

코웨이(021240)

물과 공기로 글로벌화 시동

투자 의견 '매수'로 상향, 목표주가 110,000원 제시

투자 의견을 '중립'에서 '매수'로 상향, 목표주가 11만원을 제시한다 (12MF PER 21배, 과거 3년 평균). 2년간의 실적 정체 구간을 지나 2018년부터 해외 사업이 주도하는 성장이 예상된다. 향후 2년간 매출액은 연평균 7%, 영업이익은 8%, EPS는 12% 증가할 전망이다. 배당수익률은 3.8%에 달하며 자사주 매입 및 소각 등 일관적인 주주 환원 정책은 차별화 포인트이다.

해외 사업 고성장, 2018년 매출 기여도 21%에 달할 것

해외 사업 매출 기여도는 금년 21%에 달할 전망이다. 중국 청정기 1위 브랜드인 필립스를 캡티브 바이어로 확보, 중국 사업이 꾸준히 성장세이고 최근 말레이시아 렌탈 사업 성장이 가파르다. 심각해지는 환경 문제로 인해 국내뿐 아니라 아시아 지역을 위주로 환경 가전 품목에 대한 수요가 늘어나고 있다. 동사는 각 시장에 맞는 제품 및 유통 전략으로 입지를 확대, 내수에 국한된 사업 구조에서 글로벌 기업으로 변화하고 있다.

국내 점유율 확대 노력, 신제품 출시와 렌탈 카테고리 확대

국내 계정수와 실적은 2년 동안 정체 국면이었다. 산업 경쟁 심화에 얼음 정수기 파동이 가세했다. 그러나, 최근 해지율은 유례없이 낮은 수준으로 하락, 정상화 국면이다. 금년은 MS가 하락했던 정수기에서 신제품 출시, 청정기, 비데 등 산업 성장성에 힘입어 계정수 확대가 재개될 전망이다. 2분기 의류 청정기 출시가 예상되며 이는 약 7년 만의 신규 렌탈 카테고리다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	2,315	2,376	2,517	2,680	2,878
영업이익(십억원)	463	339	473	516	554
세전이익(십억원)	454	324	439	502	540
순이익(십억원)	343	244	327	377	406
EBITDA(십억원)	691	572	710	769	822
순차입금(십억원)	(37)	210	366	356	344
영업이익률(%)	20.0	14.3	18.8	19.3	19.3
ROE(%)	30.2	20.1	27.6	30.2	29.2
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.3	3.8	4.0
EPS(원)	4,621	3,280	4,496	5,291	5,707
(EPS 증가율, %)	37.5	(29.0)	37.1	17.7	7.9
BPS(원)	17,654	17,891	19,581	21,674	23,693
DPS(원)	2,800	3,200	3,200	3,400	3,600
PER(x)	18.2	26.9	21.7	17.0	15.8
PBR(x)	4.8	4.9	5.0	4.2	3.8
EV/EBITDA(x)	9.2	11.8	10.4	8.9	8.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(상향)

목표주가: 110,000원

Stock Data

KOSPI(2/23)	2,452
주가(2/23)	90,100
시가총액(십억원)	6,741
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저가(원)	111,000/83,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,007
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.4/59.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 7인 27.0
	GIC Private Limited 7.3

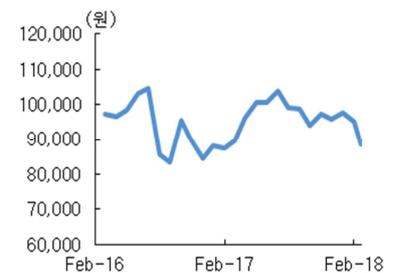
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	5,190	5,291	1.9
2019F	5,466	5,707	4.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.4)	(8.8)	(0.3)
KOSPI 대비(%p)	(4.0)	(12.4)	(16.6)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

리포트 작성 목적

- 코웨이 투자이건 상황 및 목표주가 11만원 제시
- 해외 사업 현황 점검 및 전망 제시
- 국내 사업 동향 및 전망 제시

I. '매수'로 상황, 목표주가 11만원 제시

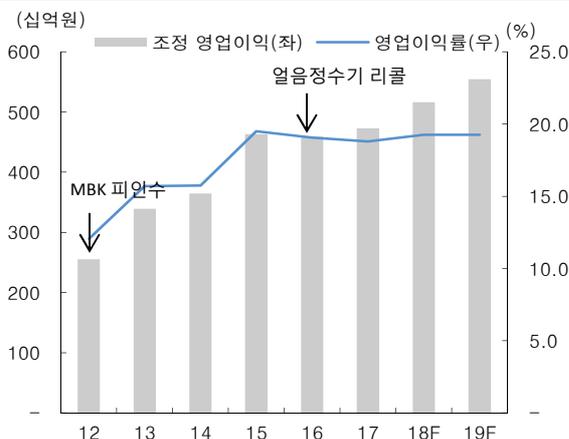
글로벌화 속도 내는 코웨이,
투자이건 '매수'로 상황,
목표주가 110,000원 제시

국내 1위 렌탈 업체인 코웨이 투자이건을 '중립'에서 '매수'로 상향하며 목표주가 110,000원 (12MF PER 21배, 과거 3년 평균)을 제시한다. 우리의 기존 '중립' 의견의 주요인은 국내 경쟁심화로 인한 계정수와 ARPU 정체기 진입, PEF 인수 이후 수익성 극대화 노력 이후 수익성 정체기 진입이었던 점이었다. 실제 과거 2년 국내 렌탈 시장 경쟁 심화 속에 니켈 정수기 파동으로 인한 충격까지 더해져 국내 계정수는 2015년 말 수준을 아직 밀돌고 있고 실적도 정체 국면이었다.

그러나 내수 사업으로 간주되었던 환경 가전/렌탈 모델이 아시아 지역에서 동사의 제품 경쟁력과 서비스 경쟁력에 힘입어 고성장, 해외 사업 호조는 국내 성장 정체 국면을 보완해주고 있다. 중국에서 공기청정기 1위 판매업체인 필립스를 캡티브 바이어로 확보해 중국 사업은 꾸준히 성장, 말레이시아 사업은 정수기 렌탈 모델로 고성장하고 있다. 환경 가전, 렌탈에 특화되어 제품 및 서비스 경쟁력을 갖춘 동사는 각 시장에 맞는 제품 및 유통 전략으로 입지를 확대해가고 있다. 환경 가전 품목은 최근 심각해지는 환경 문제와 더불어 국내뿐 아니라 산업화가 빠르게 진행된 아시아 지역을 위주로 수요가 늘어나고 있으며, 동사 또한 중국, 말레이시아 등 아시아 국가의 소득 수준 상승과 수요 확대에서 기회를 찾고 있다.

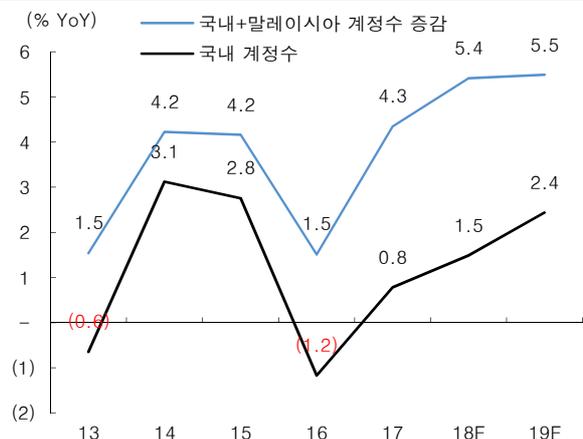
국내 사업 또한 지난 4분기 해약률이 최근 3년간 가장 낮은 수준으로 하락, 정상화 국면이다. 금년은 국내 점유율 확대를 위한 노력이 예상된다. 핵심 카테고리인 정수기, 청정기에서 신제품 출시와 신규 렌탈 카테고리 추가가 예상된다.

[그림 1] 2016~2017년 정체 구간, 금년부터 성장 재개



주: 2012년 일회성 재고 관련 비용 제거, 2016년 얼음 정수기 리콜 비용 제거
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 계정수는 2017년부터 이미 성장 회복



주: 국내+말레이시아 계정수
자료: 코웨이, 한국투자증권

2018~2019년
렌탈 7%대 성장:
계정수 5.5%,
ARPU 2.3% 성장

해외 사업 호조에 힘입어 향후 2년간 매출액과 영업이익은 연평균 각각 7%, 8% 증가할 전망이다. 렌탈(국내+말레이시아)이 전체 매출 비중의 75%로 가입자와 ARPU가 실적의 가장 큰 변수다. 렌탈 매출액은 2016~2017년 정체 구간에서 향후 2년간 7%대 증가가 가능할 것이다. 글로벌 계정수는 2016년 1.5% 가입자 증가를 바탕으로 2017년 재차 4.3% 증가세로 확대, 2018~2019년은 연평균 5%대 계정 증가가 가능할 전망이다. 합산 ARPU는 2%대 증가가 예상된다. 국내 ARPU 증가율은 1.5%로 예상 말레이시아 ARPU는 국내보다 약 30% 높다.

<표 1> 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2015	2016	2017	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	2,315	2,376	2,517	2,680	2,878	610	623	630	654	660	656	674	691
증감	7.2	2.6	5.9	6.5	7.4	(2.2)	12.3	7.9	6.4	8.1	5.2	7.0	5.7
렌탈 관련	1,671	1,592	1,651	1,695	1,755	407	416	414	413	417	421	426	430
증감	5.5	(4.7)	3.7	2.7	3.6	(3.7)	16.0	1.3	3.0	2.5	1.2	2.8	4.2
렌탈	1,491	1,424	1,506	1,568	1,640	370	380	379	379	384	389	395	400
증감	6.5	(4.5)	5.7	4.1	4.6	(2.8)	20.0	3.1	4.9	4.0	2.4	4.3	5.7
멤버십	180	168	145	127	115	38	37	36	34	33	32	31	30
증감	(2.1)	(6.7)	(13.6)	(12.3)	(9.1)	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(12.0)	(12.1)	(12.8)	(12.4)
금융리스	41	106	123	124	124	26	30	35	32	28	31	33	32
증감		158	16	1	-	20.5	5.6	30.0	11.3	10.0	2.0	(5.0)	0.8
일시불	171	196	192	200	208	46	50	47	49	48	51	50	50
증감	38.6	14.4	(1.9)	3.8	4.2	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	5.0	2.0	5.0	3.5
화장품	83	74	80	85	91	21	19	19	21	23	20	20	22
증감	3.4	(10.7)	7.4	6.6	7.0	4.0	8.1	7.2	10.7	8.0	8.0	5.0	5.4
수출	149	217	260	296	341	68	56	69	68	73	64	79	80
증감	(10.8)	45.1	19.9	14.1	15.0	19.9	(7.2)	42.6	30.0	8.0	15.0	15.0	18.7
자회사	239.2	273.9	327.2	438.2	551.9	72	84	82	99	101	103	105	128
증감	18.0	14.5	19.5	33.9	26.0	11.2	36.4	33.8	14.7	41.7	22.6	28.7	29.1
영업이익	463	339	473	516	554	121	121	124	107	131	127	131	127
증감	27.1	(26.9)	39.5	9.2	7.4	(2.2)	919.4	16.1	11.1	8.1	5.2	5.8	18.9
영업이익률	20.0	14.3	18.8	19.3	19.3	19.8	19.3	19.7	16.4	19.8	19.3	19.5	18.4

자료: 코웨이, 한국투자증권

<표 2> 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2015	2016	2017	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
총 계정수	5,771	5,704	5,748	5,834	5,976	5,713	5,746	5,745.1	5,748.3	5,753	5,788	5,808	5,834
총 계정 순증	155	(68)	45	85	142	9	33	(1)	3	5	35	20	25
증감	2.8	(1.2)	0.8	1.5	2.4	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	0.7	0.7	1.1	1.5
렌탈 계정수 (기말)	4,832	4,849	4,970	5,151	5,331	4,875	4,923	4,935	4,970	5,005	5,060	5,090	5,151
증감	5.0	0.4	2.5	3.6	3.5	0.3	0.0	2.3	2.5	2.7	2.8	3.1	3.6
렌탈 계정 순증	232	17	120	181	180	26	48	13	35	35	55	30	61
멤버십 계정수 (기말)	939	854	778	683	645	838	823	810	778	748	728	718	683
증감	(7.6)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.6)	(11.5)	(11.3)	(12.3)
멤버십 계정 순증	(77)	(85)	(76)	(96)	(37)	(17)	(15)	(13)	(32)	(30)	(20)	(10)	(36)
신규 렌탈 판매	1,409	1,401	1,382	1,447	1,479	350	397	318	317	360	425	334	328
증감	5.9	(0.5)	(1.4)	4.7	2.2	(0)	3	11	(17)	3	7	5	3
렌탈 해지율	1.00	1.21	1.06	0.98	1.00	1.19	1.19	1.00	0.86	0.91	0.95	0.96	0.89
렌탈 ARPU	26,345	24,516	25,562	25,817	26,075	25,331	25,822	25,597	25,475	25,676	25,752	25,920	26,052
증감	2.0	(6.9)	4.3	1.0	1.0	(3.1)	19.8	1.9	2.4	1.4	(0.3)	1.3	2.3
멤버십 ARPU	15,311	15,568	14,771	14,476	14,476	14,895	14,734	14,657	14,397	14,528	14,569	14,425	14,300
증감	1.6	1.7	(5.1)	(2.0)	0.0	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	(2.5)	(1.1)	(1.6)	(0.7)

자료: 코웨이, 한국투자증권

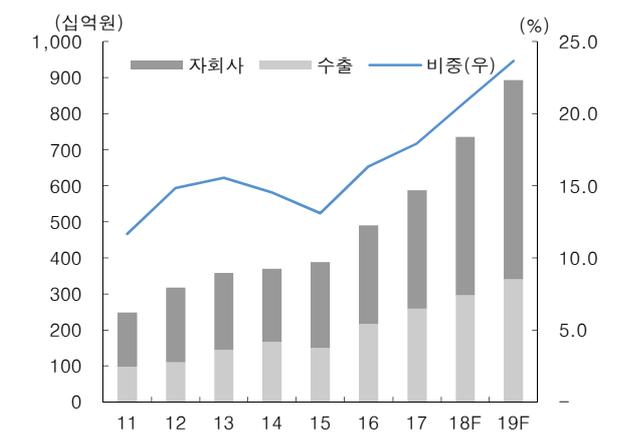
II. 해외 고성장: 말레이시아와 중국

1. 말레이시아가 1등 공신

내수 업체에서 글로벌 플레이어로

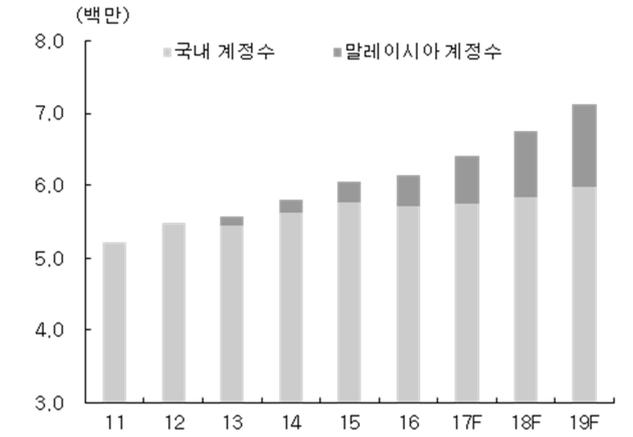
코웨이는 내수를 기반으로 성장, 2010년대부터 해외 사업이 두각을 나타냈으며 해외 사업 매출 비중은 금년 21%에 달할 전망이다. 말레이시아 렌탈과 중국향 청정기 수출이 주로, 최근 가장 눈부신 성장은 말레이시아 렌탈 사업이다. 동사는 2006년 말레이시아 시장에 진출, 2017년 64만 가입자로 글로벌 계정수의 10% 이상을 말레이시아에서 확보했다. 코웨이는 현재 가입자와 판매량 기준 모두 40% 이상의 점유율을 확보한 1위 업체로 말레이시아 사업은 2016, 2017년도를 기점으로 가입자가 급증하고 있다. 금년에도 약 26만 계정 순증이 가능할 전망이며 2019년 91만, 2020년에는 114만 가입자를 확보할 전망이다. 또한 말레이시아 ARPU는 국내보다 30% 이상 높아 ARPU 상승에도 기여할 것이다.

[그림 3] 해외 관련 매출 및 기여도



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 국내+말레이시아 계정수 전망



자료: 코웨이, 한국투자증권

말레이시아 정수기 시장 고성장 전망: 1) 소득 향상, 2) 수질 오염, 3) 수입 업체 들 공격적인 시장 진입

말레이시아 정수기 시장은 판매량 기준 2017년 약 70만대 수준으로 추정된다. 2015~2016년 40~50만대에 불과했으나 최근 수입 시장 고성장과 함께 시장이 크게 성장하고 있다. 보급률은 여전히 20%에 불과하다. 2020년 말레이시아 정수기 보급률이 35%까지 상승한다고 가정하면 향후 말레이시아 시장은 2020년 판매량 약 100만대 이상 시장으로 성장할 것이다.

말레이시아 소득 수준 상승, 심각한 수질 오염, 수입 업체들의 시장 진출에 힘입어 시장이 고성장할 것으로 예상된다. 코웨이의 국내 정수기 계정수가 급격하게 증가한 것은 국내 인당 GDP가 1만 달러를 돌파했을 때이며 말레이시아 소득 수준은 2011년부터 1만 달러를 돌파, 향후 중산층의 정수기 수요가 증가할 것이다. 또한 말레이시아는 수질 오염으로 인해 정수기 수요가 매우 높다. 정수기 수입 국가 중 8위이다. 말레이시아가 주요 시장으로 부상하면서 수입 업체들이 급증, 정수기 시장이 더욱 빠르게 형성될 것이다.

<표 3> 2019년부터 말레이시아에서 100만 가입자 시대 열릴 것

(단위: 명, 가구, 달러, %, 계정수)

	2017F	2018F	2019F	2020F
인구수	31,381,000	32,501,000	32,919,000	33,340,000
가구수	7,621,900	7,850,557	8,086,074	8,384,090
인당 GDP	9,660	10,490	11,442	12,448
정수기 보급률 가정	20.0	25.0	30.0	35.0
정수기 사용 가구	1,524,380	1,962,639	2,425,822	2,934,432
연간 정수기 판매량	700,000	805,000	925,750	1,064,613
코웨이 계정수	653,000	914,200	1,142,750	1,257,025
코웨이 판매량 가정	300,000	345,000	372,600	417,312
코웨이 순증	222,000	261,200	228,550	114,275
코웨이 판매량 기준 MS	42.9	42.9	40.2	39.2
코웨이 가입자 기준 MS	42.8	46.6	47.1	42.8

자료: IMF, 코웨이, 한국투자증권

2. 중국과 미국: 일시불로 시장 공략

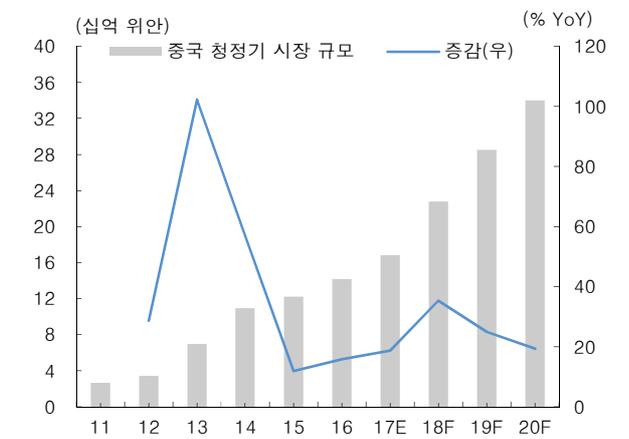
중국 공기 청정기 고성장

중국과 미주는 수출 위주로 성장이 예상된다. 중국 청정기 시장은 2017년 약 680만대 판매량에 2.8조원 시장 규모로 추정된다. 2017년 판매량 기준 한국 시장 규모의 4배 이상, 금액 기준 약 2배다. 동사는 중국 시장 1위 브랜드인 필립스 청정기의 90% 이상을 공급하고 있다. 자체 브랜드 사업을 영위하지는 못하고 있으나 2017년 필립스에만 약 60만대를 판매, 국내 판매량의 약 2배에 달했다. 중국 시장은 과거 5년간 연평균 37% 성장했으나 보급률은 10% 미만으로 추정된다. 보급률이 아직 낮아 산업 고성장 국면으로 업계 자료에 따르면 2020년까지 연평균 25% 성장이 예상된다. 동사의 필립스향 수출도 두자리수 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 필립스는 코웨이 청정기를 중국 뿐 아니라 인도 등 아시아 등지에도 판매하고 있다.

아시아권 공기청정기 시장 성장성 높을 것

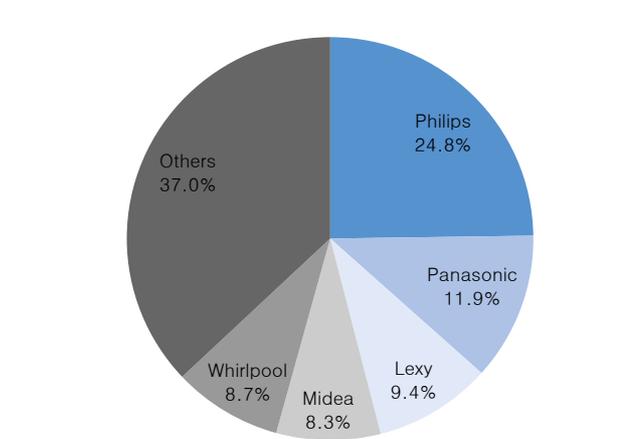
중국을 비롯한 범 아시아권에서 공기청정기 시장의 장기적인 성장 가능성은 높다. WHO는 대기오염 관련 사망 중 90% 정도가 저소득 혹은 중소득 국가들에 집중되고 있다고 밝혔으며 베트남, 인도 같은 동남아 및 아시아 태평양 연안 국가들의 대기질 수치는 매우 나쁜 수준이다.

[그림 5] 중국 청정기 시장 성장성



자료: 중국 정보산업망

[그림 6] 중국 청정기 시장 점유율



자료: 업계자료, 한국투자증권

미주 Amazon 통한 판로 확보 노력

미국은 2017년 매출 650억원을 기록, 매출 비중은 아직 약 3%에 불과하다. 미국은 기존 렌탈 사업 외에 작년 Amazon을 통해 공기청정기 판매를 시작, 최근 정수기 판매도 시작되었다. 메이저 가전 업체들이 기존 유통망과의 이해관계 충돌로 Amazon을 적극적으로 활용하지 못하는 한편 동사는 초기부터 Amazon을 주요 유통 채널로 활용하고 있다. 환경 가전 렌탈이 활성화되지 않은 미국 시장에서는 일시불로 판매, 작년 3분기에만 Amazon 매출액은 약 20억원 발생했다. 현재 Alexa 연동 서비스를 제공하고 있으며 적정 시점에 소비자에게 리필 용품을 보내주는 DRS(Dash Replenishment System) 또한 시작할 예정이다. 소비자들의 이용 편의성을 강화시키는 노력의 일환이다.

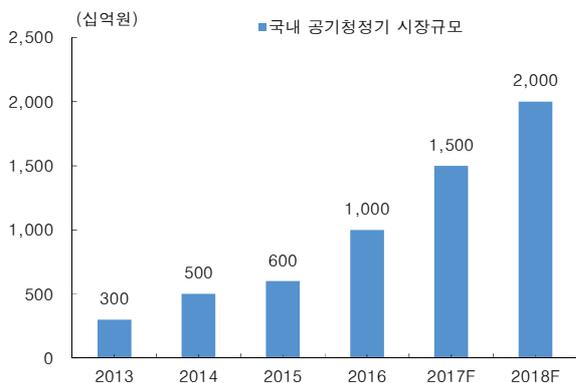
III. 국내 사업: 산업 성장과 신제품 효과

품목 다각화, 정수기를 제외하고는 양호한 계정수 증가

국내 경쟁 심화에 대한 우려가 높다. 과거에 비해 경쟁 구도가 달라진 것은 사실이다. 2위권 업체인 쿠쿠전자, SK매직이 모두 100만 가입자를 훌쩍 넘어섰고, 정수기 품목만 보았을 때는 경쟁이 더욱 치열하다. 그러나 우리는 동사의 환경 가전 품목이 소득 수준 상승과 환경 문제로 인해 구조적인 성장세라는 데 주목한다. 실제 최근 계정 추이를 보았을 때 정수기를 제외하고는 모두 계정수가 증가 추세이고 이는 산업 성장에 기인한다고 판단된다.

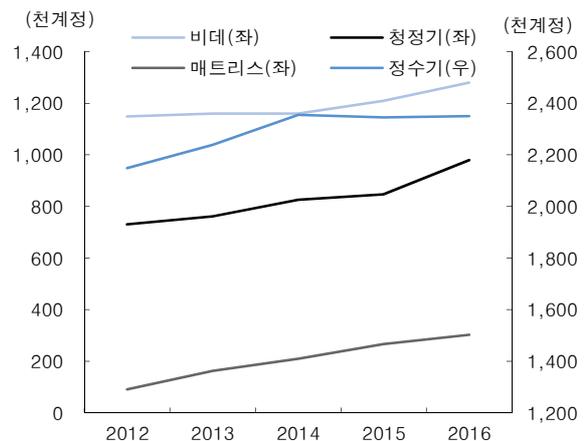
대표적으로 공기청정기 시장은 금년 2조원으로 전망, 2013년 기준 약 3,000억원으로 추정되던 데 비하면 7배 가까이 늘어나는 셈이다. 판매량도 금년부터 약 200만대에 육박할 것인데, 청정기의 경우 가정 내 2~3대 수요가 형성될 수 있고 시장 규모가 커진 상태에서 신제품 등 혁신 제품 등장으로 꾸준한 시장 성장에 예상된다. 비데와 매트리스 계정수 또한 꾸준히 증가 추세다.

[그림 7] 국내 청정기 시장 고성장



자료: 중국 정보산업망

[그림 8] 국내 품목별 계정수



자료: 업계자료, 한국투자증권

2017년 주력 카테고리에서 신제품 출시

금년은 국내 점유율 확대를 위한 노력이 예상된다. 우리의 계정 순증 가정은 8만으로 전년보다 소폭 증가하는 것이다. 회사 가이던스는 27만에 달한다. 2016, 2017년은 경쟁 심화 요인을 제외해도 연수기를 일시불 판매로 전환하면서 가입

자 이탈이 일부 불가피했다. 또한 만기도래 계정 증가가 있었던 것으로 판단된다. 2011~2012년 36만, 27만 순증을 기록하며 크게 증가한 가입자가 5년 만기 도래 계정으로 이어졌고, 2016년 얼음 정수기 사태와 맞물려 가입자 이탈을 막기 위한 해지율 관리에 주력했던 것으로 파악된다. 결과적으로 해지율은 2016년 1.21%에서 작년 1.01%로, 분기별로는 4분기에 0.86%로 하락하면서 최근 3년간 가장 낮은 수준으로 하락했다. 가입자 이탈 우려는 일단락되었다.

금년은 정수기, 청정기, 매트리스를 위주로 신제품 출시가 예상된다. 정수기는 경쟁사들이 두각을 나타낸 직수 정수기 시장을 공략하기 위한 신제품 출시가 예상된다. 청정기는 기존 프리미엄 제품 위주에서 보급형 신제품을 출시할 예정이다. 기존 매트리스 외에 ‘모션 베드’, ‘에어 매트리스’ 등 신제품 출시가 예상된다.

2017년 주력 카테고리에서 신제품 출시

상반기 중 ‘의류청정기’가 출시될 예정이다. 5번째 렌탈 카테고리가 될 것이다. 소비자 반응 및 가입자 확보는 확인 요인이다. 유사한 제품인 LG전자의 ‘트롬스타 일러’는 월 1만 대 이상 판매, 월 렌탈 가격은 4만~5만원 수준이다. 렌탈 가격이 유사하게 책정될 경우 국내 ARPU 24,000원보다 높을 것이다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

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.

■ 용어해설

- 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	831	893
현금성자산	116	66	76	80	86
매출채권및기타채권	283	323	327	348	374
재고자산	70	70	88	94	101
비유동자산	1,122	1,235	1,330	1,430	1,519
투자자산	51	52	55	59	63
유형자산	700	669	731	793	835
무형자산	169	183	194	206	222
자산총계	1,775	1,968	2,110	2,262	2,412
유동부채	473	735	807	822	820
매입채무및기타채무	259	255	284	303	325
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	121	124	127
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	928	945	947
지배주주지분	1,237	1,183	1,182	1,317	1,466
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	1,414	1,564
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,182	1,316	1,465

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	500	602	620
당기순이익	343	243	326	377	405
유형자산감가상각비	220	225	229	243	257
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	(63)	(27)	(52)
기타	137	114	(1)	(1)	0
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(335)	(356)	(359)
유형자산투자	(329)	(328)	(290)	(304)	(299)
유형자산매각	9	15	0	0	0
투자자산순증	0	(43)	(4)	(4)	(5)
무형자산순증	(5)	(13)	(20)	(22)	(26)
기타	(4)	2	(21)	(26)	(29)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(156)	(241)	(255)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(227)	(242)
기타	7	(101)	(91)	(14)	(13)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	9	5	6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,517	2,680	2,878
매출원가	729	812	799	844	912
매출총이익	1,586	1,564	1,718	1,836	1,966
판매관리비	1,123	1,225	1,246	1,320	1,411
영업이익	463	339	473	516	554
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)	(8)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	439	502	540
법인세비용	111	80	113	126	135
연결당기순이익	343	243	326	377	405
지배주주지분순이익	343	244	327	377	406
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	325	376	404
지배주주지분포괄이익	334	243	326	376	405
EBITDA	691	572	710	769	822

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,496	5,291	5,707
BPS	17,654	17,891	19,581	21,674	23,693
DPS	2,800	3,200	3,200	3,400	3,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	5.9	6.5	7.4
영업이익증가율	27.1	(26.9)	39.5	9.2	7.4
순이익증가율	37.4	(29.0)	34.0	15.5	7.6
EPS증가율	37.5	(29.0)	37.1	17.7	7.9
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	24.2	8.2	6.9
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	18.8	19.3	19.3
순이익률	14.8	10.3	13.0	14.1	14.1
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.2	28.7	28.5
ROA	20.2	13.0	16.0	17.2	17.3
ROE	30.2	20.1	27.6	30.2	29.2
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.8	4.0
배당성향	60.6	96.3	69.6	64.1	63.1
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	366	356	344
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	44.1	39.6	35.6
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	21.7	17.0	15.8
PBR	4.8	4.9	5.0	4.2	3.8
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.4	8.9	8.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이(021240)	2016.02.18	매수	117,000원	-17.9	-13.7
	2016.05.04	중립	-	-	-
	2017.05.04	1년경과	-	-	-
	2018.02.25	매수	110,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 25일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 중립 : 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
- 중립 : 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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.