

2019. 8. 28

Company Initiation

웅진코웨이 (021240)

매각 불확실성보다는 실적 안정성에 집중할 때



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

- BUY 투자의견과 목표주가 90,000원으로 커버리지를 재개
- 국내 렌탈 수요 증가와 고성장 중인 말레이시아 시장지배력 강화에 따른 수혜가 예상됨
- 대주주는 바뀌어도, 바뀌지 않을 안정적인 사업 모델에 초점을 맞출 때

WHAT'S THE STORY

국내 렌탈 시장 압도적인 1위 사업자: 당사는 1989년 설립되어 1998년 당시로서는 혁신적인 마케팅 기법이었던 렌탈 비즈니스 모델을 업계 최초로 도입하였고, 서비스 전문가인 코디 (CODY, Coway Lady)를 통해 차별화된 관리 서비스를 제공하며 업계 1위 자리를 공고히 해 왔음. 국내 렌탈 시장 이외에도 말레이시아 렌탈 시장을 선도하고 있으며, 수처리 사업 및 화장품 사업도 영위.

국내 렌탈 시장 내 지배력 강화: 최근 합리적인 소비를 추구하는 트렌드와 1인 가구 증가 등 인구 구조적인 변화로 인해 렌탈업이 정착되고 있는 상황. 양호한 성장세는 한동안 유지될 것으로 판단하는데, 깨끗한 물과 공기에 대한 수요가 구조적으로 높아지고 있는 상황에서 정기적인 관리 서비스에 대한 니즈가 크고, 일시불 판매 대비 초기 투자 비용 또한 낮기 때문. 당사는 고가 수주를 기반으로 한 국내 렌탈 시장의 절대 강자. 향후 3년간 동사 매출액과 영업이익은 연평균 각각 9%씩 성장할 것으로 전망하는데, 이는 1) 렌탈 시장의 고성장과 2) 제품 포트폴리오 다변화 때문.

고성장 중인 말레이시아 렌탈 시장에서 빠른 계정 수 증가: 렌탈 제도가 비교적 빠르게 자리잡은 말레이시아에서의 성공 역시 동사의 투자포인트. 소득 수준의 향상과 도시화로 정수기에 대한 수요는 높아질 것이고, 정기적인 관리 시스템을 갖춘 한국형 렌탈 서비스에 대한 선호도는 더욱 커질 것. 당사는 2006년부터 말레이시아에 진출하여 1위 사업자의 위치를 공고히 하고 있음. 향후 3년간 말레이시아 법인 매출액은 연평균 31%씩 성장하여, 전사 매출에서 차지하는 비중이 22%까지 상승할 것으로 기대됨.

주인이 누구여도 바뀌지 않을 안정적인 사업모델: 동사에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 90,000원으로 커버리지를 재개. 목표주가가 내재하는 2020년 P/E는 15.5배이고, 현재 주가는 2020년 P/E 기준 14배에 거래 중인데, 이는 과거 고성장 시기 (2013~2017)에 부여받던 평균 밸류에이션 22배 대비 30% 이상 할인된 수치. 최근 매각 관련 불확실성이 높아 주가 흐름 부진하나, 1) 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 최대주주의 변화에 크게 구애받지 않고, 2) 매각 전 기준 최대주주의 기업가치 제고 노력이 단기적인 실적에 반영될 가능성이 높아 주가 약세 시 점진적으로 매수하는 전략을 권유, 향후 매각 관련 관건은 1) 인수 주체와 2) 배당정책의 변화.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	90,000원	(13.1%)
현재주가	79,600원	
시가총액	5.9조원	
Shares (float)	73,799,619주 (72.7%)	
52 주 최저/최고	63,000원/97,000원	
60 일-평균거래대금	159.4억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
웅진코웨이 (%)	-5.9	-14.7	-12.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.0	-0.9	4.0

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	99,833
Recommendation	3.8

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

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	2,707	3,028	3,274	3,532
영업이익 (십억원)	520	550	607	671
순이익 (십억원)	350	395	442	488
EPS (adj) (원)	4,735	5,121	5,935	6,543
EPS (adj) growth (%)	9.4	8.1	15.9	10.2
EBITDA margin (%)	28.6	27.3	28.1	29.0
ROE (%)	33.8	33.7	33.0	32.1
P/E (adj) (배)	16.8	15.5	13.4	12.2
P/B (배)	5.3	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA (배)	8.3	7.8	7.1	6.4
Dividend yield (%)	4.5	4.5	5.0	5.5

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정내역 및 밸류에이션

동사에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 90,000원으로 커버리지를 재개. 목표주가는 동사의 뛰어난 성장성과 안정적인 현금흐름, 그리고 점진적인 배당성향 상승 가능성이 주가에 반영될 필요가 있다고 판단하여 DCF 밸류에이션을 통해 산출 (영구성장률 1%, 무위험이자율 1.2%, 시장프리미엄 8.4%, 베타 0.5를 가정하여 WACC 5.6% 도출)하였고, 대주주의 지분 매각 결정으로 미래 사업 전략과 실적 불확실성에 대한 우려가 높아짐에 따라 적정가치에 20% 디스카운트를 적용하였음. 목표주가 90,000원이 내재하는 2020년 P/E는 15.5배이고, 현재 주가는 2020년 P/E 기준 14배에 거래 중인데, 이는 과거 고성장 시기 (2013~2017)에 부여받던 평균 밸류에이션 22배 대비 30% 이상 할인된 수치.

동사는 1989년 설립된 환경가전 전문기업으로, 정수기, 공기청정기, 비데, 연수기 등의 환경가전 제품을 생산 및 판매하고 있음. 1998년 당시로서는 혁신적인 마케팅 기법이었던 렌탈 비즈니스 모델을 업계 최초로 도입하였고, 서비스 전문가인 코디 (CODY, Coway Lady)를 통해 차별화된 관리 서비스를 제공하며 업계 1위 자리를 공고히해왔음. 국내 렌탈 시장 이외에도 말레이시아 렌탈 시장을 선도하고 있으며, 수처리 사업 및 화장품 사업도 영위하고 있음.

동사는 렌탈 시장의 고성장에 힘입어 향후 3년간 매출액과 영업이익이 연평균 9%, 8% 성장할 것으로 전망. 1) 경쟁이 치열한 국내 렌탈 시장에서 확고한 1위 사업자의 지위를 굳히고 있고, 2) 제품 포트폴리오 다변화를 통해 계정 수와 매출을 증가시킬 전망이며, 3) 말레이시아 고성장에 따른 수혜를 누릴 수 있기 때문.

현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	520	550	607	671	735	806	814	822	830	838	847
- EBIT에 대한 세금	132	143	158	175	191	210	212	214	216	218	220
- CAPEX	400	427	460	490	494	499	504	509	515	520	525
- 순운전자본 증가(감소)	-41	11	29	28	28	29	29	29	30	30	30
+ 감가상각비	247	268	306	344	347	351	354	358	362	365	369
+ 무형자산상각비	9	8	8	9	8	7	7	7	8	8	8
Free cash flow	285	246	275	331	376	426	430	435	439	443	448
Terminal Value	9,912										
Terminal Growth (%)	1.0%										
NPV of FCFF	2,814										
PV of Terminal Value	5,768										
Enterprise Value	8,583										
적정가치 (원)	112,578										
할인율 (%)*	20										
목표주가 (원)	90,000										
현재주가 (원)	79,600										
Upside (%)	13.1										

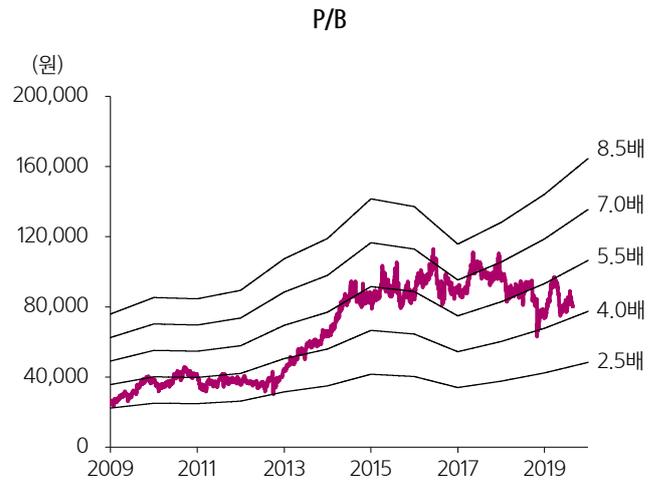
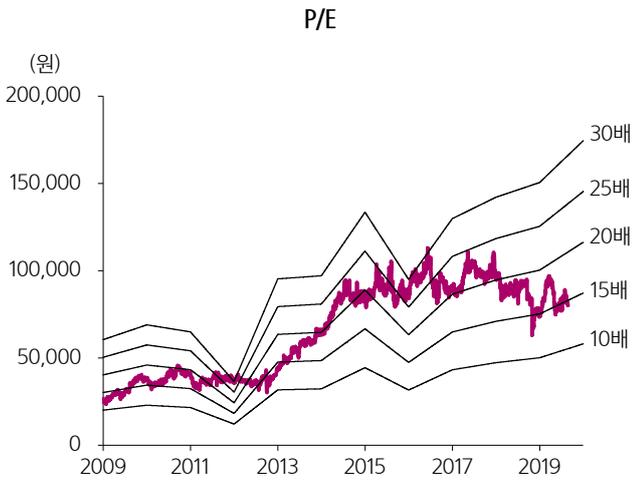
참고: 대주주의 지분 매각 결정으로 미래 사업 전략과 실적 불확실성에 대한 우려가 높아짐에 따라 적정가치에 20% 디스카운트 적용
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출	648	678	670	712	709	755	757	806	2,707	3,028	3,274
별도 매출	572	596	595	633	607	635	623	667	2,395	2,531	2,610
환경가전	493	502	495	514	515	530	506	528	2,005	2,078	2,099
렌탈	379	383	382	384	385	392	388	389	1,528	1,553	1,538
금융리스	39	41	45	60	56	68	57	77	185	258	323
멤버십	32	31	29	28	28	27	26	25	121	105	92
일시불	44	47	38	41	46	44	34	37	171	161	145
수출	54	72	80	96	70	84	97	118	302	369	429
화장품	21	19	18	19	19	19	17	18	75	73	72
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	13	11	9
별도 외	76	82	74	79	103	120	134	139	312	496	665
매출 증가율 (% y-y)											
연결 매출	6.2	8.8	6.4	8.9	9.5	11.4	13.0	13.3	7.6	11.8	8.2
별도 매출	(0.1)	3.6	1.1	8.2	6.1	6.6	4.6	5.4	3.2	5.7	3.1
환경가전	3.0	1.0	(0.4)	4.3	4.3	5.5	2.2	2.6	2.0	3.7	1.0
렌탈	2.5	0.9	1.0	1.5	1.6	2.3	1.6	1.2	1.4	1.7	(1.0)
금융리스	49.3	35.3	28.7	91.1	45.9	65.5	26.9	27.1	50.7	39.5	25.1
멤버십	(14.9)	(15.4)	(18.1)	(17.0)	(13.5)	(13.3)	(12.7)	(12.7)	(16.3)	(13.0)	(12.7)
일시불	(4.5)	(6.2)	(19.3)	(14.8)	4.0	(7.9)	(9.8)	(9.8)	(11.2)	(5.7)	(9.8)
수출	(20.1)	29.3	16.5	42.7	29.1	16.6	21.2	22.7	16.5	22.0	16.3
화장품	(1.6)	(0.7)	(9.7)	(9.2)	(8.1)	1.0	(1.7)	(2.1)	(5.3)	(2.9)	(1.4)
기타	(17.5)	(12.8)	(26.1)	(6.3)	(6.0)	(14.8)	(16.1)	(13.6)	(16.1)	(12.6)	(15.3)
별도 외	99.2	70.2	82.8	14.4	34.7	46.1	80.3	76.4	58.9	59.1	34.0
영업이익	131	129	130	129	135	138	142	135	520	550	607
별도	123	120	121	114	122	111	124	118	477	475	496
별도 외	8	9	10	15	13	27	18	17	43	75	111
영업이익률 (%)	20.3	19.1	19.5	18.1	19.1	18.3	18.8	16.7	19.2	18.2	18.5
별도	21.5	20.1	20.3	18.0	20.2	17.4	20.0	17.6	19.9	18.8	19.0
별도 외	10.8	11.5	13.2	19.2	12.4	22.9	13.2	12.2	13.7	15.1	16.7
영업이익 증가율 (% y-y)	8.6	7.2	5.0	20.3	2.9	6.9	9.1	4.4	10.0	5.8	10.4
별도	0.1	(4.3)	(5.0)	10.1	(0.6)	(7.6)	3.2	3.5	(0.2)	(0.4)	4.4
별도 외	n/a	n/a	n/a	n/a	55.7	190.9	81.1	11.5	n/a	75.7	48.4
세전이익	128	123	118	100	136	137	132	121	469	526	581
법인세	33	32	24	30	35	35	32	29	119	131	140
당기순이익	95	91	94	70	100	102	101	92	350	395	442
당기순이익률 (%)	14.7	13.4	14.1	9.8	14.2	13.5	13.3	11.4	12.9	13.0	13.5

자료: 웅진코웨이, 삼성증권

밴드차트

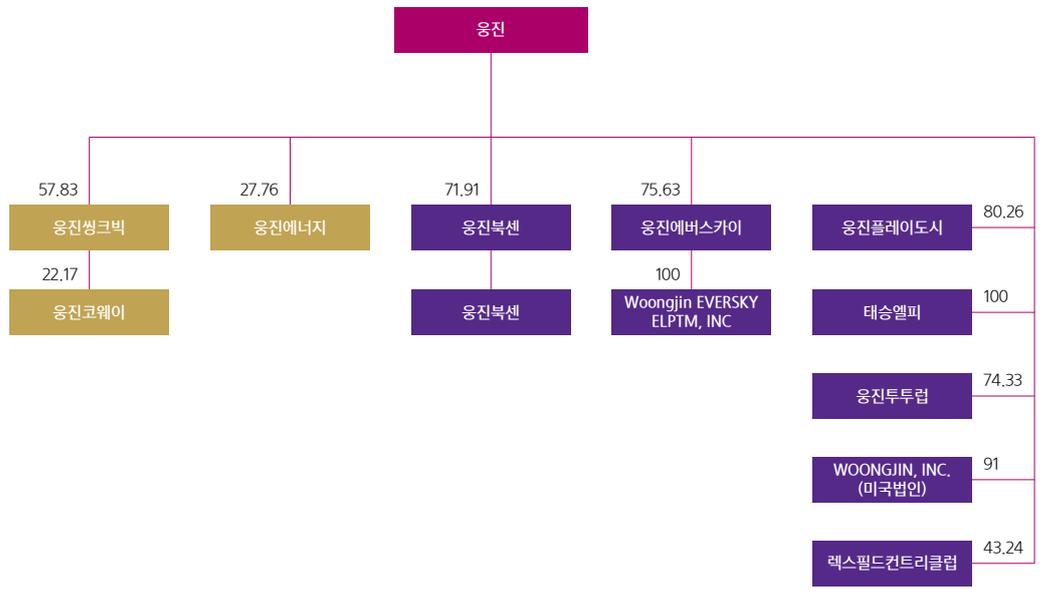


자료: WiseFn, 삼성증권 추정

동사를 둘러싼 우려와 향후 매각 관련 이슈

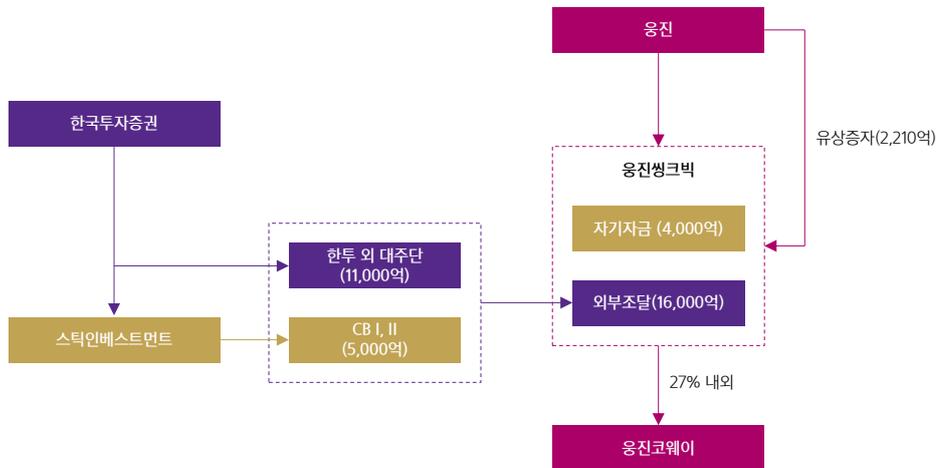
지난 1년간 동사 주가는 큰 변동성을 보였음. 2013년 1월, MBK파트너스에 웅진코웨이를 매각한 웅진그룹은 겸업금지 조항으로 인해 렌탈업에 진출할 수 없었는데, 5년 간의 겸업 금지 기간이 끝난 2018년 초 웅진렌탈을 출시하며, 렌탈 사업에 진출하였고, 2018년 10월 29일에는 웅진그룹의 계열사 웅진씽크빅이 코웨이 지분 22.17%를 1.7조원에 인수하기로 공시. 대주주 변경 관련 노이즈에 따라 미래 사업 전략의 실적에 대한 불확실성 우려가 높아져 동사 주가는 웅진그룹의 인수 결정 이후 급락. 또한, 최근 재무구조가 취약한 웅진그룹이 웅진코웨이 지분을 재매각하기로 결정함에 따라 인수 관련 불확실성이 재차 불거지며 주가 흐름 부진하였음.

웅진그룹 지배구조도



자료: 웅진그룹, 삼성증권 정리

웅진그룹 코웨이 인수 구조



자료: 웅진그룹, 언론보도, 삼성증권 정리

현재 웅진그룹과 매각주관사가 매각을 위한 예비입찰을 실시한 결과 7곳 안팎의 잠재 인수후보자들이 인수의향서를 제출하였음. 웅진그룹은 이 중 인수적격후보로 SK네트웍스, 중국 가전업체 하이얼 컨소시엄, 글로벌 사모펀드 칼라일, 베인캐피털 등 4곳을 선정. 2012년 웅진그룹이 법정관리로 인해 웅진코웨이를 매각할 당시에는 국내외 PEF와 대기업 등이 입찰에 참여한 바 있음. 당시에는 지분 31%에 해당하는 기업 가치가 1조 3,000억원 수준이었음. 하지만 현재 웅진그룹은 지분 22%를 인수하는 데 최소 1조 7,000억원을 요구하고 있어 매각은 시장의 예상보다 장기화될 가능성이 높다고 판단하고, 이 과정에서 전략적투자자와 재무적투자자의 제휴 가능성도 배제할 수 없음.

다만, 1) 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 최대주주의 변화에 크게 구애받지 않고, 2) 매각 전 기존 최대주주의 기업가치 제고 노력이 단기적인 실적에 반영될 가능성이 높아 장기적인 기업가치 훼손은 제한적이라 판단. 웅진그룹과 매각주관사는 연내 매각을 마무리한다는 가이드라인을 제시하고 있어, 연말까지는 매각과 관련된 뉴스플로우가 주가 변동성을 높일 것으로 예상되나, 장기적인 기업 가치에는 변함이 없을 것으로 판단하여 주가 약세 시 점진적으로 매수하는 전략을 권유.

향후 매각 관련 관건은 1) 인수 주체와 2) 배당정책의 변화. 국내외 PEF가 대주주로 등극한다면 과거 MBK가 대주주였을 때와 마찬가지로 철저한 비용 관리와 고배당정책이 유지될 가능성이 높을 것. 인수 후보 중 가장 유력한 후보로 평가받고 있는 SK네트웍스가 대주주가 된다면 기존 사업과의 시너지 측면이나 시장 지배력 강화 측면에서 긍정적인 것으로 판단하지만, 고배당정책의 변화 가능성이 잠재한다는 점은 리스크 요인. 자체 성장동력 보유 유무에 따라 새로운 대주주의 웅진코웨이 활용방식은 달라질 수 있음.

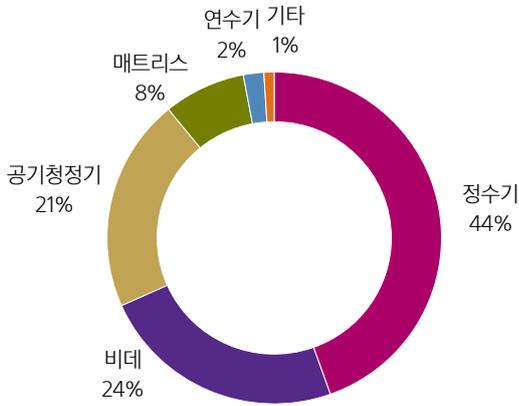
국내 렌탈 시장 내 시장지배력 강화

동사는 환경가전을 중심으로 위생과 관련이 높은 제품의 렌탈서비스를 주요 사업으로 영위, 품목별로는 정수기 의존도가 가장 높고 (매출 비중 45%), 비데 24%, 공기청정기 21%, 매트리스 8%, 연수기 2% 등. 국내 환경가전 렌탈 시장에서 시장점유율은 약 53% (상위 6개사 계정 수 합산 기준)로 1위를 기록하고 있고, 브랜드 인지도 역시 1위를 기록하고 있음.

국내 렌탈 시장이 빠르게 성장한 데에는 경기 침체 이외에도, 소비욕구 및 인구구조의 변화, 관리 서비스에 대한 기대감 등을 원인으로 찾을 수 있을 것. 1) 과거에는 물건을 소유해야 한다는 생각이 지배적이었으나, 최근에는 여러 제품을 이용하고 싶어하는 소비 욕구가 큰 점도 렌탈업이 성장하고 있는 원인. 신제품, 신기술이 빠르게 출시되면서 제품 가격은 비싸지고, 제품의 사이클 역시 짧아지면서 소비자들은 구매보다는 렌탈을 선호하기 시작하였음. 2) 또한 1~2인 가구가 증가함에 따라, 제품을 구매하여 혼자 사용하는 1~2인 가구원들이 렌탈을 선택하는 수요 역시 늘어나고 있음. 3) 뿐만 아니라 소득 수준이 증가하면서 깨끗한 물과 공기에 대한 수요가 구조적으로 높아지고 있는 상황이며, 이에 따라 가정용품 렌탈 사업자들이 제공하는 관리 서비스가 소비자들을 유인하고 있음. 소비자 입장에서 주기적인 부품 교체나 관리가 어려운 제품에 대해서는 월 사용료를 지불하면서도 전문적인 관리 서비스를 제공받고자 하는 수요가 훨씬 높기 때문.

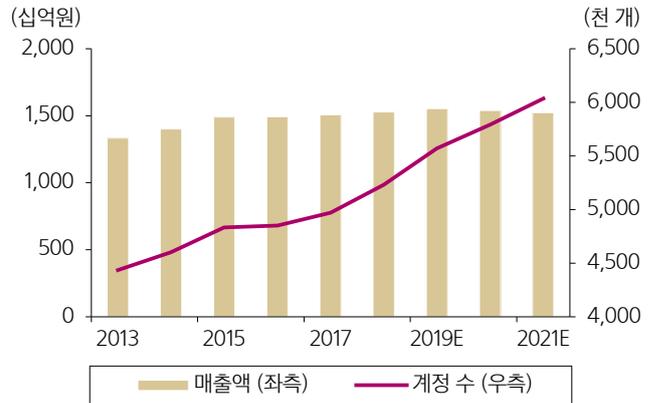
고가 수요를 기반으로 한 웅진코웨이는 국내 렌탈 시장의 절대 강자. 동사 렌탈 계정 수는 600만 계정을 육박하고 있는데, 4인 가구 및 상대적으로 높은 ASP를 바탕으로 1위 사업자로서의 위치를 유지하고 있음. 최근 후발주자들이 1~2인 가구에 특화된 소용량, 저가 제품 라인업을 늘리면서 성장성을 올리고 있고, 동사 역시 이에 부합하는 제품을 출시하며 트렌드 변화에 대응하고 있음.

웅진코웨이 품목별 렌탈 매출 비중 (2019E)



자료: 웅진코웨이

웅진코웨이 국내 렌탈 매출액 및 계정 수 추이



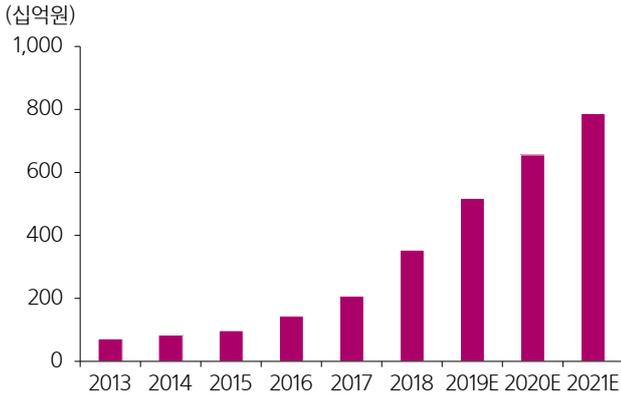
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

동사는 국내 렌탈 시장의 고성장에 힘입어 향후 3년간 매출액과 영업이익이 연평균 각각 9%씩 성장할 것으로 전망하는데, 이는 1) 렌탈 시장의 고성장과 2) 제품 포트폴리오 다변화 때문. 2012년 매트리스, 2018년 의류청정기, 2019년 전기레인지 (일시불 판매만 하다가 렌탈 시작) 등 카테고리 추가하려는 노력을 지속해왔으며, 향후에도 제품 라인업 강화를 계획하고 있음.

고성장 중인 말레이시아 렌탈 시장

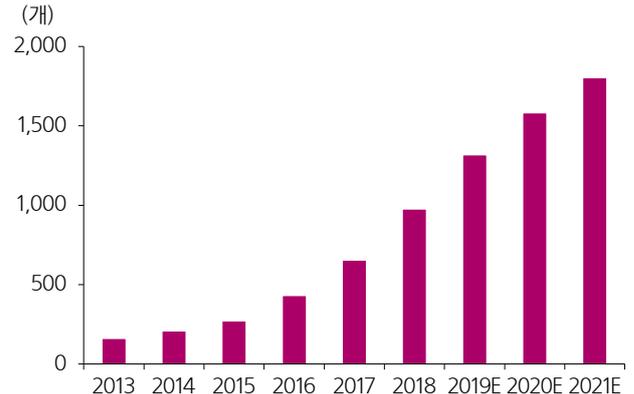
말레이시아의 성공은 동사의 증장기 성장 동력. 동사는 2006년부터 말레이시아에 진출하여 1위 사업자의 위치를 공고히 하고 있음. 2Q19말 기준 계정 수는 115만 계정을 기록하였고, 올해 연말까지 150만 계정을 확보할 계획.

웅진코웨이 말레이시아 매출액 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

웅진코웨이 말레이시아 계정 수 추이

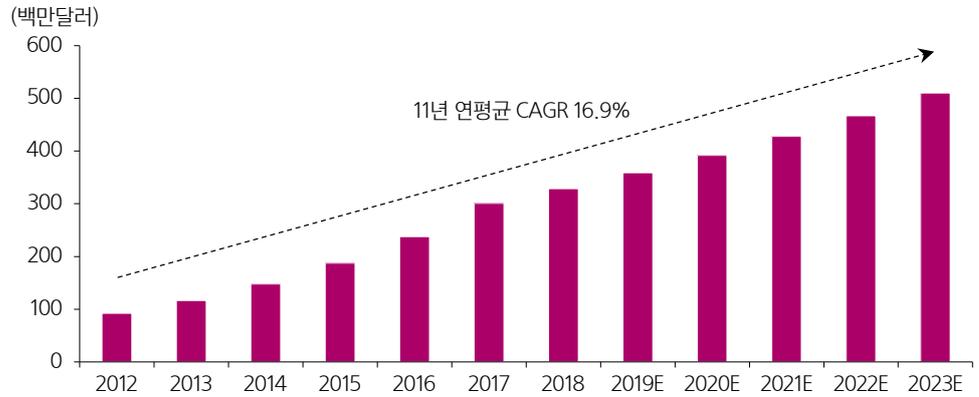


자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

말레이시아는 상하수도관이 넓어 녹슨 물이 수도물로 공급되기 때문에 대다수의 국민이 수도물에 대한 불신이 강함. 하지만, 아직도 가정에서 사용하는 정수기 보급률은 25~30%로 낮은 편이라 정수기 시장이 성장할 여지가 큼. 말레이시아 정수기 시장은 지난 5년 동안 연평균 23%의 고 성장을 보였음. 향후 소득 수준의 향상과 도시화로 정수기에 대한 수요가 더욱 커질 것으로 판단하는데, 이 중에서도 정기적인 관리 시스템이 잘 갖춰져 있고, 품질이 좋은 한국형 렌탈 서비스에 대한 선호도가 높은 상황. 한국산 정수기의 말레이시아 수출은 지난 5년 동안 연평균 60% 성장하였음.

2018년 기준 말레이시아의 인구 수는 3,240만명, 가구 수는 약 700만 가구로 추정. 월별로 렌탈료를 수취하는 렌탈 사업구조 특성상, 회사가 타겟으로 삼을 수 있는 고객층은 매달 렌탈료를 지급할 수 있는 가구인데, 이는 케이블 TV를 시청하는 가구 수와 유사할 것. 말레이시아에서 케이블 TV를 시청하는 가구 수가 360만 가구라는 점과 웅진코웨이와 쿠쿠홈시스의 계정 수 (2Q19 말 기준 웅진코웨이 계정 수 115만, 쿠쿠홈시스 계정 수 70만)를 감안한다면, 말레이시아 렌탈 시장은 현재 규모 대비 2배 이상의 성장 여력이 남아있다고 판단.

말레이시아 정수기 시장 규모



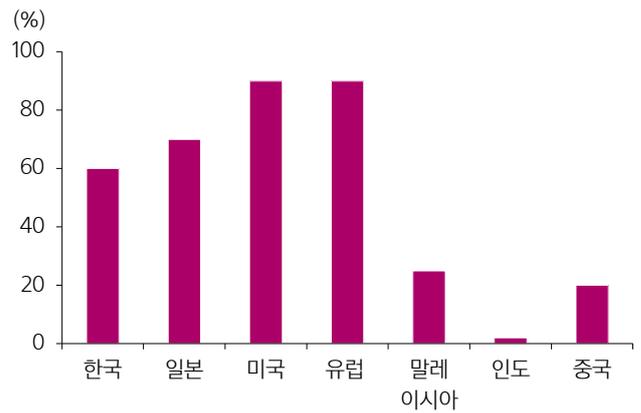
자료: Techsci Research, 삼성증권 추정

한국산 정수기 말레이시아 수출 추이



자료: 한국무역협회

주요 국가 정수기 보급률



자료: 코트라, 종이강

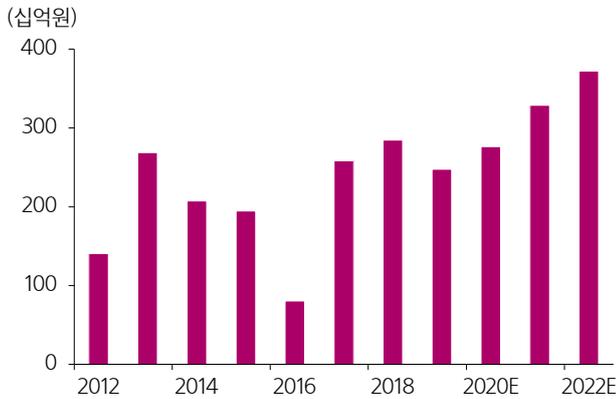
지난 해 동사의 말레이시아 법인 매출액은 전년대비 70.5% 성장하였음. 향후 2021년까지 연평균 31%씩 성장하여, 전사 매출에서 차지하는 비중이 22%까지 상승할 것으로 기대됨. 현재 대다수의 렌탈 품목은 정수기에 편중되어 있으나, 향후 한국과 마찬가지로 카테고리 다양화를 통해 매출 및 계정 수 증가를 꾀할 계획. 국내에서의 렌탈 사업 노하우를 바탕으로 현지에서 소비자들의 신뢰도를 높여나가고 있음.

배당주로서의 면모 부각

렌탈사업의 강점은 안정적인 사업모델을 바탕으로 우수한 현금흐름을 창출한다는 데에 있음. 계약 초기에는 제품의 제조원가, 판매수수료 등이 일시에 반영되기 때문에 초기 투자 비용이 많이 투입되어 현금흐름이 악화되지만, 이후 일정 규모 이상의 가입자 기반이 형성되어 매달 렌탈료가 유입되면, 3~4년 이후에는 손익분기점을 넘어서고, 안정적인 현금흐름을 창출하는 구조.

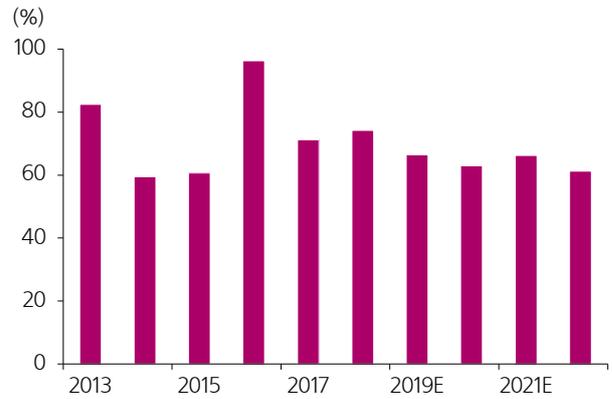
당사는 향후 3년간 EPS가 연평균 11%씩 증가할 것으로 전망하고, 이에 따라 2021년 배당성향은 67%에 이를 것으로 전망. 이는 현 주가 수준 대비 5.5%의 배당수익률을 기대할 수 있음을 의미. 최대주주 변경에 따른 배당정책의 변화가 수반될 수 있으나, 앞서 언급한 것처럼 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 최대주주의 변화에 크게 구애받지 않기 때문에, 당사는 현재의 고 배당정책을 유지해나갈 것으로 판단.

잉여현금흐름 (Free Cash Flow) 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

배당성향 추이



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,517	2,707	3,028	3,274	3,532
매출원가	798	878	1,001	1,067	1,143
매출총이익	1,718	1,829	2,026	2,208	2,390
(매출총이익률, %)	68.3	67.6	66.9	67.4	67.7
판매 및 일반관리비	1,246	1,309	1,476	1,600	1,719
영업이익	473	520	550	607	671
(영업이익률, %)	18.8	19.2	18.2	18.5	19.0
영업외손익	(33)	(51)	(24)	(26)	(29)
금융수익	1	1	8	9	10
금융비용	12	18	26	25	25
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(22)	(35)	(7)	(9)	(14)
세전이익	440	469	526	581	642
법인세	114	119	131	140	154
(법인세율, %)	26.0	25.3	24.9	24.0	24.0
계속사업이익	326	350	395	442	488
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	326	350	395	442	488
(순이익률, %)	12.9	12.9	13.0	13.5	13.8
지배주주순이익	326	350	394	442	489
비지배주주순이익	(0)	(0)	1	(0)	(1)
EBITDA	708	775	826	921	1,023
(EBITDA 이익률, %)	28.1	28.6	27.3	28.1	29.0
EPS (지배주주)	4,328	4,735	5,345	5,988	6,625
EPS (연결기준)	4,321	4,730	5,353	5,986	6,611
수정 EPS (원)*	4,328	4,735	5,121	5,935	6,543

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	554	539	661	729	795
당기순이익	326	350	395	442	488
현금유출입이없는 비용 및 수익	476	541	421	479	513
유형자산 감가상각비	227	247	268	306	344
무형자산 상각비	8	9	8	8	9
기타	241	286	145	165	161
영업활동 자산부채 변동	(148)	(237)	3	(41)	(40)
투자활동에서의 현금흐름	(290)	(394)	(430)	(461)	(490)
유형자산 증감	(323)	(388)	(427)	(460)	(490)
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)	(2)	7	13
기초현금	66	110	69	67	74
기말현금	110	69	67	74	87
Gross cash flow	802	891	816	921	1,001
Free cash flow	217	139	234	269	306

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 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	849	907	972
현금 및 현금등가물	110	69	67	74	87
매출채권	315	302	333	362	391
재고자산	75	103	98	109	122
기타	292	370	350	361	372
비유동자산	1,367	1,535	1,746	1,917	2,096
투자자산	56	58	57	57	58
유형자산	712	781	931	1,076	1,214
무형자산	184	160	162	162	162
기타	415	536	596	622	663
자산총계	2,159	2,379	2,594	2,824	3,068
유동부채	1,125	1,234	1,281	1,336	1,388
매입채무	54	62	71	74	81
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	1,342	1,396	1,448
지배주주지분	982	1,088	1,252	1,428	1,621
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
이익잉여금	963	967	1,131	1,307	1,500
기타	(151)	(49)	(49)	(49)	(49)
비지배주주지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	982	1,088	1,252	1,428	1,621
순부채	513	567	600	626	647

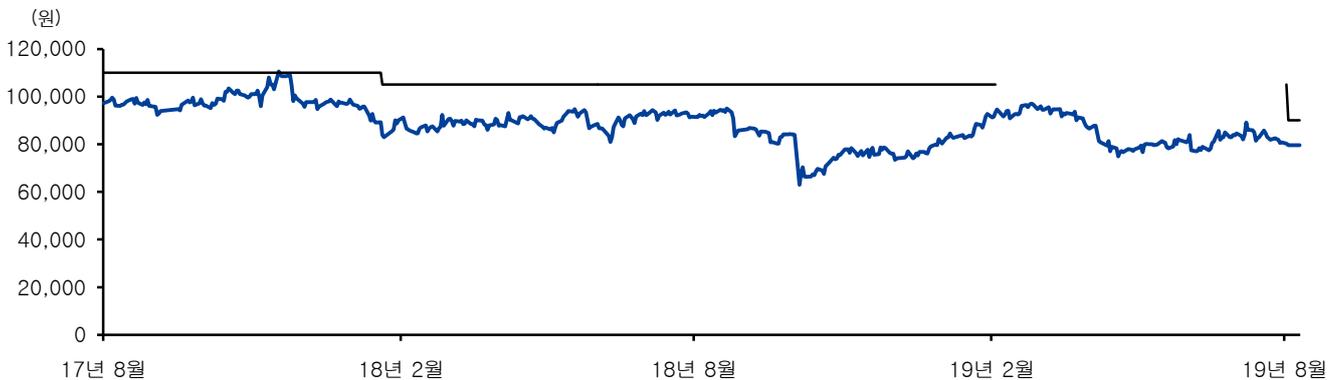
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	5.9	7.6	11.8	8.2	7.9
영업이익	39.5	10.0	5.8	10.4	10.4
순이익	33.8	7.4	12.9	11.8	10.4
수정 EPS**	36.6	9.4	8.1	15.9	10.2
주당지표					
EPS (지배주주)	4,328	4,735	5,345	5,988	6,625
EPS (연결기준)	4,321	4,730	5,353	5,986	6,611
수정 EPS**	4,328	4,735	5,121	5,935	6,543
BPS	13,619	15,074	17,339	19,777	22,446
DPS (보통주)	3,200	3,600	3,600	4,000	4,400
Valuations (배)					
P/E***	18.4	16.8	15.5	13.4	12.2
P/B***	5.8	5.3	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	9.0	8.3	7.8	7.1	6.4
비율					
ROE (%)	30.1	33.8	33.7	33.0	32.1
ROA (%)	15.8	15.4	15.9	16.3	16.6
ROIC (%)	24.6	25.1	24.1	23.8	23.8
배당성향 (%)	71.2	74.2	65.9	65.4	65.0
배당수익률 (보통주, %)	4.0	4.5	4.5	5.0	5.5
순부채비율 (%)	52.2	52.1	47.9	43.8	40.0
이자보상배율 (배)	38.3	29.2	31.3	38.2	39.3

Compliance notice

- 당사는 8월 27일 현재 지난 6개월 간 웅진코웨이의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 27일 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 리서치센터가 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 투자이전 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

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

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 HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)