

국내 화장품진출, 우려보다는 기대에 무게

기대치를 충족한 2분기 실적

2분기 매출액과 영업이익은 7%/21% YoY 증가하며 기대치를 충족했다. 2분기 기준 최대치이며 계절성을 감안하더라도 1분기에 이어 두 번째이다. 렌탈매출(비중 85%)이 4% 증가했고, 일시불매출(비중 7%)과 수출(비중 5%)도 각각 86%/67% 증가했다. 렌탈/멤버십 계정수는 1분기에 비해 각각 3.1만(+1%)/3.4만개(+4%) 증가하여 2분기말 기준으로 397만/90만 계정을 확보하고 있다. 해약률은 1.06%로 1분기에 비해 0.11%p 하락하였다.

영업이익률은 1분기에 이어 16.0%를 유지했는데, 수익성이 좋은 일시불 판매비중이 상승하였고, 인건비와 판매수수료 부담도 완화되었기 때문이다. 전년 4분기 이후 영업부문의 수익성 개선추세가 지속되고 있다.

중국 화장품부문은 35% YoY 성장하였다. 점포수가 전년 말 대비 1,370개 증가(+15%)하였고, 신규로 시판채널에도 진입한 효과가 나타났다. 영업이익은 19% YoY 감소하였지만 이는 전년 2분기에 2008년 영업이익 과소계상분을 일회성으로 계상했기 때문이며, 이를 제거할 경우 실제 영업이익은 28% 증가한 것이다. 영업이익률은 38%로 여전히 높다.

국내 화장품사업 진출, 단기 적자 우려보다는 장기 성장동력원 발굴 측면에서 이해

국내 화장품사업 진출은 9월 초 독자브랜드, 64개 라인업으로 시작할 예정이다. 시장에서 기대하는 해외브랜드와의 병행판매협상은 여전히 진행 중이다. 화장품사업 진출에 대한 시장의 우려가 있지만, 동사의 490만 가입자와 1.3만 CODY 조직을 마케팅에 활용할 수 있고, 국내/중국에서 화장품사업을 운영한 경험도 보유하고 있기 때문에 단기적인 적자 우려보다는 신규 성장동력원 발굴이라는 기대감에 무게를 둔다.

국내의 사업이 안정적으로 성장하고 있기 때문에 국내 화장품사업에 대한 우려감으로 주가가 하락할 경우 매수의 기회로 판단한다. 목표주가 5.1만원을 유지한다.

Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,503.3	1,594.4	1,677.8
영업이익	십억원	190.1	204.3	234.1	247.2	261.5
세전이익	십억원	184.8	202.7	243.3	260.5	284.2
순이익	십억원	129.1	153.3	184.9	198.0	216.0
EPS	원	1,734	2,023	2,397	2,567	2,800
증감율	%	11.0	16.7	18.5	7.1	9.1
PER	배	15.4	19.0	17.5	16.4	15.0
PBR	배	3.3	4.1	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	8.4	7.9	7.3
ROE	%	22.9	24.0	25.2	23.5	22.6
BPS	원	8,016	9,298	10,699	12,082	13,619
Net DER	%	14.4	29.4	27.2	19.9	14.8

자료: 하나대투증권

Earnings Review

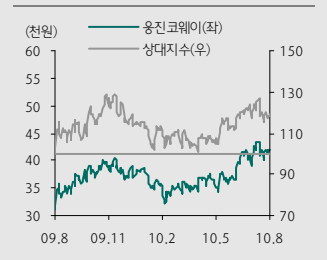
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,783.83		
52주최고/최저(원)	43,550/30,950		
시가총액(십억원)	3,239.2		
시가총액비중(%)	0.33		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	270.6		
60일 평균거래대금(십억원)	10.7		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,200		
외국인 지분율(%)	43.38		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	7.1	25.0	35.7
상대	1.3	11.2	21.7

Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,526.4	1,649.0
영업이익(십억원)	231.2	256.2
순이익(십억원)	181.7	210.4
EPS(원)	2,347	2,708
BPS(원)	9,495	11,238

Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 2분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

구 분	2Q10P	1Q10	QoQ	2Q09	YoY	2Q10F	Difference
매출액	366.6	371.3	-1.3	343.9	6.6	371.4	-1.3
영업이익	58.6	59.4	-1.2	48.6	20.7	58.7	-0.2
세전이익	63.0	59.0	6.8	51.2	23.1	61.3	2.8
순이익	46.8	42.1	11.2	38.8	20.5	47.8	-2.2
Margin							
영업이익률	16.0	16.0	0.0P	14.1	1.9P	15.8	0.2P
세전이익률	17.2	15.9	1.3P	14.9	2.3P	16.5	0.7P
순이익률	12.8	11.3	1.4P	11.3	1.5P	12.9	-0.1P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 2. 중국 화장품사업 2분기 실적 Review

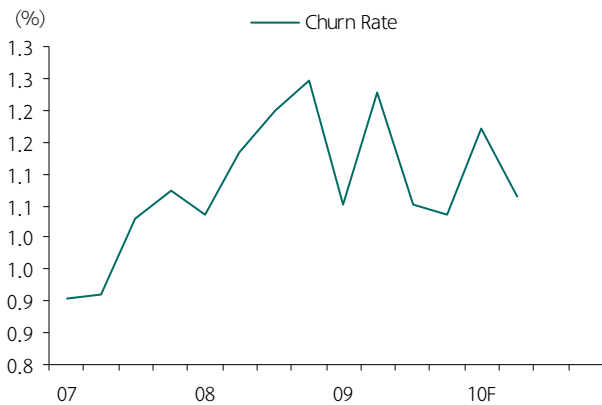
(단위: 백만RMB, %)

구 분	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10P
매출액	28	24	28	46	52	40	43	62
영업이익	9	10	11	29	20	15	15	23
영업이익률	32.9	39.8	40.0	62.9	39.3	36.3	35.9	38.0

주: 2Q09의 높은 영업이익률은 2008년 영업이익 과소계상분을 일회성으로 계상했기 때문이며, 실제 이익률은 40% 수준임

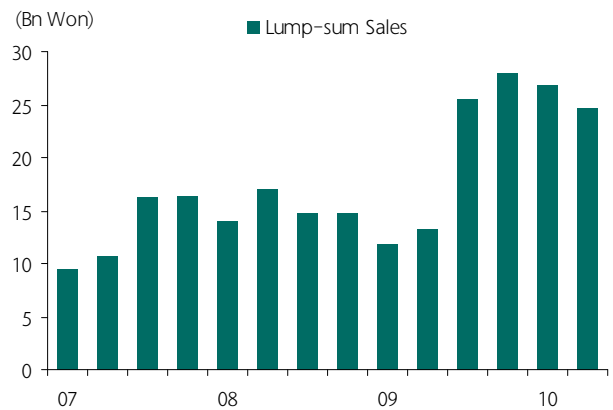
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 분기별 해약률 추이



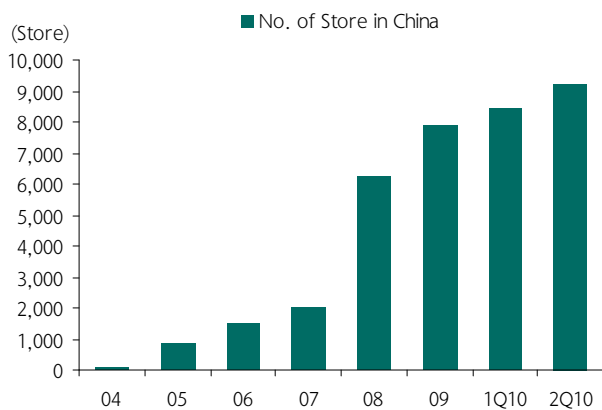
자료: 웅진코웨이

그림 2. 일시불 매출액 추이



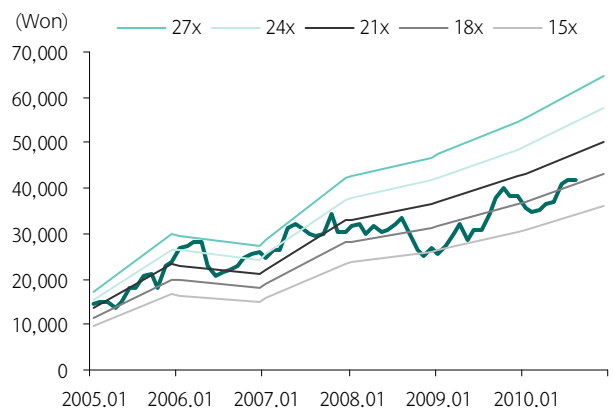
자료: 웅진코웨이

그림 3. 중국법인 점포수 추이



자료: 웅진코웨이

그림 4. P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,503.3	1,594.4	1,677.8
매출원가	407.2	460.2	497.3	536.7	571.4
매출총이익	907.2	951.8	1,006.0	1,057.7	1,106.4
판매비	717.1	747.5	771.9	810.5	844.9
영업이익	190.1	204.3	234.1	247.2	261.5
영업외손익	(5.4)	(1.5)	9.2	13.3	22.7
이자손익	(8.1)	(9.4)	(12.8)	(12.2)	(10.5)
지분법손익	(1.4)	13.9	18.4	27.6	33.1
외환손익	10.5	(5.2)	3.5	(2.1)	0.0
기타	(6.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	184.8	202.7	243.3	260.5	284.2
법인세	55.7	49.4	58.4	62.5	68.2
계속사업이익	129.1	153.3	184.9	198.0	216.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	184.9	198.0	216.0
NOPAT	134.7	160.4	194.6	207.2	223.9
EBITDA	334.0	360.2	410.0	433.1	461.4
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	7.4	6.5	6.1	5.2
EBITDA증가율	10.0	7.9	13.8	5.6	6.5
영업이익증가율	17.9	7.4	14.6	5.6	5.8
계속사업이익증가율	11.0	18.8	20.6	7.1	9.1
EPS증가율	11.0	16.7	18.5	7.1	9.1
수익성(%)					
매출총이익률	69.0	67.4	66.9	66.3	65.9
EBITDA이익률	25.4	25.5	27.3	27.2	27.5
영업이익률	14.5	14.5	15.6	15.5	15.6
계속사업이익률	9.8	10.9	12.3	12.4	12.9

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	1,734	2,023	2,397	2,567	2,800
BPS	8,016	9,298	10,699	12,082	13,619
CFPS	3,406	3,626	4,076	4,417	4,767
EBITDAPS	4,488	4,755	5,316	5,616	5,983
SPS	17,659	18,639	19,492	20,672	21,755
DPS	870	1,010	1,200	1,280	1,400
주가지표(배)					
PER	15.4	19.0	17.5	16.4	15.0
PBR	3.3	4.1	3.9	3.5	3.1
PCFR	7.8	10.6	10.3	9.5	8.8
EV/EBITDA	6.2	8.8	8.4	7.9	7.3
PSR	1.5	2.1	2.2	2.0	1.9
재무비율(%)					
ROE	22.9	24.0	25.2	23.5	22.6
ROA	12.9	13.1	13.9	13.6	13.7
ROIC	20.8	20.5	20.7	20.0	20.0
부채비율	79.6	86.7	76.4	70.2	59.8
순부채비율	14.4	29.4	27.2	19.9	14.8
이자보상배율(배)	16.8	16.3	15.5	16.9	19.7

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	9.2	8.7	8.9	54.1	5.8
Emerging Market	11.7	9.8	10.5	33.6	18.2
World	13.0	11.0	11.7	33.6	18.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	475.6	509.5	522.2	591.6	595.9
현금 및 현금성자산	76.1	63.7	25.5	27.0	28.4
단기투자자산	5.9	5.5	16.0	50.0	29.8
매출채권	149.8	194.6	207.2	219.7	231.2
재고자산	58.0	54.6	70.1	79.1	79.4
기타유동자산	185.8	191.1	203.4	215.8	227.1
비유동자산	595.8	761.2	869.2	932.7	1,024.2
투자자산	114.1	130.7	177.3	181.0	214.5
유동성장기부채	356.4	418.2	494.2	568.1	639.3
무형자산	64.9	141.1	121.8	103.2	85.7
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,391.4	1,524.3	1,620.1
유동부채	398.7	541.8	438.9	511.6	519.6
매입채무	34.2	29.2	31.6	34.1	36.3
단기차입금	107.8	119.7	106.5	111.4	112.5
유동성장기부채	0.0	120.0	6.0	48.0	32.0
기타유동부채	256.7	272.8	294.8	318.2	338.8
비유동부채	76.0	48.2	163.7	117.3	86.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	144.0	96.0	64.0
기타비유동부채	16.0	18.2	19.7	21.3	22.6
부채총계	474.8	590.0	602.6	628.9	606.3
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	637.7	744.3	862.8
자본총계	596.6	680.7	788.7	895.4	1,013.9
순부채	85.8	200.1	214.7	177.9	149.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	259.1	281.8	324.1	349.9	375.6
당기순이익	129.1	153.3	184.9	198.0	216.0
비현금항목 가감	166.2	177.4	169.4	175.7	176.8
감가상각비	141.2	148.1	154.0	160.4	166.8
외환손익	(10.5)	5.2	(3.5)	2.1	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(18.4)	(27.6)	(33.1)
기타	34.2	38.0	37.4	40.8	43.2
운전자본 증감	(36.2)	(48.9)	(30.2)	(23.8)	(17.1)
투자활동현금흐름	(142.0)	(258.6)	(254.0)	(235.4)	(207.9)
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(28.2)	23.9	(0.4)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(201.9)	(206.8)	(211.6)	(216.6)
기타투자활동	98.5	(54.0)	(19.1)	(47.6)	9.1
재무활동현금흐름	(69.5)	(35.6)	(108.3)	(113.0)	(166.4)
사채/차입금증가(감소)	15.8	11.9	(13.2)	(1.2)	(46.8)
유상증자	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금배당	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(91.3)	(97.4)
기타재무활동	(27.3)	16.0	(18.2)	(20.5)	(22.1)
현금의 증감	47.6	(12.4)	(38.2)	1.5	1.4
Unlevered CFO	253.5	274.7	314.4	340.7	367.7
Free Cash Flow	63.7	(37.9)	72.0	137.3	133.5

Sector Aggregates

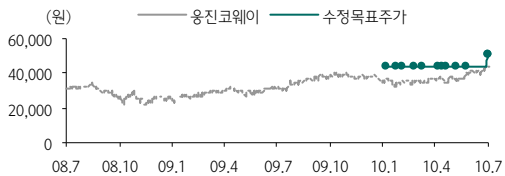
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	11.3	10.3	10.7	15.3	9.9
Emerging Market	18.9	15.8	16.6	25.8	19.5
World	15.3	13.4	14.2	23.3	14.5

* MSCI Retailing Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자 의견	수정 목표주가
10.7.19	BUY	51,000 원
10.1.25	BUY	44,000 원



투자 의견 분류 및 적용 / Compliance Notice

1. 기업 및 산업의 분류

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

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

2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 8월 9일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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.