

# 웅진코웨이 (021240.KS)



최장품/소재 담당 아나운서

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

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
	○	

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	110,000원
현재주가(4/30)	87,800원

Key Data	(기준일: 2019.04.30)
KOSPI(pt)	2,204
KOSDAQ(pt)	755
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	6,480
52주 최고/최저(원)	97,700 / 60,100
52주 일간 Beta	0.14
발행주식수(천주)	73,800
평균거래량(3M,천주)	481
평균거래대금(3M,백만원)	47,141
배당수익률(19F, %)	4.6
외국인 지분율(%)	59.8
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 6인	22.3
GIC Private Limited	7.4
Lazard Asset	5.8

Company Performance

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	3.9	29.1	0.3
KOSPI 대비 상대수익률	-10.0	4.0	19.7	12.7

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	1Q19P					2Q19F			2018	2019F		2020F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	709	706	0.4	689	2.9	723	1.9	6.6	2,707	2,920	7.9	3,079	5.4
영업이익	135	137	-1.4	137	-1.2	139	3.1	7.8	520	554	6.5	589	6.3
세전이익	136	133	2.2	132	2.6	132	-2.5	7.6	469	521	11.2	558	7.1
순이익	100	99	1.0	99	1.4	99	-1.4	9.2	350	390	11.4	419	7.5
영업이익률	19.1	19.4	-0.3	19.8	-0.8	19.3	0.2	0.2	19.2	19.0	-0.2	19.1	0.2
순이익률	14.2	14.1	0.1	14.4	-0.2	13.7	-0.5	0.3	12.9	13.3	0.4	13.6	0.3
EPS(원)	5,447	5,397	0.9	5,379	1.3	5,374	-1.4	9.2	4,746	5,285	11.4	5,678	7.5
BPS(원)	14,952	14,939	0.1	16,080	-7.0	15,309	2.4	8.4	14,744	15,916	8.0	17,353	9.0
ROE(%)	36.4	36.1	0.3	33.5	3.0	35.1	-1.3	0.3	33.8	34.5	0.6	34.1	-0.3
PER(X)	16.1	16.3	-	16.3	-	16.3	-	-	15.6	16.6	-	15.5	-
PBR(X)	5.9	5.9	-	5.5	-	5.7	-	-	5.0	5.5	-	5.1	-

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권, 주: EPS는 annualized 기준

## 1Q19 Review: 계획대로 진행 중

■ 1Q19 Review: 매출액 7,093억원(+9.5%yoy), 영업이익 1,352억원(+2.9%yoy)

웅진코웨이의 1분기 연결기준 매출액은 7,093억원(+9.5%yoy, -0.3%qoq), 영업이익은 1,352억원(+2.9%yoy, +4.9%qoq, 영업이익률 19.1%)으로 영업이익 기준 당사 추정치 1,370억원과 시장예상치 1,368억원에 부합했다. 미세먼지의 영향으로 공기청정기 렌탈판매가 호조를 보이면서 역대 최대 분기 렌탈판매를 달성, 목표했던 연간 매출액 10%yoy 성장에 근접했다. 다만 영업이익 개선 속도는 목표치 6%yoy 성장보다 다소 더딘 편인데, 원가율이 높은 해외법인의 매출비중이 증가했기 때문이다.

국내 환경가전부문 매출액은 5,176억원(+4.2%yoy)으로 공기청정기 렌탈판매량이 12만 대(+33.3%yoy)를 기록하면서 렌탈 및 금융리스 매출액이 5.7%yoy 증가했다. 일시불 매출 또한 4.0%yoy 증가했는데, 이 역시 공기청정기 일시불 판매량(3만대, 1Q18 1.6만대)이 증가한 데 기인한다. 멤버십 매출(-13.5%yoy)은 지속적으로 역성장하고 있다. 역대 최대분기 렌탈판매량(40.8만대, +8.3%yoy)에 계약률이 1.01%로 안정화되면서 최근 10년내 최대 렌탈 순증(12만 계정, +92.5%yoy)을 기록했다.

해외법인의 경우, 말레이시아 법인의 렌탈계정은 49.6%yoy 증가한 106만 계정을 달성, 매출액이 71.1%yoy 증가한 1,125억원을 기록했다. 다만 매분기마다 개선되던 영업이익률이 전분기대비 2.5%p 하락했는데, 금융리스가 증가하면서 수익성이 훼손됐다. 추후 프리미엄 정수기 등 고가 라인의 신제품 출시를 통해 ASP 개선에 주력할 예정이다. 미국 법인의 경우 매출액이 19.2%yoy 증가했는데, 방판(+10%yoy)과 시판(+27%yoy) 매출이 고르게 증가했다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

웅진코웨이에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 11만원을 유지한다. 최근 미세먼지 등 환경오염에 대한 경각심이 증가하면서 국내 환경가전 렌탈시장이 빠르게 성장하고 있다. 동남아시아 등 해외에서도 생활수준이 향상되면서 환경가전 렌탈수요는 지속적으로 증가하고 있다. 시장의 파이가 커지면서 보급형 제품(금융리스)이 증가해 영업이익률 개선 속도가 다소 주춤할 수 있으나, 렌탈시장 1위 사업자로서 시장의 불확실성에 주목해야 한다.

여기에 코웨이가 웅진그룹으로 편입되면서 웅진코웨이의 주주환원정책에 기대감이 커지고 있다. 웅진그룹이 코웨이 인수를 위해 투입한 자금은 약 2조원인데, 이 중 1.6조원을 외부차입 및 회사채 발행 등으로 조달했기 때문에 이자비용에 대한 부담이 큰 상태이다(연간 이자비용 600억원 가량 예상). 이에 웅진코웨이는 높은 배당성향(75%대 전망)을 유지할 것으로 기대된다.



**도표 1** 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결매출액	610	623	630	654	648	678	670	712	709	723	727	761
환경기전	483	501	501	496	497	505	498	502	518	529	533	531
렌탈	370	379	379	379	379	383	382	384	385	408	416	414
멤버십	38	37	36	34	32	31	29	28	28	30	29	28
일시불	46	50	47	49	44	47	38	41	46	45	36	39
금융리스	26	30	35	32	39	41	45	45	56	43	49	47
수출	68	56	69	68	54	72	80	96	139	83	95	106
화장품	21	19	19	21	21	19	18	19	19	20	19	20
매출총이익	417	428	435	438	446	460	456	467	476	489	493	499
영업이익	121	121	124	107	131	129	130	129	135	139	144	136
세전이익	101	126	124	89	128	123	118	100	136	132	131	122
지배주주순이익	76	95	93	62	95	91	94	70	101	99	98	92
%yoy												
매출액	-2.2	12.3	7.9	6.4	6.2	8.8	6.4	8.9	9.5	6.6	8.6	6.9
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	6.9	7.4	4.9	6.7	6.8	6.4	8.2	6.8
영업이익	-2.2	919.4	16.1	11.1	8.6	7.2	5.0	20.3	2.9	7.8	10.2	5.2
세전이익	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	27.0	-2.6	-4.8	12.2	6.1	7.6	11.0	22.5
지배주주순이익	-20.8	3,215.6	37.9	-20.5	26.2	-4.7	0.9	13.0	5.4	9.2	4.4	31.6
%portion												
매출총이익률	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	68.0	65.7	67.2	67.7	67.8	65.6
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	18.1	19.1	19.3	19.8	17.8
세전이익률	16.5	20.2	19.7	13.6	19.7	18.1	17.6	14.0	19.1	18.3	18.0	16.1
지배주주순이익률	12.4	15.3	14.8	9.5	14.7	13.4	14.1	9.8	14.2	13.7	13.5	12.1

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권



**도표 2**      **연간 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,517	2,707	2,920	3,079
환경가전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	1,981	2,002	2,110	2,208
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,506	1,528	1,623	1,704
멤버십	161	172	183	180	168	145	121	114	118
일시불	145	149	123	171	196	192	171	166	173
금융리스				41	105	123	170	194	200
수출	110	145	167	149	217	260	302	423	466
화장품	67	76	80	83	74	80	76	77	82
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,718	1,829	1,958	2,070
영업이익	226	339	364	463	339	473	520	554	589
세전이익	146	327	332	454	324	440	469	521	558
지배주주순이익	94	245	250	343	244	326	350	390	419
%yoy									
매출액	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.9	7.6	7.9	5.4
매출총이익	5.7	6.3	2.6	10.6	-1.4	9.9	6.4	7.0	5.7
영업이익	-3.7	49.9	7.5	27.1	-26.9	39.5	10.0	6.5	6.3
세전이익	-33.0	124.4	1.6	36.7	-28.8	35.9	6.5	11.2	7.1
지배주주순이익	-43.7	159.9	1.9	37.4	-29.0	33.8	7.4	11.3	7.5
%portion									
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.3	67.6	67.0	67.2
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	18.8	19.2	19.0	19.1
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	17.5	17.3	17.8	18.1
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.0	12.9	13.4	13.6

자료: 웅진코웨이, 유진투자증권

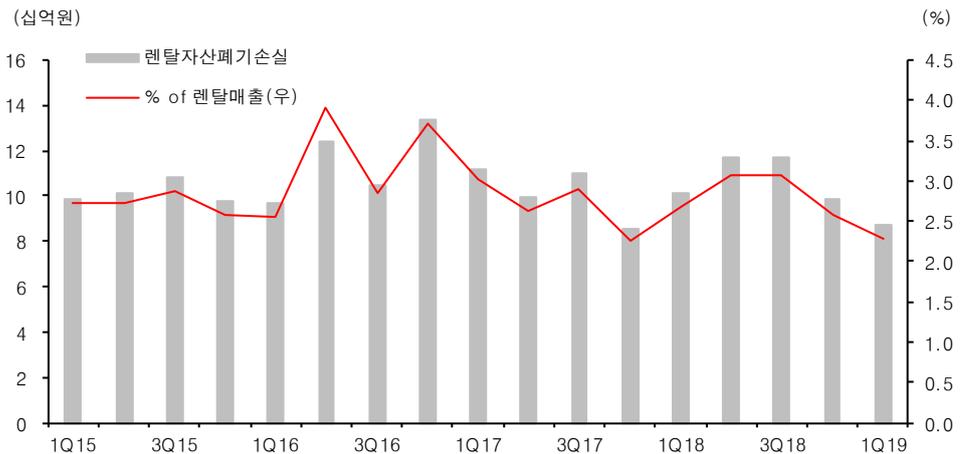


도표 3 말레이시아법인 매출액과 영업이익률 추이



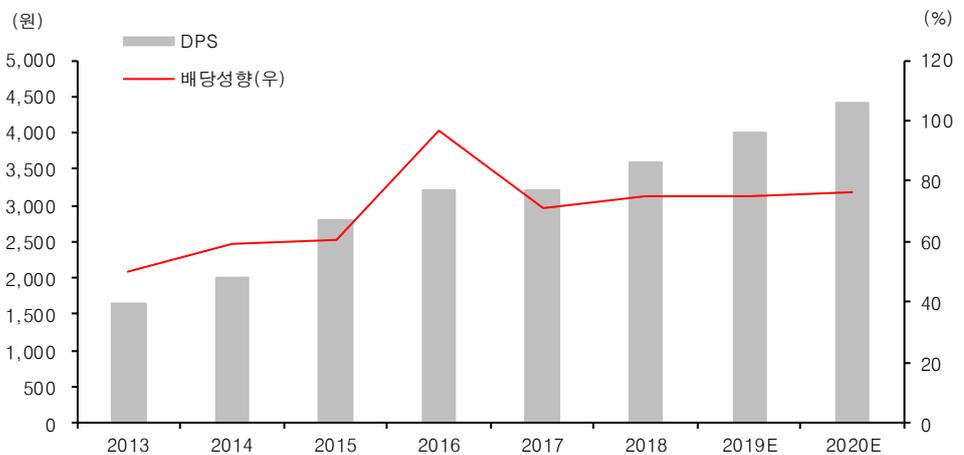
자료: 웅진코웨이, 유진투자증권

도표 4 렌탈자산 폐기손실 추이



자료: 웅진코웨이, 유진투자증권

도표 5 DPS와 배당성향 추이



자료: 웅진코웨이, 유진투자증권



## 웅진코웨이(021240.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>자산총계</b>	<b>1,968</b>	<b>2,159</b>	<b>2,379</b>	<b>2,414</b>	<b>2,555</b>
유동자산	733	791	844	1,080	1,133
현금성자산	142	170	176	315	322
매출채권	323	340	326	413	450
재고자산	70	75	103	111	117
비유동자산	1,235	1,367	1,242	1,334	1,421
투자자산	277	301	300	313	325
유형자산	669	712	781	862	936
기타	288	354	160	160	160
<b>부채총계</b>	<b>784</b>	<b>1,177</b>	<b>1,291</b>	<b>1,240</b>	<b>1,274</b>
유동부채	735	1,125	1,175	1,181	1,213
매입채무	217	223	227	224	236
유동성이자부채	340	670	732	739	757
기타	178	232	216	218	221
비유동부채	49	52	57	59	61
비유동이자부채	12	12	10	10	10
기타	37	40	47	49	51
<b>자본총계</b>	<b>1,183</b>	<b>982</b>	<b>1,088</b>	<b>1,174</b>	<b>1,280</b>
지배지분	1,183	982	1,088	1,175	1,281
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	130	130	130
이익잉여금	1,180	963	967	1,053	1,159
기타	(165)	(151)	(49)	(49)	(49)
비지배지분	1	0	(0)	(0)	(0)
<b>자본총계</b>	<b>1,183</b>	<b>982</b>	<b>1,088</b>	<b>1,174</b>	<b>1,280</b>
총차입금	352	682	742	749	767
순차입금	210	512	566	434	445

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>영업현금</b>	<b>469</b>	<b>637</b>	<b>725</b>	<b>833</b>	<b>722</b>
당기순이익	243	326	350	390	419
자산상각비	233	236	256	305	333
기타비현금성손익	(4)	3	286	237	2
운전자본증감	(121)	(65)	(51)	(99)	(32)
매출채권감소(증가)	(62)	(59)	20	(87)	(38)
재고자산감소(증가)	(4)	(6)	(26)	(8)	(6)
매입채무증가(감소)	(4)	21	(3)	(3)	12
기타	(51)	(21)	(42)	(0)	(0)
<b>투자현금</b>	<b>(471)</b>	<b>(384)</b>	<b>(575)</b>	<b>(402)</b>	<b>(424)</b>
단기투자자산감소	(145)	(52)	(182)	(4)	(5)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	(328)	(337)	(400)	(391)	(412)
유형자산처분	15	14	13	12	12
무형자산처분	(13)	(8)	(6)	(7)	(7)
<b>재무현금</b>	<b>(48)</b>	<b>(208)</b>	<b>(191)</b>	<b>(296)</b>	<b>(295)</b>
차입금증가	256	341	55	7	18
자본증가	(208)	(409)	(409)	(303)	(313)
배당금지급	208	409	409	303	313
<b>현금 증감</b>	<b>(50)</b>	<b>44</b>	<b>(41)</b>	<b>134</b>	<b>3</b>
기초현금	116	66	110	69	203
기말현금	66	110	69	203	206
Gross Cash flow	710	802	891	932	754
Gross Investment	446	397	445	497	452
<b>Free Cash Flow</b>	<b>264</b>	<b>405</b>	<b>447</b>	<b>435</b>	<b>302</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,376</b>	<b>2,517</b>	<b>2,707</b>	<b>2,920</b>	<b>3,079</b>
증가율(%)	2.6	5.9	7.6	7.9	5.4
매출원가	812	798	878	962	1,009
<b>매출총이익</b>	<b>1,564</b>	<b>1,718</b>	<b>1,829</b>	<b>1,958</b>	<b>2,070</b>
판매 및 일반본분비	1,225	1,246	1,309	1,404	1,481
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
<b>영업이익</b>	<b>339</b>	<b>473</b>	<b>520</b>	<b>554</b>	<b>589</b>
증가율(%)	(26.9)	39.5	10.0	6.5	6.3
<b>EBITDA</b>	<b>572</b>	<b>708</b>	<b>775</b>	<b>859</b>	<b>922</b>
증가율(%)	(17.2)	23.8	9.5	10.8	7.3
<b>영업외손익</b>	<b>(15)</b>	<b>(33)</b>	<b>(51)</b>	<b>(33)</b>	<b>(31)</b>
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	6	12	18	20	18
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(10)	(22)	(35)	(14)	(14)
<b>세전순이익</b>	<b>324</b>	<b>440</b>	<b>469</b>	<b>521</b>	<b>558</b>
증가율(%)	(28.8)	35.9	6.5	11.2	7.1
법인세비용	80	114	119	132	140
<b>당기순이익</b>	<b>243</b>	<b>326</b>	<b>350</b>	<b>390</b>	<b>419</b>
증가율(%)	(29.1)	33.8	7.4	11.4	7.5
지배주주지분	244	326	350	390	419
증가율(%)	(29.0)	33.8	7.4	11.4	7.5
비지배지분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>EPS(원)</b>	<b>3,166</b>	<b>4,323</b>	<b>4,746</b>	<b>5,285</b>	<b>5,678</b>
증가율(%)	(28.8)	36.5	9.8	11.4	7.5
수정EPS(원)	3,166	4,323	4,746	5,285	5,678
증가율(%)	(28.8)	36.5	9.8	11.4	7.5

### 주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,166	4,323	4,746	5,285	5,678
BPS	15,486	13,128	14,744	15,916	17,353
DPS	3,200	3,200	3,600	4,000	4,400
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	27.9	22.6	18.5	16.6	15.5
PBR	5.7	7.4	6.0	5.5	5.1
EV/ EBITDA	12.2	11.0	9.1	8.0	7.5
배당수익률	3.6	3.3	4.1	4.6	5.0
PCR	9.6	9.2	7.3	7.0	8.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	14.3	18.8	19.2	19.0	19.1
EBITDA이익률	24.1	28.1	28.6	29.4	29.9
순이익률	10.2	12.9	12.9	13.3	13.6
ROE	20.1	30.1	33.8	34.5	34.1
ROIC	20.7	26.8	28.3	27.4	26.5
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자기자본	17.8	52.1	52.0	37.0	34.7
유동비율	99.7	70.4	71.8	91.4	93.4
이자보상배율	55.5	38.3	29.2	27.5	32.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	7.8	7.6	8.1	7.9	7.1
재고자산회전율	33.9	34.7	30.5	27.3	27.0
매입채무회전율	10.8	11.4	12.0	12.9	13.4



**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 당사에 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/투자조건 비율**

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

당사 투자조건 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 기준)

