

Company Update

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

매수 (유지)

목표주가	110,000원
현재가 (4/30)	87,500원

KOSPI (4/30)	2,515.38pt
시가총액	6,457십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	111,000원
최저가	83,000원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	60.0%
배당수익률 (2018F)	3.8%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 7인	27.36%
GIC Private Limited	7.35%
추가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-5% -9% -24%
절대기준	-3% -8% -13%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	110,000	110,000	-
EPS(18)	4,898	4,918	▼
EPS(19)	5,298	5,671	▼



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 결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

2018년 국내외 총 700만 계정으로 경쟁우위 강화

Review(yoy): 매출액 -0.1%, 영업이익 0.1%, 별도는 기대치 하회했지만

2018년 1분기(yoy) 별도실적은 매출액 -0.1%, 매출총이익 1.7%, 영업이익 0.1%, 순이익 13.9%를 시현했다. 부문별로는 환경가전 매출액이 4,966억원(+2.8% yoy)로 1분기 역대 최대 렌탈 판매를 시현했다. 동사는 지난 1년간 기존 계정에 대한 서비스 관리에 집중하며 17.4Q 해약률 0.86%로 분기 최저 수준에 도달했다. 그러나 2018년엔 국내 사업환경의 경쟁 상황을 고려 기존 카테고리 내 제품 다양화와 마케팅 강화로 1분기 렌탈 판매량은 46만대로 비수기인 1분기 기준 최고치를 시현했다. 반면에 연수기의 계정전환(일시불→렌탈), 수출(중국ODM) 감소로 1분기 별도실적은 추정치와 컨센서스를 하회했다.

18.1Q(yoy) 연결 매출액 6.2%, 영업이익 9.3%, 순이익 26.2% 시현

2018년 1분기(yoy) 연결 매출액은 6,478억원(+6.2%), 영업이익 1,313억원(+9.3%), 순이익 952억원(+26.2%)를 시현, 컨센서스를 상회했다. 주된 이유는 1) 국내의 환경가전 관련 렌탈 판매 호조 2) 해외사업 매출액이 1,123억원으로 전년 대비 14.7% 증가했기 때문이다. 특히 해외법인향(말레이시아, 미국) 매출액은 877억원(+39.1% yoy)을 시현했는데 반면에 중국 ODM/Dealer 매출액은 246억원(-29.3% yoy)으로 기하보된 재고 영향으로 수출 물량이 감소에도 전체 해외 실적은 호조세를 입증시켜줬다. 특히 미국은 기존 방판(교포위주)에서 아마존 진출을 통한 공기청정기 매출이 240% 성장률을 시현하며 거래선 다각화에 대한 자신감이 확인되었다.

국내의 과도한 경쟁상황에 대응하며 해외사업 다각화로 경쟁우위 입증

목표주가는 2018년 12개월 Forward EPS를 기준으로 110,000원[표3 참조]을 유지한다. 2018년 1분기 확정치를 반영한 별도기준 추정 EPS의 소폭 하향에도 목표주가 산출을 위한 Target 밸류에이션은 총계정수 662만 이라는 독보적인 고객 기반에 근거했다. 해외사업은 고객계정 83.6만을 기반 견고한 성과를 이어오고 있기 때문이다. 국내 역시 2018년 기존 카테고리 내 제품 믹스 다양화와 신규 카테고리 확대를 통해 2018년 총계정수 700만 도달이 가능할 것으로 전망됨에 기존 목표주가와 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,205	2,321	2,438	2,552	2,658
영업이익	369	478	509	535	571
세전이익	365	435	492	523	566
당기순이익	275	322	362	391	424
EPS(원)	3,581	4,279	4,898	5,298	5,749
증가율(%)	-21.0	19.5	14.5	8.2	8.5
영업이익률(%)	16.7	20.6	20.9	21.0	21.5
순이익률(%)	12.5	13.9	14.9	15.3	16.0
ROE(%)	21.9	28.1	35.5	39.5	42.9
PER	24.7	22.8	17.9	16.5	15.2
PBR	5.4	7.0	6.5	6.6	6.5
EV/EBITDA	12.1	11.7	10.7	10.3	9.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

18.1Q Review(yoy): 렌탈매출 +2.5%, 영업이익 0.1%

18.1Q

연결기준 (yoy)

매출액 6,478억원 (6.2%)
 영업이익 1,313억원 (9.3%)
 순이익 952억원 (26.2%)
 (말련법인관련 환평가이익)

총계정수 662만 시현
 국내 578만(+1.3 yoy)
 해외 83.6만(+40.4% yoy)
 말련 70.8만
 미국 11.1만
 태국 1.7만

표 1. 코웨이 IFRS 별도 18.1Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	17.1Q	17.4Q	18.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차/이	컨센서스	차/이
매출액	5,719	5,846	5,715	-2.2	-0.1	6,053	-5.6	6,060	-5.7
렌탈	3,695	3,785	3,787	0.0	2.5	3,816	-0.8	-	-
금융리스	259	316	386	22.0	49.0	283	36.4	-	-
멤버십	378	343	322	-6.0	-14.8	401	-19.7	-	-
일시불	459	486	439	-9.6	-4.4	491	-10.6	-	-
화장품	209	207	206	-0.4	-1.4	224	-8.0	-	-
수출	680	676	543	-19.6	-20.1	793	-31.5	-	-
기타	39	34	32	-5.5	-17.9	45	-28.9	-	-
매출총이익	3,812	3,836	3,878	1.1	1.7	3,993	-2.9	3,979	-2.5
영업이익	1,230	1,032	1,231	19.3	0.1	1,329	-7.4	1,300	-5.3
GPM	66.7	65.6	67.9	2.2	1.2	66.0	1.9	65.7	2.2
OPM	21.5	17.7	21.5	3.9	0.0	22.0	-0.4	21.5	0.1
순이익	775	546	883	61.7	13.9	938	-5.9	930	-5.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

표 2. 코웨이 IFRS 별도기준 2018년 전망

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1QP	18.2Q	18.3Q	18.4Q	기존 2018F	YoY	변경 2018F	YoY
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	5,750	5,888	5,846	5,715	6,000	6,351	6,309	24,713	6.5	24,375	5.0
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,946	4,005	3,992	15,759	4.6	15,730	4.4
금융리스	215	286	270	284	259	302	351	316	386	315	373	345	1,316	7.1	1,419	15.5
멤버십	429	425	421	400	378	367	359	343	322	379	390	382	1,552	7.3	1,473	1.8
일시불	505	541	426	487	459	504	473	486	439	429	496	471	1,887	-1.8	1,835	-4.5
화장품	201	173	181	187	209	187	194	207	206	215	217	237	893	12.0	875	9.8
수출	567	598	481	523	680	555	686	676	543	669	827	841	3,130	20.5	2,880	10.9
기타	58	45	56	45	39	39	40	34	32	47	43	41	176	15.9	163	7.3
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,812	3,897	3,913	3,836	3,878	4,024	4,131	4,149	16,371	5.9	16,182	4.7
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	66.7	67.8	66.5	65.6	67.9	67.1	65.0	65.8	66.2	-0.4	66.4	-0.2
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,230	1,252	1,270	1,032	1,231	1,347	1,334	1,173	5,183	8.3	5,085	6.3
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.6	17.7	21.5	22.5	21.0	18.6	393.8	373.2	358.4	337.7
순이익	922	123	788	922	775	959	944	546	883	941	983	817	3,679	14.1	3,624	12.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

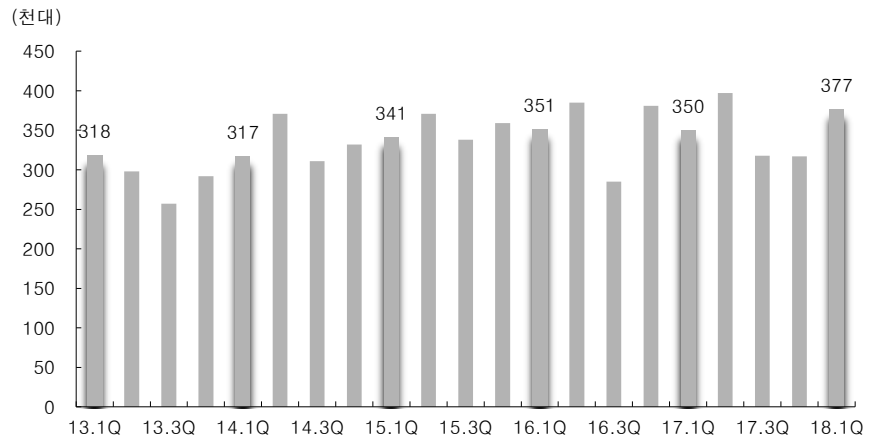
표 3. 목표주가 110,000원 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	18년(F) EPS 4,918 / 12개월 Forward EPS 5,043	18년(F) EPS 4,898 / 12개월 Forward EPS 5,031
Target P/E valuation	Target P/E 20배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내 계정 618만, 해외 100만으로 고객기반 강화)	Target P/E 23배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내외 총 700만 계정 도달 전망, IBK 유니버스 평균대비 20% 프리미엄)
순차입금	18년 4,340억원	18년 4,800억원
주식수(사업가치)	77,124(82,127억원)	77,124(84,442억원)
목표주가	110,000원	110,000원

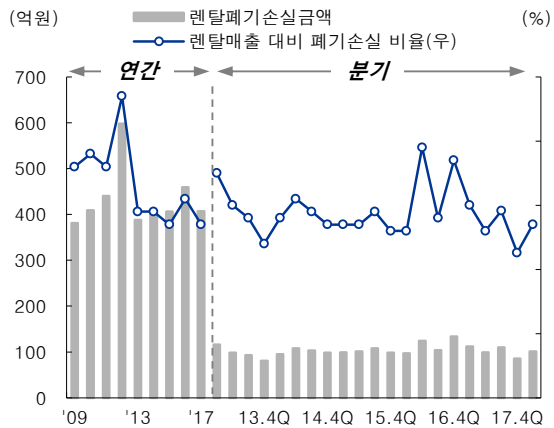
자료: IBK투자증권

그림 1. 국내 렌탈판매량 1분기 기준 역대최고치 판매 37.7만대



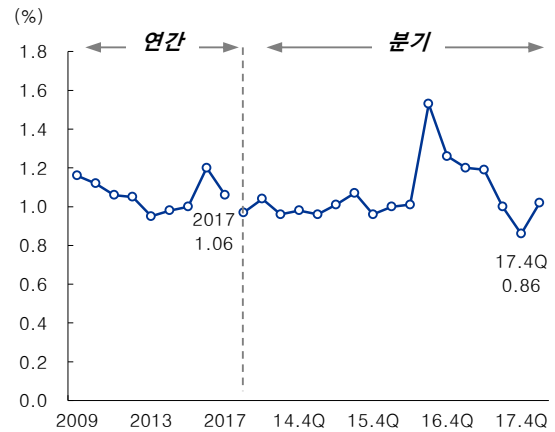
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실액 및 폐기손실 비율 - 18.1Q 101억원, 2.7%



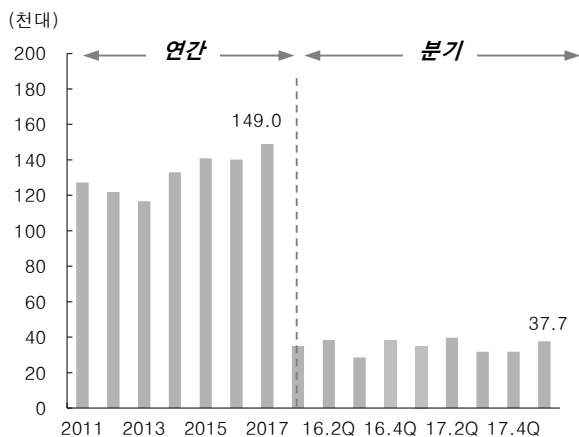
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약률 추이 - 18.1Q 1.02% 전기까지 과도한 해약을 관리



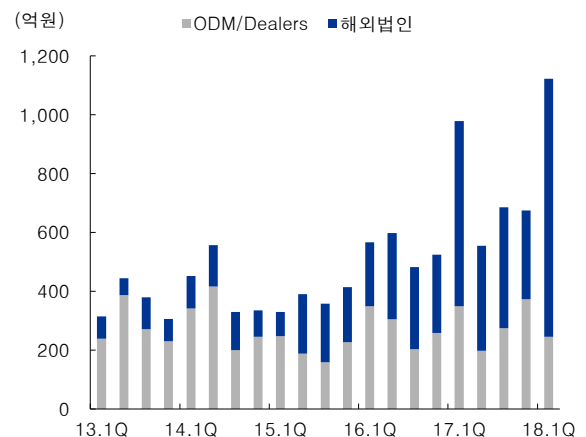
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모 - 18.1Q 37.7만



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 매출액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,205	2,321	2,438	2,552	2,658
증가율(%)	2.0	5.3	5.0	4.7	4.2
매출원가	753	775	820	861	917
매출총이익	1,452	1,546	1,618	1,691	1,741
매출총이익률 (%)	65.9	66.6	66.4	66.2	65.5
판매비	1,083	1,067	1,109	1,155	1,170
판매비율(%)	49.1	46.0	45.5	45.3	44.0
영업이익	369	478	509	535	571
증가율(%)	-20.4	29.8	6.4	5.2	6.8
영업이익률(%)	16.7	20.6	20.9	21.0	21.5
순금융손익	-5	-11	-13	-14	-8
이자손익	-5	-11	-15	-14	-13
기타	0	0	1	0	5
기타영업외손익	1	-31	-4	2	2
중속/관계기업손익	0	-2	0	0	0
세전이익	365	435	492	523	566
법인세	90	113	129	132	141
법인세율	24.6	25.9	26.3	25.2	25.0
계속사업이익	275	322	362	391	424
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	275	322	362	391	424
증가율(%)	-21.2	17.0	12.4	7.9	8.5
당기순이익률 (%)	12.5	13.9	14.9	15.3	16.0
지배주주당순이익	275	322	362	391	424
기타포괄이익	0	6	0	0	0
총포괄이익	275	329	362	391	424
EBITDA	577	676	647	673	735
증가율(%)	-14.6	17.3	-4.4	4.1	9.1
EBITDA마진율(%)	26.2	29.1	26.5	26.4	27.6

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,581	4,279	4,898	5,298	5,749
BPS	16,341	13,942	13,543	13,294	13,522
DPS	3,200	3,200	3,310	3,330	3,350
밸류에이션(배)					
PER	24.7	22.8	17.9	16.5	15.2
PBR	5.4	7.0	6.5	6.6	6.5
EV/EBITDA	12.1	11.7	10.7	10.3	9.2
성장성지표(%)					
매출증가율	2.0	5.3	5.0	4.7	4.2
EPS증가율	-21.0	19.5	14.5	8.2	8.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.6	3.3	3.8	3.8	3.8
ROE	21.9	28.1	35.5	39.5	42.9
ROA	14.8	15.6	16.5	17.5	20.1
ROIC	26.3	30.1	37.4	39.2	41.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	58.0	106.1	124.6	126.2	100.9
순차입금 비율(%)	20.6	56.9	48.2	48.4	30.9
이자보상배율(배)	65.7	41.8	33.0	35.4	41.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.5	5.4	5.3	5.0	6.3
재고자산회전율	46.6	51.0	52.6	52.1	52.1
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	778	774	925	1,051	716
현금및현금성자산	41	77	80	95	144
유가증권	42	0	69	85	40
매출채권	445	413	505	524	319
재고자산	46	45	48	50	52
비유동자산	1,195	1,376	1,321	1,168	1,288
유형자산	591	603	518	623	737
무형자산	148	149	146	143	142
투자자산	136	234	238	241	243
자산총계	1,973	2,150	2,245	2,219	2,004
유동부채	682	1,063	1,186	1,179	965
매입채무및기타채무	51	46	50	66	74
단기차입금	340	670	631	655	492
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	44	60	59	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	725	1,107	1,246	1,238	1,006
지배주주지분	1,248	1,043	999	981	998
자본금	41	41	40	40	40
자본잉여금	132	135	135	135	135
자본조정등	-159	-146	-146	-146	-146
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,234	1,013	970	952	969
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,248	1,043	999	981	998
비이자부채	385	437	615	583	515
총차입금	340	670	631	655	492
순차입금	257	593	482	475	308

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	327	467	411	522	800
당기순이익	275	322	362	391	424
비현금성 비용 및 수익	440	443	155	150	169
유형자산감가상각비	200	190	135	135	161
무형자산상각비	7	7	3	3	2
운전자본변동	-269	-200	-91	-5	220
매출채권등의 감소	-110	-100	-92	-19	205
재고자산의 감소	-2	3	-4	-2	-2
매입채무등의 증가	4	-5	4	15	9
기타 영업현금흐름	-119	-98	-15	-14	-13
투자활동 현금흐름	-325	-213	-136	-75	-97
유형자산의 증가(CAPEX)	-286	-257	-50	-260	-279
유형자산의 감소	15	12	0	20	4
무형자산의 감소(증가)	-12	-8	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-5	1	3
기타	-41	41	-80	164	175
재무활동 현금흐름	-48	-218	-273	-431	-650
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-1	0	0
기타	-48	-218	-272	-431	-650
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-45	36	3	15	53
기초현금	87	41	77	80	95
기말현금	41	77	80	95	148

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												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2017.04.01~2018.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	85.1
중립	23	14.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

