

# 코웨이 (021240.KS)



화장품/소재 담당 이선화

Tel. 02)368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 120,000원  
현재주가(1/8) 97,000원

Key Data	(기준일: 2018.1.8)
KOSPI(pt)	2,513.3
KOSDAQ(pt)	839.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	7,257.4
52주 최고/최저(원)	112,500 / 84,800
52주 일간 Beta	0.22
발행주식수(천주)	74,818
평균거래량(3M, 천주)	158
평균거래대금(3M, 백만원)	15,807
배당수익률(16A, %)	3.6
외국인 지분율(%)	58.8
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 8인	27.0
GIC Private Limited	7.3
Lazard Asset Mngment	6.9

### Company Performance

주가지수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	3.2	-7.6	5.4
KOSPI 대비 상대수익률	-7.8	-1.8	-13.2	-17.2

### Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q17E			시장 전망치	1Q18E			2016	2017E		2018E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	647.7	2.9	5.5	645.1	651.0	0.5	6.7	2,376.3	2,510.8	5.7	2,692.1	7.2
영업이익	117.1	-5.7	21.5	116.7	132.7	13.3	9.8	338.8	482.8	42.5	526.7	9.1
세전이익	114.4	-7.9	10.8	113.3	125.9	10.1	25.2	323.8	465.2	43.7	510.2	9.7
순이익	85.8	-8.1	10.5	91.0	94.5	10.1	25.3	243.3	349.8	43.8	382.6	9.4
OP Margin	18.1	-1.6	2.4	18.1	20.4	2.3	0.6	14.3	19.2	5.0	19.6	0.3
NP Margin	13.2	-1.6	0.6	14.1	14.5	1.3	2.2	10.2	13.9	3.7	14.2	0.3
EPS(원)	4,591	-8.1	12.7	4,443	5,056	10.1	27.8	3,166	4,680	47.8	5,120	9.4
BPS(원)	14,124	8.8	-8.8	14,195	11,988	-15.1	-7.2	15,486	14,124	-8.8	15,844	12.2
ROE(%)	32.5	-6.0	6.2	31.3	42.2	9.7	11.6	20.1	31.3	11.1	34.2	2.9
PER(X)	21.1	-	-	21.8	19.2	-	-	27.9	20.7	-	18.9	-
PBR(X)	6.9	-	-	6.8	8.1	-	-	5.7	6.9	-	6.1	-

자료: 코웨이, 유진투자증권  
주: EPS는 annualized 기준

## 4Q17 Preview: 국내 렌탈 매출 정상화 + 해외 성장

### 4Q17 Preview: 매출액 6,477억원(+5.5%yoy), 영업이익 1,171억원(+21.5%yoy) 전망

- 코웨이의 4분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,477억원(+5.5%yoy, +2.9%qoq), 1,171억원(+21.5%yoy, -5.7%qoq, 영업이익률 18.1%)을 기록할 전망이다. 3Q16 얼음정수기 니켈 검출 사태 이후 고객 이탈을 막는 데 주력하면서 해약률이 1% 미만으로 안정되었고, 이번 4분기부터는 안정화된 고객 기반에 더해 정수가 제품 판매에 집중하면서 매출 신장과 함께 수익성 회복이 이뤄졌다.
- 환경가전사업(매출비중 80%)은 성수기를 맞이하여 렌탈 판매량이 증가하는 가운데 해약률 또한 1.0% 미만으로 유지되면서 안정적인 렌탈 순증이 기대된다. 일사물 매출 역시 전년 대비 소폭 증가한 것으로 확인됐다. 특히 ARPU의 정상화에 주목해야 하는데, 지난해 3분기 얼음정수기 니켈 검출 사태 이후 렌탈 가입자 이탈을 막기 위한 프로모션을 진행함에 따라 2Q16 26,500원이던 ARPU가 4Q16 25,500원까지 하락한 바 있으나, 이번 분기에는 26,800원 수준(약 +5%yoy)으로 회복될 전망이다.
- 수출(매출비중 10%) 역시 호조세를 이어갈 전망이다. 말레이시아 법인의 렌탈 계정은 2017년 말 기준 약 65만 계정으로, 가입자 수가 퀘도에 올라섬에 따라 영업이익률 또한 9~10% 수준으로 안정적인 수익성을 보이고 있다(말레이시아 법인 영업이익률 1분기 5.3% → 2분기 6.5% → 3분기 9.1%). 코웨이는 지난해 말레이시아 렌탈 시장 점유율 30%(1위)에서 올해 점유율이 소폭 상승, 2위 사업자의 시장 점유율 18%와 더욱 격차를 벌릴 것으로 보인다.

### 2018년 신제품 출시 효과 및 해외 시장 성장 기대

- 렌탈 시장에서 제품 카테고리의 확장은 기업의 지속적인 외형성장을 가능하게 하는 동력이다. 코웨이는 2018년 5월경 의류청정기를 신규 렌탈 제품으로 선보일 예정이다. 2018 CES 혁신상을 수상한 코웨이의 FWSS 의류청정기 렌탈 서비스는 제품 대여 및 필터교환 등이 포함된다. 의류청정기 출시는 2013년 매트리스 렌탈 서비스 출시 이후 5년만에 이뤄지는 신제품 출시로, 경쟁이 심화된 렌탈 시장에서 가입자를 유치하는 데 도움이 될 것이다.
- 2018년에도 말레이시아 시장에서 계정수는 30~40%의 고성장을 이어갈 전망이다. 말레이시아의 정수기 보급률은 20% 수준인데 우리나라는 45%에 달해 성장 여력이 충분하다. 또한 미국 시장에서 아미존의 인공지능 알렉사와 연동된 공기청정기 에어메가 모델이 인기를 끌면서 향후 AI시장에서의 성장이 기대된다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

- 코웨이에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 12만 원을 유지한다. 목표주가는 12m Fwd. EPS 5,155원에 Target P/E 23.3배를 적용하여 산출하였다. 신제품 출시 및 말레이시아 렌탈 시장에서의 시장점유율 확대는 동사의 지속적인 성장 동력으로 작용할 전망이다. **최근 웅진 그룹이 코웨이의 지분 인수를 검토 중이라는 보도는 최대주주의 변동 가능성이 부각되며 리스크 요인으로 작용할 것이다.**



**도표 1** 분기 실적 및 전망

단위: 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
연결매출액	624	555	584	614	610	623	630	648	651	681	663	698
환경기전	499	514	484	482	483	501	501	516	513	541	527	556
렌탈	380	384	368	361	370	379	379	393	392	412	403	427
멤버십	43	42	42	40	38	37	36	37	36	36	34	35
일시불	50	54	43	49	46	50	47	50	48	55	49	54
금융리스	21	29	27	28	26	30	35	32	32	34	36	35
수출	57	60	48	52	68	56	69	65	77	70	75	73
화장품	20	17	18	19	21	19	19	20	22	20	20	22
매출총이익	417	356	391	401	417	428	435	441	447	468	460	474
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	117	133	125	139	130
세전이익	125	5	90	103	101	126	124	114	126	124	134	126
지배주주순이익	95	3	68	78	76	95	93	86	95	93	100	95
%yoy												
매출액	13.8	-0.1	0.5	-2.7	-2.2	12.3	7.9	5.5	6.7	9.2	5.3	7.7
매출총이익	11.7	-7.5	-2.8	-6.0	0.1	20.4	11.1	10.1	7.3	9.3	5.9	7.5
영업이익	23.2	-89.3	-13.7	-25.0	-2.2	919.4	16.1	21.5	9.8	3.6	11.7	11.3
세전이익	23.9	-95.2	-26.0	-15.9	-19.7	2,308.1	37.9	10.8	25.2	-1.6	7.7	10.6
지배주주순이익	22.7	-96.5	-26.7	-14.1	-20.8	3,215.6	37.9	10.5	25.2	-2.3	7.4	10.6
%portion												
매출총이익률	66.8	64.1	67.0	65.2	68.4	68.7	69.0	68.1	68.7	68.8	69.5	68.0
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	18.1	20.4	18.3	20.9	18.7
세전이익률	20.1	0.9	15.4	16.8	16.5	20.2	19.7	17.7	19.3	18.2	20.2	18.1
지배주주순이익률	15.3	0.5	11.6	12.7	12.4	15.3	14.8	13.3	14.5	13.7	15.1	13.6

자료: 코웨이, 유진투자증권



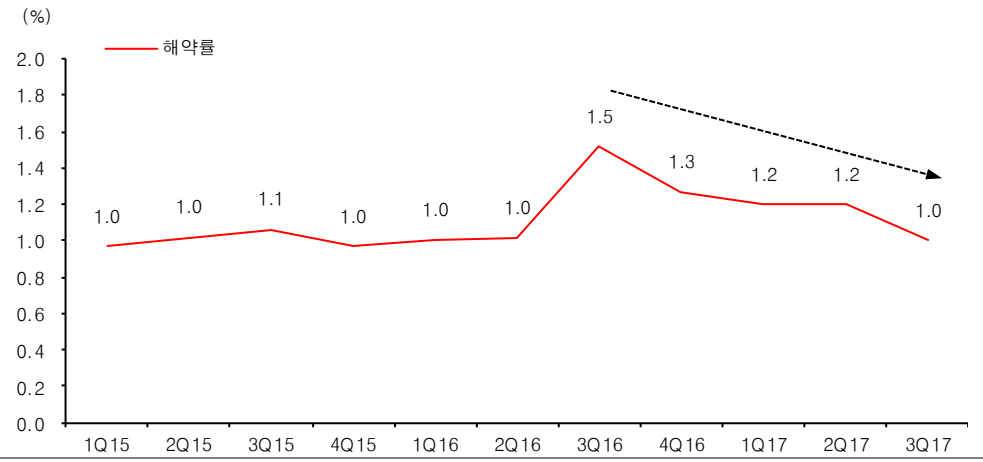
**도표 2**      **연간 실적 및 전망**

(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,511	2,692	2,847
환경기전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	2,000	2,136	2,247
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,520	1,634	1,723
멤버십	161	172	183	180	168	148	141	145
일시불	145	149	123	171	196	193	207	219
금융리스				41	105	123	137	143
수출	110	145	167	149	217	257	295	330
화장품	67	76	80	83	74	79	85	90
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,721	1,850	1,960
영업이익	226	339	364	463	339	483	527	567
세전이익	146	327	332	454	324	465	510	552
지배주주순이익	94	245	250	343	244	350	383	415
%yoy								
매출액	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.7	7.2	5.7
매출총이익	5.7	6.3	2.6	10.6	-1.4	10.0	7.5	5.9
영업이익	-3.7	49.9	7.5	27.1	-26.9	42.5	9.1	7.7
세전이익	-33.0	124.4	1.6	36.7	-28.8	43.7	9.7	8.3
지배주주순이익	-43.7	159.9	1.9	37.4	-29.0	43.7	9.4	8.2
%portion								
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.6	68.7	68.9
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	19.2	19.6	19.9
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	18.5	18.9	19.4
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.9	14.2	14.6

자료: 코웨이, 유진투자증권



**도표 3**    **해약률 추이**



자료: 코웨이, 유진투자증권



도표 4 2018 CES에 참가하는 코웨이



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 5 2018 CES 혁신상을 수상한 코웨이 의류청정기 FWSS



자료: 코웨이, 유진투자증권



## 코웨이(021240.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	653	733	996	1,074	1,186
현금성자산	126	142	360	391	460
매출채권	283	323	341	378	413
재고자산	70	70	95	102	108
비유동자산	1,122	1,235	1,205	1,283	1,343
투자자산	226	277	299	311	324
유형자산	700	669	725	791	839
무형자산	169	183	182	181	180
<b>자산총계</b>	<b>1,775</b>	<b>1,968</b>	<b>2,201</b>	<b>2,357</b>	<b>2,529</b>
유동부채	473	735	1,078	1,103	1,135
매입채무	224	217	207	223	235
단기차입금	80	340	691	698	716
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	66	68	70
시채및장기차입금	8	12	12	12	12
기타비유동부채	55	36	53	55	57
<b>부채총계</b>	<b>537</b>	<b>784</b>	<b>1,144</b>	<b>1,171</b>	<b>1,205</b>
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	129	129	129
자본조정	-108	-165	-152	-152	-152
자기주식	-124	-184	-170	-170	-170
이익잉여금	1,177	1,180	1,038	1,167	1,305
<b>자본총계</b>	<b>1,238</b>	<b>1,183</b>	<b>1,057</b>	<b>1,186</b>	<b>1,323</b>
총차입금	88	352	703	710	728
순차입금(순한금)	-37	210	343	320	268
투하자본	1,170	1,286	1,398	1,503	1,589

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>545</b>	<b>469</b>	<b>770</b>	<b>639</b>	<b>691</b>
당기순이익	343	243	350	383	414
유무형자산상각비	228	233	242	283	303
기타비현금손익가감	4	-4	328	3	3
운전자본의변동	-163	-121	-60	-29	-29
매출채권감소(증가)	-58	-62	-33	-38	-35
재고자산감소(증가)	-5	-4	-27	-7	-6
매입채무증가(감소)	6	-4	24	16	12
기타	-106	-51	-23	-0	-0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-371</b>	<b>-471</b>	<b>-380</b>	<b>-363</b>	<b>-365</b>
단기투자자산처분(취득)	-42	-145	-36	-2	-2
장기투자증권처분(취득)	0	0	-0	-0	-0
설비투자	-329	-328	-345	-349	-351
유형자산처분	9	15	12	8	8
무형자산감소(증가)	-5	-13	-8	-7	-7
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-204</b>	<b>-48</b>	<b>-150</b>	<b>-247</b>	<b>-259</b>
차입금증가(감소)	-68	256	338	7	18
자본증가(감소)	-148	-208	-235	-254	-277
배당금지급	148	208	235	254	277
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>-31</b>	<b>-50</b>	<b>240</b>	<b>29</b>	<b>67</b>
기초현금	147	116	66	306	335
기말현금	116	66	306	335	402
Gross cash flow	792	710	920	668	720
Gross investment	493	446	404	390	392
<b>Free cash flow</b>	<b>299</b>	<b>264</b>	<b>516</b>	<b>278</b>	<b>328</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,315</b>	<b>2,376</b>	<b>2,511</b>	<b>2,692</b>	<b>2,847</b>
증가율 (%)	7	3	6	7	6
매출총이익	1,586	1,564	1,721	1,850	1,960
매출총이익율 (%)	69	66	69	69	69
판매비와관리비	1,123	1,225	1,238	1,324	1,393
증가율 (%)	5	9	1	7	5
<b>영업이익</b>	<b>463</b>	<b>339</b>	<b>483</b>	<b>527</b>	<b>567</b>
증가율 (%)	27	-27	43	9	8
<b>EBITDA</b>	<b>691</b>	<b>572</b>	<b>725</b>	<b>809</b>	<b>870</b>
증가율 (%)	20	-17	27	12	8
<b>영업외손익</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	6	11	7	7
외화관련손익	-3	-2	-2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-8	-5	-10	-9
<b>세전계속사업손익</b>	<b>454</b>	<b>324</b>	<b>465</b>	<b>510</b>	<b>552</b>
법인세비용	111	80	115	128	138
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>343</b>	<b>243</b>	<b>350</b>	<b>383</b>	<b>414</b>
증가율 (%)	37	-29	44	9	8
당기순이익률 (%)	15	10	14	14	15
<b>EPS</b>	<b>4,449</b>	<b>3,166</b>	<b>4,680</b>	<b>5,120</b>	<b>5,542</b>
증가율 (%)	37	-29	48	9	8
완전희석EPS	4,449	3,166	4,680	5,120	5,542
증가율 (%)	37	-29	48	9	8

### 주요투자지표

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>주요지표(원)</b>					
EPS	4,449	3,166	4,680	5,120	5,542
BPS	16,044	15,486	14,124	15,844	17,686
DPS	2,800	3,200	3,400	3,700	4,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	18.9	27.9	20.7	18.9	17.5
PBR	5.2	5.7	6.9	6.1	5.5
PCR	8.2	9.6	7.9	10.9	10.1
EV/ EBITDA	9.3	12.2	10.5	9.4	8.6
배당수익률	3.3	3.6	3.5	3.8	4.1
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	20.0	14.3	19.2	19.6	19.9
EBITDA이익율	29.8	24.1	28.9	30.1	30.6
순이익율	14.8	10.2	13.9	14.2	14.5
ROE	30.2	20.1	31.3	34.2	33.1
ROIC	31.5	20.7	27.1	27.2	27.5
<b>안정성(%,배)</b>					
순차입금/자기자본	-3.0	17.8	32.5	27.0	20.2
유동비율	138.2	99.7	92.4	97.3	104.5
이자보상배율	106.8	55.5	43.6	71.4	82.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	9.0	7.8	7.6	7.5	7.2
재고자산회전율	35.2	33.9	30.4	27.3	27.1
매입채무회전율	10.4	10.8	11.8	12.5	12.4



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자조건 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2017.12.31 기준)

