

코웨이(021240)

1Q18 Preview: 잠재력이 드러나는 시기

컨센서스 부합 예상, 국내 계정수 증가할 것

1분기 매출액은 전년대비 8% 증가한 6,561억원, 영업이익은 6% 증가한 1,279억원(영업이익률 19.5%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 국내 렌탈 관련(렌탈+멤버십) 매출액(비중 64%)이 전년대비 3% 증가할 전망이다. 1분기 렌탈 판매는 전년대비 5% 증가하고 해지율이 약 1%로 안정화되면서 렌탈 계정 순증은 최근 2년 내 가장 높은 수준인 6만 계정 순증으로 예상된다. 총 계정수는 전년대비 1.1% 증가가 예상된다. 비렌탈 부문(수출, 일시불, 화장품, 기타) 매출액이 전년대비 4% 증가할 전망이다. 자회사 중 주력 자회사인 말레이시아 매출액이 약 40% 이상 증가하고 미국도 15% 이상 증가하면서 전체 성장을 견인할 전망이다.

해외 확장성 가시화되고 있다

해외 사업 호조가 긍정적이다. 중국, 미국을 포함한 해외 사업 전체 비중은 금년 21%에 달해 해외 사업 확장이 긍정적이다. 2018~2019년 연평균 매출액 증가율은 7.5%로 예상, 말레이시아 매출 증가가 성장률을 약 3%p 제고하는 효과가 있다. 해외 합산 전체 계정수는 전년대비 6%, ARPU는 2%대 상승하여 과거 2년간 정체 국면에서 벗어날 것이다. 말레이시아는 수질이 나쁘고 정수기 보급률이 약 20% 수준에 불과하다. 작년 말 65만 계정을 차지, 코웨이 글로벌 계정 비중 10%를 상회, 금년에도 20만 이상 계정 순증이 예상된다. 중국향 청정기 ODM 수출도 꾸준히 증가 추세다. 중국의 소비 시즌이 하반기에 집중되면서 청정기 ODM은 상저 하고로 예상된다. 그 외 미주 지역에 아마존을 통한 일시불 판매, 태국 렌탈 사업 확대, 중장기적으로 중국 정수기 사업 진출 가능성 등에 주목할 만하다.

국내 경쟁력 제고와 산업 성장 고무적

우려했던 국내 사업도 금년 유의미한 렌탈 계정 증가가 예상된다. 렌탈 계정은 4.4%, 전체 계정수는 2.2% 증가할 것이다. 경쟁과 품질 저하 우려가 있었던 정수기에서 계정수가 1분기에 증가한 것으로 파악된다. 청정기, 매트리스는 산업 성장에 힘입어 양호하고 금년 정수기와 청정기에서 신제품 출시가 2분기부터 예정되어 있다. 의류청정기, 연수기 등 렌탈 카테고리 추가도 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,376	339	244	3,280	(29.0)	572	26.9	11.8	4.9	20.1	3.6
2017A	2,517	473	326	4,484	36.7	708	21.8	10.8	6.3	30.1	3.3
2018F	2,697	516	375	5,205	16.1	767	17.0	9.0	5.1	35.8	3.8
2019F	2,908	554	403	5,588	7.4	819	15.8	8.4	4.6	34.1	4.1
2020F	3,130	605	442	6,130	9.7	885	14.4	7.7	4.1	32.8	4.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

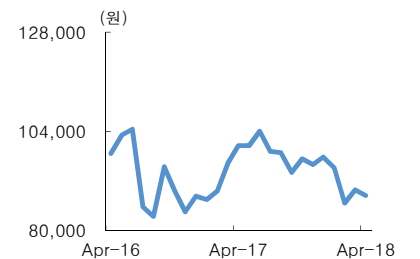
Stock Data

KOSPI(4/4)	2,408
주가(4/4)	88,400
시가총액(십억원)	6,524
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저가(원)	111,000/83,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,221
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.4/59.9
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 7인 27.4
	GIC Private Limited 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.0	(6.0)	(8.3)
KOSPI 대비(%p)	2.8	(6.5)	(19.7)

주가추이



자료: WISEFn

나은채

ec.na@truefriend.com

투자 의견 '매수', 목표주가 11만원 유지

향후 2년간 매출액은 연평균 8%, 영업이익은 8%, EPS는 12% 증가할 전망이다. 배당수익률은 3.8%에 달하며 자사주 매입 및 소각 등 일관된 주주 환원 정책은 차별화 포인트이다 정수기, 청정기 등 환경 가전 제품은 국내뿐 아니라 대기질과 수질 오염이 심각한 문제로 대두되는 아시아 지역에서 성장 잠재력이 있다. 12MF PER 17배로 최근 3년간 밴드에서 하단이다. 꾸준한 실적 개선, 금년 국내외 사업 확장, 배당 매력을 감안 시 점진적인 주가 상승이 예상된다.

<표 1> 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	610	623	630	654	656	659	677	705	2,315	2,376	2,517	2,697	2,908
증감	(2.2)	12.3	7.9	6.4	7.5	5.7	7.5	7.8	7.2	2.6	5.9	7.1	7.9
렌탈 관련	407	416	414	413	417	424	429	430	1,671	1,592	1,651	1,701	1,775
증감	(3.7)	16.0	1.3	3.0	2.5	1.9	3.5	4.2	5.5	(4.7)	3.7	3.0	4.4
렌탈	370	380	379	379	384	392	398	400	1,491	1,424	1,506	1,574	1,660
증감	(2.8)	20.0	3.1	4.9	4.0	3.3	5.1	5.7	6.5	(4.5)	5.7	4.5	5.4
멤버십	38	37	36	34	33	32	31	30	180	168	145	127	115
증감	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(12.0)	(12.1)	(12.8)	(12.4)	(2.1)	(6.7)	(13.6)	(12.3)	(9.1)
금융리스	26	30	35	32	28	31	33	32	41	106	123	124	124
증감	20.5	5.6	30.0	11.3	10.0	2.0	(5.0)	0.8	0.0	157.9	16.4	1.4	0.0
일시불	46	50	47	49	47	51	50	51	171	196	192	200	208
증감	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	3.0	2.0	5.0	5.4	38.6	14.4	(1.9)	3.8	4.2
화장품	21	19	19	21	22	20	20	22	83	74	80	85	91
증감	4.0	8.1	7.2	10.7	5.0	8.0	5.0	8.4	3.4	(10.7)	7.4	6.6	7.0
수출	68	56	69	68	71	64	79	82	149	217	260	296	341
증감	19.9	(7.2)	42.6	30.0	5.0	15.0	15.0	21.7	(10.8)	45.1	19.9	14.1	15.0
기타	4	4	4	3	4	4	5	6	89	21	15	19	19
증감	(32.6)	(9.9)	(27.4)	(29.0)	7.0	7.0	10.0	66.7	52.2	(76.7)	(25.5)	20.8	1.0
자회사	72	84	82	99	101	103	105	138	239	274	337	448	562
증감	11.2	36.4	33.8	14.7	41.7	22.6	28.7	39.3	18.0	14.5	23.1	32.9	25.4
영업이익	121	121	124	107	128	128	131	130	463	339	473	516	554
증감	(2.2)	919.4	16.1	11.1	5.8	5.7	5.2	21.6	27.1	(26.9)	39.5	9.2	7.2
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	19.5	19.3	19.3	18.5	20.0	14.3	18.8	19.1	19.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

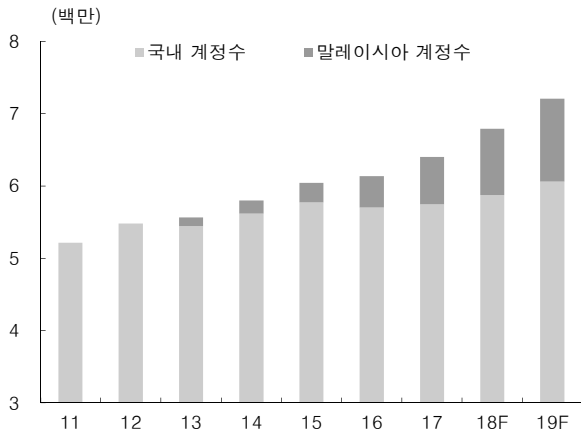
<표 2> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
총 계정수	5,713	5,746	5,745.1	5,748.3	5,778	5,828	5,848	5,873	5,771	5,704	5,748	5,873	6,062
총 계정 순증	9	33	(1)	3	30	50	20	25	155	(68)	45	125	189
증감	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	1.1	1.4	1.8	2.2	2.8	(1.2)	0.8	2.2	3.2
렌탈 계정수 (기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,030	5,100	5,140	5,191	4,832	4,849	4,970	5,191	5,417
증감	0.3	0.0	2.3	2.5	3.2	3.6	4.1	4.4	5.0	0.4	2.5	4.4	4.4
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	60	70	40	51	232	17	120	221	226
멤버십 계정수 (기말)	838	823	810	778	748	728	708	683	939	854	778	683	645
증감	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.6)	(11.5)	(12.5)	(12.3)	(7.6)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(30)	(20)	(20)	(26)	(77)	(85)	(76)	(96)	(37)
신규 렌탈 판매	350	397	318	317	367	425	334	361	1,409	1,401	1,382	1,487	1,525
증감	(0.3)	3.2	11.5	(16.6)	5.0	7.0	5.0	13.8	5.9	(0.5)	(1.4)	7.6	2.6
렌탈 해지율	1.19	1.19	1.00	0.86	0.97	1.02	0.96	0.72	1.00	1.21	1.06	0.98	0.98
렌탈 ARPU	25,331	25,822	25,597	25,475	25,612	25,789	25,895	25,823	26,345	24,516	25,562	25,817	26,075
증감	(3.1)	19.8	1.9	2.4	1.1	(0.1)	1.2	1.4	2.0	(6.9)	4.3	1.0	1.0
멤버십 ARPU	14,895	14,734	14,657	14,397	14,528	14,569	14,526	14,403	15,311	15,568	14,771	14,476	14,476
증감	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	(2.5)	(1.1)	(0.9)	0.0	1.6	1.7	(5.1)	(2.0)	0.0

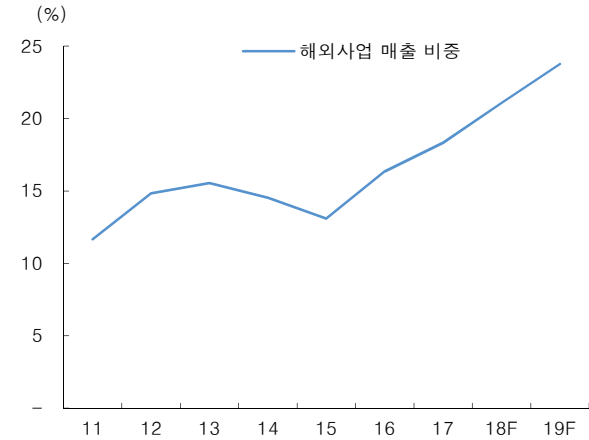
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 국내 가입자 수 정체 국면, 해외사업 성장



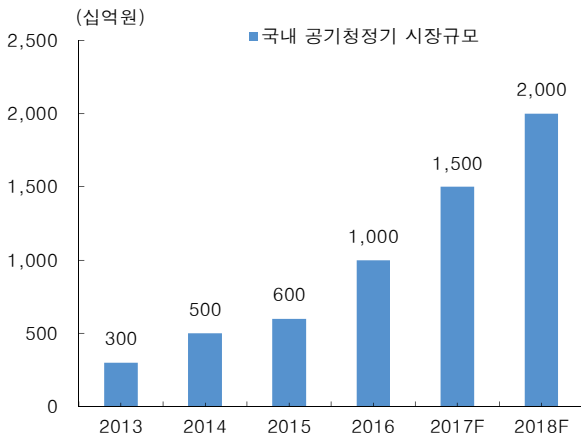
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 해외 사업 매출 비중



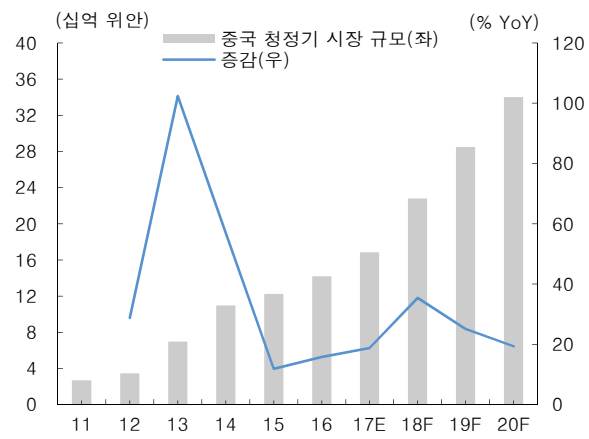
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 국내 청정기 사업 금년 2조원 예상



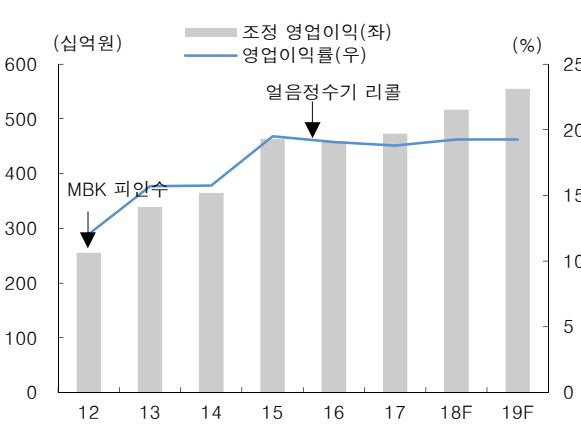
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 중국 청정기 사업



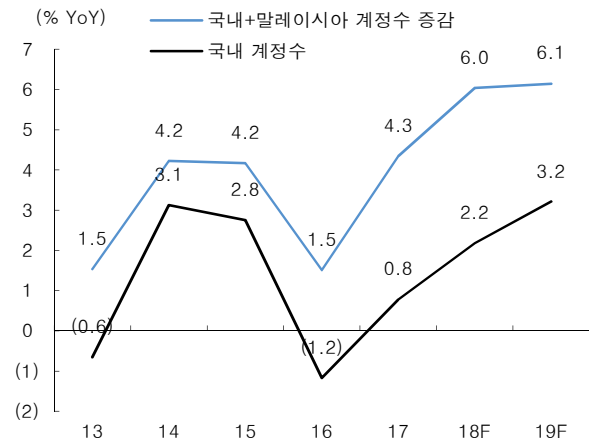
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 2016~2017년 정체 구간, 금년부터 성장 재개



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 6] 글로벌 계정수는 2017년부터 이미 성장 회복



자료: 코웨이, 한국투자증권

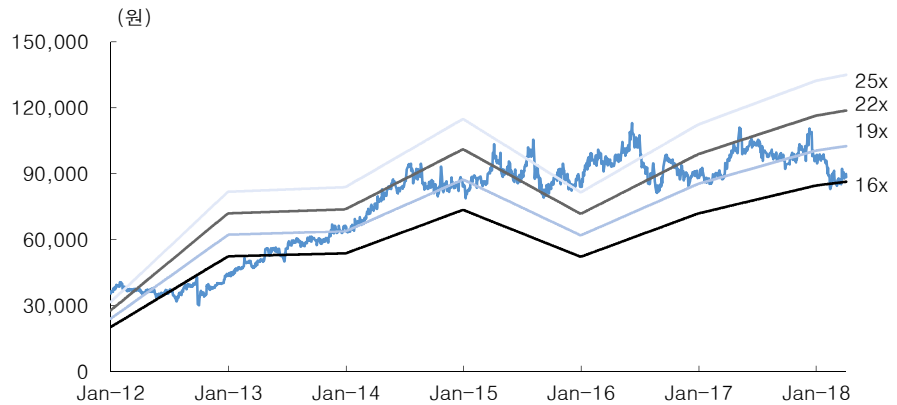
〈표 3〉 말레이시아 시장 및 계정수 가정

(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

〈그림 5〉 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	733	791	811	874	1,004
현금성자산	66	110	81	87	156
매출채권및기타채권	323	340	364	393	423
재고자산	70	75	80	87	93
비유동자산	1,235	1,367	1,476	1,572	1,671
투자자산	55	56	60	65	70
유형자산	669	712	774	815	856
무형자산	183	184	197	213	229
자산총계	1,968	2,159	2,286	2,446	2,674
유동부채	735	1,125	1,120	1,134	1,177
매입채무및기타채무	255	268	287	309	333
단기차입금및단기사채	340	670	670	670	670
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	52	55	58	61
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	12	12	12	12	12
부채총계	784	1,177	1,175	1,192	1,238
지배주주지분	1,183	982	1,112	1,255	1,438
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129	129
기타자본	(159)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	1,180	963	1,093	1,236	1,419
비지배주주지분	1	0	(0)	(1)	(2)
자본총계	1,183	982	1,112	1,254	1,436

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	358	554	574	627	707
당기순이익	243	326	375	403	442
유형자산감가상각비	225	227	242	256	270
무형자산상각비	8	8	9	9	10
자산부채변동	(232)	(148)	(51)	(40)	(14)
기타	114	141	(1)	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(367)	(290)	(359)	(362)	(379)
유형자산투자	(328)	(337)	(317)	(311)	(325)
유형자산매각	15	14	14	14	14
투자자산순증	(43)	41	(4)	(5)	(5)
무형자산순증	(13)	(8)	(22)	(25)	(26)
기타	2	0	(30)	(35)	(37)
재무활동현금흐름	(40)	(218)	(245)	(259)	(259)
자본의증가	5	15	0	0	0
차입금의순증	264	330	(0)	(0)	(0)
배당금지급	(208)	(409)	(232)	(245)	(260)
기타	(101)	(154)	(13)	(14)	1
기타현금흐름	(0)	(2)	0	0	0
현금의증가	(50)	44	(29)	6	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

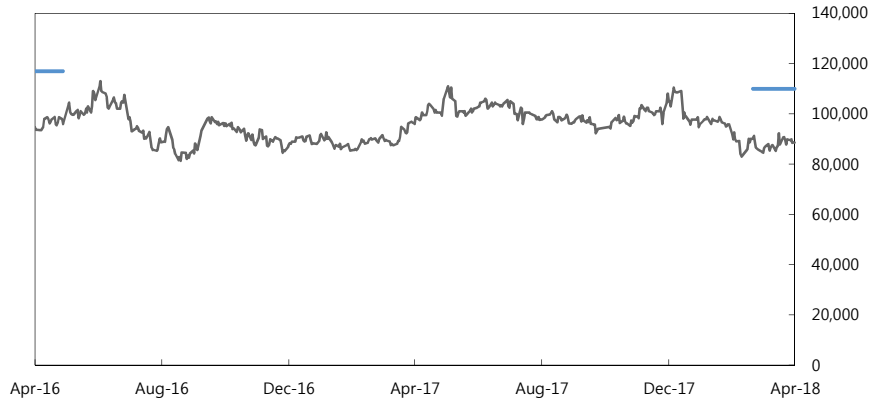
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376	2,517	2,697	2,908	3,130
매출원가	812	798	849	919	986
매출총이익	1,564	1,718	1,847	1,989	2,144
판매관리비	1,225	1,246	1,331	1,436	1,538
영업이익	339	473	516	554	605
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	6	12	18	18	18
이자비용	6	12	18	18	18
기타영업외손익	(10)	(22)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	324	440	499	537	589
법인세비용	80	114	125	134	147
연결당기순이익	243	326	375	403	442
지배주주지분순이익	244	326	375	403	442
기타포괄이익	(1)	7	0	0	0
총포괄이익	243	333	375	403	442
지배주주지분포괄이익	243	333	375	403	442
EBITDA	572	708	767	819	885

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,280	4,484	5,205	5,588	6,130
BPS	17,891	15,397	17,369	19,312	21,786
DPS	3,200	3,200	3,400	3,600	3,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	5.9	7.1	7.9	7.6
영업이익증가율	(26.9)	39.5	9.2	7.2	9.4
순이익증가율	(29.0)	33.8	15.1	7.5	9.7
EPS증가율	(29.0)	36.7	16.1	7.4	9.7
EBITDA증가율	(17.2)	23.8	8.2	6.8	8.1
수익성(%)					
영업이익률	14.3	18.8	19.1	19.0	19.3
순이익률	10.3	13.0	13.9	13.9	14.1
EBITDA Margin	24.1	28.1	28.4	28.1	28.3
ROA	13.0	15.8	16.9	17.0	17.2
ROE	20.1	30.1	35.8	34.1	32.8
배당수익률	3.6	3.3	3.8	4.1	4.1
배당성향	96.3	71.2	65.4	64.4	58.7
안정성					
순차입금(십억원)	210	512	537	526	451
차입금/자본총계비율(%)	29.7	69.5	61.4	54.4	47.5
Valuation(X)					
PER	26.9	21.8	17.0	15.8	14.4
PBR	4.9	6.3	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	11.8	10.8	9.0	8.4	7.7

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 4월 6일 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.

■ 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
- 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 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.