

2020. 2. 17

Platform Business Team

조상훈  
Analyst  
sanghoonpure.cho@samsung.com  
02 2020 7644

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	100,000원	(10.6%)
현재주가	90,400원	
시가총액	6.7조원	
Shares (float)	73,799,619주 (73.0%)	
52주 최저/최고	74,900원/97,000원	
60일-평균거래대금	443.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
웅진코웨이 (%)	-2.6	8.8	4.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.8	-6.0	3.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	110,000	-9.1%
2019E EPS	4,069	5,261	-22.7%
2020E EPS	5,473	5,978	-8.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## 웅진코웨이 (021240)

### 약해지는 배당지지선을 뛰어넘을 성장이 필요

- 발표실적 vs 컨센서스: 4Q19 영업이익 446억 (-65.4% y-y) 기록하며 컨센서스 큰 폭 하회. 파업 이슈로 영업상황이 부진하였고, 1) 노조 파업 이슈에 따른 총당금 (770억), 2) 웅진그룹 브랜드 로열티 (30억), 3) 말레이시아 회계기준 변경 영향 (30억), 4) 원가율이 높은 해외, 금융리스 판매 비중 증가로 인해 영업이익 부진
- 목표주가 변경: CS닥터 정규직 전환에 따른 인건비 증가를 반영하여, 2020 EPS 추정치 8.4% 하향 조정하고, 목표주가 100,000원 (DCF방식, 영구성장률 1%, 무위험이자율 1.2%, 시장프리미엄 6.9%, 베타 0.7를 가정하여 WACC 6.0% 도출)으로 하향.

### 실적 해석 및 시사점

4Q19 매출액과 영업이익은 7,946억 (+11.7% y-y), 446억 (-65.4% y-y)을 기록하며, 컨센서스 68% 하회. 노조파업 이슈로 1) 별도기준 환경가전 매출 성장은 1.8%에 그쳤고, 2) 렌탈 판매량이 전년대비 1.1% 감소하였으며, 3) 해약률이 전분기대비 0.05%p 상승하였고, 4) 렌탈자산폐기손실 110억 기록. 해외는 전반적으로 양호. 말레이시아 계정 수는 39% 증가하였고, 영업이익은 전년과 유사하였으나, 회계계정 재분류 (기존 영업외비용으로 반영되던 렌탈자산 총당금이 판관비로 반영, 3Q19 90억, 4Q19 30억) 효과를 제외하면 15% 증가.

지난 1년반 동안 추가 변동성을 높였던 대주주 불확실성은 해소되었으나, CS닥터 정규직 전환 등의 불확실성은 여전히 높은 상황. 또한 새로운 대주주가 당분간 보수적인 배당정책을 보일 가능성이 높아, 동사 추가 하방 지지요인이었던 배당매력이 과거보다 희석 (주당 DPS 2014 2,000원, 2015 2,800원, 2016 3,200원, 2017 3,200원, 2018 3,600원, 2019 2,400원)되고 있는 점 역시 우려 요인. 단기실적 모멘텀과 배당매력이 약해진 상황에서 기업 가치의 상승을 위해서는 1) 경쟁이 치열한 국내 렌탈 시장에서 포트폴리오 다변화를 통한 계정 수 증가와 2) 해외에서 beyond 정수기, beyond 말레이시아의 모습이 필요.

### 웅진코웨이 4Q19 review

(십억원)	4Q19	3Q19	전분기 대비 (%)	4Q18	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	794.6	759.6	4.6	711.7	11.7	796.3	(0.2)	817.2	(2.8)
영업이익	44.6	140.3	(68.2)	128.8	(65.4)	139.0	(67.9)	134.7	(66.9)
세전이익	26.8	152.3	(82.4)	99.9	(73.2)	n/a	n/a	121.3	(77.9)
지배주주순이익	19.3	110.7	(82.6)	69.7	(72.4)	82.0	(76.5)	92.2	(79.1)
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익	5.6	18.5		18.1		17.5		16.5	
세전이익	3.4	20.0		14.0		n/a		14.8	
지배주주순이익	2.4	14.6		9.8		10.3		11.3	

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

### Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2017	2,517	473	440	326	4,272	36.7	21.2	513.1	10.1	6.9	33.1
2018	2,707	520	469	350	4,681	9.6	19.3	566.7	9.3	6.1	32.2
2019E	3,019	458	451	332	4,069	(13.1)	22.2	584.5	9.9	5.6	27.9
2020E	3,365	567	552	419	5,473	34.5	16.5	553.1	8.2	4.7	29.3
2021E	3,674	641	621	472	6,145	12.3	14.7	493.9	7.2	3.9	27.4

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,517</b>	<b>2,707</b>	<b>3,019</b>	<b>3,365</b>	<b>3,674</b>
매출원가	798	878	1,010	1,121	1,222
<b>매출총이익</b>	<b>1,718</b>	<b>1,829</b>	<b>2,009</b>	<b>2,244</b>	<b>2,452</b>
(매출총이익률, %)	68.3	67.6	66.5	66.7	66.7
판매 및 일반관리비	1,246	1,309	1,550	1,678	1,812
<b>영업이익</b>	<b>473</b>	<b>520</b>	<b>458</b>	<b>567</b>	<b>641</b>
(영업이익률, %)	18.8	19.2	15.2	16.8	17.4
<b>영업외손익</b>	<b>(33)</b>	<b>(51)</b>	<b>(7)</b>	<b>(15)</b>	<b>(19)</b>
금융수익	1	1	11	9	11
금융비용	12	18	29	26	26
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(22)	(35)	11	1	(5)
<b>세전이익</b>	<b>440</b>	<b>469</b>	<b>451</b>	<b>552</b>	<b>621</b>
법인세	114	119	119	132	149
(법인세율, %)	26.0	25.3	26.4	24.0	24.0
계속사업이익	326	350	332	419	472
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>326</b>	<b>350</b>	<b>332</b>	<b>419</b>	<b>472</b>
(순이익률, %)	12.9	12.9	11.0	12.5	12.9
지배주주순이익	326	350	332	419	473
비지배주주순이익	(0)	(0)	0	(0)	(1)
EBITDA	708	775	735	881	995
(EBITDA 이익률, %)	28.1	28.6	24.3	26.2	27.1
EPS (지배주주)	4,328	4,735	4,500	5,684	6,414
EPS (연결기준)	4,321	4,730	4,501	5,680	6,398
수정 EPS (원)*	4,328	4,735	4,154	5,588	6,274

**현금흐름표**

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>554</b>	<b>539</b>	<b>617</b>	<b>704</b>	<b>784</b>
당기순이익	326	350	332	419	472
현금유출입이없는 비용 및 수익	476	541	417	482	514
유형자산 감가상각비	227	247	268	305	346
무형자산 상각비	8	9	8	8	9
기타	241	286	140	168	160
영업활동 자산부채 변동	(148)	(237)	17	(53)	(40)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(290)</b>	<b>(394)</b>	<b>(429)</b>	<b>(467)</b>	<b>(525)</b>
유형자산 증감	(323)	(388)	(426)	(466)	(525)
장단기금융자산의 증감	17	(49)	(1)	(1)	(1)
기타	17	43	(1)	(0)	0
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(218)</b>	<b>(187)</b>	<b>(175)</b>	<b>(173)</b>	<b>(165)</b>
차입금의 증가(감소)	332	59	37	38	40
자본금의 증가(감소)	2	1	0	0	0
배당금	(409)	(231)	(177)	(177)	(177)
기타	(143)	(16)	(34)	(34)	(28)
현금증감	44	(41)	13	64	94
기초현금	66	110	69	83	147
기말현금	110	69	83	147	241
<b>Gross cash flow</b>	<b>802</b>	<b>891</b>	<b>749</b>	<b>901</b>	<b>986</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>217</b>	<b>139</b>	<b>191</b>	<b>238</b>	<b>259</b>

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

**재무상태표**

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>791</b>	<b>844</b>	<b>851</b>	<b>981</b>	<b>1,130</b>
현금 및 현금등가물	110	69	83	147	241
매출채권	315	302	320	360	390
재고자산	75	103	98	112	127
기타	292	370	350	361	372
<b>비유동자산</b>	<b>1,367</b>	<b>1,535</b>	<b>1,681</b>	<b>1,850</b>	<b>2,050</b>
투자자산	56	58	57	57	58
유형자산	712	781	929	1,081	1,252
무형자산	184	160	162	162	162
기타	415	536	533	550	578
<b>자산총계</b>	<b>2,159</b>	<b>2,379</b>	<b>2,532</b>	<b>2,831</b>	<b>3,179</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,125</b>	<b>1,234</b>	<b>1,282</b>	<b>1,340</b>	<b>1,394</b>
매입채무	54	62	71	78	86
단기차입금	670	731	768	806	846
기타 유동부채	401	441	443	456	462
<b>비유동부채</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>59</b>
사채 및 장기차입금	12	10	10	10	10
기타 비유동부채	40	47	51	50	49
<b>부채총계</b>	<b>1,177</b>	<b>1,291</b>	<b>1,343</b>	<b>1,400</b>	<b>1,453</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>982</b>	<b>1,088</b>	<b>1,189</b>	<b>1,431</b>	<b>1,726</b>
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
이익잉여금	963	967	1,068	1,310	1,605
기타	(151)	(49)	(49)	(49)	(49)
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
<b>자본총계</b>	<b>982</b>	<b>1,088</b>	<b>1,189</b>	<b>1,431</b>	<b>1,726</b>
순부채	513	567	584	553	494

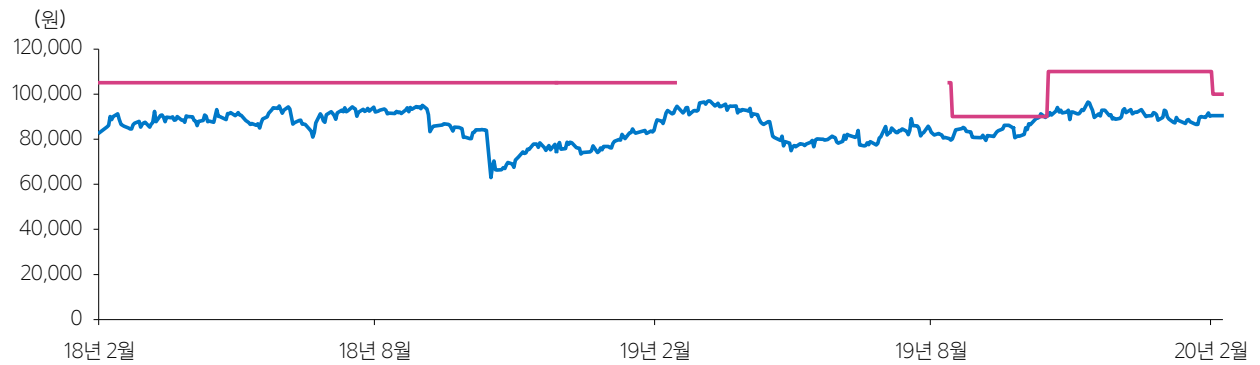
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	5.9	7.6	11.5	11.5	9.2
영업이익	39.5	10.0	(11.8)	23.7	13.0
순이익	33.8	7.4	(5.0)	26.2	12.6
수정 EPS**	36.6	9.4	(12.3)	34.5	12.3
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	4,328	4,735	4,500	5,684	6,414
EPS (연결기준)	4,321	4,730	4,501	5,680	6,398
수정 EPS**	4,328	4,735	4,154	5,588	6,274
BPS	13,619	15,074	16,469	19,779	23,855
DPS (보통주)	3,200	3,600	2,400	2,400	2,400
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	20.9	19.1	21.8	16.2	14.4
P/B***	6.6	6.0	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	10.1	9.3	9.9	8.2	7.2
<b>비율</b>					
ROE (%)	30.1	33.8	29.2	32.0	30.0
ROA (%)	15.8	15.4	13.5	15.6	15.7
ROIC (%)	24.6	25.1	20.2	23.1	23.4
배당성향 (%)	71.2	74.2	52.2	41.4	36.7
배당수익률 (보통주, %)	3.5	4.0	2.7	2.7	2.7
순부채비율 (%)	52.2	52.1	49.2	38.7	28.6
이자보상배율 (배)	38.3	29.2	22.8	33.9	35.2

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2018/2/13	2019/2/13	8/28	10/30	2020/2/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	105,000	105,000	90,000	110,000	100,000
과리율 (평균)	(18.92)	(14.67)	(6.26)	(17.37)	
과리율 (최대 최소)	(9.52)	(11.71)	1.44	(12.27)	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM