

Company Update

2018. 5. 1

코웨이 (021240)

1Q Review: 흔들림 없는 영업력



박은경
Analyst
eunkyoung44.park@samsung.com
02 2020 7850

김지혜
Research Associate
jihye48.kim@samsung.com
02 2020 7983

- 1Q18 매출액은 전년대비 6% 성장하고, 영업이익은 9% 성장하며 당사 및 시장 기대치를 충족
- 계속되는 경쟁 심화에 대한 우려에도 불구하고 1Q18 신규 렌탈 판매가 호조를 보이고 해약률도 낮은 상태를 유지하며 렌탈 계정수가 전년대비 3.2% 증가. 여기에 연결매출의 17%를 차지하는 해외법인 매출이 전년대비 39% 증가하는 강세를 보이며 (총계정수 전년대비 40% 증가) 성장에 추진력을 더하고 있는 상황. 과거보다 경쟁에 적극적으로 대응하는 신제품의 출시, 의류청정기 등 신제품의 출시, 그리고 해외에서의 고성장을 바탕으로 매분기 매출 성장 모멘텀은 더욱 강화될 수 있을 것으로 기대.
- 예상 수준의 1Q18로 2018년 이익전망 유지하며 목표주가 10.5만원과 BUY 투자이견 유지. 경쟁 심화에도 흔들리지 않는 동사의 시장 지배력이 평가절하되어 있는 상황으로 판단. 여기에 2Q18 이후 동사의 제품 다변화와 해외 사업을 통한 추가적인 성장 잠재력이 주가에 반영될 필요가 있다 판단.

WHAT'S THE STORY

1Q18 review: 장 종료 후 1Q18 실적 발표. 매출액은 전년대비 6% 성장한 6,478억원, 영업이익은 전년대비 9% 성장한 1,313억원을 기록하며 (영업이익률 20.3%) 시장 및 당사 기대치를 충족. 시장이 크게 우려하고 있는 국내 렌탈사업 경쟁 심화의 영향은 제한적이었으며, 해외사업은 높은 실적 성장세를 유지.

- 국내환경가전 렌탈 및 금융리스 매출은 전년대비 6% 증가. 신규 렌탈 판매가 전년대비 8% 증가하고 해약률은 1.02%의 낮은 수준에 그치며 렌탈 관리계정수가 전년대비 3% 증가한 결과. 경쟁사에 대응하기 위한 정수기 신제품 판매가 호조를 보이고 공기청정기 판매가 구조적 성장을 지속하였기 때문. 2014년부터 표면화된 경쟁 심화 우려에서 동사 역시 자유롭지 못한 모습을 보여 줌. 하지만 동사는 2018년 들어 경쟁에 적극적으로 대응할 것을 시사한 바 있는데 그 초기 결과가 긍정적으로 나타나고 있는 것으로 보임. 기존 제품 카테고리 내에서 계속해서 신제품을 출시하는 것에 더해 2Q18엔 의류청정기라는 새로운 카테고리를 추가하며 견조한 매출 성장 모멘텀을 이어갈 것으로 기대.

(다음 페이지에 계속)

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	105,000원 (20%)
현재주가	87,500원
시가총액	6.5조원
Shares (float)	73,799,619주 (70.4%)
52주 최저/최고	83,000원/111,000원
60일-평균거래대금	131.2억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	-2.6	-8.1	-12.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.3	-8.6	-23.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	BUY	
목표주가	105,000	105,000	0.0%
2018E EPS	4,883	4,911	-0.6%
2019E EPS	5,552	5,591	-0.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	111,667
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

분기 실적

(십억원)	1Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	647.8	6.2	(0.9)	(1.5)	(0.3)
영업이익	131.3	8.6	22.6	(1.5)	(0.3)
세전이익	127.8	27.0	43.5	2.9	2.5
순이익	95.2	26.2	54.5	3.6	(0.2)
이익률 (%)					
영업이익	20.3				
세전이익	19.7				
순이익	14.7				

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2017	2018E	2019E
Valuation (배)			
P/E	20.1	17.9	15.8
P/B	6.8	5.9	5.2
EV/EBITDA	10.0	9.4	8.2
Div yield (%)	3.7	4.1	4.7
EPS 증가율 (%)	39.2	12.0	13.7
ROE (%)	30.1	34.8	34.8
주당지표 (원)			
EPS	4,361	4,883	5,552
BVPS	12,938	14,715	16,794
DPS	3,200	3,600	4,100

- 해외사업 매출 전년대비 15% 성장. 비록 ODM 수출은 전년대비 29% 감소하였으나 (중국 재고 조정) 해외법인 매출이 전년대비 39% 성장한 결과. 해외 주력인 말레이시아 매출이 전년대비 51% 증가하였으며, 미국의 매출도 전년대비 15% 증가. 말레이시아에선 우호적인 업황 속에 높은 매출 성장이 지속될 수 있을 것으로 보이고 (회사 목표는 2018년 매출액 +37% y-y), 미국에서도 아마존 유통 효과로 견조한 성장세 이어질 수 있을 것으로 기대.

이익전망 유지하며 목표주가와 투자 의견도 유지: 예상수준의 1Q18로 기존 2018년 이익 전망치를 유지하는데, 이는 2018년 매출액과 영업이익이 각각 전년대비 9%씩 성장한 2.73조원, 5,164억원으로 보는 것. 동사의 매출 성장 모멘텀은 매 분기 강화될 수 있을 것으로 예상. 이익전망 유지로 목표주가 10.5만원 유지. DCF밸류에이션 기준 (WACC=6.7%, g=2.0%)으로 산출한 주가로 2018년 P/E 22배 수준. 이는 현재 대주주가 지배하기 시작한 2013년 이후 평균 P/E 수준과도 일치. 시의 적절한 해외 사업 강화와 국내 제품 다변화로 동사의 산업 리더쉽은 더욱 공고해 질 수 있을 것으로 기대되어 Buy&Hold 전략은 유효할 것으로 생각. 대주주 변경에 대해 우려하기 전에, 기존 대주주의 기업 가치 극대화 전략을 향유할 필요도 있을 것으로 생각.

부문별 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
실적 요약												
매출액	610.2	623.4	629.6	653.6	647.8	668.8	682.8	732.1	2,376.3	2,516.8	2,731.5	2,930.0
매출총이익	417.1	428.5	434.6	438.1	446.0	461.2	471.8	491.3	1,564.2	1,718.3	1,870.3	2,006.3
영업이익	120.9	120.6	124.2	107.1	131.3	132.2	134.7	118.2	338.8	472.7	516.4	583.6
세전이익	100.6	126.0	124.2	89.1	127.8	125.6	128.0	111.5	323.8	439.9	492.9	560.9
당기순이익	75.4	95.2	93.4	61.6	95.2	93.0	94.8	81.9	243.3	325.6	364.9	415.2
(이익률, %)												
매출총이익	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	69.0	69.1	67.1	65.8	68.3	68.5	68.5
영업이익	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.8	19.7	16.1	14.3	18.8	18.9	19.9
세전이익	16.5	20.2	19.7	13.6	19.7	18.8	18.7	15.2	13.6	17.5	18.0	19.1
당기순이익	12.4	15.3	14.8	9.4	14.7	13.9	13.9	11.2	10.2	12.9	13.4	14.2
(전년 대비, %)												
매출액	(2.2)	12.3	7.9	6.4	6.2	7.3	8.5	12.0	2.6	5.9	8.5	7.3
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	6.9	7.6	8.6	12.2	(1.4)	9.9	8.8	7.3
영업이익	(2.2)	919.4	16.1	11.1	8.6	9.6	8.5	10.4	(26.9)	39.5	9.2	13.0
세전이익	(19.7)	2,308.1	37.9	(13.7)	27.0	(0.4)	3.1	25.2	(28.8)	35.9	12.1	13.8
당기순이익	(20.8)	3,331.5	38.0	(20.6)	26.2	(2.4)	1.5	33.0	(29.1)	33.8	12.1	13.8
(전분기 대비, %)												
매출액	(0.6)	2.2	1.0	3.8	(0.9)	3.2	2.1	7.2				
매출총이익	4.1	2.7	1.4	0.8	1.8	3.4	2.3	4.1				
영업이익	25.4	(0.3)	3.0	(13.8)	22.6	0.7	1.9	(12.2)				
세전이익	(2.5)	25.3	(1.5)	(28.3)	43.5	(1.7)	1.9	(12.9)				
당기순이익	(2.9)	26.2	(1.9)	(34.0)	54.5	(2.4)	1.9	(13.5)				
부문별 매출												
(십억원)												
환경가전	479.1	496.9	496.8	493.0	493.4	516.5	524.2	527.1	1,961.3	1,965.8	2,061.2	2,167.3
일시불	45.9	50.4	47.3	48.6	43.9	54.5	51.1	56.9	195.7	192.2	206.3	221.5
렌탈	369.5	379.5	378.5	378.5	378.7	398.5	405.0	418.2	1,492.6	1,506.0	1,600.4	1,697.1
멤버십	37.8	36.7	35.9	34.3	32.2	31.2	30.5	29.1	167.5	144.7	123.0	110.7
금융리스	25.9	30.2	35.1	31.6	38.6	32.3	37.6	22.9	105.4	122.8	131.4	138.0
수출	68.0	55.5	68.6	67.6	54.3	72.2	82.3	119.6	217.0	259.7	328.5	377.8
화장품	20.9	18.7	19.4	20.7	20.6	20.6	21.3	25.2	74.2	79.7	87.7	92.1
기타 (수처리 등)	3.9	3.9	4.0	3.4	3.2	3.9	4.0	4.1	(48.0)	15.2	15.2	15.2
연결 대상 기타	38.3	48.3	40.8	69.0	76.2	55.6	51.0	56.2	171.8	196.4	239.0	277.7
(전년 대비, %)												
환경가전	(3.2)	(2.4)	3.7	3.2	3.0	3.9	5.5	6.9	4.2	0.2	4.9	5.2
일시불	(8.9)	(6.7)	11.0	(0.2)	(4.5)	8.0	8.0	17.2	14.3	(1.8)	7.3	7.4
렌탈	(2.8)	(1.2)	3.0	4.9	2.5	5.0	7.0	10.5	0.1	0.9	6.3	6.0
멤버십	(11.9)	(13.5)	(14.7)	(14.3)	(14.9)	(15.0)	(15.0)	(15.1)	(6.8)	(13.6)	(15.0)	(10.0)
금융리스	20.5	5.5	30.2	11.5	49.3	7.0	7.0	(27.5)	157.7	16.5	7.0	5.0
수출	19.8	(7.1)	42.6	29.1	(20.1)	30.0	20.0	77.1	45.4	19.7	26.5	15.0
화장품	4.0	8.3	6.9	10.8	(1.6)	10.0	10.0	21.8	(10.7)	7.4	10.0	5.0
기타 (수처리 등)	(33.2)	(106.1)	(22.2)	(24.7)	(17.5)	0.0	0.0	20.0	(204.0)	(131.6)	0.0	0.0
연결 대상 기타	(16.9)	50.7	23.7	13.7	99.2	15.0	25.0	(18.6)	11.6	14.3	21.7	16.2
(매출비중, %)												
환경가전	78.5	79.7	78.9	75.4	76.2	77.2	76.8	72.0	82.5	78.1	75.5	74.0
일시불	7.5	8.1	7.5	7.4	6.8	8.1	7.5	7.8	8.2	7.6	7.6	7.6
렌탈	60.6	60.9	60.1	57.9	58.5	59.6	59.3	57.1	62.8	59.8	58.6	57.9
멤버십	6.2	5.9	5.7	5.2	5.0	4.7	4.5	4.0	7.0	5.8	4.5	3.8
금융리스	4.2	4.8	5.6	4.8	6.0	4.8	5.5	3.1	4.4	4.9	4.8	4.7
수출	11.1	8.9	10.9	10.3	8.4	10.8	12.1	16.3	9.1	10.3	12.0	12.9
화장품	3.4	3.0	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.4	3.1	3.2	3.2	3.1
기타 (수처리 등)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	(2.0)	0.6	0.6	0.5
연결 대상 기타	6.3	7.8	6.5	10.6	11.8	8.3	7.5	7.7	7.2	7.8	8.7	9.5

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

계정수 추이

계정수 (천 개)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
총계	5,661	5,714	5,730	5,771	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784
(전년대비, %)	3.5	3.2	2.8	2.8	2.4	2.3	0.0	(1.2)	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	1.3
렌탈 계정	4,666	4,747	4,780	4,832	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032
(전년대비, %)	4.7	5.8	5.3	5.0	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	0.0	2.3	2.5	3.2
멤버십 계정	994	967	950	939	933	924	908	854	838	823	810	778	752
(전년대비, %)	(2.0)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	(6.2)	(4.4)	(4.5)	(9.0)	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.2)
렌탈 해약	134	143	151	138	146	148	224	183	174	175	148	128	152
(월간 해지율, %)	0.97	1.02	1.06	0.97	1.01	1.02	1.52	1.26	1.20	1.20	1.00	0.87	1.02
렌탈 계정 증가	341	371	338	359	351	385	285	381	350	397	318	317	377
(전년대비, %)	7.5	(0.1)	8.7	8.4	2.9	3.7	(15.6)	5.8	(0.3)	3.2	11.5	(16.6)	7.9
일시불 계정 증가	40	60	63	63	66	68	54	57	55	78	62	56	49
(전년대비, %)	0.1	1.3	21.5	95.9	67.2	12.2	(14.8)	(8.9)	(17.6)	14.5	14.8	(1.6)	(10.1)

자료: 코웨이, 삼성증권

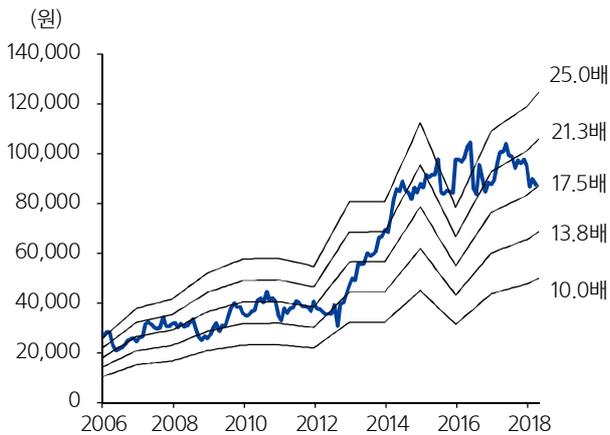
Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDAR (배)	순부채 (십억원)
2015	2,315	463	454	343	4,492	39.3	19.5	5.7	30.1	10.0	(38)
2016	2,376	339	324	243	3,134	(30.2)	27.9	5.6	20.1	12.1	210
2017	2,517	473	440	326	4,361	39.2	20.1	6.8	30.1	10.0	512
2018E	2,731	516	493	365	4,883	12.0	17.9	5.9	34.8	9.4	502
2019E	2,930	584	561	415	5,552	13.7	15.8	5.2	34.8	8.2	447
2020E	3,150	633	611	453	6,048	8.9	14.5	4.6	33.5	7.4	377

참고: *일회성 항목 제외

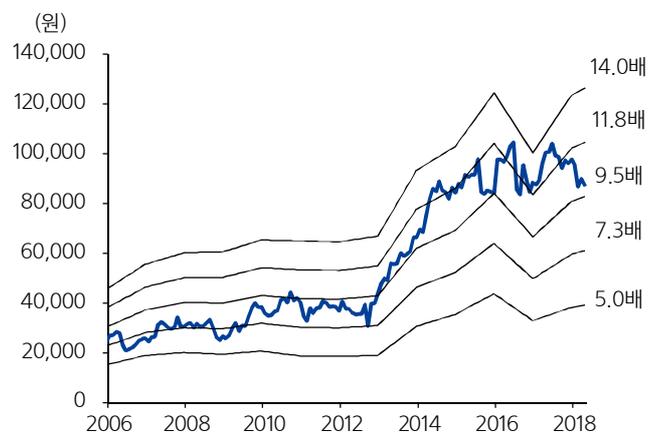
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward P/E 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,376	2,517	2,731	2,930	3,150
매출원가	812	798	861	924	993
매출총이익	1,564	1,718	1,870	2,006	2,157
(매출총이익률, %)	65.8	68.3	68.5	68.5	68.5
판매 및 일반관리비	1,225	1,246	1,354	1,423	1,524
영업이익	339	473	516	584	633
(영업이익률, %)	14.3	18.8	18.9	19.9	20.1
영업외손익	(15)	(33)	(24)	(23)	(21)
금융수익	1	1	1	1	1
금융비용	6	12	16	15	14
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(10)	(22)	(8)	(8)	(8)
세전이익	324	440	493	561	611
법인세	80	114	128	146	159
(법인세율, %)	24.8	26.0	26.0	26.0	26.0
계속사업이익	243	326	365	415	453
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	243	326	365	415	453
(순이익률, %)	10.2	12.9	13.4	14.2	14.4
지배주주순이익	244	326	365	416	453
비지배주주순이익	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	572	708	752	853	933
(EBITDA 이익률, %)	24.1	28.1	27.5	29.1	29.6
EPS (지배주주)	3,167	4,328	4,849	5,518	6,014
EPS (연결기준)	3,163	4,321	4,842	5,510	6,006
수정 EPS (원)*	3,134	4,361	4,883	5,552	6,048

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	358	554	599	686	752
당기순이익	243	326	365	415	453
현금유출입이없는 비용 및 수익	155	254	265	299	331
유형자산 감가상각비	225	227	228	261	292
무형자산 상각비	8	8	8	8	8
기타	(78)	19	29	30	31
영업활동 자산부채 변동	(41)	(26)	(31)	(28)	(32)
투자활동에서의 현금흐름	(367)	(290)	(357)	(371)	(386)
유형자산 증감	(313)	(323)	(357)	(371)	(386)
장단기금융자산의 증감	(39)	(27)	0	0	0
기타	(16)	61	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(40)	(218)	(242)	(314)	(366)
차입금의 증가(감소)	264	330	(10)	(55)	(71)
자본금의 증가(감소)	0	0	(1)	0	0
배당금	(208)	(409)	(231)	(260)	(296)
기타	(96)	(140)	(0)	0	(0)
현금증감	(50)	44	0	0	0
기초현금	116	66	110	110	110
기말현금	66	110	110	110	110
Gross cash flow	399	580	630	714	784
Free cash flow	111	206	224	295	345

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	733	791	820	844	871
현금 및 현금등가물	66	110	110	110	110
매출채권	323	340	369	396	426
재고자산	70	75	81	87	94
기타	274	266	259	251	242
비유동자산	1,235	1,367	1,467	1,547	1,611
투자자산	89	89	89	89	89
유형자산	669	712	812	892	956
무형자산	183	184	184	184	184
기타	293	382	382	382	382
자산총계	1,968	2,159	2,286	2,391	2,482
유동부채	735	1,125	1,119	1,069	1,003
매입채무	59	54	59	63	68
단기차입금	34	66	65	60	53
기타 유동부채	643	1,004	995	946	882
비유동부채	49	52	52	52	52
사채 및 장기차입금	12	12	12	12	12
기타 비유동부채	37	40	40	40	40
부채총계	784	1,177	1,171	1,121	1,055
지배주주지분	1,183	982	1,115	1,271	1,428
자본금	41	41	40	40	40
자본잉여금	127	129	129	129	129
이익잉여금	1,180	963	1,097	1,253	1,409
기타	(165)	(151)	(151)	(151)	(151)
비지배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	1,183	982	1,115	1,271	1,428
순부채	210	512	502	447	377

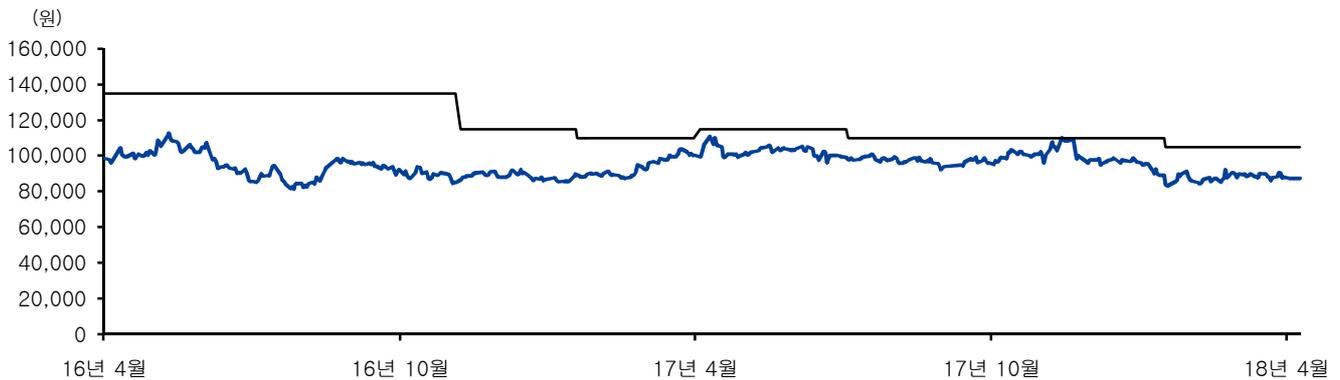
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	2.6	5.9	8.5	7.3	7.5
영업이익	(26.9)	39.5	9.2	13.0	8.4
순이익	10.2	12.9	13.4	14.2	14.4
수정 EPS**	(30.2)	39.2	12.0	13.7	8.9
주당지표					
EPS (지배주주)	3,167	4,328	4,849	5,518	6,014
EPS (연결기준)	3,163	4,321	4,842	5,510	6,006
수정 EPS**	3,134	4,361	4,883	5,552	6,048
BPS	15,496	12,938	14,715	16,794	18,890
DPS (보통주)	3,200	3,200	3,600	4,100	4,500
Valuations (배)					
P/E***	27.9	20.1	17.9	15.8	14.5
P/B***	5.6	6.8	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	12.1	10.0	9.4	8.2	7.4
비율					
ROE (%)	20.1	30.1	34.8	34.8	33.5
ROA (%)	13.0	15.8	16.4	17.8	18.6
ROIC (%)	19.1	23.2	24.2	25.6	26.3
배당성향 (%)	96.4	70.9	71.2	71.2	71.7
배당수익률 (보통주, %)	3.7	3.7	4.1	4.7	5.1
순부채비율 (%)	17.8	52.1	45.0	35.2	26.4
이자보상배율 (배)	55.5	38.3	32.0	37.9	45.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2016/2/17	12/4	2017/2/15	4/29	8/1	2018/2/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	135,000	115,000	110,000	115,000	110,000	105,000
과리율 (평균)	(29.81)	(22.99)	(14.66)	(10.98)	(10.52)	
과리율 (최대or최소)	(16.30)	(19.48)	(5.45)	(3.48)	0.45	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 3월 31일 기준

매수 (86.6%) | 중립 (13.4%) | 매도 (0%)