

**Company Update**

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

**매수 (유지)**

목표주가	110,000원
현재가 (7/31)	93,800원

KOSPI (7/31)	2,295.26pt
시가총액	6,922십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	110,500원
최저가	81,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	60.2%
배당수익률 (2018F)	3.5%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 6인	27.34%
GIC Private Limited	7.35%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	10%	-1%
절대기준	8%	-1%	-5%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	110,000	110,000	-
EPS(18)	4,676	4,924	▼
EPS(19)	4,903	5,474	▼



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 책임소재를 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 코웨이 (021240)

## 총계정 667만(국내 584만) 시현하며 컨센서스 부합

### Review(yoy): 별도는 내수부문 렌탈 2% 감소로 기대치 하회했지만

2018년 2분기(yoy) 별도 매출액은 렌탈이 3,827억원(+0.9% yoy)에 그쳤는데 국내 렌탈 판매가 39만으로 전년대비 2% 감소 했기 때문이다. 반면에 해외 12만(+52.4%)를 포함하면 2분기 렌탈 판매는 역대 최대 최고치인 50만9천대를 시현했다. 2018년 동사는 국내 사업환경의 경쟁 상황을 고려 기존 카테고리 내 제품 다양화와 시판 채널로 판매가 분산되었기 때문에 판단된다. 연수기의 계정전환(일시불→렌탈), 수출(중국ODM) 감소를 반영하며 2분기 별도실적은 추정치와 컨센서스를 하회했다. 반면에 금융리스의 35% 매출 급증은 분기 사상 최대의 매트리스 렌탈 판매(판매량 +22%yoy) 영향 때문이며 신 판매 제도 운영에 따른 용역 수익 증가 효과가 있었다.

### 18.2Q(yoy) 연결 매출액 9%, 영업이익 7%, 순이익 -5% 시현

2018년 2분기(yoy) 연결 매출액은 6,781억원(+8.8%), 영업이익 1,293억원(+7.2%), 순이익 907억원(-4.7%)로 컨센서스에 부합했다. 주된 이유는 1) 국내의 홈케어 사업 내 렌탈판매 호조와 신판매제도 효과 2) 해외사업 매출액이 1,330억원으로 전년대비 48.9% 증가했기 때문이다. 해외법인향(말레이시아, 미국) 매출액은 1,129억원(+62.5% yoy)를 시현한 반면, 중국 ODM/Dealer 매출액은 201억원(+1.3% yoy)으로 재고 누적에 따른 주문 감소가 이어진 것으로 판단된다. 말레이시아의 고성장은 기존 프리미엄 고객(5년 렌탈) 위주에서 중산층으로 저변 확대를 위한 신판매 제도(7년 렌탈) 효과가 직접적이었다. 신판매 제도 도입으로 금융리스 인식에 따른 말레이시아영업이익 160억원(opm 17%) 중 약 60억원의 회계적 효과가 더해졌기 때문이다.

### 국내의 과도한 경쟁상황에 대응하며 해외사업 다각화로 경쟁우위 입증

목표주가는 2018년 12개월 Forward EPS를 기준으로 110,000원[표3 참조]을 유지한다. 2018년 2분기 확정치를 반영한 별도기준 추정 EPS의 소폭 하향에도 목표주가 산출을 위한 Target 밸류에이션은 총계정수 677만의 고객 기반에 근거했다. 해외사업은 고객계정 92.7만을 매 분기 꾸준한 순증 성과를 이어오고 있기 때문이다. 국내 역시 2018년 기존 카테고리 내 제품 믹스 다양화와 신규 카테고리 확대를 통해 2018년 총계정수 700만 상회는 충분할 전망으로 기존 목표주가와 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원 배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
별도매출액	2,205	2,321	2,373	2,436	2,516
영업이익	369	478	471	492	503
세전이익	365	435	470	484	501
당기순이익	275	322	346	362	376
EPS(원)	3,581	4,279	4,676	4,903	5,095
증가율(%)	-21.0	19.5	9.3	4.9	3.9
영업이익률(%)	16.7	20.6	19.9	20.2	20.0
순이익률(%)	12.5	13.9	14.5	14.9	14.9
ROE(%)	21.9	28.1	31.5	32.1	34.6
PER	24.7	22.8	20.1	19.1	18.4
PBR	5.4	7.0	6.0	6.3	6.5
EV/EBITDA	12.1	11.7	11.5	11.2	10.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

별도기준 렌탈매출 0.8%, 금융리스 35.4%(신판매 효과), 수출 29.3%

18.2Q  
 별도 매출액 -0.6%  
 연결기준 (yoy)  
 매출액 8.8%(컨센서스 2.5%)  
 영업이익 7.2%(컨센서스 -0.8%)  
 순이익 -4.7%(컨센서스 -4.1%)  
 (말련법인 부채관련 환평가손 )  
 총계정수 677만(18년F 711만)  
 국내 584만(+1.7 yoy)  
 해외 92.7만(+40.8% yoy)  
 말련 79.6만  
 미국 11.3만  
 태국 1.8만

표 1. 코웨이 IFRS 18.2Q 별도 및 연결실적

(단위: 억원, %, p)

	17.2Q	18.1Q	18.2Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
별도매출액	5,750	5,715	5,715	0.0	-0.6	6,000	-4.8	5,990	-4.6
렌탈	3,795	3,787	3,827	1.1	0.8	3,946	-3.0	-	-
금융리스	302	386	409	6.0	35.4	315	29.8	-	-
멤버십	367	322	311	-3.4	-15.3	379	-17.9	-	-
일시불	504	439	473	7.7	-6.2	429	10.3	-	-
화장품	187	206	186	-9.7	-0.7	215	-13.5	-	-
수출	555	543	718	32.2	29.3	669	7.3	-	-
기타(수처리)	39	32	34	6.3	-12.8	47	-27.7	-	-
연결매출액	6,234	6,478	6,781	4.7	8.8	6,633	2.2	6,614	2.5
연결매출총이익	4,285	4,460	4,600	3.1	7.4	4,583	0.4	4,556	1.0
연결영업이익	1,206	1,313	1,293	-1.5	7.2	1,293	0.0	1,304	-0.8
GPM	67.8	78.0	80.5	2.4	12.7	76.4	4.1	76.1	4.4
OPM	21.8	23.0	22.6	-0.3	0.9	21.6	1.1	21.8	0.9
연결순이익	952	952	907	-4.7	-4.7	935	-3.0	946	-4.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

\* 매트리스 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	6,051	6,005	24,375	5.0	23,729	2.3
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,905	3,835	15,730	4.4	15,354	2.0
금융리스	215	286	270	284	259	302	351	316	386	409	373	345	1,419	15.5	1,513	23.2
멤버십	429	425	421	400	378	367	359	343	322	311	331	335	1,473	1.8	1,299	-10.2
일시불	505	541	426	487	459	504	473	486	439	473	465	471	1,835	-4.5	1,848	-3.9
화장품	201	173	181	187	209	187	194	207	206	186	217	237	875	9.8	846	6.1
수출	567	598	481	523	680	555	686	676	543	718	717	741	2,880	10.9	2,719	4.7
기타	58	45	56	45	39	39	40	34	32	34	43	41	163	7.3	150	-1.2
연결매출액	6,237	5,550	5,835	6,141	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,815	6,789	26,182	4.0	26,863	6.7
연결매출총이익	4,166	3,559	3,910	4,006	4,171	4,285	4,346	4,381	4,460	4,600	4,605	4,555	18,005	4.7	18,220	6.0
GPM	66.8	64.1	67.0	65.2	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	67.6	67.1	68.8	0.5	67.8	-0.4
연결영업이익	1,236	118	1,070	964	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,295	1,223	5,085	6.3	5,124	8.4
OPM	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.0	18.0	19.4	0.6	19.1	0.3
연결순이익	952	28	677	777	754	952	934	616	883	910	941	754	3,542	8.7	3,488	7.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

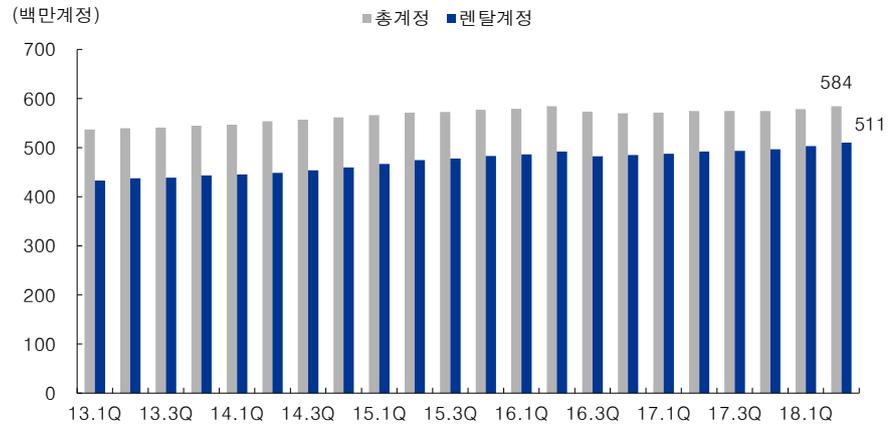
표 3. 목표주가 110,000원 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	별도기준 18년(F) EPS 4,898 / 12개월 Forward EPS 5,031	별도기준 18년(F) EPS 4,676 / 12개월 Forward EPS 4,808
Target P/E valuation	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)	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)
순차입금	18년 4,800억원	18년 4,450억원
주식수(사업가치)	77,124(84,442억원)	77,124(84,545억원)
목표주가	110,000원	110,000원

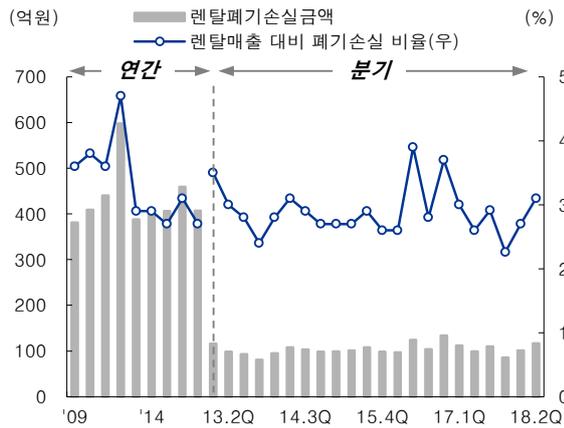
자료: IBK투자증권

그림 1. 18.2Q 기준 국내외 총계정 677만, 국내 584만, 해외 93만, 2018년 연간 총 711만 전망



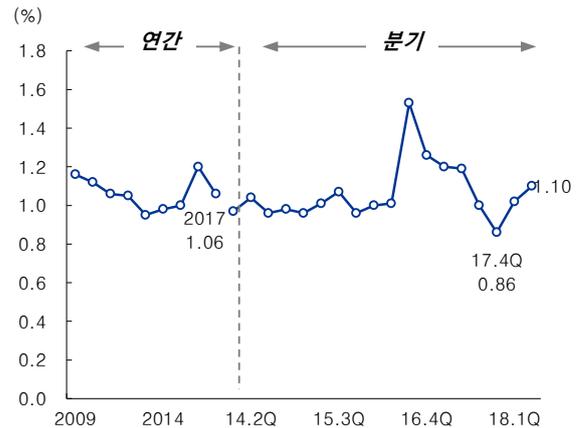
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실액 및 폐기손실 비율 - 18.2Q 117억원, 3.1%



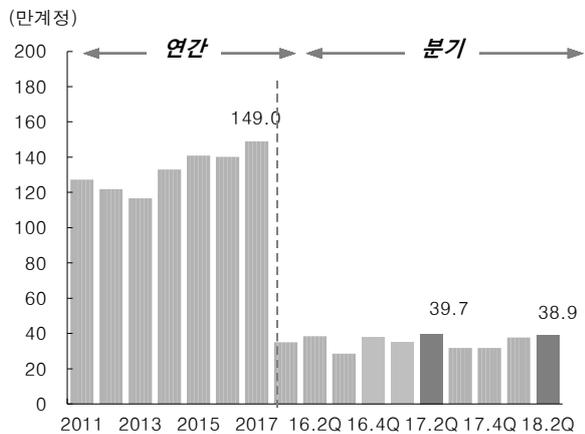
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약을 추이 - 2분기 신제품 집중 출시로 신제품 교체영향



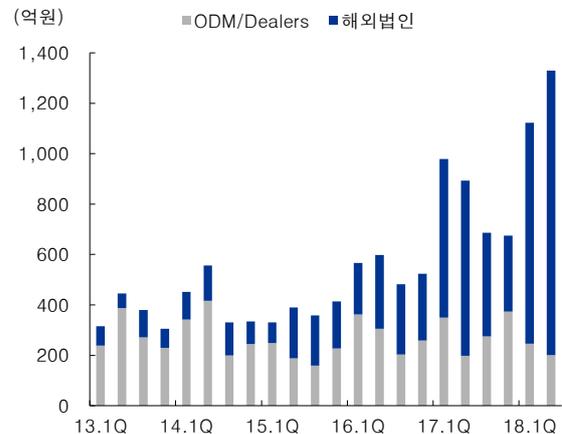
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모 - 18.2Q 38.9만



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 매출액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,205	2,321	2,373	2,436	2,516
증가율(%)	2.0	5.3	2.3	2.3	3.3
매출원가	753	775	816	841	881
매출총이익	1,452	1,546	1,565	1,595	1,635
매출총이익률 (%)	65.9	66.6	65.7	65.5	65.0
판매비	1,083	1,067	1,092	1,104	1,132
판매비율(%)	49.1	46.0	45.9	45.3	45.0
영업이익	369	478	473	492	503
증가율(%)	-20.4	29.8	-1.1	3.9	2.4
영업이익률(%)	16.7	20.6	19.9	20.2	20.0
순금융손익	-5	-11	-10	-10	-4
이자손익	-5	-11	-12	-10	-9
기타	0	0	1	0	5
기타영업외손익	1	-31	7	2	2
중속/관계기업손익	0	-2	0	0	0
세전이익	365	435	470	484	501
법인세	90	113	124	122	125
법인세율	24.6	25.9	26.4	25.2	25.0
계속사업이익	275	322	346	362	376
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	275	322	346	362	376
증가율(%)	-21.2	17.0	7.3	4.6	3.9
당기순이익률 (%)	12.5	13.9	14.5	14.9	14.9
지배주주당순이익	275	322	346	362	376
기타포괄이익	0	6	-3	0	0
총포괄이익	275	329	343	362	376
EBITDA	577	676	642	648	681
증가율(%)	-14.6	17.3	-5.0	1.0	5.0
EBITDA마진율(%)	26.2	29.1	27.0	26.6	27.0

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,581	4,279	4,676	4,903	5,095
BPS	16,341	13,942	15,577	14,931	14,505
DPS	3,200	3,200	3,310	3,330	3,350
밸류에이션(배)					
PER	24.7	22.8	20.1	19.1	18.4
PBR	5.4	7.0	6.0	6.3	6.5
EV/EBITDA	12.1	11.7	11.5	11.2	10.6
성장성지표(%)					
매출증가율	2.0	5.3	2.6	2.3	3.3
EPS증가율	-21.0	19.5	9.3	4.9	3.9
수익성지표(%)					
배당수익률	3.6	3.3	3.5	3.6	3.6
ROE	21.9	28.1	31.5	32.1	34.6
ROA	14.8	15.6	15.9	16.8	17.9
ROIC	26.3	30.1	33.6	34.3	34.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	58.0	106.1	92.2	90.2	96.0
순차입금 비율(%)	20.6	56.9	38.7	30.8	30.3
이자보상배율(배)	65.7	41.8	37.6	45.6	50.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.5	5.4	5.3	5.0	5.3
재고자산회전율	46.6	51.0	48.5	45.0	45.3
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	778	774	877	941	841
현금및현금성자산	41	77	62	79	91
유가증권	42	0	66	80	38
매출채권	445	413	482	492	453
재고자산	46	45	54	55	56
비유동자산	1,195	1,376	1,332	1,154	1,258
유형자산	591	603	541	634	738
무형자산	148	149	140	130	123
투자자산	136	234	236	237	239
자산총계	1,973	2,150	2,209	2,096	2,099
유동부채	682	1,063	999	935	951
매입채무및기타채무	51	46	64	62	70
단기차입금	340	670	573	498	453
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	44	61	59	77
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	725	1,107	1,059	994	1,028
지배주주지분	1,248	1,043	1,150	1,102	1,070
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	135	135	135	135
자본조정등	-159	-146	-44	-44	-44
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,234	1,013	1,018	970	939
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,248	1,043	1,150	1,102	1,070
비이자부채	385	437	487	496	575
총차입금	340	670	573	498	453
순차입금	257	593	445	339	324

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	327	467	432	503	597
당기순이익	275	322	346	362	376
비현금성 비용 및 수익	440	443	219	164	179
유형자산감가상각비	200	190	158	147	171
무형자산상각비	7	7	11	10	6
운전자본변동	-269	-200	-97	-13	51
매출채권등의 감소	-110	-100	-71	-10	39
재고자산의 감소	-2	3	-7	-1	-2
매입채무등의 증가	4	-5	18	-2	9
기타 영업현금흐름	-119	-98	-36	-10	-9
투자활동 현금흐름	-325	-213	-176	-15	-201
유형자산의 증가(CAPEX)	-286	-257	-120	-260	-279
유형자산의 감소	15	12	3	20	4
무형자산의 감소(증가)	-12	-8	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-4	2	3
기타	-41	41	-53	223	71
재무활동 현금흐름	-48	-218	-271	-471	-380
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-48	-218	-271	-471	-380
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-45	36	-15	18	15
기초현금	87	41	77	62	79
기말현금	41	77	62	79	95

**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 (2017.07.01~2018.06.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	121	84.0
중립	23	16.0
매도	0	0.0

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

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

