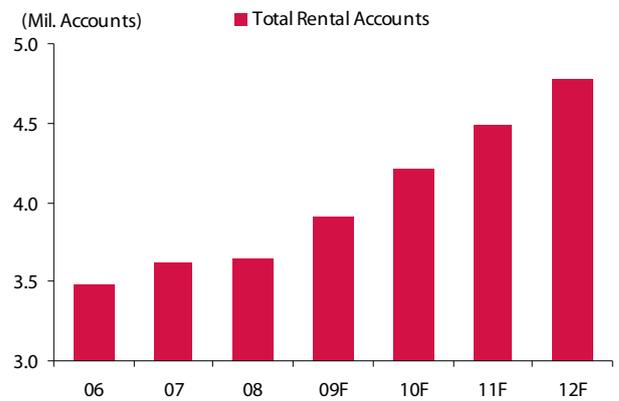
웅진코웨이의 렌탈 계정수는 꾸준히 증가하고 있다. 2007년/2008년 계정 증가율이 3.9%/0.7%로 하락하였으나 2009년에는 신규 CODY(동사의 판매/유지/보수 전문인력)의 증가, PayFree 마케팅(웅진코웨이와 제휴한 카드사의 카드 이용에 따른 적립금을 렌탈비로 쓸 수 있는 제도)의 성공적 런칭, 해약률의 하락, 그리고 신규 아이템의 성장 등에 힘입어 계정 증가율이 7.4%로 상승하였다. 이러한 추세는 신규 코디가 증가하고, 신규 아이템 위주로 해약률이 하락하며, 공기청정기/비데/연수기 등의 성장세가 지속되면서 2010년에도 이어질 것으로 예상된다. 우리는 현재 390만 계정인 렌탈 계약수가 2011년에는 약 440만 계정으로 증가할 것으로 전망한다.

그림 15. 연도별 코디수



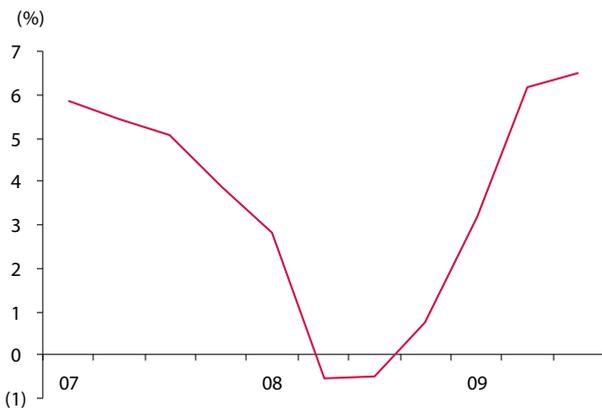
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 16. 전체 렌탈 계정수 추이



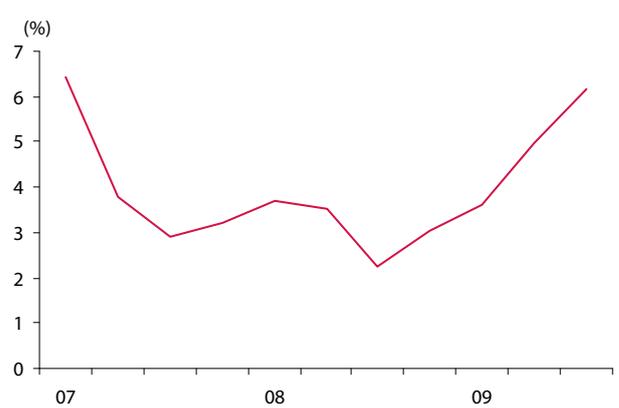
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 17. 렌탈계정 증가율 추이



자료: 웅진코웨이

그림 18. 렌탈매출 증가율 추이

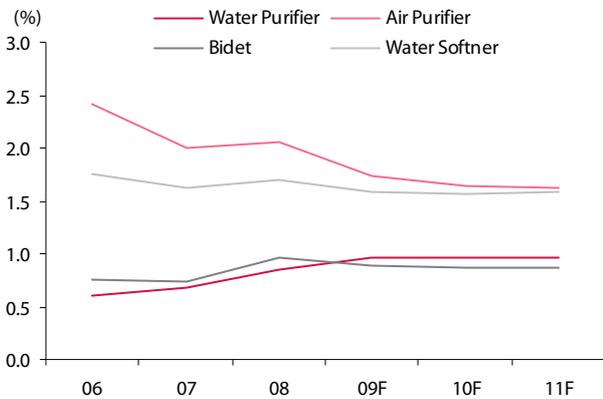


자료: 웅진코웨이

**(5) 낮아지는 해약률**

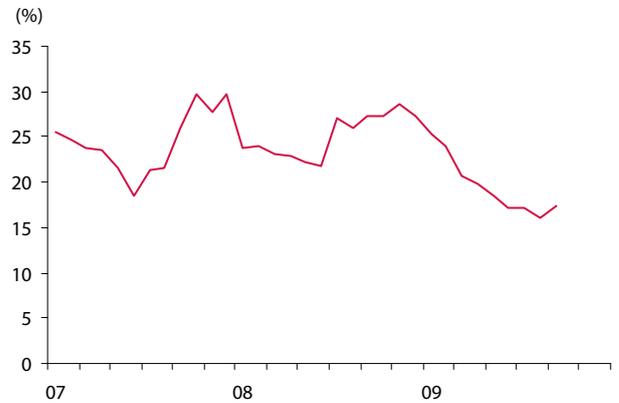
해약률이 낮아지고 있는 것도 고무적이다. 정수기 부문의 해약률은 정수기에 대한 부정적인 언론보도로 2009년 4월 1.59%까지 상승하였으나 이후 안정화되면서 9월에는 0.86%로 과거 평균까지 하락한 상황이다. 최근 해약률 하락을 이끌고 있는 아이템은 공기청정기와 비데 부문이다. 공기청정기 부문의 해약률은 2008년 월 평균 2% 초반대에서 2009년에는 1% 중반대까지 하락하였고, 비데 부문은 1% 초반대에서 0.8%대로 하락한 상황이다. 이러한 해약률 하락은 PayFree 마케팅이 효과를 발휘하면서 더욱 안정화될 것이다. PayFree 신용카드 가입자의 연체율이 일반 가입자에 비해 0.2%p~0.5%p 낮기 때문이다. PayFree 신용카드는 외한카드/현대카드와의 제휴를 통해 현재 11만개, 멤버스카드는 약 100만개가 발급되었는데, 롯데카드로 제휴가 확대됨에 따라 발급이 꾸준히 증가할 것이다. 이와 더불어 렌탈 가입시 의무사용기한이 기존 1년에서 2년으로 연장된 것도 해약률 하락에 기여할 것이다.

**그림 19. 주요 제품 해약률 추이**



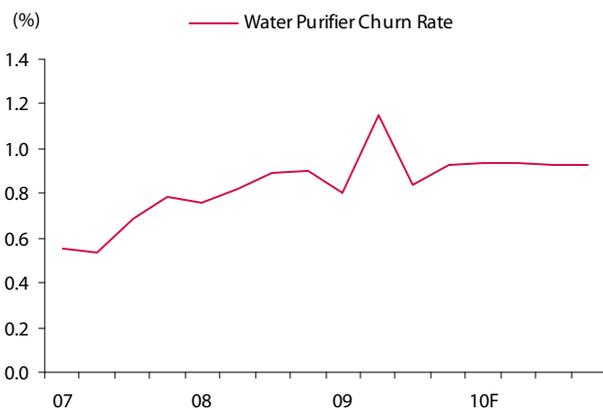
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 20. 5년 만기고객 이탈률 추이**



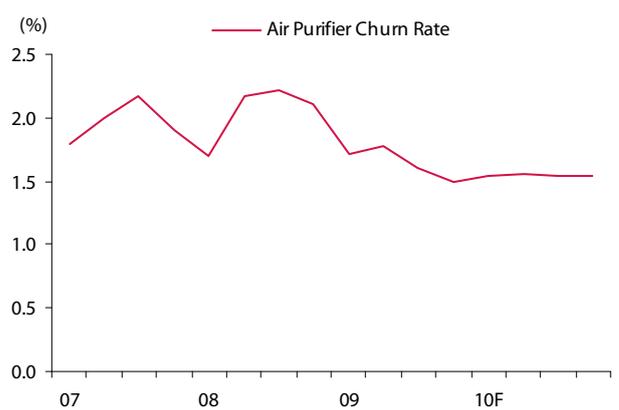
자료: 웅진코웨이

**그림 21. 정수기 해약률 추이**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 22. 공기청정기 해약률 추이**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**(6) 개선되는 수익성**

외형성장과 더불어 수익성도 꾸준히 개선되고 있다. 동사의 EBITDA마진은 2006년 22%, 2007년 25%에서 2009년 26%까지 상승하였다. EBITDA마진은 2010년/2011년 각각 26.8%/27.5%로 개선될 것이다. 영업이익률 역시 2009년 14.4%에서 2010년 14.7%, 2011년 14.9%로 개선될 것으로 전망한다. 이러한 수익성 개선은 1) 렌탈 계정이 꾸준히 증가하면서 외형확대에 따른 고정비 절감효과가 나타나고, 2) 공기청정기를 중심으로 마진이 좋은 일시불 매출의 기여도도 증가하며, 3) 해약률 하락으로 렌탈자산 폐기손실이 절감되기 때문이다.

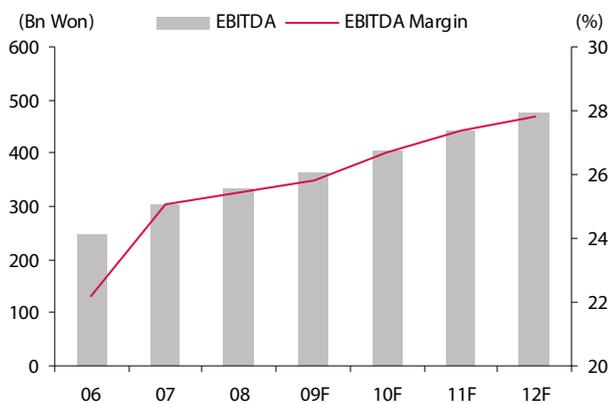
**표 10. 웅진코웨이 연간 실적 전망**

(단위: 십억원, %)

구분	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	1,118	1,213	1,314	1,409	1,520	1,616
일시불	41	53	60	73	82	86
렌탈	935	986	1,020	1,070	1,163	1,247
멤버십	85	116	136	140	148	154
기타	56	58	98	126	128	130
영업이익	112	161	190	203	223	241
세전이익	102	156	185	207	236	267
순이익	75	116	129	156	184	209
<b>매출구성</b>						
일시불	3.7	4.4	4.6	5.2	5.4	5.3
렌탈	83.7	81.3	77.6	75.9	76.5	77.1
멤버십	7.6	9.6	10.4	9.9	9.7	9.5
기타	5.0	4.8	7.4	9.0	8.4	8.0
<b>YoY</b>						
매출액	10.9	8.5	8.4	7.2	7.9	6.3
영업이익	15.9	43.7	17.9	6.9	9.9	7.9
세전이익	19.1	52.0	18.7	11.9	14.1	13.3
순이익	23.1	55.2	11.0	21.1	17.8	13.3
<b>Margin</b>						
영업이익률	10.0	13.3	14.5	14.4	14.7	14.9
세전이익률	9.2	12.8	14.1	14.7	15.5	16.5
순이익률	6.7	9.6	9.8	11.1	12.1	12.9

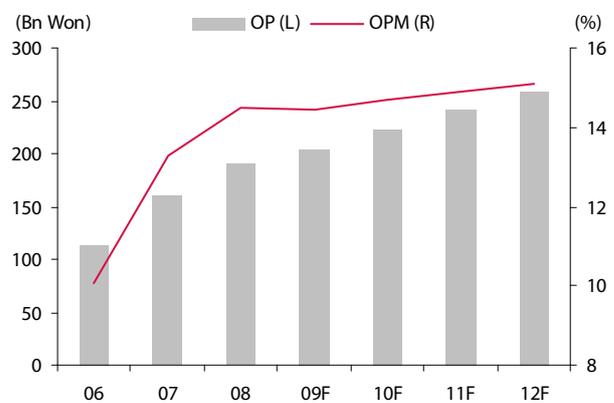
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 23. EBITDA 마진 추이**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 24. 영업이익률 추이**

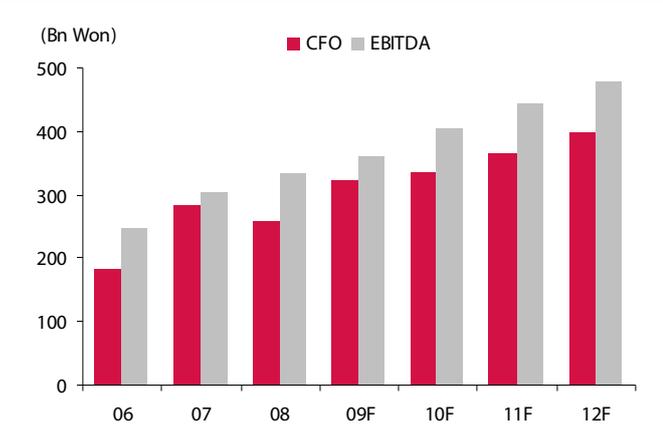


자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**(7) 안정적 현금창출과 높은 배당성향**

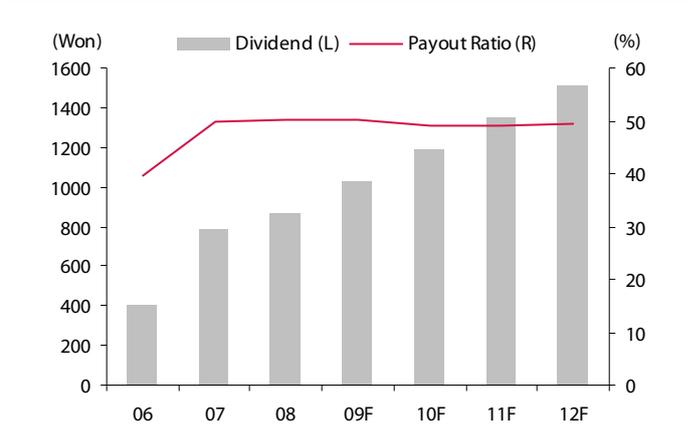
꾸준한 성장과 수익성 개선을 토대로 영업현금흐름과 EBITDA가 꾸준히 증가하고, 50%의 배당성향이 유지되면서 이익의 주주환원도 지속적으로 증가할 것이다. 현재 주가를 기준으로 기대 배당수익률은 3.3%이다.

**그림 25. 영업현금흐름과 EBITDA 추이**



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 26. 주당 배당금과 배당성향 추이**



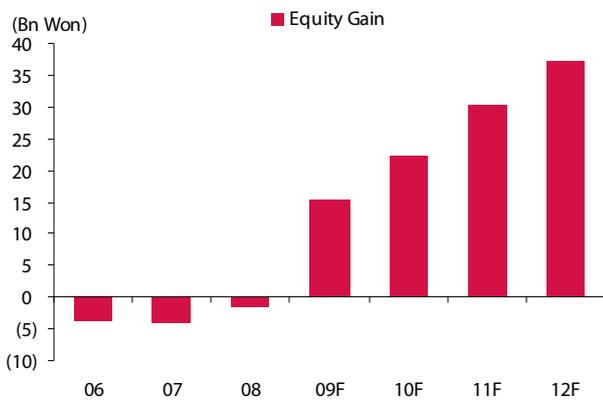
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

### 4. 성장동력으로서 중국 화장품 사업

#### (I) 지분법손익의 급격한 개선

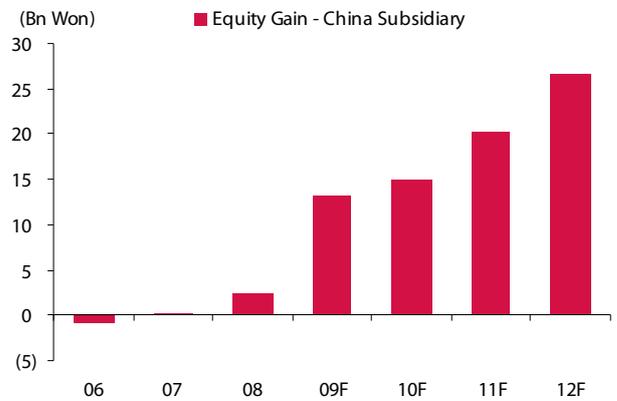
웅진코웨이의 지분법손익은 급격한 개선을 보여주고 있다. 2008년 14억원 손실을 기록했지만 2009년에는 156억원의 지분법이익을 기록할 전망이다. 이러한 드라마틱한 개선의 이유는 웅진케미칼과 웅진코웨이 중국법인의 실적이 크게 향상되었기 때문이다. 특히, 중국법인의 실적 개선세는 놀라울 정도이다. 2007년/2008년 각각 2억원/24억원의 이익을 기록한 후 2009년/2010년에는 132억/150억원을 기록할 전망이다. 이러한 개선은 중국 화장품사업이 본 궤도에 올랐기 때문이다.

그림 27. 지분법이익 추이



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 28. 중국 법인 지분법이익 추이



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 11. 주요 지분법 반영 자회사 현황

(단위: 십억원)

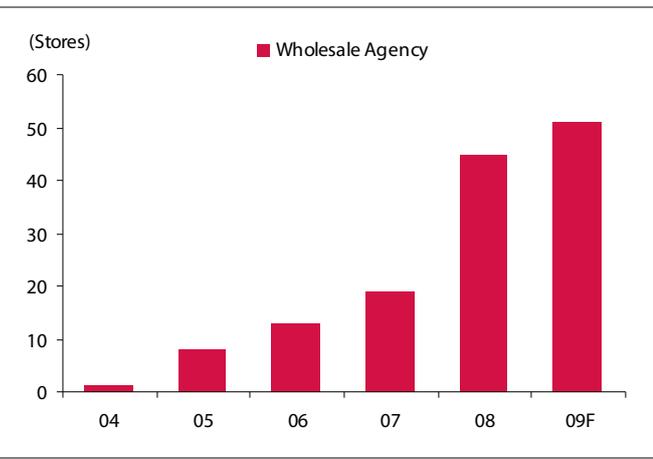
회사명	지분율	매입가	순자산가	자산	부채	매출액	순이익
Coway Japan Corporation	49%	4	-17	10	46	7	-3
Woong Jin USA Inc.	35%	0	0	0	0	0	0
Woong Jin Coway (Shenyang) Living Goods	100%	6	21	34	13	32	12
Woong Jin Coway (Thailand) Co.,Ltd.	100%	1	-7	3	10	3	-1
Woong Jin Coway (M) S dn Bhd.(주2)	70%	1	-4	14	19	8	0
Woong Jin Coway USA Inc.	100%	6	5	10	5	7	-2
Woong Jin Chemical	40%	82	108	634	366	601	11
합계		101	106	705	458	658	17

주: 매출액/순이익은 2009.3분기 누적  
 자료: 웅진코웨이

**(2) 중국 화장품 사업 현황**

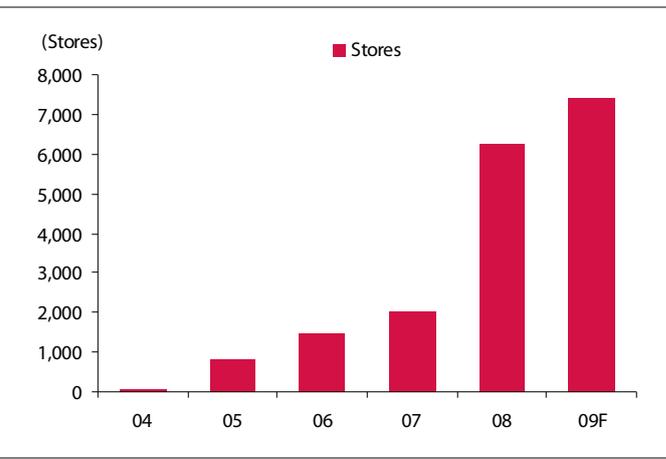
중국법인의 화장품사업은 전체 매출의 86%, 영업이익의 105%를 차지하고 있다. 현재 51개의 성 대리상과 7,200여개의 점포를 통해 전개되고 있는데, 2008년 성 대리상/점포의 급격한 확대를 통해 2009년 실적이 가파르게 개선되고 있다. 현재 글로벌 화장품 브랜드들과는 다르게 산동성(47% 비중), 강소성(21%), 요녕성(12%) 등 동북 지역에서 중소도시를 중심으로 영업하고 있으며, 백화점/시판 채널보다는 변형된 형태의 방판 채널형태로 제품을 유통하고 있다. 현재 Cellart/Nouris/Terreau 등 6개 브랜드를 보유하고 있고, 제품수는 160여개 정도이다. 2009년 기준으로 약 1,310억 RMB 규모인 중국 화장품시장에서 약 0.5%의 시장점유율을 기록하고 있다.

**그림 29. 성 대리상수 추이**



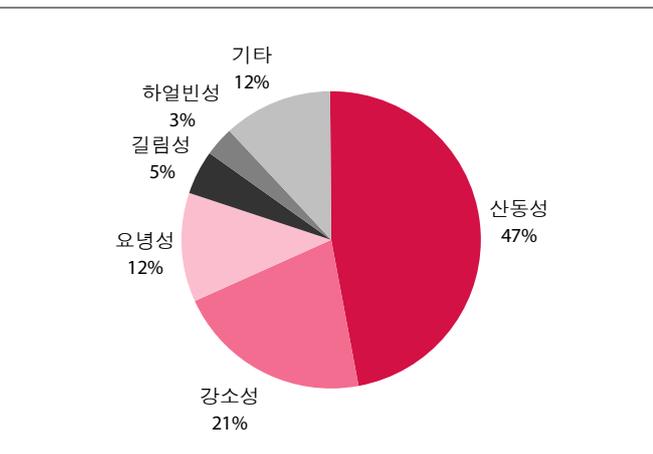
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 30. 점포수 추이**



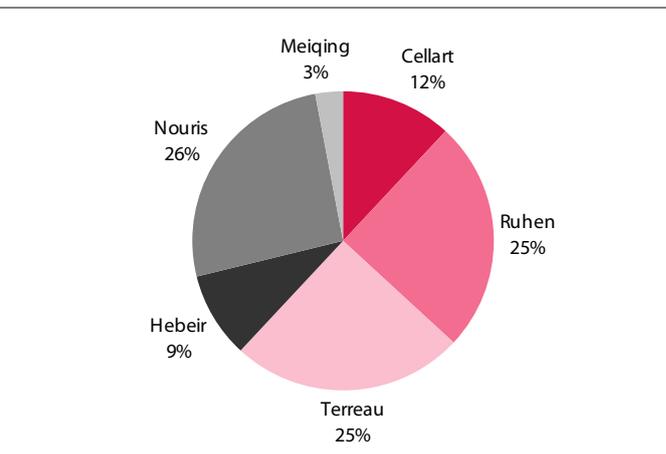
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

**그림 31. 지역별 비중**



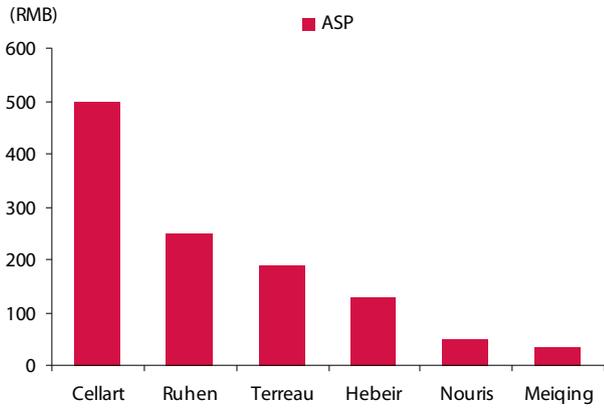
자료: 웅진코웨이

**그림 32. 브랜드 비중**



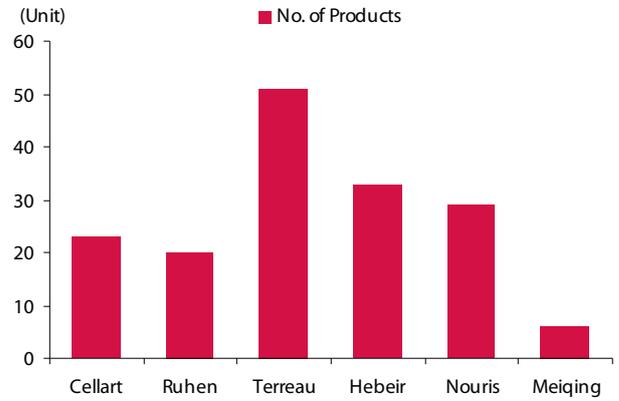
자료: 웅진코웨이

그림 33. 브랜드별 평균 판매단가



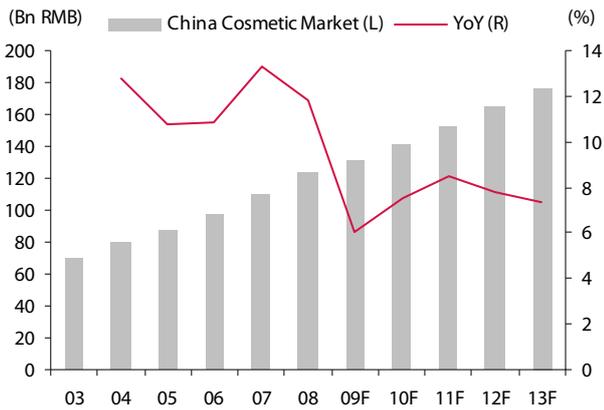
자료: 웅진코웨이

그림 34. 브랜드별 제품수 추이



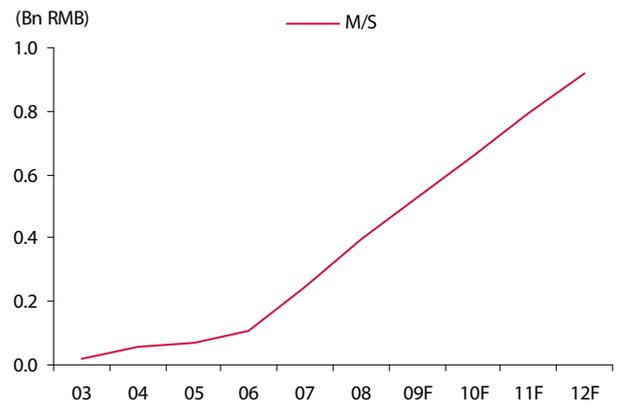
자료: 웅진코웨이

그림 35. 중국 화장품시장 규모



자료: Euromonitor, 웅진코웨이

그림 36. 웅진코웨이 중국 화장품사업의 시장점유율



자료: Euromonitor, 웅진코웨이, 하나대투증권

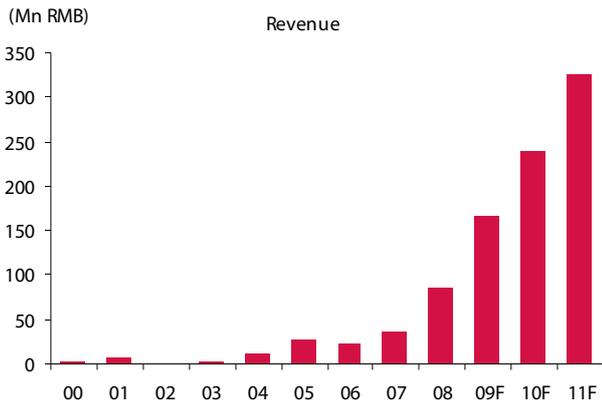
**(3) 중국법인 고성장세 지속될 전망**

2006년 2,500만 RMB를 기록했던 중국법인의 매출액은 2007년/2008년 각각 6,200만 RMB/1.3억 RMB를 기록하며 연평균 129%의 고성장세를 시현하였다. 2009년 3분기까지 매출액은 1.6억 RMB로 이미 전년 온기 매출액을 넘어선 상황이다. 2009년 약 2.2억 RMB를 기록하면서 65% 성장세를 기록할 전망이다. 영업이익은 2007년/2008년 200만 RMB/1,500만 RMB에서 2009년에는 7,100만 RMB(영업이익률 33%)를 기록할 것으로 예상된다.

2010년에도 매출액이 40% 증가하면서 고성장세가 지속될 전망이다. 중국 화장품 시장이 연평균 8%대의 성장세를 구가하는 가운데 상대적으로 경제성장률이 높은 지역인 산둥성, 요녕성, 강소성 등 위주로 영업을 진행 중이며, 향후 진출 지역을 확대할 계획이다. 또한, 2008년~2009년 증가한 유통망이 안정화되는 가운데 대리상과 점포수를 추가적으로 확대하면서 기존 유통망을 강화하고, Cellart 등에 대한 TV광고를 시작하여 브랜드 인지도도 상승할 것이다. 이와 더불어 신규 브랜드를 런칭하고, 시판/백화점 등 신규 유통채널로의 진입도 계획되어 있다.

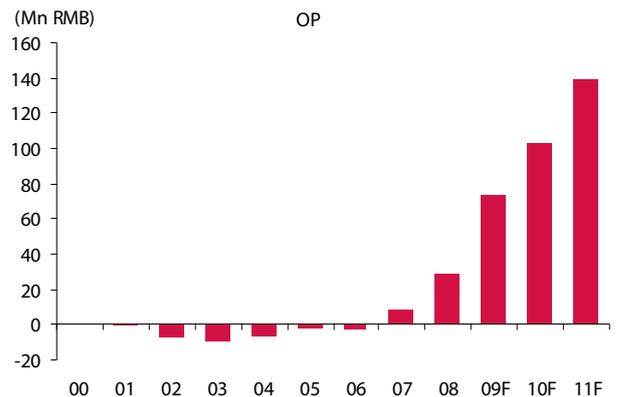
TV광고의 집행으로 수익성이 소폭 하락하지만 30% 초반 대의 높은 영업이익률은 유지될 것이다. 법인세가 2010년부터 부과되면서 지분법에 대한 이익기여도 증가속도가 일시적으로 주춤하지만 웅진코웨이 영업이익 대비 이익기여율이 2008년 1%에서 2009년 6%, 2010년 7%, 2011년 9%로 꾸준히 상승할 것으로 예상된다.

그림 37. 중국법인 매출액 추이



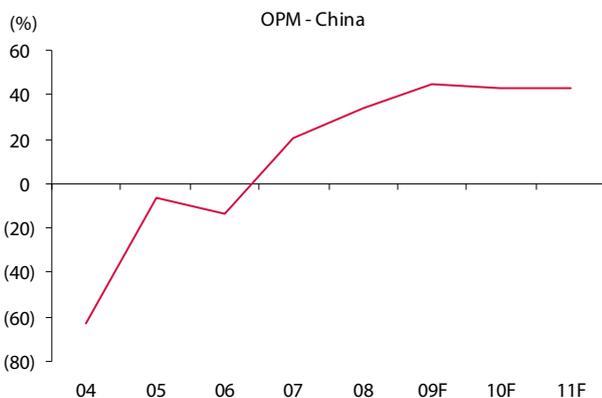
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 38. 중국법인 영업이익 추이



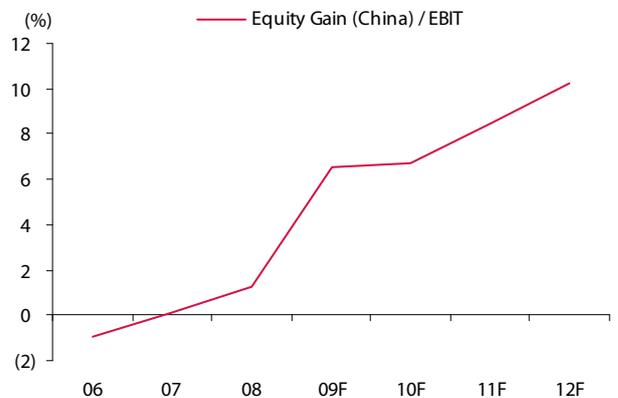
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 39. 중국법인 영업이익률 추이와 전망



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 40. 중국법인의 이익기여도 추이



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

## 5. 4분기 실적 전망

### 영업이익률 상승

4분기 실적은 시장 기대치를 상회하는 호성적을 기록할 것으로 예상된다. 공기청정기를 위주로 일시불 판매가 급증하고, 렌탈부문에서의 순가입자가 증가하면서 전체 매출액은 전년 동기대비 8.4% 증가한 3,687억원을 기록할 전망이다. 영업이익은 전년 동기대비 16.6% 증가한 562억원을 기록하면서 영업이익률이 15.2% 기록할 전망이다. 명예퇴직과 관련한 구조조정 비용을 감안하더라도 수익성이 크게 상승하는 것인데, 이는 마진이 좋은 일시불 판매가 호조를 보였고, 해약률이 하락하면서 렌탈자산 폐기손실이 감소하였기 때문이다. 중국 법인의 실적은 일시적으로 주춤할 것이다. 이는 4분기가 계절적 비수기인 동시에 중국 국경절 연휴 등으로 영업일수가 감소하였기 때문이다. 비수기가 끝나는 2분기부터는 실적이 다시 회복될 것으로 전망한다.

표 12. 웅진코웨이 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q09	2Q09	3Q09F	4Q09F	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F
매출액	341	344	355	369	372	377	378	393
일시불	12	13	25	23	18	20	21	22
렌탈	259	266	267	277	282	290	292	299
멤버십	36	34	34	37	38	36	35	38
기타	34	31	29	32	35	31	29	33
영업이익	49	49	50	56	54	56	61	57
세전이익	49	51	50	57	56	57	59	64
순이익	37	39	37	43	44	44	46	50
<b>YoY</b>								
매출액	8.3	4.5	7.7	8.4	9.1	9.7	6.4	6.5
영업이익	9.3	1.4	0.7	16.6	10.1	14.4	22.4	1.9
세전이익	31.7	16.2	2.1	3.8	15.9	11.0	18.0	12.1
순이익	36.6	29.0	8.3	15.2	18.4	14.3	23.7	15.2
<b>Margin</b>								
영업이익률	14.3	14.1	14.0	15.2	14.4	14.7	16.1	14.6
세전이익률	14.2	14.9	14.0	15.5	15.1	15.1	15.6	16.3
순이익률	10.9	11.3	10.4	11.8	11.8	11.8	12.1	12.7

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

## 6. 이슈 점검: 국내 화장품 사업진출은?

### (1) 국내 화장품시장 진출 가능성 높음

최근 주식시장에서 동사의 국내 화장품 사업진출에 대한 우려가 있다. 웅진코웨이는 진출 여부에 대해 아직까지 확정되지 않았다고 밝혔으나 신규 성장동력 발굴에 대한 경영진의 의지를 감안할 때 가능성이 높다고 본다.

국내 화장품 시장 중 웅진코웨이가 타겟으로 할 방문판매시장은 약 1.8조원 규모이고, 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 78%, 18% 정도의 시장점유율을 기록하고 있다. 선두업체들의 유통망이 견고하고, 고객들의 브랜드 인지도/충성도도 높다는 것을 감안할 때 웅진코웨이의 신규 진출에 따른 진입비용이 클 것으로 우려되고 있다.

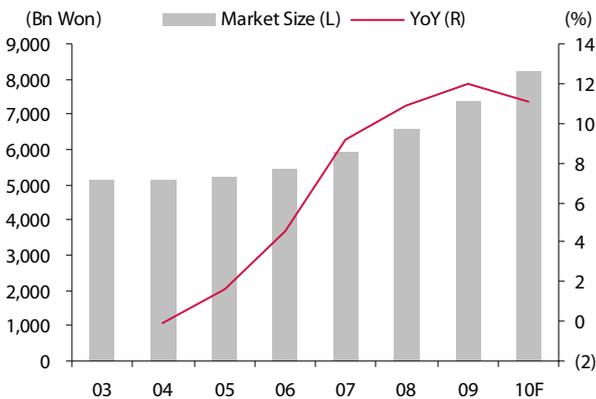
### (2) 하지만 무리한 투자는 지양할 것

하지만 우리는 웅진코웨이의 화장품 사업진출을 무리한 사업확장으로 보지 않는다. 기본적으로 웅진코웨이는 방문 판매에 강점을 가진 업체이고, 지금까지 판매했던 제품들이 정수기/공기청정기/비데/음식물처리기 등 생활가전제품 위주였지만, 화장품 시장에 진출하게 될 경우 사업영역이 확대된다고 이해한다. 이는 강력한 유통채널이라는 동사가 가진 장점을 최대한 활용해 신규 시장을 개척하는 것이다.

또한 우리는 웅진코웨이가 수익성과 재무구조에 무리가 갈 정도로 공격적인 투자를 할 것이라고도 보지 않는다. 동사가 화장품 사업에 진출하게 될 경우 신규 공장을 건설하는 등 공격적으로 Capex 투자를 늘리지 않고, 임대 혹은 외주 형태로 제품생산을 할 것으로 판단한다. 이미 화장품 연구소가 있어 R&D 능력을 보유하고 있고, 현재 중국에서 화장품 사업을 진행하고 있으며 과거에는 코리아나 화장품을 통해 전국적으로 화장품 방문판매를 해 본 경험도 보유하고 있다. 동사에게 필요한 것은 1) 기존 생활가전 판매조직과 함께 화장품 방문판매 전문조직의 구축, 2) 브랜드 광고를 통한 화장품 브랜드 이미지 제고 등이다.

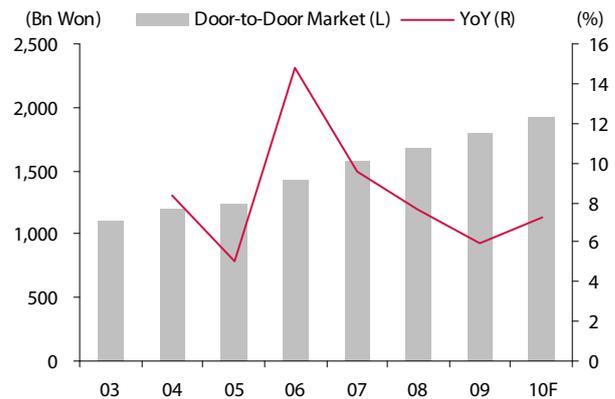
화장품 사업은 신규 진입이 쉽지 않은 시장임에는 틀림없지만, 웅진코웨이가 전혀 새로운 시장에 진출하는 것이 아니고 무리한 투자를 하는 것도 아니기에 최근의 주가하락을 통해 우려감은 상당 부분 반영되었다는 판단이다.

그림 41. 국내 화장품시장 규모



자료: 아모레퍼시픽

그림 42. 화장품 방문판매시장 규모



자료: 아모레퍼시픽

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	1,213.1	1,314.4	1,409.2	1,520.2	1,616.5
매출원가	384.7	407.2	456.4	488.6	519.4
매출총이익	828.4	907.2	952.9	1,031.7	1,097.1
판매비	667.1	717.1	749.5	808.3	856.0
영업이익	161.3	190.1	203.3	223.4	241.1
영업외손익	(5.6)	(5.4)	3.4	12.6	26.3
이자손익	(6.4)	(8.1)	(8.4)	(7.9)	(3.4)
지분법손익	(4.1)	(1.4)	15.6	22.4	30.1
외환손익	0.9	10.5	(3.4)	(1.5)	0.0
기타	4.0	(6.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
세전이익	155.7	184.8	206.7	236.0	267.4
법인세	39.4	55.7	50.4	51.9	58.8
계속사업이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
NOPAT	121.1	134.7	162.6	190.2	211.2
EBITDA	303.7	334.0	363.4	406.1	442.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.5	8.4	7.2	7.9	6.3
EBITDA증가율	22.5	10.0	8.8	11.7	9.0
영업이익증가율	43.7	17.9	6.9	9.9	7.9
계속사업이익증가율	55.2	11.0	21.1	17.8	13.3
EPS증가율	54.8	11.0	19.0	15.7	13.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	68.3	69.0	67.6	67.9	67.9
EBITDA이익률	25.0	25.4	25.8	26.7	27.4
영업이익률	13.3	14.5	14.4	14.7	14.9
계속사업이익률	9.6	9.8	11.1	12.1	12.9

투자지표

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,562	1,734	2,063	2,386	2,704
BPS	7,100	8,016	9,365	10,735	12,266
CFPS	3,743	3,406	4,182	4,279	4,708
EBITDAPS	4,081	4,488	4,798	5,265	5,739
SPS	16,301	17,659	18,603	19,711	20,959
DPS	780	870	1,030	1,190	1,350
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.1	22.1	17.3	14.9	13.2
PBR	3.8	4.8	3.8	3.3	2.9
PCFR	7.1	11.3	8.5	8.3	7.6
EV/EBITDA	6.8	9.1	7.9	6.9	6.2
PSR	1.6	2.2	1.9	1.8	1.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	24.0	22.9	24.6	25.3	24.8
ROA	12.8	12.9	13.4	13.9	14.4
ROIC	21.2	20.8	21.9	23.2	24.6
부채비율	77.1	79.6	87.5	77.5	67.4
순부채비율	15.7	14.4	18.3	7.6	(2.2)
이자보상배율(배)	20.1	16.8	14.0	13.2	15.2

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	13.6	10.2	10.1	58.7	33.5
Emerging Market	29.0	22.6	22.3	3.1	28.4
World	20.1	15.6	15.4	(2.6)	28.8

자료: Thomson I/B/E/S

대차대조표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>유동자산</b>	<b>395.6</b>	<b>475.6</b>	<b>545.4</b>	<b>637.1</b>	<b>726.8</b>
현금 및 현금성자산	28.5	76.1	81.6	88.0	93.6
단기투자자산	0.5	5.9	42.1	89.9	141.0
매출채권	117.9	149.8	160.6	173.3	184.3
재고자산	57.8	58.0	61.9	71.0	79.5
기타유동자산	190.9	185.8	199.2	214.9	228.5
<b>비유동자산</b>	<b>540.5</b>	<b>595.8</b>	<b>721.7</b>	<b>749.8</b>	<b>779.2</b>
투자자산	16.7	114.1	132.0	156.8	189.3
유형자산	388.7	356.4	378.7	395.1	405.5
무형자산	74.1	64.9	146.1	128.0	110.0
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,267.1</b>	<b>1,386.9</b>	<b>1,506.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>393.0</b>	<b>398.7</b>	<b>438.6</b>	<b>477.0</b>	<b>496.6</b>
매입채무	25.8	34.2	38.3	41.0	43.6
단기차입금	92.0	107.8	100.5	100.1	102.8
유동성장기부채	20.0	0.0	12.0	27.8	22.7
기타유동부채	255.3	256.7	287.8	308.1	327.5
<b>비유동부채</b>	<b>14.5</b>	<b>76.0</b>	<b>152.6</b>	<b>128.3</b>	<b>109.8</b>
사채	0.0	0.0	6.7	6.7	7.4
장기차입금	0.0	60.0	128.0	102.4	81.9
기타비유동부채	14.5	16.0	18.0	19.2	20.5
<b>부채총계</b>	<b>407.6</b>	<b>474.8</b>	<b>591.2</b>	<b>605.3</b>	<b>606.4</b>
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	141.9	141.9	141.9
자본조정	4.9	6.2	(38.6)	(38.6)	(38.6)
기타포괄손익누계액	0.5	1.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	370.1	441.1	532.6	638.3	756.3
<b>자본총계</b>	<b>528.5</b>	<b>596.6</b>	<b>675.9</b>	<b>781.6</b>	<b>899.6</b>
순부채	83.0	85.8	123.5	59.1	(19.7)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>283.3</b>	<b>259.1</b>	<b>323.1</b>	<b>336.2</b>	<b>365.8</b>
당기순이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
비현금항목 가감	219.3	166.2	167.8	175.0	177.2
감가상각비	141.6	141.2	148.3	162.2	171.8
외환손익	(0.9)	(10.5)	3.4	1.5	0.0
지분법손익	4.1	1.4	(15.6)	(22.4)	(30.1)
기타	74.5	34.2	31.6	33.7	35.6
운전자본 증감	(52.2)	(36.2)	(1.0)	(22.8)	(19.9)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(220.0)</b>	<b>(142.0)</b>	<b>(307.7)</b>	<b>(227.3)</b>	<b>(232.7)</b>
투자자산감소(증가)	(2.1)	(98.7)	(2.4)	(2.3)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(218.4)	(141.8)	(151.9)	(155.5)	(159.1)
기타투자활동	0.5	98.5	(153.5)	(69.4)	(71.2)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(102.5)</b>	<b>(127.5)</b>
사채/차입금증가(감소)	(19.7)	15.8	79.4	(10.2)	(22.2)
유상증자	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
현금배당	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(78.3)	(90.5)
기타재무활동	(0.3)	(27.3)	(25.8)	(14.0)	(14.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>6.0</b>	<b>47.6</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.6</b>
Unlevered CFO	278.5	253.5	316.8	330.0	363.1
Free Cash Flow	40.5	63.7	45.7	148.9	172.0

Sector Aggregates

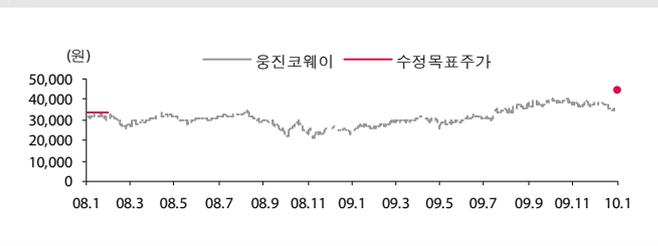
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	9.0	8.4	8.4	277.3	7.2
Emerging Market	12.2	9.7	9.4	112.7	25.6
World	201.6	20.0	21.2	-	907.4

\* MSCI Household Durables Industry

**투자의견 변동 내역**

종목명	날짜	투자의견	수정목표주가
웅진코웨이	10.01.25	BUY	44,000

**목표주가 추이**



**투자의견 분류 및 적용**

1. 기업 및 산업의 분류

**기업분석**

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

**산업분석**

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 1월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 1월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 하나대투증권 리서치센터

Tel: 02-3771-사내번호

센터장	성명	직책	담당분야	사내번호	E-mail
	김영익	부사장	리서치센터 총괄	7005	yikim@hanaw.com

기업분석실	성명	직책	담당분야	사내번호	E-mail	
	한정태	실장	기업분석 총괄, 은행/카드/증권	7773	jtkhan@hanaw.com	
	금융팀	정정희	연구원	금융팀 RA	7504	whazzap@hanaw.com
	IT팀	권성률	팀장	IT 총괄/전기전자, 휴대폰	7566	srkwon@hanaw.com
		이 정	수석연구위원	반도체/디스플레이	7775	jeonglee@hanaw.com
		곽민정	선임연구위원	IT 팀 RA	7724	mina@hanaw.com
		임재희	연구원	IT 팀 RA	7723	jhlilim@hanadaetoo.com
	소재팀	김정욱	팀장	철강/비철금속	7503	wook@hanaw.com
		조주형	수석연구위원	건설	7521	jhcho@hanaw.com
		한성진	연구원	건설 RA	7729	seanhan@hanaw.com
	산업재팀	장근호	팀장	조선/기계/운송	7691	syra99@hanaw.com
		모세준	연구위원	자동차/자동차부품	8544	sjmo@hanaw.com
		정민규	선임연구위원	유틸리티/자원개발	7509	mkay@hanaw.com
		김지연	선임연구위원	조선/기계/운송 RA	7730	jkim@hanaw.com
		임승혁	연구원	자동차/타이어 RA	7721	shyim@hanaw.com
		한덕규	연구원	유틸리티/자원개발 RA	7771	dkhan84@hanaw.com
	소비재팀	조윤정	팀장	제약/바이오/화장품	7579	yjcho@hanaw.com
		강희영	선임연구위원	교육/음식료	7772	hykang@hanaw.com
		이민영	연구원	소비재 RA	7525	mylee@hanaw.com
	화학/내수팀	이정현	팀장	화학/정유	7505	chaoslee@hanaw.com
황승택		수석연구위원	인터넷/게임/통신서비스	7519	sthwang@hanaw.com	
송선재		연구위원	유통/미디어/엔터테인먼트	7512	sunjae.song@hanaw.com	
함승희		선임연구위원	화학/정유 RA	7518	regina@hanaw.com	
김민경		연구원	인터넷/통신서비스 RA	7526	mkkim@hanaw.com	
이교은	연구원	유통/미디어/엔터테인먼트 RA	7722	colorful@hanaw.com		

투자전략실	성명	직책	담당분야	사내번호	E-mail	
	양경식	실장	투자전략 총괄, 증권기전망	7506	ksyang@hanaw.com	
	Market Strategy	조용현	팀장	투자전략/법인지원	7527	yhcho@hanaw.com
		서동필	수석연구위원	Derivatives/투자전략	7517	dpsuh@hanaw.com
		곽중보	연구위원	Technical/투자전략	7786	raralala@hanaw.com
		이수진	연구원	해외증시/투자전략	7516	leeward@hanaw.com
		유새롬	연구원	중화증시/투자전략	7785	ysr@hanaw.com
		엄태성	연구원	투자전략 RA	7595	eomts153@hanaw.com
	Quant Strategy	최원곤	팀장	계량분석	7596	wkchoi@hanaw.com
		권재홍	선임연구위원	계량분석	7515	siempre@hanaw.com
		최지은	선임연구위원	계량분석	7783	eunadd@hanaw.com
	Macro Strategy	소재용	수석연구위원	국내외경제분석	7565	jyso30@hanaw.com
		김상훈	수석연구위원	채권/투자전략	7513	sanghoon.kim@hanaw.com
안기태	연구원	경제/채권 RA	7660	halimjang@hanaw.com		

투자분석실	성명	직책	담당분야	사내번호	E-mail	
	정홍관	실장	투자분석 총괄	7511	hkjeong@hanaw.com	
	Small Cap팀	김완규	팀장	스몰캡 분석	7792	wkim@hanaw.com
		박원찬	선임연구위원	스몰캡 분석	7529	enerzeus@hanaw.com
		황세환	선임연구위원	스몰캡 분석	7583	two47ju@hanaw.com
		정윤미	연구원	스몰캡 분석	8542	ymjeong@hanaw.com
	투자정보팀	이영곤	팀장	투자정보	8063	zerogon@hanaw.com
		유홍원	수석연구위원	투자정보	8586	020085221@hanaw.com
		박성배	수석연구위원	투자정보	8179	020085228@hanaw.com
김지원	연구원	투자정보	7501	jiwoneco@hanaw.com		