

# 웅진코웨이 (021240)

## 아직 성장은 멈추지 않았다

**BUY (유지)**

목표주가 / 현재주가 (2월18일) / 상승여력: **45,000원 / 35,150원 / 28.0%**

### 실망과 우려를 십분 반영한 주가 급락, 과도했다

- 주가 급락 이유는 무엇이었을까? 1) 3분기 이후의 중국 화장품 외형 성장 둔화에 대한 실망감 및 향후 투자 확대에 따른 수익성 훼손, 그리고 2) 국내 화장품 런칭에 따른 이익률 훼손등이 펀더멘탈 측면에서는 주요한 요인
- 과도했던 주가 급락. 1) 중국 화장품 매출 성장에 대한 눈높이를 낮춰야 함은 분명하지만, 중국 화장품 시장의 구조적인 성장세를 동사도 수혜를 입게 될 것이라는 점, 2) 국내 신규 사업에 대한 초기 투자는 브랜드 인지도 확대를 위한 필수적인 요소라는 점, 또한, 3) 주력 사업에서의 지속 가능한 성장과 높은 수익성 유지에 대해 긍정적으로 평가해야 하는 점을 주가 급락이 과도했다는 평가의 근거로 삼음
- 중국 화장품의 2011년 매출액은 약 20% 성장하는 2억 5천만 RMB로 전망하며, 영업이익률은 약 25%로 예상: 2011년 중국 화장품은 기존 대리상을 중심으로 한 점포의 지속적인 확대와 더불어 효율성 있는 매장으로 재편 노력, 시판 채널 비중 확대를 통한 브랜드 인지도 확대
- 국내 화장품의 매출액은 2011년 약 600억원으로 전망: 2011년에는 기존 '리앤케이' 제품 외에도, 남성 라인 확대, 천연 화장품 등 제품 다각화가 진행될 것으로, 매출액 600억원 달성은 무난. 제품 확대 외에도 방판 채널에 집중하면서, 브랜드 이미지 확대를 위한 시판 채널 (백화점 및 면세점) 진출도 계획

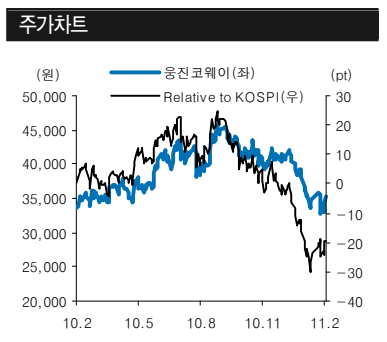
### 그룹 리스크에 대해서는 어떻게 접근해야 할까?

- 주가 하락의 또 다른 요인으로 판단되는 것은 웅진 그룹 관련 이슈. 최근, 효성그룹의 중견 건설사인 진흥 기업이 부도 위기에 몰리면서 중소형 건설사에 대한 우려가 부각
- 극동건설의 2010년 3분기말 약 7,455억원에 달하였던 우발채무는 축소되고 있는 것으로 판단되며, 지방권을 중심으로 한 미분양률 해소가 점진적으로 이루어지고 있어, 리스크는 점진적으로 축소되고 있는 상황

### BUY 투자이건 유지, 목표주가는 중국의 눈높이를 낮춰 45,000원으로 하향 조정

- 웅진코웨이에 대한 목표주가를 기존 48,000원에서 45,000원으로 약 6% 하향 조정. 중국 화장품에 대한 눈높이를 낮춰야 할 것으로 판단, 중국 화장품 매출 성장률을 약 20%로 하향 조정 (기존 매출 성장률 전망치 약 37% 전망)
- 그러나, BUY 투자이건을 지속적으로 유지. 앞서 언급하였듯이, 1) 중국 화장품 시장의 구조적 성장, 2) 신규 사업의 본격적인 외형 성장 기여와, 3) 주력 사업에서의 지속 가능한 성장과 높은 수익성 유지에 대해 긍정적으로 평가하기 때문
- 웅진코웨이의 2011년 매출액과 영업이익 각각 약 11.4%, 8.9% 증가하는 1조 6,920억원, 2,490억원으로 전망. 화장품 사업이 2011년 연간으로 매출액에 기여(매출 성장 기여 약 35%)를 하기 시작하며, 주력 사업에서도 가습 청정기등의 라인업 강화, 또한 여름 시즌을 앞두고 2년만에 새로운 기술의 음식물처리기 출시등으로 지속적인 외형 성장은 가능할 것이라고 판단

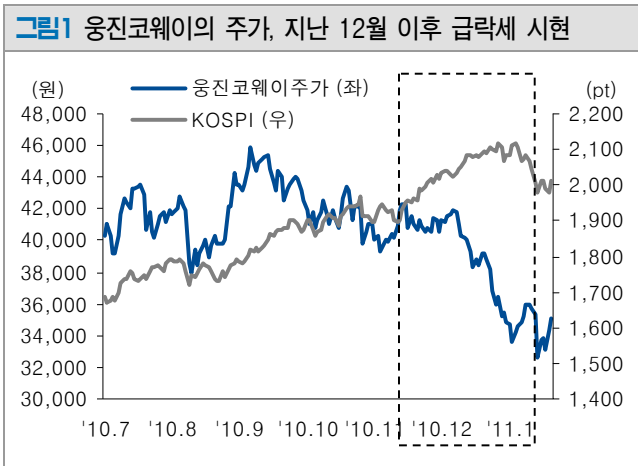
12월 결산 (십억원)	2009	2010P	2011F	주가지수 및 상대주가치	절대수익률	상대수익률
매출액	1,412	1,519	1,692	(%)		
영업이익	204	229	249	1M	-2.4	1.6
세전이익	203	236	268	3M	-12.8	-17.2
순이익	153	177	209	6M	-10.2	-24.5
EPS (원)	2,023	2,290	2,712	시가총액	2,711십억원	
PER (H/L) (배)	20.0/11.6	17.6	13.0	발행주식수	77,125천주	
PBR (H/L) (배)	5.7/3.3	4.8	3.5	60일 평균거래량	327천주	
EV/EBITDA (H/L) (배)	9.5/5.5	7.7	6.1	60일 평균거래대금	12,291백만원	
ROE (%)	24.0	24.2	25.0	주요주주	웅진홀딩스 28.4%	



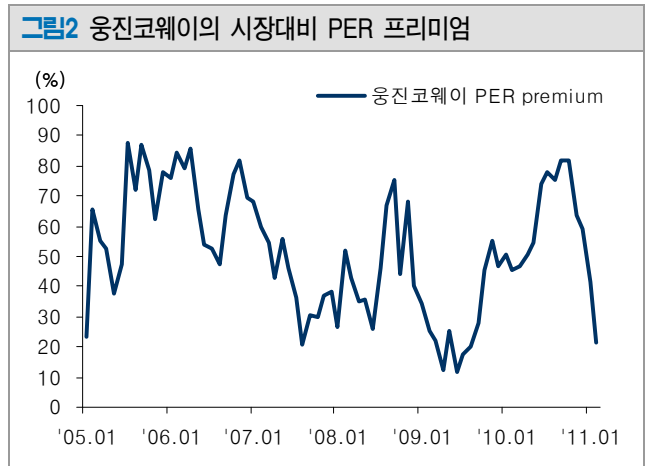
### 실망과 우려를 심본 반영한 주가 급락, 과도했다

웅진코웨이의 주가는 2010년 12월 이후 지속적으로 하락하며, 시장 대비 약 21%p underperform하였다. 이유는 무엇이었을까? 당시는 동사 주가 하락의 원인에 대해 1) 3분기 이후의 중국 화장품 외형 성장 둔화에 대한 실망감 및 향후 투자 확대에 따른 수익성 훼손, 그리고 2) 국내 화장품 런칭에 따른 이익률 훼손 등이 펀더멘탈 측면에서는 주요한 요인이었다고 판단한다. 여기에, 최근 효성그룹 계열의 진흥기업이 부도 위기에 몰리면서 중 소형 건설사에 대한 리스크가 다시 한번 부각이 되었던 점이 주가 하락에 더욱 불을 지폈다고 판단한다.

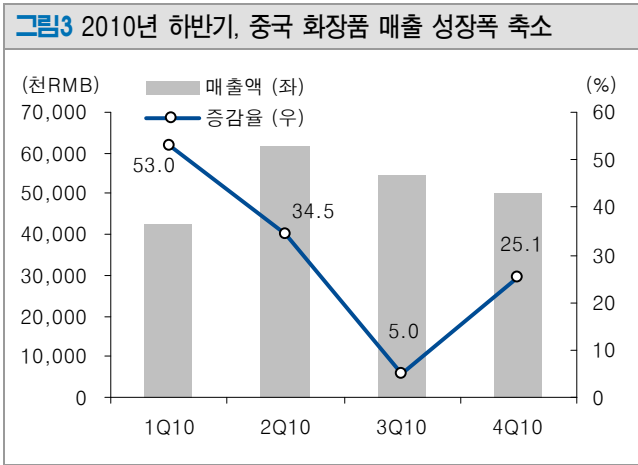
중국 화장품 외형 성장에 대한 실망감이 반영되기 시작한 것은 2010년 3분기 이후부터이다. 중국 화장품 매출 성장률이 5%를 기록하며, 그동안 높은 두 자릿수의 외형 성장을 시현해왔던 것과는 상반된 결과를 기록하였다. 그러나, 실적 발표 직후 주가는 3분기 중국의 매출 성장 둔화에 크게 반응하지 않았었는데, 이는 웅진케미칼의 실적 호조에 따른 지분법 이익 급증이 영업외에서의 충격을 흡수하였기 때문이었다 (그림 4 참고). 웅진케미칼로부터의 지분법이익은 2010년 3분기 약 84억원으로 전년동기의 22억원 대비 크게 확대되었으며, 웅진케미칼의 2010년 순이익은 전년대비 약 6배 가까운 성장률을 기록하며, 2010년 4분기에 약 128억원, 연간 약 259억원의 지분법이익을 기여하였다.



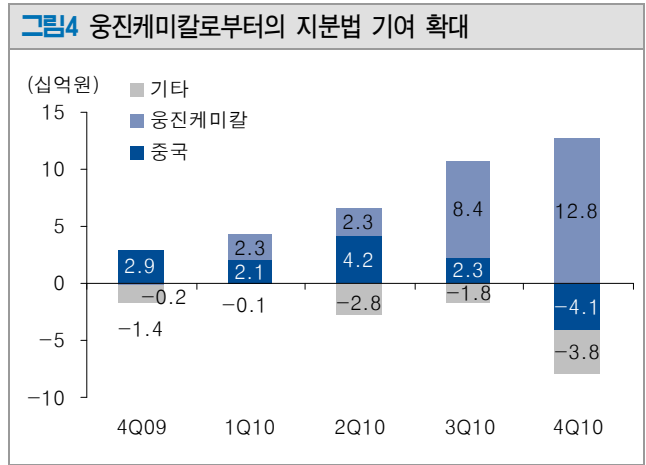
자료: DataguidePro, 토러스투자증권 리서치센터



자료: Datastream, 토러스투자증권 리서치센터



자료: DataguidePro, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

동사의 주가는 유가증권시장 상장 이후, 크게 두 번의 Re-rating 단계를 거치며, 상승해왔는데, 첫번째 시기는 2004년 웅진코웨이개발과의 합병으로 판매 조직과 생산 조직이 합해지게 되면서, 비용의 효율적 집행등의 시너지 효과에 대한 기대감이 반영된 시기이다. 또 한번의 Re-rating 구간은 중국법인의 화장품 매출 성장세가 부각되면서인데, 2009년 중국 법인 화장품 매출액은 전년대비 약 2배 가까운 성장을 기록하였으며, 영업이익률은 10%p 가량 개선되며, 자회사 가치 확대는 곧 동사 주가의 상승으로 이어졌다.



자료: DataguidePro, 토러스투자증권 리서치센터

**표1 웅진코웨이의 과거 주가 흐름 및 구간별 원인 분석**

**(1) 2001년 10월 ~ 2002년 4월 급등기**

2001년 8월 KOSPI에 상장

**(2) 2002년 5월 ~ 2004년 6월 하락기**

부진한 실적등에 따라 모멘텀 크게 없어 주가 횡보 지속

**(3) 2004년 7월 ~ 2006년 4월 급등기**

웅진코웨이개발과의 합병으로 회사에 대한 프리미엄 확대 구간. 주가가 한 단계 re-rating 되었던 구간이라고 판단됨

**(4) 2006년 5월 ~ 2006년 6월 급락기**

실적 부진과 더불어, 보유 자사주를 해외 DR(해외주식예탁증서) 발행한 후 실적 부진으로 주가 하락을 이기지 못한 외국인 물량의 손절매로 주가 급락

**(5) 2006년 7월 ~ 2007년 6월 상승기**

2005년 웅진코웨이개발과의 합병 이후 수익성 개선이 점차 분기별로 나타나기 시작.

**(6) 2008년 12월 ~ 2009년 10월 급등기**

중국 화장품 사업에 관심 받기 시작. 2009년 중국 법인의 매출액 약 2배 성장. 영업이익률 또한 2008년의 11%에서 32%로 크게 확대

**(7) 2010년 4월 ~ 2010년 9월 상승기**

1분기 실적, 영업이익률 사상 최고치인 16% 기록. 또한 중국의 화장품 고성장세에 대한 프리미엄 확대 구간. 중국 내수주의 랠리. 국내 화장품 런칭에 대한 기대감 반영

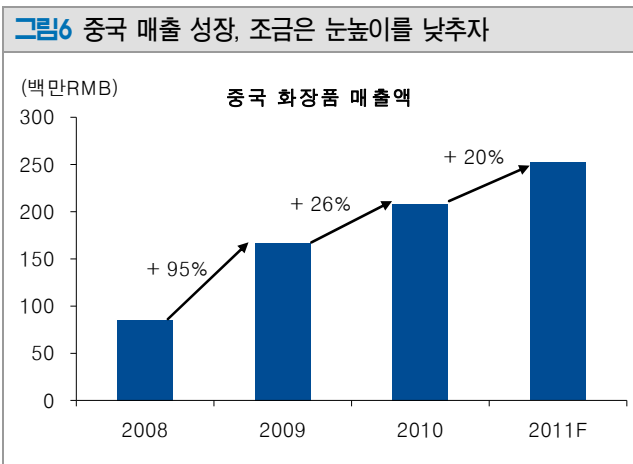
자료: 토러스투자증권 리서치센터

2010년 3분기 실적 이후 중국 화장품 성장에 대한 눈높이가 점차 낮춰지면서, 프리미엄이 축소되기 시작하였으며, 국내 화장품 런칭 이후 매출액은 회사측의 초기 가이드스 (2010년 매출액 약 100억원)를 높은 수준으로 상회할 것이라는 긍정적인 뉴스에도 하락세는 지속되었다. 비용에 대한 부담 때문이었다. 생활가전 렌탈/판매등의 주력 사업이 2010년 상반기에 사상 최고의 영업이익률인 16%를 기록하면서, 중국 화장품 성장과 더불어 동사 주가 상승을 이끌었던 요인이었는데, 국내 화장품 런칭에 따른 비용 확대로 2010년 4분기 수익성이 하락할 것이라는 우려가 반영되었다.

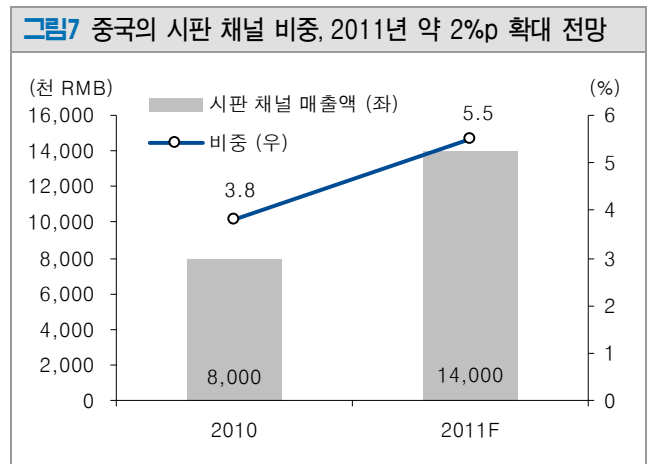
그러나, 동사의 현 주가는 이러한 우려들을 과도하게 반영하였다는 판단이다. 우선, 1) 중국의 화장품 매출 성장에 대한 눈높이를 낮춰야 함은 분명하지만, 중국 화장품 시장의 구조적인 성장세를 동사도 수혜를 입게 될 것이라는 점, 2) 국내 신규 사업에 대한 초기 투자는 화장품 시장내에서 브랜드 인지도 확대는 매출 증대를 위한 필수적인 요소라는 점에서 초기 마케팅 비용 확대에 대한 우려는 과도하다라는 판단이다. 또한, 3) 생활가전 렌탈, 판매의 계정 순증이 2008년을 바닥으로 확대되고 있다는 점은 향후 매출 성장 정체에 대한 근거로서 작용될 것으로, 주력 사업에서의 지속 가능한 성장과 높은 수익성 유지 또한 주가 상승 요인으로 고려해야 할 것이다.

중국 화장품의 2011년 매출 성장률은 약 20% 성장하는 2억 5천만 RMB로 전망하며, 영업이익률은 약 25%로 예상한다. 원화 기준 지분법이익은 전년대비 약 2배 이상 성장하는 약 93억원으로 전망한다. 2010년 4분기 중국 법인은 약 41억원의 손실을 기록하였는데, 이는 중국 법인이 100% 지분을 보유하고 있었던 홍콩 지사 철수에 따른 유가증권 손실, 환경가전 재고평가 손실, IFRS 회계 기준 도입 전 회계 조정에 따른 손실등이 일시에 반영되었기 때문이다.

2011년 중국 화장품은 기존 대리상을 중심으로 한 점포의 지속적인 확대와 더불어 효율성 있는 매장으로 재편 노력, 시판 채널 비중 확대를 통한 브랜드 인지도 확대등이 사업의 중점이 될 것으로 판단한다. 이에 따라, 지속적인 마케팅 비용 지출 등으로 화장품 부문의 영업이익률은 전년대비 약 8%p 가량 축소될 것으로 전망된다.

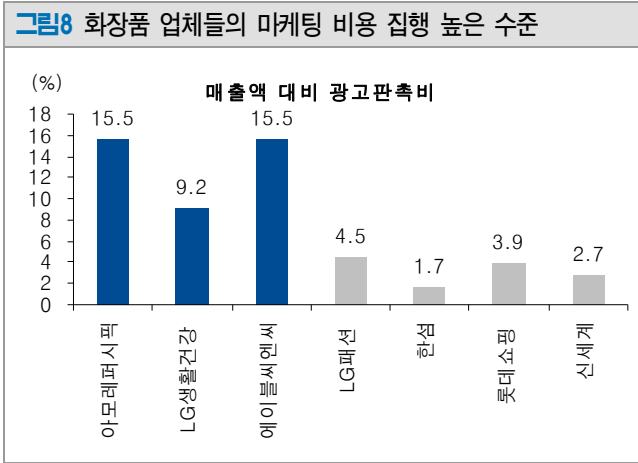


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

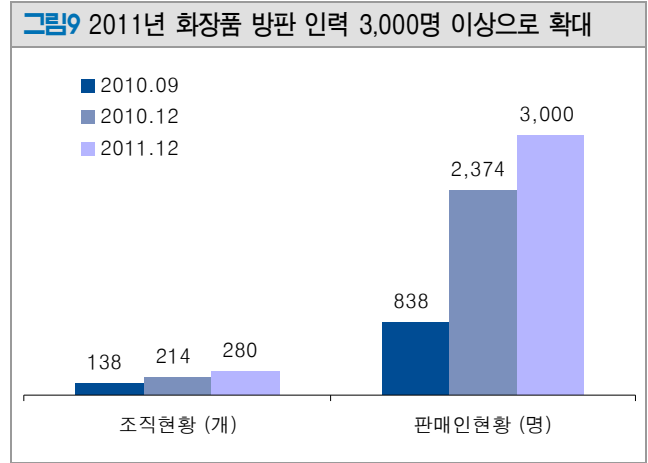


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

국내 화장품의 매출액은 2011년 약 600억원으로 전망한다. 2010년 9월 런칭된 웅진코웨이 화장품 사업은 약 4개월 동안 234억원의 매출액을 기록하며, 기대치를 상회하였다. 초기 마케팅 비용이 집중되며 약 130억원의 영업손실을 기록하였으나, 이는 브랜드 인지도 확대를 위한 필수불가결한 투자라고 판단된다. 이미 브랜드 이미지가 확고하다고 판단되는 국내 화장품 업체들 또한 타 내수 기업 대비 많은 비용을 광고관촉등의 마케팅 비용에 투자하고 있다는 점(그림 8 참고)을 참고해 봐야 할 것이다. 2011년에는 기존 '리엔케이' 제품 외에도, 남성 라인 확대, 천연 화장품 등 제품 다각화가 진행될 것으로, 매출액 600억원 달성은 무난해보인다. 제품 확대 외에도 방판 채널에 집중하면서, 브랜드 이미지 확대를 위한 시판 채널 (백화점 및 면세점) 진출도 계획하고 있다.

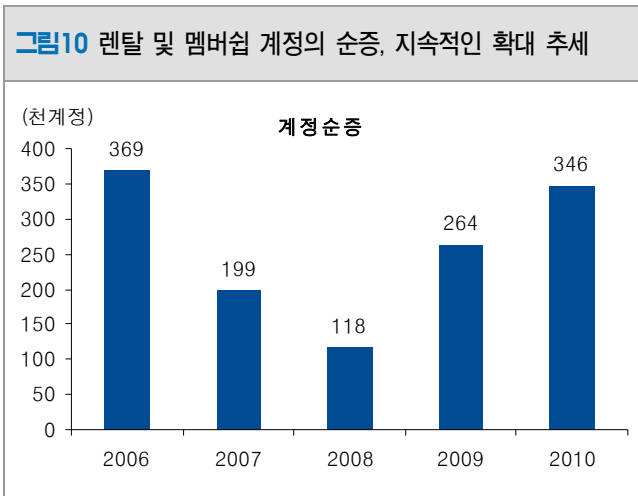


자료: 각사 사업보고서, 토러스투자증권 리서치센터

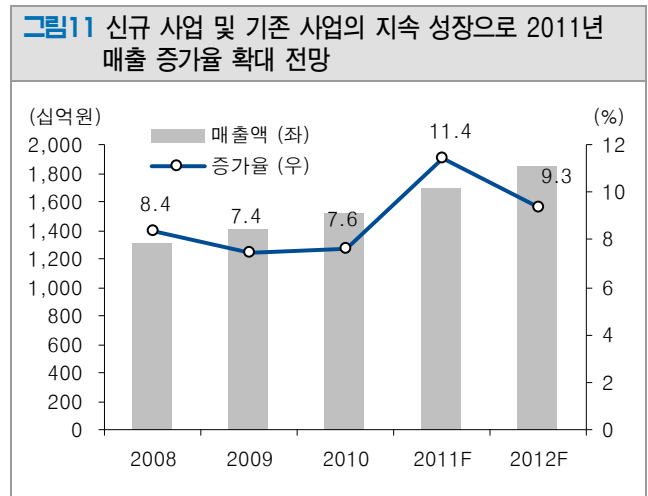


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

화장품 사업 외에도 국내 주력 사업인 생활가전 렌탈/판매에서도 지속적인 계정 순증으로 향후의 안정적 성장의 밑받침을 구축하고 있다는 판단이다. 동사의 총 계정은 2010년에 약 35만대로 확대되었으며, 이는 가격과 기능을 다양화한 지속적인 제품 출시등으로 가능하였다. 이에 따라, 동사의 시장 지배력은 여전히 유지되고 있는 것으로 판단된다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

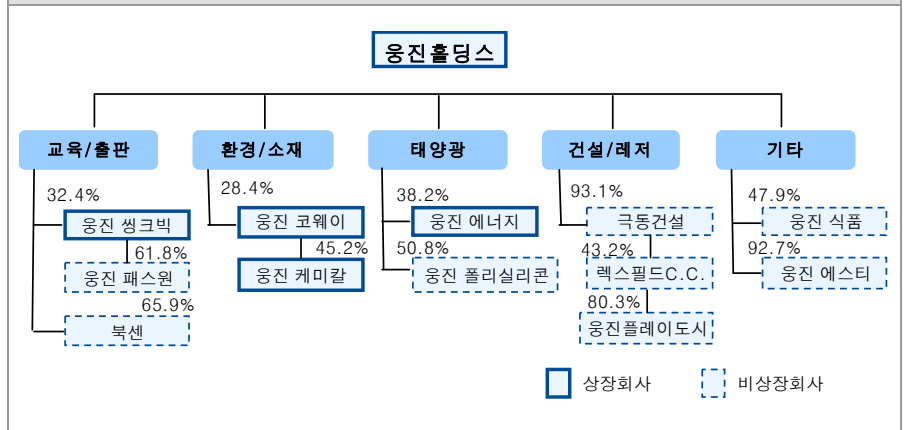


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

**그룹 리스크에 대해서는 어떻게 접근해야 할까?**

주가 하락의 또 다른 요인으로 판단되는 것은 웅진 그룹 관련 이슈이다. 최근, 효성그룹의 중견 건설사인 진흥 기업이 부도 위기에 몰리면서 중소형 건설사에 대한 우려가 부각되었으며, 이에 따라 웅진홀딩스가 지분 93.1%를 보유하고 있는 극동건설에 대한 리스크가 다시금 고개를 들었다. 동사와 극동건설간에 지분 관계는 없으나, 웅진홀딩스가 보유한 동사 지분 매각을 통한 지원 가능성을 염두한 우려이다. 2010년 9월, 웅진홀딩스는 웅진코웨이 지분 3.2%를 매각하였는데, 이는 홀딩스 자체의 차입금 상환 및 향후 자금 마련을 위한 신용 등급 하향 가능성 배제 등을 위해 활용된 것으로 판단된다. 2010년 3분기말 약 7,455억원에 달하였던 우발채무는 축소되고 있는 것으로 판단되며, 지방권을 중심으로 한 미분양률 해소가 점진적으로 이루어지고 있어, 리스크는 축소되고 있는 상황이다.

**그림12** 웅진홀딩스의 지분 구조



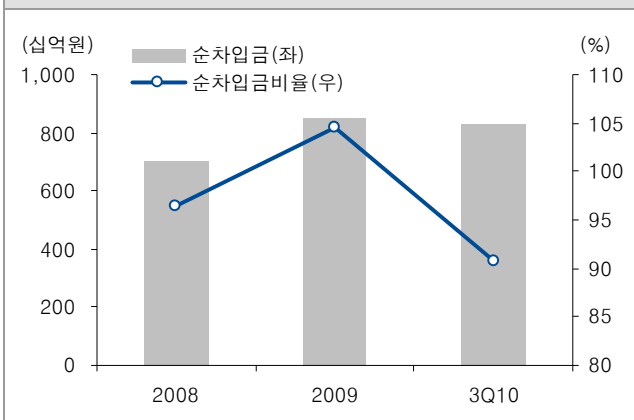
자료: 토러스투자증권 리서치센터

**표2** 과거 웅진홀딩스 외 특수관계인의 웅진코웨이 지분을 변화 추이

일시	지분율	변동률
2007.01	38.00%	
2009.02	36.35%	-1.65%p
2009.03	36.40%	0.05%p
2009.07	37.09%	0.69%p
2009.11	35.46%	-1.63%p
2010.01	35.33%	-0.13%p
2010.03	35.50%	0.17%p
2010.08	34.94%	-0.56%p
2010.09	31.73%	-3.21%p

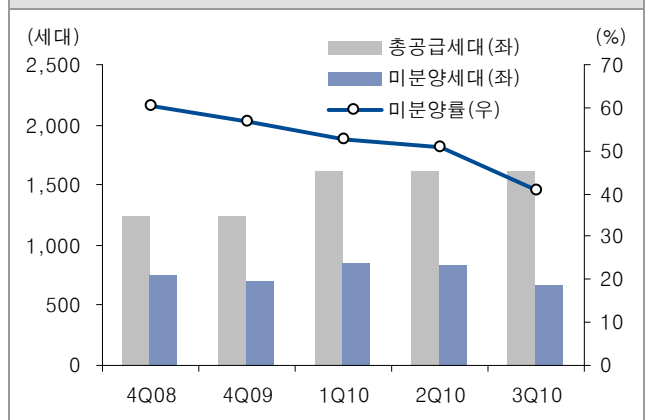
자료: Dart, 토러스투자증권 리서치센터

**그림13** 웅진홀딩스의 순차입금 비율



자료: 웅진홀딩스, 토러스투자증권 리서치센터

**그림14** 극동건설의 미분양률, 점진적인 하락 추세



자료: 웅진홀딩스, 토러스투자증권 리서치센터

**표3** 2010년 우발 채무 만기 약 2,330억원은 대부분 Rollover 완료 된 것으로 파악

(단위: 십억원)	2010	2011	2012~	총계
우발채무 만기	233	428	85	746

자료: 웅진홀딩스

**BUY 투자 의견 유지, 목표주가는 중국의 눈높이를 낮춰 45,000원으로 하향 조정**

중국의 이익 하향 조정에 따라 목표주가를 기존 48,000원에서 45,000원으로 약 6% 하향 조정한다. 중국 화장품에 대한 눈높이를 낮춰야 할 것으로 판단, 중국 화장품 매출 성장률을 약 20%로 하향 조정 (기존 매출 성장률 전망치 약 37% 전망)하였다. 그러나, EPS 전망치는 약 2% 가량 하향 조정에 그쳤는데, 이는 동사가 지분 45%를 보유한 웅진케미칼의 실적 호조에 따라 (2011년 매출액과 영업이익 가이드스 각각 전년대비 약 11%, 25% 성장) 중국으로부터 지분법 이익 축소를 일부 상쇄할 것이라고 판단되기 때문이다.

목표주가는 소폭 하향 조정하였으나, 최근 주가 급락에 따라 상승여력이 확보되어 있어, 웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견을 지속적으로 유지한다. 앞서 언급하였듯이, 1) 중국 화장품 시장의 구조적 성장, 2) 신규 사업의 본격적인 외형 성장 기여와, 3) 주력 사업에서의 지속 가능한 성장과 높은 수익성 유지에 대해 긍정적으로 평가하기 때문이다.

웅진코웨이의 2011년 매출액과 영업이익을 각각 전년대비 약 11.4%, 8.9% 증가하는 1조 6,920억원, 2,490억원으로 전망한다. 화장품 사업이 2011년 연간으로 매출액에 기여(매출 성장 기여 약 35%)를 하기 시작하며, 주력 사업에서도 가습 청정기등의 라인업 강화, 또한 여름 시즌을 앞두고 2년만에 새로운 기술의 음식물처리기 출시등으로 지속적인 외형 성장은 가능할 것이라고 판단한다.

**표4 웅진코웨이 목표주가 산출 내역**

	금액	비고
<b>A. 영업가치 (원)</b>	<b>38,769</b>	DCF (WACC 8.6%, Rf 4.4%, Risk premium 6.0%, beta 0.7)
<b>B. 자회사 가치 (원)</b>	<b>6,003</b>	
1. 중국 법인 가치 (원)	2,543	
2011F 주당 순이익 (원)	121	2011년 중국 순이익 약 93억원 전망
적용PER (배)	21.0	화장품업체들의 평균 PER
2. 웅진케미칼 가치 (원)	3,461	
시가총액 (십억원)	5,931	2월 18일 종가 기준
지분율 (%)	45.0	

**웅진코웨이 적정가치 (원) 44,773**

자료: 토러스투자증권 리서치센터

**표5 웅진코웨이 실적 추정 변경**

(단위: 십억원)		2010	2011F	2012F
매출액	수정 후	1,519	1,692	1,850
	수정 전	1,519	1,663	1,766
	변동률(%)	0.0	1.7	4.8
영업이익	수정 후	229	249	275
	수정 전	231	255	283
	변동률(%)	-1.1	-2.3	-3.0
EPS(원)	수정 후	2,290	2,712	3,083
	수정 전	2,505	2,779	3,139
	변동률(%)	-8.6	-2.4	-1.8

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,519	1,692	1,850
증가율 (%)	8.4	7.4	7.6	11.4	9.3
매출원가	407	460	494	532	579
증가율 (%)	5.8	13.0	7.4	7.7	8.7
매출총이익	907	952	1,025	1,160	1,271
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.5	68.5	68.7
판매비와 일반관리비	717	747	796	911	996
% of Sales	54.6	52.9	52.4	53.8	53.9
영업이익	190	204	229	249	275
증가율 (%)	17.9	7.4	12.0	8.9	10.2
EBITDA	331	352	434	471	512
EBITDA Margin (%)	25.2	25.0	28.5	27.8	27.7
영업외손익	-5	-2	8	19	30
순금융수지	-8	-9	-14	-14	-10
외화관련손익	10	-5	-1	0	0
투자자산관련손익	0	-1	0	0	0
유형자산처분손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	14	22	32	42
법인세전계속사업손익	185	203	236	268	305
계속사업손익법인세	56	49	60	59	67
계속사업손익	129	153	177	209	238
증가율 (%)	11.0	18.8	15.2	18.4	13.7
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	177	209	238
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	11.6	12.4	12.9
수정순이익	124	147	160	184	205

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2008	2009	2010P	2011F	2012F
EPS (원)	1,734	2,023	2,290	2,712	3,083
수정EPS (원)	1,671	1,941	2,081	2,391	2,661
BPS (원)	7,144	7,123	8,392	10,175	12,078
CPS (원)	4,581	4,760	4,677	5,193	5,634
DPS (원)	870	1,010	1,250	1,450	1,575
PER (x)	15.4	19.0	17.6	13.0	11.4
수정PER (x)	16.0	19.8	19.4	14.7	13.2
PBR (x)	3.7	5.4	4.8	3.5	2.9
EV/EBITDA (x)	6.3	9.0	7.7	6.1	5.5
P/EBITDA (x)	6.0	8.4	7.2	5.8	5.3
EBITDA증가율(%)	9.4	6.3	23.0	8.6	8.7
세전계속사업이익증가율(%)	18.7	9.7	16.6	13.5	13.7
순이익증가율(%)	11.0	18.8	15.2	18.4	13.7
EPS증가율(%)	11.0	16.7	13.2	18.4	13.7
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.1	14.7	14.8
세전계속사업이익률 (%)	14.1	14.4	15.6	15.8	16.5
ROE (%)	22.9	24.0	24.2	25.0	24.8
ROA (%)	12.9	13.1	13.0	13.8	14.2
ROIC (%)	22.1	22.6	21.3	22.7	23.7
부채비율(%)	79.6	86.7	85.7	77.6	71.6
순차입금비율 (%)	15.4	30.3	30.2	18.5	8.4
이자보상배율 (x)	23.6	21.7	16.2	18.3	26.4
유동비율(%)	119.3	94.0	135.5	153.6	169.5
매출채권회전율(x)	9.8	8.2	7.5	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	22.7	25.1	23.9	22.0	21.9
매입채무회전율(x)	13.6	14.5	16.3	16.0	15.8

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
유동자산	476	509	582	694	827
당좌자산	418	455	509	614	738
현금및현금성자산	76	64	88	145	226
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	209	233	255
재고자산	58	55	73	81	88
비유동자산	596	761	868	894	927
투자자산	114	131	204	204	204
유형자산	356	418	454	497	542
무형자산	65	141	133	110	90
기타비유동자산	60	71	76	84	91
자산총계	1,071	1,271	1,449	1,589	1,754
유동부채	399	542	429	452	488
매입채무	34	29	31	35	38
단기차입금	108	120	74	83	90
유동성장기부채	0	120	30	8	2
비유동부채	76	48	240	242	244
사채	0	0	50	50	50
장기차입금	60	30	170	170	170
부채총계	475	590	669	694	732
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정	6	-32	-32	-32	-32
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	441	530	629	743	871
자본총계	597	681	780	895	1,022

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
영업활동 현금흐름	305	312	330	372	409
당기순이익	129	153	177	209	238
현금유출입없는비용수익의가감	212	207	184	191	197
유형자산감가상각비	126	128	180	198	218
무형자산상각비	15	20	25	23	19
외환차손 (차익)	0	0	0	0	0
외화환산손실 (이익)	-10	4	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	1	-14	-22	-32	-42
투자자산처분손실 (이익)	0	1	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	3	0	0	0	0
기타	77	68	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	-36	-49	-31	-29	-26
재고자산의 감소(증가)	-1	4	-18	-8	-8
매출채권의 감소(증가)	-42	-52	-15	-24	-22
매입채무의 증가(감소)	8	-9	2	4	3
투자활동현금흐름	-255	-276	-299	-233	-243
유형자산취득	-171	-218	-216	-241	-263
유형자산처분	29	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-6	-17	0	0
기타	-109	-66	-66	8	20
재무활동현금흐름	-2	-52	-6	-83	-84
차입금의 증감	56	51	55	-14	2
자본의 증가	0	-39	0	0	0
현금의 증가	48	-12	25	57	81
기초현금	29	76	64	88	145
기말현금	76	64	88	145	226

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



**Compliance Notice**

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	<b>STRONG BUY</b>	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	<b>BUY</b>	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	<b>HOLD</b>	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	<b>SELL</b>	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
		단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능
업종	<b>Overweight</b>	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	<b>Neutral</b>	
	<b>Underweight</b>	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2011년 2월 20일 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.

**목표주가 차트**



종목 투자의견		
날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원
2010년 2월 22일	BUY	48,000원
2011년 2월 21일	BUY	45,000원