

# 웅진코웨이 (021240)

## 4QRe: 떨어지는 수익성과 배당

### 4분기 영업이익 YoY 65% 감익 기록

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 12% 증가, 65% 감소한 7,946억원과 446억원을 기록, 시장 기대치(OP 1,380억원)를 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다. CS 닥터 조직을 정규직 전환하면서 퇴직충당금이 770억원 일회성 비용으로 반영되었다. 이를 제외해도 기대치에 못 미치는 실적인데, 1) 국내 환경가전 매출이 YoY 2% 증가에 그친 반면, 해약률이 전분기 대비 상승하면서 렌탈자산폐기손실도 110억원(YoY 11%) 증가했다. 2) 전년도 3분기 웅진그룹에서 인수한 웅진렌탈 영업손실(약 30억원 추정)이 있었고, 3) 말레이 법인 매출이 YoY 47%나 증가함에도 불구하고, 회계기준 변경(폐기손실 영업이익 반영)으로 YoY 1% 감익했기 때문이다.

### 수익성 하락 국면으로 전환

이번 4분기 실적은 회사 경영권 이전 상황에서 영업력 약화에 의한 일시적 현상일 수 있다. 하지만, 국내 렌탈 시장이 ASP 하락 압력과 경쟁이 극심한 포화 상태라는 점을 감안하면 2020년 실적 전망을 막연히 긍정적으로 보기는 쉽지 않다. 국내 렌탈 ARPU가 계속 떨어지고 있는 상황(4Q19 -3.6%, 3Q -3.3%, 2Q -2.8%, 1Q -0.7%)에서 얼마나 신규 렌탈을 많이 확보하느냐가 관건이다. 아울러, 신규 성장 동력으로 작용하고 있는 말레이 법인 비중 상승은 성장성 측면에서는 긍정적이지만, 수익성 측면에서는 부담이다. 국내 사업 영업이익률(20% 내외)에 비해 5%p 이상 떨어지기 때문이다.

### 목표주가 11->9만원, 투자 의견 '매수'-'중립'으로 하향

실적 추정치 및 적정 밸류에이션 하향 조정에 따라 목표주가를 9만원으로 내린다. 9만원 12MF PER 15배다. 실적 측면에서 국내 경쟁심화로 인한 ASP 하락, 저마진 해외 사업 비중 상승은 실적 개선 폭을 둔화시키는 요인이다. 아울러, 경영진은 향후 배당 계획에 대해, 재무구조 개선과 성장성에 초점을 맞추면서 배당 축소 가능성을 내비쳤다. 4분기 배당은 지급하지 않기로 했다. 그동안 70%의 높은 배당성향이 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용해왔다는 점을 감안하면 당분간 주가 조정은 불가피해 보인다.

### Earnings Review

**Neutral(하향)**

| TP(12M): 90,000원(하향) | CP(2월 14일): 90,400원

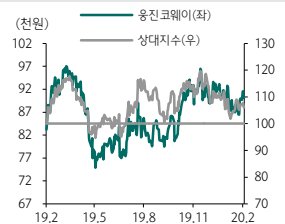
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,243.59
52주 최고/최저(원)	97,000/74,900
시가총액(십억원)	6,671.5
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	477.6
60일 평균 거래대금(십억원)	44.3
19년 배당금(예상, 원)	3,600
19년 배당수익률(예상, %)	3.87
외국인지분율(%)	60.92
주요주주 지분율(%)	
넷마블 외 3인	25.08
국민연금공단	8.16
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.6) 8.8 4.5
상대	(2.8) (6.0) 3.7

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,995.0	N/A
영업이익(십억원)	553.0	N/A
순이익(십억원)	395.0	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	2,516.8	2,707.3	3,018.9	3,260.6	3,452.8
영업이익	십억원	472.7	519.8	458.3	591.2	621.6
세전이익	십억원	439.9	468.6	451.4	583.9	613.9
순이익	십억원	326.1	350.2	332.2	440.8	463.5
EPS	원	4,328	4,735	4,501	5,974	6,280
증감률	%	36.7	9.4	(4.9)	32.7	5.1
PER	배	22.58	15.65	20.68	15.13	14.39
PBR	배	6.35	4.73	5.60	4.74	4.14
EV/EBITDA	배	11.05	7.78	10.07	7.97	7.39
ROE	%	30.12	33.84	29.55	35.25	32.12
BPS	원	15,397	15,652	16,631	19,081	21,838
DPS	원	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600



Analyst 박종대  
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

4분기 연결 매출과 영업이익은  
 각각 전년 동기대비 12% 증가,  
 65% 감소한 7,946억원과 446억원  
 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	709	755	760	795	3,019	757	813	833	857	3,261
국내	607	635	651	638	2,531	628	658	675	659	2,619
렌탈	385	392	397	400	1,573	401	408	413	415	1,636
수출	70	84	98	92	343	80	93	107	98	378
말레이시아	113	128	134	153	526	141	160	167	191	658
미국	21	24	23	30	97	24	27	25	34	110
영업이익	135	138	140	45	458	139	148	152	152	591
국내	122	111	139	35	407	127	133	137	134	532
말레이시아	19	22	14	20	76	20	23	24	28	95
세전이익	136	137	152	27	451	137	146	150	151	584
순이익	100	102	111	19	332	104	110	113	114	441
영업이익률(%)	19.1	18.3	18.5	5.6	15.2	18.4	18.2	18.2	17.8	18.1
국내	20.2	17.4	21.4	5.5	16.1	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	14.4	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
세전이익률(%)	19.1	18.1	20.0	3.4	15.0	18.1	17.9	18.0	17.6	17.9
순이익률(%)	14.2	13.5	14.6	2.4	11.0	13.7	13.5	13.6	13.3	13.5
매출(YoY,%)	9.5	11.4	13.4	11.7	11.5	6.7	7.6	9.7	7.9	8.0
국내	6.1	6.6	9.3	0.9	5.7	3.5	3.5	3.7	3.2	3.5
렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	2.9	4.1	4.1	4.0	3.9	4.0
수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	13.6	14.2	10.9	9.6	6.7	10.1
말레이시아	71.2	39.3	44.7	47.0	48.9	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
영업이익(YoY,%)	2.9	6.9	7.6	-65.4	-11.8	3.0	6.8	8.3	241.7	29.0
국내	-0.6	-7.6	15.4	-69.2	-14.7	4.1	20.5	-1.6	282.1	30.5
말레이시아	172.9	39.0	-16.5	0.0	25.8	6.5	4.4	70.1	36.6	25.9
세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	-3.7	1.3	6.6	-1.4	461.8	29.3
순이익	5.5	12.3	17.4	-72.4	-5.0	3.3	8.1	2.4	490.6	32.7

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

2020년 연결 기준 매출은 YoY 8% 증가한 3조 2,606억원, 영업이익은 YoY 29% 증가한 5,912억원 전망

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	2,707	3,019	3,261	3,453	3,665
국내	2,395	2,531	2,619	2,708	2,816
렌탈	1,528	1,573	1,636	1,695	1,750
수출	302	343	378	408	438
말레이시아	353	526	658	737	818
미국	81	97	110	121	132
영업이익	520	458	591	622	656
국내	477	407	532	547	566
말레이시아	60	76	95	109	122
세전이익	469	451	584	614	648
순이익	350	332	441	463	489
적정시가총액	5,510	6,061	6,667	7,334	8,068
주식수(천주)	74,818	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	73,649	81,013	89,115	98,026	107,829
적정PER	15.8	18.2	15.1	15.8	16.5
EPS(원)	4,675	4,440	5,892	6,195	6,535
영업이익률(%)	19.2	15.2	18.1	18.0	17.9
국내	19.9	16.1	20.3	20.2	20.1
말레이시아	17.0	14.4	14.5	14.8	15.0
매출(YoY,%)	7.6	11.5	8.0	5.9	6.2
국내	3.2	5.7	3.5	3.4	4.0
렌탈	1.4	2.9	4.0	3.6	3.3
수출	16.5	13.6	10.1	8.0	7.2
말레이시아	70.3	48.9	25.0	12.0	11.0
영업이익(YoY,%)	10.0	-11.8	29.0	5.2	5.5
국내	-0.2	-14.7	30.5	2.9	3.5
말레이시아	243.4	25.8	25.9	14.3	12.5
세전이익	6.5	-3.7	29.3	5.1	5.5
순이익	7.4	-5.0	32.7	5.1	5.5

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

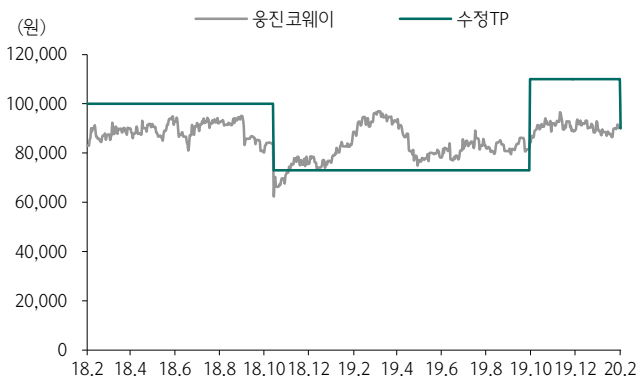
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,516.8</b>	<b>2,707.3</b>	<b>3,018.9</b>	<b>3,260.6</b>	<b>3,452.8</b>
매출원가	798.5	878.3	1,010.4	1,072.8	1,139.4
매출총이익	1,718.3	1,829.0	2,008.5	2,187.8	2,313.4
판매비	1,245.5	1,309.2	1,550.2	1,596.7	1,691.8
<b>영업이익</b>	<b>472.7</b>	<b>519.8</b>	<b>458.3</b>	<b>591.2</b>	<b>621.6</b>
금융손익	(11.4)	(16.5)	(20.9)	(21.0)	(21.3)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(21.5)	(34.7)	14.1	13.8	13.5
<b>세전이익</b>	<b>439.9</b>	<b>468.6</b>	<b>451.4</b>	<b>583.9</b>	<b>613.9</b>
법인세	114.3	118.8	119.2	143.1	150.4
계속사업이익	325.6	349.8	332.2	440.8	463.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>325.6</b>	<b>349.8</b>	<b>332.2</b>	<b>440.8</b>	<b>463.5</b>
비지배주주지분 손이익	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>326.1</b>	<b>350.2</b>	<b>332.2</b>	<b>440.8</b>	<b>463.5</b>
지배주주지분포괄이익	333.0	344.4	332.6	441.4	464.0
NOPAT	349.9	388.1	337.2	446.3	469.3
EBITDA	708.3	775.4	743.8	904.7	961.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	5.9	7.6	11.5	8.0	5.9
NOPAT증가율	37.4	10.9	(13.1)	32.4	5.2
EBITDA증가율	23.9	9.5	(4.1)	21.6	6.3
영업이익증가율	39.5	10.0	(11.8)	29.0	5.1
(지배주주)순이익증가율	33.9	7.4	(5.1)	32.7	5.1
EPS증가율	36.7	9.4	(4.9)	32.7	5.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	68.3	67.6	66.5	67.1	67.0
EBITDA이익률	28.1	28.6	24.6	27.7	27.9
영업이익률	18.8	19.2	15.2	18.1	18.0
계속사업이익률	12.9	12.9	11.0	13.5	13.4
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,328	4,735	4,501	5,974	6,280
BPS	15,397	15,652	16,631	19,081	21,838
CFPS	10,640	12,050	10,223	12,390	13,135
EBITDAPS	9,400	10,483	10,079	12,259	13,031
SPS	33,402	36,604	40,907	44,182	46,786
DPS	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600
<b>주가지표(배)</b>					
PER	22.6	15.6	20.7	15.1	14.4
PBR	6.3	4.7	5.6	4.7	4.1
PCFR	9.2	6.1	9.1	7.3	6.9
EV/EBITDA	11.0	7.8	10.1	8.0	7.4
PSR	2.9	2.0	2.3	2.0	1.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	30.1	33.8	29.5	35.2	32.1
ROA	15.8	15.4	13.6	17.1	16.8
ROIC	23.7	24.1	19.4	24.1	24.1
부채비율	119.8	118.7	115.2	99.0	84.9
순부채비율	52.2	52.1	53.3	40.4	28.0
이자보상배율(배)	38.3	29.2	24.8	33.1	37.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>791.5</b>	<b>843.7</b>	<b>867.4</b>	<b>953.5</b>	<b>1,058.5</b>
현금성자산	170.4	176.2	123.9	151.2	209.4
금융자산	110.3	69.4	4.9	22.6	73.2
매출채권 등	340.1	325.6	363.0	392.1	415.2
재고자산	74.9	102.9	114.8	124.0	131.3
기타유동자산	206.1	239.0	265.7	286.2	302.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,367.4</b>	<b>1,535.2</b>	<b>1,628.9</b>	<b>1,715.4</b>	<b>1,797.0</b>
투자자산	56.2	57.8	64.3	69.3	73.3
금융자산	53.8	56.2	62.7	67.7	71.7
유형자산	712.4	781.0	875.7	963.5	1,046.5
무형자산	183.9	160.3	152.9	146.5	141.1
기타비유동자산	414.9	536.1	536.0	536.1	536.1
<b>자산총계</b>	<b>2,158.9</b>	<b>2,378.9</b>	<b>2,496.3</b>	<b>2,668.9</b>	<b>2,855.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,124.8</b>	<b>1,234.3</b>	<b>1,274.2</b>	<b>1,261.8</b>	<b>1,241.7</b>
금융부채	670.0	731.7	731.1	681.1	631.1
매입채무 등	267.6	273.2	304.7	329.1	348.5
기타유동부채	187.2	229.4	238.4	251.6	262.1
<b>비유동부채</b>	<b>51.9</b>	<b>56.9</b>	<b>62.2</b>	<b>66.2</b>	<b>69.5</b>
금융부채	13.5	11.2	11.2	11.2	11.2
기타비유동부채	38.4	45.7	51.0	55.0	58.3
<b>부채총계</b>	<b>1,176.6</b>	<b>1,291.2</b>	<b>1,336.4</b>	<b>1,328.1</b>	<b>1,311.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>982.2</b>	<b>1,088.1</b>	<b>1,160.3</b>	<b>1,341.2</b>	<b>1,544.7</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.3	129.9	129.9	129.9	129.9
자본조정	(145.6)	(45.2)	(45.2)	(45.2)	(45.2)
기타포괄이익누계액	(5.3)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	963.0	966.8	1,039.1	1,219.9	1,423.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.1</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>
<b>자본총계</b>	<b>982.3</b>	<b>1,087.7</b>	<b>1,159.9</b>	<b>1,340.8</b>	<b>1,544.3</b>
순금융부채	513.1	566.7	618.4	541.2	432.9
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>553.6</b>	<b>539.1</b>	<b>478.2</b>	<b>629.0</b>	<b>683.2</b>
당기순이익	325.6	349.8	332.2	440.8	463.5
조정	376.5	425.8	303.0	330.5	355.4
감가상각비	235.5	255.5	285.6	313.5	340.1
외환거래손익	3.4	2.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	137.6	167.4	17.4	17.0	15.3
영업활동 현금흐름	(148.5)	(236.5)	(157.0)	(142.3)	(135.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(289.7)</b>	<b>(393.5)</b>	<b>(390.6)</b>	<b>(408.6)</b>	<b>(428.0)</b>
투자자산감소(증가)	(0.9)	(1.6)	(6.5)	(5.0)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(323.2)	(387.5)	(372.9)	(395.0)	(417.7)
기타	34.4	(4.4)	(11.2)	(8.6)	(6.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(218.3)</b>	<b>(186.8)</b>	<b>(251.6)</b>	<b>(376.5)</b>	<b>(391.1)</b>
금융부채증가(감소)	331.6	59.3	(0.5)	(50.0)	(50.0)
자본증가(감소)	2.1	0.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(142.8)	(15.8)	(18.6)	(17.9)	(16.7)
배당지급	(409.2)	(230.9)	(232.5)	(308.6)	(324.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>44.0</b>	<b>(40.9)</b>	<b>(64.5)</b>	<b>17.7</b>	<b>50.7</b>
Unlevered CFO	801.7	891.3	754.4	914.4	969.3
Free Cash Flow	216.8	138.9	105.4	234.0	265.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

용진코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.17	Neutral	90,000		
19.10.16	BUY	110,000	-17.63%	-12.27%
18.10.30	Neutral	73,000	12.62%	32.88%
18.2.19	Neutral	100,000	-10.89%	-5.00%
17.12.5	BUY	124,000	-20.93%	-10.89%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2020년 02월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.