

코웨이 (021240.KS)



회장품/소재 담당 이선화

Tel. 02)368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

회장품/소재 RA 정소라

Tel. 02)368-6157 / soraj@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above In-line Below

○

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향) **84,000원**
현재주가(10/30) 68,000원

Key Data (기준일: 2018.10.30)

KOSPI(pt)	2,015
KOSDAQ(pt)	644
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	5,018
52주 최고/최저(원)	111,500 / 60,100
52주 일간 Beta	0.51
발행주식수(천주)	73,800
평균거래량(3M, 천주)	288
평균거래대금(3M, 백만원)	23,578
배당수익률(18F, %)	3.3
외국인 지분율(%)	64.1
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 8인	27.0
GIC Private Limited	7.0
Lazard Asset Mngment	7.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.7	-27.9	-22.3	-28.6
KOSPI 대비 상대수익률	-7.6	-15.7	-2.4	-9.1

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q18P					4Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	670	680	-1.4	681	-1.6	690	3.0	5.5	2,517	2,686	6.7	2,967	10.5
영업이익	130	131	-0.1	131	-0.1	123	-5.5	15.0	473	514	8.8	583	13.3
세전이익	118	123	-4.2	125	-5.3	113	-4.3	27.0	440	482	9.5	551	14.4
순이익	94	93	1.9	94	0.6	85	-10.0	37.6	326	365	12.1	413	13.3
영업이익률	19.5	19.2	0.3	19.2	0.3	17.9	-1.6	1.5	18.8	19.1	0.4	19.6	0.5
순이익률	14.1	13.6	0.5	13.8	0.3	12.3	-1.8	2.9	12.9	13.6	0.7	13.9	0.3
EPS(원)	5,113	5,020	1.9	5,070	0.8	4,602	-10.0	39.3	4,323	4,951	14.5	5,609	13.3
BPS(원)	14,606	14,583	0.2	15,046	-2.9	14,957	2.4	13.9	13,128	14,957	13.9	16,454	10.0
ROE(%)	35.0	34.4	0.6	33.7	1.3	30.8	-4.2	5.6	30.1	35.0	4.9	35.7	0.7
PER(X)	13.3	13.5	-	13.4	-	14.8	-	-	22.6	13.7	-	12.1	-
PBR(X)	4.7	4.7	-	4.5	-	4.5	-	-	7.4	4.5	-	4.1	-

자료: 코웨이, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

3Q18 Review: 향후 5개월간 불확실성 확대

■ 목표주가 110,000원 → 84,000원으로 23.6% 하향, 투자 의견 BUY 유지

코웨이의 목표주가를 기존 11만원에서 23.6% 하향한 8만 4천원으로 수정 제시한다. 목표주가 하향은 최대주주의 지분매각 계약 체결 진으로 인해 향후 경영 전략에 대한 불확실성이 증가함에 따라 Target P/E를 기존 20.6배에서 MBK파트너스가 옹진코웨이를 인수했던 시점의 밸류에이션 15.2배로 하향한 데 기인한다. 목표주가는 12개월 Fwd. EPS 5,500원에 Target P/E 15.2배를 적용하여 산정했다. 투자 의견은 현재 주가 수준을 고려하여 BUY를 유지한다.

■ 3Q18 Review: 매출액 6,698억원(+6.4%yoy), 영업이익 1,304억원(+5.0%yoy)

코웨이의 3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,698억원(+6.4%yoy, -1.2%qoq), 1,304억원(+5.0%yoy, +0.8%qoq, 영업이익률 19.5%)으로 시장 예상치에 부합했다. 국내 환경가전부문 매출액은 전년동기대비 0.6% 감소한 4,980억원을 기록했다. 렌탈 매출이 추석 연휴에 따른 영업일수 감소로 1.0%yoy 증가하는데 그친 반면, 멤버십(-18.1%yoy)과 일시불(-19.2%yoy) 매출이 지속적으로 감소하면서 외형성장이 부진했다. 금융리스는 28.7%yoy 증가하면서 고성장세를 이어가고 있다.

국내 환경가전사업이 경쟁 심화로 외형성장이 주춤한 반면 해외법인의 성장세는 지속되고 있다. 말레이시아 법인의 렌탈 계정은 3Q18 기준 약 89만 계정(+48.6%yoy)으로 중저가 시장에 진출하면서 관리계정수가 크게 증가하였다. 지난 2분기부터 도입한 금융리스 판매로 인해 말련법인의 매출액은 67.8%yoy 증가한 923억원, 영업이익은 240.0%yoy 증가한 170억원(영업이익률 18.0%)을 기록했다. 초기 투자 비용이 많이 들어가는 렌탈업의 특성상 영업이익률 개선이 글로벌 진출 초기에는 부진했지만, 이제는 국내 렌탈사업 영업이익률 수준인 20%까지 바라보고 있다.

당기순이익은 0.9%yoy 증가한 942억원을 기록했는데, 영업이익 증가율 대비 낮은 성장률을 기록한 이유는 말레이시아 링깃화가 달러 대비 약세를 보이면서 말련법인의 달러 채무가 외화 환산손실을 발생시켰기 때문이다.

■ MBK파트너스의 지분매각 공시, 불확실성 확대

지난 29일 코웨이는 최대주주인 코웨이홀딩스(주)(MBK파트너스의 SPC)가 보유한 코웨이 지분 22.17%를 옹진씽크빅에게 전량 매도한다고 공시했다. 거래 완료일은 2019년 3월 15일이다. 거래 완료일까지 약 5개월이라는 시간이 있기에, 불확실성은 더욱 커졌다. 일반적으로 옹진씽크빅의 자금조달능력과 차입상환능력에 대한 시장의 우려가 큰 상황에서 5개월이라는 시간은 코웨이의 경영 전략에 공백기를 불러올 수 있다. 이에 기존 주주들의 투자 포인트에 불확실성이 증가했고, 관련 불확실성이 해소되기 전까지는 의미 있는 주가 회복이 어려워 보인다.



도표 1 MBK파트너스, 응진생크빅에 코웨이 보유지분 전량 매각

내용	금액	비고
주당 가치(원)	103,000	10월 26일 종가 83,900원 대비 프리미엄 22.8%
양수주식수(주)	16,358,712	
양수금액(십억원)	1,685	
양수 후 지분비율(%)	22.17	인수예정일 2019년 3월 15일
자금조달방법		
인수금융(십억원)	800	이자율 5% 가정시 이자비용은 연간 400억원
스틱인베스트먼트(FI, 십억원)	500	CB 발행. 기관출자 무산시 한국투자증권에서 최대 4천억원 자본투자
응진생크빅 유상증자(십억원)	400	유상증자(최대 2천억원)+보유현금(약 800억원)+브릿지론(최대 2천억원)
합계(십억원)	1,700	

자료: 코웨이, 응진생크빅, 유진투자증권

도표 2 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결매출액	610	623	630	654	648	678	670	690	687	783	778	720
환경가전	483	501	501	496	497	505	498	519	510	526	521	537
렌탈	370	379	379	379	379	383	382	396	387	398	400	409
멤버십	38	37	36	34	32	31	29	31	33	32	30	32
일시불	46	50	47	49	44	47	38	53	46	50	40	56
금융리스	26	30	35	32	39	41	45	35	40	43	47	37
수출	68	56	69	68	54	72	80	78	77	153	162	88
화장품	21	19	19	21	21	19	18	22	22	20	19	24
매출총이익	417	428	435	438	446	460	456	466	472	536	535	494
영업이익	121	121	124	107	131	129	130	123	138	149	161	135
세전이익	101	126	124	89	128	123	118	113	130	143	152	127
지배주주순이익	76	95	93	62	95	91	94	85	98	107	114	95
%yoy												
매출액	-2.2	12.3	7.9	6.4	6.2	8.8	6.4	5.5	6.0	15.5	16.1	4.4
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	6.9	7.4	4.9	6.3	5.8	16.6	17.4	6.1
영업이익	-2.2	919.4	16.1	11.1	8.6	7.2	5.0	15.0	5.4	14.9	23.2	9.5
세전이익	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	27.0	-2.6	-4.8	27.0	2.0	16.4	28.3	12.0
지배주주순이익	-20.8	3,215.6	37.9	-20.5	26.2	-4.7	0.9	37.4	2.6	18.1	20.7	12.0
%portion												
매출총이익률	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	68.0	67.5	68.7	68.5	68.8	68.6
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	17.9	20.2	19.0	20.7	18.7
세전이익률	16.5	20.2	19.7	13.6	19.7	18.1	17.6	16.4	19.0	18.2	19.5	17.6
지배주주순이익률	12.4	15.3	14.8	9.5	14.7	13.4	14.1	12.3	14.2	13.7	14.6	13.2

자료: 코웨이, 유진투자증권



도표 3 **연간 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,517	2,686	2,967	3,118
환경기전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	1,981	2,019	2,093	2,187
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,506	1,540	1,593	1,670
멤버십	161	172	183	180	168	145	124	128	132
일시불	145	149	123	171	196	192	182	192	200
금융리스				41	105	123	160	166	171
수출	110	145	167	149	217	260	285	481	529
화장품	67	76	80	83	74	80	79	84	89
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,718	1,827	2,037	2,151
영업이익	226	339	364	463	339	473	514	583	622
세전이익	146	327	332	454	324	440	482	551	594
지배주주순이익	94	245	250	343	244	326	365	414	446
%yoy									
매출액	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.9	6.7	10.5	5.1
매출총이익	5.7	6.3	2.6	10.6	-1.4	9.9	6.4	11.5	5.6
영업이익	-3.7	49.9	7.5	27.1	-26.9	39.5	8.8	13.3	6.8
세전이익	-33.0	124.4	1.6	36.7	-28.8	35.9	9.5	14.4	7.8
지배주주순이익	-43.7	159.9	1.9	37.4	-29.0	33.8	12.1	13.3	7.8
%portion									
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.3	68.0	68.6	69.0
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	18.8	19.1	19.6	20.0
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	17.5	17.9	18.6	19.1
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.0	13.6	13.9	14.3

자료: 코웨이, 유진투자증권



코웨이(021240.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,968	2,159	2,343	2,477	2,646
유동자산	733	791	1,059	1,098	1,180
현금성자산	142	170	395	400	441
매출채권	323	340	363	391	425
재고자산	70	75	93	97	102
비유동자산	1,235	1,367	1,284	1,379	1,466
투자자산	277	301	314	327	340
유형자산	669	712	788	872	947
기타	288	354	182	180	179
부채총계	784	1,177	1,239	1,263	1,299
유동부채	735	1,125	1,164	1,184	1,218
매입채무	217	223	257	268	281
유동상이자부채	340	670	673	680	698
기타	178	232	234	236	239
비유동부채	49	52	76	78	81
비유동이자부채	12	12	10	10	10
기타	37	40	65	68	71
자본총계	1,183	982	1,104	1,214	1,347
지배지분	1,183	982	1,104	1,214	1,348
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	130	130	130
이익잉여금	1,180	963	980	1,091	1,224
기타	(165)	(151)	(47)	(47)	(47)
비지배지분	1	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	1,183	982	1,104	1,214	1,347
총차입금	352	682	683	690	708
순차입금	210	512	288	290	267

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	469	637	929	706	761
당기순이익	243	326	365	413	446
자산상각비	233	236	268	310	338
기타비(현금성손익)	(4)	3	353	3	3
운전자본증감	(121)	(65)	6	(20)	(25)
매출채권감소(증가)	(62)	(59)	(23)	(28)	(34)
재고자산감소(증가)	(4)	(6)	(16)	(4)	(5)
매입채무증가(감소)	(4)	21	49	11	13
기타	(51)	(21)	(4)	0	0
투자현금	(471)	(384)	(462)	(408)	(428)
단기투자자산감소	(145)	(52)	(73)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(328)	(337)	(388)	(397)	(417)
유형자산처분	15	14	13	12	12
무형자산처분	(13)	(8)	(8)	(7)	(7)
재무현금	(48)	(208)	(262)	(296)	(295)
차입금증가	256	341	(23)	7	18
자본증가	(208)	(409)	(409)	(303)	(313)
배당금지급	208	409	409	303	313
현금 증감	(50)	44	205	2	38
기초현금	116	66	110	316	318
기말현금	66	110	316	318	355
Gross Cash flow	710	802	986	726	787
Gross Investment	446	397	384	425	450
Free Cash Flow	264	405	602	302	336

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376	2,517	2,686	2,967	3,118
증가율(%)	2.6	5.9	6.7	10.5	5.1
매출원가	812	798	858	930	966
매출총이익	1,564	1,718	1,827	2,037	2,151
판매 및 일반본변비	1,225	1,246	1,313	1,455	1,529
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	339	473	514	583	622
증가율(%)	(26.9)	39.5	8.8	13.3	6.8
EBITDA	572	708	782	892	960
증가율(%)	(17.2)	23.8	10.4	14.1	7.6
영업외손익	(15)	(33)	(32)	(31)	(28)
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	6	12	19	14	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(10)	(22)	(15)	(18)	(19)
세전순이익	324	440	482	551	594
증가율(%)	(28.8)	35.9	9.5	14.4	7.8
법인세비용	80	114	117	138	149
당기순이익	243	326	365	413	446
증가율(%)	(29.1)	33.8	12.1	13.3	7.8
지배주주지분	244	326	365	414	446
증가율(%)	(29.0)	33.8	12.0	13.3	7.8
비지배지분	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
EPS(원)	3,166	4,323	4,951	5,609	6,046
증가율(%)	(28.8)	36.5	14.5	13.3	7.8
수정EPS(원)	3,166	4,323	4,951	5,609	6,046
증가율(%)	(28.8)	36.5	14.5	13.3	7.8

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	4,323	4,951	5,609	6,046
BPS	15,486	13,128	14,957	16,454	18,259
DPS	3,200	3,200	3,600	4,000	4,400
밸류에이션(배,%)					
PER	27.9	22.6	13.7	12.1	11.2
PBR	5.7	7.4	4.5	4.1	3.7
EV/ EBITDA	12.2	11.0	6.8	5.9	5.5
배당수익률	3.6	3.3	5.3	5.9	6.5
PCR	9.6	9.2	5.1	6.9	6.4
수익성(%)					
영업이익률	14.3	18.8	19.1	19.6	20.0
EBITDA이익률	24.1	28.1	29.1	30.1	30.8
순이익률	10.2	12.9	13.6	13.9	14.3
ROE	20.1	30.1	35.0	35.7	34.8
ROIC	20.7	26.8	28.7	30.2	29.9
인정성(배,%)					
순차입금/자기자본	17.8	52.1	26.1	23.9	19.8
유동비율	99.7	70.4	91.0	92.7	96.9
이자보상배율	55.5	38.3	27.8	41.5	61.1
활동성(회)					
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	7.8	7.6	7.6	7.9	7.6
재고자산회전율	33.9	34.7	32.0	31.2	31.3
매입채무회전율	10.8	11.4	11.2	11.3	11.3



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자조건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자조건 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

