

2019. 10. 30

Company Update



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

웅진코웨이 (021240)

우려를 기회로

- 컨센서스와 유사한 3분기 영업이익 1,403억 발표
- 향후 관건은 새로운 대주주의 사업 역량
- 목표주가 110,000원으로 22% 상향 조정하고 BUY 투자이건 유지

WHAT'S THE STORY

컨센서스와 유사한 3분기 영업이익 1,403억 발표: 3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 7,596억원 (+13.4% y-y), 1,403억원 (+7.6% y-y)을 기록하며, 컨센서스와 유사. 역대 최대 분기 실적을 달성하였는데, 이는 1) 역대 최대 분기 렌탈 판매 (52만), 2) 양호한 해약률 (3Q19 0.97%, -0.05%p y-y, -0.04%p q-q) 관리에 따른 렌탈자산폐기손실의 감소 때문. 총 계정 수는 763만으로, 국내 624만 (+6.7% y-y), 해외 139만 (+35.3% y-y)을 기록. 8월부터 반영된 웅진렌탈 실적 (7.4만 계정)을 제외하더라도 양호. 해외의 경우 말레이시아 및 미국 법인의 지속 성장 이외에도 ODM/Dealer 매출이 전년대비 13.5% 증가하였는데, 이는 거래선 다각화에 따른 것. 말레이시아 영업이익이 16.6% 감소한 것이 유일한 옥에 티인데, 이는 회계계정 재분류 (기존 영업외비용으로 반영되던 렌탈자산 충당금이 관관비로 일시에 반영, 약 90억) 때문. 한편, 순이익은 전년대비 17.4% 증가하며 컨센서스를 상회하였는데, 이는 외환관련 이익 (약 130억)이 반영되었기 때문.

매각 불확실성 해소는 긍정적이나, 사업 역량 측면에서는 아직 물음표: 지난 1년 간 동사 주가는 큰 변동성을 보였음. 대주주 변경 관련 노이즈에 따라 미래 사업 전략과 실적 불확실성 우려가 높아졌기 때문. 넷마블의 웅진코웨이 인수 결정은 매각 불확실성 해소 관점에서 긍정적이라 판단. 특히 넷마블은 기존 대주주인 웅진그룹 및 예비입찰 후보들과는 달리 자본력이 풍부하고, 구조조정 가능성이 낮아 안정성이 부각될 수 있음. 다만, 렌탈 사업에 대한 이해도가 부족하다는 점은 리스크 요인. 당사가 지난 8월 발간한 레포트 (렌탈산업, 모든 것을 빌려드립니다)에서 언급하였듯이, 향후 국내 렌탈 시장은 포트폴리오 다변화를 통해 성장할 전망인데, 새로운 대주주가 이에 얼마나 적극적으로 대응할 지가 관건.

(다음 페이지에 계속)

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	110,000원 (21.8%)
현재주가	90,300 원
시가총액	6.7조원
Shares (float)	73,799,619주 (72.7%)
52주 최저/최고	63,000원/97,000원
60 일-평균거래대금	160.8억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
웅진코웨이 (%)	7.9	2.8	43.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	5.7	8.9	36.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이건	BUY	BUY	
목표주가	110,000	90,000	22.2%
2019E EPS	5,261	5,121	2.7%
2020E EPS	5,978	5,935	0.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	104,000
Recommendation	4.0

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

분기 실적

(십억원)	3Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	759.6	13.4	0.5	0.4	2.0
영업이익	140.3	7.6	1.5	(1.3)	(1.0)
세전이익	152.3	28.9	11.3	15.0	13.6
순이익	110.7	17.5	8.7	10.0	7.7
이익률 (%)					
영업이익	18.5				
세전이익	20.1				
순이익	14.6				

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	19.1	17.2	15.1
P/B	6.0	5.2	4.5
EV/EBITDA	9.3	8.8	7.9
Div yield (%)	4.0	4.0	4.4
EPS 증가율 (%)	9.4	11.1	13.6
ROE (%)	33.8	34.4	32.9
주당지표 (원)			
EPS	4,735	5,261	5,978
BVPS	15,074	17,479	19,961
DPS	3,600	3,600	4,000

목표주가 22% 상향 조정: 매각 불확실성이 해소되고, 미래 사업 전략과 실적 불확실성에 대한 우려가 해소됨에 따라 기존 목표주가 산정 (DCF 밸류에이션, 영구성장률 1%, 무위험이자율 1.2%, 시장프리미엄 8.4%, 베타 0.5 를 가정하여 WACC 5.6% 도출) 시 적용하던 20%의 디스카운트를 제거하고, 목표주가 역시 110,000 원으로 22% 상향 조정. 현재 동사 주가는 2020 P/E 기준 15 배에 거래 중인데, 이는 과거 고성장 시기 (2013~2017)에 부여받던 평균 밸류에이션 22 배 대비 30% 가량 할인된 수치. 과거와 같은 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 1) 경쟁이 치열한 국내 렌탈 시장에서 포트폴리오 다변화를 통한 계정 수 증가와 2) 해외에서 beyond 정수기, beyond 말레이시아의 모습이 나타나야 할 것.

현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	520	548	604	666	735	806	814	822	830	838	847
- EBIT에 대한 세금	132	142	157	174	191	210	212	214	216	218	220
- CAPEX	400	429	464	498	503	508	513	518	523	529	534
- 순운전자본 증가(감소)	-41	12	36	28	28	29	29	29	30	30	30
+ 감가상각비	247	268	306	346	349	353	356	360	363	367	371
+ 무형자산상각비	9	8	8	9	8	7	7	7	8	8	8
Free cash flow	285	241	262	321	369	419	424	428	432	436	441
Terminal Value	9,742										
Terminal Growth (%)	1.0%										
NPV of FCFF	2,756										
PV of Terminal Value	5,666										
Enterprise Value	8,422										
적정가치 (원)	112,578										
할인율 (%)*	0										
목표주가 (원)	110,000										
현재주가 (원)	90,300										
Upside (%)	23.3										

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

주요 가정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019E	2020E
계정 수 (천 개)											
총 계정	5,784	5,842	5,848	5,900	5,995	6,087	6,241	6,330	5,900	6,330	6,510
증가율 (% y-y)	1.3	1.7	1.8	2.6	3.6	4.2	6.7	7.3	2.6	7.3	2.8
렌탈 계정	5,032	5,106	5,154	5,230	5,350	5,458	5,636	5,727	5,230	5,727	5,967
증가율 (% y-y)	3.2	3.7	4.4	5.2	6.3	6.9	9.3	9.5	5.2	9.5	4.2
멤버십 계정	752	736	694	670	645	628	605	603	670	603	543
증가율 (% y-y)	(10.2)	(10.6)	(14.3)	(13.9)	(14.3)	(14.6)	(12.8)	(10.0)	(13.9)	(10.0)	(10.0)
렌탈 해약	152	167	156	169	159	163	160	163	644	645	669
해약률 (%)	1.02	1.11	1.02	1.10	1.02	1.01	0.98	0.97	1.08	1.03	0.97
렌탈 ARPU (원)	25,088	24,984	24,717	24,477	23,971	23,919	23,463	23,253	24,343	22,884	22,173
증가율 (% y-y)	(0.7)	(2.8)	(3.3)	(3.6)	(4.5)	(4.3)	(5.1)	(5.0)	(3.6)	(6.0)	(3.1)

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출	648	678	670	712	709	755	760	817	2,707	3,042	3,353
별도 매출	572	596	595	633	607	635	651	678	2,395	2,571	2,691
환경가전	493	502	495	514	515	530	532	539	2,005	2,115	2,177
렌탈	379	383	382	384	385	392	397	399	1,528	1,573	1,588
금융리스	39	41	45	60	56	68	73	77	185	274	350
멤버십	32	31	29	28	28	27	27	25	121	106	93
일시불	44	47	38	41	46	44	35	37	171	162	146
수출	54	72	80	96	70	84	98	118	302	370	431
화장품	21	19	18	19	19	19	19	18	75	75	74
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	13	11	10
별도 외	76	82	74	79	103	120	109	139	312	471	662
매출 증가율 (% y-y)											
연결 매출	6.2	8.8	6.4	8.9	9.5	11.4	13.4	14.8	7.6	12.3	10.2
별도 매출	(0.1)	3.6	1.1	8.2	6.1	6.6	9.3	7.2	3.2	7.3	4.7
환경가전	3.0	1.0	(0.4)	4.3	4.3	5.5	7.4	4.7	2.0	5.5	2.9
렌탈	2.5	0.9	1.0	1.5	1.6	2.3	3.8	4.0	1.4	2.9	1.0
금융리스	49.3	35.3	28.7	91.1	45.9	65.5	61.4	27.1	50.7	47.9	27.8
멤버십	(14.9)	(15.4)	(18.1)	(17.0)	(13.5)	(13.3)	(9.1)	(12.7)	(16.3)	(12.2)	(12.7)
일시불	(4.5)	(6.2)	(19.3)	(14.8)	4.0	(7.9)	(7.2)	(9.8)	(11.2)	(5.1)	(9.7)
수출	(20.1)	29.3	16.5	42.7	29.1	16.6	22.5	22.7	16.5	22.3	16.5
화장품	(1.6)	(0.7)	(9.7)	(9.2)	(8.1)	1.0	5.7	(2.1)	(5.3)	(1.1)	(0.8)
기타	(17.5)	(12.8)	(26.1)	(6.3)	(6.0)	(14.8)	(8.9)	(13.6)	(16.1)	(10.9)	(14.8)
별도 외	99.2	70.2	82.8	14.4	34.7	46.1	46.1	76.4	58.9	51.0	40.6
영업이익	131	129	130	129	135	138	140	135	520	548	604
별도	123	120	121	114	122	111	137	120	477	489	514
별도 외	8	9	10	15	13	27	4	15	43	59	90
영업이익률 (%)	20.3	19.1	19.5	18.1	19.1	18.3	18.5	16.5	19.2	18.0	18.0
별도	21.5	20.1	20.3	18.0	20.2	17.4	21.0	17.6	19.9	19.0	19.1
별도 외	10.8	11.5	13.2	19.2	12.4	22.9	3.3	10.9	13.7	12.5	13.6
영업이익 증가율 (% y-y)	8.6	7.2	5.0	20.3	2.9	6.9	7.6	4.5	10.0	5.5	10.2
별도	0.1	(4.3)	(5.0)	10.1	(0.6)	(7.6)	13.3	5.2	(0.2)	2.5	5.1
별도 외	n/a	n/a	n/a	n/a	55.7	190.9	(63.2)	(0.1)	n/a	38.5	52.3
세전이익	128	123	118	100	136	137	152	121	469	546	585
법인세	33	32	24	30	35	35	42	29	119	141	141
당기순이익	95	91	94	70	100	102	111	92	350	405	445
당기순이익률 (%)	14.7	13.4	14.1	9.8	14.2	13.5	14.6	11.3	12.9	13.3	13.3

자료: 웅진코웨이, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,517	2,707	3,042	3,353	3,612
매출원가	798	878	1,017	1,112	1,192
매출총이익	1,718	1,829	2,025	2,241	2,421
(매출총이익률, %)	68.3	67.6	66.6	66.8	67.0
판매 및 일반관리비	1,246	1,309	1,476	1,636	1,754
영업이익	473	520	548	604	666
(영업이익률, %)	18.8	19.2	18.0	18.0	18.4
영업외손익	(33)	(51)	(2)	(19)	(19)
금융수익	1	1	8	9	10
금융비용	12	18	26	25	25
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(22)	(35)	15	(2)	(4)
세전이익	440	469	546	585	647
법인세	114	119	141	141	155
(법인세율, %)	26.0	25.3	25.8	24.0	24.0
계속사업이익	326	350	405	445	492
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	326	350	405	445	492
(순이익률, %)	12.9	12.9	13.3	13.3	13.6
지배주주순이익	326	350	405	445	493
비지배주주순이익	(0)	(0)	1	(0)	(1)
EBITDA	708	775	825	919	1,021
(EBITDA 이익률, %)	28.1	28.6	27.1	27.4	28.3
EPS (지배주주)	4,328	4,735	5,482	6,030	6,676
EPS (연결기준)	4,321	4,730	5,490	6,029	6,663
수정 EPS (원)*	4,328	4,735	5,261	5,978	6,595

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	554	539	666	726	802
당기순이익	326	350	405	445	492
현금유출입이없는 비용 및 수익	476	541	426	481	517
유형자산 감가상각비	227	247	268	306	346
무형자산 상각비	8	9	8	8	9
기타	241	286	150	167	163
영업활동 자산부채 변동	(148)	(237)	2	(48)	(40)
투자활동에서의 현금흐름	(290)	(394)	(432)	(465)	(499)
유형자산 증감	(323)	(388)	(429)	(464)	(498)
장단기금융자산의 증감	17	(49)	(1)	(1)	(1)
기타	17	43	(1)	(0)	0
재무활동에서의 현금흐름	(218)	(187)	(233)	(261)	(292)
차입금의 증가(감소)	332	59	37	38	40
자본금의 증가(감소)	2	1	0	0	0
배당금	(409)	(231)	(266)	(295)	(325)
기타	(143)	(16)	(4)	(4)	(8)
현금증감	44	(41)	1	0	11
기초현금	66	110	69	70	70
기말현금	110	69	70	70	81
Gross cash flow	802	891	831	926	1,009
Free cash flow	217	139	236	262	304

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	791	844	853	914	977
현금 및 현금등가물	110	69	70	70	81
매출채권	315	302	334	370	400
재고자산	75	103	99	112	125
기타	292	370	350	361	372
비유동자산	1,367	1,535	1,752	1,927	2,112
투자자산	56	58	57	57	58
유형자산	712	781	933	1,082	1,226
무형자산	184	160	162	162	162
기타	415	536	601	626	667
자산총계	2,159	2,379	2,605	2,841	3,089
유동부채	1,125	1,234	1,282	1,340	1,392
매입채무	54	62	72	78	84
단기차입금	670	731	768	806	846
기타 유동부채	401	441	443	456	462
비유동부채	52	57	61	60	59
사채 및 장기차입금	12	10	10	10	10
기타 비유동부채	40	47	51	50	49
부채총계	1,177	1,291	1,343	1,400	1,451
지배주주지분	982	1,088	1,262	1,442	1,638
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
이익잉여금	963	967	1,141	1,320	1,517
기타	(151)	(49)	(49)	(49)	(49)
비지배주주지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	982	1,088	1,262	1,441	1,638
순부채	513	567	597	630	654

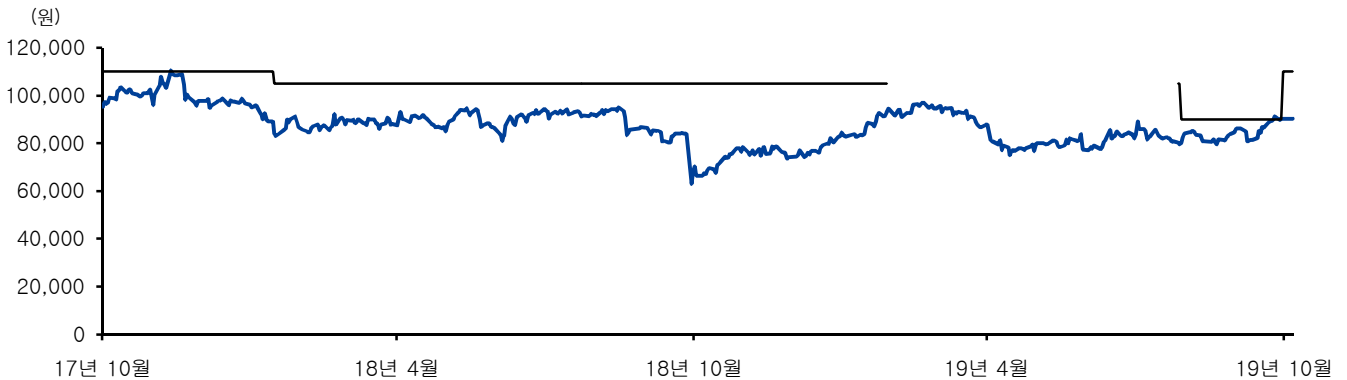
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	5.9	7.6	12.3	10.2	7.7
영업이익	39.5	10.0	5.5	10.2	10.2
순이익	33.8	7.4	15.8	9.8	10.5
수정 EPS**	36.6	9.4	11.1	13.6	10.3
주당지표					
EPS (지배주주)	4,328	4,735	5,482	6,030	6,676
EPS (연결기준)	4,321	4,730	5,490	6,029	6,663
수정 EPS**	4,328	4,735	5,261	5,978	6,595
BPS	13,619	15,074	17,479	19,961	22,683
DPS (보통주)	3,200	3,600	3,600	4,000	4,400
Valuations (배)					
P/E***	20.9	19.1	17.2	15.1	13.7
P/B***	6.6	6.0	5.2	4.5	4.0
EV/EBITDA	10.1	9.3	8.8	7.9	7.2
비율					
ROE (%)	30.1	33.8	34.4	32.9	32.0
ROA (%)	15.8	15.4	16.3	16.3	16.6
ROIC (%)	24.6	25.1	23.7	23.5	23.4
배당성향 (%)	71.2	74.2	64.3	64.9	64.5
배당수익률 (보통주, %)	3.5	4.0	4.0	4.4	4.9
순부채비율 (%)	52.2	52.1	47.3	43.7	39.9
이자보상배율 (배)	38.3	29.2	31.2	38.0	39.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 29일 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 리치센터가 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/1	2018/2/13	2019/2/13	8/28	10/30
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	110,000	105,000	105,000	90,000	110,000
과리율 (평균)	(10.52)	(18.92)	(14.67)	(6.26)	
과리율 (최대or최소)	0.45	(9.52)	(11.71)	1.44	

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

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)