



# 코웨이 (021240)

## 대주주 불확실성은 주가에 부담 요인

2018년 10월 31일

유통/화학품 Analyst 박신애  
02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

### 매각 관련 불확실성 존재하나 최근 주가 급락은 다소 과도

투자 의견 Buy를 유지하지만 목표 주가는 95,000원으로 14% 하향한다. 실적 추정치 변동폭은 미미하지만, 매각 관련 불확실성을 고려해 지난 6년간의 PER 밴드 저점인 18배를 적용해 목표가를 산정했다. 코웨이는 2012년에 MBK파트너스에 인수된 후 가파른 매출 성장 및 마진 개선 추세를 보여 왔으나, 최근 이런 흐름이 주춤해진 상황이다. 이에 더해 후발주자들의 점유율 확대 공격도 받고 있다. 향후 웅진씽크빅에 인수된 후 전개될 경영 방향성에 대한 불확실성과 로열티 등 비용 증가(효율 저하) 가능성에 대한 우려가 존재한다. 다만 웅진씽크빅의 차입 부담과 FI 지분을 감안할 때 중장기 배당 정책의 변동 가능성은 제한적이다. 금주 주가 급락은 다소 과도했다고 판단되지만(현주가 2018E 배당수익률 5%), 의미 있는 주가 회복은 불확실성 완화 시점까지 지연될 수 있다.

### 웅진씽크빅이 코웨이 지분 22.17%를 1조 6,849억원에 인수키로

지난 29일에 웅진씽크빅은 코웨이 지분 22.17%를 1조 6,849억원(주당 금액 103,000원)에 양수한다고 공시했다(웅진-스틱인베스트먼트 컨소시엄이 MBK파트너스와 주식매매계약을 체결, 인수 예정일은 2019년 3월 15일). 언론 보도에 따르면 총 인수 금액 중 스틱인베스트먼트가 5,000억원(실패 시 한국투자증권이 4,000억원 자기자본 출자), 웅진씽크빅이 4,000억원을 각각 조달하고, 나머지 8,000억원 가량은 인수금융을 통해 조달할 계획이다.

### 3Q18 매출액 +6% YoY, 영업이익 +5% YoY. 국내는 다소 미진, 해외는 고성장 지속

3Q18 연결 매출액은 6,698억원(+6% YoY), 영업이익은 1,304억원(+5% YoY)을 달성하면서 컨센서스에 부합했다. 별도 매출액 5,954억원(+1% YoY), 영업이익 1,206억원(-5% YoY)을 나타냈다. ① 국내 렌탈 매출액이 1% 성장하는데 그쳤는데, 계절적 비수기 및 추석시점 차이로 신규 판매가 1% YoY 성장하면서 렌탈 순증이 4.3만계정(기존 추정치 7.7만계정)에 불과했기 때문이다. 해약율은 1.02%로 0.08%p QoQ 낮아졌다. ② 홈케어 매출액은 29% 성장했지만 멤버십과 일시불 매출액은 각각 18%, 19% 하락했다. ③ 해외 환경가전 4개 법인의 합산 매출액은 1,178억원(+56% YoY), 합산 영업이익은 174억원(+270% YoY)을 달성했다. 말레이시아 법인 매출액이 68% 성장하고 영업이익률이 9%p 개선됐다.

## Buy 유지

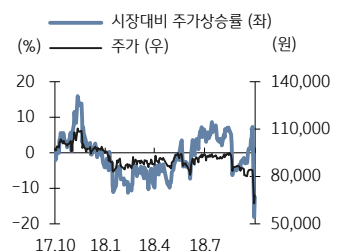
목표주가 (하향, 원)	95,000
Upside / Downside (%)	39.7
현재가 (10/30, 원)	68,000
Consensus Target Price (원)	105,667
시가총액 (조원)	5.0

Trading Data	
Free float (%)	75.5
거래대금 (3M, 십억원)	23.6
외국인 지분율 (%)	64.1
주요주주 지분율 (%)	코웨이홀딩스 외 6 인 22.3
	GIC Private Limited 7.4

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.7	-27.9	-22.3	-28.6
시장대비 상대수익률	-8.9	-17.9	-3.0	-11.3

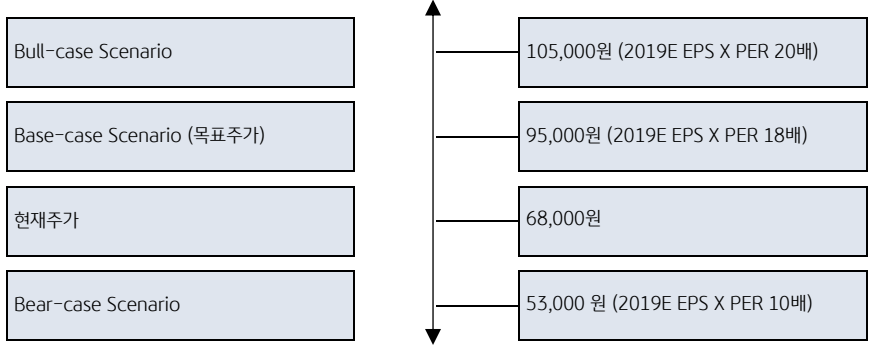
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	2,517	2,706	2,918	3,107
영업이익 (십억원)	473	517	545	576
지배주주순이익 (십억원)	326	372	383	407
EPS (원)	4,328	5,037	5,196	5,516
증감률 (%)	36.7	16.4	3.2	6.2
PER (X)	22.6	13.5	13.1	12.3
EV/EBITDA (X)	11.0	6.8	6.5	6.1
PBR (X)	7.4	4.5	4.1	3.7
ROE (%)	30.1	35.5	32.8	31.4
배당수익률 (%)	3.3	5.0	5.3	5.6



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



**Base-case Scenario: 향후 추가 동인**  
 1) 국내 렌탈 순주문의 안정적인 성장  
 2) 말레이시아 등 해외 사업의 높은 성장성

**Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소**  
 1) 신규 렌탈 품목인 의류청정기의 판매 호조  
 2) 기대치를 상회하는 해외 법인 실적

**Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소**  
 1) 국내 렌탈 업체 간 경쟁 심화에 따른 순증 부진  
 2) 대주주 변경 이후 사업 전략 또는 배당정책의 변화

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,719.2	2,947.4	2,705.8	2,918.4	-0.5	-1.0
영업이익	519.5	553.1	516.5	544.8	-0.6	-1.5
순이익 (지배)	366.8	389.4	371.7	383.5	1.3	-1.5

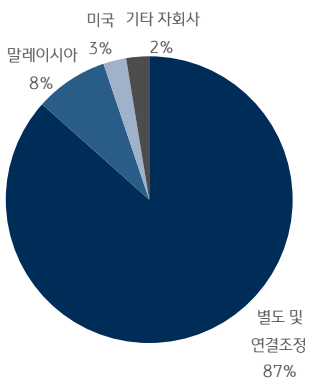
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,705.8	2,918.4	2,699.2	2,887.7	0.2	1.1
영업이익	516.5	544.8	516.9	564.3	-0.1	-3.5
순이익 (지배)	371.7	383.5	368.8	404.6	0.8	-5.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리  
 주: 2017년 기준

PEER 그룹 비교

(십억USD, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
쿠쿠홈시스	0.9	22.1	17.3	2.4	2.2	10.0	7.5	16.7	19.1	1.7	2.2
락앤락	1.2	21.2	18.3	1.7	1.7	13.7	11.4	9.9	11.2	1.2	1.7
RINNAI CORP	5.1	23.1	21.8	1.8	1.7	8.9	8.2	8.1	7.9	0.9	0.9
Whirlpool	11.0	10.0	8.8	2.6	2.5	6.8	6.0	23.4	29.2	3.0	3.3

자료: Bloomberg, KB증권 정리

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준:  
PER 밸류에이션
- 2) 목표주가 산정:  
2019E EPS에 목표 PER 멀티플 18배  
(=2012~2017년 동안 PER 저점)를 적용
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:  
105,000원 ~ 53,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:  
2019E Implied PER 18배, PBR 6배

실적민감도 분석

(% )	EPS 변동률	
	2018E	2019E
금리 1%p 상승 시	-0.9	-0.7
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 3Q18 실적

(십억원)	3Q18	3Q17	YoY (%)	2Q18	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB증권	차이 (%)
매출액	669.8	629.6	6.4	678.1	-1.2	680.3	-1.5	688.9	-2.8
영업이익	130.4	124.2	5.0	129.3	0.8	133.4	-2.3	134.0	-2.7
세전이익	118.2	124.2	-4.8	122.7	-3.7	128.8	-8.2	128.4	-8.0
순이익	94.3	93.5	0.9	90.8	3.9	97.2	-2.9	93.8	0.5
영업이익률 (%)	19.5	19.7		19.1		19.6		19.5	
세전이익률 (%)	17.6	19.7		18.1		18.9		18.6	
순이익률 (%)	14.1	14.8		13.4		14.3		13.6	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 정리

표 2. 코웨이: PER Valuation

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
연결 EPS (원)	4,619	3,324	4,521	5,154	5,317	5,644
적용 PER (X)				18.0	18.0	18.0
적정주당가치 (원)				93,000	96,000	102,000
상승여력 (%)				36.4	40.7	49.4
<b>목표주가 (원)</b>	<b>95,000</b>					
2019E EPS (원)	5,317					
Target PER (X)	18.0					
현재주가 (원)	68,000 (2018.10.30)					
상승여력 (%)	39.7					
목표주가의 해당 연도 PER (X)	18.4 17.9 16.8					
현재주가의 해당 연도 PER (X)	13.2 12.8 12.0					

자료: KB증권 추정

표 3. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,719.2	2,947.4	3,150.5	2,705.8	2,918.4	3,106.6	-0.5	-1.0	-1.4
영업이익	519.5	553.1	588.9	516.5	544.8	575.9	-0.6	-1.5	-2.2
세전이익	497.8	532.9	569.9	495.2	524.8	557.1	-0.5	-1.5	-2.3
순이익 (지배)	366.8	389.4	416.5	371.7	383.5	407.1	1.3	-1.5	-2.3
EPS (원)	4,902.7	5,204.6	5,566.5	4,968.4	5,125.2	5,440.7	1.3	-1.5	-2.3
YoY (%)									
	매출액	8.0	8.4	6.9	7.5	7.9	6.4		
	영업이익	9.9	6.5	6.5	9.3	5.5	5.7		
	세전이익	13.2	7.1	7.0	12.6	6.0	6.2		
	순이익 (지배)	12.5	6.2	7.0	14.0	3.2	6.2		
	EPS	12.5	6.2	7.0	14.0	3.2	6.2		
영업이익률 (%)	19.1	18.8	18.7	19.1	18.7	18.5			
세전이익률 (%)	18.3	18.1	18.1	18.3	18.0	17.9			
순이익률 (지배, %)	13.5	13.2	13.2	13.7	13.1	13.1			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2018년 8월 1일 추정치 대비 변경 내역임

표 4. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation (참고용)

(십억원)		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
영업이익	a	338.8	472.7	516.5	544.8	575.9	602.7	620.8	633.2
유효법인세율 (%)	b	24.2	24.2	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
<b>NOPLAT</b>	<b>C=a*(1-b)</b>	<b>256.8</b>	<b>358.3</b>	<b>377.0</b>	<b>397.7</b>	<b>420.4</b>	<b>440.0</b>	<b>453.2</b>	<b>462.2</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	233.1	235.5	265.7	273.7	279.6	284.0	283.0	282.1
렌탈자산폐기손실	e	47.4	43.5	47.3	48.3	51.5	55.0	57.8	60.1
<b>총 현금흐름</b>	<b>F=C+d+e</b>	<b>537.3</b>	<b>637.3</b>	<b>690.0</b>	<b>719.7</b>	<b>751.5</b>	<b>778.9</b>	<b>793.9</b>	<b>804.4</b>
<b>총 투자</b>	<b>G=h+i</b>	<b>-560.5</b>	<b>-485.3</b>	<b>-470.9</b>	<b>-448.3</b>	<b>-452.6</b>	<b>-462.0</b>	<b>-430.0</b>	<b>-390.0</b>
영업활동으로인한 자산부채변동	h	-232.3	-148.5	-150.9	-148.3	-152.6	-162.0	-150.0	-140.0
유무형자산의 증가 (Capex)	i	-328.2	-336.8	-320.0	-300.0	-300.0	-300.0	-280.0	-250.0
FCFF	J=F+G	-23.2	152.0	219.1	271.4	298.9	316.9	363.9	414.4
Discount Factor				0.95	0.90	0.85	0.81	0.77	0.73
PV of FCFF				207.6	243.8	254.5	255.8	278.5	300.6
Total PV of FCFF (2018E~23E)	k			1,540.8					
Terminal Value (2023년 시점)				8,331.6	2023년 FCFF*영구성장률 0.5%				
PV of terminal value	l			6,042.8	WACC 5.50% (무위험수익률 2.03%, 시장위험프리미엄 11.1%)				
Operating value of FCFF	M=k+l			7,583.6					
현금 및 현금성자산	n			110.3					
단기금융자산	o			60.1					
투자자산, 투자부동산	p			89.4					
차입금	q			682.4					
추정자기자본가치	R=M+(n+o+p-q)			7,161.0					
주식수 (천주)	s			74,818			자사주 제외		
<b>목표주가 (원)</b>	<b>T=R/s</b>			<b>95,712</b>					
현재주가 (원)				68,000			2018.10.30		
상승여력 (%)				40.8					
목표주가의 2019E Implied PER (X)				18.0					
목표주가의 2019E Implied PBR (X)				5.6					

자료: 코웨이, KB증권 추정

주1: 시장위험프리미엄 = 11.1%, COE = 9.80%, COD = 2.19%, 무위험이자율 = 2.03% (3년 만기 국고채 평균수익률)

표 5. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
연결 매출액	610.2	623.4	629.6	653.6	647.8	678.1	669.8	710.2	2,376.3	2,516.8	2,705.8	2,918.4
별도 법인	571.9	575.0	588.9	584.6	571.5	595.8	595.4	603.6	2,204.5	2,320.5	2,366.4	2,489.2
말레이시아	43.7	49.0	55.0	59.8	65.7	91.6	92.3	95.7	143.0	207.5	345.3	424.7
미국	15.2	15.6	15.6	18.6	17.6	17.4	21.1	21.4	60.2	65.0	77.4	85.2
기타 자회사	12.6	19.7	11.3	20.9	22.7	25.1	20.6	26.9	55.9	64.5	95.3	105.6
연결 조정	-33.3	-36.2	-41.5	-30.5	-30.0	-51.8	-59.7	-37.4	-108.1	-141.4	-178.8	-186.3
YoY (%)												
연결 매출액	-2.2	12.3	7.9	6.4	6.2	8.8	6.4	8.7	2.6	5.9	7.5	7.9
별도 법인	-1.0	10.0	7.0	5.7	-0.1	3.6	1.1	3.2	2.0	5.3	2.0	5.2
말레이시아	48.5	42.6	49.6	40.9	50.6	86.8	67.7	60.1	46.3	45.1	66.4	23.0
미국	-8.0	6.0	13.2	22.8	15.4	11.4	35.4	14.9	5.2	8.0	19.1	10.1
기타 자회사	23.8	223.9	6.6	-28.0	80.6	27.5	81.9	28.8	195.0	15.4	47.8	10.7
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연결 영업이익	120.9	120.6	124.2	107.1	131.3	129.3	130.4	125.5	338.8	472.7	516.5	544.8
별도 법인	123.0	125.2	127.0	103.2	123.1	119.9	120.6	111.7	368.7	478.4	475.2	502.5
말레이시아	2.3	3.2	5.0	7.0	9.2	15.9	17.0	17.2	6.7	17.5	59.3	63.7
미국	0.2	0.0	0.4	-0.1	0.6	-0.1	1.3	0.1	0.0	0.5	1.9	2.4
기타 자회사	-1.7	-0.4	-2.3	0.7	-2.4	-1.2	-1.5	1.7	-0.9	-3.7	-3.4	-1.1
연결 조정	-2.9	-7.4	-5.9	-3.8	0.8	-5.2	-7.0	-5.2	-36.6	-20.0	-16.6	-22.7
YoY (%)												
연결 영업이익	-2.2	919.4	16.1	11.1	8.6	7.2	5.0	17.2	-26.9	39.5	9.3	5.5
별도 법인	-3.1	486.0	8.9	-0.6	0.1	-4.3	-5.0	8.2	-20.4	29.8	-0.7	5.7
말레이시아	91.7	113.3	177.8	218.2	300.0	396.9	240.0	146.0	9.8	161.2	239.0	7.4
미국	100.0	-100.0	흑전	N/A	200.0	N/A	225.0	흑전	-100.0	N/A	281.4	25.9
기타 자회사	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	148.3	적지	적지	적지	적지
연결 조정	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)												
연결 영업이익	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	17.7	14.3	18.8	19.1	18.7
별도 법인	21.5	21.8	21.6	17.7	21.5	20.1	20.3	18.5	16.7	20.6	20.1	20.2
말레이시아	5.3	6.5	9.1	11.7	14.0	17.4	18.4	18.0	4.7	8.4	17.2	15.0
미국	1.3	0.0	2.6	-0.5	3.4	-0.6	6.2	0.5	0.0	0.8	2.5	2.8
기타 자회사	-13.5	-2.0	-20.3	3.4	-10.6	-4.8	-7.3	6.5	-1.6	-5.7	-3.5	-1.1
연결 조정	8.6	20.5	14.2	12.4	-2.7	9.9	11.8	14.0	33.9	14.1	9.3	12.2
매출총이익	417.1	428.5	434.6	438.1	446.0	460.0	455.8	472.4	1,564.2	1,718.3	1,834.2	1,979.4
세전이익	100.6	126.0	124.2	89.1	127.8	122.7	118.2	120.0	323.8	439.9	495.2	524.8
순이익	75.4	95.2	93.4	61.6	95.2	90.7	94.2	91.2	243.3	325.6	377.9	383.1
순이익 (지배)	75.5	95.3	93.5	61.8	95.3	90.8	94.3	91.3	243.6	326.1	371.7	383.5
EBITDA	178.9	178.9	183.3	167.1	192.8	192.2	196.8	200.4	571.9	708.3	782.2	818.5
YoY (%)												
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	6.9	7.4	4.9	7.8	-1.4	9.9	6.7	7.9
세전이익	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	27.0	-2.6	-4.8	34.7	-28.8	35.9	12.6	6.0
순이익	-20.8	3,331.5	38.0	-20.6	26.2	-4.7	0.9	48.0	-29.1	33.8	16.1	1.4
순이익 (지배)	-20.7	3,310.7	37.8	-20.6	26.2	-4.7	0.9	47.7	-29.0	33.8	14.0	3.2
EBITDA	-1.4	154.8	10.8	8.0	7.7	7.4	7.3	20.0	-17.2	23.8	10.4	4.6
매출총이익률 (%)	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	68.0	66.5	65.8	68.3	67.8	67.8
세전이익률 (%)	16.5	20.2	19.7	13.6	19.7	18.1	17.6	16.9	13.6	17.5	18.3	18.0
순이익률 (%)	12.4	15.3	14.8	9.4	14.7	13.4	14.1	12.8	10.2	12.9	14.0	13.1
순이익률 (지배) (%)	12.4	15.3	14.8	9.5	14.7	13.4	14.1	12.9	10.3	13.0	13.7	13.1
EBITDA 마진율 (%)	29.3	28.7	29.1	25.6	29.8	28.3	29.4	28.2	24.1	28.1	28.9	28.0

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 6. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E	
별도 매출액	571.9	575.0	588.9	584.6	571.5	595.8	595.4	603.6	2,204.5	2,320.5	2,366.4	2,489.2	
국내 환경가전	483.0	500.8	500.8	496.4	496.6	505.4	498.0	506.3	1,912.0	1,981.0	2,006.3	2,083.2	
렌탈	369.5	379.5	378.5	378.5	378.7	382.7	382.2	390.3	1,492.6	1,506.0	1,533.9	1,583.8	
홈케어	25.9	30.2	35.1	31.6	38.6	40.9	45.2	41.1	105.4	122.8	165.8	190.6	
멤버십	37.8	36.7	35.9	34.3	32.2	31.1	29.4	29.0	167.5	144.7	121.8	113.3	
일시불	45.9	50.4	47.3	48.6	43.9	47.3	38.2	42.8	195.7	192.2	172.1	183.1	
기타	3.9	3.9	4.0	3.4	3.2	3.4	3.0	3.0	18.6	15.2	12.6	12.3	
수출	68.0	55.5	68.6	67.6	54.3	71.8	79.9	77.7	217.0	259.7	283.8	328.2	
화장품	20.9	18.7	19.4	20.7	20.6	18.6	17.5	19.6	74.2	79.7	76.4	77.9	
YoY (%)	별도 매출액	-1.0	10.0	7.0	5.7	-0.1	3.6	1.1	3.2	2.0	5.3	2.0	5.2
	국내 환경가전	-3.3	12.3	3.4	2.9	2.8	0.9	-0.6	2.0	0.4	3.6	1.3	3.8
	렌탈	-2.8	-1.2	3.0	4.9	2.5	0.9	1.0	3.1	0.1	0.9	1.9	3.3
	홈케어	20.5	5.5	30.2	11.5	49.3	35.3	28.7	30.0	157.7	16.5	35.0	15.0
	멤버십	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-14.9	-15.4	-18.0	-15.3	-6.8	-13.6	-15.9	-6.9
	일시불	-8.9	-6.7	11.0	-0.2	-4.5	-6.2	-19.2	-12.0	14.3	-1.8	-10.5	6.4
	기타	-13.8	-13.4	-22.2	-24.7	-17.5	-12.8	-25.2	-10.0	-11.4	-18.6	-16.7	-3.0
	수출	19.8	-7.1	42.6	29.1	-20.1	29.3	16.5	15.0	45.4	19.7	9.3	15.6
	화장품	4.0	8.3	6.9	10.8	-1.6	-0.7	-9.6	-5.0	-10.7	7.4	-4.2	2.0
비중 (%)	별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	국내 환경가전	84.5	87.1	85.0	84.9	86.9	84.8	83.6	83.9	86.7	85.4	84.8	83.7
	렌탈	64.6	66.0	64.3	64.7	66.3	64.2	64.2	64.7	67.7	64.9	64.8	63.6
	홈케어	4.5	5.3	6.0	5.4	6.8	6.9	7.6	6.8	4.8	5.3	7.0	7.7
	멤버십	6.6	6.4	6.1	5.9	5.6	5.2	4.9	4.8	7.6	6.2	5.1	4.6
	일시불	8.0	8.8	8.0	8.3	7.7	7.9	6.4	7.1	8.9	8.3	7.3	7.4
	기타	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5
	수출	11.9	9.7	11.6	11.6	9.5	12.1	13.4	12.9	9.8	11.2	12.0	13.2
	화장품	3.7	3.3	3.3	3.5	3.6	3.1	2.9	3.3	3.4	3.4	3.2	3.1
별도 영업이익	123.0	125.2	127.0	103.2	123.1	119.9	120.6	111.7	368.7	478.4	475.2	502.5	
YoY (%)		-3.1	486.0	8.9	-0.6	0.1	-4.3	-5.0	8.2	-20.4	29.8	-0.7	5.7
OPM (%)		21.5	21.8	21.6	17.7	21.5	20.1	20.3	18.5	16.7	20.6	20.1	20.2
<b>렌탈 주요 가정</b>													
총계정 (천계정)	4,875.2	4,922.7	4,935.2	4,969.9	5,032.3	5,106.3	5,149.7	5,217.1	4,849.5	4,969.9	5,217.1	5,381.4	
신규 판매 (천대)	349.6	396.9	317.9	317.4	377.1	388.8	321.9	365.0	1,400.9	1,381.7	1,452.8	1,481.8	
해약 (천대)	174.1	175.2	147.7	128.4	152.1	166.9	156.0	154.5	700.6	625.4	629.5	628.9	
만기도래 (천계정)	149.8	174.1	157.7	154.3	162.6	147.9	122.4	143.2	683.2	635.9	576.1	688.6	
ARPU (월평균) (원)	27,105	27,876	27,971	27,606	27,817	27,854	27,778	27,744	27,509	27,646	27,809	27,904	
해약률 (월평균) (%)	1.2	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0	
만기도래 비중 (%)	52.6	52.6	53.7	49.8	51.1	49.6	47.6	49.0	53.7	52.2	49.4	51.8	
<b>멤버십 주요 가정</b>													
총계정 (천계정)	837.6	823.0	809.9	778.4	752.1	735.9	693.8	700.5	854.3	778.4	700.5	658.5	
ARPU (월평균) (원)	14,912	14,749	14,657	14,383	14,030	13,927	13,726	13,879	15,568	14,776	13,722	13,899	
<b>일시불 주요 가정</b>													
신규 판매 (천대)	54.6	77.5	62.1	56.3	49.1	54.4	44.2	45.1	245.2	250.6	192.8	198.6	
ARPU (원)	840,615	650,443	762,141	862,396	893,867	868,986	863,873	948,635	798,124	767,223	892,764	922,171	
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	11.4	10.6	11.7	9.8	10.9	13.0	13.4	12.0	47.4	43.5	49.3	48.3	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	2,376	2,517	2,706	2,918	3,107
매출원가	812	798	872	939	993
매출총이익	1,564	1,718	1,834	1,979	2,113
판매비와관리비	1,225	1,246	1,318	1,435	1,537
영업이익	339	473	517	545	576
EBITDA	572	708	782	818	856
영업외손익	-15	-33	-28	-20	-19
이자수익	1	1	3	3	3
이자비용	6	12	17	15	13
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-22	-13	-8	-8
세전이익	324	440	489	525	557
법인세비용	80	114	117	142	150
당기순이익	243	326	371	383	407
지배주주순이익	244	326	372	383	407
수정순이익	244	326	372	383	407

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	2.6	5.9	7.5	7.9	6.5
영업이익 성장률	-26.9	39.5	9.3	5.5	5.7
EBITDA 성장률	-17.2	23.8	10.4	4.6	4.5
지배기업순이익 성장률	-29.0	33.8	14.0	3.2	6.2
매출총이익률	65.8	68.3	67.8	67.8	68.0
영업이익률	14.3	18.8	19.1	18.7	18.5
EBITDA이익률	24.1	28.1	28.9	28.0	27.5
세전이익률	13.6	17.5	18.1	18.0	17.9
당기순이익률	10.2	12.9	13.7	13.1	13.1

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	358	554	548	508	533
당기순이익	243	326	371	383	407
유무형자산상각비	233	236	266	274	280
기타비현금손익 조정	233	241	182	142	150
운전자본증감	-232	-148	-151	-148	-153
매출채권감소 (증가)	-62	-59	-22	-35	-38
재고자산감소 (증가)	-4	-6	-3	-6	-6
매입채무증가 (감소)	-4	21	-10	2	2
기타영업현금흐름	-120	-100	-121	-142	-151
투자활동 현금흐름	-368	-290	-155	-307	-307
유형자산투자감소 (증가)	-313	-323	-313	-300	-300
무형자산투자감소 (증가)	-13	-8	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-1	-1	0	0
기타투자현금흐름	1	1	146	0	0
재무활동 현금흐름	-40	-218	-338	-223	-197
금융부채 증감	264	330	-136	-56	-26
자본의 증감	-93	-127	2	0	0
배당금 당기지급액	-208	-409	-231	-202	-202
기타재무현금흐름	-2	-12	27	35	31
기타현금흐름	0	-2	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-50	44	56	-22	29
기말현금	66	110	167	145	174
잉여현금흐름 (FCF)	45	230	235	208	233
순현금흐름	-248	-302	186	31	52
순현금 (순차입금)	-210	-512	-326	-295	-242

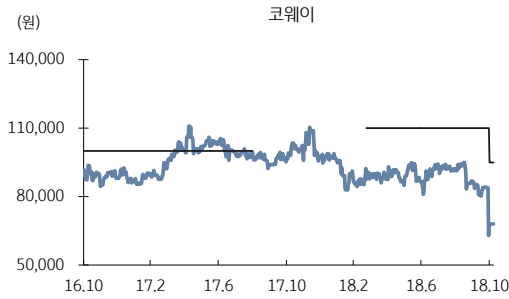
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	1,968	2,159	2,187	2,251	2,365
유동자산	733	791	890	918	1,001
현금 및 현금성자산	66	110	167	145	174
단기금융자산	75	60	54	51	49
매출채권	293	315	346	381	419
재고자산	70	75	80	86	92
기타유동자산	228	232	243	255	268
비유동자산	1,235	1,367	1,297	1,334	1,364
투자자산	89	89	89	89	89
유형자산	669	712	730	765	795
무형자산	183	184	183	184	184
기타비유동자산	292	381	295	295	295
부채총계	784	1,177	1,075	1,023	1,001
유동부채	735	1,125	1,020	971	951
매입채무	59	54	56	57	59
단기금융부채	340	670	536	482	458
기타유동부채	317	361	397	401	405
비유동부채	49	52	55	52	50
장기금융부채	12	12	10	8	6
기타비유동부채	25	22	26	26	26
자본총계	1,183	982	1,112	1,228	1,364
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	130	130	130
기타자본항목	-159	-146	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-6	-5	1	1	1
이익잉여금	1,180	963	989	1,105	1,242
지배자본 계	1,183	982	1,113	1,229	1,366
비지배자본	1	0	0	-1	-1

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	27.9	22.6	13.5	13.1	12.3
PBR	5.7	7.4	4.5	4.1	3.7
PSR	2.9	2.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.2	11.0	6.8	6.5	6.1
EV/EBIT	20.5	16.5	10.3	9.8	9.1
배당수익률	3.6	3.3	5.0	5.3	5.6
EPS	3,167	4,328	5,037	5,196	5,516
BPS	15,486	13,128	15,078	16,656	18,504
SPS (주당매출액)	30,890	33,402	36,665	39,545	42,096
DPS (주당배당금)	3,200	3,200	3,400	3,600	3,800
배당성향 (%)	96.3	71.2	66.0	67.8	67.4
수익성지표					
ROE	20.1	30.1	35.5	32.8	31.4
ROA	13.0	15.8	17.1	17.3	17.6
ROIC	20.6	25.6	28.2	28.3	28.2
안정성지표					
부채비율	66.3	119.8	96.6	83.3	73.3
순차입비율	17.8	52.1	29.3	24.0	17.8
유동비율	1.0	0.7	0.9	1.0	1.1
이자보상배율 (배)	55.5	38.3	30.0	37.5	43.1
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
매출채권회전율	8.7	8.3	8.2	8.0	7.8
재고자산회전율	33.9	34.7	34.9	35.2	35.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
17-05-24	Hold	100,000	-0.38	-7.70
17-11-24	6개월 경과 이후	100,000	1.17	0.00
18-03-21	Buy	110,000	-17.91	-13.64
18-09-21	6개월 경과 이후	110,000	-25.26	-21.09
18-10-31	Buy	95,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자증권 비율 (2018. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.2	24.8	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.