

웅진코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (D)
목표주가	100,000원 (D)
현재주가 (2/14)	90,400원
상승여력	11%

시가총액	66,715억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	443억원
60일 평균 거래량	477,629주
52주 고	97,000원
52주 저	74,900원
외인지분율	60.92%
주요주주	넷마블 외 3인 25.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.6)	(1.7)	4.5
상대	(2.8)	(6.3)	3.7
절대(달려환산)	(4.8)	(2.8)	(0.6)

4Q 리뷰 : 우려가 현실로...

4Q19 Review : 또 다시 총당금

4분기 연결매출액은 7,946억원(+11.7% YoY), 영업이익 446억원(-65.4% YoY)을 기록해 컨센서스(1,390억원)을 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록했다. 지난 2분기 반영했던 퇴직 CS닥터 관련 총당금과는 별개로 노조 이슈에 따른 현직 CS닥터 관련 총당금 770억원을 추가로 반영하였기 때문이다.

총당금 외에도 CS닥터의 파업에 따라 설치/AS 등이 지연되며, 렌탈 순주문 감소 및 해약을 증가(4Q19 1.04%)에 따라 렌탈 계정 순증은 5.2만 계정(-4.0% YoY) 수준에 불과했다.

말레이시아법인 매출액 1,526억원(+47.0% YoY), 영업이익 202억원(-0.1% YoY)을 기록했다. 전분기 대비 말련 계정 수가 10.7만개 순증하여, 매출 성장을 이끌었지만, 회계 기준 변경에 따른 30억원 비용 증가로 영업이익은 전년과 유사한 수준을 기록했다. 미국법인은 매출액 303억원(+24.1% YoY), 영업이익 30억원(+128.3% YoY)을 기록하며, 고신장 하였다. 이는 성수기를 맞아 시판 공기청정기의 매출 호조에 기인한 것이다.

배당 축소와 CS닥터 이슈, 우려가 현실로...

넷마블로의 매각이 마무리 되면서, 지난 2017년부터 지속되어 왔던 대주주 지분 매각 리스크는 일단락되었다. 문제는 넷마블이 우선협상대상자로 선정되었을 때부터 파생되었던 배당 축소 우려가 현실화되었다는 것이다. 동사는 매각작업이 완료된 상황에서, 배당보다는 재무건전성 확보와 함께 중장기적 성장을 위한 투자를 확대하겠다는 방침이다.

동사는 또한 CS닥터 직접고용을 추진키로 결정했다. 현재 노조와의 세부사항에 대한 협의가 진행 중인 데, 상황에 따라선 당분기 인식한 총당금 외에 추가적인 총당금이 반영될 수 있다. 또한, CS닥터 직접고용에 따른 비용 증가 가능성도 없지는 않아 보이는 상황이다.

배당 축소에 대한 실망감과 CS닥터 직접고용에 따른 불확실성이 동사의 주가에 부담으로 작용할 수 있을 전망이다. 당분간 보수적인 접근이 필요하다 판단되며, 이에 따라 투자 의견을 기존 BUY에서 HOLD로 하향하는 바이다. 또한 목표주기도 기존 11.7만원에서 10만원으로 하향하는 데, 이는 배당 축소에 따라 Target P/E를 기존 20배에서 20% 할인한 16배를 적용하였기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,946	11.7	4.6	7,700	3.2
영업이익	446	-65.4	-68.2	1,390	-67.9
세전계속사업이익	267	-73.2	-82.4		
지배순이익	197	-71.8	-82.3		
영업이익률 (%)	5.6	-12.5 %pt	-12.9 %pt	18.1	-12.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	-7.3 %pt	-12.1 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020F
매출액	25,168	27,073	30,189	33,422
영업이익	4,727	5,198	4,583	5,867
지배순이익	3,261	3,502	3,329	4,396
PER	22.5	18.4	20.6	15.2
PBR	7.2	5.8	6.1	4.2
EV/EBITDA	11.1	9.0	9.5	6.9
ROE	30.1	33.8	30.5	33.1

자료: 유안타증권

[표 1] 웅진코웨이 P/E Valuation

(단위: 억원)

	2020E	2021E	12MF 지배순이익
지배순이익	4,396	4,762	4,457
Target P/E	16		
적정 시가총액	71,313		
발행주식 수	72,427		자사주 제외
적정주가	98,462		

자료: 유안타증권 리서치센터

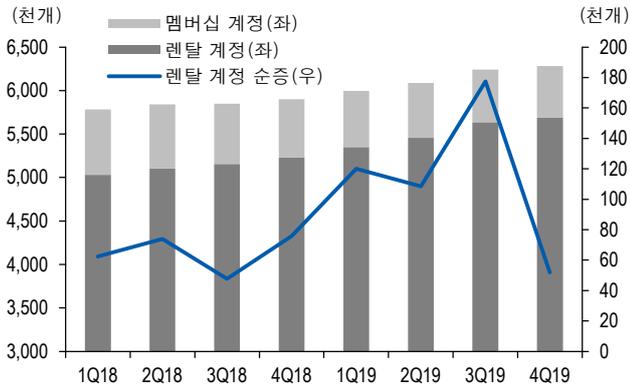
[표 2] 웅진코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
연결 매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	7,893	8,342	8,510	8,678	27,073	30,189	33,422
YoY	9.5%	11.4%	13.4%	11.7%	11.3%	10.4%	12.0%	9.2%	7.6%	11.5%	10.7%
별도 법인											
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	4,052	4,115	4,126	4,116	15,276	15,726	16,408
금융리스	563	676	729	615	732	777	838	707	1,852	2,583	3,055
멤버십	279	270	267	257	251	245	243	234	1,211	1,073	974
일시불	456	435	355	366	516	430	361	361	1,708	1,612	1,668
수출	701	838	979	917	792	947	1,106	1,036	3,024	3,435	3,882
화장품	189	188	185	201	193	192	189	205	755	763	778
기타	30	29	27	30	27	26	24	27	128	116	104
말레이시아	1,125	1,276	1,336	1,526	1,500	1,669	1,707	1,900	3,534	5,263	6,776
미국	209	236	225	303	240	271	259	348	805	973	1,119
연결 영업이익	1,352	1,382	1,403	446	1,388	1,546	1,603	1,330	5,198	4,583	5,867
YoY	2.9%	6.9%	7.6%	-65.4%	2.7%	11.8%	14.3%	198.2%	10.0%	-11.8%	28.0%
말레이시아	191	221	142	202	197	240	270	269	623	756	975
미국	8	4	-9	30	10	5	-10	36	31	33	41
영업이익률	19.1%	18.3%	18.5%	5.6%	17.6%	18.5%	18.8%	15.3%	19.2%	15.2%	17.6%
말레이시아	17.0%	17.3%	10.6%	13.2%	13.1%	14.4%	15.8%	14.1%	17.6%	14.4%	14.4%
미국	3.8%	1.7%	-4.0%	9.9%	4.1%	2.0%	-3.7%	10.2%	3.9%	3.4%	3.7%

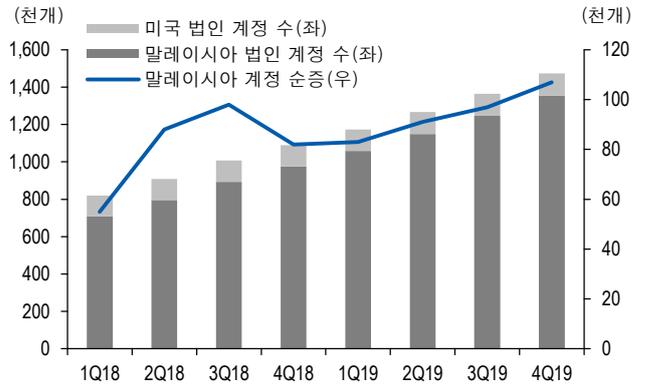
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



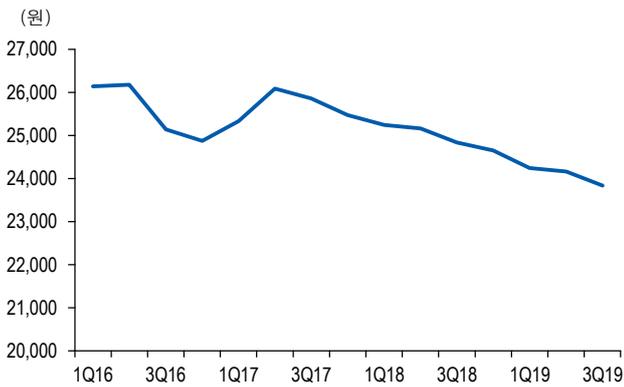
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



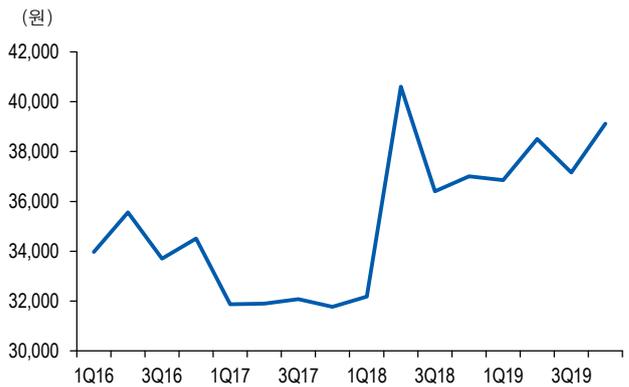
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



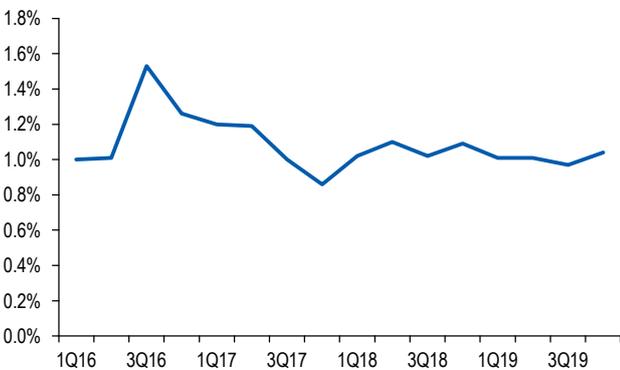
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



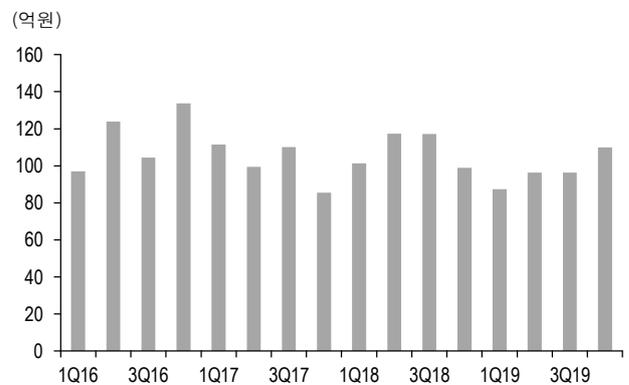
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 해약률 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

웅진코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	25,168	27,073	30,189	33,422	36,151
매출원가	7,985	8,783	10,104	11,029	11,930
매출총이익	17,183	18,291	20,085	22,393	24,221
판매비	12,455	13,092	15,502	16,525	17,890
영업이익	4,727	5,198	4,583	5,867	6,331
EBITDA	7,083	7,754	7,866	10,066	10,495
영업외손익	-329	-513	-69	67	112
외환관련손익	-145	36	224	60	60
이자손익	-114	-166	-212	-193	-148
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-71	-383	-82	200	200
법인세비용차감전순이익	4,399	4,686	4,513	5,935	6,443
법인세비용	1,143	1,188	1,191	1,543	1,675
계속사업순이익	3,256	3,498	3,322	4,392	4,768
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,256	3,498	3,322	4,392	4,768
지배지분순이익	3,261	3,502	3,329	4,396	4,773
포괄순이익	3,325	3,439	3,439	4,664	5,041
지배지분포괄이익	3,330	3,444	3,442	4,664	5,041

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,915	8,437	6,788	10,681	11,118
현금및현금성자산	1,103	694	737	3,457	3,702
매출채권 및 기타채권	3,401	3,256	2,496	3,563	3,826
재고자산	749	1,029	1,135	1,240	1,170
비유동자산	13,674	15,352	19,703	19,504	19,340
유형자산	7,124	7,810	12,397	12,288	12,209
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	562	578	164	164	164
자산총계	21,589	23,789	26,491	30,185	30,459
유동부채	11,248	12,343	14,339	13,367	12,443
매입채무 및 기타채무	2,676	2,732	3,071	3,099	3,174
단기차입금	6,700	7,311	8,611	7,611	6,611
유동성장기부채	0	5	5	5	5
비유동부채	519	569	1,206	1,206	1,206
장기차입금	123	100	96	96	96
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11,766	12,912	15,546	14,574	13,649
지배지분	9,822	10,881	10,951	15,611	16,818
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,293	1,299	1,299	1,299	1,299
이익잉여금	9,630	9,668	9,610	14,006	14,932
비지배지분	1	-4	-5	-8	-9
자본총계	9,823	10,877	10,945	15,611	16,810
순차입금	5,131	5,667	6,117	2,396	1,152
총차입금	6,835	7,428	8,845	7,845	6,845

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,536	5,391	6,464	7,563	8,919
당기순이익	3,256	3,498	3,322	4,392	4,768
감가상각비	2,273	2,468	3,190	4,109	4,079
외환손익	34	29	-210	-60	-60
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,485	-2,365	-1,401	-2,344	-1,318
기타현금흐름	1,457	1,762	1,562	1,466	1,450
투자활동 현금흐름	-2,897	-3,935	-3,777	-3,200	-2,800
투자자산	-11	-11	-5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,368	-4,003	-3,865	-4,000	-4,000
유형자산 감소	136	127	98	0	0
기타현금흐름	346	-48	-6	800	1,200
재무활동 현금흐름	-2,183	-1,868	-1,566	-1,717	-2,447
단기차입금	3,300	600	1,300	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	5	-7	-4	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,092	-2,309	-2,599	-578	-1,303
기타현금흐름	-1,396	-152	-262	-139	-144
연결범위변동 등 기타	-16	2	-1,077	75	-3,427
현금의 증감	440	-409	43	2,721	244
기초 현금	663	1,103	694	737	3,457
기말 현금	1,103	694	737	3,457	3,702
NOPLAT	4,727	5,198	4,583	5,867	6,331
FCF	1,002	68	1,391	2,196	3,531

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

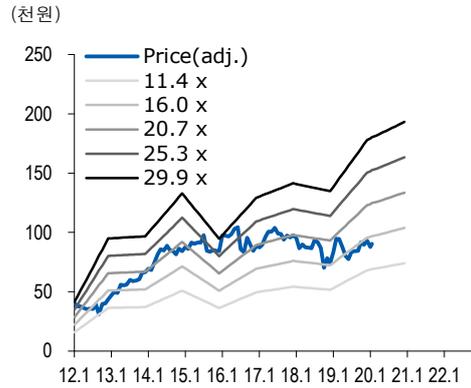
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

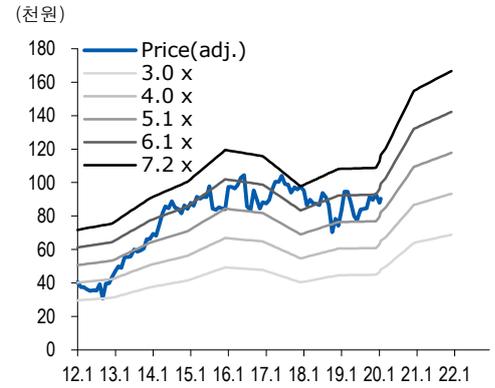
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,328	4,735	4,510	5,957	6,467
BPS	13,619	15,074	15,163	21,582	23,238
EBITDAPS	9,400	10,483	10,659	13,639	14,221
SPS	33,402	36,604	40,907	45,287	48,985
DPS	3,200	3,600	2,400	1,800	2,000
PER	22.5	18.4	20.6	15.2	14.0
PBR	7.2	5.8	6.1	4.2	3.9
EV/EBITDA	11.1	9.0	9.5	6.9	6.5
PSR	2.9	2.4	2.3	2.0	1.8

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	5.9	7.6	11.5	10.7	8.2
영업이익 증가율 (%)	39.5	10.0	-11.8	28.0	7.9
지배순이익 증가율 (%)	33.8	7.4	-5.0	32.1	8.6
매출총이익률 (%)	68.3	67.6	66.5	67.0	67.0
영업이익률 (%)	18.8	19.2	15.2	17.6	17.5
지배순이익률 (%)	13.0	12.9	11.0	13.2	13.2
EBITDA 마진 (%)	28.1	28.6	26.1	30.1	29.0
ROIC	33.2	35.8	28.6	33.4	34.8
ROA	15.8	15.4	13.2	15.5	15.7
ROE	30.1	33.8	30.5	33.1	29.4
부채비율 (%)	119.8	118.7	142.0	93.4	81.2
순차입금/자기자본 (%)	52.2	52.1	55.9	15.3	6.8
영업이익/금융비용 (배)	38.3	29.2	20.4	24.9	30.5

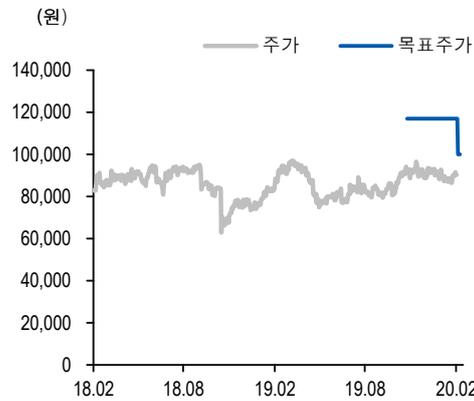
P/E band chart



P/B band chart



웅진코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-17	HOLD	100,000	1년		
2019-11-07	BUY	117,000	1년	-22.42	-17.52

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.