

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 | 웅진씽크빅 외 8 인 25.18% |

| | | | |
|----------|------|-------|------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 6.9 | 8.2 | 36.5 |
| 상대 | 0.7 | (3.2) | 33.0 |
| 절대(달려환산) | 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 배당성장 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.

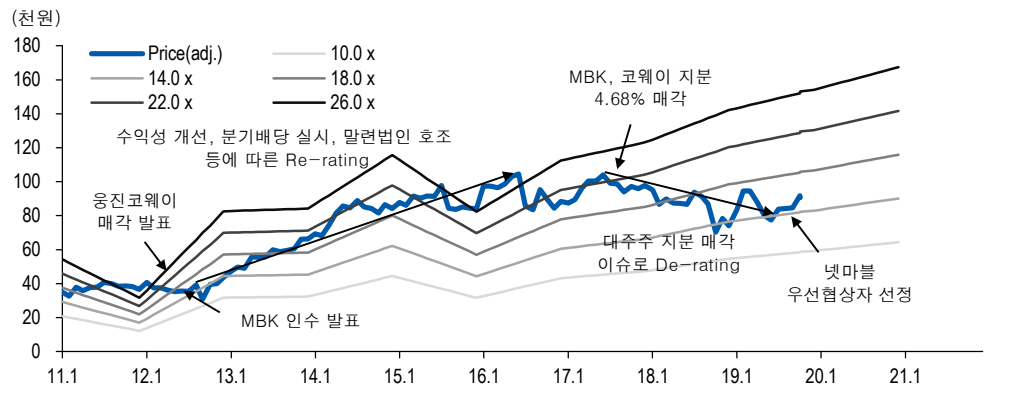
[표 1] 웅진코웨이 P/E Valuation

(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 | | | |

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 웅진코웨이 P/E Multiple Band



자료: 유안타증권 리서치센터

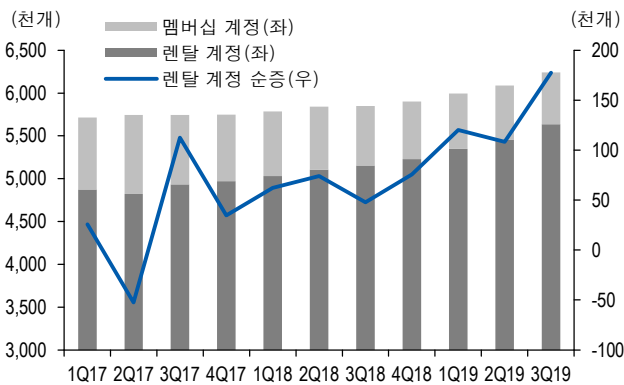
[표 2] 웅진코웨이 실적 추이 및 전망

(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% |

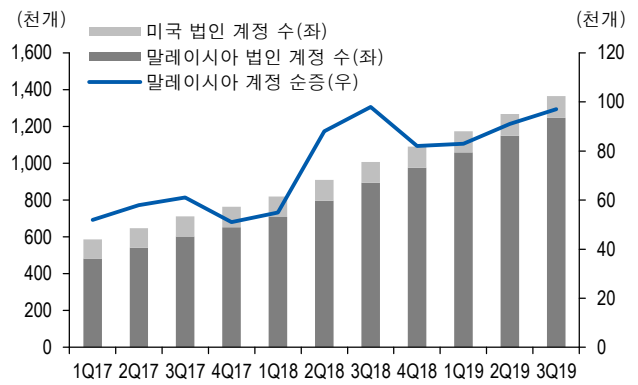
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 총 계정 수 추이



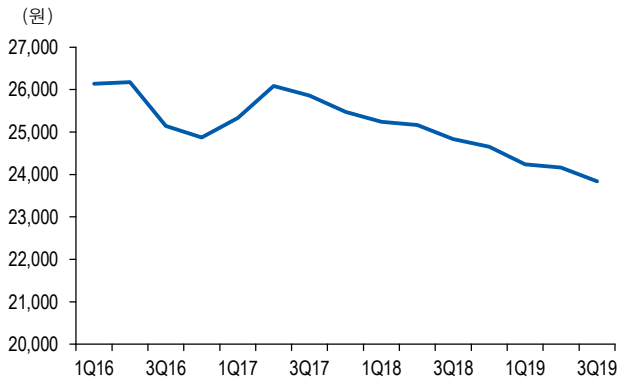
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 해외법인 관리 계정 수 추이



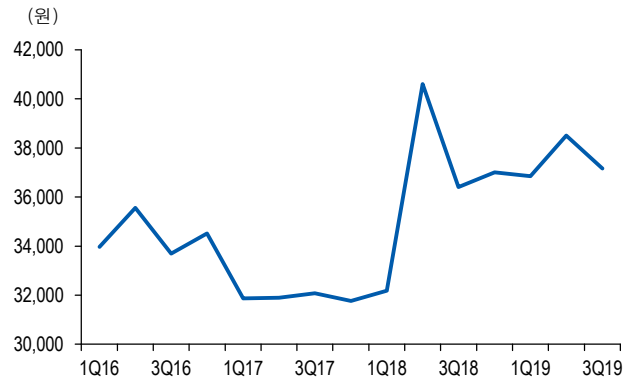
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



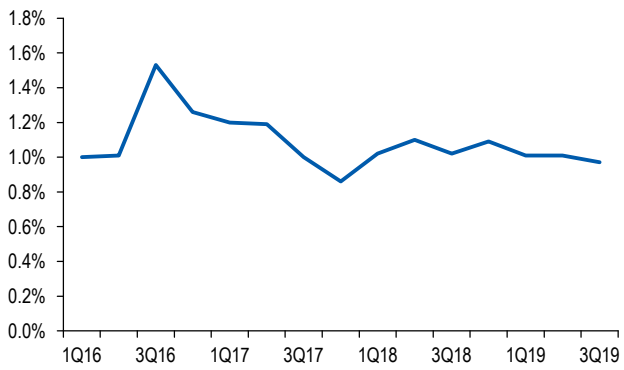
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



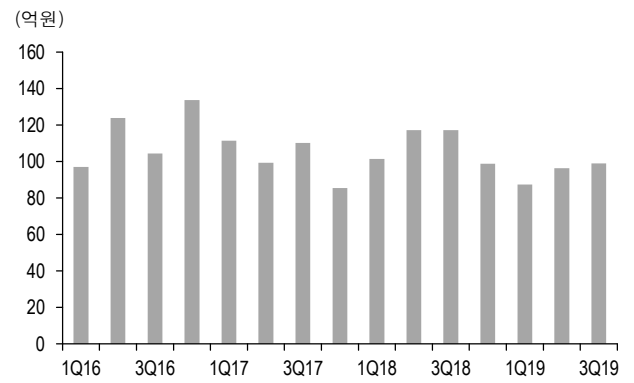
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 국내 해약률 추이



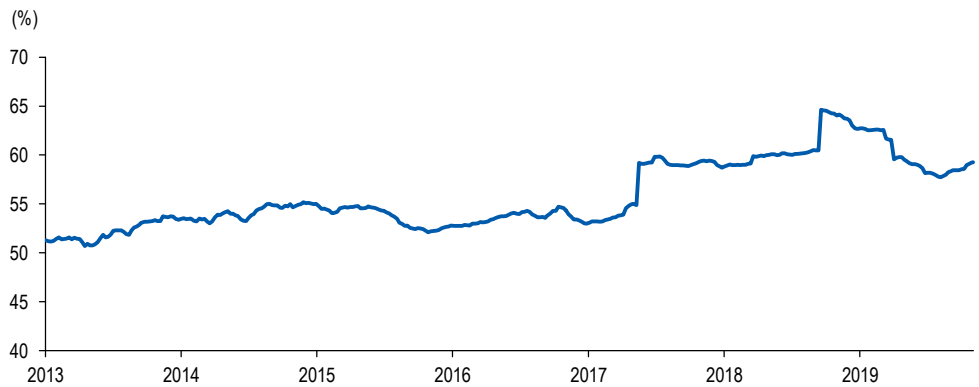
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[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

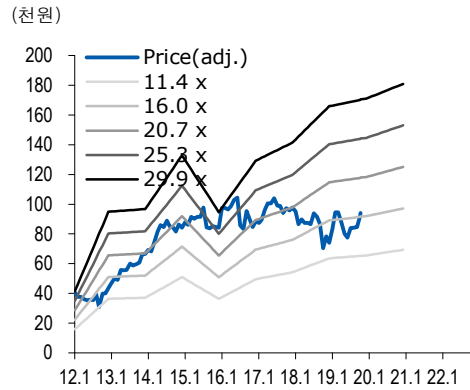
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주주 기준임

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

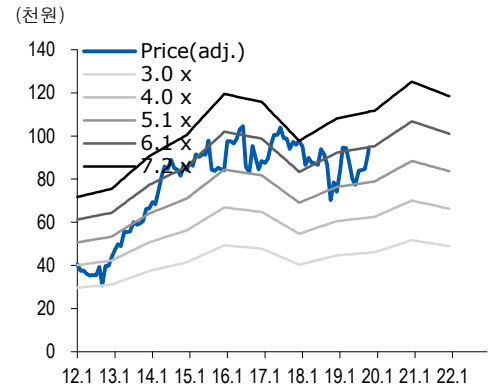
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| EPS | 4,328 | 4,735 | 5,555 | 5,724 | 6,057 |
| BPS | 13,619 | 15,074 | 15,560 | 17,450 | 16,507 |
| EBITDAPS | 9,400 | 10,483 | 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 |

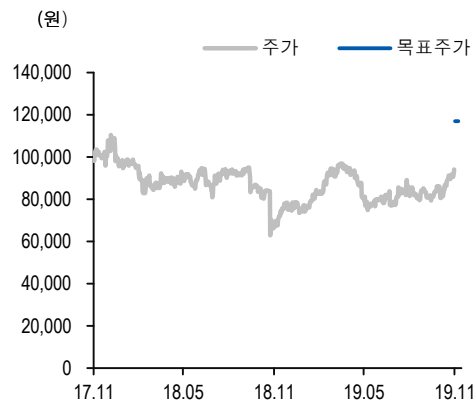
P/E band chart



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 정확히 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.