

웅진코웨이 (021240)

견조한 실적, 불확실성 해소 긍정적

재매각 우선협상 대상자 넷마블 선정

웅진씽크빅이 웅진코웨이 매각 우선협상대상자로 넷마블을 선정했다. 넷마블은 웅진씽크빅이 보유하고 있는 웅진코웨이 지분 25.08%를 1조8000억원 중반대에 인수하겠다고 제시했다. 주당 9.8만원 수준으로 약 20% 경영권 프리미엄을 부여한 가격이다. 큰 이변이 없는 한 계약은 성사될 것으로 보인다. 넷마블은 스마트홈 구독경제, 유저 빅데이터와 웅진코웨이 디바이스 접목 등 시너지를 구상하고 있다. 웅진코웨이 사업구조와 전략에 최소한 부정적 영향은 없을 것으로 보인다.

3분기 영업이익 YoY 10% 증가 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 12%, 10% 성장한 7,520억원과 1,430억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 렌탈은 ARPU 하락에도 불구하고, 총 계정수가 612만개(YoY 4.7%)까지 증가하면서 YoY 3% 성장을 이어갈 전망이다. 금융리스 매출액을 합친 국내 환경가전사업 매출 증가율은 YoY 9%로 추정한다. 말레이 법인은 계정수가 120만(YoY 35%)을 넘어서면서 매출과 영업이익이 각각 YoY 35%, 34% 성장, 웅진코웨이의 실적 개선을 견인할 전망이다. 다만, 로열티(30억원)와 웅진렌탈 인수 영향, 영업이익률은 19%(YoY -0.5%p)까지 소폭 하락할 전망이다.

목표주가 7.3->11만원, 투자 의견 '중립'-'매수' 상향 조정

불확실성 해소에 따른 적정 밸류에이션 상승으로 목표주가와 투자 의견을 모두 상향 조정한다. 11만원은 12MF PER 18배다. 견조한 실적 개선과 높은 주주환원 정책 등에도 불구하고 웅진그룹으로 피인수되면서 현금유출 우려 등으로 불확실성이 커졌다. 사업 현황과 중장기 전망은 긍정적이다. 첫째, 국내 사업이 연평균 5%내외 안정적 성장이 예상된다. 국내 렌탈 시장에서 절대적 시장점유율(54%, 상위 7개사 합산기준)을 보이고 있으며, 최근 중저가 시장까지 가격대를 확대하고 있다. 둘째, 말레이시아/미국 등 해외사업 확대로 신규 성장 동력 확보했다. 특히, 말레이시아 법인 매출은 2019년에도 YoY 50% 이상 성장을 지속하고 있으며, 해외사업 매출과 이익 비중이 2019년 2분기 기준 각각 20%, 16%까지 상승하면서, 중장기 성장 여력을 높이고 있다. 셋째, 배당성향이 70%나 되고, 시가배당수익률 4%이상이기 때문에 배당주로서도 투자매력이 높다. 현재 주가는 12MF PER 14배로 주가 상승 여력이 크다.

Earnings Preview

BUY(상향)

| TP(12M): 110,000원(상향) | CP(10월 15일): 85,100원

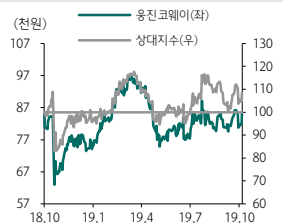
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,068.17
52주 최고/최저(원)	97,000/63,000
시가총액(십억원)	6,280.3
시가총액비중(%)	0.52
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	193.9
60일 평균 거래대금(십억원)	16.2
19년 배당금(예상, 원)	3,600
19년 배당수익률(예상, %)	4.23
외국인지분율(%)	58.77
주요주주 지분율(%)	웅진씽크빅 외 8 인 25.18
국민연금공단	9.17
추가상승률	1M 6M 12M
절대	5.3 (8.2) 6.0
상대	4.4 (0.4) 9.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,996.3	3,220.3
영업이익(십억원)	551.9	595.3
순이익(십억원)	393.3	427.8
EPS(원)	5,330	5,800
BPS(원)	16,339	17,955

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,516.8	2,707.3	3,011.8	3,345.0	3,631.1
영업이익	십억원	472.7	519.8	563.9	626.9	679.5
세전이익	십억원	439.9	468.6	557.3	620.0	672.2
순이익	십억원	326.1	350.2	418.0	468.1	507.5
EPS	원	4,328	4,735	5,663	6,343	6,877
증감률	%	36.7	9.4	19.6	12.0	8.4
PER	배	22.58	15.65	15.03	13.42	12.37
PBR	배	6.35	4.73	4.78	4.13	3.55
EV/EBITDA	배	11.05	7.78	8.02	7.14	6.45
ROE	%	30.12	33.84	35.81	34.67	32.16
BPS	원	15,397	15,652	17,793	20,612	23,966
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

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은
각각 전년 동기대비 12%, 10%
성장한 7,520억원과 1,430억원
가능할 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년
매출	648	678	670	712	2,707	709	755	752	795	3,012
국내	572	596	595	633	2,395	607	635	640	683	2,565
렌탈	379	383	382	384	1,528	385	392	395	395	1,566
수출	54	72	80	96	302	70	84	92	109	355
말레이시아	66	92	92	104	353	113	128	125	130	495
미국	18	17	21	24	81	21	24	24	25	94
영업이익	131	129	130	129	520	135	138	143	147	564
국내	123	120	121	114	477	122	111	119	120	473
말레이시아	7	16	17	20	60	19	22	23	25	89
세전이익	128	123	118	100	469	136	137	141	144	557
순이익	95	91	94	70	350	100	102	105	110	418
영업이익률(%)	20.3	19.1	19.5	18.1	19.2	19.1	18.3	19.0	18.6	18.7
국내	21.5	20.1	20.3	18.0	19.9	20.2	17.4	18.6	17.6	18.4
말레이시아	10.7	17.4	18.4	19.5	17.0	17.0	17.3	18.3	19.3	18.0
세전이익률(%)	19.7	18.1	17.6	14.0	17.3	19.1	18.1	18.8	18.1	18.5
순이익률(%)	14.7	13.4	14.1	9.8	12.9	14.2	13.5	14.0	13.9	13.9

자료: 코웨이, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2019년 연결 기준 매출은 YoY 11%
증가한 3조 120억원, 영업이익은
YoY 8.5% 증가한 5,640억원 전망

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	2,517	2,707	3,012	3,345	3,631
국내	2,320	2,395	2,565	2,760	2,953
렌탈	1,506	1,528	1,566	1,621	1,686
수출	260	302	355	391	418
말레이시아	208	353	495	618	693
미국	65	81	94	106	117
영업이익	473	520	564	627	680
국내	478	477	473	506	538
말레이시아	18	60	89	113	129
세전이익	440	469	557	620	672
순이익	326	350	418	468	508
적정시가총액	6,317	6,949	7,644	8,408	9,249
주식수(천주)	74,818	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	84,435	92,878	102,166	112,383	123,621
적정PER	19.4	19.9	18.3	18.0	18.2
EPS(원)	4,352	4,675	5,586	6,256	6,783
영업이익률(%)	18.8	19.2	18.7	18.7	18.7
국내	20.6	19.9	18.4	18.3	18.2
말레이시아	8.4	17.0	18.0	18.3	18.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

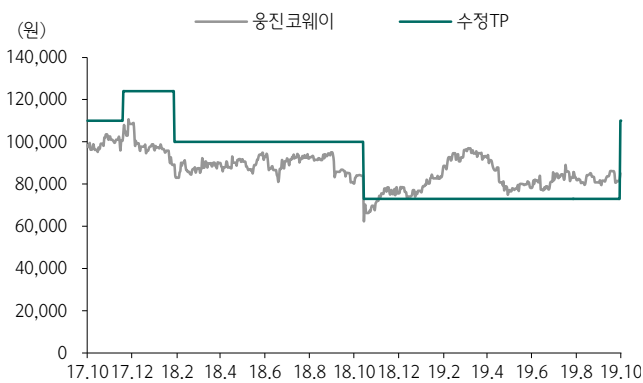
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,516.8	2,707.3	3,011.8	3,345.0	3,631.1
매출원가	798.5	878.3	999.9	1,100.5	1,198.3
매출총이익	1,718.3	1,829.0	2,011.9	2,244.5	2,432.8
판매비	1,245.5	1,309.2	1,447.9	1,617.5	1,753.3
영업이익	472.7	519.8	563.9	626.9	679.5
금융손익	(11.4)	(16.5)	(16.7)	(16.7)	(16.9)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(21.5)	(34.7)	10.0	9.8	9.6
세전이익	439.9	468.6	557.3	620.0	672.2
법인세	114.3	118.8	139.3	151.9	164.7
계속사업이익	325.6	349.8	418.0	468.1	507.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	325.6	349.8	418.0	468.1	507.5
비지배주주지분 손익	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	326.1	350.2	418.0	468.1	507.5
지배주주지분포괄이익	333.0	344.4	418.5	468.7	508.1
NOPAT	349.9	388.1	423.0	473.3	513.0
EBITDA	708.3	775.4	849.5	940.5	1,019.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.9	7.6	11.2	11.1	8.6
NOPAT증가율	37.4	10.9	9.0	11.9	8.4
EBITDA증가율	23.9	9.5	9.6	10.7	8.4
영업이익증가율	39.5	10.0	8.5	11.2	8.4
(지배주주)순이익증가율	33.9	7.4	19.4	12.0	8.4
EPS증가율	36.7	9.4	19.6	12.0	8.4
수익성(%)					
매출총이익률	68.3	67.6	66.8	67.1	67.0
EBITDA이익률	28.1	28.6	28.2	28.1	28.1
영업이익률	18.8	19.2	18.7	18.7	18.7
계속사업이익률	12.9	12.9	13.9	14.0	14.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,328	4,735	5,663	6,343	6,877
BPS	15,397	15,652	17,793	20,612	23,966
CFPS	10,640	12,050	11,653	12,870	13,913
EBITDAPS	9,400	10,483	11,511	12,743	13,816
SPS	33,402	36,604	40,810	45,325	49,202
DPS	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600
주가지표(배)					
PER	22.6	15.6	15.0	13.4	12.4
PBR	6.3	4.7	4.8	4.1	3.6
PCFR	9.2	6.1	7.3	6.6	6.1
EV/EBITDA	11.0	7.8	8.0	7.1	6.4
PSR	2.9	2.0	2.1	1.9	1.7
재무비율(%)					
ROE	30.1	33.8	35.8	34.7	32.2
ROA	15.8	15.4	16.9	17.4	17.4
ROIC	23.7	24.1	24.3	25.5	26.2
부채비율	119.8	118.7	107.2	92.4	78.9
순부채비율	52.2	52.1	42.7	30.0	17.2
이자보상배율(배)	38.3	29.2	30.5	35.1	40.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	791.5	843.7	952.3	1,079.5	1,242.9
금융자산	170.4	176.2	210.5	256.6	350.3
현금성자산	110.3	69.4	91.7	124.7	207.1
매출채권 등	340.1	325.6	362.2	402.2	436.7
재고자산	74.9	102.9	114.5	127.2	138.0
기타유동자산	206.1	239.0	265.1	293.5	317.9
비유동자산	1,367.4	1,535.2	1,628.8	1,717.1	1,800.7
투자자산	56.2	57.8	64.1	71.0	77.0
금융자산	53.8	56.2	62.5	69.5	75.4
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	536.1	536.1	536.1
자산총계	2,158.9	2,378.9	2,581.0	2,796.6	3,043.5
유동부채	1,124.8	1,234.3	1,273.3	1,275.2	1,269.7
금융부채	670.0	731.7	731.1	681.1	631.1
매입채무 등	267.6	273.2	304.0	337.6	366.5
기타유동부채	187.2	229.4	238.2	256.5	272.1
비유동부채	51.9	56.9	62.0	67.7	72.5
금융부채	13.5	11.2	11.2	11.2	11.2
기타비유동부채	38.4	45.7	50.8	56.5	61.3
부채총계	1,176.6	1,291.2	1,335.3	1,342.8	1,342.2
지배주주지분	982.2	1,088.1	1,246.1	1,454.2	1,701.7
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	1,124.8	1,332.9	1,580.5
비지배주주지분	0.1	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
자본총계	982.3	1,087.7	1,245.7	1,453.8	1,701.3
순금융부채	513.1	566.7	531.8	435.7	292.0
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	553.6	539.1	563.8	656.9	727.8
당기순이익	325.6	349.8	418.0	468.1	507.5
조정	376.5	425.8	302.7	329.8	354.6
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	17.1	16.3	14.5
영업활동 자산부채 변동	(148.5)	(236.5)	(156.9)	(141.0)	(134.3)
투자활동 현금흐름	(289.7)	(393.5)	(389.8)	(413.4)	(432.8)
투자자산감소(증가)	(0.9)	(1.6)	(6.3)	(6.9)	(5.9)
유형자산감소(증가)	(323.2)	(387.5)	(372.9)	(395.0)	(417.7)
기타	34.4	(4.4)	(10.6)	(11.5)	(9.2)
재무활동 현금흐름	(218.3)	(186.8)	(311.6)	(395.5)	(421.9)
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)	(18.5)	(17.8)	(16.6)
배당지급	(409.2)	(230.9)	(292.6)	(327.7)	(355.3)
현금의 증감	44.0	(40.9)	22.4	33.0	82.4
Unlevered CFO	801.7	891.3	860.0	949.8	1,026.8
Free Cash Flow	216.8	138.9	190.9	261.9	310.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

용진코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.16	BUY	110,000		
18.10.30	Neutral	73,000	12.62%	32.88%
18.2.13	Neutral	100,000	-10.96%	-5.00%
17.12.5	BUY	124,000	-20.27%	-10.89%
17.11.13	Neutral	110,000	-9.09%	0.91%
17.5.2	BUY	110,000	-9.16%	0.91%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 15일

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 2019년 10월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2019년 10월 16일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.