

Company Update

Analyst 안지영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 105,000원
현재가 (2/14) 90,400원

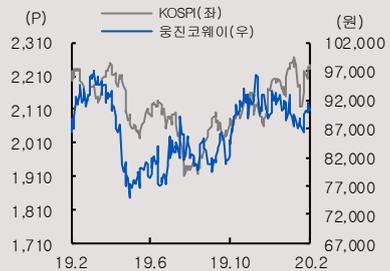
KOSPI (2/14) 2,243.59pt
시가총액 6,671십억원
발행주식수 73,800천주
액면가 500원
52주 최고가 97,000원
최저가 74,900원
60일 일평균거래대금 44십억원
외국인 지분율 60.9%
배당수익률 (2019F) 3.9%

주주구성
넷마블 외 3 인 25.08%
국민연금공단 8.16%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-6%	4%
절대기준	-3%	9%	5%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	105,000	105,000	-
EPS(19)	4,510	5,621	▼
EPS(20)	5,525	5,877	▼

웅진코웨이 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

웅진코웨이 (021240)

오랜 방황은 마무리, 전략과 배당 정책 제시 필요

19.4Q(yoy) 연결 매출액 12%, 국내 계정 628만(총 775만) 시현

2019년 4분기(yoy) 별도 매출액은 렌탈 3,995억원(+4.0% yoy), 금융리스(615억원 +1.7% yoy)의 판매 호조를 반영, 국내 환경가전 사업은 매출액 5,264억원(+1.7% yoy)를 시현했다. 특히 금융리스 매출액은 지난해 하반기부터 신규 카테고리 유입된 의류정정기(월 3천대 판매)와 전기레인지 판매 호조에 기인한다. 4분기 국내 렌탈 판매는 35.8만(-1.1% yoy), 순증은 총 5.2만에 그쳤다. 19.1Q~3Q 분기 평균 순증은 13.5만 계정이며 지난 3분기 17.8만 계정 순증이 있었다. 4분기는 최대주주 변경이라는 기업 내부적인 변화를 앞두고 영업조직의 일부 파업, AS지연 영향 때문으로 판단된다.

새로운 출발에 앞서 크고 작은 일회성 완료

2019년 4분기(yoy) 연결 매출액은 7,946억원(+11.6%), 영업이익 446억원(-65.4%), 순이익 193억원(-72.4%)로 컨센서스를 하회했다. 1) 국내 실적은 19년 연간 누적 렌탈 판매가 157만대, 4분기 35만 8천(-1.1% yoy)를 시현하며 연간 가이던스 150만대를 상회했으며 2) 해외법인 매출액이 1,897억원(+39.7% yoy)을 시현했는데 해외 법인향(말레이시아, 미국, 태국)의 거래 확대 때문이다. 한편 연결 영업이익이 감소한 일회성 내용은 1) CS닥터 퇴직금 및 수당 관련 충당금 770억원 2) 웅진 BI 월평균 10억원 3) 말레이시아 렌탈폐기손실 회계 기준 변경 영향 30억원 4) 웅진렌탈 조직의 영업적자 30억원 등으로 영업이익률은 5.9%에 그쳤다.

최대주주 변화 이후 중장기 전략 수립 중, 향후 모멘텀 정상화 전망

지난 11일 넷마블은 공정공시를 통해 코웨이에 대한 자산양수도 금액 1조 7,401억원을 발표했다. 한편 코웨이는 지난 3분기 분기 배당 800원 결정을 공시 이후 19년 4분기 배당 및 향후 배당정책에 대해 미확정 상태며, 다소 보수적인 정책이 전망된다. 코웨이는 지난 8년 동안 사모펀드 중심의 사업 운영이 이루어졌으며 금번 최대주주의 변화와 함께 중장기 사업 전략 수립 중에 있는 것으로 확인된다. 따라서 2020년 가이던스, 배당 정책 지연이 불가피함에 따라 단기 불확실성도 예상된다. 다만 코웨이는 지난 8년 동안의 최대주주 관련 불확실성을 해소하며 조직 관리와 R&D 등 실질적인 펀더멘탈 정비가 필요한 시점으로 향후 모멘텀 회복이 전망된다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,517	2,707	3,019	3,209	3,472
영업이익	473	520	458	567	614
세전이익	440	469	452	554	599
지배주주순이익	326	350	333	408	441
EPS(원)	4,328	4,735	4,510	5,525	5,971
증가율(%)	36.6	9.4	-4.8	22.5	8.1
영업이익률(%)	18.8	19.2	15.2	17.7	17.7
순이익률(%)	13.0	12.9	11.0	12.7	12.7
ROE(%)	30.1	33.8	30.6	37.9	41.3
PER	22.6	15.6	20.6	16.4	15.1
PBR	7.4	5.0	6.3	6.3	6.2
EV/EBITDA	11.1	7.9	9.9	8.6	8.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

19.4Q(yoy) 별도 매출액 1%, 국내 계정 628만

19.4Q yoy(컨센서스) 연결기준

매출액 +11.6%(+3.2%)
 영업이익 -65.4%(-67.9%)
 순이익 -72.3%(-76.5%)

총계정수 775만
 국내 628만 (+6.5% yoy)
 해외 147만 (+35.2% yoy)
 말련 135만(순증 11.0만대)
 미국 12.0만(0.2만대)

해외매출(yoy)
 ODM/Dealer 25.4%
 해외법인 +42.7%

표 1. 코웨이 IFRS 19.4Q 부문별 매출액 및 연결실적 현황

(단위: 억원, %, p)

	18.4Q	19.3Q	19.4Q(P)	QoQ	YoY	컨센서스	차이	IBK	차이
별도매출액	6,327	6,510	6,382	-2.0	0.9			6,599	-3.3
렌탈	3,840	3,967	3,995	0.7	4.0			4,011	-0.4
금융리스	605	729	615	-15.6	1.7			643	-4.3
멤버십	284	267	257	-3.7	-9.6			259	-0.8
일시불	414	355	366	3.2	-11.5			363	0.9
수출	964	979	917	-6.4	-4.9			1,103	-16.9
화장품	188	185	201	8.5	6.9			191	5.1
기타	32	27	30	12.7	-4.1			29	4.9
연결매출액	7,117	7,596	7,946	4.6	11.6	7,700	3.2	7,704	3.1
연결매출총이익	4,673	5,090	5,167	1.5	10.6	-	-	5,063	2.1
연결영업이익	1,288	1,403	446	-68.2	-65.4	1,390	-67.9	1,392	-68.0
GPM	65.7	67.0	65.0	-2.0	-0.6	-	-	65.7	-0.7
OPM	18.1	18.5	5.6	-12.9	-12.5	18.1	-12.4	18.1	-12.5
연결순이익	697	1,107	193	-82.6	-72.4	820	-76.5	1,010	-80.9

자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

* 매트리스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 부문별 매출(별도) 및 연결기준 2020년 전망

(단위: 억원, %, p)

	2019				2019P	YoY	2020				2020F	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q(P)			1QF	2QF	3QF	4QF		
매출액(별도)	6,066	6,352	6,509	6,382	25,310	5.7	6,170	6,572	6,889	6,645	26,276	3.8
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	15,726	2.9	3,879	4,125	4,119	4,105	16,228	3.2
금융리스	563	676	729	615	2,584	39.6	587	683	741	659	2,670	3.3
멤버십	279	270	267	257	1,073	-11.4	243	270	267	255	1,035	-3.6
일시불	456	435	355	366	1,613	-5.6	436	442	373	381	1,632	1.2
수출	701	838	979	917	3,435	13.5	819	841	1,173	1,005	3,838	11.7
화장품	189	188	185	201	763	1.0	171	182	189	210	752	-1.4
기타	30	29	27	30	117	-8.7	35	29	27	30	121	4.2
연결매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	30,189	11.5	7,343	7,985	8,097	8,661	32,086	6.3
연결매출총이익	4,764	5,064	5,090	5,167	20,085	9.8	4,929	5,355	5,417	5,767	21,468	6.9
GPM	67.2	67.0	67.0	65.0	79.8	2.8	67.1	67.1	66.9	66.6	66.9	64.1
영업이익	1,352	1,382	1,403	446	4,583	-11.8	1,398	1,463	1,494	1,313	5,668	23.7
OPM	19.1	18.3	18.5	5.6	18.2	-3.7	19.0	18.3	18.5	15.2	17.7	21.3
연결순이익	1,004	1,019	1,107	193	3,322	-5.0	1,005	1,075	1,045	941	4,066	22.4

표 3. 목표주가 기준 105,000원. 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기준	변경
실적 추정치	별도기준 18년(F) EPS 5,061 / 12개월 Forward EPS 5,200	연결기준 19년(F) EPS 5,249 / 12개월 Forward EPS 5,500
Target P/E valuation	Target P/E 20.1배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2019년 국내외 총 770만 계정 도달 전망, IBK 유니버스 평균대비 10% 할인을 적용)	Target P/E 19배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2019년 국내외 총 770만 계정 도달 전망, 웅진코웨이의 5년 Historical P/E에 10% 프리미엄 적용)
순차입금	18년 4,640억원	19년 5,660억원
주식수(사업가치)	75,830(84,545억원)	75,830(84,545억원)
목표주가	105,000원	105,000원

자료: IBK투자증권

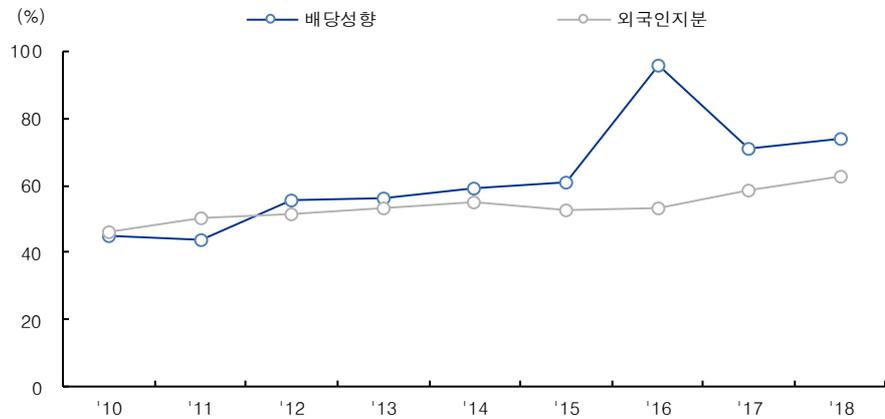
표 4. 부문별 매출(별도) 및 연결기준 과거 2년 현황

(단위: 억원, %, p)

	2017				2017	YoY	2018				2018	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q			1Q	2Q	3Q	4Q		
매출액(별도)	5,719	5,750	5,889	5,846	23,205	5.3	5,715	5,958	5,954	6,327	23,955	3.2
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	15,060	0.9	3,787	3,827	3,822	3,840	15,277	1.4
금융리스	259	302	351	316	1,228	16.5	386	409	452	605	1,851	50.7
멤버십	378	367	359	343	1,448	-13.6	322	311	294	284	1,212	-16.3
일시불	459	504	473	486	1,923	-1.8	439	473	382	414	1,708	-11.2
수출	680	555	686	676	2,597	19.7	543	718	799	964	3,025	16.5
화장품	209	187	194	207	798	7.4	206	186	175	188	755	-5.3
기타	39	39	40	34	152	-18.4	32	34	30	32	128	-16.1
연결매출액	6,102	6,234	6,296	6,536	25,168	5.9	6,478	6,781	6,698	7,117	27,073	7.6
연결매출총이익	4,171	4,285	4,346	4,381	17,183	9.9	4,460	4,600	4,558	4,673	18,291	6.4
GPM	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3	2.5	68.8	67.8	68.0	65.7	77.0	77.0
영업이익	1,209	1,206	1,242	1,071	4,727	39.5	1,313	1,293	1,304	1,288	5,198	10.0
OPM	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8	4.5	20.3	19.1	19.5	18.1	21.9	21.9
연결순이익	754	952	934	616	3,256	33.8	952	907	942	697	3,498	7.4

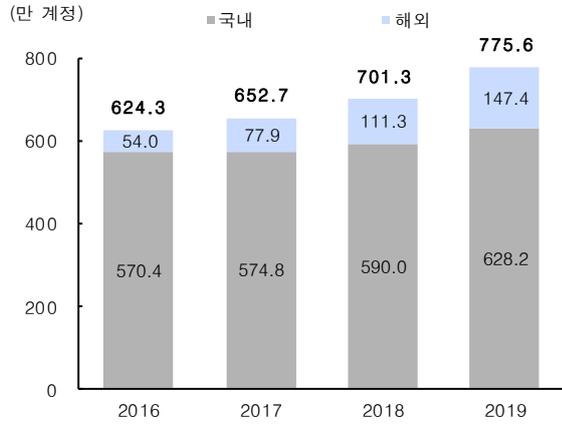
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 1. 웅진코웨이 배당성향 및 외국인 지분을 추이



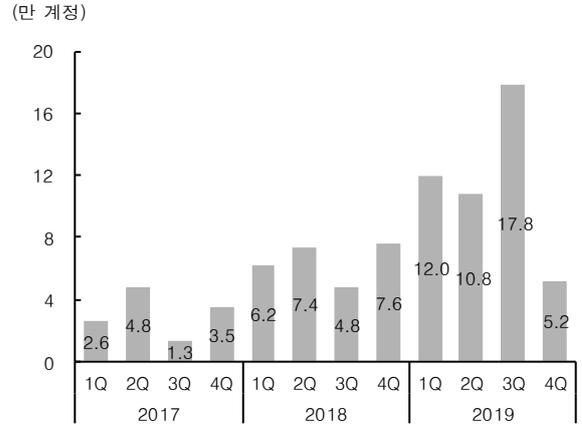
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 2. 국내 및 해외법인 총 계정 - 연간 목표 763만 조기 달성



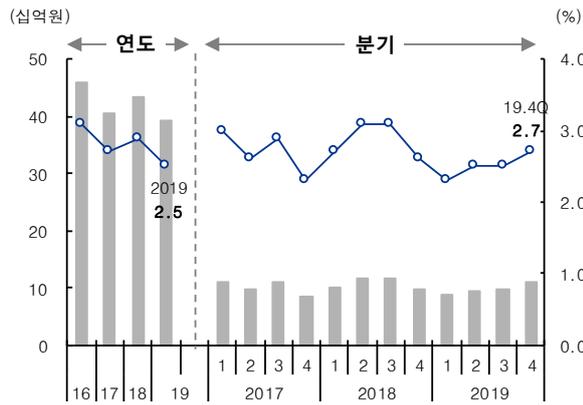
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 3. 국내 렌탈 계정 순증 추이 - 19Y 45.8만 계정



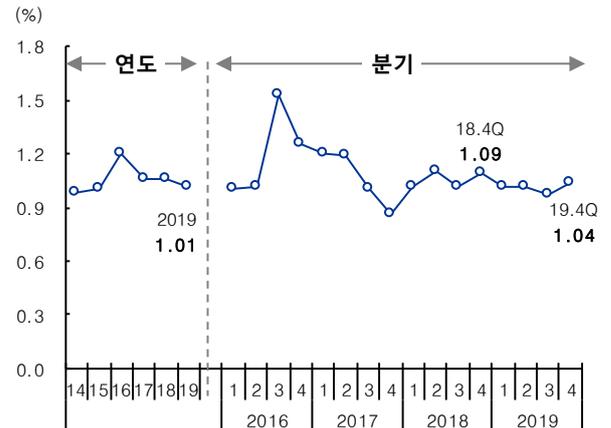
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈폐기손실액 및 폐기손실 비율



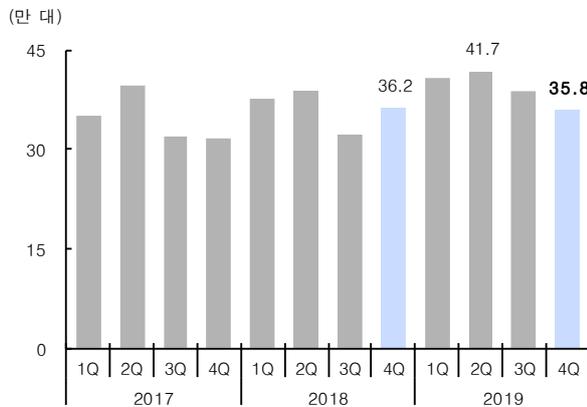
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 5. 해약률 추이 - 안정적 해약 관리 지속



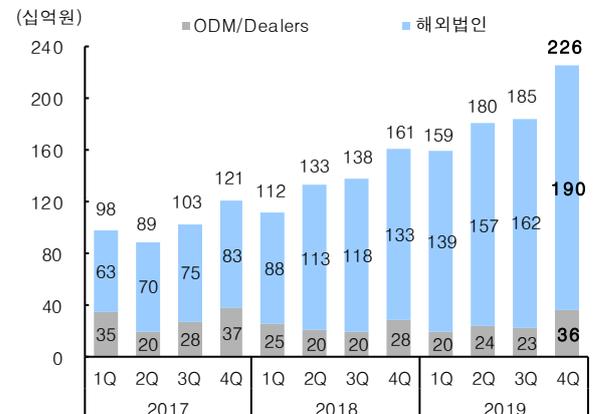
자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 6. 렌탈 판매량 - 신규제품군(의류청정기, 매트리스) 판매 증가



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

그림 7. 해외사업 매출 - 해외법인 매출액 1,897억원 +42.7% YoY



자료: 웅진코웨이, IBK투자증권

웅진코웨이 (021240)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,517	2,707	3,019	3,209	3,472
증가율(%)	5.9	7.5	11.5	6.3	8.2
매출원가	798	878	1,011	1,061	1,148
매출총이익	1,718	1,829	2,009	2,147	2,323
매출총이익률 (%)	68.3	67.6	66.5	66.9	66.9
판매비	1,246	1,309	1,550	1,580	1,710
판매비율(%)	49.5	48.4	51.3	49.2	49.3
영업이익	473	520	458	567	614
증가율(%)	39.5	9.9	-11.9	23.8	8.3
영업이익률(%)	18.8	19.2	15.2	17.7	17.7
순금융손익	-11	-17	-21	-23	-22
이자손익	-11	-17	-21	-23	-22
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-22	-35	14	10	8
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	440	469	452	554	599
법인세	114	119	119	147	159
법인세율	25.9	25.4	26.3	26.5	26.5
계속사업이익	326	350	333	407	440
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	326	350	333	407	440
증가율(%)	34.2	7.4	-4.9	22.2	8.1
당기순이익률 (%)	13.0	12.9	11.0	12.7	12.7
지배주주당기순이익	326	350	333	408	441
기타포괄이익	7	-6	5	0	0
총포괄이익	333	344	337	407	440
EBITDA	708	775	769	839	828
증가율(%)	23.8	9.5	-0.8	9.1	-1.3
EBITDA마진율(%)	28.1	28.6	25.5	26.1	23.8

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,328	4,735	4,510	5,525	5,971
BPS	13,128	14,744	14,746	14,395	14,487
DPS	3,200	3,600	3,600	3,600	3,600
밸류에이션(배)					
PER	22.6	15.6	20.6	16.4	15.1
PBR	7.4	5.0	6.3	6.3	6.2
EV/EBITDA	11.1	7.9	9.9	8.6	8.5
성장성지표(%)					
매출증가율	5.9	7.6	11.5	6.3	8.2
EPS증가율	36.6	9.4	-4.8	22.5	8.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	4.9	3.9	4.0	4.0
ROE	30.1	33.8	30.6	37.9	41.3
ROA	15.8	15.4	12.9	14.3	14.7
ROIC	29.5	30.1	26.0	33.5	45.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	119.8	118.7	156.1	174.0	187.0
순차입금 비율(%)	58.2	61.8	70.1	53.0	36.1
이자보상배율(배)	38.3	29.2	20.5	22.4	21.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.3	8.8	9.9	9.9	9.9
재고자산회전율	34.7	30.5	26.6	24.8	24.7
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	791	844	872	1,216	1,537
현금및현금성자산	110	69	160	442	698
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	315	302	310	338	366
재고자산	75	103	124	135	146
비유동자산	1,367	1,535	1,913	1,692	1,528
유형자산	712	781	1,187	929	727
무형자산	184	160	164	151	139
투자자산	56	58	17	18	20
자산총계	2,159	2,379	2,785	2,908	3,064
유동부채	1,125	1,234	1,572	1,713	1,853
매입채무및기타채무	54	62	72	78	85
단기차입금	670	731	901	982	1,062
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	52	57	125	135	144
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	10	10	10	10
부채총계	1,177	1,291	1,697	1,847	1,997
지배주주지분	982	1,088	1,088	1,062	1,069
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	129	130	130	130	130
자본조정등	-146	-45	-48	-48	-48
기타포괄이익누계액	-5	-4	4	4	4
이익잉여금	963	967	961	935	942
비지배주주지분	0	0	-1	-1	-2
자본총계	982	1,088	1,088	1,061	1,068
비이자부채	495	549	774	843	913
총차입금	682	742	923	1,004	1,084
순차입금	572	672	763	562	386

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	554	539	524	643	620
당기순이익	326	350	333	407	440
비현금성 비용 및 수익	476	541	555	284	229
유형자산감가상각비	227	247	297	258	202
무형자산상각비	8	9	14	13	12
운전자본변동	-148	-237	-222	-26	-26
매출채권등의 감소	-59	20	19	-28	-28
재고자산의 감소	-6	-26	-14	-11	-11
매입채무등의 증가	21	-3	-14	6	6
기타 영업현금흐름	-100	-115	-142	-22	-23
투자활동 현금흐름	-290	-394	-337	-75	-75
유형자산의 증가(CAPEX)	-337	-400	-311	0	0
유형자산의 감소	14	13	10	0	0
무형자산의 감소(증가)	-8	-6	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	23	-1	-1
기타	42	0	-57	-74	-74
재무활동 현금흐름	-218	-187	-98	-287	-289
차입금의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-218	-186	-98	-287	-289
기타 및 조정	-2	1	2	0	1
현금의 증가	44	-41	91	281	257
기초현금	66	110	69	160	442
기말현금	110	69	160	442	698

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

