



KB증권



더 많은 리포트 보기

웅진코웨이 (021240)

3Q19에 또다시 사상 최대 분기 실적 경신

2019년 11월 6일

유통/화장품 Analyst 박신애

연구원 이동현

02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

02-6114-2920 donghyunlee@kbfq.com

4년간의 매각 불확실성 해소 기대, 조정 시 매수 방식의 접근 추천

투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 110,000원으로 5% 상향한다 (2020E EPS를 6% 상향조정함). 지난 10월 14일에 넷마블이 웅진코웨이 매각의 우선협상대상자로 선정되면서, 4년간의 매각 불확실성이 해소될 전망이다. 두 회사 간 단기적 시너지는 제한적이지만, 재무구조가 안정적인 새로운 주인을 만나 기존 사업의 흔들림 없이 장기적인 성장 전략을 수립할 것으로 기대된다. 다만 우선협상대상자 발표 이후 주가가 16% 상승한 가운데, 매각 절차가 마무리될 때까지 주가는 당분간 관망세를 보일 것으로 전망된다. 피인수 이후의 사업 방향성, 배당성향 지속 여부, MBK파트너스 (PEF)가 모회사였을 때만큼 수익성이 철저히 관리될지 등에 대한 궁금증이 존재한다. 조정 시 매수 방식의 접근을 추천한다.

3Q19 매출액 +13%, 영업이익 +8% 기록하면서 컨센서스 부합, 렌탈 신규 판매 21% YoY 증가

3Q19 연결 실적은 매출액 7,596억원 (+13% YoY), 영업이익 1,403억원 (+8% YoY)을 나타내면서 사상 최대 분기 매출액 및 영업이익을 달성했다 (컨센서스와 KB증권 추정치에 부합). ▲**별도** 매출액 6,510억원 (+9% YoY), 영업이익 1,392억원 (+15% YoY)을 나타냈다. 로열티 30억원이 2Q부터 지급되기 시작했으나 (별도 매출의 0.5%), 매출 호조와 광고선전비 효율화에 힘입어 영업이익률이 1.1%p YoY 개선됐다. ① **국내 렌탈** 매출액이 4% 성장하고, 금융리스 매출이 61% 성장했다. 계절적 비수기임에도 불구하고 정수기, 의류청정기, 전기레인지 판매가 호조를 보이면서 렌탈 신규 판매가 38.9만계정 (+21% YoY)을 기록했다. 웅진렌탈 인수로 7.4만 계정이 새로 유입된 가운데, 해약률이 0.97%로 안정적으로 유지되고, 만기도래 계정도 5.1만 계정으로 낮은 수준을 나타내면서 순증 17.8만 계정을 달성했다. ▲**해외** 환경가전 4개 법인의 합산 매출액은 1,624억원 (+38% YoY), 합산 영업이익은 125억원 (-28% YoY)을 나타냈다. ② **말레이시아** 매출은 45% 성장했으나, 영업이익은 17% 감소했다. 지난 1월~9월 동안 해약된 계정들에 대한 손실 90억원이 일시에 반영되면서 영업이익률이 10.6%로 7.8%p YoY 악화됐다. ③ **미국** 법인 매출액은 7% 성장하고, 영업적자 9억원을 기록했다. 매출의 35%를 차지하는 시판 (아마존向) 매출 성장률이 3분기에 다소 둔화된 것으로 파악된다.

Buy 유지

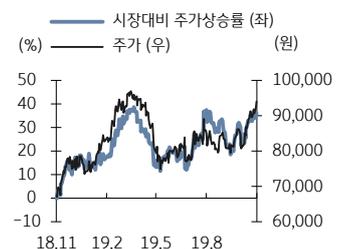
목표주가 (상향, 원)	110,000
Upside / Downside (%)	16.9
현재가 (11/5, 원)	94,100
Consensus Target Price (원)	107,500
시가총액 (조원)	6.9

Trading Data	
Free float (%)	72.7
거래대금 (3M, 십억원)	15.4
외국인 지분율 (%)	59.3
주요주주 지분율 (%)	웅진생크빅 외 8 인 25.2
	국민연금공단 9.2

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	9.5	16.5	41.5
시장대비 상대수익률	3.1	-0.5	19.4	37.2

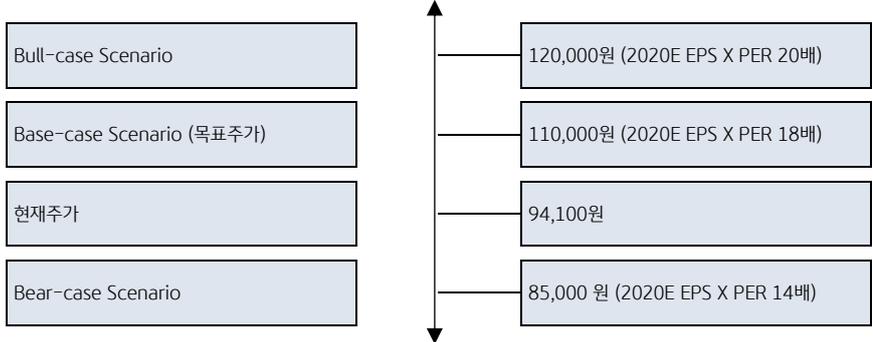
Forecast earnings & valuation

결산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	2,707	3,039	3,344	3,576
영업이익 (십억원)	520	555	619	660
지배주주순이익 (십억원)	350	413	440	470
EPS (원)	4,735	5,603	5,957	6,370
증감률 (%)	9.4	18.3	6.3	6.9
PER (X)	15.6	16.8	15.8	14.8
EV/EBITDA (X)	7.8	8.7	7.9	7.4
PBR (X)	5.0	5.7	4.9	4.2
ROE (%)	33.8	35.8	33.2	30.5
배당수익률 (%)	4.9	2.6	3.6	3.8



자료: 웅진코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR +6%
- 2) 해외 합산 매출액 향후 2년 CAGR +18%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR이 +6%를 상회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 2년 CAGR이 +18%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 2년 CAGR이 +6%를 하회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +18%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,019.2	3,271.1	3,038.6	3,344.5	0.6	2.2
영업이익	551.5	585.3	554.6	619.3	0.6	5.8
순이익 (지배)	399.3	414.1	413.5	439.6	3.5	6.2

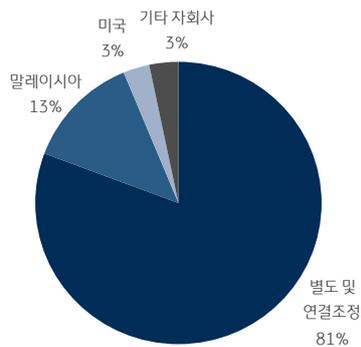
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,038.6	3,344.5	3,012.3	3,286.3	0.9	1.8
영업이익	554.6	619.3	553.0	605.3	0.3	2.3
순이익 (지배)	413.5	439.6	403.7	437.3	2.4	0.5

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 웅진코웨이, KB증권 정리

주: 2018년 기준

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd PER	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd PBR	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
웅진코웨이	6,944.5	15.9	4.4	5.0	31.2	8.1	4.3
아모레퍼시픽	11,808.6	34.1	21.1	2.9	8.4	14.1	14.6
LG 생활건강	19,647.7	25.3	9.8	4.6	18.2	12.9	9.4

자료: KB증권 추정치 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

PER 밸류에이션

2) 목표주가 산정:

2020E EPS에 목표 PER 멀티플 18배 (=2016~2018년 PER 평균치를 20% 할인)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

120,000원 ~ 85,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2020E Implied PER 18.0배, PBR 5.6배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2019E	2020E
금리 1%p 상승 시	-0.9	-0.7
환율 1%p 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 웅진코웨이: 연결 기준 3Q19 실적

(십억원)	3Q19	3Q18	YoY (%)	2Q19	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	759.6	669.8	13.4	755.5	0.5	744.7	2.0	751.9	1.0
영업이익	140.3	130.4	7.6	138.2	1.5	141.8	-1.1	141.5	-0.9
세전이익	152.3	118.2	28.8	136.8	11.3	134.0	13.6	135.1	12.7
순이익	110.8	94.3	17.4	101.9	8.7	99.0	11.8	100.1	10.6
영업이익률 (%)	18.5	19.5		18.3		19.0		18.8	
세전이익률 (%)	20.0	17.6		18.1		18.0		18.0	
순이익률 (%)	14.6	14.1		13.5		13.3		13.3	

자료: 웅진코웨이, FnGuide, KB증권 정리

표 2. 웅진코웨이: PER Valuation

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결 EPS (원)	3,324	4,521	4,852	5,728	6,091	6,513
적용 PER (X)				18.0	18.0	18.0
적정주당가치 (원)				103,000	110,000	117,000
상승여력 (%)				9.6	16.5	24.6
목표주가 (원)	110,000					
2020E EPS (원)				6,091		
Target PER (X)				18.0		
현재주가 (원)				94,100		(2019.11.05)
상승여력 (%)				16.9		
목표주가의 해당 연도 PER (X)				19.2	18.1	16.9
현재주가의 해당 연도 PER (X)				16.4	15.4	14.4

자료: KB증권 추정

주: 목표 PER 18배는 지난 3년 (2016~2018) 평균 PER 22배를 20% 할인한 수치

표 3. 웅진코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	3,019.2	3,271.1	3,482.2	3,038.6	3,344.5	3,576.1	0.6	2.2	2.7
영업이익	551.5	585.3	616.8	554.6	619.3	660.3	0.6	5.8	7.0
세전이익	538.1	559.1	590.7	559.9	593.5	634.7	4.1	6.2	7.5
순이익 (지배)	399.3	414.1	437.5	413.5	439.6	470.1	3.5	6.2	7.5
EPS (원)	5,410.6	5,611.7	6,061.5	5,602.6	5,957.3	6,513.3	3.5	6.2	7.5
YoY (%)									
매출액	11.5	8.3	6.5	12.2	10.1	6.9			
영업이익	6.1	6.1	5.4	6.7	11.7	6.6			
세전이익	14.8	3.9	5.6	19.5	6.0	6.9			
순이익 (지배)	14.0	3.7	5.6	18.1	6.3	6.9			
EPS	14.0	3.7	8.0	18.1	6.3	9.3			
영업이익률 (%)	18.3	17.9	17.7	18.3	18.5	18.5			
세전이익률 (%)	17.8	17.1	17.0	18.4	17.7	17.7			
순이익률 (지배, %)	13.2	12.7	12.6	13.6	13.1	13.1			

자료: 웅진코웨이, KB증권 추정

주: 2019년 7월 31일 추정치 대비 변경 내역임

표 4. 웅진코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	709.3	755.5	759.6	814.3	784.8	834.3	845.4	880.0	2,516.8	2,707.3	3,038.6	3,344.5	3,576.1
별도 법인	606.6	635.2	651.0	685.3	657.6	683.8	691.8	719.0	2,320.5	2,395.5	2,578.1	2,752.2	2,880.0
말레이시아	112.5	127.6	133.6	140.1	139.5	158.2	165.7	173.8	207.5	353.4	513.8	637.1	745.5
미국	20.9	23.6	22.5	28.1	23.4	26.4	25.9	30.3	65.0	80.5	95.1	106.0	114.5
기타 자회사	16.7	27.4	24.4	22.1	23.3	28.6	25.6	23.2	64.5	88.5	90.6	100.8	105.3
연결 조정	-47.4	-58.4	-71.9	-61.3	-59.1	-62.8	-63.6	-66.2	-141.4	-210.8	-239.0	-251.7	-269.2
YoY (%)													
연결 매출액	9.5	11.4	13.4	14.4	10.7	10.4	11.3	8.1	5.9	7.6	12.2	10.1	6.9
별도 법인	6.1	6.6	9.3	8.3	8.4	7.6	6.3	4.9	5.3	3.2	7.6	6.8	4.6
말레이시아	71.1	39.3	44.7	35.0	24.0	24.0	24.0	24.0	45.1	70.4	45.4	24.0	17.0
미국	19.1	35.6	6.6	15.0	12.0	12.0	15.0	8.0	8.0	23.7	18.2	11.5	8.0
기타 자회사	-26.5	9.2	18.4	10.0	39.7	4.5	5.1	4.9	15.4	37.3	2.4	11.2	4.5
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
비중 (%)													
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	85.5	84.1	85.7	84.2	83.8	82.0	81.8	81.7	92.2	88.5	84.8	82.3	80.5
말레이시아	15.9	16.9	17.6	17.2	17.8	19.0	19.6	19.7	8.2	13.1	16.9	19.1	20.8
미국	2.9	3.1	3.0	3.4	3.0	3.2	3.1	3.4	2.6	3.0	3.1	3.2	3.2
기타 자회사	2.4	3.6	3.2	2.7	3.0	3.4	3.0	2.6	2.6	3.3	3.0	3.0	2.9
연결 조정	-6.7	-7.7	-9.5	-7.5	-7.5	-7.5	-7.5	-7.5	-5.6	-7.8	-7.9	-7.5	-7.5
연결 영업이익	135.2	138.2	140.3	141.0	147.5	156.1	166.1	149.6	472.7	519.8	554.6	619.3	660.3
별도 법인	122.4	110.8	139.2	123.4	130.2	136.1	145.3	127.3	478.4	477.2	495.7	538.8	563.8
말레이시아	19.1	22.1	14.2	21.0	20.6	23.4	24.5	25.7	17.5	62.3	76.4	94.3	108.8
미국	0.8	0.4	-0.9	1.5	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5	3.1	1.8	2.7	4.0
기타 자회사	-2.8	1.3	0.0	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-3.7	-8.2	-2.1	-0.6	0.5
연결 조정	-4.3	3.7	-12.2	-4.4	-3.8	-4.0	-4.3	-3.8	-20.0	-14.6	-17.2	-15.9	-16.9
YoY (%)													
연결 영업이익	2.9	6.9	7.6	9.4	9.1	12.9	18.4	6.1	39.5	10.0	6.7	11.7	6.6
별도 법인	-0.6	-7.6	15.4	8.5	6.4	22.9	4.4	3.2	29.8	-0.2	3.9	8.7	4.6
말레이시아	107.6	39.0	-16.5	4.1	8.1	6.0	72.7	22.3	161.2	256.0	22.7	23.4	15.4
미국	33.3	흑전	적전	18.7	-26.9	65.2	흑전	-50.9		520.0	-40.5	43.8	51.2
기타 자회사	적지	흑전	-100.0	적지	적지	적전	N/A	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
연결 조정	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)													
연결 영업이익	19.1	18.3	18.5	17.3	18.8	18.7	19.6	17.0	18.8	19.2	18.3	18.5	18.5
별도 법인	20.2	17.4	21.4	18.0	19.8	19.9	21.0	17.7	20.6	19.9	19.2	19.6	19.6
말레이시아	17.0	17.3	10.6	15.0	14.8	14.8	14.8	14.8	8.4	17.6	14.9	14.8	14.6
미국	3.8	1.7	-4.0	5.5	2.5	2.5	2.5	2.5	0.8	3.9	1.9	2.5	3.5
기타 자회사	-16.8	4.7	0.0	-2.6	-0.7	-0.2	-0.5	-1.1	-5.7	-9.3	-2.3	-0.6	0.5
연결 조정	9.1	-6.3	17.0	7.1	6.4	6.4	6.7	5.8	14.1	6.9	7.2	6.3	6.3
비중 (%)													
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	90.5	80.1	99.2	87.5	88.3	87.2	87.5	85.0	101.2	91.8	89.4	87.0	85.4
말레이시아	14.1	16.0	10.1	14.9	14.0	15.0	14.8	17.2	3.7	12.0	13.8	15.2	16.5
미국	0.6	0.3	-0.6	1.1	0.4	0.4	0.4	0.5	0.1	0.6	0.3	0.4	0.6
기타 자회사	-2.1	0.9	0.0	-0.4	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.8	-1.6	-0.4	-0.1	0.1
매출총이익	476.4	506.4	509.0	528.2	524.8	556.8	563.9	568.1	1,718.3	1,829.1	2,020.0	2,213.6	2,363.3
세전이익	135.5	136.8	152.3	135.3	141.0	149.7	159.6	143.2	439.9	468.6	559.9	593.5	634.7
순이익(지배)	100.5	101.9	110.8	100.3	104.5	110.9	118.2	106.1	326.1	350.2	413.5	439.6	470.1
EBITDA	206.3	212.2	210.7	207.2	218.9	227.5	237.5	221.1	708.3	775.4	836.3	905.0	949.0
YoY (%)													
매출총이익	6.8	10.1	11.7	13.0	10.2	9.9	10.8	7.6	9.9	6.4	10.4	9.6	6.8
세전이익	6.1	11.5	28.8	35.5	4.1	9.4	4.8	5.8	35.9	6.5	19.5	6.0	6.9
순이익(지배)	5.4	12.3	17.4	43.7	4.0	8.7	6.7	5.8	33.8	7.4	18.1	6.3	6.9
EBITDA	7.0	10.4	8.1	6.0	6.1	7.2	12.7	6.7	23.8	9.5	7.9	8.2	4.9
매출총이익률 (%)	67.2	67.0	67.0	64.9	66.9	66.7	66.7	64.6	68.3	67.6	66.5	66.2	66.1
세전이익률 (%)	19.1	18.1	20.0	16.6	18.0	17.9	18.9	16.3	17.5	17.3	18.4	17.7	17.7
순이익률(지배) (%)	14.2	13.5	14.6	12.3	13.3	13.3	14.0	12.1	13.0	12.9	13.6	13.1	13.1
EBITDA 마진 (%)	29.1	28.1	27.7	25.4	27.9	27.3	28.1	25.1	28.1	28.6	27.5	27.1	26.5

자료: 웅진코웨이, KB증권 추정

표 5. 웅진코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
별도 매출액	606.6	635.2	651.0	685.3	657.6	683.8	691.8	719.0	2,320.5	2,395.5	2,578.1	2,752.2	2,880.0
국내 환경가전	517.6	532.7	534.5	558.1	557.7	570.7	564.8	580.5	1,981.0	2,017.5	2,142.9	2,273.8	2,358.9
렌탈	384.7	391.7	396.7	419.5	415.1	423.4	420.4	435.6	1,506.0	1,527.7	1,592.6	1,694.4	1,754.5
홈케어	56.3	67.6	72.9	67.7	67.6	74.4	80.2	74.5	122.8	185.1	264.6	296.7	320.4
멤버십	27.9	27.0	26.7	25.6	24.9	25.0	24.8	23.8	144.7	121.2	107.2	98.6	95.1
일시불	45.6	43.5	35.5	42.2	47.2	45.1	36.7	43.7	192.2	170.8	166.9	172.8	178.0
기타	3.0	2.9	2.7	3.0	2.9	2.8	2.6	2.9	15.2	12.8	11.6	11.3	11.0
수출	70.1	83.8	97.9	108.0	80.6	93.9	108.1	118.9	259.7	302.5	359.8	401.6	442.6
화장품	18.9	18.8	18.5	19.2	19.3	19.2	18.9	19.5	79.7	75.5	75.4	76.9	78.4
YoY (%)													
별도 매출액	6.1	6.6	9.3	8.3	8.4	7.6	6.3	4.9	5.3	3.2	7.6	6.8	4.6
국내 환경가전	4.2	5.4	7.3	7.8	7.8	7.1	5.7	4.0	3.6	1.8	6.2	6.1	3.7
렌탈	1.6	2.3	3.8	9.2	7.9	8.1	6.0	3.8	0.9	1.4	4.3	6.4	3.5
홈케어	45.9	65.5	61.4	12.0	20.0	10.0	10.0	10.0	16.5	50.7	42.9	12.1	8.0
멤버십	-13.5	-13.3	-9.1	-9.9	-10.7	-7.1	-7.1	-7.1	-13.6	-16.3	-11.5	-8.0	-3.6
일시불	4.0	-7.9	-7.2	2.0	3.5	3.5	3.5	3.5	-1.8	-11.2	-2.3	3.5	3.0
기타	-6.0	-14.8	-8.9	-5.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-18.6	-15.8	-8.8	-3.0	-3.0
수출	29.1	16.6	22.5	12.1	15.0	12.2	10.4	10.1	19.7	16.5	19.0	11.6	10.2
화장품	-8.1	1.0	5.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	7.4	-5.3	-0.1	2.0	2.0
비중 (%)													
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	85.3	83.9	82.1	81.4	84.8	83.5	81.6	80.7	85.4	84.2	83.1	82.6	81.9
렌탈	63.4	61.7	60.9	61.2	63.1	61.9	60.8	60.6	64.9	63.8	61.8	61.6	60.9
홈케어	9.3	10.6	11.2	9.9	10.3	10.9	11.6	10.4	5.3	7.7	10.3	10.8	11.1
멤버십	4.6	4.2	4.1	3.7	3.8	3.7	3.6	3.3	6.2	5.1	4.2	3.6	3.3
일시불	7.5	6.9	5.5	6.2	7.2	6.6	5.3	6.1	8.3	7.1	6.5	6.3	6.2
기타	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
수출	11.6	13.2	15.0	15.8	12.3	13.7	15.6	16.5	11.2	12.6	14.0	14.6	15.4
화장품	3.1	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	3.4	3.2	2.9	2.8	2.7
별도 영업이익	122.4	110.8	139.2	123.4	130.2	136.1	145.3	127.3	478.4	477.2	495.7	538.8	563.8
YoY (%)	-0.6	-7.6	15.4	8.5	6.4	22.9	4.4	3.2	29.8	-0.2	3.9	8.7	4.6
OPM (%)	20.2	17.4	21.4	18.0	19.8	19.9	21.0	17.7	20.6	19.9	19.2	19.6	19.6
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,349.8	5,458.3	5,635.8	5,758.4	5,830.7	5,894.4	5,944.1	5,995.6	4,969.9	5,229.8	5,758.4	5,995.6	6,245.4
신규 판매 (천대)	408.3	416.9	388.7	391.2	416.5	425.2	396.5	410.7	1,381.7	1,450.0	1,605.1	1,648.9	1,681.9
해약 (천대)	159.5	162.7	160.0	169.1	173.9	176.1	178.0	179.5	625.4	644.5	651.2	707.5	731.6
만기도래 (천계정)	128.8	145.7	51.2	99.5	170.3	185.4	168.8	179.7	635.9	545.7	425.3	704.3	700.4
ARPU (월평균) (원)	27,792	28,331	28,218	28,510	27,764	28,302	28,190	28,482	27,646	27,988	28,170	28,233	28,251
해약률 (월평균) (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
만기도래 비중 (%)	40.7	39.3	16.5	30.0	50.0	50.0	50.0	50.0	52.2	46.8	32.0	50.0	50.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	644.9	628.4	604.8	576.4	599.8	584.4	562.5	536.1	778.4	670.3	576.4	536.1	520.0
ARPU (월평균) (원)	14,130	14,116	14,458	14,457	14,116	14,102	14,443	14,442	14,776	13,941	14,330	14,771	15,001
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	58.8	49.3	43.6	50.9	60.3	50.5	44.7	52.2	250.6	197.2	202.6	207.7	211.9
ARPU (원)	776,074	882,868	814,307	828,721	783,835	891,697	822,450	837,009	767,223	866,032	823,524	831,759	840,076
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	10.4	11.1	21.2	12.4	13.1	13.1	24.4	14.0	43.5	48.8	55.1	64.6	70.8

자료: 웅진코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	2,517	2,707	3,039	3,344	3,576
매출원가	798	878	1,019	1,131	1,213
매출총이익	1,718	1,829	2,020	2,214	2,363
판매비와관리비	1,246	1,309	1,465	1,594	1,703
영업이익	473	520	555	619	660
EBITDA	708	775	836	905	949
영업외손익	-33	-51	5	-26	-26
이자수익	1	1	1	3	3
이자비용	12	18	20	20	21
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-22	-35	24	-8	-8
세전이익	440	469	560	594	635
법인세비용	114	119	147	154	165
당기순이익	326	350	413	439	470
지배주주순이익	326	350	413	440	470
수정순이익	326	350	413	440	470

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	5.9	7.6	12.2	10.1	6.9
영업이익 성장률	39.5	10.0	6.7	11.7	6.6
EBITDA 성장률	23.8	9.5	7.9	8.2	4.9
지배기업순이익 성장률	33.8	7.4	18.1	6.3	6.9
매출총이익률	68.3	67.6	66.5	66.2	66.1
영업이익률	18.8	19.2	18.3	18.5	18.5
EBITDA이익률	28.1	28.6	27.5	27.1	26.5
세전이익률	17.5	17.3	18.4	17.8	17.8
당기순이익률	12.9	12.9	13.6	13.1	13.1

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	554	539	655	541	571
당기순이익	326	350	413	439	470
유무형자산상각비	236	256	282	286	289
기타비현금손익 조정	241	286	232	154	165
운전자본증감	-148	-237	-116	-184	-187
매출채권감소 (증가)	-59	20	19	-30	-33
재고자산감소 (증가)	-6	-26	-9	-11	-12
매입채무증가 (감소)	21	-3	-8	2	2
기타영업현금흐름	-100	-116	-156	-154	-165
투자활동 현금흐름	-290	-394	-256	-326	-328
유형자산투자감소 (증가)	-323	-388	-293	-300	-300
무형자산투자감소 (증가)	-8	-6	-9	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-1	-1	0	0
기타투자현금흐름	1	2	24	0	0
재무활동 현금흐름	-218	-187	-157	-134	-130
금융부채 증감	330	59	5	13	15
자본의 증감	-127	3	2	0	0
배당금 당기지급액	-409	-231	-202	-173	-188
기타재무현금흐름	-12	-18	38	26	42
기타현금흐름	-2	0	1	0	0
현금의 증가 (감소)	44	-41	243	80	113
기말현금	110	69	312	392	506
잉여현금흐름 (FCF)	230	152	361	241	271
순현금흐름	-303	-54	262	83	116
순현금 (순차입금)	-513	-567	-305	-222	-106

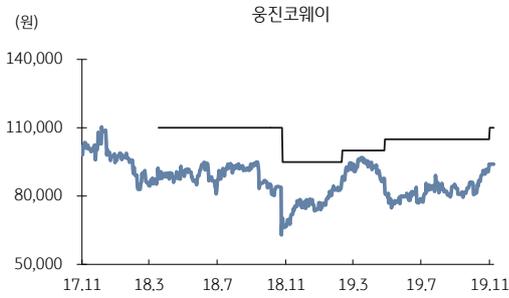
자료: 웅진코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	2,159	2,379	2,790	2,965	3,176
유동자산	791	844	1,149	1,299	1,489
현금 및 현금성자산	110	69	312	392	506
단기금융자산	60	107	160	176	194
매출채권	315	302	296	325	358
재고자산	75	103	113	125	137
기타유동자산	232	255	267	281	295
비유동자산	1,367	1,535	1,641	1,665	1,687
투자자산	89	82	42	42	42
유형자산	712	781	803	827	848
무형자산	184	160	160	160	161
기타비유동자산	381	506	601	601	601
부채총계	1,177	1,291	1,571	1,538	1,525
유동부채	1,125	1,234	1,456	1,441	1,428
매입채무	54	62	64	66	68
단기금융부채	670	732	754	769	784
기타유동부채	361	440	638	606	576
비유동부채	52	57	115	97	97
장기금융부채	13	11	24	22	22
기타비유동부채	21	30	30	30	30
자본총계	982	1,088	1,219	1,427	1,651
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	132	132	132
기타자본항목	-146	-45	-51	-51	-51
기타포괄손익누계액	-5	-4	0	0	0
이익잉여금	963	967	1,097	1,305	1,530
지배자본 계	982	1,088	1,219	1,428	1,653
비지배자본	0	0	-1	-1	-2

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	22.6	15.6	16.8	15.8	14.8
PBR	7.4	5.0	5.7	4.9	4.2
PSR	2.9	2.0	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.0	7.8	8.7	7.9	7.4
EV/EBIT	16.5	11.6	13.1	11.6	10.7
배당수익률	3.3	4.9	2.6	3.6	3.8
EPS	4,328	4,735	5,603	5,957	6,370
BPS	13,128	14,744	16,524	19,350	22,393
SPS (주당매출액)	33,402	36,604	41,174	45,318	48,457
DPS (주당배당금)	3,200	3,600	2,400	3,400	3,600
배당성향 (%)	71.2	74.2	41.9	55.9	55.3
수익성지표					
ROE	30.1	33.8	35.8	33.2	30.5
ROA	15.8	15.4	16.0	15.3	15.3
ROIC	25.6	26.0	26.8	29.9	29.8
안정성지표					
부채비율	119.8	118.7	128.9	107.8	92.4
순차입비율	52.2	52.1	25.0	15.6	6.4
유동비율	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
이자보상배율 (배)	38.3	29.2	28.1	30.4	31.8
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	8.3	8.8	10.2	10.8	10.5
재고자산회전율	34.7	30.5	28.1	28.1	27.4

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



웅진코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-03-21	Buy	110,000	-17.91	-13.64
18-09-21	6개월 경과 이후	110,000	-25.26	-21.09
18-10-31	Buy	95,000	-19.55	-8.95
19-02-15	Buy	100,000	-7.45	-3.00
19-05-02	Buy	105,000	-21.76	-12.57
19-11-02	6개월 경과 이후	105,000	-11.19	-10.38
19-11-06	Buy	110,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [웅진코웨이]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자자금 비율 (2019. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
76.0	24.0	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.