

코웨이(021240)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

말레이시아 호조, 국내 성장은 확인 요인

말레이시아 사업 호조. 일회성 요인 감안 시 양호한 영업 실적
 국내 사업은 정체 국면
 2018년 국내외 높은 가이드언스 제시, 국내 사업 회복시 캐털리스트 될 것

Facts : 일회성을 제외하면 영업이익 예상 부합

4분기 매출액은 전년대비 6% 증가한 6,536억원, 영업이익은 11% 증가한 1,071억원(영업이익률 16.4%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스를 9% 하회, 일회성 청정기 필터 교체 비용 및 소폭 증가한 광고비를 감안하면 대동소이했다. 작년 4분기 무상 렌탈 서비스 관련 매출 차감 150억원을 감안하면 전체 매출액은 약 4%, 렌탈 매출액은 전년과 유사했다. 수출 호조에 힘입어 비렌탈 부문이 13% 증가하고 말레이시아 고성장에 힘입어 주요 자회사 합산 매출액도 15% 증가했다.

Pros & cons : 해외 고성장과 긍정적인 가이드언스 vs 국내 정체

해외 사업 성장이 고무적이다. 말레이시아 렌탈 계정수는 65만으로 작년 말레이시아 계정 순증은 22만에 달했으며 금년 30만 이상의 계정 순증 및 가입자 100만 돌파를 목표로 하고 있다. 말레이시아 사업은 연간 연결 매출 2~3% 성장을 견인하는 요인이고 2018년 연결 매출액의 11%를 차지할 전망이다. 코웨이는 말레이시아 정수기 시장에서 신규 판매 35~40% 점유율을 확보해 확고한 1위다. 말레이시아와 함께 국내도 2018년 27만 계정 순증이라는 높은 가이드언스를 제시했다. 렌탈 신규 판매량을 전년 대비 11% 증가한 154만대로 제시, 판매 호조가 견인하는 가입자 증가 방향을 제시했다. 단 국내 사업 확대는 확인 요인이다. 2017년 말 국내 계정수는 574.8만으로 연간 순증은 4.5만에 그쳤고 전년대비 0.8% 증가했다. 금년 신제품 출시 및 영업 강화를 통한 가입자 순증은 향후 관전 포인트이다.

Action : 추가 하락 리스크는 제한적, 국내 회복을 확인하자

배당 수익률은 3.8%로 예상, 배당 매력은 여전하다. 2월 내 1,000억원 규모의 사주 소각 계획 또한 발표해 주주 환원 정책 또한 확인되었다. 12MF PER 17배까지 주가는 하락, 향후 추가 하락 리스크 또한 제한적이다. 정수기, 청정기 등 환경가전 제품은 국내뿐 아니라 대기질과 수질 오염이 심각한 문제로 대두되는 아시아 지역에서 성장 잠재력이 있으며 동사의 해외 사업 성장 또한 긍정적이다. 한편 국내 사업은 경쟁 심화 영향권이다. 국내 사업 회복이 가시화될 시 실적 및 추가 캐털리스트로 작용할 전망이다.

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(2/12)	2,385
주가(2/12)	89,200
시가총액(십억원)	6,674
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저(가원)	111,000/85,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,505
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.4/59.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 7인 27.0
	GIC Private Limited 7.3

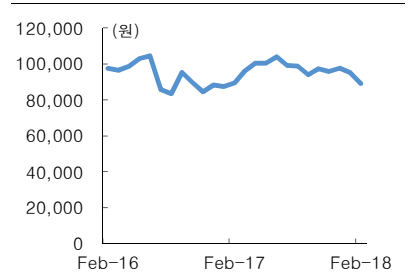
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	26.9	21.7	17.2
PBR(x)	4.9	5.0	4.2
ROE(%)	20.1	27.6	30.0
DY(%)	3.6	3.3	3.8
EV/EBITDA(x)	11.8	10.4	8.8
EPS(원)	3,280	4,496	5,190
BPS(원)	17,891	19,581	21,296

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.7)	(10.4)	3.8
KOSPI 대비(%p)	(5.3)	(13.2)	(11.1)

주가추이



자료: WISEFn

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> 4분기 영업이익 컨센서스 하회, 일회성 비용이 주요인

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	614.1	610.2	623.4	629.6	653.6	3.8	6.4	651.0
영업이익	96.4	120.9	120.6	124.2	107.0	(13.8)	11.0	117.9
영업이익률(%)	15.7	19.8	19.3	19.7	16.4			18.1
세전이익	103.2	100.6	126.0	124.2	88.0	(29.1)	(14.7)	115.0
순이익	77.7	75.4	95.2	93.4	62.1	(33.5)	(20.1)	85.9

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	624	555	584	614	610	623	630	654	2,315	2,376	2,513	2,661	2,832
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	(2.2)	12.3	7.9	6.4	7.2	2.6	5.7	5.9	6.4
렌탈 관련	423	359	409	401	407	416	414	413	1,671	1,592	1,651	1,695	1,755
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(3.7)	16.0	1.3	3.0	5.5	(4.7)	3.7	2.7	3.6
렌탈	380	316	367	361	370	380	379	379	1,491	1,424	1,506	1,568	1,640
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(2.8)	20.0	3.1	4.9	6.5	(4.5)	5.7	4.1	4.6
멤버십	43	43	42	40	38	37	36	34	180	168	145	127	115
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(2.1)	(6.7)	(13.6)	(12.3)	(9.1)
금융리스	22	29	27	28	26	30	35	32	41	106	123	120	120
증감	NM	NM	NM	8.8	20.5	5.6	30.0	11.3		157.9	16.4	(2.5)	0.0
일시불	51	54	43	49	46	50	47	49	171	196	192	200	208
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	38.6	14.4	(1.9)	3.8	4.2
화장품	20	17	18	19	21	19	19	21	83	74	80	85	91
증감	(13.0)	(18.0)	(2.7)	(7.9)	4.0	8.1	7.2	10.7	3.4	(10.7)	7.4	6.6	7.0
수출	57	60	48	52	68	56	69	68	149	217	260	296	341
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	19.9	(7.2)	42.6	30.0	(10.8)	45.1	19.9	14.1	15.0
기타	6	4	6	5	4	4	4	3	89	21	15	19	19
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.6)	(32.6)	(9.9)	(27.4)	(30.0)	52.2	(76.7)	(25.7)	21.2	1.0
자회사	64	62	61	87	72	84	82	99	239	274	328	417	499
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	11.2	36.4	33.8	14.7	18.0	14.5	19.7	27.1	19.7
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	107	463	339	473	513	539
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	919.4	16.1	11.1	27.1	(26.9)	39.5	8.4	5.2
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	16.4	20.0	14.3	18.8	19.3	19.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

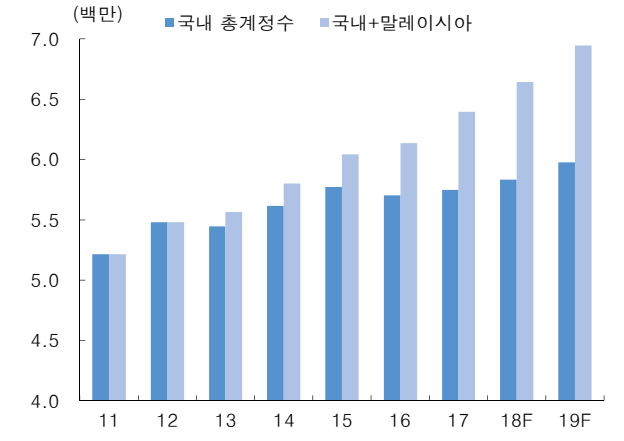
<표 3> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2015	2016	2017P	2018F	2019F
총 계정수	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,746	5,745	5,748	5,771	5,704	5,748	5,834	5,976
총 계정 순증	23	51	(114)	(28)	9	33	(1)	3	155	(68)	45	85	142
증감	2.4	2.3	0.1	(1.2)	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	2.8	(1.2)	0.8	1.5	2.4
렌탈 계정수 (기말)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,935	4,970	4,832	4,849	4,970	5,151	5,331
증감	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	0.0	2.3	2.5	5.0	0.4	2.5	3.6	3.5
렌탈 계정 순증	29	60	(98)	26	26	48	13	35	232	17	120	181	180
멤버십 계정수 (기말)	933	924	908	854	838	823	810	778	939	854	778	683	645
증감	(6.2)	(4.4)	(3.8)	(9.0)	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(7.6)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)
멤버십 계정 순증	(6)	(9)	(16)	(54)	(17)	(15)	(13)	(32)	(77)	(85)	(76)	(96)	(37)
신규 렌탈 판매	351	385	285	381	350	397	318	317	1,409	1,401	1,382	1,447	1,479
증감	3	3.8	(15.6)	5.8	(0)	3	11	(17)	5.9	(0.5)	(1.4)	4.7	2.2
렌탈 해지율	1.00	1.01	1.53	1.26	1.19	1.19	1.00	0.86	1.00	1.21	1.06	0.98	1.00
렌탈 ARPU	26,140	21,548	25,108	24,871	25,331	25,822	25,597	25,475	26,345	24,516	25,562	25,817	26,075
증감	0.0	(18.0)	(4.7)	(5.7)	(3.1)	19.8	1.9	2.4	2.0	(6.9)	4.3	1.0	1.0
멤버십 ARPU	15,279	15,256	15,317	15,131	14,895	14,734	14,657	14,397	15,311	15,568	14,771	14,476	14,476
증감	0.2	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	1.6	1.7	(5.1)	(2.0)	0.0

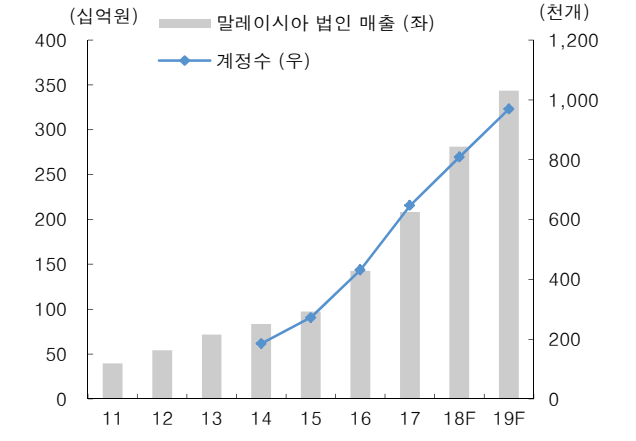
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 국내 가입자수 정체 국면, 해외 사업 성장



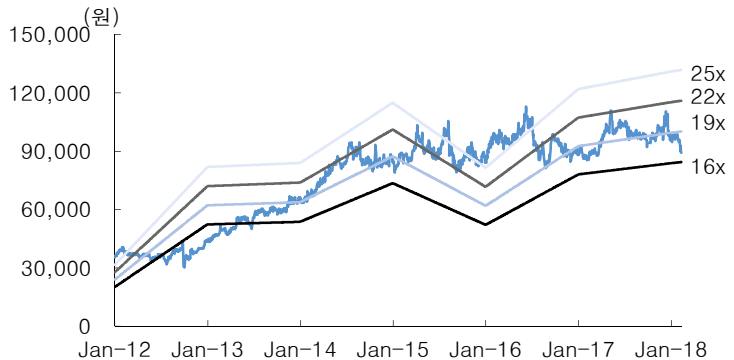
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 말레이시아 매출 고성장



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 코웨이 PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 1998년 렌탈비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하고 '코디(CODY)'를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 시장점유율 (정수기 45%, 공기청정기 44%, 비데 38%, 연수기 62%), 2016년 말 기준 약 570만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있다. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있다.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	781	825	878
현금성자산	116	66	76	80	85
매출채권및기타채권	283	323	327	346	368
재고자산	70	70	88	93	99
비유동자산	1,122	1,235	1,330	1,426	1,508
투자자산	51	52	55	58	62
유형자산	700	669	731	793	835
무형자산	169	183	194	205	218
자산총계	1,775	1,968	2,110	2,251	2,387
유동부채	473	735	806	817	817
매입채무및기타채무	259	255	284	301	320
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	121	123	126
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	928	941	943
지배주주지분	1,237	1,183	1,183	1,311	1,445
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127	127
기타자본	(103)	(159)	(258)	(258)	(258)
이익잉여금	1,177	1,180	1,279	1,408	1,543
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,183	1,311	1,444

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	500	600	616
당기순이익	343	243	326	374	394
유형자산감가상각비	220	225	229	243	257
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	(64)	(26)	(44)
기타	137	114	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(335)	(351)	(352)
유형자산투자	(329)	(328)	(290)	(304)	(299)
유형자산매각	9	15	0	0	0
투자자산순증	0	(43)	(4)	(4)	(5)
무형자산순증	(5)	(13)	(20)	(21)	(23)
기타	(4)	2	(21)	(22)	(25)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(156)	(245)	(259)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(227)	(245)
기타	7	(101)	(91)	(18)	(14)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	9	4	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,517	2,661	2,832
매출원가	729	812	799	838	898
매출총이익	1,586	1,564	1,718	1,823	1,934
판매관리비	1,123	1,225	1,240	1,310	1,395
영업이익	463	339	479	513	539
금융수익	1	1	1	1	2
이자수익	1	1	1	1	2
금융비용	4	6	27	16	16
이자비용	4	6	12	16	16
기타영업외손익	(6)	(10)	(13)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	439	498	525
법인세비용	111	80	113	125	131
연결당기순이익	343	243	326	374	394
지배주주지분순이익	343	244	327	374	394
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	326	373	393
지배주주지분포괄이익	334	243	326	373	393
EBITDA	691	572	716	765	806

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,502	5,190	5,466
BPS	17,654	17,891	19,586	21,301	23,089
DPS	2,800	3,200	3,200	3,400	3,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	5.9	5.7	6.4
영업이익증가율	27.1	(26.9)	41.2	7.1	5.2
순이익증가율	37.4	(29.0)	34.2	14.5	5.3
EPS증가율	37.5	(29.0)	37.3	15.3	5.3
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	25.2	6.8	5.4
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	19.0	19.3	19.0
순이익률	14.8	10.3	13.0	14.1	13.9
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.5	28.7	28.5
ROA	20.2	13.0	16.0	17.1	17.0
ROE	30.2	20.1	27.6	30.0	28.6
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.8	4.0
배당성향	60.6	96.3	69.5	65.5	65.9
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	366	357	347
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	44.1	39.8	36.1
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	21.7	17.2	16.3
PBR	4.8	4.9	5.0	4.2	3.9
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.3	8.8	8.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이(021240)	2015.12.11	매수	117,000원	-19.5	-13.7
	2016.05.04	중립	-	-	-
	2017.05.04	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 12일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.