

# 웅진코웨이 (021240)

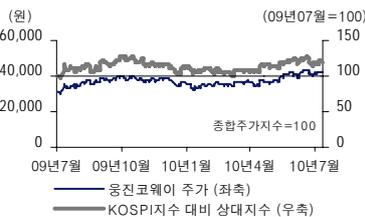
기타 서비스

## 매수

주가 (8월 10일)	42,200 원
적정주가	54,000 원
이선경	오기훈
02) 3772-1568	02) 3772-1531
sunny.lee@goodi.com	khoh@goodi.com

KOSPI:	1,781.13p
KOSDAQ:	482.16p
시가총액:	3,254.7 십억원
액면가:	500 원
발행주식수:	77.1 백만주
유동주식수:	49.0 백만주 (63.6%)
52 주 최고가/최저가:	43,550 원/32,000 원
일평균 거래량 (60 일):	259,958 주
일평균 거래액 (60 일):	10,348 백만원
외국인 지분율:	43.31%
주요주주:	웅진홀딩스 31.6%
	라자드 7.0%
	국민연금 5.0%
절대수익률	3개월 20.2%
	6개월 29.2%
	12개월 21.4%
KOSPI 대비	3개월 13.2%
상대수익률	6개월 13.9%
	12개월 7.5%

## 주가차트



## 투자의견 및 적정주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	17.0	5.8	3.7	22.9	14.4	3.0
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	15.9	6.6	3.6	24.0	29.5	3.1
2010E	1,500.2	233.3	238.2	176.5	2,288	13.1	18.4	8.0	4.2	24.2	21.1	2.7
2011E	1,579.1	264.9	280.2	212.4	2,754	20.3	15.3	7.2	3.6	25.2	7.2	3.3
2012E	1,637.3	287.2	312.8	237.1	3,074	11.6	13.7	6.6	3.1	24.4	(4.0)	3.6

## 힘들때일수록 빛이 나는 가치주

투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원으로 상향 웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 3,666억원(+6.6% YoY), 영업이익 586억원(+20.1% YoY), 영업이익률 16%의 양호한 영업실적을 기록했다. 웅진케미칼의 실적 호조와 중국법인의 양호한 성장 및 수익성, 외환관련 이익 등으로 순이익은 전년동기대비 123.8% 성장한 468억원으로 사상최고치를 기록했다. 꾸준한 순주문 유입, 낮은 해약률, 일시불 판매호조와 함께 렌탈 및 멤버십 매출 원가율 개선으로 향후 3년간 동사의 EPS는 15% 성장할 전망이다. 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하며 SOTP로 산정한 적정주가를 기존 5만원에서 5만 4천원으로 8% 상향한다.

더욱 탄탄해지는 기존 사업 + 중국 화장품 고성장 렌탈사업은 높은 retention rate 과 PPC 확대에 기반한 안정적인 계정 성장과 함께 매출원가율 하락으로 Cash cow로서의 기반이 더욱 강화될 전망이다. 청정기와 비데의 일시불 시장이 성장함에 따라 지난해 3분기부터 일시불 판매가 크게 증가하고 있는데 일시불 매출은 향후에도 3년간 20% 성장이 예상된다. 또한 일시불과 멤버십 연계도 강화되며 멤버십 매출도 높은 성장이 전망된다. 한편, 중국 화장품 사업은 지역커버리지 확대, 제품라인업 강화 등으로 향후 3년간 35%의 외형성장에 무리가 없을 전망이다.

화장품 사업, 우려보다는 기대 요인이 크다 회사는 중국화장품 사업과의 시너지 효과 및 국내 신규 성장 동력 확보를 위해 9월 초 국내 화장품 방판 시장 진출을 앞두고 있다. 이를 위해 오후, 헤라 급의 제품으로 64개 라인업의 자체제품 개발을 완료했고 15개 특허를 출원했다. 화장품 업체로서의 국내 reputation이 부재하나 ▲ 화장품 사업 성공의 상당 부분이 마케팅 능력에 의해 좌우된다는 점에서 동사의 우수한 마케팅 능력이 심분 활용될 수 있고 ▲ 코디인력이 제품 홍보 등에 적극 활용될 수 있어 주요 고객층에 대한 접점을 충분히 확보하고 있으며 ▲ 국내 유명화장품 연구소 개발인력 스카우트 등을 통해 제품 개발에도 만전을 기하고 있어 동사의 화장품 사업 진출을 관심있게 지켜볼 필요가 있다. Just-In-Time 생산에 최저 생산량 보장 없는 OEM 계약으로 고정비 및 재고 부담도 최소화되어 화장품 사업 진출에도 수익성 훼손은 제한적이어서 우려보다는 기회의 시각에서 접근할 수 있다는 판단이다.

## 실적 추이 및 전망

- ▶ 기대에 부합하는 양호한 2분기 실적, 당기순이익 사상최고치
- ▶ 3분기 화장품 사업 진출에 따른 비용 증가에도 전년대비 이익률 증가세 유지
- ▶ 향후 3년간 EPS 성장률 15%에 달할 전망

### 기대에 부합하는 양호한 2분기 실적, 당기순이익 사상최대

웅진코웨이의 2분기 실적은 매출액 3,666억원(-10.5% YoY), 영업이익 586억원(+20.1% YoY), 순이익 468억원 (123.8% YoY)을 기록했다. 매출액은 당사 추정에 부합했으며 지분법 이익 및 외환관련 이익으로 세전이익은 당사 추정을 6% 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 비데 제조부문 및 닥터 CS. 부문 양수에 따른 렌탈 매출원가율 하락과 판관비율 감소로 영업이익률은 1분기에 이어 16%를 기록했고 당기순이익은 사상최대치를 기록했다.

웅진코웨이 2분기 실적								
(십억원)	2Q10	2Q09	% YoY	1Q10	% QoQ	SH	Var. (%)	컨센서스
매출액	366.6	343.9	6.6	371.3	(1.3)	368.1	(0.4)	371.2
영업이익	58.6	48.6	20.6	59.4	(1.3)	57.4	2.1	58.4
세전이익	63.0	51.2	23.0	59.0	6.8	59.4	6.1	60.9
순이익	46.8	38.8	20.6	42.1	11.3	44.9	4.2	46.9
영업이익률 (%)	16.0	14.1		16.0		15.6		15.7
세전이익률 (%)	17.2	14.9		15.9		16.1		16.4
순이익률 (%)	12.8	11.3		11.3		12.2		12.6

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

### 수처리 사업 제외 전부문 견조

부문별로는 일시불이 전년동기대비 86% 성장한 247억원, 수출이 68% 성장한 172억원을 기록해 높은 성장세를 보여주었다. 렌탈부문은 3% 성장으로 타 부문대비 성장률이 낮으나 이는 기존 계정이 이미 394만에 달하고 있고 렌탈의 특성상 순주문 유입 후 사용 기간이 3.5년에 달하는 반면 일시에 인식되는 매출 증가 효과는 낮은 것에 기인한 것이다. 2분기에도 렌탈계정은 전분기대비 3만 7백 계정, 전년동기대비 14만 7천계정 증가해 꾸준한 증가세가 이어지고 있다. 3만 7백 계정은 ASP 3만원으로 3.5년 사용 가정시 현재가 할인없이 대략 387억원의 현금유입 증가에 해당하는 값이다. 매분기 렌탈 계정 증가로 동사의 현금흐름은 지속적으로 강화되고 있다.

### 수처리 부진은 공사 이연에 따른 것으로 하반기 매출 회복 전망

멤버십 부분도 일시불 고객의 가입숫자가 늘어나며 전년동기대비 9% 증가하는 등 수처리를 제외한 전 사업부가 견조했다. 수처리사업은 1분기에 이어 2분기에도 부진했는데 이는 상반기에 예정된 수주가 하반기로 이연된 것에 따른 것으로 하반기 예상되는 수주액은 약 350억원이며 매출은 약 220억원으로 예상되어 매출 성장률이 회복될 전망이다.

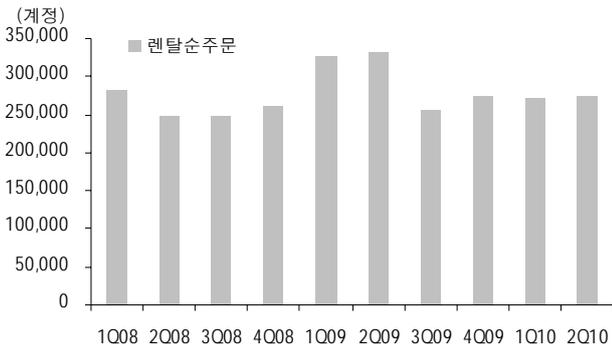
### 렌탈과 멤버십 원가율 하락, 추세 지속, 일시불 마진을 일시적 상승

주력인 렌탈과 멤버십 원가율은 하락과 판관비율 감소로 영업이익률도 개선되고 있다. 렌탈 원가율은 전년동기대비 1.3%p, 전분기대비 0.4%p 감소했다. 멤버십도 전년동기대비 0.7%p 개선되었다. 일시불은 원가율이 상승했는데 이는 2분기에 원적외선 반신욕 사우나기 등 고가의 마진을 낮은 제품의 판매액이 증가한데 따른 일시적 상승이다.

웅진코웨이 2분기 부문별 실적		2Q10	2Q09	% YoY	1Q10	% QoQ
(십억원)						
매출액	전체	366.6	343.9	6.6	371.3	(1.3)
	렌탈	273.5	266.0	2.8	271.7	0.7
	멤버십	36.6	33.6	9.1	35.6	2.8
	일시불	24.7	13.3	85.8	26.7	(7.5)
	수출	17.2	10.3	67.6	17.3	(0.6)
	수처리	4.1	9.9	(58.4)	7.7	(46.8)
	기타	10.4	10.9	(4.9)	12.2	(14.8)
매출원가	전체	120.9	120.6	0.2	124.1	(2.6)
	렌탈	74.3	75.7	(1.9)	75.1	(1.0)
	멤버십	11.5	10.8	6.8	11.1	3.7
	일시불	9.1	3.8	140.2	7.7	18.2
	수출	13.3	6.4	106.8	13.6	(2.5)
	수처리	1.9	8.3	(77.1)	7.0	(72.9)
	기타	10.8	15.6	(30.9)	9.5	13.9
매출원가율 (%)	전체	33.0	35.1		33.4	
	렌탈	27.2	28.5		27.6	
	멤버십	31.4	32.1		31.2	
	일시불	36.8	28.5		28.8	
	수출	77.3	62.7		78.8	
	수처리	46.3	84.1		90.9	
	기타	39.1	73.7		32.2	
매출총이익		245.6	223.3	10.0	247.2	(0.6)
매출총이익률 (%)		67.0	64.9		66.6	
판매비		187.0	174.7	7.1	187.8	(0.4)
판매비/매출액 (%)		51.0	50.8		50.6	
영업이익		58.6	48.6	20.6	59.4	(1.3)
영업이익률 (%)		16.0	14.1		16.0	

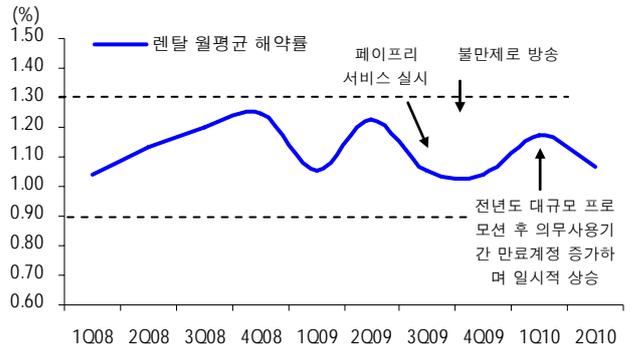
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 양호한 렌탈 순주문 유입 지속



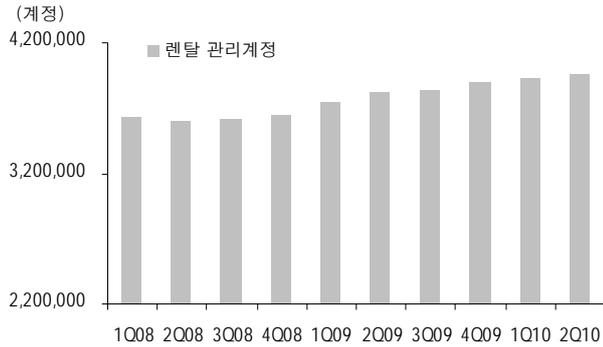
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

낮은 해약률



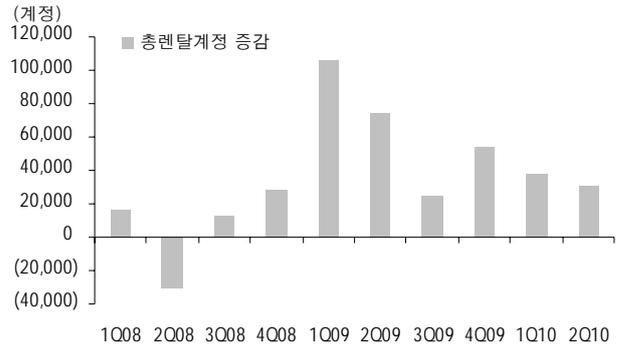
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

렌탈 관리 계정 추이



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기별 렌탈 관리계정 증감

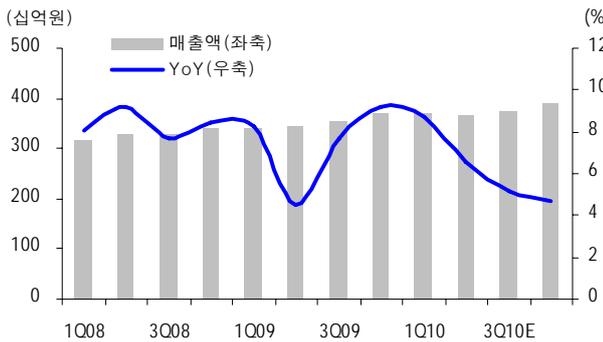


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

하반기에도 화장품 사업 진출에도 이익을 훼손 제한적

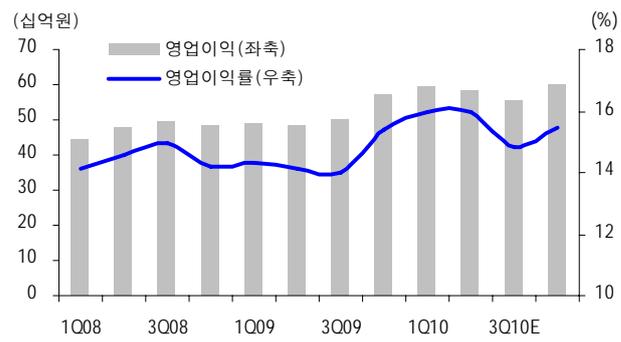
3분기와 4분기에는 지난해 3,4분기 높은 성장률에 따른 기저 효과로 1,2분기에 비해 다소 성장률이 둔화될 전망이다. 또한 화장품 사업진출에 따라 광고선전비, 방판인력 모집 비용 등으로 3분기에는 영업이익률이 14.8% 다소 하락할 것으로 예상된다. 그러나 4분기부터 다시 이익률은 개선되며, 3, 4 분기 모두 전년동기대비 이익률 개선 추세는 지속될 전망이다.

분기 매출액 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

분기 영업이익 추이 및 전망

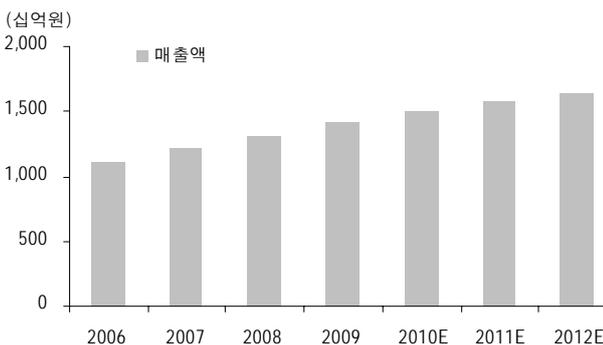


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

안정적인 매출 성장, 지속적인 이익률 개선

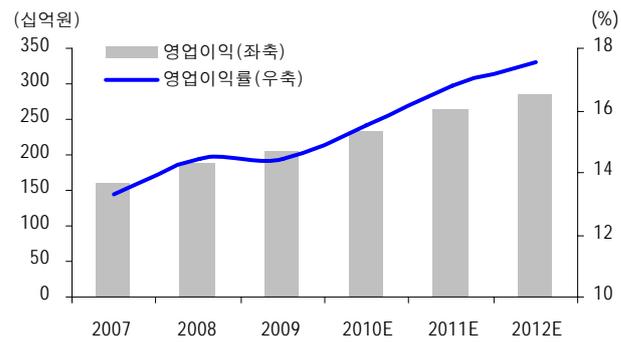
지속적인 제품 리뉴얼과 기능 개선, 만기 도래 고객의 retention rate 증가, PPC확대, 일시불 호조와 일시불에 연계된 멤버십 가입 증대 등으로 매출 안정적인 매출 성장이 이어질 전망이다. 렌탈과 멤버십의 매출원가율 하락 등으로 이익률은 2010년 연간 15.5%에서 2012년 17.5%까지 증가하며 향후 3년간 EPS 성장률은 15%에 달할 전망이다. 신규사업 투자에도 불구하고 충분한 FCF로 배당성향 50%를 유지하는데 문제가 없어 2010년 1,144원 2012년 1,540원의 배당금이 예상된다.

웅진코웨이 매출액 추이 및 전망



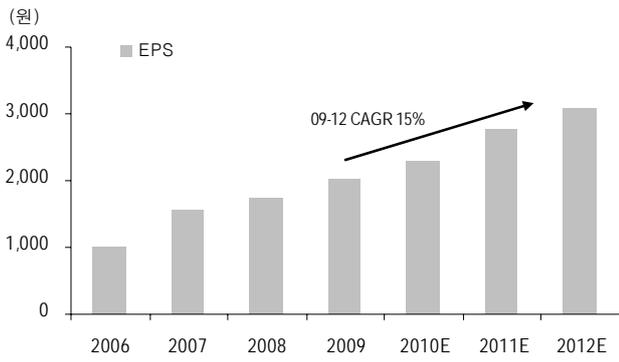
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 영업이익 추이 및 전망



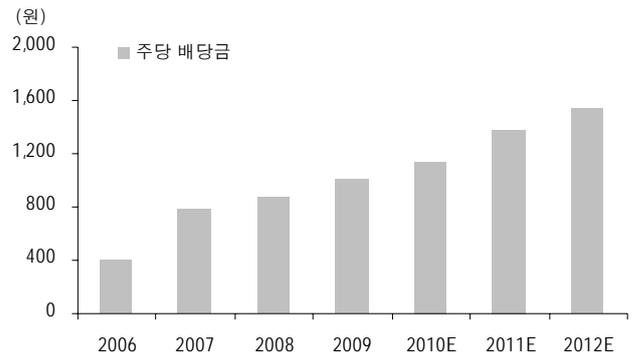
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

EPS 향후 3년간 15% 성장



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 배당금 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

## 주력사업 : 이보다 더 탄탄할 수 없다

- ▶ 렌탈 꾸준한 순주문 유입, retention rate 상승으로 더욱 탄탄해지는 계정
- ▶ 청정기와 비데 중심 일시불 주문 크게 증가
- ▶ 일시불과 연계한 멤버십 서비스 가입 증가

### 일정시점별 매출의 성장성만으로 렌탈 비즈니스를 평가하는 것은 과소평가

동사의 주력 사업인 렌탈계정은 이미 3백 9십만을 넘고 있어 높은 기저효과로 인해 성장성이라는 측면에서는 다소 둔화된 모습이다. 그러나 렌탈 비즈니스의 특성 상 일정시점의 매출을 두고 성장성만으로 평가하게 되면 누적적인 매출 증가 효과는 물론 성공한 렌탈 비즈니스의 가장 큰 경쟁력인 매출의 안정성 및 높은 현금흐름을 과소평가하는 결과에 이르게 된다. 따라서 렌탈규모가 커질수록 절대적인 계정의 규모와 계정이 얼마나 안정적으로 증가하고 있는지가 매출의 성장성보다 앞선 평가 항목이 되어야 한다.

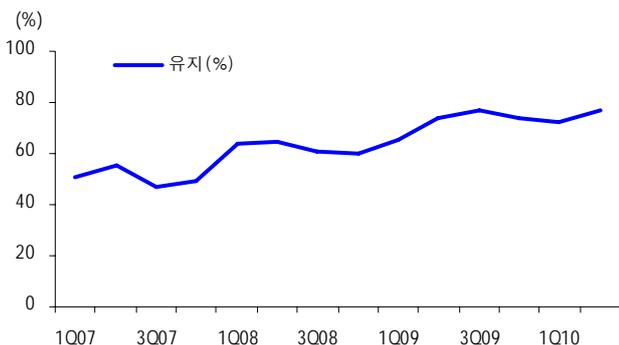
### 현금흐름의 안정성은 계정의 안정성과 연계해서 분석

또한 렌탈사업은 고객기반을 형성하기까지 높은 자본투자가 필요하고 고객계정이 증가하더라도 유입된 고객이 상당기간 유지되지 못할 경우 현금흐름의 안정성을 가지기 힘들다. 중하위 사업자들이 저가 모델로 일부 수요를 끌어들이 수 있을 지언정 이들의 수익성 및 현금흐름은 개선되지 못하고 있는데 이는 기존 고객 계정을 장기로 유지하지 못하고 있기 때문이다. 반면 유출되는 고객의 비중이 감소할수록 현금 흐름의 안정성은 강화된다. 따라서 렌탈 비즈니스의 경쟁력은 계정 및 순주문 유입 규모와 함께 유입된 계정의 안정성이 함께 평가될 필요가 있다.

### retention rate 크게 증가 PPC도 꾸준히 상승하며 향후에도 꾸준한 순주문 유입 가능

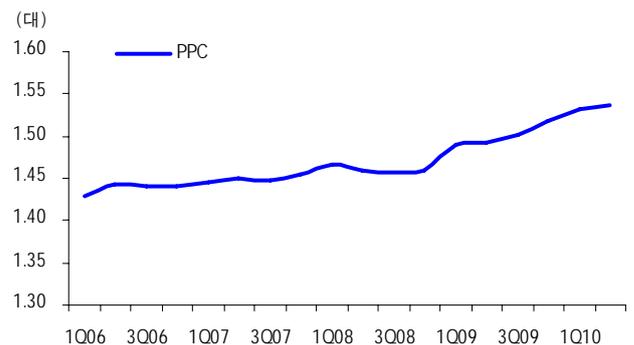
이러한 측면에서 동사의 렌탈 비즈니스는 시간이 흐를수록 더욱 견조해지고 있는 모습이다. 동사의 5년만기 고객의 retention rate은 2007년 1분기 월평균 50.4%에서 2010년 2분기에 월평균 77%로 크게 증가했다. 2007년 이후 만기도래 고객의 규모가 크게 증가했음에도 5년 사용 후 계속 잔존하는 고객의 비율이 증가하는 것은 환경가전의 높은 사용 가치, 차별화된 서비스와 제품개발력, 우월적인 시장지위 등에 기인한 것으로 추정된다. 이러한 충성도 높은 중장기 고객 위주의 고객 기반 강화는 PPC 확대에도 용이해 retention rate확대와 함께 PPC또한 꾸준히 상승하고 있다. PPC 계정은 2006년 1분기말 1.43에서 꾸준히 증가해 2010년 6월말 1.53에 달하고 있다.

만기고객 Retention rate 지속적으로 증가



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

PPC(Product Per Customer)꾸준히 상승 중

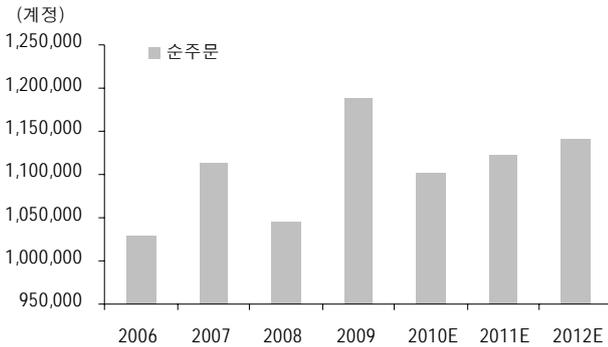


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

### 수출 시장 볼륨감소, 달러기준 단가 인상으로 매출액 감소폭 미미

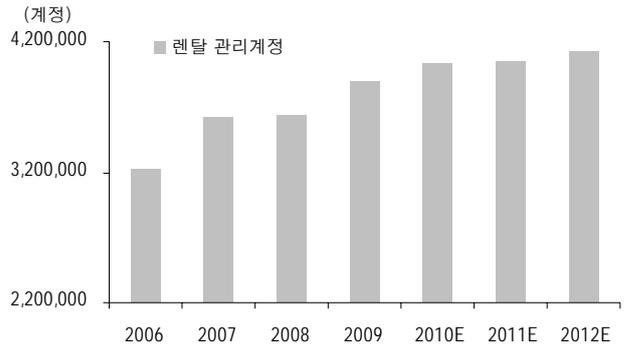
동사의 렌탈 계정이 꾸준히 증가할 수 있는 기반은 낮은 해약률함께 이러한 만기 고객의 높은 재유입과 이들의 사용품목 확대의 영향이 상당하며 이러한 추세가 지속될 것으로 전망됨에 따라 향후에도 렌탈계정은 안정적으로 성장할 전망이다. 제조원가 절감으로 매출원가율도 지속적으로 하락하고 있고 높은 retention rate이 특별한 마케팅비 지출없이 이루어짐에 따라 판매비율도 감소하며 동사의 주력사업인 렌탈 비즈니스를 통한 현금창출력은 시간이 흐를수록 크게 강화될 전망이다.

꾸준한 렌탈 순주문 유입



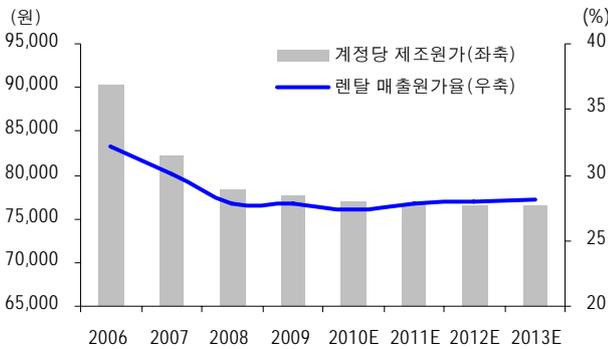
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

렌탈계정 안정적인 증가



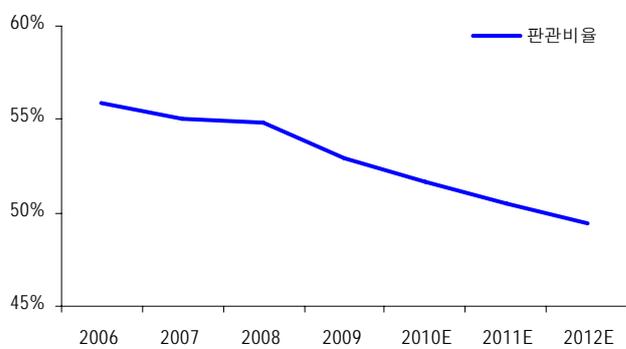
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

렌탈 제조원가 절감에 따른 매출원가율 개선



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

판관비율 지속적 감소

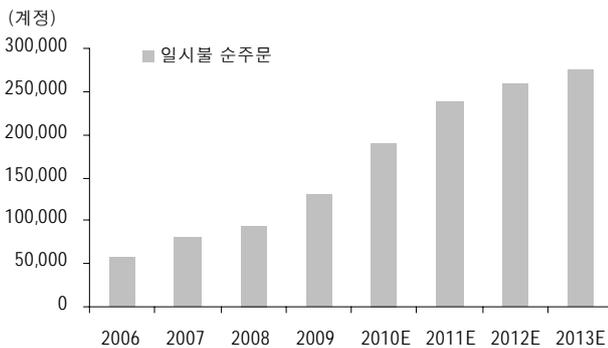


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

일시불 강화 정책으로 일시불 매출 향후 3년간 20% 성장

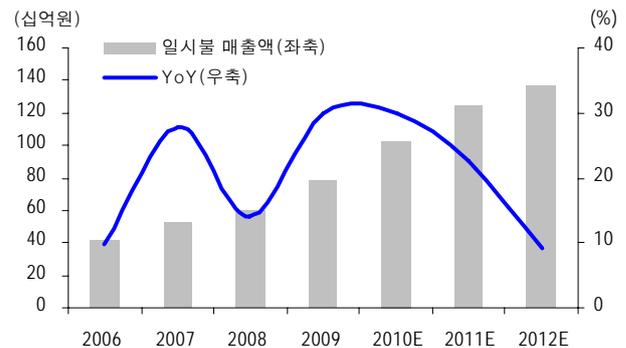
생활수준 향상, 아토피, 각종 호흡기성 유행병, 황사 등으로 비데, 청정기 등의 품목에 대한 수요가 급증하고 있는데 이들 품목은 정수기에 비해 가격 부담이 낮아 일시불 시장이 렌탈보다 크게 확대되고 있는 것으로 추정된다. 이에 따라 회사는 기존 렌탈 위주 정책에서 이들 품목에 대해서는 가격이 다소 하락한 일시불 전용제품을 출시하고 2009년 3분기부터 일시불 강화정책을 실시하고 있다. 이에 따라 일시불 판매량이 크게 증가하고 있다. 2009년 3분기 일시불 순주문은 약 3만 5천대로 전년동기대비 55% 성장했고 4분기 이후 100%가 넘는 성장세가 지속되고 있다. 청정기와 비데 사용에 대한 저변이 확대되고 동사가 이들 품목에 대해 높은 브랜드 인지도를 보유하고 있어 향후 3년간 일시불 매출액은 연평균 20%의 성장이 예상된다.

일시불 순주문 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

일시불 매출액 추이 및 전망

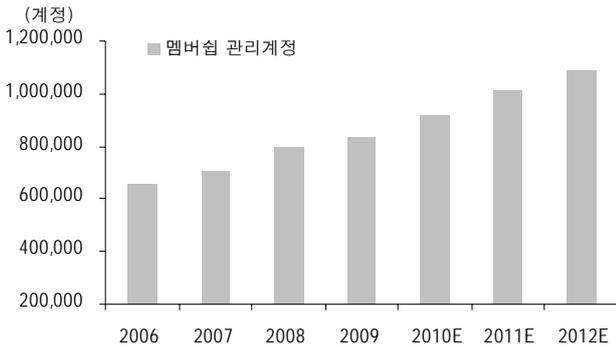


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**일시불과 연계된 멤버십 서비스 강화**

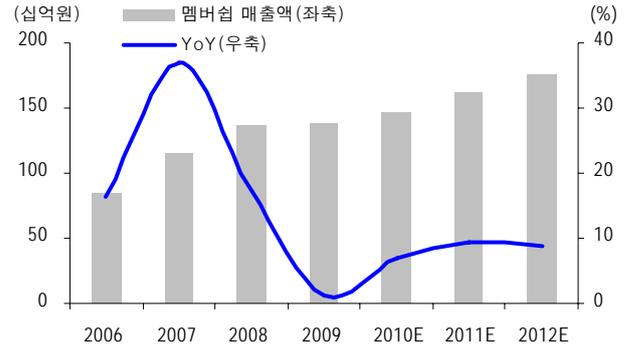
일시불 주문은 초기 매출인식과 현금유입이 크나 제품 교체 시기에 고객의 재유입 가능성이 렌탈보다 낮다. 이에 회사는 일시불 매출을 장려함과 동시에 일시불 고객이 일회성 구매 고객에 그치지 않고 제품에 대한 만족도를 높이고 회사의 꾸준한 고객으로 남아있도록 하기 위해 일시불 판매와 연계한 멤버십 서비스를 확대하고자 노력하고 있다. 일시불 구매 고객에게 멤버십 가입에 따른 할인혜택을 제공하며 연계 서비스 가입을 적극 홍보한 결과 2009년 2분기 일시불 고객 중 멤버십 가입 비중은 8.7%에 불과했으나 2010년 2분기에는 38.2%에 달하고 있다. 일시불로 판매한 제품이라 할지라도 환경가전의 경우 사용가치를 높이고 사용연수를 늘리기 위해서는 정기적인 관리가 중요하다는 멤버십 서비스의 필요성 홍보가 설득력을 얻어가고 있는 것으로 판단된다.

**멤버십 관리 계정 꾸준히 증가**



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**멤버십 매출액 추이 및 전망**



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

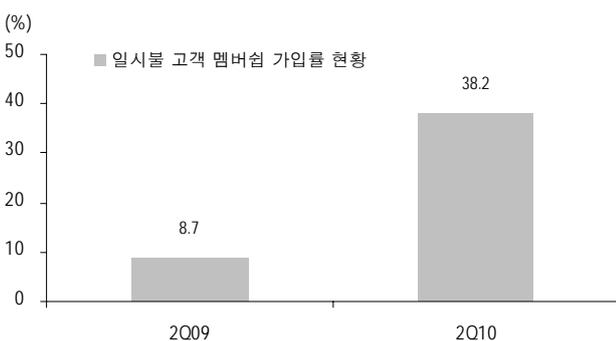
**일시불과 멤버십 결합시 초기 매출 및 현금흐름 크게 개선**

일시불과 멤버십이 연계되면 초기 매출 및 현금흐름은 렌탈에 비해 크게 개선된다. 아래표는 공기청정기 모델을 기반으로 렌탈과 일시불+멤버십의 현금흐름을 비교한 것으로 만기까지 갈 경우 매출과 현금인식은 같아지나 초기 현금흐름은 일시불+멤버십이 훨씬 크다. 또한 일시불 제품 판매 후에도 고객과의 지속적인 접촉 및 서비스를 통한 만족도 개선과 신제품 홍보 등이 가능해 제품 교체 주기 도래시 동사 제품의 재구매 비율이 확대될 수 있다는 점에서도 멤버십 서비스 연계 확대는 긍정적으로 평가할 수 있다.

렌탈 (원)	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909					
렌탈료	23,545	282,545	282,545	233,455	233,455	233,455
소계	114,454	282,545	282,545	233,455	233,455	233,455
일시불						
일시불판매가	570,909					
멤버십료	13,273	159,273	159,273	159,273	159,273	159,273
소계	584,182	159,273	159,273	159,273	159,273	159,273

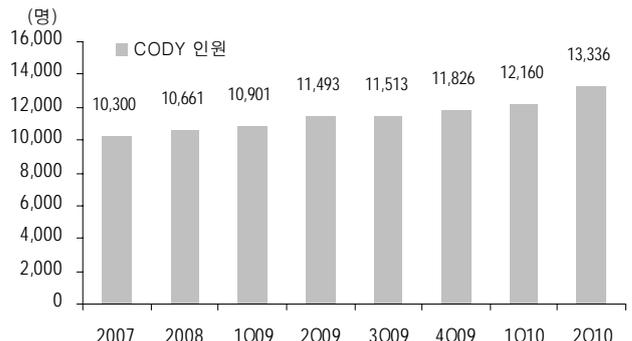
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**일시불 고객 멤버십 가입비율 크게 증가**



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**코디 인원 지속적 증가**



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

## 신규사업: 중국화장품 순항, 기타 사업 확대 중

- ▶ 중국 화장품 사업 2분기 35% 성장, 영업이익률 38%
- ▶ 지역커버리지 확대 등에 따른 점포수 증가로 중국화장품 향후 3년간 35% 성장
- ▶ 국내화장품 사업 9월 첫 출시. 우려보다는 기회 요소가 큼

### 중국 화장품 2분기 35%성장, 38%의 영업이익률

중국화장품 사업은 위안화 기준 2분기에도 35% 성장해 양호한 성장 추세가 이어지고 있다. 시판채널 진출 및 TV광고 등 판관비 증가에도 불구하고 영업이익률도 화장품 부문의 경우 38%를 기록해 회사의 목표 및 시장 기대를 충족시켰다. 법인세를 감안해 위안화 환산한 지분법이익은 35억원이나 전기 미실현 손익체거로 인해 인식된 지분법은 42억원에 달했다.

(1,000RMB)		1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	% YoY	% QoQ
매출액	화장품	27,842	45,832	52,051	40,243	42,612	61,656	34.5	44.7
	환경가전	12,755	11,719	13,900	18,133	13,865	14,747	25.8	6.4
	총 계	40,597	57,551	65,951	58,376	56,477	76,403	32.8	35.3
영업이익	화장품	11,127	28,841	20,447	14,616	15,291	23,454	(18.7)	53.4
	환경가전	(76)	(2,773)	(395)	178	(307)	(320)	(88.5)	4.2
	총 계	11,051	26,068	20,052	14,794	14,984	23,134	(11.3)	54.4
영업이익률 (%)	화장품	40.0	62.9	39.3	36.3	35.9	38.0		
	환경가전	(0.6)	(23.7)	(2.8)	1.0	(2.2)	(2.2)		
	총 계	27.2	45.3	30.4	25.3	26.5	30.3		

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

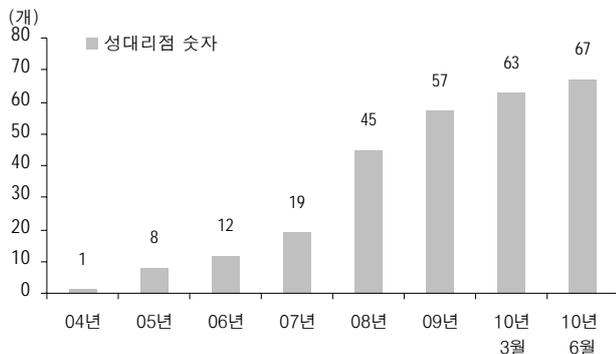
### 성대리점 및 점포수 꾸준히 증가, 시판채널 입점 확대

6월말 기준 중국법인의 성대리점 숫자는 67개이며 점포수는 9,230개로 꾸준히 증가하고 있다. 2009년 12월말 부터는 SASA 매장을 시작으로 시판채널에도 진출하고 있는데 6월말 기준 SASA와 Watsons를 포함해 267개의 시판채널에 제품을 입점시켰다. 시판채널에서의 매출 비중은 아직 거의 없으나 중장기적으로 시판 채널도 진출하기 위한 제품 홍보의 성격이며 신규입점은 대리상을 통해 이루어지고 있어 이러한 시판채널 입점에 따른 비용 부담은 거의 없다.

### 중국화장품 사업 향후 3년간 35% 성장

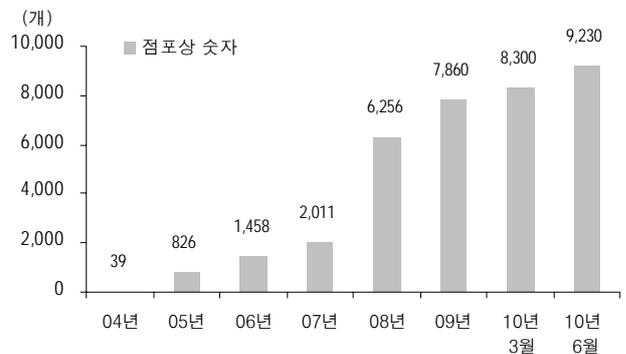
중국 내수 시장의 확대와 함께 지역커버리지 확대, 제품라인업 강화 등으로 2009년부터 2012년까지 향후 3년간 중국법인의 화장품 매출액은 연평균 35%의 고성장이 예상된다. 광고선전비 지출 등에도 불구하고 견조한 영업이익률이 유지되며 화장품 영업이익은 향후 3년간 연평균 20% 성장이 예상된다

중국화장품 성대리점 수 추이



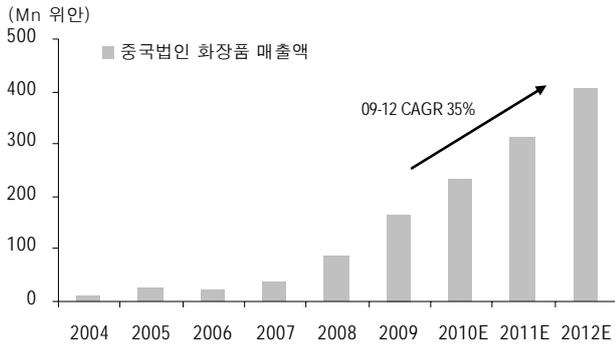
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

중국화장품 점포상 수 추이



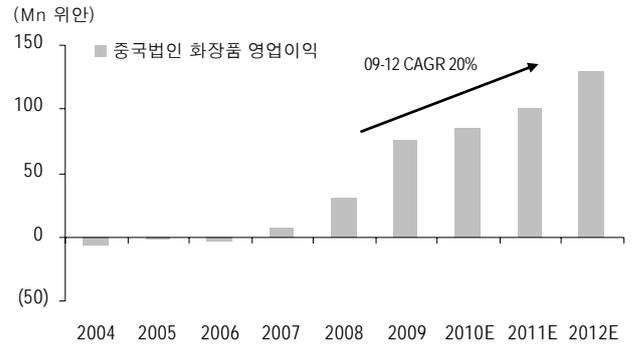
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 화장품 매출액 추이 및 전망



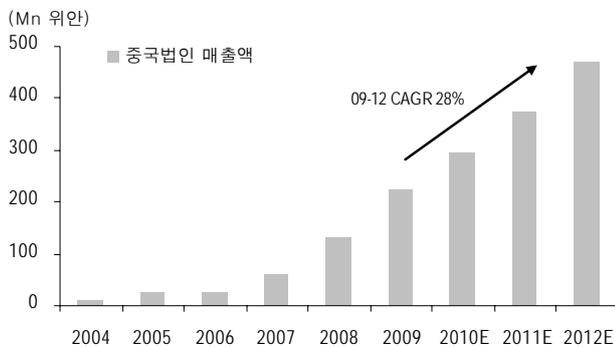
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 화장품 영업이익 추이 및 전망



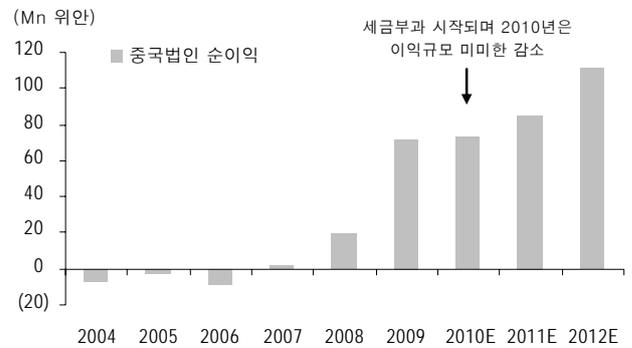
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 매출액 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 순이익 추이 및 전망

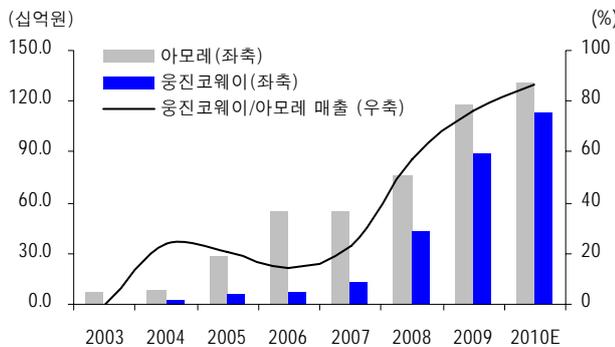


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

2010년 아모레 중국 법인 매출액의 87%수준, 순이익은 1.4배에 달하는 수준

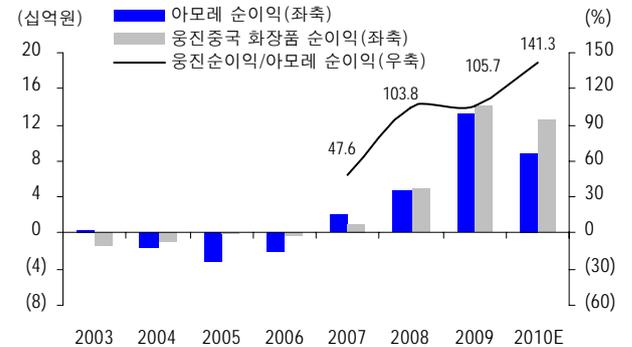
한편, 웅진코웨이 중국법인의 실적의 의미를 비교하기 위해 아모레와 비교를 해보았다. 회사는 화장품 매출 중 대리상 등에 대한 판매수수료를 모두 제외하고 매출로 인식함에 따라 소비자 가격의 34~35% 정도가 매출로 인식되고 있다. 이를 소비자가 기준으로 환산할 경우 2010년 예상 매출액은 아모레 중국법인 매출액의 87% 수준에 달하고 있다. 또한 순이익은 양사 모두 2010년부터 세금을 지급하기 시작하는데 아모레의 2010년 예상 순이익이 89억원인데 반해 웅진코웨이의 예상 순이익은 126억원으로 아모레 순이익의 1.4배에 달한다.

웅진코웨이와 아모레 중국법인 화장품 매출액 비교



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이와 아모레 중국법인 화장품 순이익 비교

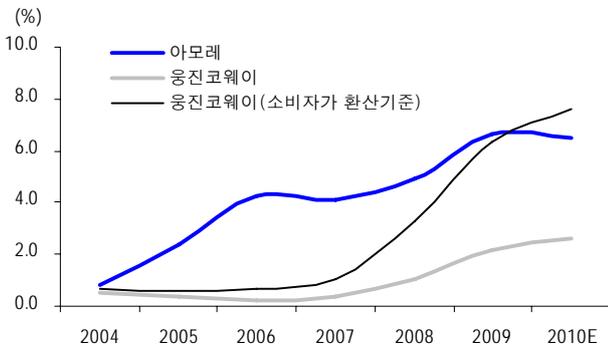


자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**모회사 매출액 대비 중국법인 비중은 아모레가 6.5%, 웅진코웨이가 7.6%**

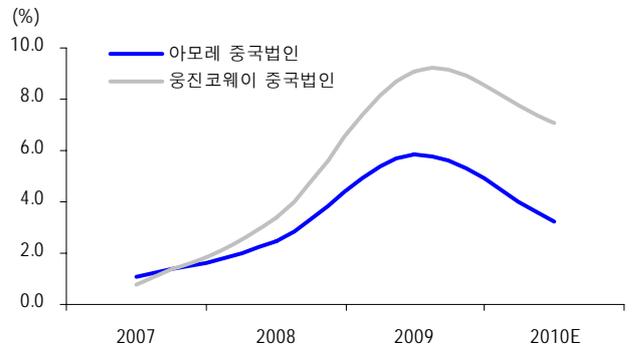
중국법인의 2010년 예상 매출액을 모회사 기준 매출액과 비교해보면 아모레가 6.5%, 웅진코웨이가 소비자가 환산기준 7.6%에 달하며 모회사의 세후영업이익대비 중국법인의 순이익 비중은 아모레가 3.2%, 웅진코웨이가 7%에 달하고 있다.

모회사 매출액 대비 중국법인 매출액 비중



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

모회사 세후 영업이익대비 중국법인 순이익 비중



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

**9월초 국내 화장품 사업 시작 큰 비용부담 없을 전망**

또한 동사는 중장기적으로 중국 화장품 사업과의 시너지 및 새로운 성장 동력 모색을 위해 국내 방판 화장품 사업에 진출할 계획이다. 이미 헤라와 오희 수준의 가격대의 1개 브랜드에 64개 라인업, 15개 특허를 출원하며 자체 제품 개발을 완료했고 판매인력을 모집 및 교육 중에 있다. 8월 중순 제품 발표회와 함께 TV 광고가 시작되고 9월초 본격적으로 화장품 사업을 시작할 계획이다. OEM생산으로 고정비 투자 부담이 낮고 Just-In-Time 방식 생산에 최저주문 수량 보장 등도 계약 내용에 포함되지 않아 재고에 따른 부담도 최소화되어 화장품 사업 진출에 따른 초기 투자 부담은 광고 및 판촉비, 인력 모집 및 교육 비용으로 제한될 전망이다.

**화장품 사업 큰 비용부담 없을 전망, 우려보다는 기회 요인으로 평가**

비록 동사가 화장품업체로서의 인지도는 없으나 과거 윤석금 회장이 코리아나 대주주로서 화장품 사업에 대한 경험을 보유하고 있으며 중국 화장품 사업 성공을 통해 자신감도 확보하고 있다. ▲ 화장품 사업 성공의 상당 부분이 마케팅 능력에 의해 좌우된다는 점에서 동사의 우수한 마케팅 능력이 십분 활용될 수 있고 ▲ 코디인력이 직접 판매를 하지 않더라도 제품의 홍보 등에 적극 활용될수 있어 주요 고객층에 대한 접점을 충분히 확보하고 있으며 ▲ 국내 유명화장품 연구소 개발인력 스카우트 등을 통해 제품 개발에도 만전을 기하고 있어 동사의 화장품 사업 진출을 관심있게 지켜볼 필요가 있다. 방판의 경우 고정비 부담이 낮은 특성상 매출이 어느 정도만 증가한다면 영업이익은 빠르게 증가할 수 있어 화장품 사업은 우려 요인 보다는 기회요인으로 평가되는 것이 바람직하다는 판단이다.

**말레이시아 렌탈 사업 확대 해외 수처리업체 인수**

한편 동사는 이외에도 렌탈 모델이 어느 정도 자리 잡아가고 있는 말레이시아 시장에서 렌탈 비즈니스 확대에 힘쓸 전망이다. 수처리 사업 역시 그린애타크 인수에 이어 해외(중국이 유력)업체 1곳(그린애타크와 유사한 300억원 내외 인수금액 예상)을 추가적으로 M&A하는 것을 검토 중이다. 케미칼의 산업용 필터 개발과 함께 수처리 사업 경험이 풍부한 업체dml 인수로 수처리 사업도 지속적으로 확대하는 등 중장기적인 시각에서 기타 사업 확대에 대해서도 지속적으로 노력중이다. 향후 3~4년 내 이들 사업의 확대 가능성도 기대해볼만 하다.

## 투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원으로 상향

- ▶ 투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원으로 8% 상향
- ▶ 웅진케미칼, 중국법인 실적개선으로 투자자산 가치 상승 여지 충분

### 투자의견 매수, 적정주가 5만 4천원으로 8% 상향

웅진코웨이 대해 투자의견 매수를 유지하며 적정주가를 기존 5만원에서 5만 4천원으로 8% 상향한다. 적정주가는 DCF를 통해 산출한 영업가치와 웅진케미칼, 중국법인 등의 투자자산 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산출되었다. 현금흐름 영구성장률 3%는 렌탈계정의 안정적인 성장과 지속적인 원가율 및 판매비율 감소, 신규사업의 중장기적 성장 등을 감안할 시 무리한 수치는 아니라는 판단이다. WACC 8.6%도 베타 0.9 시장프리미엄 5%, 무위험 수익률 4.4%에 근거한 것으로 실제 동사의 베타가 상당히 낮다는 점을 감안할 시 이 역시 낮은 수치라 보기 힘들다.

### 주당 투자자산 가치 중국법인이 약 3,270원, 웅진케미칼 2,860원 이하 상승여지 있음

당사는 추정의 보수성을 위해 부실한 해외 법인의 지급보증 금액을 투자자산 가치에서 제했다. 적정가치 중 주당 중국법인이 3,270원, 웅진케미칼 2,860원의 투자가치가 산정되는데 양 법인 모두 실적이 지속적으로 개선되고 있음을 감안하면 시간이 흐르며 추가적인 가치 상승 요인을 내포하고 있다.

웅진코웨이 적정주가 산정 테이블		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
(십억원)						
영업이익	a	233.3	264.9	287.2	303.2	319.9
유무형자산감가상각비	b	147.9	147.6	147.6	147.7	148.2
렌탈폐기손실 등 비현금성 비용	c	49.8	53.7	56.1	58.1	60.1
EBITDA	a+b+c	430.9	466.3	490.9	509.0	528.2
유효세율 (%)		25.9	24.2	24.2	24.2	24.2
EBITDA*(1-t)	A	319.3	353.4	372.1	385.9	400.4
(유무형자산감가상각비+렌탈폐기손실)*t	B	51.2	48.7	49.3	49.8	50.4
순운전자본 증가 (감소)	D	(5.9)	7.8	6.7	5.7	6.4
CAPEX	E	200.5	196.5	194.5	198.4	202.4
FCFF	A+B-C-D-E	175.9	197.9	220.2	231.6	242.1
Discount factor		0.97	0.82	0.76	0.70	0.64
PV of FCFF		170.2	162.4	166.4	161.1	155.1
Total PV of FCFF (2015년까지)	d	970.3				
Terminal value of end of 2015		4,833.7	영구성장률 3% 적용			
NPV of terminal value	e	2,851.2	WACC 8.6% 적용			
Total firm value	d+e	3,821.4				
총차입금	f	221.8				
현금 및 현금성자산	g	57.2				
매도가능증권	h	2.3				
웅진케미칼시장가치	l	220.7	시가 20%할인			
중국법인 가치	j	252.0	2010년 예상 순이익*P/E 20배(지분율 100%)			
부진한 해외법인 잠재손실 금액	k	44.7	부진한 해외법인 청산시 예상손실			
Total value of equity	d+e-f+g+h+l+j-k	4,087.1				
총발행주식수 (천주)		77,125				
자기주식수 (천주)		1,060				
주당 가치 (원)		53,732				
적정주가 (원)		54,000				
현주가 (원)		42,200	2010-08-10			
상승여력 (%)		28.0				
12개월 Forward EPS (원)		2,545				
Implied PER (배)		21.2				

자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>자산총계</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,332.8</b>	<b>1,414.7</b>	<b>1,452.6</b>
유동자산	475.6	509.5	489.5	543.6	553.4
현금및현금성자산	76.1	63.7	50.1	97.3	98.1
단기투자자산	5.9	5.5	7.1	8.6	12.9
매출채권	149.8	194.6	189.1	196.9	204.1
재고자산	58.0	54.6	57.1	59.7	61.9
기타	185.8	191.1	186.1	181.2	176.4
비유동자산	595.8	761.2	843.3	871.1	899.2
투자자산	114.1	130.7	209.9	238.1	268.5
유형자산	356.4	418.2	449.2	464.9	475.9
무형자산	64.9	141.1	110.9	92.4	77.0
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>590.0</b>	<b>552.5</b>	<b>510.3</b>	<b>417.2</b>
유동부채	398.7	541.8	443.7	490.9	397.3
매입채무	34.2	29.2	32.1	34.7	37.5
단기차입금	107.8	119.7	101.8	81.4	69.2
유동성장기부채	0.0	120.0	30.0	90.0	0.0
기타	256.7	272.8	279.8	284.8	290.6
비유동부채	76.0	48.2	108.8	19.3	19.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	90.0	0.0	0.0
기타	16.0	18.2	18.8	19.3	19.9
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>680.7</b>	<b>780.3</b>	<b>904.5</b>	<b>1,035.4</b>
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
자본조정	6.2	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	441.1	529.6	629.2	753.4	884.3
<b>총 차입금</b>	<b>167.8</b>	<b>269.7</b>	<b>221.8</b>	<b>171.4</b>	<b>69.2</b>
순차입금(순현금)	<b>85.8</b>	<b>200.5</b>	<b>164.5</b>	<b>65.5</b>	<b>(41.8)</b>

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>304.8</b>	<b>311.7</b>	<b>377.0</b>	<b>399.0</b>	<b>425.9</b>
당기순이익	129.1	153.3	176.5	212.4	237.1
유형자산감가상각비	126.5	128.2	124.8	129.1	132.2
무형자산감가상각비	14.7	19.9	23.1	18.5	15.4
지분법손실(이익)	1.4	(13.9)	(17.0)	(25.0)	(27.0)
투자자산처분손실(이익)	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	2.5	0.4	0.5	1.4	0.8
영업활동 자산부채의 변동	(36.2)	(48.9)	2.0	(13.3)	(11.7)
기타	66.9	71.6	67.2	75.9	79.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(276.1)</b>	<b>(279.1)</b>	<b>(210.9)</b>	<b>(211.8)</b>
단기투자자산의 감소(증가)	(4.2)	(0.1)	(1.6)	(1.4)	(4.3)
장기투자자산의 감소(증가)	(82.4)	2.8	(62.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산의 감소(증가)	(142.0)	(204.1)	(200.5)	(196.5)	(194.5)
기타	(26.4)	(74.8)	(15.0)	(10.0)	(10.0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>49.7</b>	<b>35.5</b>	<b>97.9</b>	<b>188.1</b>	<b>214.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(52.3)</b>	<b>(111.6)</b>	<b>(140.9)</b>	<b>(213.3)</b>
단기차입금 증가(감소)	15.8	(18.6)	(18.0)	(20.4)	(12.2)
유동성장기부채의 증가(감소)	(20.0)	0.0	(90.0)	60.0	(90.0)
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	60.0	0.0	60.0	(90.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.2)	(106.2)
기타	0.1	31.0	13.2	(2.3)	(4.8)
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>47.6</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(13.6)</b>	<b>47.2</b>	<b>0.8</b>
기초의 현금	28.5	76.1	63.7	50.1	97.3
기말의 현금	76.1	63.7	50.1	97.3	98.1
설비투자매출액 (%)	10.8	14.5	13.4	12.4	11.9
감가상각비/매출액 (%)	9.6	9.1	8.3	8.2	8.1
감가상각비/설비투자 (%)	89.1	62.8	62.2	65.7	68.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>매출액</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,500.2</b>	<b>1,579.1</b>	<b>1,637.3</b>
증가율 (%)	8.4	7.4	6.3	5.3	3.7
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	4.2	4.4
매출원가	407.2	460.2	489.4	518.6	544.9
증가율 (%)	5.8	13.0	6.4	6.0	5.1
매출총이익	907.2	951.8	1,010.8	1,060.5	1,092.3
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.4	67.2	66.7
판매비와관리비	717.1	747.5	777.5	795.6	805.1
증가율 (%)	7.5	4.2	4.0	2.3	1.2
영업이익	<b>190.1</b>	<b>204.3</b>	<b>233.3</b>	<b>264.9</b>	<b>287.2</b>
증가율 (%)	17.9	7.4	14.2	13.6	8.4
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.5	16.8	17.5
영업외수익(비용)	(5.4)	(1.5)	4.9	15.3	25.6
이자수익	3.3	3.1	3.7	3.3	5.2
이자비용	11.3	12.5	16.4	12.3	7.3
외환관련이익(손실)	10.5	(5.2)	1.4	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	(2.5)	(1.5)	(0.5)	(1.4)	(0.8)
지분법이익(손실)	(1.4)	13.9	17.0	25.0	27.0
기타영업외수익(비용)	(3.9)	0.7	(0.3)	0.7	1.5
법인세차감전계속사업이익	<b>184.8</b>	<b>202.7</b>	<b>238.2</b>	<b>280.2</b>	<b>312.8</b>
법인세비용	55.7	49.4	61.7	67.8	75.7
계속사업이익	129.1	153.3	176.5	212.4	237.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	<b>129.1</b>	<b>153.3</b>	<b>176.5</b>	<b>212.4</b>	<b>237.1</b>
증가율 (%)	11.0	18.8	15.1	20.3	11.6
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	11.8	13.4	14.5
EBITDA	394.3	400.7	425.9	464.1	486.2
증가율 (%)	7.8	1.6	6.3	9.0	4.8
배당성향 (%)	<b>50.2</b>	<b>50.1</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>

주요 투자지표

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	1,734	2,023	2,288	2,754	3,074
Adj. EPS (원)	1,768	2,043	2,294	2,772	3,085
BPS (원)	8,016	8,826	10,118	11,728	13,425
DPS (원)	870	1,010	1,144	1,377	1,537
PER (배)	17.0	15.9	18.4	15.3	13.7
Adj. PER (배)	16.6	15.7	18.4	15.2	13.7
PBR (배)	3.7	3.6	4.2	3.6	3.1
PCR (배)	6.4	6.8	8.7	7.9	7.4
EV/ EBITDA (배)	5.8	6.6	8.0	7.2	6.6
PEG (배)	1.0	1.1	1.4	1.8	1.8
배당수익률 (%)	3.0	3.1	2.7	3.3	3.6
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.5	16.8	17.5
EBITDA이익률 (%)	30.0	28.4	28.4	29.4	29.7
세전이익률 (%)	14.1	14.4	15.9	17.7	19.1
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.8	13.4	14.5
ROA (%)	12.9	13.1	13.6	15.5	16.5
ROE (%)	22.9	24.0	24.2	25.2	24.4
ROIC (%)	22.2	22.9	22.7	26.7	29.2
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	79.6	86.7	70.8	56.4	40.3
순부채비율 (%)	14.4	29.5	21.1	7.2	(4.0)
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	14.2	21.5	39.1
<b>활동성</b>					
총자산회전률 (회)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
매출채권회전률 (회)	9.2	7.9	7.7	8.0	8.0
재고자산회전률 (회)	22.7	25.1	26.9	27.0	26.9
매입채무회전률 (회)	43.9	44.5	48.9	47.2	45.4
운전자본회전률 (회)	14.0	11.7	11.6	13.2	14.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

**신한금융투자 영업망**

<b>서울지역</b>									
강남	02) 538-0707	성수동영업소	02) 466-4228	삼성역	02) 563-3770	여의도	02) 3775-4270	남대문	02) 757-0707
강남구청역	02) 547-0202	도곡	02) 2057-0707	삼풍	02) 3477-4567	등부이촌동영업소	02) 798-4805		
강남중앙	02) 6354-5300	양재동영업소	02) 3463-1842	남부터미널영업소	02) 522-7861	연희동	02) 3142-6363		
관악	02) 887-0809	대치센트레빌	02) 554-2878	상암	02) 6393-5090	영등포	02) 2677-7711		
광교	02) 739-7155	도곡중앙	02) 554-6556	서교동	02) 335-6600	영업부	02) 3772-1200		
광화문	02) 732-0770	마포	02) 718-0900	송파	02) 449-0808	서여의도영업소	02) 784-0978		
종로영업소	02) 722-4650	명동	02) 752-6655	신당	02) 2254-4090	올림픽	02) 448-0707		
구로	02) 857-8600	명품PB센터강남	02) 559-3399	신논현역	02) 875-1851	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800		
중앙유통단지영업소	02) 2101-3620	목동	02) 2653-0844	반포	02) 533-1851	잠실신천역	02) 423-6868		
노원역	02) 937-0707	목동중앙	02) 2649-0101	등대문	02) 2232-7100	중부	02) 2270-6500		
논현	02) 518-2222	방배동	02) 533-0202	암구정	02) 511-0005	창동	02) 995-0123		
답십리	02) 2217-2114	보라매	02) 820-2000	암구정FC	02) 541-5566	강북영업소	02) 906-0192		
<b>인천·경기지역</b>									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	수원	031) 246-0606	안산	031) 485-4481	정자동	031) 715-8600
구월동	032) 464-0707	수내역	031) 712-0109	영통역영업소	031) 205-4627	의정부	031) 848-9100	죽전	031) 898-0011
동두천	031) 862-1851	성남중앙영업소	031) 733-0953	수지	031) 262-2547	일산	031) 907-3100	평촌	031) 381-8686
부천	032) 327-1012	산본	031) 392-1141	연수	032) 819-0110	일산중앙영업소	031) 911-0984	평택	031) 657-9010
<b>부산·경남지역</b>									
금정	051) 516-8222	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	해운대	051) 701-2200		
동래	051) 505-6400	부산	051) 243-0707	울산남	052) 257-0777				
마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	창원	055) 285-5500				
<b>대구·경북지역</b>									
구미	054) 451-0707	대구서	053) 642-0606	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		
대구동	053) 944-0707	대구	053) 423-7700	인동	054) 855-0606				
<b>대전·충북지역</b>									
둔산	042) 484-9090	대전	042) 255-9131	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600		
<b>광주·전라남북지역</b>									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수원	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
<b>강원지역</b>					<b>제주지역</b>				
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
<b>PB센터</b>									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500		
서울파이낸스	02) 3783-0700	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500				
<b>해외현지법인</b>									
뉴욕	(1-212) 397-4000	런던	(44-20) 7283-4900	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356		

투자등급 (2003년 2월 10일부터 적용) : 매수: 6개월 수익률 +15% 이상, 중립: 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소: 6개월 수익률 -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경, 오기훈) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식의 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계를 받지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.