

# 웅진코웨이 (021240.KS)



화장품/소비재 담당 아선화

Tel. 02)368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 110,000원  
현재주가(10/14) 82,200원

### Key Data

(기준일: 2019.10.14)

KOSPI(pt)	2,067
KOSDAQ(pt)	641
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	6,066
52주 최고/최저(원)	100,000 / 60,100
52주 일간 Beta	0.05
발행주식수(천주)	73,800
평균거래량(3M, 천주)	193
평균거래대금(3M, 백만원)	16,152
배당수익률(19F, %)	4.4
외국인 지분율(%)	58.6
주요주주 지분율(%)	
주웅진씽크빅	25.2
국민연금공단	9.2
GIC Private Limited	5.8

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	1.4	-11.8	1.6
KOSPI 대비상대수익률	0.8	2.3	-4.4	6.0

### Earnings Summary(IFRS 연결기준)

결과구분(12월) (단위: 십억원)	3Q19E			시장 전망치	4Q19E			2018	2019E		2020E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	741	-1.9	10.7	734	775	4.6	9.0	2,707	2,981	10.1	3,187	6.9
영업이익	141	1.6	7.8	142	138	-1.7	7.2	520	552	6.2	600	8.7
세전이익	128	-6.5	8.2	132	125	-2.4	24.9	469	525	12.1	575	9.6
순이익	96	-5.8	1.8	100	94	-2.4	34.3	350	392	12.0	432	10.2
OP Margin	19.0	0.7	-0.5	19.3	17.8	-1.1	-0.3	19.2	18.5	-0.7	18.8	0.3
NP Margin	12.9	-0.5	-1.1	13.7	12.1	-0.9	2.3	12.9	13.1	0.2	13.5	0.4
EPS(원)	5,205	-5.8	1.8	#N/A	5,078	-2.4	34.2	4,731	5,314	12.3	5,854	10.2
BPS(원)	15,748	9.0	7.6	15,800	17,018	8.1	15.4	14,744	17,018	15.4	19,272	13.2
ROE(%)	33.1	-5.2	-1.9	na	29.8	-3.2	4.2	33.8	33.5	-0.4	32.3	-1.2
PER(X)	15.8	-	-	na	16.2	-	-	15.7	15.5	-	14.0	-
PBR(X)	5.2	-	-	5.2	4.8	-	-	5.0	4.8	-	4.3	-

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권  
주: EPS는 annualized 기준

## 3Q19 Preview: 넷마블을 우선협상대상자로 선정

### ■ 3Q19 Preview: 매출액 7,413억원(+10.7%yoy), 영업이익 1,405억원(+7.8%yoy)

웅진코웨이의 3분기 연결기준 매출액은 7,413억원(+10.7%yoy, -1.9%qoq), 영업이익은 1,405억원(+7.8%yoy, +1.6%qoq, 영업이익률 19.0%)을 기록할 전망이다. 환경가전에 대한 수요가 꾸준히 증가하면서 기존의 청정기, 정수기뿐만 아니라 신제품 전기레인지와 의류청정기 수요도 증가하면서 양호한 렌탈(+6.5%yoy)과 금융리스(+55.9%yoy) 매출이 기대된다. 또한 웅진렌탈이 이번 분기부터 웅진코웨이 렌탈사업부에 편입되면서 7만 계정이 추가, 외형성장에 기여했다. 맴버십 매출은 신규 렌탈판매 증가로 추세적인 역성장세가 이어지고 있다.

해외법인 또한 성장세가 지속될 전망이다. 말레이시아 법인은 시장점유율 1위 사업자 지위를 바탕으로 안정적인 매출성장(+42.3%yoy)을 시현하나, 중저가 금융리스 비중이 증가하면서 영업이익률은 17%(-1.4%p yoy)를 기록할 전망이다. 국내외에서 꾸준한 외형성장과 함께 해약률(3Q19E 1.01%)이 안정화되면서 영업이익 또한 지속적으로 증가하고 있다. 단, 웅진 브랜드에 대한 로열티 지출(월 10억원)과 웅진렌탈 인수비용이 발생함에 유의해야 한다.

### ■ 넷마블, 웅진코웨이 인수 우선협상대상자로 선정

지난 3월 웅진코웨이의 최대주주가 ㈜웅진씽크빅으로 변경된 지 반 년 만에 또다시 최대주주의 지분매각이 진행되고 있다. 웅진은 MBK로부터 코웨이 지분 22.17% 인수하면서 1조 6,832억원을 지불하고, 이후 약 2천억원을 투자해 추가 지분을 취득, 현재 코웨이 지분 25.08%를 보유하고 있다. 여기에 웅진이 코웨이 인수과정에서 인수금융 등을 이용하면서 발생한 이자비용을 고려하면 총 1조 9천억원 가량의 자금이 투입됐다.

언론보도에 따르면 넷마블은 웅진코웨이 본입찰에 참여해 인수가 1조 8천억원 중반대를 써낸 것으로 알려졌다. 웅진이 코웨이를 인수하는 과정에서 투입된 금액과 유사한 수준이다. 웅진 입장에서는 경영권 프리미엄 등을 고려해 2조원 이상을 원한 것으로 파악되나, 매각이 지연될수록 웅진과 FI들의 비용 부담이 증가하므로 이번 입찰은 원활히 진행될 것으로 전망한다.

### ■ 투자 의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

웅진코웨이에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 11만원을 유지한다. 최근 1인 가구가 증가하고 프리미엄 가전에 대한 수요가 증가하면서 국내 환경가전 렌탈시장이 빠르게 성장하고 있다. 동남아시아 등 해외에서도 생활수준이 향상되면서 환경가전에 대한 렌탈수요는 지속적으로 증가하는 추세이다. 넷마블은 렌탈시장의 성장성과 구독경제에 대한 시너지효과를 기대하고 이번 우선협상대상자 선정에 참여했다. 최대주주 변경에 대한 불확실성이 사라졌기 때문에 코웨이의 높은 배당성향과 안정적인 이익창출 능력에 관심을 가질 때다.



도표 1 분기 실적 및 전망

단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
연결매출액	648	678	670	712	709	755	741	775	761	804	793	829
환경가전	497	505	498	502	518	533	547	546	556	566	585	583
렌탈	379	383	382	384	385	392	407	409	414	410	428	435
멤버십	32	31	29	28	28	27	29	28	28	26	29	27
일시불	44	47	38	41	46	44	37	40	47	45	39	42
금융리스	39	41	45	45	56	68	70	66	65	81	86	76
수출	54	72	80	96	70	84	95	107	77	92	104	118
화장품	21	19	18	19	19	19	19	20	20	20	20	21
매출총이익	446	460	456	467	476	506	499	509	513	542	533	545
영업이익	131	129	130	129	135	138	141	138	144	162	147	147
세전이익	128	123	118	100	136	137	128	125	145	162	135	134
지배주주순이익	95	91	94	70	101	102	96	94	109	121	101	100
%yoy												
매출액	6.2	8.8	6.4	8.9	9.5	11.4	10.7	9.0	7.3	6.4	7.0	7.0
매출총이익	6.9	7.4	4.9	6.7	6.8	10.1	9.5	8.9	7.6	7.1	6.9	7.1
영업이익	8.6	7.2	5.0	20.3	2.9	6.9	7.8	7.2	6.4	17.5	4.8	6.0
세전이익	27.0	-2.6	-4.8	12.2	6.1	11.5	8.2	24.9	7.2	18.1	5.5	7.1
지배주주순이익	26.2	-4.7	0.9	13.0	5.4	12.3	1.8	34.2	8.5	19.0	5.5	7.1
%portion												
매출총이익률	68.8	67.8	68.0	65.7	67.2	67.0	67.3	65.6	67.4	67.5	67.2	65.7
영업이익률	20.3	19.1	19.5	18.1	19.1	18.3	19.0	17.8	18.9	20.2	18.6	17.7
세전이익률	19.7	18.1	17.6	14.0	19.1	18.1	17.3	16.1	19.1	20.1	17.0	16.1
지배주주순이익률	14.7	13.4	14.1	9.8	14.2	13.5	13.0	12.1	14.3	15.1	12.8	12.1

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권



**도표 2**      **연간 실적 및 전망**

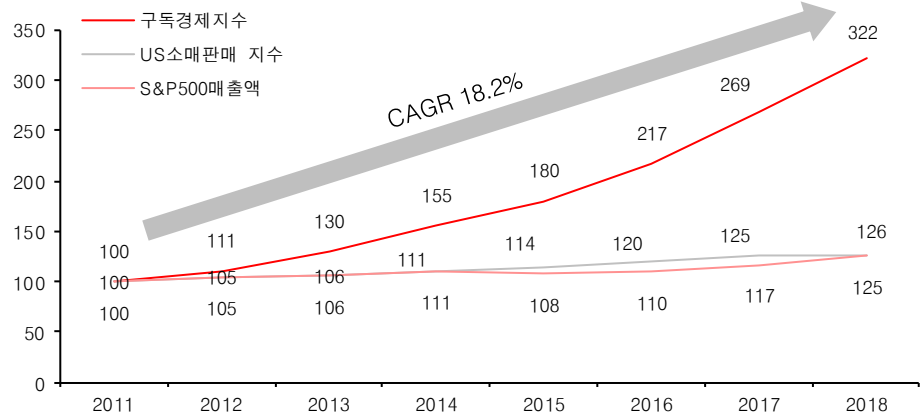
(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,517	2,707	2,981	3,187	3,359
환경가전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	1,981	2,017	2,143	2,290	2,407
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,506	1,528	1,592	1,687	1,754
멤버십	161	172	183	180	168	145	121	111	110	113
일시불	145	149	123	171	196	192	171	167	174	183
금융리스				41	105	123	170	260	307	344
수출	110	145	167	149	217	260	302	355	391	422
확장품	67	76	80	83	74	80	76	76	81	86
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,718	1,829	1,990	2,133	2,254
영업이익	226	339	364	463	339	473	520	552	600	640
세전이익	146	327	332	454	324	440	469	525	575	613
지배주주순이익	94	245	250	343	244	326	350	392	432	460
%yoy										
매출액	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.9	7.6	10.1	6.9	5.4
매출총이익	5.7	6.3	2.6	10.6	-1.4	9.9	6.4	8.8	7.2	5.6
영업이익	-3.7	49.9	7.5	27.1	-26.9	39.5	10.0	6.2	8.7	6.6
세전이익	-33.0	124.4	1.6	36.7	-28.8	35.9	6.5	12.0	9.6	6.5
지배주주순이익	-43.7	160.6	1.9	37.4	-29.0	33.8	7.4	12.0	10.2	6.5
%portion										
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.3	67.6	66.8	66.9	67.1
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	18.8	19.2	18.5	18.8	19.0
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	17.5	17.3	17.6	18.1	18.2
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.0	12.9	13.2	13.6	13.7

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권



도표 3 구독경제 지수

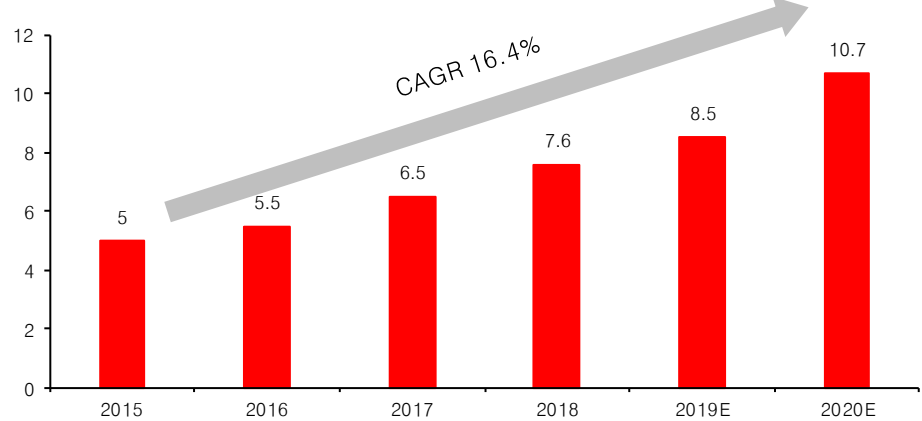
(2011년말 기준 100)



주: 구독경제지수=글로벌 주요 구독경제 기업(SaaS, IoT, 미디어 등) 매출액 합계  
 자료: 넷마블, ZUORA, 유진투자증권

도표 4 국내 개인 및 가정용품 렌탈시장 규모 추이 및 전망

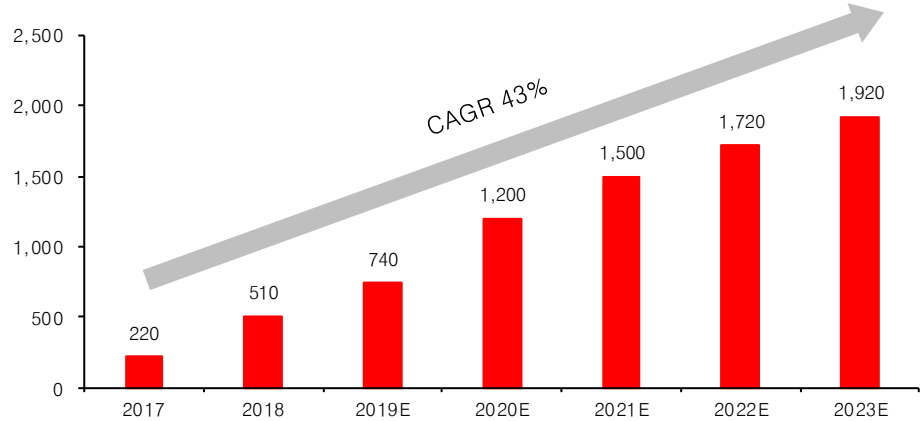
(단위: 조원)



자료: 넷마블, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 5 전세계 스마트홈 시장규모 추이 및 전망

(단위: 억 달러)



자료: 넷마블, IHS Markit, 유진투자증권



## 웅진코웨이(021240.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	791	844	1,484	1,586	1,706
현금성자산	170	176	796	865	957
매출채권	340	326	330	353	373
재고자산	75	103	116	124	131
비유동자산	1,367	1,535	1,358	1,472	1,577
투자자산	301	300	305	317	330
유형자산	712	781	900	1,009	1,107
무형자산	184	160	153	146	140
<b>자산총계</b>	<b>2,159</b>	<b>2,379</b>	<b>2,841</b>	<b>3,058</b>	<b>3,283</b>
유동부채	1,125	1,234	1,467	1,514	1,569
매입채무	223	227	235	251	265
단기차입금	670	732	832	858	896
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	52	57	119	123	127
사채및장기차입금	12	10	23	23	23
기타비유동부채	39	47	96	100	104
<b>부채총계</b>	<b>1,177</b>	<b>1,291</b>	<b>1,586</b>	<b>1,636</b>	<b>1,696</b>
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	132	132	132
자본조정	(151)	(49)	(50)	(50)	(50)
자기주식	(170)	(67)	(65)	(65)	(65)
이익잉여금	963	967	1,133	1,300	1,464
<b>자본총계</b>	<b>982</b>	<b>1,088</b>	<b>1,255</b>	<b>1,422</b>	<b>1,587</b>
총차입금	682	742	855	881	919
순차입금(순한금)	512	566	59	16	(38)
투하자본	1,323	1,359	1,314	1,438	1,549

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>637</b>	<b>725</b>	<b>1,190</b>	<b>780</b>	<b>846</b>
당기순이익	326	350	392	432	460
유무형자산상각비	236	256	309	357	393
기타비현금손익가감	3	3	454	4	5
운전자본의변동	(65)	(51)	114	(13)	(11)
매출채권감소(증가)	(59)	20	7	(23)	(19)
재고자산감소(증가)	(6)	(26)	(11)	(8)	(7)
매입채무증가(감소)	21	(3)	(0)	16	14
기타	(21)	(42)	119	2	2
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(384)</b>	<b>(575)</b>	<b>(529)</b>	<b>(477)</b>	<b>(504)</b>
단기투자자산처분(취득)	(52)	(182)	(126)	(6)	(6)
장기투자증권처분(취득)	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(337)	(400)	(431)	(471)	(497)
유형자산처분	14	13	14	14	14
무형자산감소(증가)	(8)	(6)	(2)	(2)	(2)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(208)</b>	<b>(191)</b>	<b>(84)</b>	<b>(240)</b>	<b>(257)</b>
차입금증가(감소)	341	55	68	26	38
자본증가(감소)	(409)	(231)	(260)	(266)	(295)
배당금지급	409	231	260	266	295
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>44</b>	<b>(41)</b>	<b>577</b>	<b>63</b>	<b>86</b>
기초현금	66	110	69	647	709
기말현금	110	69	647	709	795
Gross cash flow	802	891	1,155	793	857
Gross investment	397	445	288	485	508
<b>Free cash flow</b>	<b>405</b>	<b>447</b>	<b>867</b>	<b>308</b>	<b>349</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,517</b>	<b>2,707</b>	<b>2,981</b>	<b>3,187</b>	<b>3,359</b>
증가율 (%)	5.9	7.6	10.1	6.9	5.4
매출총이익	1,718	1,829	1,990	2,133	2,254
매출총이익율 (%)	68.3	67.6	66.8	66.9	67.1
판매비와관리비	1,246	1,309	1,438	1,533	1,614
증가율 (%)	1.6	5.1	9.9	6.6	5.2
<b>영업이익</b>	<b>473</b>	<b>520</b>	<b>552</b>	<b>600</b>	<b>640</b>
증가율 (%)	39.5	10.0	6.2	8.7	6.6
<b>EBITDA</b>	<b>708</b>	<b>775</b>	<b>861</b>	<b>957</b>	<b>1,033</b>
증가율 (%)	23.8	9.5	11.0	11.1	7.9
<b>영업외손익</b>	<b>(33)</b>	<b>(51)</b>	<b>(27)</b>	<b>(25)</b>	<b>(27)</b>
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	12	18	21	19	13
외화관련손익	(14)	4	11	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(7)	(38)	(18)	(7)	(16)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>440</b>	<b>469</b>	<b>525</b>	<b>575</b>	<b>613</b>
법인세비용	114	119	133	144	153
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>326</b>	<b>350</b>	<b>392</b>	<b>432</b>	<b>460</b>
증가율 (%)	33.8	7.4	12.0	10.2	6.5
당기순이익률 (%)	12.9	12.9	13.1	13.5	13.7
<b>EPS</b>	<b>4,323</b>	<b>4,731</b>	<b>5,314</b>	<b>5,854</b>	<b>6,233</b>
증가율 (%)	36.5	9.4	12.3	10.2	6.5
완전희석EPS	4,323	4,731	5,314	5,854	6,233
증가율 (%)	36.5	9.4	12.3	10.2	6.5

### 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주요지표(원)</b>					
EPS	4,323	4,731	5,314	5,854	6,233
BPS	13,128	14,744	17,018	19,272	21,506
DPS	3,200	3,600	3,600	4,000	4,400
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	22.6	15.7	15.5	14.0	13.2
PBR	7.4	5.0	4.8	4.3	3.8
PCR	9.2	6.2	5.3	7.7	7.1
EV/ EBITDA	11.0	7.8	7.1	6.4	5.8
배당수익률	3.3	4.9	4.4	4.9	5.4
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	18.8	19.2	18.5	18.8	19.0
EBITDA이익율	28.1	28.6	28.9	30.0	30.7
순이익율	12.9	12.9	13.1	13.5	13.7
ROE	30.1	33.8	33.5	32.3	30.6
ROIC	26.8	28.9	30.8	32.7	32.1
<b>안정성(%,배)</b>					
순차입금/자기자본	52.1	52.0	4.7	1.2	(2.4)
유동비율	70.4	68.4	101.1	104.8	108.7
이자보상배율	38.3	29.2	25.9	31.9	49.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	7.6	8.1	9.1	9.3	9.3
재고자산회전율	34.7	30.5	27.3	26.6	26.4
매입채무회전율	11.4	12.0	12.9	13.1	13.0



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2019.9.30 기준)

