

코웨이(021240.KS)

렌탈 가전 부동의 1위, '납사벽'

매수(신규)

현재주가(9/11) 94,100원
 목표주가(12M) 110,000원

■ 코웨이는 렌탈 가전 1위 기업

코웨이는 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 렌탈해주는 생활가전 렌탈 전문업체. 전체 매출의 86%는 환경가전, 11%는 해외매출, 3%는 화장품이 차지. 코웨이가 보유한 계정은 대한민국 총 가구의 18% 규모로 업계 최대

■ 하반기 의류청정기의 시장 파급력이 기대된다

1) 2분기에 신제품(의류청정기, 시루직수정수기, 대형공기청정기) 출시함으로써 하반기 계정 및 매출 성장 기대 2) 소비자의 소비 패턴 변화 및 대기환경 변화로 렌탈 시장은 확대 중, 그 중에서 환경가전에 대한 수요가 높은 상황 3) 한국보다 성장률이 높은 해외시장(2017년 기준 말레이시아법인 45% 성장, 미국법인 8% 성장)의 매출 증가 기대 4) 매달 꾸준한 렌탈료 유입으로 현금흐름이 안정적이며 주주친화적 배당정책 기대

■ 2018년 매출액과 영업이익 각각 7.7%, 6.4% 증가 전망

2018년 매출액은 2조 7,100억원으로 전년대비 7.7% 증가 전망. 영업이익은 5,031억원으로 전년대비 6.4% 증가 전망. 8월 의류청정기를 신규 렌탈 카테로 도입, 시루직수정수기 신제품 출시 판매 효과 기대할 수 있고 해외 사업 확장에 따른 성장 잠재력도 기대해볼만 함

■ 매수의견과 목표주가 110,000원을 제시하며 커버리지 개시

코웨이에 대한 매수의견과 목표주가 110,000원을 제시. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 목표배수 21.2배를 적용하여 산정. 21.2배는 MBK파트너스가 코웨이를 인수한 시점인 2013년 이후 EPS 성장이 나왔을 때의 평균 PER 배수

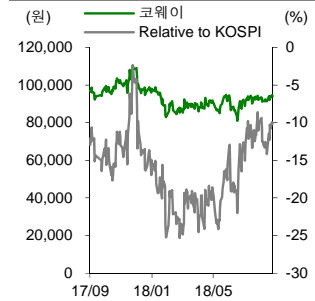
Key Data (기준일: 2018. 9. 11)

KOSPI(pt)	2283.20
KOSDAQ(pt)	820.23
액면가(원)	500
시가총액(억원)	69,445
발행주식수(천주)	73,800
평균거래량(3M, 주)	101,773
평균거래대금(3M, 백만원)	9,416
52주 최고/최저	110,500 / 81,000
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(18F, %)	3.4
외국인지분율(%)	60.5
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 6 인	27.3
GIC Private Limited	7.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	0.4	8.0	-4.9
KOSPI대비상대수익률	1.7	8.6	16.4	-1.7

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	2,376.3	2,516.8	2,710.0	2,949.1	3,269.1
영업이익(십억원)	338.8	472.7	503.1	550.3	608.5
세전손익(십억원)	323.8	439.9	472.5	515.7	572.7
지배순이익(십억원)	243.6	326.1	354.9	387.3	429.5
EPS(원)	3,167	4,328	4,798	5,248	5,820
증감률(%)	-28.8	36.6	10.9	9.4	10.9
ROE(%)	20.1	30.1	34.0	32.9	32.4
PER(배)	27.9	22.6	19.6	17.9	16.2
PBR(배)	4.9	6.3	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA(배)	12.2	11.0	9.8	9.0	8.1

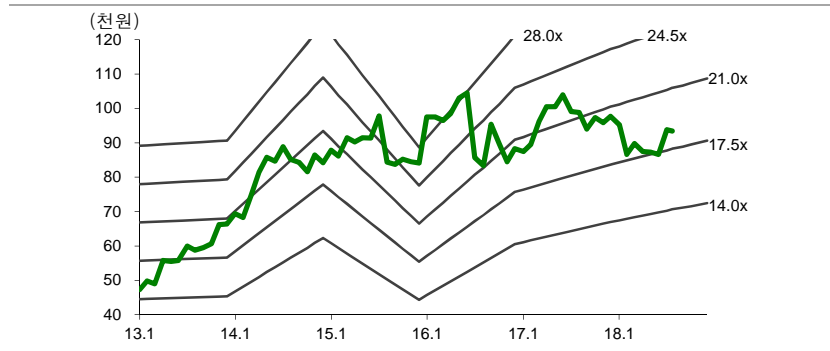
I. 투자 의견 및 Valuation

신규 커버리지 제시, 목표주가 110,000원

투자 의견 매수
 목표주가 110,000원

코웨이에 대한 투자 의견은 매수이며 투자 포인트는 다음과 같다. 첫째, 국내는 환경문제에 대한 관심 증가와 신제품 출시로 동사의 환경 가전 렌탈 사업은 외형 성장을 지속할 것이다. 둘째, 한국보다 성장률이 높은 해외 법인 매출이 증가하고 있다. 셋째, 렌탈 사업은 꾸준한 렌탈료 유입으로 현금흐름이 안정적이며 주주친화적 배당정책을 기대할 수 있다.

도표 1. 밸류에이션 도표



자료: 신영증권 리서치센터

2019년 예상 EPS에
 목표배수 21.2배 적용

코웨이의 목표주가는 2019년 예상 EPS에 목표배수 21.2배를 적용하여 110,000원으로 산정하였다. 21.2배는 MBK파트너스가 코웨이를 인수한 시점인 2013년 이후 EPS 성장이 나왔을 때의 평균 PER 배수에 해당한다.

현 주가는
 부담스럽지 않은 구간

동사의 현 주가는 2019년 추정실적 기준 17.9배 수준으로 2013년 MBK 파트너스가 지배하기 시작한 이후 평균 P/E 수준으로 부담스럽지 않은 구간이다. 하반기 의류청정기 렌탈 도입 및 시루직수정수기 출시, 말레이시아 법인을 포함한 글로벌 사업 성장을 감안했을 때 대주주가 인수 한 이후 밴드 중간 수준인 21배까지의 상승은 어렵지 않다고 판단한다.

도표 2. 코웨이 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	금액
19년 예상 지배주주순이익	3,873
Target PER(배)	21.2
적정기업가치	82,244
발행주식수(주)	73,799,619
목표주가(원)	111,443

자료: 신영증권 리서치센터

렌탈 시장에서
환경가전에 대한 수요 高

1) 렌탈 시장은 1인 가구 증가, 고령화 가속, 구매보다는 경험을 중시하는 소비 패턴의 변화, 가성비 중시 등의 영향으로 확대되고 있다. 그 속에서 미세먼지를 비롯해 대기환경의 변화로 환경가전에 대한 수요가 높아진 상황이다.

그리고 동사는 지난 5월 15일 의류청정기를 출시하였다. 의류청정기 시장은 2016년 7~8만대 규모에서 2017년 12만대 수준으로 2배 정도 커졌고 올해는 20만대를 넘길 것으로 업계는 전망하고 있다. 따라서, 의류청정기의 본격적인 시장 성장이 예상된다. 기존에 독점하던 LG전자 트롬 스타일러는 139~199만원에 판매되고 있고 동사는 이보다 더 비싼 가격인 249만원에 판매했지만 출시 일주일만에 초도물량 1,000대가 완판되었다.

의류청정기의 렌탈 판매로
시장 파급력은 확대될 듯

LG 트롬 스타일러는 의류관리만 해주는 기능이 있는 반면, 동사의 의류청정기는 공기청정기와 제습기를 결합하여 기능상 경쟁력이 있다. 8월부터 의류청정기 렌탈 판매를 시작해 동사의 강점인 렌탈 판매를 통해 의류청정기의 시장 파급력은 더욱 더 커질 것으로 판단한다.

도표 3. LG전자 의류관리기



자료: LG전자, 신영증권 리서치센터

도표 4. 코웨이 의류청정기



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

2분기 신제품 출시

또한, 2분기에 의류청정기 외에 시루직수정수기와 30평형 대형공기청정기, 보쉬 의류건조기를 출시했다. 시루직수정수기는 6월에 B2B, B2C제품으로 모두 출시했다. 시루직수정수기란 가정용 정수기에 들어가는 필터 중 오염물질 제거 성능이 가장 뛰어난 RO 멤브레인 필터를 적용하면서 직수방식을 구현한 방식이다. 제품이 출시되 두달만에 1만 대 판매를 앞두고 있는 상황이다.

대형공기청정기도 5월에 출시되어 B2B시장 진입을 목표로 B2C에서 B2B로 다변화해나갈 계획이다. 8월 17일에는 CGV여의도 1개 상영관 내에 대형공기청정기를 설치해 실내 공기질을 체계적으로 관리하고 있으며 9월 초에는 CGV 영등포 상영관에 청정관을 추가로 운영할 계획이다. 코웨이는 앞으로도 다양한 다중이용시설에 코웨이 청정관을 확대 설치해 나갈 계획이다.

상반기 신제품 출시효과로 올해 하반기에는 계정 및 매출 성장 효과가 발생할 것으로 보이며 작년 3-4분기에 계정 순증과 판매가 굉장히 낮았기 때문에 전년대비 기저효과 영향으로도 늘어날 것이다. 따라서, 코웨이는 올해 하반기 환경가전 산업의 외형 성장을 주도해나갈 것으로 판단된다.

도표 5. 시루직수정수기



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 6. 대형공기청정기 운영하는 CGV 여의도

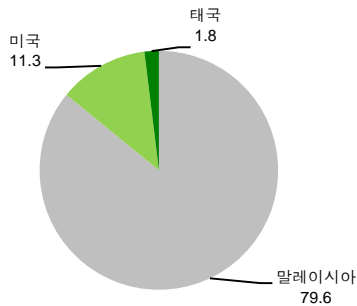


자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

해외 법인
꾸준한 성장 기대

2) 말레이시아와 미국 법인, 중국 ODM/딜러 매출의 꾸준한 성장을 기대할 수 있다. 말레이시아 정수기시장은 연간 판매량 기준으로 50~60만대로 추정되고 있는데 그 속에서 코웨이와 시장점유율 30%로 1위를 차지하고 있다. 말레이시아는 낙후돼 있는 상수도 인프라 때문에 대다수 국민들이 수도물에 불신을 갖고 있다. 국가 수질개선 프로젝트 사업 등이 추진되며 정수기 수요가 꾸준히 늘고 있는 상황이다. 그 속에서, 말레이시아 정수기 시장은 관리 서비스가 없고 소비자가 직접 필터를 교체해야 했기 때문에 정기적인 제품 관리 서비스를 갖춘 한국형 렌탈 관리 시스템이 매력적으로 다가온 것이고 고객 계정 수를 꾸준히 늘려나가고 있는 상황이다. 특히, 말레이시아 법인에서는 하반기에 시장 최초 얼음정수기를 런칭해 신규시장을 창출할 것이고 신규 프리미엄 카테고리 제품 도입에 따른 판매와 수익성 증대가 예상된다.

도표 7. 2018년 2분기 기준 해외 법인 계정 수



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 8. 말레이시아 현지 코드



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

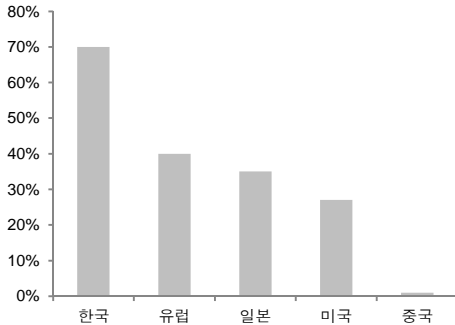
미국 법인
DRS시스템 도입으로
현지 판매 확장

미국 법인의 경우 한인을 대상으로 기존 렌탈 시스템을 진행했고 최근에 IoT가 탑재된 공기청정기를 출시해 아마존 채널에서 판매하고 있다. DRS 시스템(Dash Replenishment Service : 아마존과 협업해 데이터 분석을 기반으로 공기청정기 필터의 수명이 다 되면 자동으로 주문해주는 서비스) 도입을 통해 현지 판매를 확장해나갈 계획이고 카테고리를 늘려 미국 현지 시장 공략을 가속화 할 것이다.

중국의 공기청정기 보급률
2%도 채 안되는 수준

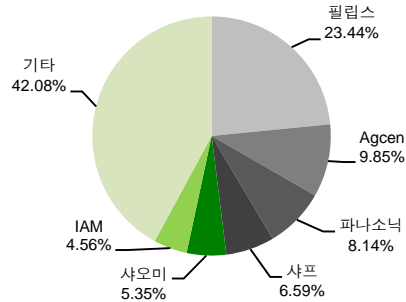
중국은 공기 질이 나쁘지만 공기청정기의 보급률이 2%도 채 안되는 상황이다. 하지만 코웨이의 중국 고객사 P사의 시장 점유율이 가장 높고 P사에 동사가 납품하는 비중은 90%에 달한다. 따라서, 중국 시장에서 공기청정기에 대한 보급률이 높아지면 점유율이 가장 높은 고객사의 매출도 자연스럽게 늘어날 것이고 동사가 수혜를 볼 수 있다고 판단한다.

도표 9. 전세계 공기청정기 보급률



자료: 중국 언론보도, 신영증권 리서치센터

도표 10. 2018년 1H 기준 중국 공기청정기 브랜드 점유율



자료: 중국 언론보도, 신영증권 리서치센터

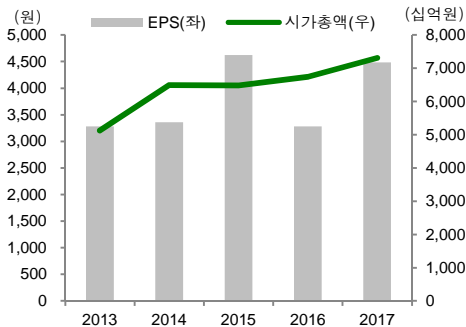
주) 기타 비중에서 삼성 3.65%, 아두 3.56%, 메이디 2.85%, LIFAair 2.84%, 기타 29.18%

현재 코웨이와 해외 진출한 법인들의 성장세가 국내보다 좋기 때문에 말레이시아 법인의 성공이 재현 가능한 인도네시아, 베트남 등 동남아 국가 해외시장 거점도 검토 중이다.

현금흐름 안정적,
주주친화적 배당정책 기대

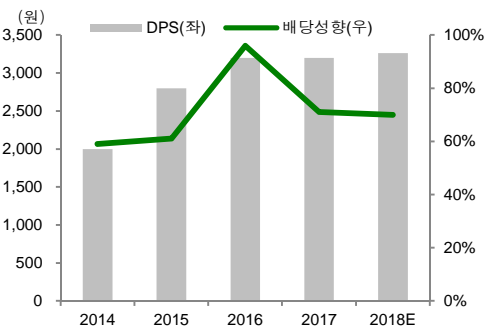
3) 렌탈사업은 초기 투자 비용은 많이 들지만 매달 꾸준한 렌탈료로 현금이 지속적으로 유입되는 사업으로 현금흐름이 안정적이다. 또한, 지속적인 자사주 매입 및 소각을 통해 주주가치 제고를 하며 배당성향은 70% 수준으로 주주친화적 배당정책을 기대할 수 있다. 배당성향 70%를 기준으로 예상되는 2018년 배당금은 주당 3,260원으로 시가배당률 3.5%다.

도표 11. EPS와 시가총액 추이



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 12. 배당금 추이



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

II. 기업 개요

환경가전 제품 렌탈해주는 생활가전 렌탈 전문업체

코웨이는 1989년 설립되었으며 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 렌탈해주는 생활가전 렌탈 전문업체이다. 2017년 별도기준 매출액은 전년 대비 5.3% 증가한 2조 3,205억원 중 86%가 환경가전 관련 매출인데, 그 중 76%가 렌탈, 10%가 직판이다. 국내 가전 렌탈 판매에서 시장 점유율 40%로 시장 점유율 1위, 브랜드 인지도 1위를 차지하고 있다. 2018년 2분기 기준 584.2만 계정(국내), 92.7만 계정(해외)으로 총 676.9만 계정을 보유하고 있으며 346만 가구를 관리 중이다. 대한민국 총 1,937만 가구 중, 코웨이가 보유한 계정은 18% 정도 규모로 업계 최대규모다.

사업부문은 환경가전, 해외, 화장품으로 나뉜

사업부문은 환경가전, 해외, 화장품으로 나뉠 수 있다. 환경가전의 경우 정수기, 공기청정기 판매가 대부분이며 전체 매출의 86%를 차지하고 있다. 해외 매출은 수출 매출로 ODM딜러, 해외법인으로 나뉘고 전체 매출의 11%를 차지한다. 화장품의 경우 기초 기능성 화장품인 리엔케이 브랜드, 한방 화장품인 올빔 브랜드, 건강기능식품인 헬시그루 브랜드가 있고 전체 매출의 3%를 차지한다.

방판 위주 사업 진행

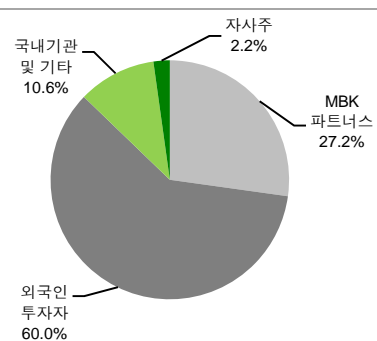
동사는 방판 위주로 사업을 진행 중이며 판매 서비스 인력이 타사 대비 많은 편이고 이게 동사의 경쟁력이다. 판매, 서비스 담당 영업조직 인력은 총 18,000여명으로 이 중 코디가 13,000명, 방문판매원 2,500명, 홈케어 닥터 1,000명, CS닥터(설치 및 AS기사) 1,500명으로 구성되어 있다.

도표 13. 코웨이 사업 구조

	환경가전	해외	화장품
매출비중	19,811억 (86%)	2,597억 (11%)	798억 (3%)
품목	정수기, 공기청정기, 비데, 연수기, 매트리스	정수기, 공기청정기, 비데, 주서기	리엔케이 올빔 헬시그루
영업형태	코디, 방판, 홈케어닥터, 시판 (할인점, 홈쇼핑, 온라인)	코디, 방판, ODM/Dealer, 시판	방판, 시판 (홈쇼핑/면세점/온라인)

자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 14. 주주 구성



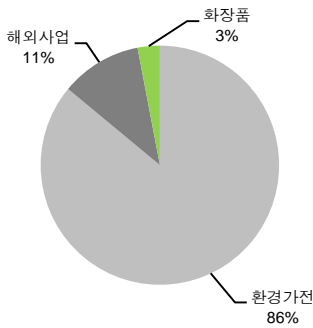
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터 주) 2018년 2분기 기준

1. 환경 가전

환경가전 사업에서
76%가 렌탈 판매

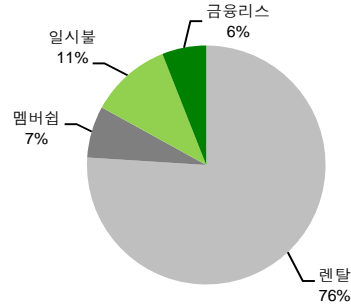
환경가전 사업 매출 중 76%가 렌탈 판매로 가장 많은 부분을 차지하고 584만 계정 중 510.6만 계정이 여기에 속한다. 렌탈 판매를 하게 될 경우 기본적으로 5년 계약을 하고 계약이 만기가 된 후에 소유권이 고객에게 돌아가게 된다. 5년 동안 필터, 부품 교체 및 제품 클리닝 서비스를 제공 받을 수 있고 서비스 주기는 2-6개월에 1번이다. 의무사용은 3년이고 3년 이전에 해지할 경우 고객은 패널티를 지급해야 한다. 2017년 기준, 렌탈 판매량은 138만대로 2012년부터 5년간 CAGR 3% 성장 중이다.

도표 15. 부문별 매출액 비중(2017년 기준)



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
주) IFRS 별도기준

도표 16. 환경가전 부문 형태별 매출액 비중(2017년 기준)



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
주) IFRS 별도기준

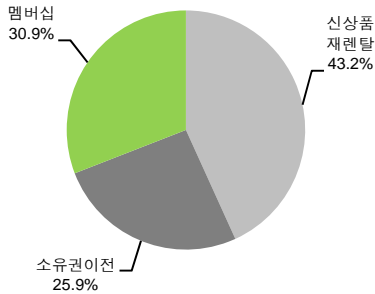
렌탈 계정 관리 능력 지표에는
리텐션 비율, 해약률, 렌탈자산
폐기손실

코웨이 렌탈 계정 관리 능력을 볼 수 있는 지표로는 리텐션 비율(Retention rate), 해약률과 렌탈자산 폐기손실이 있다. 2016년 하반기, 얼음 정수기 리콜 이슈로 동사의 상황이 악화되었고 이를 극복하기 위해서 2017년에 해약률에 집중했다. 그 결과 해약률은 2017년 4분기 역대 최저 수준인 0.86%를 기록했다. 올해에는 안정화된 해약률을 유지하고 판매량 성장에 집중하고 있다.

렌탈자산 폐기손실은
매출액 대비 2-3% 수준

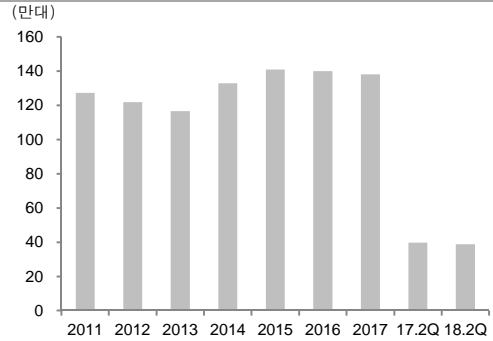
또한, 해약률과 관련 있는 렌탈자산 폐기손실 비용은 소비자가 계약기간(5년) 만료 전 계약을 해지해 물품 반송에 따라 발생하는 폐기손실인데 동사는 렌탈자산 폐기손실을 렌탈 매출액 대비 2~3% 수준으로 안정적으로 관리하고 있다. 리텐션 비율은 5년 렌탈 계약 종료 후 고객의 이탈 정도를 가늠할 수 있는 지표이고 2분기 기준 약 74%의 고객이 유지되고 있다.

도표 17. 코웨이 Retention 비율



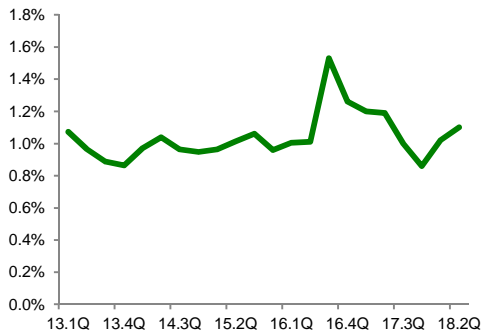
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
 주1) 5년 렌탈계약 종료시 약 74% 고객 유지
 주2) 2018년 2분기 기준

도표 18. 국내 렌탈 판매량 추이



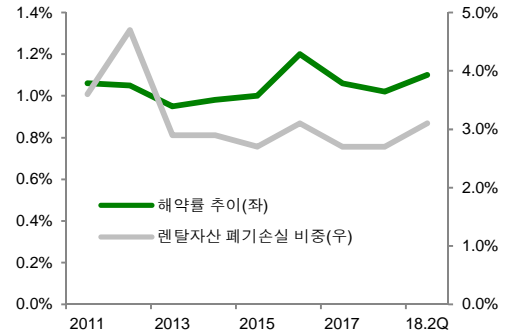
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
 주) IFRS 별도기준

도표 19. 해약률 추이



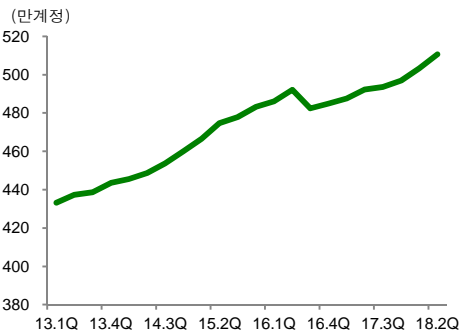
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 20. 해약률 및 렌탈자산 폐기손실 추이



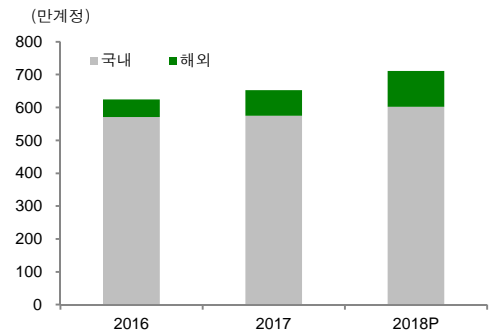
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국내 렌탈 계정 수 추이



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 22. 국내 및 해외법인 총 계정



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

홈케어 사업도 진행 중 동사는 환경 가전 사업 내에서 홈케어 사업도 진행 중이다. 홈케어 사업은 매트리스를 렌탈로 판매하는 형태이다. 월 2~4만원의 가격으로 고가 매트리스를 사용할 수 있고 4개월에 한번씩 매트리스 살균작업을 해 사후관리까지 보장해준다는 점을 앞세워 성장하는 매트리스 시장을 공략하고있다. 매트리스는 계약 기간이 5-6년 중 선택 가능하고 서비스는 4개월에 한번씩 제공한다. 매트리스 쪽은 꾸준히 성장하고 있고 올해 2분기 기준 39.3만 계정을 달성하였다.

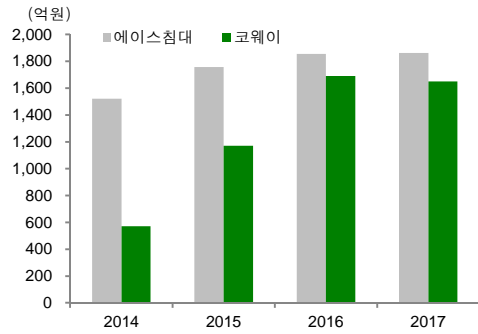
침대 시장의 14% 점유 2004년 5,000억원 규모였던 국내 매트리스 시장이 2014년 1조원을 넘어섰고 매년 1,000억원 정도 규모가 커졌다. 2011년 코웨이가 침대 매트리스 렌탈 사업을 시작했고 2012년 240억원 매출을 달성했다. 그리고 작년 매트리스 매출은 1,650억원까지 증가했다. 출시 5년만에 침대 업계 1위 업체인 에이스침대의 매출(1,863억원)까지 따라붙었고 전체 시장의 약 14%를 차지하고 있다.

도표 23. 코웨이 매트리스 관리



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 24. 매트리스 판매량



자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

‘15년 7월 회계처리방법 변경
운용리스 → 금융리스

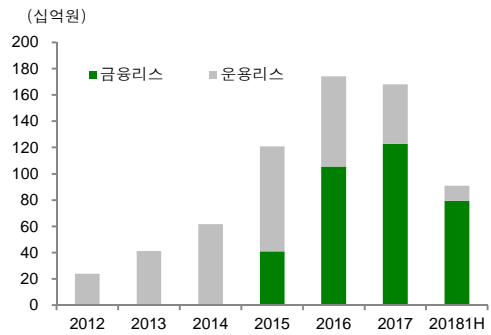
도표 26에서 운용리스 매출이 2015년-2016년 사이에 감소하게 나타나는 이유는 2015년 7월 회계처리 방법 변경으로 기존에 운용리스에서 금융리스로 변경되었다. 운용리스는 월 렌탈료를 매출로 인식하는 반면 금융리스는 제품을 판매함과 동시에 60%를 일시에 인식하고 그 후에 서비스 제공시 인식한다.

도표 25. 판매 제도 비교

구분	기존 제도	신규 제도
계약 기간	3년	5년 or 6년
서비스	케어 (4개월)	케어(4개월) + 탐퍼교체(3년)
의무 사용 기간	26개월	5년 or 6년
렌탈료	38,900원	5년 : 37,900원 6년 : 32,900원
판매방식	운용 리스	판매형 금융리스
매출 인식	월별 인식	제품매출(60%) 일시 인식 + 서비스매출(40%) 서비스 제공시 인식

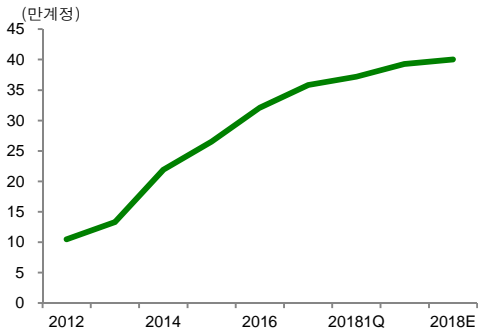
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 26. 홈케어 매출 현황



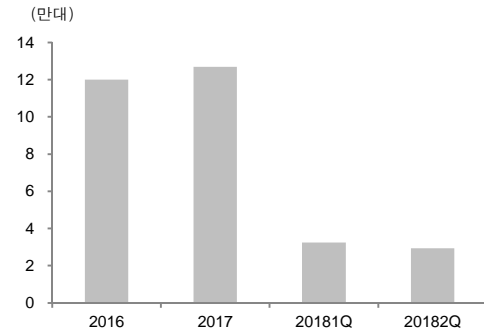
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 27. 매트리스 계정 수 추이



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 28. 매트리스 판매량



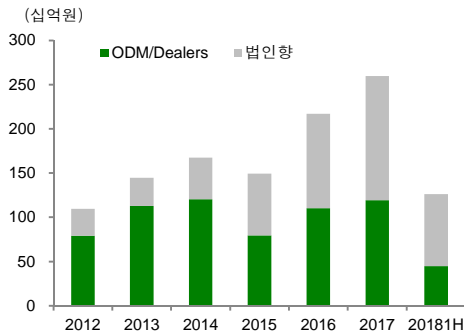
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

2. 해외 사업

ODM 딜러 중국 비중 60%
중국 공기청정기 보급률 2%
→ 중국 P사 M/S 1위

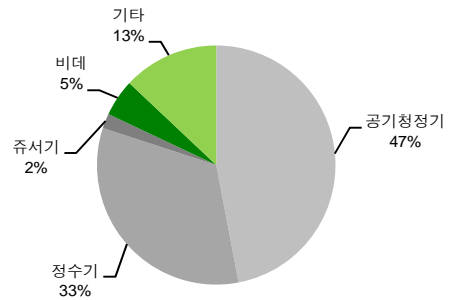
해외 사업의 경우 ODM딜러, 해외법인으로 나뉜다. 동사의 ODM 딜러로는 중국 P사, 일본 S사, 미국 B사 등이 있고 각국으로 납품 중이다. 그 중 중국 P사 브랜드로의 공기청정기 납품이 제일 큰 비중인 60%를 차지하고 있다. 중국의 공기청정기 보급률이 2% 수준에 불과한 것으로 추정돼 지속 성장 가능성이 높는데 중국에서는 P사의 M/S가 1위이고 약 90% 이상을 동사가 납품 중이기 때문에 성장 잠재력이 무한하다고 볼 수 있다.

도표 29. 해외사업 매출



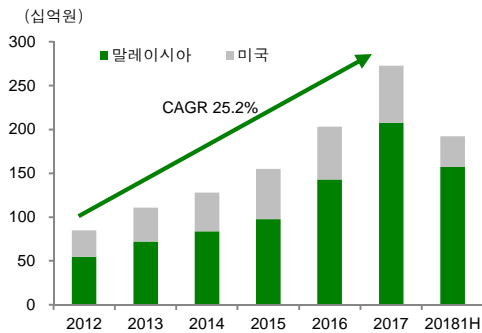
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 30. 제품별 수출 비중



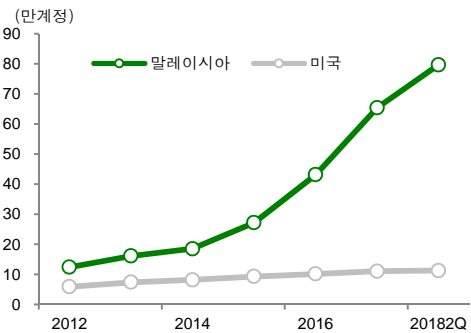
자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
주) 2018년 2분기 기준

도표 31. 주요 법인 매출



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

도표 32. 해외법인 관리계정



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터
주) 2014년 및 그 이후 수치는 무상 멤버십 계정 제외 기준

말레이시아 법인
100만 계정 달성 목표

해외 법인에서 말레이시아 법인의 경우 제품 라인업을 강화해서 올해 약 100만 계정 달성을 목표로 하고 있다. 말레이시아에서 판매되고 있는 제품은 정수기, 공기청정기, 비데, 얼음정수기고 계정의 80% 이상을 차지하는 제품은 정수기다. 현재 말레이시아 내 정수기 보급률은 20%로 아직은 성장 잠재력이 많다. 향후에는 공기청정기, 비데의 제품 포트폴리오도 넓혀나갈 계획이다.

미국 법인
시판 매출 성장 목표

미국 법인의 경우 현지 파트너십 강화를 통한 시판 매출 성장을 목표로 하고 있다. 미국의 경우 기존에는 서부 지역 한인 대상으로 렌탈 사업을 진행하였는데 현재는 서부에서 동부로, 고객은 한인에서 아시아 커뮤니티로 확대하는 중이다.

미국 DRS 서비스 도입 후
판매량 전년 대비 약 2배 증가

또한, 미국 현지인을 타겟으로 하기 위해 아마존 채널에 진입해 공기청정기와 정수기를 판매 중이다. 특히, 미국에서 판매되는 공기청정기(에어메가)는 아마존 알렉사와 연동된 IoT 기능이 탑재되어 DRS(Dash Replenishment Service) 서비스를 4월부터 시행하였다. DRS 서비스란, 필터를 실시간으로 모니터링해 필터 소진 시기를 예상해 잔여 수준이 2%인 경우 고객에게 필터 배송을 연계해주는 서비스다. 이런 서비스 도입의 영향으로 아마존 내 동사의 공기청정기 판매량은 전년 대비 약 2배 수준으로 증가했다.

도표 33. 에어 메가 제품



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 34. 아쿠아 메가 정수기



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

3. IoT 사업

2015년 업계 처음으로 IoT 기술을 제품과 서비스에 적용

코웨이는 2015년 업계에서 처음으로 IoT 기술을 제품과 서비스에 적용했고 IoT 제품과 플랫폼을 기반으로 실내 공기질 측정을 시작해 약 110억개의 실내 공기질 데이터를 수집해 맞춤형 솔루션을 제공했다. 시중에 나온 IoT 제품은 알림과 행동 가이드를 제공하는 수준이면 코웨이 IoT 제품은 빅데이터를 분석해 맞춤형 솔루션을 제공하고 있다. 대표적인 IoT 제품으로는 액티브 액션 공기청정기, 멀티액션 가습공기청정기 아이오케어, 에어메가, 마이한뿔 정수기 아이오케어 등이 있고 향후에는 비데와 매트리스에까지 IoT를 탑재할 계획이다.

현재 IoT 제공 기능은 총 4가지

현재 IoT가 탑재된 제품으로는 정수기와 공기청정기가 있고 총 4가지 기능인 제품 제어, 분석 리포트 제공(집의 공기질 레벨, 미세먼지 레벨을 실시간, 일별, 주별 제공), 기기 오작동 알림, 소모품(필터) 구매 기능이 있다.

대표적인 IoT 제품 3가지
액티브 액션 공기청정기,
마이한뿔 정수기 ‘아이오케어’
‘에어메가’

동사의 대표적인 IoT 제품 3가지를 살펴보면,

1. 올해 1분기 국내에서 판매한 ‘액티브 액션 공기청정기’에는 빅데이터와 인공지능 기술을 적용했고 세 개의 인체 감지 센서가 내장됐다. 모션 센서를 통해 사용자들의 주요 생활 공간을 파악해 해당 공간의 공기를 집중적으로 정화해주고 빅데이터를 활용해 집안 공기 질 오염 패턴을 분석, 학습해 오염도가 높아지는 시점을 예측한 뒤 선제적으로 작동한다.

2. 마이한뿔 정수기 ‘아이오케어’는 정수 성능, 물 사용량 등을 스마트폰 앱으로 실시간 확인할 수 있다. 48시간 동안 정수기를 사용하지 않으면 등록된 가족이나 사용자에게 ‘연락해보세요’라는 문자메세지를 전송하고 IoT 기술과 연계해 정수 성능을 실시간 감시해 제품에 이상이 생기면 콜센터에 자동 연결한다. 또한, 물 사용량에 따라 필터 교체 서비스를 제공해 언제나 깨끗한 물을 마실 수 있도록 한다.

3. 미국에서 판매한 공기청정기 ‘에어메가’는 아마존 인공지능 음성인식 플랫폼 알렉사를 연계한 제품이며 아마존 IoT 기반 주문 서비스(DRS)도 적용되어 내장된 센서를 이용해 공기청정기 필터 수명을 실시간으로 확인, 교체 시기가 되면 아마존에 접속해 자동 주문해 필터가 언제나 최상의 상태를 유지할 수 있게 해준다.

도표 35. 액티브 액션 공기청정기



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 36. 에어메가 공기청정기



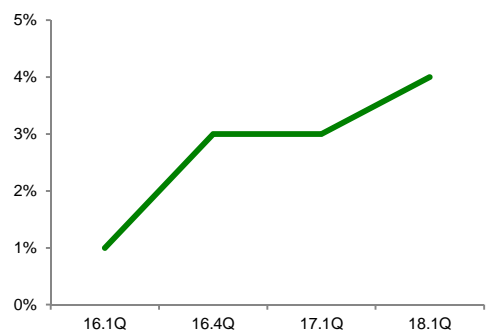
자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 37. 마이한뽀 정수기 '아이오케어'



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 38. IoT 탑재 제품 비중 추이



자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

코웨이가 IoT 제품으로
눈여겨 보는 곳은 미국 시장

코웨이는 IoT 제품을 개발해 국내외에 선제적으로 대응 중이다. 현재 코웨이의 공기청정기는 구글, 아마존, 네이버, 애플 등 주요 기업의 AI 플랫폼과 모두 연동되었다. 현재, 코웨이가 눈여겨 보는 곳은 미국 시장이다. 노후화된 시설 및 주택이 많아 스마트 홈의 수요가 높기 때문이다. 일례로 재개발 불가 지역인 뉴욕의 부동산 업자들은 노후화된 주택을 IoT와 연결시켜 새로운 가치를 창출하는 방법을 도모하고 있다.

국내 스마트 홈 시장 활성화하려면
시간이 필요. IoT 개화시 바로
사용할 수 있도록 준비 중

반면 국내 IoT 시장은 활성화하려면 시간이 필요하다. 여러 대의 IoT 가전을 효율적으로 작동시키려면 제어하는 플랫폼이 필요한데 글로벌 시장은 AI 스피커가 플랫폼 역할을 담당하고 있지만 국내 AI 스피커 시장은 아직 초기단계이며 아직까지는 마땅한 플랫폼이 없기 때문이다. 하지만, 미국 시장은 트렌드에 맞게 선제적 대응 중이며 국내 스마트 홈 시장은 개화되면 제품을 바로 사용할 수 있게 준비 중이다.

III. 실적추정

2018년 매출액과 영업이익 각각 7.7%, 6.4% 증가 전망

2018년 매출액, 영업이익
각각 전년대비 7.7%
6.4% 증가

코웨이의 2018년 매출액은 2조 7,100억원으로 전년대비 7.7% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 5,031억원으로 전년대비 6.4% 증가할 것으로 예상된다.

하반기 신제품 출시효과
해외 사업 확장에 따른
매출 성장 기대

2분기에 의류청정기, 시루직수정수기, 30평형 대형 공기청정기, 보쉬 의류건조기를 출시했다. 6월 시루직수정수기는 B2B, B2C제품으로 모두 출시했고 제품 출시된지 2달만에 1만 대 판매를 앞두고 있다. 의류청정기는 8월 렌탈 제품 신규 카테고리도 도입했고 8월 도입된 후 2주간 1,000대 판매되었으며 월 2,000대 판매를 계획 중이다. 대형공기청정기도 다중이용시설 B2B/B2G 시장을 타겟으로해 출시했고 최근에 CGV 상영관 1개에 설치해 운영되고 있다.

또한, 해외법인의 경우 말레이시아 법인에서 중산층으로 고객 저변 확대를 위한 신판매 제도를 도입했고 미국 법인은 IoT를 탑재한 공기청정기를 아마존을 통해 판매한 이후 판매량이 2배이상 증가하고 있다. 해외 매출 성장세로 하반기에 인도네시아, 베트남 등 동남아 국가 해외시장 거점도 검토 중이다.

따라서, 하반기에는 신제품 출시효과로 렌탈 사업 매출은 전년대비 5% 성장한 1조 5,745억원, 해외 법인 사업확대에 따른 해외 법인 매출은 전년대비 30% 성장한 4,356억원이 기대된다.

도표 39. 코웨이 분기별 및 연간 실적

(단위: 억원)

구 분	2017A				2018F				연간		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
국내 총 계정수	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784	5,842	5,906	5,947	5,748	5,947	6,107
총 계정 순증	8.9	33.0	-0.6	3.2	36.1	57.2	64.4	40.6	45	41	69
증감(% YoY)	-1.4%	-1.7%	0.2%	0.8%	1.3%	1.7%	2.8%	3.5%	0.8%	3.5%	2.7%
렌탈 계정수(기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032	5,106	5,177	5,238	4,970	5,238	5,464
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	62	74	71	61	120	268	225
증감(% YoY)	0.3%	0.0%	2.3%	2.5%	3.2%	3.7%	4.9%	5.4%	2.5%	5.4%	4.3%
멤버십계정수(기말)	838	823	810	778	752	735	729	708	778	708	643
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(26)	(17)	(6)	(21)	(76)	(70)	(65)
증감(% YoY)	-10.2%	-11.0%	-10.8%	-8.9%	-10.2%	-10.7%	-10.0%	-9.0%	-8.9%	-9.0%	-9.2%
총 계정수	6,301	6,404	6,457	6,512	6,620	6,769			6,512	7,024	7,609
증감(%YoY)	1.7%	1.9%	3.8%	4.4%	5.1%	5.7%			4.4%	7.9%	8.3%
렌탈 ARPU	27,105	27,876	27,971	27,606	26,500	26,500			26,500	26,792	27,059
매출액	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,837	7,004	25,168	27,100	29,491
(YoY % growth)	-2.2%	12.3%	7.9%	6.4%	6.2%	8.8%	8.6%	7.2%	5.9%	7.7%	8.8%
(QoQ % growth)	-0.6%	2.2%	1.0%	3.8%	-0.9%	4.7%	0.8%	2.4%			
환경가전	4,830	5,008	5,009	4,964	4,966	5,054	5,301	5,271	19,811	20,592	21,369
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	4,047	4,084	15,060	15,745	16,327
수출	680	555	686	676	543	718	788	807	2,597	2,857	3,171
화장품	209	187	194	207	206	186	209	237	798	837	883
별도기준 매출액	5,719	5,750	5,889	5,847	5,715	5,958	6,298	6,315	23,205	24,286	25,423
말레이시아	437	490	550	598	657	916	694	700	2,075	2,967	4,273
미국	152	156	156	186	176	174	174	187	650	712	789
기타자회사	126	197	113	209	227	253	103	94	645	677	718
연결조정	331	357	411	303	297	520	433	292	1,402	1,542	1,712
매출원가	1,931	1,949	1,950	2,156	2,018	2,180	2,186	2,373	7,985	8,757	9,445
원가율	31.6%	31.3%	31.0%	33.0%	31.2%	32.2%	32.0%	33.9%	31.7%	32.3%	32.0%
매출총이익	4,171	4,285	4,346	4,381	4,460	4,600	4,651	4,632	17,183	18,343	20,046
매출총이익률	68.4%	68.7%	69.0%	67.0%	68.8%	67.8%	68.0%	66.1%	68.3%	67.7%	68.0%
영업이익	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,301	1,123	4,727	5,031	5,503
영업이익률	19.8%	19.3%	19.7%	16.4%	20.3%	19.1%	19.0%	16.0%	18.8%	18.6%	18.7%
(YoY % growth)	-2.2%	919.4%	16.1%	11.1%	8.6%	7.2%	4.8%	4.9%	39.5%	6.4%	9.4%
당기순이익	754	952	934	616	952	907	921	764	3,256	3,544	3,868
당기순이익률	12.4%	15.3%	14.8%	9.4%	14.7%	13.4%	13.5%	10.9%	12.9%	13.1%	13.1%

자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

코웨이(021240.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376.3	2,516.8	2,710.0	2,949.1	3,269.1
증가율(%)	2.6	5.9	7.7	8.8	10.9
매출원가	812.2	798.5	875.7	944.5	1,051.7
원가율(%)	34.2	31.7	32.3	32.0	32.2
매출총이익	1,564.2	1,718.3	1,834.3	2,004.6	2,217.4
매출총이익률(%)	65.8	68.3	67.7	68.0	67.8
판매비와 관리비 등	1,225.4	1,245.5	1,331.2	1,454.2	1,608.9
판매비율(%)	51.6	49.5	49.1	49.3	49.2
영업이익	338.8	472.7	503.1	550.3	608.5
증가율(%)	-26.9	39.5	6.4	9.4	10.6
영업이익률(%)	14.3	18.8	18.6	18.7	18.6
EBITDA	571.9	708.3	753.9	819.9	899.2
EBITDA마진(%)	24.1	28.1	27.8	27.8	27.5
순금융손익	-4.9	-11.4	-11.1	-11.3	-12.2
이자손익	-4.9	-11.4	-11.1	-11.4	-12.2
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.2	-21.5	-19.5	-23.3	-23.6
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	323.8	439.9	472.5	515.7	572.7
계속사업손익법인세비용	80.4	114.3	118.1	128.9	143.7
재후종단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	243.3	325.6	354.4	386.8	428.9
증가율(%)	-29.1	33.8	8.8	9.1	10.9
순이익률(%)	10.2	12.9	13.1	13.1	13.1
지배주주지분 당기순이익	243.6	326.1	354.9	387.3	429.5
증가율(%)	-29.0	33.9	8.8	9.1	10.9
기타포괄이익	-0.8	6.9	6.9	6.9	6.9
총포괄이익	242.5	332.5	361.3	393.6	435.8

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	357.5	553.6	594.3	634.1	686.0
당기순이익	243.3	325.6	354.4	386.8	428.9
현금유출이없는비용및수익	466.5	476.1	380.0	409.8	446.7
유형자산감가상각비	224.9	227.3	242.6	262.6	284.8
무형자산상각비	8.2	8.2	8.2	7.0	5.9
영업활동관련자산부채변동	-232.3	-148.5	-10.9	-22.2	-33.6
매출채권의감소(증가)	-61.6	-59.3	-20.2	-26.6	-37.2
재고자산의증가(감소)	-4.1	-5.8	-3.2	-6.9	-9.2
매입채무의증가(감소)	-3.7	21.0	25.1	25.5	29.0
투자활동으로인한현금흐름	-367.5	-289.7	-276.0	-304.7	-341.9
투자자산의 감소(증가)	-4.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	15.3	13.6	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-328.2	-336.8	-298.1	-324.4	-359.6
단기금융자산의감소(증가)	-66.2	15.4	12.2	9.7	7.8
재무활동으로인한현금흐름	-40.0	-218.3	-230.2	-232.8	-251.3
장기차입금의증가(감소)	3.9	0.5	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.1	-1.6	-4.2	-18.4	-22.5
현금의 증가	-50.0	44.0	83.9	78.3	70.3
기초현금	116.3	66.3	110.3	194.2	272.4
기말현금	66.3	110.3	194.2	272.4	342.7

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	733.1	791.5	894.8	1,005.2	1,123.0
현금및현금성자산	66.3	110.3	194.2	272.4	342.7
매출채권 및 기타채권	323.0	340.1	360.4	386.9	424.1
재고자산	70.2	74.9	78.1	85.0	94.2
비유동자산	1,234.6	1,367.4	1,414.7	1,469.6	1,538.5
유형자산	669.4	712.4	767.9	829.7	904.5
무형자산	183.0	183.9	175.7	168.8	162.9
투자자산	55.3	56.2	56.2	56.2	56.2
기타 금융업 자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	1,967.7	2,158.9	2,309.5	2,474.8	2,661.5
유동부채	735.4	1,124.8	1,149.9	1,175.3	1,204.4
단기차입금	340.0	670.0	670.0	670.0	670.0
매입채무및기타채무	255.1	267.6	292.7	318.2	347.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	49.0	51.9	51.9	51.9	51.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	12.3	12.3	12.3	12.3
기타 금융업 부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	784.4	1,176.6	1,201.7	1,227.2	1,256.2
지배주주지분	1,182.8	982.2	1,108.2	1,248.6	1,406.9
자본금	40.7	40.7	40.2	40.2	40.2
자본잉여금	127.2	129.3	129.3	129.3	129.3
기타포괄이익누계액	-5.8	-5.3	1.6	8.5	15.4
이익잉여금	1,179.7	963.0	1,082.6	1,216.2	1,367.5
비지배주주지분	0.5	0.1	-0.5	-1.0	-1.7
자본총계	1,183.3	982.3	1,107.7	1,247.6	1,405.2
총차입금	351.9	682.4	682.4	682.4	682.4
순차입금	210.1	512.0	440.3	371.8	309.3

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	3,167	4,328	4,798	5,248	5,820
BPS	17,891	15,397	17,316	19,219	21,364
DPS	3,200	3,200	3,259	3,516	3,854
Multiples (배)					
PER	27.9	22.6	19.6	17.9	16.2
PBR	4.9	6.3	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA	12.2	11.0	9.8	9.0	8.1
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-28.8%	36.6%	10.9%	9.4%	10.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-17.2%	23.9%	6.4%	8.8%	9.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.1%	30.1%	33.9%	32.8%	32.3%
ROE(지배순이익 기준)	20.1%	30.1%	34.0%	32.9%	32.4%
ROIC	18.9%	25.4%	25.7%	26.9%	28.2%
WACC	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
안전성(%)					
부채비율	66.3%	119.8%	108.5%	98.4%	89.4%
순차입금비율	17.8%	52.1%	39.7%	29.8%	22.0%
이자보상배율	55.5	38.3	43.4	44.8	46.9