

코웨이(021240)

2Q18 Preview: 후보천리, 그러나 경쟁력 조명될 것

컨센서스 부합하는 양호한 실적 예상

2분기 매출액은 전년대비 6% 증가한 6,600억원, 영업이익은 8% 증가한 1,300억원(영업이익률 19.7%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 국내 렌탈 매출액(매출 비중 60%)이 전년대비 2.3% 증가할 전망이다. 렌탈 계정 순증은 최근 2년 내 가장 높은 수준인 7만 계정 순증으로 예상되며, 총 계정수는 전년대비 1.5% 증가할 전망이다. 비렌탈 부문(수출, 일시불, 화장품, 기타) 매출액이 전년대비 9% 증가할 전망이다. 자회사 중 주력 자회사인 말레이시아 매출액(매출 비중 11%)이 40% 이상 증가하면서 전체 성장을 견인할 전망이다.

높아지는 해외 성장성, 경쟁 우려 완화

말레이시아, 중국, 미국을 포함한 해외 사업 전체 비중은 금년 21%에 달해 해외 사업 확장이 긍정적이다. 2018~2019년 연평균 매출액 증가율은 7.6%로 예상, 해외 합산 전체 계정수는 전년대비 6%, ARPU는 2%대 증가하여 과거 2년간 정체 국면에서 벗어날 것이다. 말레이시아 매출 증가가 성장률을 약 3%p 제고하는 효과가 있고 중국향 청정기 ODM 수출, 미주 지역에 아마존을 통한 청정기, 정수기 일시불 판매, 중장기적으로 중국 정수기 사업 진출 가능성에 주목한다. 우려했던 국내 사업도 금년 유의미한 렌탈 계정 증가가 예상된다. 매스 마켓 대응 및 B2B 시장으로의 확장이 진행되고 있다. 경쟁 우려가 컸던 정수기에서 시장의 40%를 차지한 직수형 정수기 출시로 경쟁에 대응하고 있다. 청정기, 매트리스는 산업 성장에 힘입어 양호하다. 의류청정기, 연수기 등 렌탈 카테고리도 추가되었다.

P, Q의 안정성에 환경산업은 장기 테마, 배당수익률 4% 상회

향후 2년간 매출액은 연평균 8%, 영업이익은 8%, EPS는 12% 증가할 전망이다. 최근 주가 하락으로 12MF PER 16배에 불과하고, 배당수익률은 4.2%에 달한다. 동사의 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. 렌탈 산업의 P와 Q의 안정성, 금년 국내외 사업 확장, 배당 매력도를 감안 시 최근 주가 하락은 매수 기회다.

	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	2,696	516	375	5,203	16.0	766	15.6	8.3	4.7	35.8	4.2
2019F	2,912	554	404	5,594	7.5	819	14.5	7.7	4.2	34.1	4.4
2020F	3,120	603	441	6,109	9.2	883	13.3	7.1	3.8	32.9	4.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

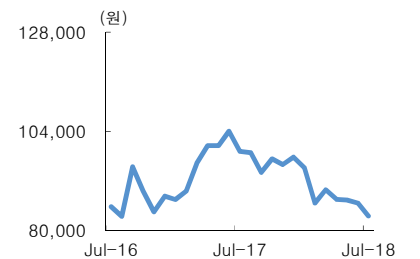
Stock Data

KOSPI(7/4)	2,265
주가(7/4)	81,000
시가총액(십억원)	5,978
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저가(원)	110,500/81,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,433
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.4/60.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 6인 27.3 GIC Private Limited 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.9)	(14.5)	(23.2)
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	(6.3)	(18.4)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	610	623	630	654	648	660	682	706	2,376	2,517	2,696	2,912	3,120
증감	(2.2)	12.3	7.9	6.4	6.2	5.9	8.3	8.1	2.6	5.9	7.1	8.0	7.1
렌탈 관련	407	416	414	413	411	420	429	441	1,592	1,651	1,701	1,775	1,854
증감	(3.7)	16.0	1.3	3.0	0.9	0.8	3.5	6.9	(4.7)	3.7	3.0	4.4	4.4
렌탈	370	380	379	379	379	388	398	409	1,424	1,506	1,574	1,660	1,744
증감	(2.8)	20.0	3.1	4.9	2.5	2.3	5.1	8.1	(4.5)	5.7	4.5	5.4	5.1
멤버십	38	37	36	34	32	32	31	32	168	145	127	115	110
증감	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(14.8)	(14.0)	(13.9)	(6.1)	(6.7)	(13.6)	(12.3)	(9.1)	(4.9)
금융리스	26	30	35	32	39	31	33	34	106	123	137	143	124
증감	20.5	5.6	30.0	11.3	49.0	3.0	(5.0)	7.2	157.9	16.4	11.5	4.5	(13.0)
일시불	46	50	47	49	44	51	50	55	196	192	200	208	219
증감	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	(4.4)	2.0	5.0	12.4	14.4	(1.9)	3.8	4.2	5.3
화장품	21	19	19	21	21	20	21	23	74	80	85	91	98
증감	4.0	8.1	7.2	10.7	(1.4)	8.0	8.0	12.1	(10.7)	7.4	6.6	7.0	8.0
수출	68	56	69	68	54	64	79	87	217	260	284	326	375
증감	19.9	(7.2)	42.6	30.0	(20.1)	15.0	15.0	28.0	45.1	19.9	9.2	15.0	15.0
기타	4	4	4	3	3	4	5	7	21	15	19	19	19
증감	(32.6)	(9.9)	(27.4)	(29.0)	(17.0)	7.0	10.0	94.7	(76.7)	(25.5)	20.8	1.0	2.0
자회사	72	84	82	99	106	108	110	124	274	337	448	562	674
증감	11.2	36.4	33.8	14.7	48.3	28.3	34.7	24.6	14.5	23.0	33.0	25.4	19.9
영업이익	121	121	124	107	131	130	132	123	339	473	516	554	597
증감	(2.2)	919.4	16.1	11.1	8.6	7.8	6.0	15.1	(26.9)	39.5	9.2	7.4	7.7
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.7	19.3	17.4	14.3	18.8	19.1	19.0	19.1

자료: 코웨이, 한국투자증권

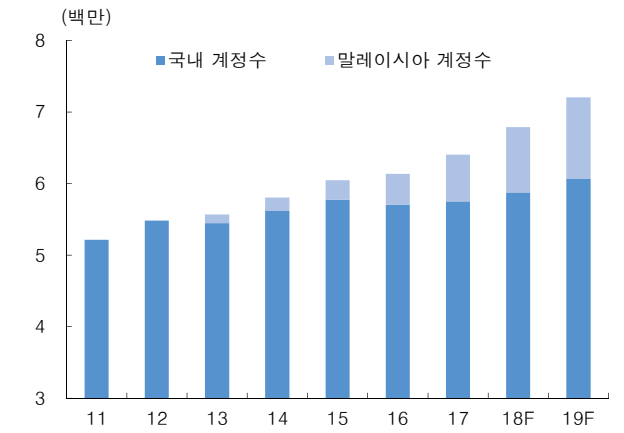
<표 2> 렌탈 주요 가령

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총 계정수	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784	5,834	5,854	5,873	5,704	5,748	5,873	6,062	6,238
총 계정 순증	9	33	(1)	3	36	50	20	19	(68)	45	125	189	176
증감	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	1.3	1.5	1.9	2.2	(1.2)	0.8	2.2	3.2	2.9
렌탈 계정수 (기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032	5,102	5,142	5,191	4,849	4,970	5,191	5,417	5,620
증감	0.3	0.0	2.3	2.5	3.2	3.6	4.2	4.4	0.4	2.5	4.4	4.4	3.8
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	62	70	40	48	17	120	221	226	204
멤버십 계정수 (기말)	838	823	810	778	752	732	712	683	854	778	683	645	617
증감	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.2)	(11.0)	(12.1)	(12.3)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)	(4.3)
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(26)	(20)	(20)	(29)	(85)	(76)	(96)	(37)	(28)
신규 렌탈 판매	350	397	318	317	377	425	334	351	1,401	1,382	1,487	1,525	1,584
증감	(0.3)	3.2	11.5	(16.6)	7.9	7.0	5.0	10.6	(0.5)	(1.4)	7.6	2.6	3.8
렌탈 해지율	1.19	1.19	1.00	0.86	1.01	1.06	0.96	0.77	1.21	1.06	0.98	0.98	0.99
렌탈 ARPU	25,331	25,822	25,597	25,475	25,241	25,534	25,892	26,400	24,516	25,562	25,817	26,075	26,336
증감	(3.1)	19.8	1.9	2.4	(0.4)	(1.1)	1.2	3.6	(6.9)	4.3	1.0	1.0	1.0
멤버십 ARPU	14,895	14,734	14,657	14,397	14,026	14,174	14,275	15,400	15,568	14,771	14,476	14,476	14,476
증감	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	(5.8)	(3.8)	(2.6)	7.0	1.7	(5.1)	(2.0)	0.0	0.0

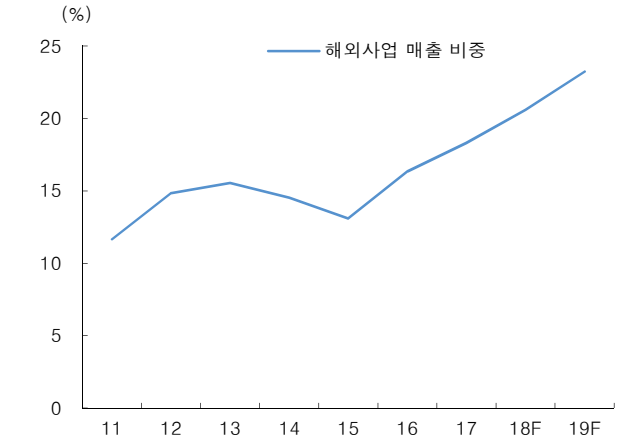
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 국내 가입자수 정체 국면, 해외사업 성장



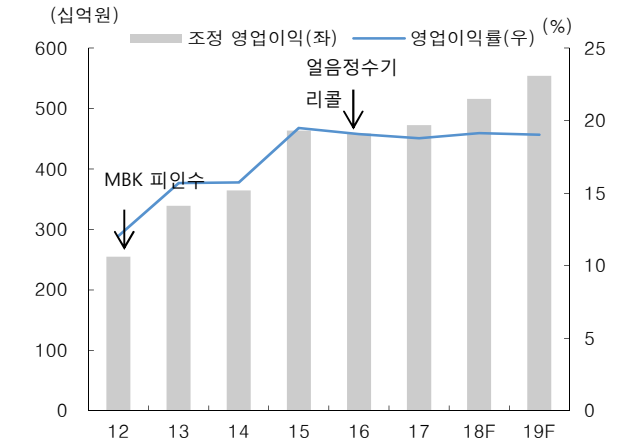
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 해외 사업 매출 비중



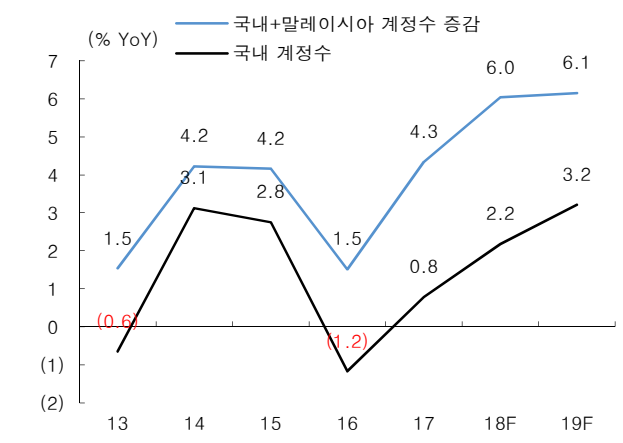
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 2016~2017년 정체 구간, 금년부터 성장 재개



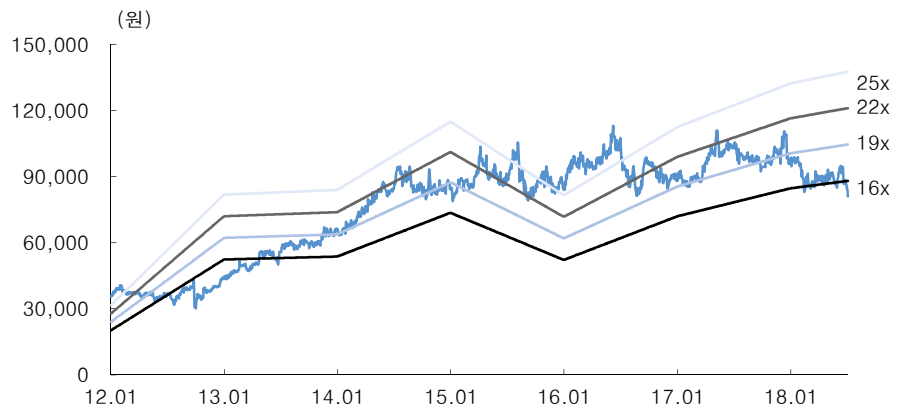
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림4] 글로벌 계정수는 2017년부터 이미 증가세 회복



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] PER 밴드



자료: WISEfn, 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	25.0	30.0	35.0	40.0
정수기 사용 가구	1,905,475	2,355,167	2,830,126	3,353,636
연간 정수기 판매량	700,000	805,000	925,750	1,064,613
코웨이 계정수	653,000	914,200	1,142,750	1,362,750
코웨이 판매량 가정	233,100	303,030	348,485	393,787
코웨이 순증	222,000	261,200	228,550	220,000
코웨이 판매량 기준 MS	33.3	37.6	37.6	37.0
코웨이 가입자 기준 MS	34.3	38.8	40.4	40.6

자료: IMF, 코웨이, 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	876	1,000
현금성자산	66	110	81	87	156
매출채권및기타채권	323	340	364	394	422
재고자산	70	75	80	87	93
비유동자산	1,235	1,367	1,475	1,573	1,668
투자자산	55	56	60	65	70
유형자산	669	712	774	815	856
무형자산	183	184	197	213	228
자산총계	1,968	2,159	2,286	2,449	2,669
유동부채	735	1,125	1,120	1,136	1,187
매입채무및기타채무	255	268	287	310	332
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	1,174	1,194	1,248
지배주주지분	1,183	982	1,112	1,256	1,422
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129	129
기타자본	(159)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	1,180	963	1,093	1,237	1,403
비지배주주지분	1	0	(0)	(1)	(2)
자본총계	1,183	982	1,111	1,255	1,421

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	358	554	574	629	718
당기순이익	243	326	375	403	440
유형자산감가상각비	225	227	242	256	270
무형자산상각비	8	8	9	9	10
자산부채변동	(232)	(148)	(51)	(40)	(2)
기타	114	141	(1)	1	0
투자활동현금흐름	(367)	(290)	(359)	(363)	(375)
유형자산투자	(328)	(337)	(317)	(311)	(325)
유형자산매각	15	14	14	14	14
투자자산순증	(43)	41	(4)	(5)	(5)
무형자산순증	(13)	(8)	(22)	(25)	(25)
기타	2	0	(30)	(36)	(34)
재무활동현금흐름	(40)	(218)	(245)	(259)	(274)
자본의증가	5	15	0	0	0
차입금의순증	264	330	(0)	(0)	(0)
배당금지급	(208)	(409)	(232)	(245)	(260)
기타	(101)	(154)	(13)	(14)	(14)
기타현금흐름	(0)	(2)	0	0	0
현금의증가	(50)	44	(29)	7	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376	2,517	2,696	2,912	3,120
매출원가	812	798	849	920	983
매출총이익	1,564	1,718	1,847	1,992	2,137
판매관리비	1,225	1,246	1,331	1,438	1,534
영업이익	339	473	516	554	603
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	587
법인세비용	80	114	125	134	147
연결당기순이익	243	326	375	403	440
지배주주지분순이익	244	326	375	404	441
기타포괄이익	(1)	7	0	0	0
총포괄이익	243	333	375	403	440
지배주주지분포괄이익	243	333	375	404	441
EBITDA	572	708	766	819	883

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,280	4,484	5,203	5,594	6,109
BPS	17,891	15,397	17,367	19,316	21,574
DPS	3,200	3,200	3,400	3,600	3,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	5.9	7.1	8.0	7.1
영업이익증가율	(26.9)	39.5	9.2	7.4	8.9
순이익증가율	(29.0)	33.8	15.0	7.6	9.2
EPS증가율	(29.0)	36.7	16.0	7.5	9.2
EBITDA증가율	(17.2)	23.8	8.2	6.9	7.8
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	32.9
배당수익률	3.6	3.3	4.2	4.4	4.7
배당성향	96.3	71.2	65.4	64.4	62.2
안정성					
순차입금(십억원)	210	512	537	525	452
차입금/자본총계비율(%)	29.7	69.5	61.4	54.4	48.0
Valuation(X)					
PER	26.9	21.8	15.6	14.5	13.3
PBR	4.9	6.3	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	11.8	10.8	8.3	7.7	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 5일 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.

■ 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.