

**Company Update**

Analyst 안지영  
02) 6915-5675  
jyahn@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	89,000원
현재가 (10/30)	68,000원

KOSPI (10/30)	2,014.69pt
시가총액	5,018십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	110,500원
최저가	63,000원
60일 일평균거래대금	24십억원
외국인 지분율	64.1%
배당수익률 (2018F)	4.9%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 6인	22.33%
GIC Private Limited	7.35%
추가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-9% -3% -11%
절대기준	-22% -22% -29%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	110,000	▼
EPS(18)	4,609	4,660	▼
EPS(19)	4,833	4,903	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 코웨이 (021240)

## 펀더멘탈 확인에도 매니지먼트 관련 불확실성의 악순환

### Review(yoy): 18.3Q 별도 매출액 1%, 영업이익 -5%, 순이익 -3%

2018년 3분기(yoy) 별도 매출액은 렌탈이 3,822억원(+1.0% yoy)을 시현했는데, 국내 렌탈 판매가 32.2만(+1.3% yoy)에 그쳤기 때문이다. 반면에 해외 판매 12.9만(+59.5% yoy)을 포함하면 3분기 전체 렌탈은 3분기 최고치인 45.1만대(+13% yoy) 시현했다. 국내 32.2만에도 불구하고 해외법인이 최고치(12.9만 +59.5%)를 경신했기 때문이다. 특히 말레이시아에서 운용리스(5년 약정) 적용 상품에서 금융리스(7년 약정) 적용 상품 판매가 증가했기 때문으로 분석된다. 국내 환경가전사업은 연수기가 일시불에서 렌탈로 전환되며 0.6%의 매출 감소 영향이 있었다. 반면에 국내 금융리스의 고성장은 매트리스 렌탈 판매량의 최고치(38K +3.5%yoy) 경신에서 확인된다.

### 18.3Q(yoy) 연결 매출액 6%, 영업이익 5%, 순이익 1%

2018년 3분기(yoy) 연결 매출액은 6,698억원(+6.4%), 영업이익 1,304억원(+5.0%), 순이익 942억원(+0.9%)로 컨센서스에 부합했다. 주된 이유는 1) 국내 홈케어(금융리스)렌탈 판매 증가와 의류청정기 등 신규 렌탈 품목 추가 2) 해외사업 매출액이 1,178억원(+56.3 yoy)을 시현했는데 해외법인항(말레이시아, 미국)의 거래 확대 때문이다. 말레이시아의 고성장은 기존 프리미엄 고객(5년 렌탈) 위주에서 중산층으로 저변 확대를 위한 신판매 제도(7년 렌탈) 효과가 상반기부터 이어지고 있기 때문으로 판단된다.

### 국내 경쟁 심화로 별도 실적 하향 및 매니지먼트 관련 밸류에이션 하향

코웨이의 목표주가를 기존 11만원에서 9만원[표3]으로 하향한다. 해외의 고성장에도 불구하고 국내 시장의 경쟁심화로 별도 실적 둔화 부문을 적용 2018년 및 2019년 추정치를 소폭 하향했기 때문이다. 또한 코웨이는 불확실성 국면이 확대되고 있는 것으로 판단된다. 10월 29일 공시에 근거할 때 최대주주의 지분 매각 상대방이 웅진그룹이라는 점은 1) 사업 운영 능력에 대한 검증이 요구되는 부분이며 2) 주식매매계약 체결일(2018년 10월 29일)에서 거래종결(2019년 3월 15일)까지 약 4개월 동안 인수 주체의 구체적인 자금조달 과정 3) 18년 4분기 배당 시점에 대한 불확실성이 예상되기 때문이다. 다만 동사의 펀더멘탈은 갑작스러운 매각 발표로 인한 추가 급락에도 여전히 안정적인 구조를 가지고 있어 매수의견은 유지하지만 불확실성에 따른 밸류에이션 하락은 불가피할 전망이다.

(단위: 십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,205	2,321	2,363	2,414	2,451
영업이익	369	478	467	487	490
세전이익	365	435	465	477	488
당기순이익	275	322	341	357	366
EPS(원)	3,581	4,279	4,609	4,833	4,955
증가율(%)	-21.0	19.5	7.7	4.9	2.5
영업이익률(%)	16.7	20.6	19.8	20.2	20.0
ROE(%)	21.9	28.1	31.3	32.2	34.6
PER	24.7	22.8	14.8	14.1	13.7
PBR	5.4	7.0	4.4	4.6	4.9
EV/EBITDA	12.1	11.7	8.4	8.3	8.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

국내 대비 해외(말레이시아) 고성장으로 안정적 펀더멘탈 유지

18.3Q(yoy) 연결기준  
 매출액 6.4%(컨센서스 -1.5%)  
 영업이익 5.0%(컨센서스 -2.1%)  
 순이익 -6.5%(컨센서스 -2.9%)  
 총계정수 688만(18년F 711만)  
 국내 585만(+1.8 yoy)  
 해외 103만(+42.1% yoy)  
 말련 89.4만  
 미국 11.3만  
 태국 2.1만  
 해외매출(yoy)  
 중국ODM -27.8%  
 해외사업 +56.3%

표 1. 코웨이 IFRS 18.3Q 별도 및 연결실적

(단위: 억원, %, p)

	17.3Q	18.2Q	18.3Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
별도매출액	5,888	5,958	5,954	-0.1	1.1	6,051	-1.6	6,103	-2.4
렌탈	3,785	3,827	3,822	-0.1	1.0	3,905	-2.1	-	-
금융리스	351	409	452	10.4	28.7	373	21.1	-	-
멤버십	359	311	294	-5.5	-18.1	331	-11.2	-	-
일시불	473	473	382	-19.2	-19.2	465	-17.8	-	-
화장품	194	186	175	-5.9	-9.8	217	-19.4	-	-
수출	686	718	799	11.3	16.5	717	11.4	-	-
기타(수처리)	40	34	30	-12.0	-26.1	43	-30.4	-	-
연결매출액	6,296	6,781	6,698	-1.2	6.4	6,815	-1.7	6,800	-1.5
연결매출총이익	4,346	4,600	4,558	-0.9	4.9	4,605	-1.0	4,658	-2.2
연결영업이익	1,242	1,293	1,304	0.9	5.0	1,295	0.7	1,332	-2.1
GPM	69.0	67.8	68.1	0.2	-1.0	67.6	0.5	68.5	-0.4
OPM	19.7	19.1	19.5	0.4	-0.3	19.0	0.5	19.6	-0.1
연결순이익	934	907	942	3.9	0.9	941	0.1	970	-2.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

\* 매트릭스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 IFRS 부부분별 매출(별도) 및 연결기준 2018년 분기 전망

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	기존 2018F	YoY	변경 2018F	YoY
별도매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	5,750	5,888	5,846	5,715	5,958	5,954	6,309	23,729	2.3	23,638	1.9
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,822	3,992	15,354	2.0	15,428	2.4
금융리스	215	286	270	284	259	302	351	316	386	409	452	345	1,513	23.2	1,592	29.6
멤버십	429	425	421	400	378	367	359	343	322	311	294	382	1,299	-10.2	1,309	-9.5
일시불	505	541	426	487	459	504	473	486	439	473	382	471	1,848	-3.9	1,765	-8.2
화장품	201	173	181	187	209	187	194	207	206	186	175	237	846	6.1	804	0.9
수출	567	598	481	523	680	555	686	676	543	718	799	841	2,719	4.7	2,901	11.7
기타	58	45	56	45	39	39	40	34	32	34	30	41	150	-1.2	137	-9.8
연결매출액	6,237	5,550	5,835	6,141	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,698	6,789	26,863	6.7	26,746	6.3
연결매출총이익	4,166	3,559	3,910	4,006	4,171	4,285	4,346	4,381	4,460	4,600	4,558	4,555	18,220	6.0	15,833	-7.9
GPM	66.8	64.1	67.0	65.2	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	68.1	67.1	67.8	-0.4	59.2	-9.1
연결영업이익	1,236	118	1,070	964	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,304	1,173	5,124	8.4	5,083	7.5
OPM	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	17.3	19.1	0.3	19.0	0.2
연결순이익	952	28	677	777	754	952	934	616	952	907	942	754	3,488	7.1	3,555	9.2

자료: 코웨이, IBK투자증권

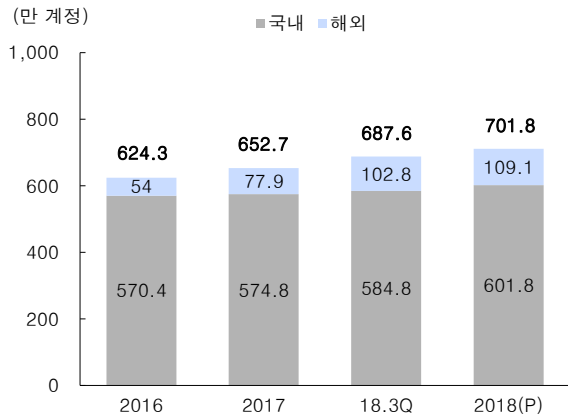
표 3. 목표주가 기존 110,000원에서 89,000원 하향 매수유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	별도기준 18년(F) EPS 4,676 / 12개월 Forward EPS 4,808	별도기준 18년(F) EPS 4,609 / 12개월 Forward EPS 4,759
Target P/E valuation	Target P/E 24배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내외 총 710만 계정 도달 전망, IBK 유니버스 평균대비 20% 프리미엄)	Target P/E 20배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내외 총 700만 계정 도달 전망, IBK 유니버스 평균대비 10% 할인율 적용)
순차입금	18년 4,450억원	18년 4,640억원
주식수(사업가치)	77,124(84,545억원)	75,830(84,545억원)
목표주가	110,000원	89,000원

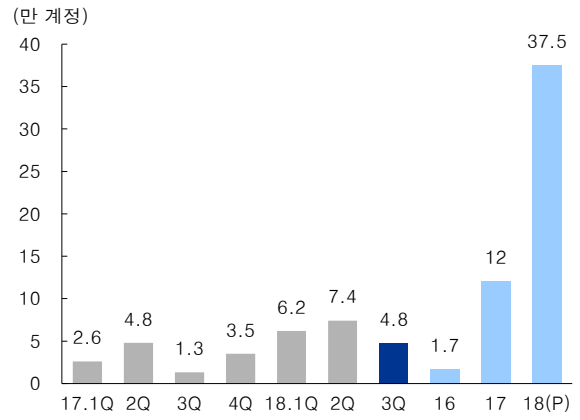
자료: IBK투자증권

그림 1. 국내 및 해외법인 총 계정 (연간) - 연중 700만 돌파 예상



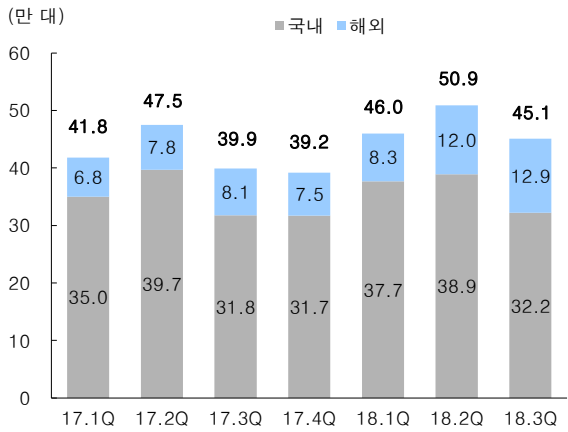
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈 계정 순증 - 18.3Q 4.8만, 누적 515만



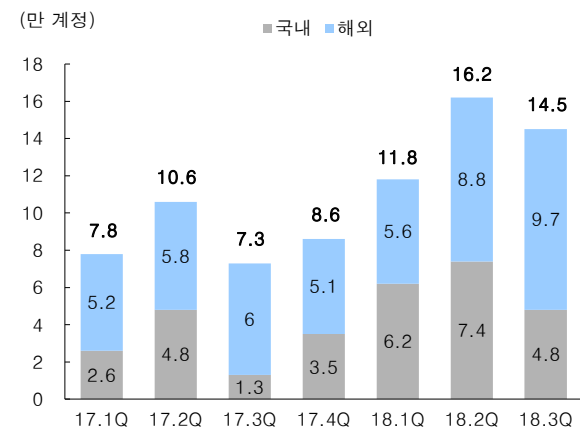
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 국내 및 해외법인 총 렌탈 판매 - 해외 법인 +59.5% YoY



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 국내 및 해외법인 총 렌탈 순증 - 해외 순증 +62.1% YoY



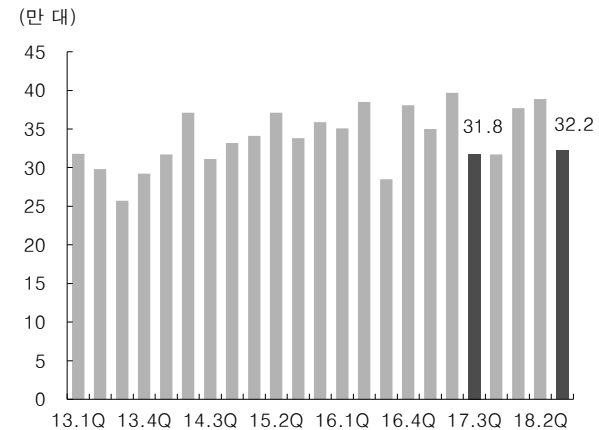
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 해약률 추이 - 품질 강화를 통한 해약률 안정화



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 렌탈 판매량 - 3Q 누적 렌탈 판매 역대 최고



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,205	2,321	2,363	2,414	2,451
증가율(%)	2.0	5.3	1.8	2.1	1.5
매출원가	753	775	807	833	858
매출총이익	1,452	1,546	1,556	1,581	1,593
매출총이익률 (%)	65.9	66.6	65.8	65.5	65.0
판매비	1,083	1,067	1,089	1,094	1,103
판매비율(%)	49.1	46.0	46.1	45.3	45.0
영업이익	369	478	467	487	490
증가율(%)	-20.4	29.8	-2.4	4.3	0.6
영업이익률(%)	16.7	20.6	19.8	20.2	20.0
순금융손익	-5	-11	-14	-12	-7
이자손익	-5	-11	-14	-12	-12
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	1	-31	12	2	4
중속/관계기업손익	0	-2	0	0	0
세전이익	365	435	465	477	488
법인세	90	113	124	120	122
법인세율	24.6	25.9	26.7	25.2	25.0
계속사업이익	275	322	341	357	366
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	275	322	341	357	366
증가율(%)	-21.2	17.0	5.7	4.6	2.5
당기순이익률 (%)	12.5	13.9	14.4	14.8	14.9
지배주주당기순이익	275	322	341	357	366
기타포괄이익	0	6	-8	0	0
총포괄이익	275	329	333	357	366
EBITDA	577	676	651	650	673
증가율(%)	-14.6	17.3	-3.8	-0.1	3.5
EBITDA마진율(%)	26.2	29.1	27.5	26.9	27.4

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,581	4,279	4,609	4,833	4,955
BPS	16,341	13,942	15,398	14,646	13,997
DPS	3,200	3,200	3,310	3,330	3,350
밸류에이션(배)					
PER	24.7	22.8	14.8	14.1	13.7
PBR	5.4	7.0	4.4	4.6	4.9
EV/EBITDA	12.1	11.7	8.4	8.3	8.0
성장성지표(%)					
매출증가율	2.0	5.3	1.8	2.1	1.5
EPS증가율	-21.0	19.5	7.7	4.9	2.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.6	3.3	4.9	4.9	4.9
ROE	21.9	28.1	31.3	32.2	34.6
ROA	14.8	15.6	15.7	16.6	17.2
ROIC	26.3	30.1	32.9	32.9	32.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	58.0	106.1	93.9	92.7	108.8
순차입금 비율(%)	20.6	56.9	40.9	35.7	35.4
이자보상배율(배)	65.7	41.8	31.4	37.5	39.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.5	5.4	5.5	5.1	5.0
재고자산회전율	46.6	51.0	41.7	34.7	34.7
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	778	774	838	906	884
현금및현금성자산	41	77	76	92	100
유가증권	42	0	30	18	25
매출채권	445	413	451	490	490
재고자산	46	45	69	70	71
비유동자산	1,195	1,376	1,366	1,178	1,273
유형자산	591	603	572	659	759
무형자산	148	149	140	131	124
투자자산	136	234	234	235	236
자산총계	1,973	2,150	2,204	2,083	2,157
유동부채	682	1,063	995	932	1,049
매입채무및기타채무	51	46	64	61	69
단기차입금	340	670	571	497	490
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	44	72	70	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	725	1,107	1,067	1,002	1,124
지배주주지분	1,248	1,043	1,136	1,081	1,033
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	135	135	135	135
자본조정등	-159	-146	-48	-48	-48
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,234	1,013	1,009	953	905
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,248	1,043	1,136	1,081	1,033
비이자부채	385	437	496	506	634
총차입금	340	670	571	497	490
순차입금	257	593	464	386	365

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	327	467	441	474	538
당기순이익	275	322	341	357	366
비현금성 비용 및 수익	440	443	288	173	185
유형자산감가상각비	200	190	173	153	176
무형자산상각비	7	7	11	10	7
운전자본변동	-269	-200	-118	-43	-1
매출채권등의 감소	-110	-100	-28	-40	0
재고자산의 감소	-2	3	-21	-1	-1
매입채무등의 증가	4	-5	17	-2	7
기타 영업현금흐름	-119	-98	-70	-12	-12
투자활동 현금흐름	-325	-213	-171	15	-242
유형자산의 증가(CAPEX)	-286	-257	-189	-260	-279
유형자산의 감소	15	12	6	20	4
무형자산의 감소(증가)	-12	-8	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-1	2	4
기타	-41	41	16	253	29
재무활동 현금흐름	-48	-218	-271	-473	-283
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-48	-218	-271	-473	-283
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-45	36	-1	16	12
기초현금	87	41	77	76	92
기말현금	41	77	76	92	104

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

**투자 의견 안내 (투자기간 12개월)**

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

코웨이 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.02.12	매수	110,000	-19.19	-13.64					
	2018.10.30	매수	90,000							