

Company Update

Analyst 안지영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	105,000원
현재가 (4/30)	87,800원

KOSPI (4/30)	2,203.59pt		
시가총액	6,480십억원		
발행주식수	73,800천주		
액면가	500원		
52주 최고가	97,000원		
최저가	63,000원		
60일 일평균거래대금	47십억원		
외국인 지분율	59.8%		
배당수익률 (2019F)	4.1%		
주주구성			
웅진뱅크 외 8 인	25.18%		
국민연금	8.11%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	18%	15%
절대기준	-7%	29%	0%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	105,000	89,000	▲
EPS(19)	5,052	4,962	▲
EPS(20)	5,309	5,052	▲



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

웅진코웨이 (021240)

웅진코웨이로 첫 분기 기대치 부합

Review(yoy): 19.1Q 별도 매출액 6%, 국내 환경가전 매출액 4%

2019년 1분기(yoy) 별도 매출액은 렌탈이 3,847억원(+1.6% yoy), 금융리스(563억원 +45.9% yoy)의 판매 호조를 반영, 국내 환경가전 사업은 1분기 최고치 매출액 5,176억원(+4.2% yoy)을 시현했다. 특히 금융리스 매출액은 의류청정기와 전기레인지 판매 호조, 일시불은 공기청정기의 판매가 급증했다. 1분기 렌탈 판매는 총 53만대로 국내 40.8만(+8.3% yoy 정수기 18만, 청정기 15만), 해외 12.3만(+47.4% yoy)이며 렌탈 순증은 총 20.5만(국내 12만 +92.5% yoy, 해외 8.5만 +50.9% yoy)을 시현했다. 특히 해외는 말레이시아에서 총 11.4만대(순증 8.2만대) 판매가 이루어지며 해외 사업의 펀더멘탈을 확고히 했다.

19.1Q(yoy): 연결 매출액 9%, 영업이익 3%, 컨센서스 부합

2019년 1분기(yoy) 연결 매출액은 7,093억원(+9.5%), 영업이익 1,352억원(+2.9%), 순이익 1,004억원(+5.5%)로 컨센서스에 부합했다. 1) 국내 금융리스 항목인 의류청정기와 전기레인지의 판매 호조에 회계기준 이슈가 긍정적으로 작용 2) 해외 매출액이 1,590억원(+41.6 yoy)을 시현했는데 해외 법인항(말레이시아, 미국, 태국)의 거래 확대 때문이다. 말레이시아의 고성장은 기존 프리미엄 고객(5년 렌탈) 위주로 프리미엄 신제품 출시가 긍정적이다. 또한 중산층으로 저변 확대를 위한 신판매(7년 렌탈) 효과도 지난해부터 말레이시아에서의 성장성을 더해주고 있다. 멤버십과 화장품 등의 기타 부문과 중국 향 ODM 사업 부진은 수익성 하락에 일조한 것으로 분석된다.

구체적인 전략적 변화가 요구되는 반면 최대주주 불확실성은 해소

웅진코웨이의 목표주가를 105,000원[표3 참조]으로 상향한다. 당사는 지난 6개월 동안 최대주주가 기존 사모펀드에서 웅진으로 변경되는 과정에서의 불확실성을 일정 부분 해소한 것으로 판단되기 때문이다. 그 결과 웅진코웨이로 첫 실적도 기대치에 부합, 이를 반영하며 2019년 IBK추정치를 상향했다. 다만 현재 당사는 웅진그룹과의 PMI(post-merger integration) 진행을 시작 1) 웅진의 매니지먼트 검증, 즉 성장성 확대를 위한 전략 2) 브랜드 로열티 수수료 수준과 반영 시점 3) 주주배당 정책에 대한 기준 등 향후 기업가치와 주주가치 상승을 위한 구체적인 가이드라인을 제시해야 할 것으로 판단된다. 최대주주의 운영 능력에 대한 확신은 필요한 상황이지만 국내외 탄탄한 사업 모델을 바탕으로 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,517	2,707	2,892	3,054	3,247
영업이익	473	520	542	571	602
세전이익	440	469	502	526	571
지배주주순이익	326	350	373	392	423
EPS(원)	4,328	4,735	5,052	5,309	5,728
증가율(%)	36.6	9.4	6.7	5.1	7.9
영업이익률(%)	18.8	19.2	18.7	18.7	18.5
순이익률(%)	12.9	12.9	12.9	12.8	13.0
ROE(%)	30.1	33.8	35.2	38.9	43.1
PER	22.6	15.6	17.4	16.5	15.3
PBR	7.4	5.0	6.3	6.6	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

국내 대비 해외(말레이시아) 고성장으로 안정적 펀더멘탈 유지

19.1Q(yoy) 연결기준
 매출액 9.5%(컨센서스 2.3%)
 영업이익 2.9%(컨센서스 -1.3%)
 순이익 5.5%(컨센서스 1.4%)
 총계정수 719만(19년F 763만)
 국내 613만 (+3.8% yoy)
 해외 150만 (+34.9% yoy)
 말련 106만
 미국 11.5만
 태국 2.5만
 해외매출(yoy)
 ODM/Dealer -19.8%
 해외사업 +58.8%

표 1. 코웨이 IFRS 19.1Q 부문별 매출액 및 연결실적 현황

(단위: 억원, %, p)

	18.1Q	18.4Q	19.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
별도매출액	5,715	6,327	6,066	-4.1	6.1	6,055	0.2	6,462	-6.1
렌탈	3,787	3,840	3,847	0.2	1.6	3,841	0.2	-	-
금융리스	386	605	563	-6.9	45.9	534	5.4	-	-
멤버십	322	284	279	-1.8	-13.4	301	-7.3	-	-
일시불	439	414	456	10.1	3.9	463	-1.5	-	-
수출	543	964	701	-27.3	29.1	691	1.4	-	-
화장품	206	188	189	0.5	-8.3	197	-4.1	-	-
기타	32	32	30	-6.3	-6.3	28	7.1	-	-
연결매출액	6,478	7,117	7,093	-0.3	9.5	6,870	3.2	6,933	2.3
연결매출총이익	4,460	4,673	4,764	1.9	6.8	4,793	-0.6	4,737	0.6
연결영업이익	1,313	1,288	1,352	5.0	3.0	1,390	-2.7	1,369	-1.3
GPM	68.8	65.7	67.2	1.5	-1.7	0.7	66.5	0.7	-2.4
OPM	20.3	18.1	19.1	1.0	-1.2	20.2	-1.2	19.7	-0.7
연결순이익	952	697	1,004	44.0	5.5	1,000	0.4	990	1.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

* 매트리스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 IFRS 부문별 사업부문별 별도 매출액 및 연결기준 2019년 전망

(단위: 억원, %, p)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2018	YoY	2019F	YoY
별도매출액	5,719	5,750	5,888	5,846	5,715	5,958	5,954	6,327	6,066	6,280	6,313	6,541	23,955	3.2	25,200	5.2
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,822	3,840	3,847	3,940	3,954	3,978	15,277	1.4	15,720	2.9
금융리스	259	302	351	316	386	409	452	605	563	579	631	643	1,851	50.7	2,416	30.5
멤버십	378	367	359	343	322	311	294	284	279	281	275	268	1,212	-16.3	1,103	-9.0
일시불	459	504	473	486	439	473	382	414	456	498	405	425	1,708	-11.2	1,784	4.5
수출	680	555	686	676	543	718	799	964	701	761	835	1,003	3,025	16.5	3,300	9.1
화장품	209	187	194	207	206	186	175	188	189	193	178	191	755	-5.3	751	-0.5
기타	39	39	40	34	32	34	30	32	30	28	35	33	128	-15.9	126	-1.2
연결매출액	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,698	7,117	7,093	7,231	7,054	7,539	27,073	7.6	28,917	6.8
연결매출총이익	4,171	4,285	4,346	4,381	4,460	4,600	4,558	4,673	4,764	4,851	4,803	4,963	18,291	6.4	19,381	6.0
GPM	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	68.0	65.7	67.2	67.1	68.1	65.8	67.6	-0.7	67.0	-0.5
연결영업이익	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,304	1,288	1,352	1,354	1,370	1,343	5,198	10.0	5,419	4.2
OPM	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	18.1	19.1	18.7	19.4	17.8	19.2	0.4	18.7	-0.5
연결순이익	754	952	934	616	952	907	942	697	1,004	947	996	777	3,498	7.4	3,724	6.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 기존 89,000원에서 105,000원 상향 매수유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	별도기준 18년(F) EPS 4,676 / 12개월 Forward EPS 4,808	연결기준 19년(F) EPS 5,052 / 12개월 Forward EPS 5,138
Target P/E valuation	Target P/E 18 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내외 총 700만 계정 도달 전망, IBK 유니버스 평균대비 10% 할인을 적용)	Target P/E 20.4배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내외 총 700만 계정 도달 전망, 웅진코웨이의 5년 Historical P/E에 10% 프리미엄 적용)
순차입금	18년 4,640억원	19년 5,660억원
주식수(사업가치)	75,830(84,545억원)	75,830(84,545억원)
목표주가	89,000원	105,000원

자료: IBK투자증권

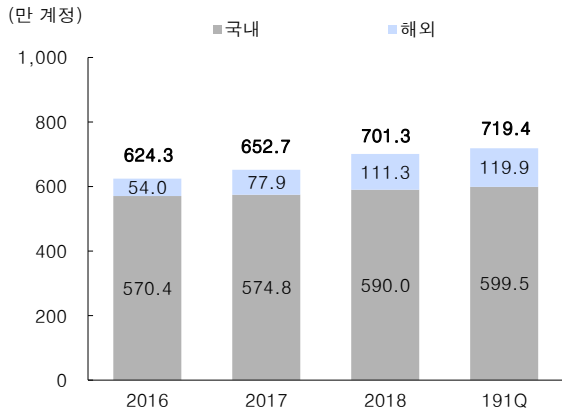
표 4. 웅진코웨이 부문별 매출(별도) 및 연결기준 2019년 전망

(단위: 억원, %, p)

	16,1Q	16,2Q	16,3Q	16,4Q	2016	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	2017
매출액(별도)	5,776	5,230	5,506	5,534	22,045	5,719	5,750	5,889	5,846	23,205
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	14,926	3,695	3,795	3,785	3,785	15,060
금융리스	215	286	270	284	1,054	259	302	351	316	1,228
멤버십	430	425	421	400	1,675	378	367	359	343	1,448
일시불	504	541	426	487	1,957	459	504	473	486	1,923
수출	567	598	481	523	2,170	680	555	686	676	2,597
화장품	201	173	181	187	742	209	187	194	207	798
물환경	13	-	-	-	13	-	-	-	-	-
기타	45	45	51	45	186	39	39	40	34	152
일회성비용(리콜)	-	-679	-	-	-679	-	-	-	-	-
연결매출액	6,237	5,550	5,835	6,141	23,763	6,102	6,234	6,296	6,536	25,168
연결매출총이익	4,166	3,559	3,910	4,006	15,642	4,171	4,285	4,346	4,381	17,183
GPM	66.8	64.1	67.0	65.2	65.8	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3
영업이익	1,236	118	1,070	964	3,388	1,209	1,206	1,242	1,071	4,727
OPM	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8
연결순이익	952	28	677	777	2,433	754	952	934	616	3,256
	18,1Q	18,2Q	18,3Q	18,4Q	2018	19,1Q(P)	19,2Q(F)	19,3Q(F)	19,4Q(F)	2019F
매출액(별도)	5,715	5,958	5,954	6,327	23,955	6,066	6,280	6,313	6,541	25,200
렌탈	3,787	3,827	3,822	3,840	15,277	3,847	3,940	3,954	3,978	15,720
금융리스	386	409	452	605	1,851	563	579	631	643	2,416
멤버십	322	311	294	284	1,212	279	281	275	268	1,103
일시불	439	473	382	414	1,708	456	498	405	425	1,784
수출	543	718	799	964	3,025	701	761	835	1,003	3,300
화장품	206	186	175	188	755	189	193	178	191	751
물환경	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	32	34	30	32	128	30	28	35	33	126
일회성비용(리콜)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연결매출액	6,478	6,781	6,698	7,117	27,073	7,093	7,231	7,054	7,539	28,917
연결매출총이익	4,460	4,600	4,558	4,673	18,291	4,764	4,851	4,803	4,963	19,381
GPM	68.8	67.8	68.0	65.7	67.6	67.2	67.1	68.1	65.8	67.0
영업이익	1,313	1,293	1,304	1,288	5,198	1,352	1,370	1,370	1,250	5,342
OPM	20.3	19.1	19.5	18.1	19.2	19.1	18.9	19.4	16.6	18.5
연결순이익	952	907	942	697	3,498	1,004	947	996	777	3,724

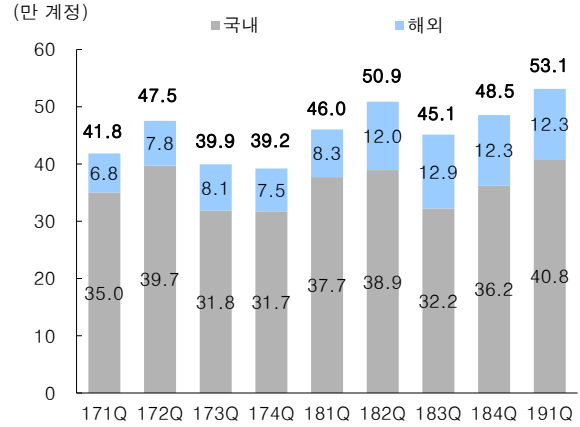
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 1. 국내 및 해외법인 총 계정 (연간) - 19년 763만 예상



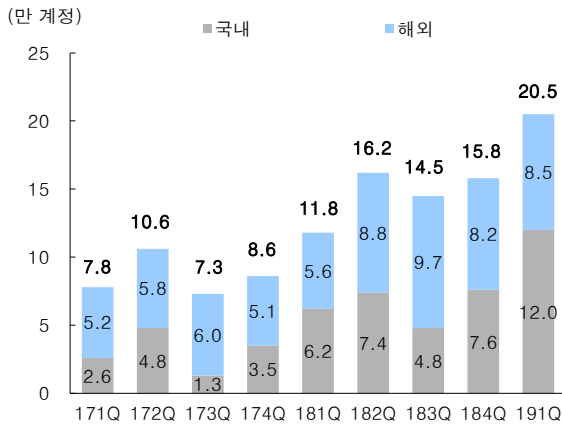
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 2. 국내 및 해외법인 총 렌탈 판매 - 해외 법인 +47.4% YoY



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 3. 국내 및 해외법인 총 렌탈 순증 - 해외 순증 +50.9% YoY



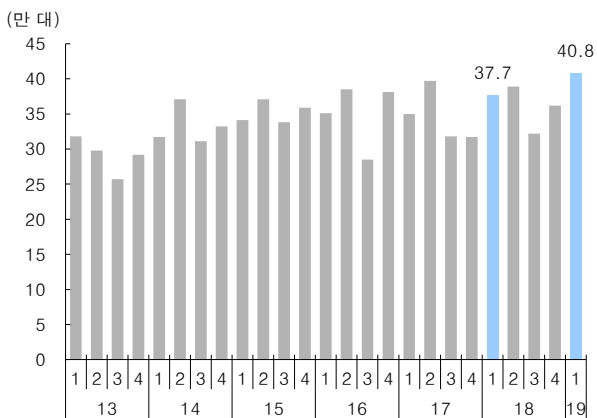
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해약을 추이 - 고객 밀착 관리를 통한 해약을 안정화



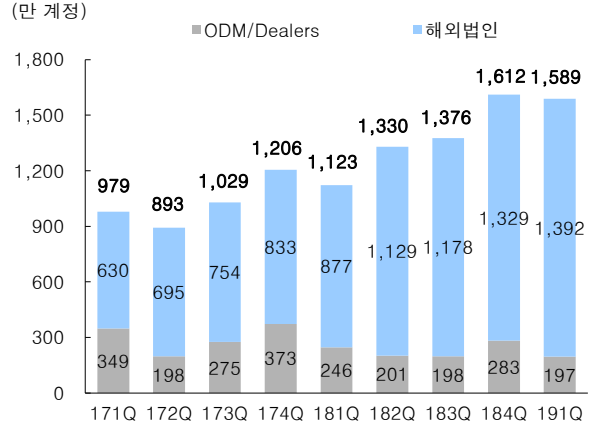
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 5. 렌탈 판매량 - 전기레인지 렌탈(금용리스) 판매 도입



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 6. 해외사업 매출 - 해외법인 매출액 1,392억원 +58.8% YoY



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,517	2,707	2,892	3,054	3,247
증가율(%)	5.9	7.6	6.8	5.6	6.3
매출원가	798	878	955	1,003	1,071
매출총이익	1,718	1,829	1,937	2,051	2,175
매출총이익률 (%)	68.3	67.6	67.0	67.2	67.0
판매비	1,246	1,309	1,395	1,480	1,574
판매비율(%)	49.5	48.4	48.2	48.5	48.5
영업이익	473	520	542	571	602
증가율(%)	39.5	10.0	4.2	5.3	5.5
영업이익률(%)	18.8	19.2	18.7	18.7	18.5
순금융손익	-11	-17	-21	-21	-21
이자손익	-11	-17	-21	-21	-21
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-22	-35	-19	-24	-10
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	440	469	502	526	571
법인세	114	119	130	135	148
법인세율	26.0	25.3	25.8	25.6	26.0
계속사업이익	326	350	372	391	422
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	326	350	372	391	422
증가율(%)	33.8	7.4	6.5	5.1	7.9
당기순이익률 (%)	12.9	12.9	12.9	12.8	13.0
지배주주당기순이익	326	350	373	392	423
기타포괄이익	7	-6	0	0	0
총포괄이익	333	344	372	391	422
EBITDA	708	775	714	704	706
증가율(%)	23.8	9.5	-7.9	-1.3	0.2
EBITDA마진율(%)	28.1	28.6	24.7	23.1	21.7

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,328	4,735	5,052	5,309	5,728
BPS	13,128	14,744	13,928	13,368	13,227
DPS	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600
밸류에이션(배)					
PER	22.6	15.6	17.4	16.5	15.3
PBR	7.4	5.0	6.3	6.6	6.6
EV/EBITDA	11.1	7.9	9.9	10.1	10.1
성장성지표(%)					
매출증가율	5.9	7.6	6.8	5.6	6.3
EPS증가율	36.6	9.4	6.7	5.1	7.9
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	4.9	4.1	4.1	4.1
ROE	30.1	33.8	35.2	38.9	43.1
ROA	15.8	15.4	15.6	16.8	18.5
ROIC	29.5	30.1	33.2	37.9	41.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	119.8	118.7	132.0	130.8	134.3
순차입금 비율(%)	58.2	61.8	55.1	62.8	66.8
이자보상배율(배)	38.3	29.2	25.0	26.2	25.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.3	8.8	9.3	9.3	9.4
재고자산회전율	34.7	30.5	27.3	27.3	27.5
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	791	844	1,010	1,004	1,078
현금및현금성자산	110	69	198	152	171
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	315	302	320	336	357
재고자산	75	103	109	115	122
비유동자산	1,367	1,535	1,373	1,269	1,205
유형자산	712	781	613	482	382
무형자산	184	160	157	153	150
투자자산	56	58	61	64	68
자산총계	2,159	2,379	2,382	2,274	2,283
유동부채	1,125	1,234	1,296	1,226	1,243
매입채무및기타채무	54	62	66	70	74
단기차입금	670	731	754	760	812
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	52	57	60	62	65
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	10	10	10	10
부채총계	1,177	1,291	1,355	1,288	1,309
지배주주지분	982	1,088	1,028	987	976
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
자본조정등	-146	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	-5	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	963	967	907	865	855
비지배주주지분	0	0	-1	-1	-2
자본총계	982	1,088	1,027	985	974
비이자부채	494	550	591	518	487
총차입금	682	742	764	771	822
순차입금	572	672	566	619	651

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	554	539	544	532	513
당기순이익	326	350	372	391	422
비현금성 비용 및 수익	476	541	212	178	135
유형자산감가상각비	227	247	168	130	101
무형자산상각비	8	9	4	3	3
운전자본변동	-148	-237	-19	-17	-23
매출채권등의 감소	-59	20	-18	-16	-21
재고자산의 감소	-6	-26	-6	-5	-7
매입채무등의 증가	21	-3	4	3	4
기타 영업현금흐름	-100	-116	-21	-21	-21
투자활동 현금흐름	-290	-394	-23	-50	-65
유형자산의 증가(CAPEX)	-337	-400	0	0	0
유형자산의 감소	14	13	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-8	-6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	21	-3	-4
기타	43	2	-44	-47	-61
재무활동 현금흐름	-218	-187	-393	-528	-428
차입금의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-219	-186	-393	-528	-428
기타 및 조정	-2	0	0	0	0
현금의 증가	44	-41	129	-46	20
기초현금	66	110	69	198	152
기말현금	110	69	198	152	171

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

