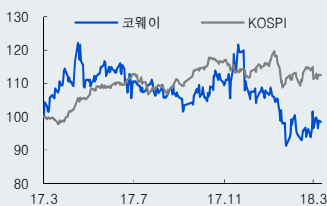


투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	125,000원
현재주가(18/04/02)	89,500원
상승여력	40%

영업이익(18F,십억원)	524
Consensus 영업이익(18F,십억원)	519
EPS 성장률(18F,%)	13.2
MKT EPS 성장률(18F,%)	16.0
P/E(18F,x)	18.3
MKT P/E(18F,x)	9.3
KOSPI	2,444.16
시가총액(십억원)	6,605
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	70.4
외국인 보유비중(%)	59.8
배타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	83,000
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	-4.8	-7.0
상대주가	2.5	-6.7	-17.8



[화장품/생활용품/면세]

함승희
 02-3774-1682
 regina.hahm@miraeasset.com

김민경
 02-3774-1732
 minkyung.kim.a@miraeasset.com

코웨이 (021240)

선진형 소비의 대표 주자

소비 선진화와 동행하는 장기 성장성

코웨이의 사업 포트폴리오는 크게 환경가전과 렌탈 시스템의 결합으로 축약할 수 있다. 환경가전은 냉장고, 세탁기 등 일반 가전 제품과 달리 필수성에 의해 자연적으로 소비되는 제품으로 보기 힘들다. 소비의 성숙화 및 고도화 과정에서 삶의 질에 대한 인지가 강화되며 수요가 증가하는 영역에 있다고 분석할 수 있다. 합리적 소비가 아닌, “선택적” 소비의 패턴이다.

근래 심화되는 환경 문제는 절대적 환경 변화뿐 아니라 국내 소비자가 체감하는 민감도 변화와도 연계되어 있다. 대기의 질을 측정하는 시스템의 고도화로 과거보다 기사화될 수 있는 데이터가 풍부해지기도 했지만, 근본적으로 소비자들의 적극적인 관심이 환경에 대한 인지를 높이는 결정적 요인이 되기 때문이다.

변화하는 기저 환경에서 하이엔드 제품 중심으로 구성되어 있는 코웨이의 포트폴리오가 꾸준한 수요 증가를 견인할 수 있는 이유는 렌탈 시스템이 제공하는 비용 부담 분산의 효용과 코디 조직의 세심한 서비스 역량에 근거한다(17년 렌탈 계정 증가율 +2.5% YoY). 코디의 관리 서비스는 환경가전의 효용을 지지하는 필요 조건인데, 코웨이와 같이 견고한 조직을 구축한 업체는 전무하다. **18F 신규 렌탈 판매량은 전년대비 11.8% 증가한 154.5만대로 추정한다.**

신규 렌탈 상품 런칭과 해외 포트폴리오 확대로 성장 모멘텀 다변화 기대

코웨이는 2011년 하반기 매트리스 렌탈 사업을 런칭한 이후 상당기간 신규 제품의 공백기에 있었다. 약 8년이 지난 당 해에는 3분기경 신규 렌탈 상품인 의류청정기를 런칭할 예정이다. 과거 정수기, 청정기 등 영역에서의 혁신적인 제품 런칭을 통해 신규 시장 수요를 개척한 전례와 같이, 신제품은 의류 관리에 제한된 기존 제품에 청정의 기능을 결합한 새로운 형태의 공개로 다변화된 수요를 타겟한다. 특히 렌탈 시스템과의 결합은 일시불의 부담에 의한 소비 증가의 캡을 효율적으로 해소하고 잠재 시장 규모의 확대를 촉발할 것으로 기대한다.

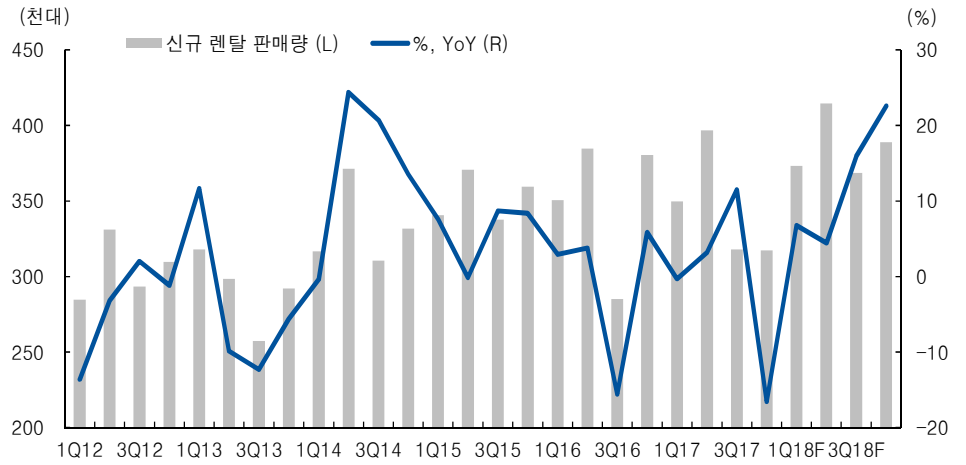
해외 시장에서의 모멘텀도 풍부하다. 한국형 정수기 렌탈 모델이 가장 성공적으로 구축된 말레이시아에서는 시스템 안정화에 따른 유의미한 수익성 개선을 기대할 수 있다(4Q17 영업이익률 11.7%, 4Q16 5.2% 대비 6.5%p 개선). 미국은 아마존과의 협업 강화(정수기 신규 런칭)로 인한 모멘텀을 기대할 수 있으며, 중국에서는 근래 시장의 관심이 높아지는 비데와 관련한 보다 적극적인 전략이 수립될 전망이다.

코웨이의 18F 연결기준 실적은 매출액 2조 7,316억원(+8.5% YoY), 영업이익 5,244억원(+10.8% YoY), 영업이익률 19.2%로 추정한다. 내수 소비에 의존하는 기본 특성상 두 자리수의 외형 성장을 기대하기는 어렵지만, 지속적으로 위축되는 기저 환경을 감안할 때 상당히 우호적인 성장 잠재력으로 판단한다. 코웨이에 대한 “매수” 투자의견과 목표주가 12만 5천 원을 유지하여 제시한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	2,315	2,376	2,517	2,732	2,855	3,026
영업이익 (십억원)	463	339	473	524	553	578
영업이익률 (%)	20.0	14.3	18.8	19.2	19.4	19.1
순이익 (십억원)	343	244	326	362	377	392
EPS (원)	4,449	3,167	4,328	4,900	5,106	5,318
ROE (%)	30.2	20.1	30.1	35.6	34.8	34.1
P/E (배)	18.9	27.9	22.6	18.3	17.5	16.8
P/B (배)	4.8	4.9	6.3	5.4	5.1	4.9
배당수익률 (%)	3.3	3.6	3.3	4.6	4.9	4.9

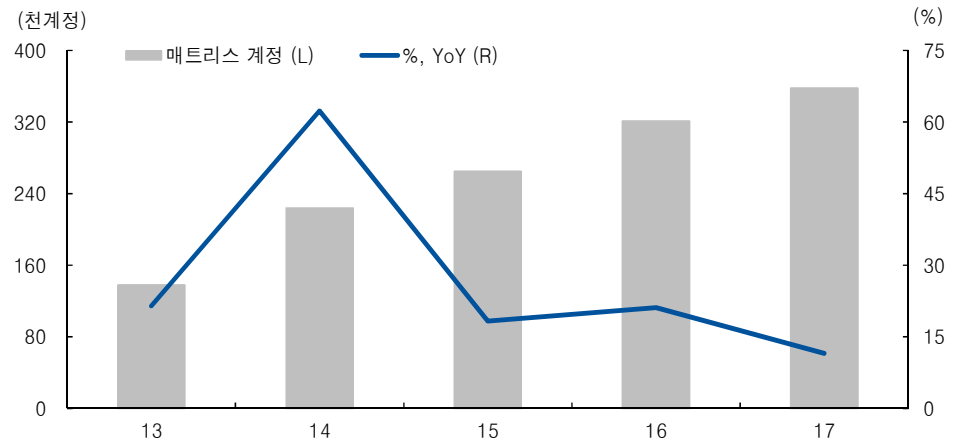
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 분기별 신규 렌탈 판매량 추이 및 전망



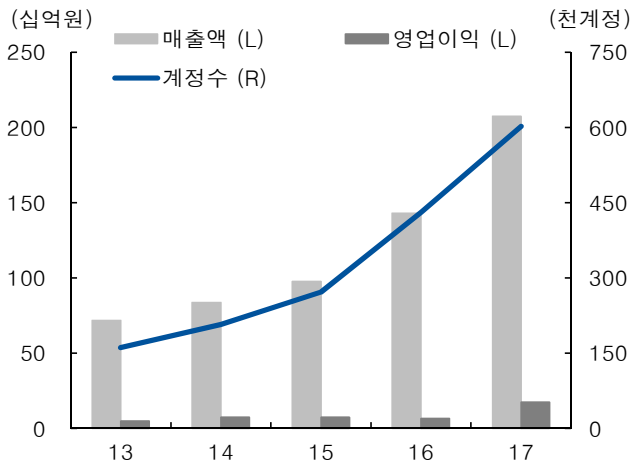
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 연도별 매트리스 렌탈 계정 및 성장률 추이



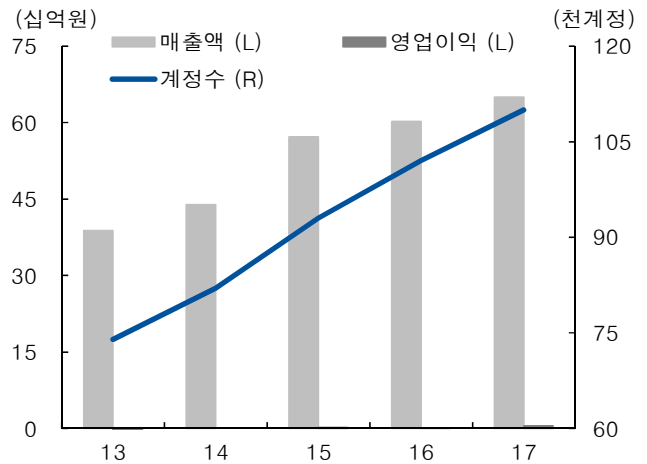
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 말레이시아 법인 실적과 계정수 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 미국 법인 실적과 계정수 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

선진형 소비의 대표 주자

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	2,517	2,732	2,855	3,026
매출원가	798	837	877	900
매출총이익	1,719	1,895	1,978	2,126
판매비와관리비	1,246	1,370	1,425	1,548
조정영업이익	473	524	553	578
영업이익	473	524	553	578
비영업손익	-33	-30	-37	-41
금융손익	-11	-13	-12	-11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	440	494	516	537
계속사업법인세비용	114	133	140	146
계속사업이익	326	361	376	391
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	326	361	376	391
지배주주	326	362	377	392
비지배주주	0	-1	-1	-1
총포괄이익	333	361	376	391
지배주주	333	362	377	392
비지배주주	0	-1	-1	-1
EBITDA	708	761	797	831
FCF	217	302	341	320
EBITDA 마진율 (%)	28.1	27.9	27.9	27.5
영업이익률 (%)	18.8	19.2	19.4	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.0	13.3	13.2	13.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	791	787	800	877
현금 및 현금성자산	110	119	150	206
매출채권 및 기타채권	331	305	270	286
재고자산	75	77	83	88
기타유동자산	275	286	297	297
비유동자산	1,367	1,388	1,400	1,403
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	712	729	737	736
무형자산	184	184	184	184
자산총계	2,159	2,175	2,200	2,281
유동부채	1,125	1,073	1,035	1,042
매입채무 및 기타채무	220	225	235	240
단기금융부채	670	610	560	560
기타유동부채	235	238	240	242
비유동부채	52	52	52	52
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	40	40	40	40
부채총계	1,177	1,125	1,087	1,094
지배주주지분	982	1,052	1,115	1,190
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	129	129	129	129
이익잉여금	963	1,032	1,095	1,170
비지배주주지분	0	-1	-2	-3
자본총계	982	1,051	1,113	1,187

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	554	628	667	646
당기순이익	326	361	376	391
비현금수익비용가감	476	378	400	414
유형자산감가상각비	227	229	237	245
무형자산상각비	8	8	8	8
기타	241	141	155	161
영업활동으로인한자산및부채의변동	-148	21	31	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-59	30	36	-15
재고자산 감소(증가)	-6	-2	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	7	3	4
법인세납부	-100	-133	-140	-146
투자활동으로 인한 현금흐름	-290	-251	-258	-259
유형자산처분(취득)	-323	-245	-245	-245
무형자산감소(증가)	-8	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-5	-3	-4
기타투자활동	27	7	-2	-2
재무활동으로 인한 현금흐름	-218	-368	-378	-330
장단기금융부채의 증가(감소)	330	-60	-50	0
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-409	-293	-314	-317
기타재무활동	-141	-15	-14	-13
현금의 증가	44	9	31	56
기초현금	66	110	119	150
기말현금	110	119	150	206

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	22.6	18.3	17.5	16.8
P/CF (x)	9.2	9.0	8.5	8.2
P/B (x)	6.3	5.4	5.1	4.9
EV/EBITDA (x)	11.0	9.3	8.7	8.3
EPS (원)	4,328	4,900	5,106	5,318
CFPS (원)	10,640	9,995	10,519	10,918
BPS (원)	15,397	16,548	17,402	18,419
DPS (원)	3,200	4,100	4,400	4,400
배당성향 (%)	71.3	81.8	84.5	81.1
배당수익률 (%)	3.3	4.6	4.9	4.9
매출액증가율 (%)	5.9	8.5	4.5	6.0
EBITDA증가율 (%)	23.8	7.5	4.7	4.3
조정영업이익증가율 (%)	39.5	10.8	5.5	4.5
EPS증가율 (%)	36.7	13.2	4.2	4.2
매출채권 회전을 (회)	8.3	9.1	10.7	11.8
재고자산 회전을 (회)	34.7	36.0	35.7	35.5
매입채무 회전을 (회)	14.1	14.5	14.0	13.7
ROA (%)	15.8	16.7	17.2	17.5
ROE (%)	30.1	35.6	34.8	34.1
ROIC (%)	24.6	25.9	27.4	28.6
부채비율 (%)	119.8	107.0	97.7	92.2
유동비율 (%)	70.4	73.3	77.3	84.2
순차입금/자기자본 (%)	52.1	42.2	32.5	25.8
조정영업이익/금융비용 (x)	38.3	36.2	40.0	44.9

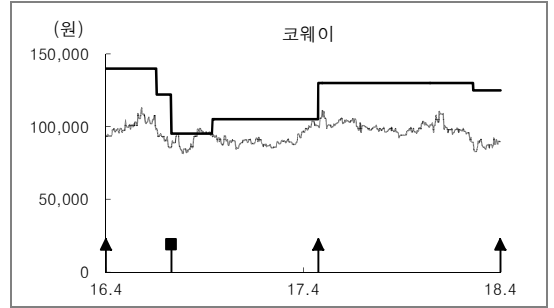
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

선진형 소비의 대표 주자

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코웨이(021240)				
2018.02.12	매수	125,000	-	-
2017.05.01	매수	130,000	-23.27	-14.62
2016.10.17	Trading Buy	105,000	-13.36	-0.95
2016.08.02	Trading Buy	95,000	-4.70	3.79
2016.07.06	매수	122,000	-25.14	-20.41
2016.02.17	매수	140,000	-29.07	-19.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(━), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 코웨이(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.