

# 코웨이(021240)

Above
In line
Below

## 중립(유지)

### 내수 사업 정체, 해외 사업 가능성

#### Stock Data

KOSPI(8/1)	2,423
주가(8/1)	97,900
시가총액(십억원)	7,325
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	111,000/81,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,290
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.3/59.3
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 8인 26.9
	GIC Private Limited 7.3

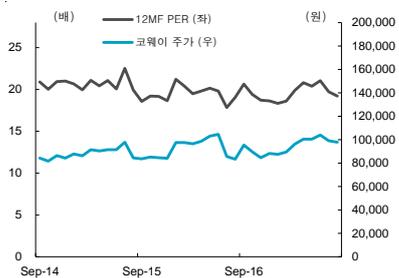
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	26.9	20.2	19.1
PBR(x)	4.9	5.0	4.8
ROE(%)	20.1	29.9	30.2
DY(%)	3.6	3.7	4.1
EV/EBITDA(x)	11.8	10.2	9.7
EPS(원)	3,280	4,850	5,132
BPS(원)	17,891	19,526	20,601

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.9)	11.4	14.8
상대주가(%p)	(7.2)	(5.1)	(4.6)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

#### What's new : 실적 정상화 궤도

2분기 연결 매출액은 전년대비 12% 증가한 6,230억원, 영업이익은 전년대비 919% 급증한 1,210억원(영업이익률 19.3%)을 기록해 예상에 부합했다. 작년 2분기에 니켈 정수기 사태로 인한 리콜 관련 매출 차감 및 비용이 반영, 매출 차감 679억원을 감안하면 매출액은 0.1% 증가해 전년과 유사하고 영업이익도 니켈 정수기 사태 발발 직전 분기 영업이익 1,200억원대와 유사하다. 렌탈 관련 매출액(렌탈+멤버십)은 전년대비 16% 증가(리콜 영향 제거 시 -2.4% YoY), 비렌탈 부문 매출액은 5% 감소했다. 비렌탈에서 일시불, 수출은 전년대비 각각 7% 감소하고 화장품은 성장했다. 계정수는 574.6만으로 전분기대비 3.3만 계정 순증을 기록, 해지율은 1.19%로 전년동기보다 높으나 전분기대비 0.1%p 하락했다.

#### Positives : 해외 사업 가능성, 렌탈 안정성과 주주 환원 정책

해외 사업 성장에 주목한다. 말레이시아 렌탈 계정수가 54만으로 전분기대비 5.7만 계정 증가, 말레이시아 법인 매출 성장률은 42%에 달했다. 금년 말레이시아는 전체 계정수의 약 10%를 차지할 전망이다. 연간 영업이익 기여도는 3% 미만으로 추정되어 단기 실적 영향은 제한적이나 해외 사업 확장이 가시화되고 있다는 점에서 긍정적이다. 또한 작년 2분기 리콜 및 프로모션 일단락 이후 2분기 실적을 통해 가입자와 ARPU에 변동이 낮은 렌탈 사업의 안정성이 확인되었다. 분기 배당과 높은 배당 성향, 자사주 매입/소각 등 적극적인 주주 환원 정책 또한 진행형이다.

#### Negatives : 국내 시장 경쟁 심화, 실적 정체 국면

국내 시장에서 경쟁은 심화되고 있다. 핵심 품목인 정수기를 비롯한 주요 품목에서 동사의 점유율이 하락하고 있다. 2분기 총 계정수는 전년대비 1.7% 감소, 청정기 등 고성장 품목이 정수기 부진을 일부 만회했으나 상반기 렌탈 계정 순증은 7.3만 계정으로 연간 가이던스인 23만 계정 달성은 어려워 보인다. 정수기에서는 쿠쿠전자와 SK매직이 빠르게 성장하고 있고 청정기 시장은 고성장하나 일시불 위주의 시장으로 형성, 기존 대형 가전 업체들의 점유율 확대가 빠르다. 국내 사업에서 의미 있는 실적 개선은 어려워 보인다.

#### 결론 : 해외 사업 성공 가능성 높아질 때 실적 안정성과 배당 매력 부각될 것

현재 12MF PER은 20배 수준으로 국내 사업 정체를 반영, 투자이견 '중립'을 유지한다. 말레이시아 사업 고성장이 지속되고 중국에서 추진하는 정수기, 비데 사업이 가시화될 시 동사의 렌탈 기반의 높은 실적 가시성과 배당 매력(2017년 예상 3.7%)이 부각될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P		차이	컨센서스	증감률		2017F	
	추정	실적			QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	633	623	(1.5)	635	2.2	12.3	2,531	2,569
영업이익	125	121	(3.8)	121	(0.3)	919.4	482	492
영업이익률	19.3	19.3	0.0	19.0	-0.5	17.2	19.0	19.2
세전이익	114	126	10.4	117	25.3	2,308.1	471	469
순이익	86	95	11.2	88	26.2	3,310.7	353	353

이은채 3276-6160  
ec.na@truefriend.com

이선호 3276-6175  
sunho.lee@truefriend.com

<표 1> 실적 breakdown

(단위:십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	624	555	584	614	610	623	636	662	2,315	2,376	2,531	2,683	2,826
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	(2.2)	12.3	8.9	7.8	7.2	2.6	6.5	6.0	5.3
렌탈 관련	423	359	409	401	407	416	423	422	1,671	1,592	1,668	1,715	1,753
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(3.7)	16.0	3.4	5.2	5.5	(4.7)	4.8	2.8	2.2
렌탈	380	316	367	361	370	380	386	386	1,491	1,424	1,521	1,578	1,626
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(2.8)	20.0	5.2	6.8	6.5	(4.5)	6.8	3.8	3.0
멤버십	43	43	42	40	38	37	37	36	180	168	148	137	128
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(11.9)	(13.6)	(12.8)	(9.2)	(2.1)	(6.7)	(11.9)	(7.3)	(6.7)
금융리스	22	29	27	28	26	30	30	29	41	106	116	120	120
증감	NM	NM	NM	8.8	20.5	5.6	11.9	3.6		157.9	9.7	3.4	0.0
일시불	51	54	43	49	46	50	49	56	171	196	201	208	217
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	(9.1)	(6.8)	15.0	14.7	38.6	14.4	2.7	3.2	4.3
화장품	20	17	18	19	21	19	19	20	83	74	79	85	91
증감	(13.0)	(18.0)	(2.7)	(7.9)	4.0	8.1	7.0	9.2	3.4	(10.7)	7.0	7.0	7.0
수출	57	60	48	52	68	56	60	61	149	217	245	281	324
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	19.9	(7.2)	25.0	17.6	(10.8)	45.1	13.0	15.0	15.0
기타	6	4	6	5	4	4	6	5	89	21	19	19	19
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.6)	(32.6)	(10.6)	0.0	6.7	52.2	(76.7)	(10.0)	0.0	1.0
자회사	64	62	61	87	72	84	80	104	239	274	339.1	425.5	503.7
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	11.2	36.4	30.0	19.8	18.0	14.5	23.8	25.5	18.4
영업이익	124	12	107	96	121	121	121	120	463	339	482	503	519
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	919.4	12.9	24.1	27.1	(26.9)	42.3	4.3	3.2
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.0	18.1	20.0	14.3	19.0	18.7	18.4

자료: 코웨이, 한국투자증권

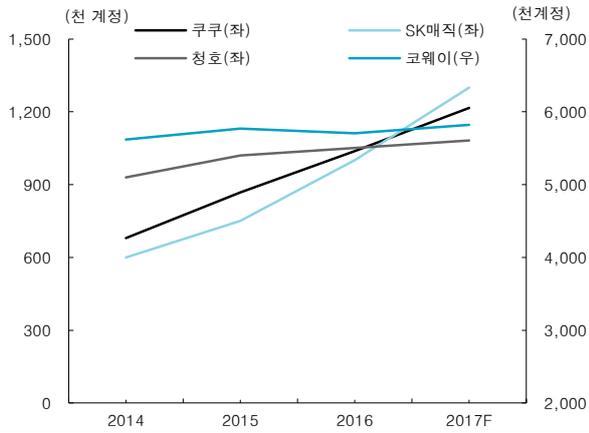
<표 2> 렌탈 주요 가점

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총 계정수	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,746	5,766	5,794	5,771	5,704	5,794	5,931	6,037
총 계정 순증	23	51.4	(114.1)	(28)	9	33	20	28	155	(68)	90	137	106
증감	2.4	2.3	0.1	(1.2)	(1.4)	(1.7)	0.6	1.6	2.8	(1.2)	1.6	2.4	1.8
렌탈 계정수(기말)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,948	4,977	4,832	4,849	4,977	5,151	5,282
증감	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	0.0	2.6	2.6	5.0	0.4	2.6	3.5	2.5
렌탈 계정 순증	29	60	(98)	26	26	48	25	30	232	17	128	173	131
멤버십 계정수(기말)	933	924	908	854	838	823	818	817	939	854	817	780	755
증감	(6.2)	(4.4)	(3.8)	(9.0)	(10.2)	(11.0)	(9.9)	(4.4)	(7.6)	(9.0)	(4.4)	(4.5)	(3.3)
멤버십 계정 순증	(6)	(9)	(16)	(54)	(17)	(15)	(5.0)	(1)	(77)	(85)	(38)	(36)	(25)
신규 렌탈 판매	351	385	285	381	350	397	356	415	1,409	1,401	1,518	1,547	1,558
증감	3	3.8	(15.6)	5.8	(0)	3	25	9	5.9	(0.5)	8.3	1.9	0.7
렌탈 해지율(%)	1.00	1.01	1.53	1.26	1.19	1.19	1.12	1.03	1.00	1.21	1.13	1.16	1.18
렌탈 ARPU	26,140	21,548	25,108	24,871	25,331	25,822	26,080	25,896	26,345	24,516	25,791	25,971	25,971
증감	0.0	(18.0)	(4.7)	(5.7)	(3.1)	19.8	3.9	4.1	2.0	(6.9)	5.2	0.7	0.0
멤버십 ARPU	15,279	15,256	15,317	15,131	14,895	14,734	14,587	14,805	15,311	15,568	14,712	14,270	13,842
증감	0.2	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(3.4)	(4.8)	(2.2)	1.6	1.7	(5.5)	(3.0)	(3.0)

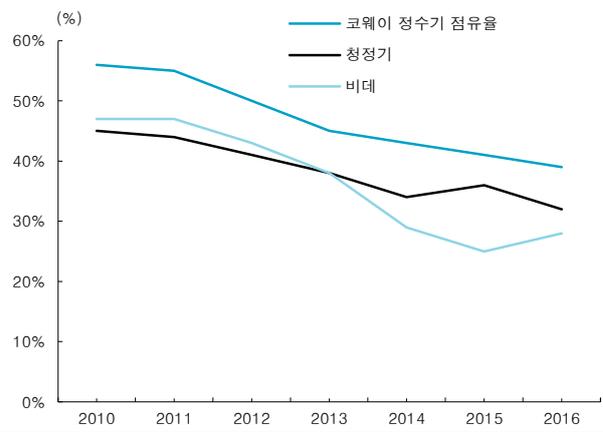
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 2위권 업체들 계정수 빠른 상승



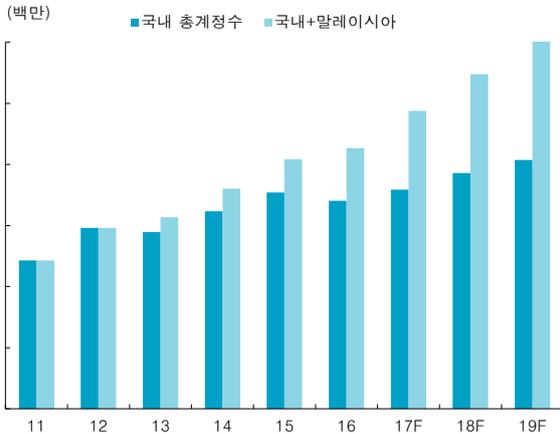
자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 2] 국내 사업 점유율은 하락 추세



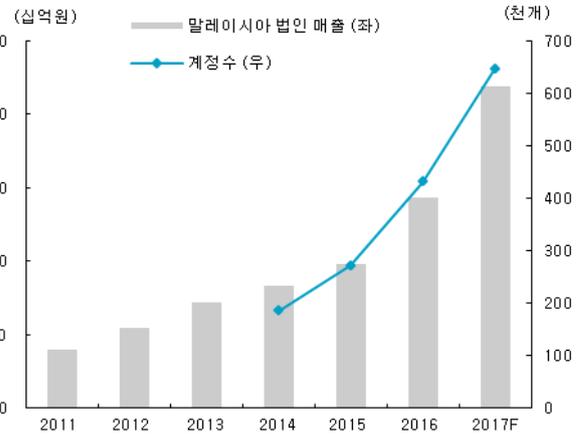
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 국내 가입자수 정체 국면, 해외 사업 성장



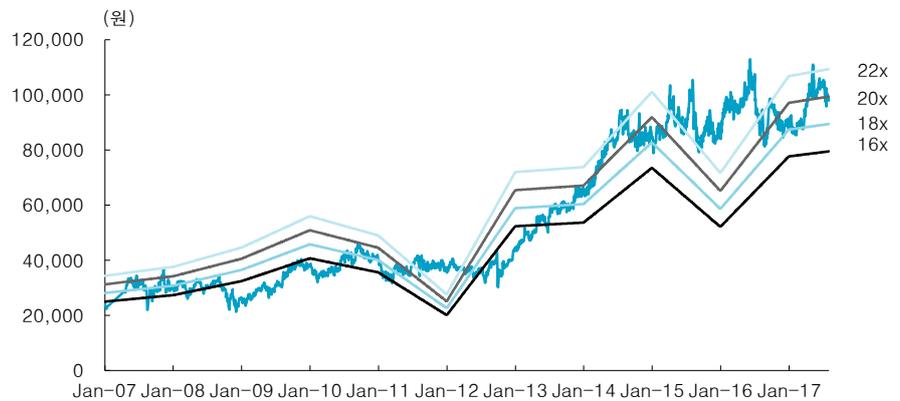
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 말레이시아 매출 고성장



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 코웨이 PER 밴드차트



자료: WISEfn, 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	834	898	946
현금성자산	116	66	139	161	170
매출채권및기타채권	283	323	329	349	367
재고자산	70	70	75	79	83
비유동자산	1,122	1,235	1,313	1,371	1,427
투자자산	51	52	56	59	62
유형자산	700	669	711	733	755
무형자산	169	183	195	207	218
자산총계	1,775	1,968	2,148	2,269	2,373
유동부채	473	735	848	887	911
매입채무및기타채무	259	255	286	303	319
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	121	124	126
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	969	1,011	1,037
지배주주지분	1,237	1,183	1,178	1,259	1,337
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127	127
기타자본	(103)	(159)	(258)	(258)	(258)
이익잉여금	1,177	1,180	1,275	1,356	1,435
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,178	1,258	1,336

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	578	618	624
당기순이익	343	243	353	368	380
유형자산감가상각비	220	225	229	239	246
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	(12)	1	(12)
기타	137	114	(1)	0	0
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(319)	(309)	(315)
유형자산투자	(329)	(328)	(270)	(261)	(268)
유형자산매각	9	15	0	0	0
투자자산순증	0	(43)	(4)	(4)	(4)
무형자산순증	(5)	(13)	(21)	(21)	(21)
기타	(4)	2	(24)	(23)	(22)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(187)	(287)	(301)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(258)	(287)
기타	7	(101)	(122)	(29)	(14)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	73	22	9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

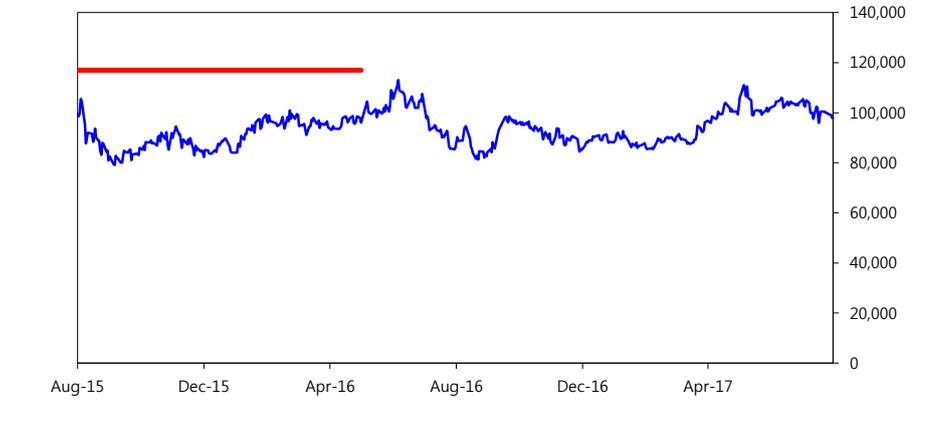
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,531	2,683	2,826
매출원가	729	812	818	869	921
매출총이익	1,586	1,564	1,714	1,814	1,905
판매관리비	1,123	1,225	1,232	1,311	1,386
영업이익	463	339	482	503	519
금융수익	1	1	2	2	2
이자수익	1	1	2	2	2
금융비용	4	6	27	14	14
이자비용	4	6	12	14	14
기타영업외손익	(6)	(10)	14	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	471	490	507
법인세비용	111	80	118	123	127
연결당기순이익	343	243	353	368	380
지배주주지분순이익	343	244	353	368	380
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	352	367	379
지배주주지분포괄이익	334	243	353	367	380
EBITDA	691	572	720	752	775

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,850	5,132	5,302
BPS	17,654	17,891	19,526	20,601	21,647
DPS	2,800	3,200	3,600	4,000	4,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	6.5	6.0	5.3
영업이익증가율	27.1	(26.9)	42.3	4.3	3.2
순이익증가율	37.4	(29.0)	45.1	4.2	3.3
EPS증가율	37.5	(29.0)	47.9	5.8	3.3
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	25.8	4.4	3.2
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	19.0	18.7	18.4
순이익률	14.8	10.3	14.0	13.7	13.5
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.4	28.0	27.4
ROA	20.2	13.0	17.2	16.7	16.4
ROE	30.2	20.1	29.9	30.2	29.3
배당수익률	3.3	3.6	3.7	4.1	4.3
배당성향	60.6	96.3	73.1	77.9	79.2
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	302	276	262
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	44.3	41.5	39.1
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	20.2	19.1	18.5
PBR	4.8	4.9	5.0	4.8	4.5
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.2	9.7	9.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2015.08.04	매수	117,000 원
	2016.05.04	중립	-



Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 2일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.