



KB증권



더 많은 리포트 보기

웅진코웨이 (021240)

4Q19 Review: 불확실성 증폭, 주가 변동성 확대 불가피

2020년 2월 17일

유통/화학 Analyst 박신애

연구원 이동현

02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

02-6114-2920 donghyunlee@kbfq.com

주가는 높은 변동성 나타낼 전망. 보수적 접근 권고

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 100,000원으로 9% 하향한다 (2020E EPS를 7% 하향조정함). 넷마블이라는 새로운 주인을 만나, 지난 4년간의 매각 불확실성이 해소된 점은 긍정적이다. 다만 구체적인 중장기 사업 전략, 2020년 실적 가이던스, 배당 정책 등이 주식시장과 공유되기 전까지, 불확실성 확대로 인해 주가는 높은 변동성을 나타낼 것으로 예상된다.

두 가지 불확실성 대두: 1) 인건비 부담 증가, 2) 배당 성향 하락

두 가지 불확실성이 대두됐다. ① CS닥터의 정규직 전환 결정으로 인해 인건비 부담 증가가 불가피할 전망이다. 이를 반영해 2020년 별도 OPM을 종전 대비 0.7%p 하향조정했다. 향후 협의 결과에 따라 비용 증가 가능성이 존재한다. ② 주주환원 정책의 변화 가능성이 농후하다. 먼저 4Q19 분기 DPS가 0원으로 예상되면서, 2019년 DPS 추정치가 3,200원에서 2,400원으로 하락했다 (2019년 배당수익률 2.6% 수준). 코웨이는 향후 중장기 성장 동력 확보 (글로벌 진출 등), R&D 투자 확대, 재무건전성 개선에 주안점을 둘 계획이다 (부채비율이 3년새 66%에서 165%로 상승). 향후 배당금이 하락할 가능성이 존재해, 2020E DPS 추정치를 기존 3,400원에서 2,400원으로 하향조정했다 (아직 배당 정책이 공유되지 않아 변동 가능성 존재함).

4Q19 Review: CS닥터의 정규직 전환 관련 일회성 충당금으로 인해 실적 쇼크 기록

4Q19 연결 매출액 7,946억원 (+12% YoY), 영업이익 446억원 (-65% YoY)을 나타내면서 영업이익이 컨센서스를 68% 하회했다. ▲별도 매출액은 6,382억원 (+1% YoY)을 기록했고, 영업이익은 319억원 (-72% YoY)으로 추정된다. ① CS닥터 (설치/수리 서비스 인력, 약 1,500명)의 정규직 전환을 결정하면서, 관련된 퇴직금 및 수당에 대해 770억원의 충당금이 발생했다. ② 10~12월 CS닥터 파업 여파로 제품 설치에 지장이 생기면서 렌탈 신규 판매가 35.8만 계정 (-1% YoY)으로 부진했다. 또한 수리 서비스도 지연되면서 해약율이 일시적으로 1.04%로 상승했다. ③ 신규 판매 부진과 해약을 상승으로 인해 순증이 5.2만 계정 (-31% YoY)에 그쳤다. ▲ 말레이시아 매출은 47% 성장했으나, 영업이익은 전년동기 수준에 머물렀다. 3Q19부터 해약된 계정들에 대한 손실을 반영하기 시작한 영향이다 (월 10억원). ▲ 미국 법인은 매출 성장률 +24%, 영업이익 30억원 (OPM 4.6%p YoY 개선)의 호실적을 나타냈다.

Buy 유지

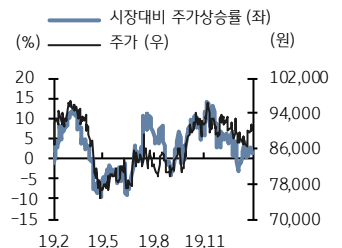
목표주가 (하향, 원)	100,000
Dividend Yield (%)	2.0
Total Return (%)	12.6
현재가 (2/14, 원)	90,400
Consensus Target Price (원)	n/a

Trading Data	
Free float (%)	73.0
거래대금 (3M, 십억원)	44.3
외국인 지분율 (%)	60.9
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 3인 25.1
	국민연금공단 8.2

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	-1.7	8.8	4.5
시장대비 상대수익률	-2.8	-6.3	-6.0	3.7
시가총액 (조원)	6.7			

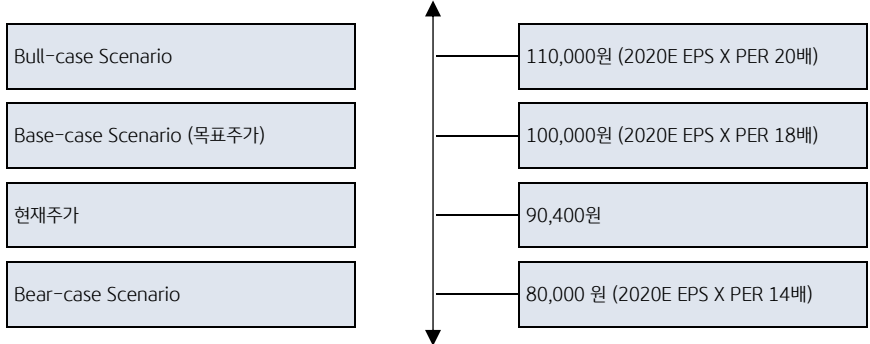
Forecast earnings & valuation

계산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	2,707	3,019	3,344	3,600
영업이익 (십억원)	520	458	582	612
지배주주순이익 (십억원)	350	333	408	432
EPS (원)	4,735	4,511	5,527	5,856
증감률 (%)	9.4	-4.7	22.5	6.0
PER (X)	15.6	20.6	16.4	15.4
EV/EBITDA (X)	7.8	10.0	8.0	7.5
PBR (X)	5.0	6.3	4.9	4.1
ROE (%)	33.8	30.6	33.2	28.9
배당수익률 (%)	4.9	2.6	2.7	2.7



자료: 웅진코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR +5%
- 2) 해외 합산 매출액 향후 2년 CAGR +21%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR이 +5%를 상회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 2년 CAGR이 +21%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR이 +5%를 하회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +21%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2019	2020E	2019P	2020E	2019P	2020E
매출액	3,038.6	3,344.5	3,018.9	3,343.9	-0.6	-0.0
영업이익	554.6	619.3	458.3	582.1	-17.4	-6.0
순이익 (지배)	413.5	439.6	332.9	407.9	-19.5	-7.2

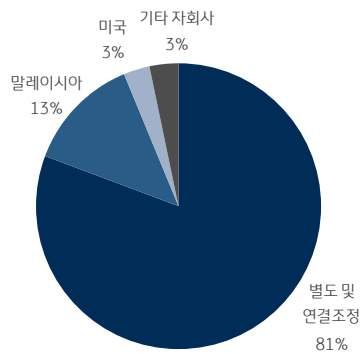
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019P	2020E	2019	2020E	2019	2020E
매출액	3,018.9	3,343.9	2,995.0	3,332.7	0.8	0.3
영업이익	458.3	582.1	553.0	591.9	-17.1	-1.6
순이익 (지배)	332.9	407.9	n/a	422.4	n/a	-3.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리

주: 2018년 기준

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd PER	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd PBR	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
코웨이	6,671.5	16.2	0.0	4.8	29.4	7.9	1.8
아모레퍼시픽	11,136.3	32.5	17.3	2.7	8.3	13.3	12.0
LG 생활건강	21,693.7	28.1	8.2	4.9	17.6	14.3	7.6

자료: KB증권 추정치 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

PER 밸류에이션

2) 목표주가 산정:

2020E EPS에 목표 PER 멀티플 18배
(=2016~2018년 PER 평균치를 20% 할인)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

110,000원 ~ 80,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2020E Implied PER 17.7배, PBR 5.3배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2019E	2020E
금리 1%p 상승 시	-0.9	-0.7
환율 1%p 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 4Q19 실적

(십억원)	4Q19	4Q18	YoY (%)	3Q19	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	794.6	711.7	11.7	759.6	4.6	796.3	-0.2	814.3	-2.4
영업이익	44.6	128.8	-65.4	140.3	-68.2	138.7	-67.8	141.0	-68.3
세전이익	26.8	99.9	-73.2	152.3	-82.4	135.3	-80.2	135.3	-80.2
순이익	19.7	69.8	-71.7	110.8	-82.2	100.3	-80.3	100.3	-80.3
영업이익률 (%)	5.6	18.1		18.5		17.4		17.3	
세전이익률 (%)	3.4	14.0		20.0		17.0		16.6	
순이익률 (%)	2.5	9.8		14.6		12.6		12.3	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 정리

표 2. 코웨이: PER Valuation

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
연결 EPS (원)	3,324	4,521	4,852	4,613	5,651	5,987
적용 PER (X)					18.0	18.0
적정주당가치 (원)					102,000	108,000
상승여력 (%)					12.5	19.2

목표주가 (원)	100,000
2020E EPS (원)	5,651
Target PER (X)	18.0
현재주가 (원)	90,400 (2020.2.14)
상승여력 (%)	10.6
목표주가의 해당 연도 PER (X)	17.7 16.7
현재주가의 해당 연도 PER (X)	16.0 15.1

자료: KB증권 추정

주: 목표 PER 18배는 지난 3년 (2016~2018) 평균 PER 22배를 20% 할인한 수치

표 3. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2019	2020E	2021E	2019P	2020E	2021E	2019P	2020E	2021E
매출액	3,038.6	3,344.5	3,576.1	3,018.9	3,343.9	3,600.5	-0.6	-0.0	0.7
영업이익	554.6	619.3	660.3	458.3	582.1	612.4	-17.4	-6.0	-7.3
세전이익	559.9	593.5	634.7	451.4	550.1	582.8	-19.4	-7.3	-8.2
순이익 (지배)	413.5	439.6	470.1	332.9	407.9	432.2	-19.5	-7.2	-8.1
EPS (원)	5,602.6	5,957.3	6,513.3	4,511.4	5,539.2	5,987.2	-19.5	-7.0	-8.1
YoY (%)									
매출액	12.2	10.1	6.9	11.5	10.8	7.7			
영업이익	6.7	11.7	6.6	-11.8	27.0	5.2			
세전이익	19.5	6.0	6.9	-3.7	21.9	5.9			
순이익 (지배)	18.1	6.3	6.9	-4.9	22.5	5.9			
EPS	18.1	6.3	9.3	-4.9	22.8	8.1			
영업이익률 (%)	18.3	18.5	18.5	15.2	17.4	17.0			
세전이익률 (%)	18.4	17.7	17.7	15.0	16.5	16.2			
순이익률 (지배, %)	13.6	13.1	13.1	11.0	12.2	12.0			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2019년 11월 6일 추정치 대비 변경 내역임

표 4. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	709.3	755.5	759.6	794.6	788.9	837.0	849.7	868.3	2,516.8	2,707.3	3,018.9	3,343.9	3,600.5
별도 법인	606.6	635.2	651.0	638.2	652.3	678.8	687.7	666.0	2,320.5	2,395.5	2,531.0	2,684.8	2,807.4
말레이시아	112.5	127.6	133.6	152.6	146.3	165.9	173.7	198.4	207.5	353.4	526.3	684.2	821.0
미국	20.9	23.6	22.5	30.3	25.1	26.4	26.6	33.3	65.0	80.5	97.3	111.4	122.5
기타 자회사	16.7	27.4	24.4	34.2	24.7	28.8	25.7	35.9	64.5	88.5	102.7	115.1	120.5
연결 조정	-47.4	-58.4	-71.9	-60.7	-59.4	-63.0	-64.0	-65.4	-141.4	-210.8	-238.4	-251.7	-271.0
YoY (%)													
연결 매출액	9.5	11.4	13.4	11.7	11.2	10.8	11.9	9.3	5.9	7.6	11.5	10.8	7.7
별도 법인	6.1	6.6	9.3	0.9	7.5	6.9	5.6	4.4	5.3	3.2	5.7	6.1	4.6
말레이시아	71.1	39.3	44.7	47.0	30.0	30.0	30.0	30.0	45.1	70.4	48.9	30.0	20.0
미국	19.1	35.6	6.6	24.2	20.0	12.0	18.0	10.0	8.0	23.7	20.9	14.5	10.0
기타 자회사	-26.5	9.2	18.4	70.1	47.8	5.2	5.3	5.0	15.4	37.3	16.0	12.1	4.7
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
비중 (%)													
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	85.5	84.1	85.7	80.3	82.7	81.1	80.9	76.7	92.2	88.5	83.8	80.3	78.0
말레이시아	15.9	16.9	17.6	19.2	18.5	19.8	20.4	22.8	8.2	13.1	17.4	20.5	22.8
미국	2.9	3.1	3.0	3.8	3.2	3.2	3.1	3.8	2.6	3.0	3.2	3.3	3.4
기타 자회사	2.4	3.6	3.2	4.3	3.1	3.4	3.0	4.1	2.6	3.3	3.4	3.4	3.3
연결 조정	-6.7	-7.7	-9.5	-7.6	-7.5	-7.5	-7.5	-7.5	-5.6	-7.8	-7.9	-7.5	-7.5
연결 영업이익	135.2	138.2	140.3	44.6	142.3	150.2	152.9	136.8	472.7	519.8	458.3	582.1	612.4
별도 법인	122.4	110.8	139.2	31.9	127.2	132.4	134.1	113.2	478.4	477.2	404.2	506.9	516.0
말레이시아	19.1	22.1	14.2	20.2	21.9	24.9	26.1	29.8	17.5	62.3	75.6	102.6	123.2
미국	0.8	0.4	-0.9	3.0	0.9	0.9	0.9	1.2	0.5	3.1	3.3	3.9	4.9
기타 자회사	-2.8	1.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-3.7	-8.6	-1.7	-0.6	0.6
연결 조정	-4.3	3.7	-12.3	-10.3	-7.5	-7.9	-8.0	-7.2	-20.0	-14.2	-23.2	-30.6	-32.2
YoY (%)													
연결 영업이익	2.9	6.9	7.6	-65.4	5.3	8.6	9.0	206.5	39.5	10.0	-11.8	27.0	5.2
별도 법인	-0.6	-7.6	15.4	-71.9	3.9	19.5	-3.7	254.8	29.8	-0.2	-15.3	25.4	1.8
말레이시아	107.6	39.0	-16.5	0.0	14.9	12.6	83.5	47.3	161.2	256.0	21.3	35.8	20.0
미국	33.3	흑전	적전	130.8	9.7	131.3	흑전	-61.1	N/A	520.0	6.5	18.1	25.7
기타 자회사	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
연결 조정	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)													
연결 영업이익	19.1	18.3	18.5	5.6	18.0	17.9	18.0	15.7	18.8	19.2	15.2	17.4	17.0
별도 법인	20.2	17.4	21.4	5.0	19.5	19.5	19.5	17.0	20.6	19.9	16.0	18.9	18.4
말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	15.0	15.0	15.0	15.0	8.4	17.6	14.4	15.0	15.0
미국	3.8	1.7	-4.0	9.9	3.5	3.5	3.5	3.5	0.8	3.9	3.4	3.5	4.0
기타 자회사	-16.8	4.7	0.0	-0.6	-0.9	-0.3	-0.6	-0.5	-5.7	-9.7	-1.6	-0.6	0.5
연결 조정	9.1	-6.3	17.0	17.0	12.6	12.5	12.6	11.0	14.1	6.7	9.7	12.2	11.9
비중 (%)													
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	90.5	80.1	99.2	71.5	89.4	88.1	87.7	82.8	101.2	91.8	88.2	87.1	84.3
말레이시아	14.1	16.0	10.1	45.3	15.4	16.6	17.0	21.8	3.7	12.0	16.5	17.6	20.1
미국	0.6	0.3	-0.6	6.7	0.6	0.6	0.6	0.9	0.1	0.6	0.7	0.7	0.8
기타 자회사	-2.1	0.9	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-1.7	-0.4	-0.1	0.1
매출총이익	476.4	506.4	509.0	516.7	526.7	557.7	565.9	561.1	1,718.3	1,829.1	2,008.5	2,211.6	2,366.8
세전이익	135.5	136.8	152.3	26.8	134.8	142.7	145.4	127.2	439.9	468.6	451.4	550.1	582.8
순이익(지배)	100.5	101.9	110.8	19.7	99.9	105.8	107.8	94.3	326.1	350.2	332.9	407.9	432.2
EBITDA	206.3	212.2	217.9	120.3	223.1	231.0	233.7	217.5	708.3	775.4	756.7	905.2	954.0
YoY (%)													
매출총이익	6.8	10.1	11.7	10.6	10.6	10.1	11.2	8.6	9.9	6.4	9.8	10.1	7.0
세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	-0.5	4.3	-4.5	374.5	35.9	6.5	-3.7	21.9	5.9
순이익(지배)	5.4	12.3	17.4	-71.7	-0.6	3.8	-2.7	378.3	33.8	7.4	-4.9	22.5	5.9
EBITDA	7.0	10.4	11.8	-38.5	8.2	8.8	7.2	80.9	23.8	9.5	-2.4	19.6	5.4
매출총이익률 (%)	67.2	67.0	67.0	65.0	66.8	66.6	66.6	64.6	68.3	67.6	66.5	66.1	65.7
세전이익률 (%)	19.1	18.1	20.0	3.4	17.1	17.0	17.1	14.7	17.5	17.3	15.0	16.5	16.2
순이익률(지배) (%)	14.2	13.5	14.6	2.5	12.7	12.6	12.7	10.9	13.0	12.9	11.0	12.2	12.0
EBITDA 마진 (%)	29.1	28.1	28.7	15.1	28.3	27.6	27.5	25.1	28.1	28.6	25.1	27.1	26.5

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 5. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
별도 매출액	606.6	635.2	651.0	638.2	652.3	678.8	687.7	666.0	2,320.5	2,395.5	2,531.0	2,684.8	2,807.4
국내 환경가전	517.6	532.7	534.5	526.4	552.3	565.7	560.7	545.3	1,981.0	2,017.5	2,111.2	2,224.2	2,306.8
렌탈	384.7	391.7	396.7	399.5	409.6	418.7	416.6	413.1	1,506.0	1,527.7	1,572.6	1,658.0	1,718.0
홈케어	56.3	67.6	72.9	61.5	67.6	74.4	80.2	67.7	122.8	185.1	258.4	289.9	313.0
멤버십	27.9	27.0	26.7	25.7	25.2	25.0	24.8	23.8	144.7	121.2	107.3	98.8	93.6
일시불	45.6	43.5	35.5	36.6	47.0	44.9	36.6	37.7	192.2	170.8	161.3	166.2	171.2
기타	3.0	2.9	2.7	3.0	2.9	2.8	2.6	3.0	15.2	12.8	11.7	11.3	11.0
수출	70.1	83.8	97.9	91.7	80.6	93.9	108.1	100.2	259.7	302.5	343.5	382.9	421.2
화장품	18.9	18.8	18.5	20.1	19.3	19.2	18.9	20.5	79.7	75.5	76.3	77.8	79.4
YoY (%)													
별도 매출액	6.1	6.6	9.3	0.9	7.5	6.9	5.6	4.4	5.3	3.2	5.7	6.1	4.6
국내 환경가전	4.2	5.4	7.3	1.7	6.7	6.2	4.9	3.6	3.6	1.8	4.6	5.3	3.7
렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	6.5	6.9	5.0	3.4	0.9	1.4	2.9	5.4	3.6
홈케어	45.9	65.5	61.4	1.7	20.0	10.0	10.0	10.0	16.5	50.7	39.6	12.2	8.0
멤버십	-13.5	-13.3	-9.1	-9.6	-9.5	-7.3	-7.3	-7.3	-13.6	-16.3	-11.5	-7.9	-5.3
일시불	4.0	-7.9	-7.2	-11.5	3.0	3.0	3.0	3.0	-1.8	-11.2	-5.6	3.0	3.0
기타	-6.0	-14.8	-8.9	-4.1	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-18.6	-15.8	-8.6	-3.0	-3.0
수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	15.0	12.2	10.4	9.3	19.7	16.5	13.6	11.5	10.0
화장품	-8.1	1.0	5.7	6.9	2.0	2.0	2.0	2.0	7.4	-5.3	1.1	2.0	2.0
비중 (%)													
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	85.3	83.9	82.1	82.5	84.7	83.3	81.5	81.9	85.4	84.2	83.4	82.8	82.2
렌탈	63.4	61.7	60.9	62.6	62.8	61.7	60.6	62.0	64.9	63.8	62.1	61.8	61.2
홈케어	9.3	10.6	11.2	9.6	10.4	11.0	11.7	10.2	5.3	7.7	10.2	10.8	11.2
멤버십	4.6	4.2	4.1	4.0	3.9	3.7	3.6	3.6	6.2	5.1	4.2	3.7	3.3
일시불	7.5	6.9	5.5	5.7	7.2	6.6	5.3	5.7	8.3	7.1	6.4	6.2	6.1
기타	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
수출	11.6	13.2	15.0	14.4	12.4	13.8	15.7	15.0	11.2	12.6	13.6	14.3	15.0
화장품	3.1	3.0	2.8	3.1	3.0	2.8	2.7	3.1	3.4	3.2	3.0	2.9	2.8
별도 영업이익	122.4	110.8	139.2	31.9	127.2	132.4	134.1	113.2	478.4	477.2	404.2	506.9	516.0
YoY (%)	-0.6	-7.6	15.4	-71.9	3.9	19.5	-3.7	254.8	29.8	-0.2	-15.3	25.4	1.8
OPM (%)	20.2	17.4	21.4	5.0	19.5	19.5	19.5	17.0	20.6	19.9	16.0	18.9	18.4
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,349.8	5,458.3	5,635.8	5,687.7	5,770.3	5,844.2	5,903.1	5,917.6	4,969.9	5,229.8	5,687.7	5,917.6	6,176.2
신규 판매 (천대)	408.3	416.9	388.7	358.1	424.7	433.6	404.3	372.5	1,381.7	1,450.0	1,572.1	1,634.9	1,684.0
해약 (천대)	159.5	162.7	160.0	177.0	171.8	174.3	176.5	178.3	625.4	644.5	659.1	700.8	724.9
만기도래 (천계정)	128.8	145.7	51.2	129.3	170.3	185.4	168.8	179.7	635.9	545.7	455.0	704.3	700.4
ARPU (월평균) (원)	27,792	28,331	28,218	27,145	27,764	28,302	28,190	27,117	27,646	27,988	27,952	27,973	27,991
해약률 (월평균) (%)	1.02	1.01	0.98	1.05	1.01	1.01	1.01	1.01	1.07	1.08	1.05	1.03	1.02
만기도래 비중 (%)	40.7	39.3	16.5	39.0	50.0	50.0	50.0	50.0	52.2	46.8	34.2	50.0	50.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	644.9	628.4	604.8	593.8	599.8	584.4	562.5	552.2	778.4	670.3	593.8	552.2	524.6
ARPU (월평균) (원)	14,130	14,116	14,458	14,297	14,088	14,074	14,414	14,254	14,776	13,941	14,145	14,376	14,481
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	58.8	49.3	43.6	42.5	60.0	50.3	44.4	43.4	250.6	197.2	194.2	198.1	202.0
ARPU (원)	776,074	882,868	814,307	861,815	783,835	891,697	822,450	870,433	767,223	866,032	830,542	838,847	847,235
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	10.4	11.1	21.2	8.5	14.7	15.0	14.9	14.8	43.5	48.8	51.2	59.4	63.7

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	2,517	2,707	3,019	3,344	3,600
매출원가	798	878	1,010	1,132	1,234
매출총이익	1,718	1,829	2,009	2,212	2,367
판매비와관리비	1,246	1,309	1,550	1,629	1,754
영업이익	473	520	458	582	612
EBITDA	708	775	757	905	954
영업외손익	-33	-51	-7	-32	-30
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	12	18	22	23	21
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-22	-35	14	-10	-10
세전이익	440	469	451	550	583
법인세비용	114	119	119	143	152
당기순이익	326	350	332	407	431
지배주주순이익	326	350	333	408	432
수정순이익	326	350	333	408	432

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	5.9	7.6	11.5	10.8	7.7
영업이익 성장률	39.5	10.0	-11.8	27.0	5.2
EBITDA 성장률	23.8	9.5	-2.4	19.6	5.4
지배기업순이익 성장률	33.8	7.4	-4.9	22.5	6.0
매출총이익률	68.3	67.6	66.5	66.1	65.7
영업이익률	18.8	19.2	15.2	17.4	17.0
EBITDA이익률	28.1	28.6	25.1	27.1	26.5
세전이익률	17.5	17.3	15.0	16.5	16.2
당기순이익률	12.9	12.9	11.0	12.2	12.0

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	554	539	535	555	597
당기순이익	326	350	332	407	431
유무형자산상각비	236	256	298	323	342
기타비현금손익 조정	241	286	234	143	152
운전자본증감	-148	-237	-185	-175	-176
매출채권감소 (증가)	-59	20	34	-15	-16
재고자산감소 (증가)	-6	-26	-3	-6	-12
매입채무증가 (감소)	21	-3	-11	6	6
기타영업현금흐름	-100	-116	-144	-143	-152
투자활동 현금흐름	-290	-394	-432	-420	-420
유형자산투자감소 (증가)	-323	-388	-410	-400	-400
무형자산투자감소 (증가)	-8	-6	-9	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-1	-1	0	0
기타투자현금흐름	1	2	-20	0	0
재무활동 현금흐름	-218	-187	-106	-123	-161
금융부채 증감	330	59	161	-95	-90
자본의 증감	-127	3	2	0	0
배당금 당기지급액	-409	-231	-260	-87	-130
기타재무현금흐름	-12	-18	-9	59	59
기타현금흐름	-2	0	2	0	0
현금의 증가 (감소)	44	-41	-1	12	16
기말현금	110	69	68	80	96
잉여현금흐름 (FCF)	230	152	125	155	197
순현금흐름	-303	-54	-110	117	116
순현금 (순차입금)	-513	-567	-677	-560	-444

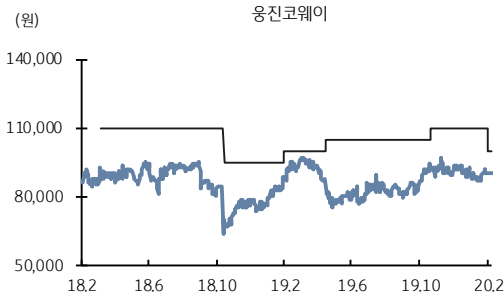
자료: 웅진코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	2,159	2,379	2,777	2,910	3,035
유동자산	791	844	735	781	838
현금 및 현금성자산	110	69	68	80	96
단기금융자산	60	107	192	202	212
매출채권	315	302	296	311	326
재고자산	75	103	113	119	131
기타유동자산	232	255	66	70	73
비유동자산	1,367	1,535	2,042	2,128	2,197
투자자산	89	82	41	41	41
유형자산	712	781	1,303	1,390	1,457
무형자산	184	160	177	178	178
기타비유동자산	381	506	482	482	482
부채총계	1,177	1,291	1,690	1,545	1,412
유동부채	1,125	1,234	1,562	1,419	1,292
매입채무	54	62	75	81	87
단기금융부채	670	732	915	823	741
기타유동부채	361	440	572	515	463
비유동부채	52	57	128	126	121
장기금융부채	13	11	23	19	11
기타비유동부채	21	30	31	31	31
자본총계	982	1,088	1,087	1,364	1,622
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
기타자본항목	-146	-45	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-5	-4	4	4	4
이익잉여금	963	967	961	1,239	1,498
지배자본 계	982	1,088	1,088	1,366	1,625
비지배자본	0	0	-1	-2	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	22.6	15.6	20.6	16.4	15.4
PBR	7.4	5.0	6.3	4.9	4.1
PSR	2.9	2.0	2.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.0	7.8	10.0	8.0	7.5
EV/EBIT	16.5	11.6	16.5	12.4	11.6
배당수익률	3.3	4.9	2.6	2.7	2.7
EPS	4,328	4,735	4,511	5,527	5,856
BPS	13,128	14,744	14,747	18,513	22,020
SPS (주당매출액)	33,402	36,604	40,907	45,310	48,787
DPS (주당배당금)	3,200	3,600	2,400	2,400	2,400
배당성향 (%)	71.2	74.2	52.1	42.5	40.1
수익성지표					
ROE	30.1	33.8	30.6	33.2	28.9
ROA	15.8	15.4	12.9	14.3	14.5
ROIC	25.6	26.0	20.4	23.8	23.1
안정성지표					
부채비율	119.8	118.7	155.4	113.3	87.1
순차입비율	52.2	52.1	62.3	41.0	27.3
유동비율	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7
이자보상배율 (배)	38.3	29.2	21.0	25.2	29.6
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	8.3	8.8	10.1	11.0	11.3
재고자산회전율	34.7	30.5	27.9	28.8	28.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



웅진코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-03-21	Buy	110,000	-19.00	-13.64
18-10-31	Buy	95,000	-19.55	-8.95
19-02-15	Buy	100,000	-7.45	-3.00
19-05-02	Buy	105,000	-21.59	-10.38
19-11-06	Buy	110,000	-17.46	-12.27
20-02-17	Buy	100,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2019. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.9	24.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.