

이지웰페어 (090850.KQ)

요람에서 무덤까지

정부의 복지 예산 증가와 통상임금 이슈로 인한 위탁 복지 예산의 증가는 향후 동사의 실적 성장 기대 요인. 국내 1위 과점적 복지 사업자로 해외 복지 기업 대비 현저하게 저평가된 상태라고 판단

정부/기업의 복지 예산 증가로 실적 성장중인 1위업체

복지사업은 매크로 불확실성이나 국내 경기 둔화와 무관하게 성장하는 사업. 정부는 8월 29일 2020년 정부 예산안을 514조원으로 확정. 전체 예산의 증가분의 50%인 21조원 반영으로 복지 예산은 2019년 161조원에서 2020년 182조원으로 증가할 예정. 증가한 예산은 복지포인트 확대, 공공 부문 채용, 비정규직의 정규직 전환 등에 사용될 것

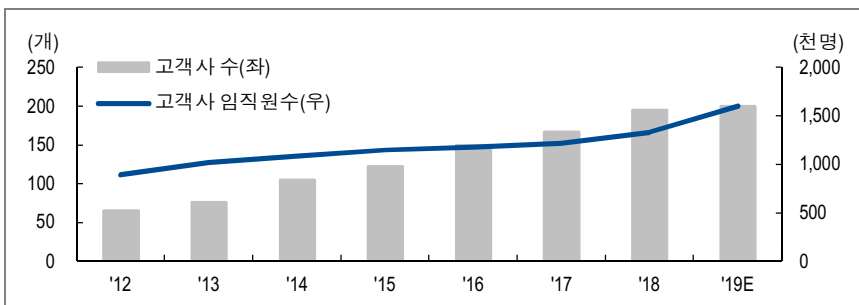
동사는 위탁 복지예산 1.1조원, 고객수 160만명, 시장 점유율 1위(50%) 사업자. 상반기 동사의 매출액은 393억원(+5.9%, y-y)을 기록. 2018년 상반기 일회성 매출 전기버스 54억원을 제외하면 23.9%의 매출액 성장을 기록하며 시장 지배력을 지속 강화 중. 또한 심리상담프로그램 자회사 이지웰니스는 2018년 시행된 감정노동자 보호법으로 수주가 증가하며 2019년 상반기 20억원(+48%, y-y)의 매출액 기록. 동사의 복지 사업은 다방면으로 성장 중

통상임금 이슈 해소로 위탁 복지 예산 증가 기대

2019년 8월 22일 서울의료원 노조의 복지포인트의 통상임금 해당 사항에 대한 소송에서 대법원은 '복지포인트는 통상임금이 아니다'라고 판결. 복지포인트가 통상임금으로 인정되면 퇴직금, 초과근무수당 등 전체 보수가 상승하기 때문에 복지포인트 도입을 미뤘던 기업들도 존재. 따라서 판결 결과에 따라 1) 기존 고객사의 복지포인트 증가 2) 통상임금 이슈 해소로 신규 고객사 증가가 기대되며 이는 2020년 실적에 긍정적인 요인으로 작용할 것

동사의 2019년 예상 PER은 약 16.5배에 불과. 글로벌 복지 관련회사인 Edenred의 31.8배, Benefit One의 67.8배 대비 현저하게 저평가된 상태라고 판단

주요 고객사 및 임직원수



자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부 전망

Not Rated

현재가 ('19/08/29)

9,130원

업종

전문기술

KOSPI / KOSDAQ

1,933.41 / 599.57

시가총액(보통주)

99.5십억원

발행주식수(보통주)

10.9백만주

52주 최고가 ('18/08/30)

9,990원

최저가 ('18/10/29)

6,600원

평균거래대금(60일)

386백만원

배당수익률 (2019E)

0.66%

외국인지분율

22.3%

주요주주

김상용 외 6 인

24.4%

Tempered Investment

9.9%

Scion Asset Management, LLC 외 1 인

5.3%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

8.6

12.3

-8.1

상대수익률 (%)p

25.2

37.0

23.0

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	73.1	82.5	95.5	111.7
증감률	25.2	12.9	15.7	17.0
영업이익	7.0	9.0	11.3	14.7
증감률	61.7	28.2	26.4	29.2
영업이익률	9.6	10.9	11.9	13.1
(지배지분)순이익	2.0	5.9	10.0	13.0
EPS	197	551	917	1,196
증감률	-12.4	180.0	66.3	30.4
PER	38.9	16.5	9.9	7.6
PBR	2.8	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	8.2	6.3	4.0	2.0
ROE	7.4	16.8	20.9	22.2
부채비율	194.5	145.6	141.8	136.9
순차입금	-6.4	-30.4	-44.0	-62.3

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: CB(전환사채) 972,098주 희석화

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이현동

02)768-7423, hyundong.lee@nhqv.com

RA 장재호

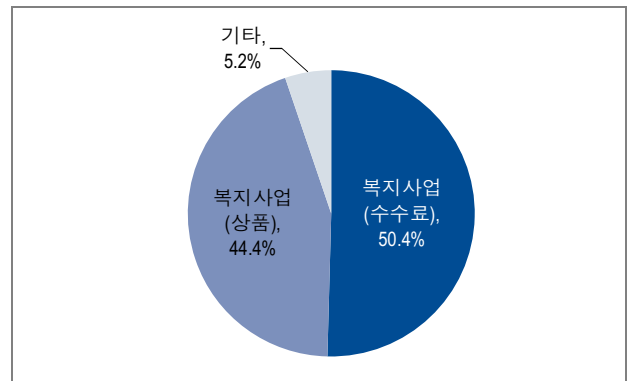
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 이지웰페어는 동종업계 최초로 2013년 코스닥에 상장. 삼성, LG, 한화 등의 대기업과 경찰청, 서울메트로 등 공공기업을 고객사로 확보하고 있으며 선택적 복지시장의 50%를 점유하고 있는 1위 사업자
- 이지웰페어의 최대주주인 김상용 의장은 조선포털에서 해외 마케팅을 담당했으며, 외국계 기업의 복지제도를 벤치마킹하여 창업. 현재 2017년 3월 취임한 전문경영인(조현철 대표이사) 체제로 운영 중
- 이지웰니스와 인터치투어를 종속회사로 보유하고 있으며, 기업복지사업에 기반을 둔 선택적 복지제도 관련 콘텐츠 및 종합의료정보 서비스, 멘탈헬스케어 서비스, 여행관광 서비스 등을 제공
- 2017년 7월 발행된 전환사채 총 110억원, 198만주 중 현재 100만주가 전환되며 오버행 이슈 해소 중

제품 및 매출비중

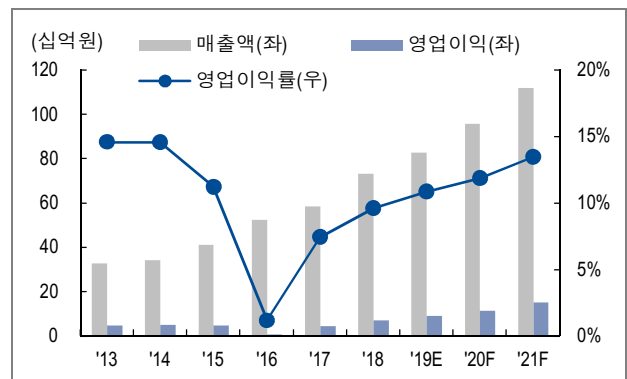
- 19년 상반기 매출액 기준 사업별 비중은 복지사업(수수료) 50.4%, 복지사업(상품) 44.4%, 기타 5.2%
- 1) 복지사업 수수료 매출: 복지물을 통해 복지품목 및 여행, 콘텐츠 상품 등이 판매될 때마다 발생하는 수수료 매출 2) 복지사업 상품 매출: 직매입 상품 3) 기타 매출: 임대 수익 외 연결대상 종속회사인 이지웰니스(주)의 토탈헬스케어사업 매출, 인터치투어(주)의 여행사업 관련 매출 등 포함



주: 2019년 상반기 기준, 자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

영업 실적 추이

- 중국향 화장품 수출 사업에서 발생한 판매관리비, 관련 매출채권 상각 등 손실 요인은 2017년 실적에 모두 반영되었으며 선택적 복지 사업의 거래대금 증가로 영업이익 개선 중



자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

구조적으로 성장하는 복지 시장

국내 1위 선택적 복지 사업자

이지웰페어는 선택적 복지 제도 위탁 업체이다. 공공 기관 및 민간 기업들은 자체 운영관리하던 사내 복지제도를 전문 복지 플랫폼 사업자에게 위탁하여 선택적 복지 서비스를 운용한다. 선택적 복지란 기업이 제공하는 여러 복지 혜택을 근로자가 개인의 니즈 및 성향에 따라 부여받은 개인별 복지예산 범위 내에서 선택해 사용할 수 있는 제도이다. 당사는 전체 시장의 50%를 점유하는 1위 사업자로 SK엠엔서비스(18%), e-제너두(15%), 공무원 연금(12%)과 경쟁 중에 있다. 선택적 복지 시장은 공공부문과 민간부문으로 구분된다. 공공부문은 100% 도입이 완료되었고, 민간 부문은 대기업, 중견기업을 중심으로 도입 중이며 대부분의 중소기업은 아직 도입하지 않은 상황이다.

복지 예산 증가와 통상임금 이슈 해소는 실적 성장 기대 요인

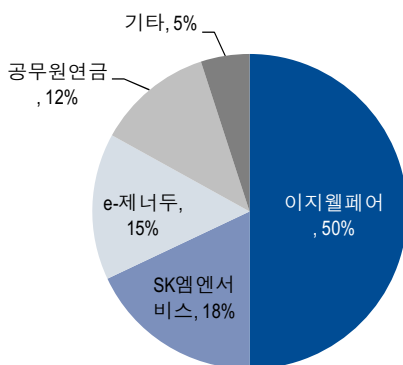
2020년 정부는 514조원의 예산을 편성하였다. 올해 예산안 대비 늘어나는 약 44조원 중 약 50%는 복지 예산에 편성될 예정이다. 정부안에 따르면 복지 관련 2020년 예산은 약 182조원으로 올해 복지 예산인 161조원 대비 21조원 증가한 규모다.

또한 2019년 8월 22일 서울의료원 노조의 복지포인트의 통상임금 해당 사항에 대한 소송에서 대법원은 ‘복지포인트는 통상임금이 아니다’라고 판결되었다. 복지포인트가 통상임금으로 인정되면 기업은 퇴직금, 초과근무수당 등 전체 보수가 상승하기 때문에 그 동안 복지포인트 도입을 미뤘던 기업들도 존재하였다. 따라서 판결 결과로 1) 기존 고객사의 복지포인트 증가 2) 통상임금 이슈 해소로 신규 고객사 증가가 기대되며 이는 2020년 실적에 긍정적인 요인으로 작용할 예정이다.

해외 기업 대비 현저한 저평가

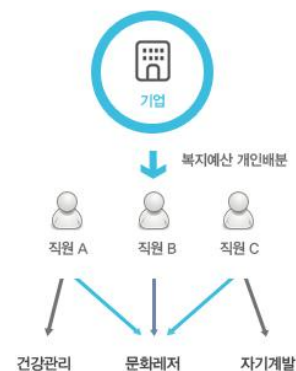
이러한 공공기관, 기업의 복지 예산의 증가는 복지포인트 확대, 공공부문 신규 채용, 비정규직의 정규직 전환 등에 사용될 것으로 기대된다. 따라서 동사가 영위중인 위탁 복지 시장은 매크로 불확실성과 국내 경기 둔화 우려에도 불구하고 연평균 20% 이상 지속적인 성장이 전망된다. 해외의 경우 복지관련 기업인 Edenred, Benifit one의 2019년 PER은 각각 31.8, 67.8배이다. 동사의 2019년 실적 기준 PER은 16.5배에 불과해 해외 비교 기업 대비 현저하게 저평가된 상태로 판단된다.

그림1. 선택적 복지시장 점유율



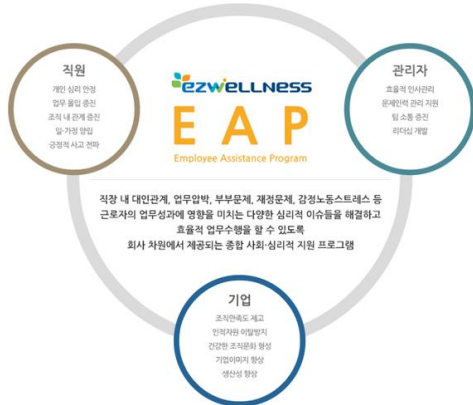
자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

그림2. 선택적 복지제도



자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

그림3. 이지웰니스의 심리상담 컨설팅



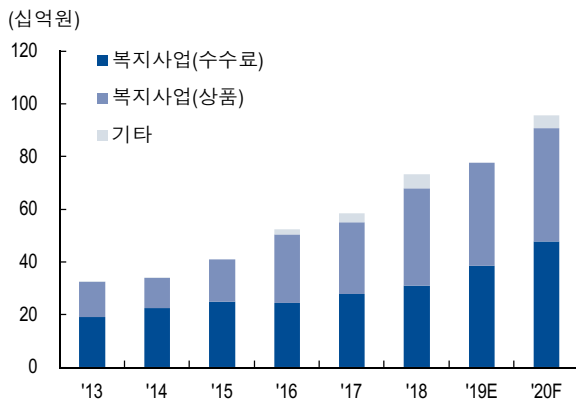
자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

그림4. CU에 론칭한 이지웰페어



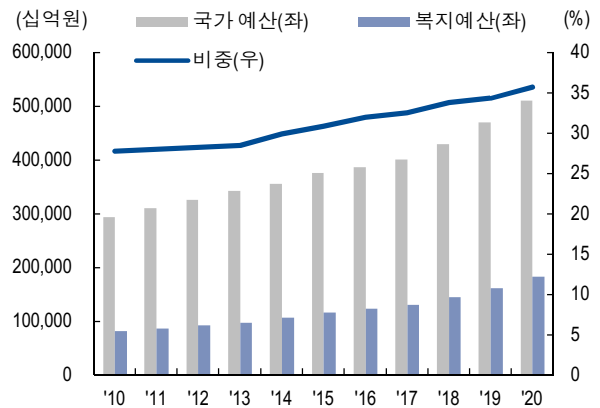
자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

그림5. 사업부문별 매출액 추이



자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 국가 복지 예산 추이



자료: 기획재정부, NH투자증권 리서치본부

그림7. 복지포인트 통상임금 인정 주요 소송 현황

피고	1심	2심	대법원
서울의료원	인정	인정	부정
근로복지공단	인정	인정	계류 중
서울주택도시공사	부정	부정	계류 중
서울도시철도공사	인정	인정	상고 없이 확정
광주시철도공사	인정	인정	계류 중
대구도시철도공사	인정	부정	계류 중

자료: 언론기사 인용, NH투자증권 리서치본부

그림8. 주요고객사 및 파트너



자료: 이지웰페어, NH투자증권 리서치본부

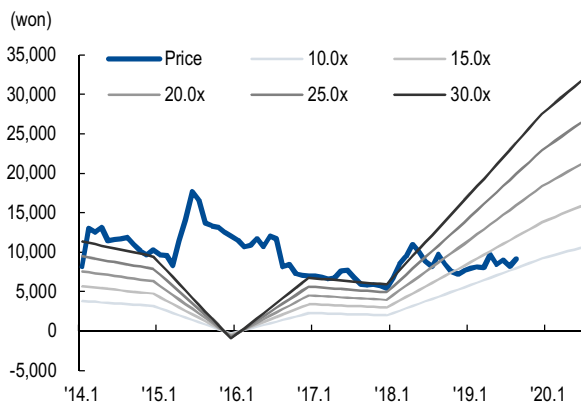
표1. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명		이지웰페어 (090850 KQ)	카페24 (042000 KQ)	Edenred (Eden fp equity)	Benefit one (2412 jp equity)
주가 (8/29)		9,130	64,600	48.4	15.8
시가총액		99.5	609.2	11,782.5	2,531.6
매출액	2018	73.1	165.4	1,627.6	289.6
	2019E	82.5	218.8	1,800.8	310.8
	2020F	95.5	263.6	1,998.5	367.7
영업이익	2018	7.0	15.6	544.5	56.1
	2019E	9.0	15.4	595.5	68.9
	2020F	11.3	25.2	672.5	87.0
순이익	2018	1.7	-28.4	300.0	37.8
	2019E	5.1	14.9	354.0	46.7
	2020F	8.6	22.0	409.5	58.6
PER	2018	38.9	N/A	30.0	56.7
	2019E	16.5	41.5	31.8	67.8
	2020F	9.9	28.0	28.0	43.5
PBR	2018	2.8	9.4	N/A	13.9
	2019E	2.3	4.9	N/A	17.7
	2020F	1.9	4.2	N/A	12.2
EV/EBITDA	2018	8.2	44.3	15.5	31.8
	2019E	6.3	16.5	18.0	39.8
	2020F	4.0	14.7	15.6	N/A
Div. yield	2018	0.8	0.0	2.7	1.0
	2019E	0.7	0.0	2.4	1.2
	2020F	0.7	0.0	2.7	1.6

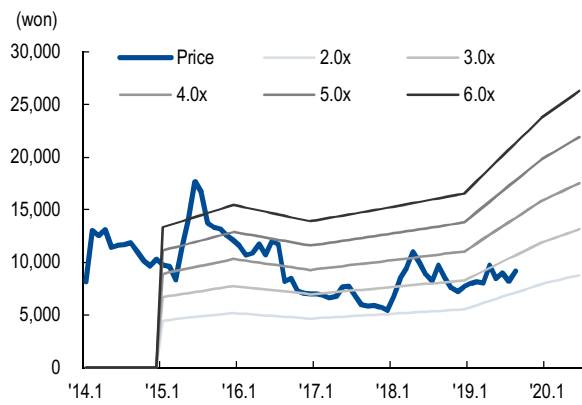
주: 이지웰페어, 카페24는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. Forward PER Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림10. Trailing PBR Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

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

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 8월 23일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.7%	23.3%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '이지웰페어'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.