

웅진코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	117,000원 (I)
현재주가 (11/6)	92,000원
상승여력	27%

시가총액	67,896억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	153억원
60일 평균 거래량	180,784주
52주 고	97,000원
52주 저	67,000원
외인지분율	59.29%
주요주주	웅진생크빅 외 8 인 25.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	8.2	36.5
상대	0.7	(3.2)	33.0
절대(달러환산)	10.5	13.6	32.5

제자리로 돌아갈 시간

투자의견 BUY, 목표주가 11.7만원으로 커버리지 개시

웅진코웨이에 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 117,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward 지배순이익 4,214억원에 Target P/E Multiple 20배를 적용하여 산정하였다.

국내 본업의 안정적인 성장에 더해 말련 등 해외 법인이 호조세가 이어지고 있고, 분기배당과 배당성향 70% 이상에 육박하는 고배당 정책 등에도 불구하고 지난 2년 간 동사의 Valuation은 대주주 지분 매각 불확실성으로 인해 De-rating이 진행되었다.

이제는 제 자리로 돌아갈 시간이다. 지난 10월 14일 웅진코웨이의 우선협상대상자로 넷마블이 선정되며, 길고 긴 대주주 지분 매각 이슈가 마무리되어가고 있다. 온전히 동사의 Fundamental에만 집중할 때이다.

2020년 매출액 +10.0% YoY, 영업이익 +7.7% YoY 전망

2020년 별도기준 매출액은 27,240억원(+6.0% YoY), 영업이익 5,116억원(+6.1% YoY)를 기록할 것으로 전망된다. 1~2인 가구 등 소형가구 중심으로 가구 구조가 재편되고, 새로운 라이프 사이클에 맞춘 신규 카테고리의 등장 혹은 기존 가전/가구의 관리의 영역으로 확장 등에 따라 신규 렌탈 카테고리 확장이 지속될 것이다. 이에 따라 동사의 국내 렌탈 계정 수는 2020년 607만 개(+6.8% YoY)까지 증가할 것으로 전망된다.

말련 법인은 2020년 매출액 6,478억원(+26.0% YoY), 영업이익 991억원(+30.0% YoY)를 기록할 전망이다. 렌탈 비즈니스가 비교적 초기 단계이기에 바이럴 마케팅으로 인한 렌탈에 대한 소비자 Needs 확장이 지속될 전망이다. 현재 말련의 정수기 보급률은 25% 수준으로 국내의 절반 수준이며, 공기청정기 보급률은 10% 미만에 불과하다.

4Q19부터 동사는 인니 렌탈업을 개시하게 되는 데, 한국에서 말련으로 진행된 것으로 추정되는 바이럴 마케팅이 말련에서 인니까지로 확장될 가능성이 높다. 또한 쿠키홈시스가 지난해부터 렌탈업을 영위하고 있어, 동사까지 가세하게 될 경우 렌탈업의 확장 속도도 빨라질 수 있을 전망이다. 향후 인니 법인에서 유의미한 성과가 나타난다면, 동사에 대한 Valuation Re-rating까지 이어질 수 있을 것으로 전망된다. (다음 페이지에 계속)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,047	13.1	5.9	7,890	2.0
영업이익	1,360	5.6	-3.0	1,389	-2.0
세전계속사업이익	1,306	30.7	-14.3	1,320	-1.1
지배순이익	967	38.6	-12.7	950	1.8
영업이익률 (%)	16.9	-1.2 %pt	-1.6 %pt	17.6	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	12.0	+2.2 %pt	-2.6 %pt	12.0	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	25,168	27,073	30,290	33,327
영업이익	4,727	5,198	5,497	5,919
지배순이익	3,261	3,502	4,100	4,224
PER	22.5	18.4	16.3	15.8
PBR	7.2	5.8	5.8	5.2
EV/EBITDA	11.1	9.0	8.8	8.1
ROE	30.1	33.8	36.7	34.7

자료: 유안타증권

말련 법인 등 해외 법인의 성장에 따른 전사 마진을 저하 이슈에 대해 우려하는 시각이 일부 있으나, 이에 대해서 당사는 국내 법인의 이익 성장이 안정적으로 지속되는 상황에서 해외 법인이 성장이 가미되는 것으로 이해할 필요가 있다고 판단하고 있다. 전사 마진을 하락보다는 각 법인의 성장성과 안정적 이익 창출력에 주목해야 한다.

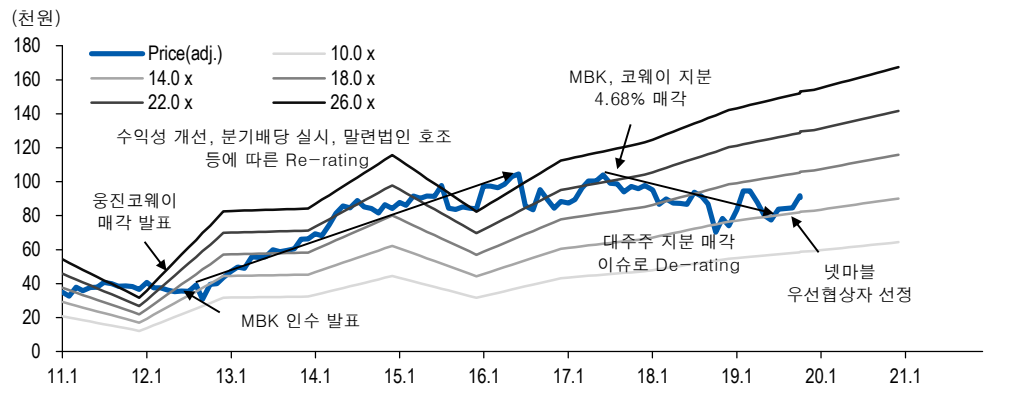
[표 1] 웅진코웨이 P/E Valuation

(단위: 억원)

	2019E	2020E	12MF 지배순이익
지배순이익	4,100	4,224	4,214
Target P/E	20		
적정 시가총액	84,273		
발행주식 수	72,218		자사주 제외
적정주가	116,692		

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 웅진코웨이 P/E Multiple Band



자료: 유안타증권 리서치센터

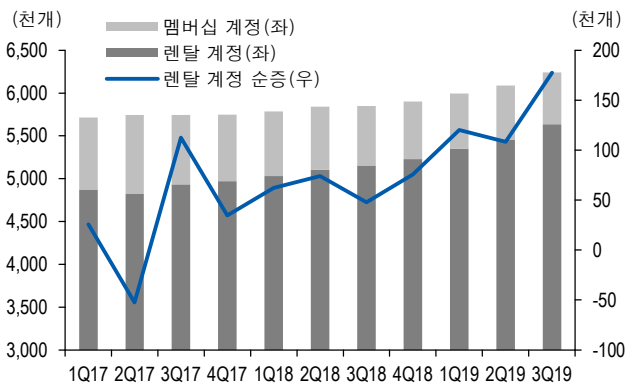
[표 2] 웅진코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	6,478	6,781	6,698	7,117	7,093	7,555	7,596	8,047	27,073	30,290	33,327
YoY	6.2%	8.8%	6.4%	8.9%	9.5%	11.4%	13.4%	13.1%	7.6%	11.9%	10.0%
별도 법인	5,715	5,958	5,954	6,327	6,066	6,352	6,510	6,760	23,954	25,688	27,240
렌탈	3,787	3,827	3,822	3,840	3,847	3,917	3,967	4,028	15,276	15,759	16,497
금융리스	386	409	452	605	563	676	729	726	1,852	2,694	3,183
멤버십	322	311	294	284	279	270	267	253	1,211	1,069	956
일시불	439	473	382	414	456	435	355	425	1,708	1,671	1,634
수출	543	718	799	964	701	838	979	1,109	3,024	3,627	4,098
화장품	206	186	175	188	189	188	185	192	755	754	769
기타	32	34	30	32	30	29	27	29	128	115	103
말레이시아	657	916	923	1,038	1,125	1,276	1,336	1,406	3,534	5,143	6,478
미국	176	174	211	244	209	236	225	293	805	963	1,107
연결 영업이익	1,313	1,293	1,304	1,288	1,352	1,382	1,403	1,360	5,198	5,497	5,919
YoY	8.6%	7.2%	5.0%	20.3%	2.9%	6.9%	7.6%	5.6%	10.0%	5.8%	7.7%
별도 법인	1,231	1,199	1,206	1,137	1,224	1,108	1,282	1,193	4,772	4,806	5,116
말레이시아	92	159	170	202	191	221	142	208	623	762	991
미국	6	-1	13	13	8	4	-9	9	31	12	17
영업이익률	20.3%	19.1%	19.5%	18.1%	19.1%	18.3%	18.5%	16.9%	19.2%	18.1%	17.8%
별도 법인	19.0%	17.7%	18.0%	16.0%	17.3%	14.7%	16.9%	14.8%	17.6%	15.9%	15.4%
말레이시아	14.0%	17.4%	18.4%	19.5%	17.0%	17.3%	10.6%	14.8%	17.6%	14.8%	15.3%
미국	3.4%	-0.6%	6.2%	5.3%	3.8%	1.7%	-4.0%	3.0%	3.9%	1.2%	1.5%

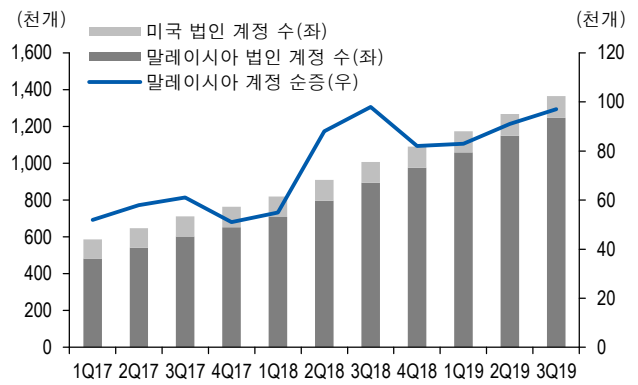
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 총 계정 수 추이



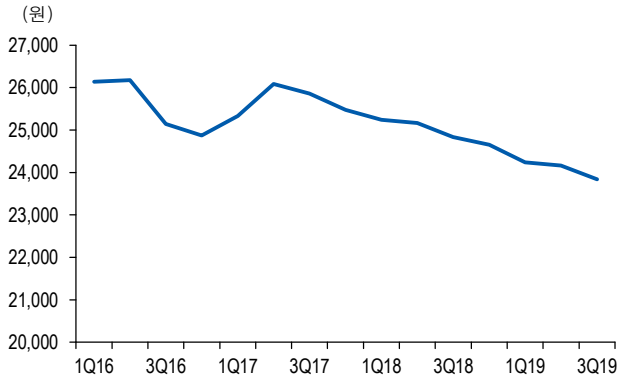
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 해외법인 관리 계정 수 추이



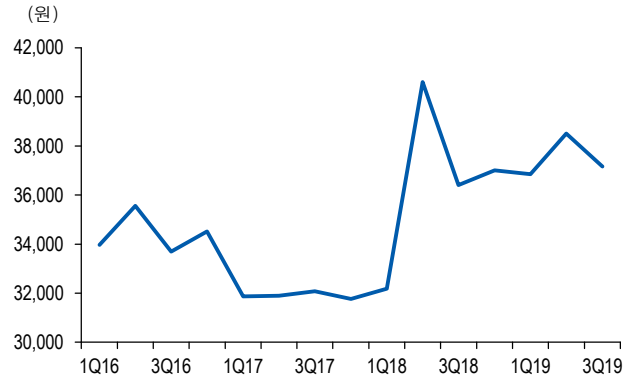
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



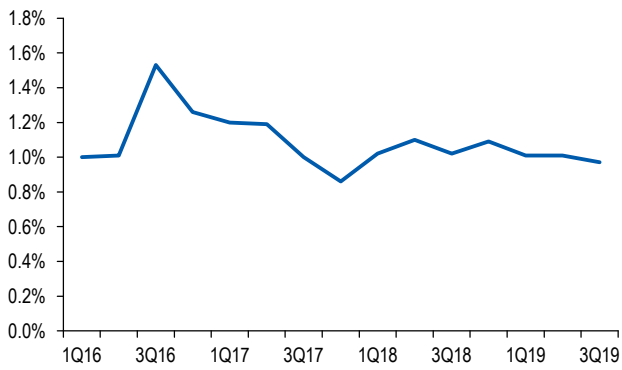
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



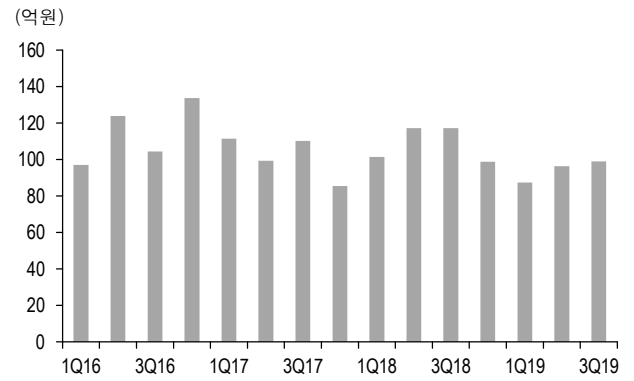
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 국내 해약률 추이



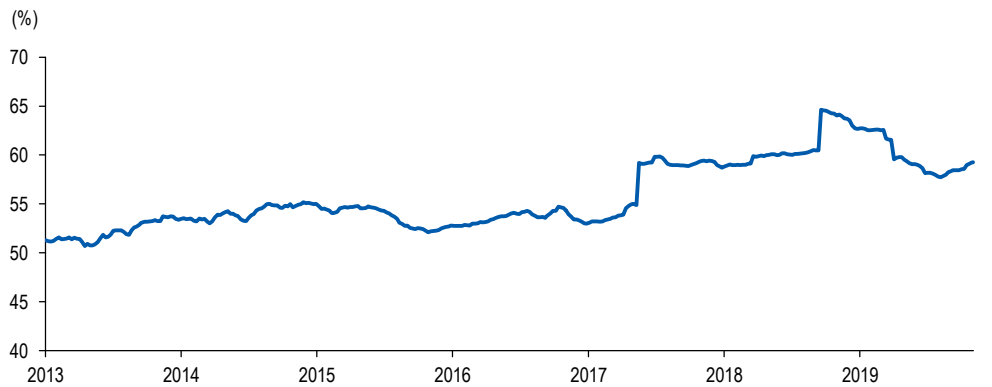
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 웅진코웨이 외국인 지분율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

웅진코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	25,168	27,073	30,290	33,327	35,944
매출원가	7,985	8,783	9,981	10,998	11,861
매출총이익	17,183	18,291	20,309	22,329	24,082
판매비	12,455	13,092	14,812	16,410	17,818
영업이익	4,727	5,198	5,497	5,919	6,265
EBITDA	7,083	7,754	8,408	8,978	9,491
영업외손익	-329	-513	55	-217	-230
외환관련손익	-145	36	110	0	0
이자손익	-114	-166	-210	-217	-230
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-71	-383	155	0	0
법인세비용차감전순이익	4,399	4,686	5,552	5,702	6,035
법인세비용	1,143	1,188	1,456	1,483	1,569
계속사업순이익	3,256	3,498	4,096	4,220	4,466
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,256	3,498	4,096	4,220	4,466
지배지분순이익	3,261	3,502	4,100	4,224	4,470
포괄순이익	3,325	3,439	3,991	4,048	4,294
지배지분포괄이익	3,330	3,444	3,993	4,048	4,294

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,915	8,437	9,565	10,996	10,500
현금및현금성자산	1,103	694	839	1,895	1,215
매출채권 및 기타채권	3,401	3,256	3,320	3,594	3,851
재고자산	749	1,029	1,150	1,251	1,178
비유동자산	13,674	15,352	16,810	17,351	17,726
유형자산	7,124	7,810	8,511	9,138	9,593
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	562	578	176	176	176
자산총계	21,589	23,789	26,375	28,348	28,226
유동부채	11,248	12,343	13,728	14,307	14,880
매입채무 및 기타채무	2,676	2,732	2,890	2,969	3,042
단기차입금	6,700	7,311	8,112	8,612	9,112
유동성장기부채	0	5	7	7	7
비유동부채	519	569	1,169	1,169	1,169
장기차입금	123	100	97	97	97
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11,766	12,912	14,897	15,475	16,049
지배지분	9,822	10,881	11,483	12,878	12,182
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,293	1,299	1,324	1,324	1,324
이익잉여금	9,630	9,668	10,343	11,910	11,386
비지배지분	1	-4	-5	-6	-5
자본총계	9,823	10,877	11,478	12,873	12,177
순차입금	5,131	5,667	5,690	5,134	6,314
총차입금	6,835	7,428	8,357	8,857	9,357

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,536	5,391	6,510	7,528	8,128
당기순이익	3,256	3,498	4,096	4,220	4,466
감가상각비	2,273	2,468	2,819	2,973	3,145
외환손익	34	29	-111	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,485	-2,365	-2,090	-1,498	-1,310
기타현금흐름	1,457	1,762	1,795	1,833	1,828
투자활동 현금흐름	-2,897	-3,935	-2,875	-2,800	-2,400
투자자산	-11	-11	-9	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,368	-4,003	-3,572	-3,600	-3,600
유형자산 감소	136	127	66	0	0
기타현금흐름	346	-48	640	800	1,200
재무활동 현금흐름	-2,183	-1,868	-1,937	-2,120	-2,121
단기차입금	3,300	600	801	500	500
사채 및 장기차입금	5	-7	-62	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,092	-2,309	-2,612	-2,657	-2,657
기타현금흐름	-1,396	-152	-64	36	36
연결범위변동 등 기타	-16	2	-1,551	-1,552	-4,287
현금의 증감	440	-409	146	1,056	-680
기초 현금	663	1,103	694	839	1,895
기말 현금	1,103	694	839	1,895	1,215
NOPLAT	4,727	5,198	5,497	5,919	6,265
FCF	1,002	68	1,305	2,341	2,952

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

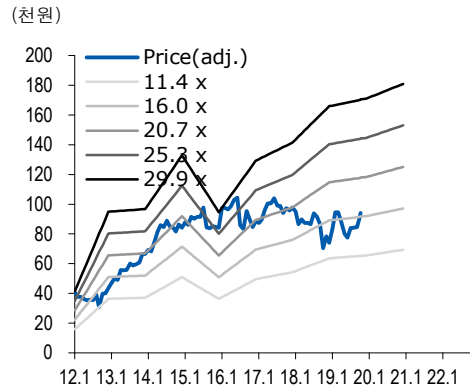
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

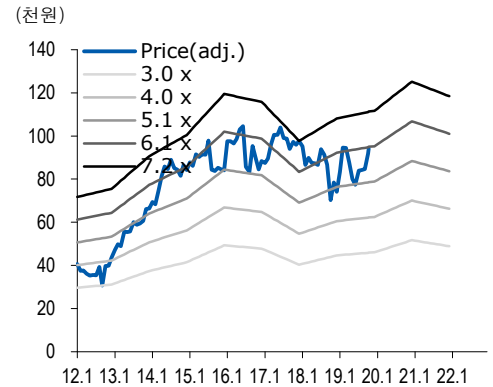
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,328	4,735	5,555	5,724	6,057
BPS	13,619	15,074	15,560	17,450	16,507
EBITDAPS	9,400	10,483	11,393	12,165	12,860
SPS	33,402	36,604	41,044	45,158	48,704
DPS	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600
PER	22.5	18.4	16.3	15.8	15.0
PBR	7.2	5.8	5.8	5.2	5.5
EV/EBITDA	11.1	9.0	8.8	8.1	7.8
PSR	2.9	2.4	2.2	2.0	1.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	5.9	7.6	11.9	10.0	7.9
영업이익 증가율 (%)	39.5	10.0	5.8	7.7	5.8
지배순이익 증가율 (%)	33.8	7.4	17.1	3.0	5.8
매출총이익률 (%)	68.3	67.6	67.0	67.0	67.0
영업이익률 (%)	18.8	19.2	18.1	17.8	17.4
지배순이익률 (%)	13.0	12.9	13.5	12.7	12.4
EBITDA 마진 (%)	28.1	28.6	27.8	26.9	26.4
ROIC	33.2	35.8	36.1	37.0	37.1
ROA	15.8	15.4	16.3	15.4	15.8
ROE	30.1	33.8	36.7	34.7	35.7
부채비율 (%)	119.8	118.7	129.8	120.2	131.8
순차입금/자기자본 (%)	52.2	52.1	49.6	39.9	51.8
영업이익/금융비용 (배)	38.3	29.2	24.5	25.0	25.0

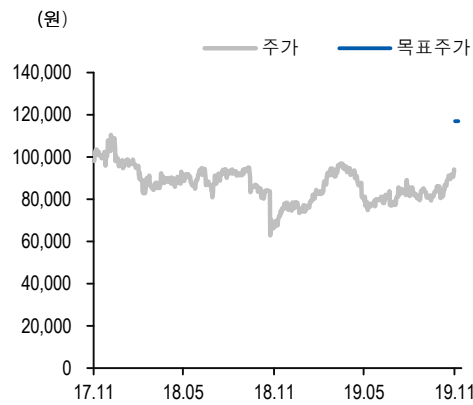
P/E band chart



P/B band chart



웅진코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-07	BUY	117,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.