

**Company Update**

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

**매수 (유지)**

목표주가	120,000원
현재가 (5/2)	99,300원

KOSPI (5/2)	2,219.67pt
시가총액	7,508십억원
발행주식수	75,609천주
액면가	500원
52주 최고가	113,000원
최저가	81,300원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	54.9%
배당수익률 (2017F)	3.2%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 8인	31.65%
GIC Private Limited	7.17%
추가상승률	1M 6M 12M
상대기준	0% 0% -10%
절대기준	3% 12% 1%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(17)	4,769	4,814	▼
EPS(18)	5,346	5,170	▲



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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 코웨이 (021240)

## 가시적 결과는 감소했지만 펀더멘탈의 정상화

### Review: 무상렌탈 프로모션 고려하면 기대치 충족

2017년 1분기(yoy) 개별실적은 매출액 -1.0%, 매출총이익 -1.6%, 영업이익 -3.1%, 순이익 -15.9%에 그쳤다. 매출액은 추정치와 컨센서스를 하회한 반면 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 특히 환경가전 매출액은 4,830억원(-3.3% yoy)을 시현했는데 무상렌탈 프로모션에 따른 87억원의 렌탈료 면제 때문이다. 이를 고려하면 0.6%의 성장이 있었다. 영업이익 역시 컨센서스에 부합하는 긍정적 결과로 판단된다. 1분기 렌탈판매 역시 35만대로 전년수준을 회복했기 때문이다. 다만 IBK추정치 대비 외형부분에서 큰 차이가 나는 이유는 멤버십, 일시불을 중심으로 해약 후 무상렌탈 프로모션 재가입 전환이 많았기 때문으로 파악된다.

### 1분기 가시적 결과는 감소했지만 펀더멘탈의 정상화 확인

2017년 개별기준 IBK 추정치 매출액 23,754억원(+7.8%), 영업이익 5,104억원(+38.4%), 순이익 3,642억원(+32.2%)로 소폭 조정한다. 코웨이가 제시하는 2017년 가이던스인 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원을 적극 반영한 전망치로 1) 렌탈료 면제 프로모션 종료 이후 ARPU 상승, 2) 1분기 프로모션 종료 이후 해약률 1%로 안정화, 3) 2분기 아이스정수기 출시에 따른 정수기 광고 강화 및 4) 해외 수출 호조를 기반으로 한 중국 파트너십 본계약 전망 등에 근거했다. 2017년은 기존사업의 정상화, 국내외 신제품 출시, 기타(홈케어, 화장품) 사업 개선을 바탕으로 성장성 회복이 가시화될 전망이다.

### 흔들림 없는 1위의 프리미엄, 목표주가 120,000원, 매수유지

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS 기준 120,000원(표3 참조)을 유지한다. 최근 사업 환경은 정수기를 중심으로 렌탈 산업 내 저가 업체들의 마케팅이 강화되는 상황이다. 그러나 코웨이는 485만의 렌탈 계정을 비롯해 정수기 41%, 청정기 36%, 비데 25%의 압도적인 시장점유율 1위에 있다. 사업의 특장상 재렌탈 비율(코웨이 78%)은 최소 5년 주기를 확인해야 하기 때문에 Peer group 내 코웨이의 프리미엄은 충분할 전망이다. 한편 1분기 주당 배당액은 800원(2016년 DPS 3,200원에 근거)을 실시했으며 2분기와 3분기까지는 800원을 유지할 것으로 예상되며, 4분기에는 2017년 당기순이익 규모를 고려하여 800원 이상도 가능할 것으로 전망된다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,375	2,541	2,681
영업이익	463	369	510	550	590
세전이익	461	365	482	539	591
지배주주순이익	349	275	364	408	443
EPS(원)	4,531	3,581	4,769	5,346	5,799
증가율(%)	43.8	-21.0	33.2	12.1	8.5
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.5	21.6	22.0
순이익률(%)	16.2	12.5	15.3	16.1	16.5
ROE(%)	30.0	21.9	27.8	27.9	26.7
PER	18.6	24.7	20.8	18.6	17.1
PBR	5.1	5.4	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.5	10.3	9.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

무상렌탈과 일회성 영향, 가시적 결과 매출액 -1.0% , 영업이익 -3.1%

17.1Q

개별기준 (yoy)

매출액 5,719억원 -1.0%  
 -무상렌탈 프로모션 고려하면  
 0.6% 매출 성장  
 영업이익 1,230억원 -3.1%  
 순이익 775억원 -15.9%  
 -환손실 160억원

연결기준 (yoy)

매출액 6,102억원 -2.2%  
 영업이익 1,209억원 -2.2%  
 순이익 754억원 -20.8%  
 -해외법인행(말레이시아  
 환차손실 영향)

표 1. 코웨이 IFRS 개별 17.1Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.4Q	17.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	5,776	5,534	5,719	3.3	-1.0	6,250	-8.5	6,067	-5.7
렌탈	3,801	3,609	3,695	2.4	-2.8	4,065	-9.1	-	-
*금융리스	215	284	259	-8.8	20.5	273	-5.1	-	-
멤버십	429	400	378	-5.4	-11.9	435	-13.1	-	-
일시불	505	487	459	-5.7	-9.1	515	-10.9	-	-
화장품	201	187	209	12.0	4.0	231	-9.5	-	-
수출	567	523	680	29.9	19.9	681	-0.1	-	-
기타(수처리)	58	45	39	-13.3	-32.8	50	-22.0	-	-
매출총이익	3,873	3,693	3,812	3.2	-1.6	3,751	1.6	3,751	1.6
영업이익	1,269	1,038	1,230	18.5	-3.1	1,042	18.0	1,240	-0.8
GPM	67.1	66.7	66.7	-0.1	-0.4	60.0	6.6	61.8	4.8
OPM	22.0	18.8	21.5	2.7	-0.5	16.7	4.8	20.4	1.1
순이익	922	922	775	-15.9	-15.9	766	1.2	938	-17.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

표 2. 코웨이 IFRS 개별실적 추이

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(P)	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2014	2015	2016	YoY	2017F		YoY
													기존	변경	
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	6,250	5,907	6,015	6,113	20,137	21,613	22,045	2.0	24,285	23,754	7.8
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	4,065	3,661	3,934	3,931	14,006	14,911	14,242	-4.5	15,591	15,221	6.8
금융리스	215	286	270	284	273	291	280	289	-	409	1,055	157.9	1,133	1,119	6.1
멤버십	429	425	421	400	435	430	436	395	1,834	1,796	1,675	-6.8	1,696	1,639	-2.1
일시불	505	541	426	487	515	549	481	493	1,235	1,712	1,959	14.4	2,038	1,982	1.2
화장품	201	173	181	187	231	245	221	275	804	829	742	-10.8	972	950	28.0
수출	567	598	481	523	681	696	613	700	1,674	1,492	2,169	45.3	2,690	2,689	23.9
기타(수처리)	58	45	56	45	50	35	50	30	584	462	204	-55.7	165	154	-22.8
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,751	3,783	3,969	4,034	13,403	14,818	14,519	-2.0	15,537	15,598	7.4
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	60.0	64.0	66.0	66.0	66.6	68.6	65.9	-2.7	64.0	65.7	-0.2
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,042	1,211	1,324	1,339	3,776	4,630	3,687	-20.4	4,916	5,104	38.4
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	16.7	20.5	22.0	21.9	18.8	21.4	16.7	-4.7	20.2	21.5	4.8
순이익	922	123	788	922	766	885	978	1,004	2,430	3,494	2,755	-21.2	3,633	3,642	32.2

자료: 코웨이, IBK투자증권

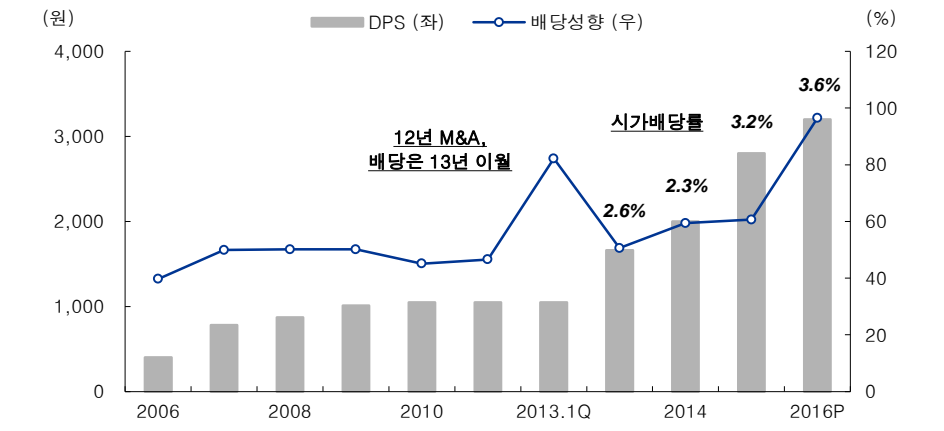
표 3. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	17년 추정 12개월 Forward EPS 4,866	17년 추정 12개월 Forward EPS 4,962
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배
17년 예상 순현금	138	0 (18년 196)
주식수	77,124	77,124
목표주가	120,000원	120,000원

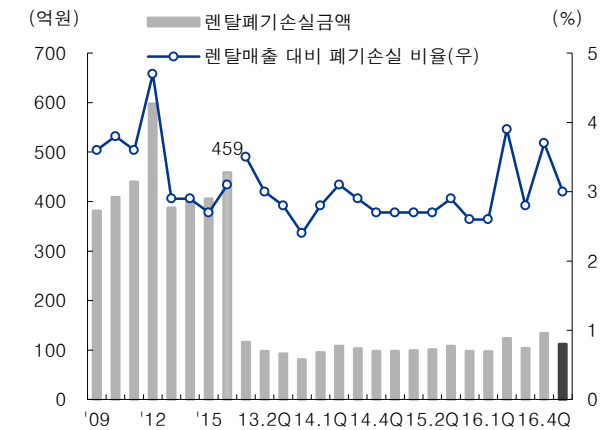
자료: IBK투자증권

그림 1. 2017년 분기배당 평균 800원 예상, 17.4Q 800원 이상 전망 (16년 DPS 3,200원 기준)



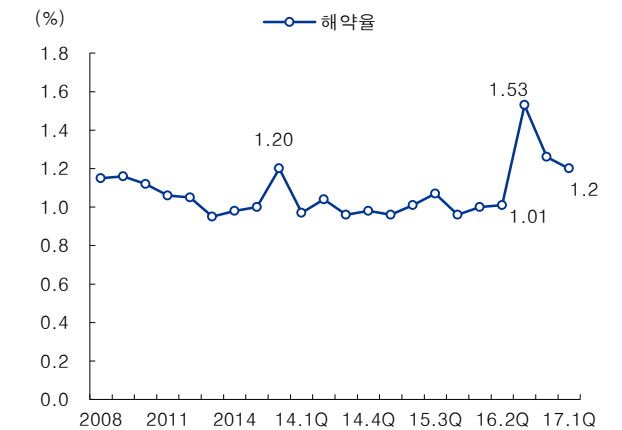
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실 금액 및 폐기손실 비율 - 1Q 112억원, 3%



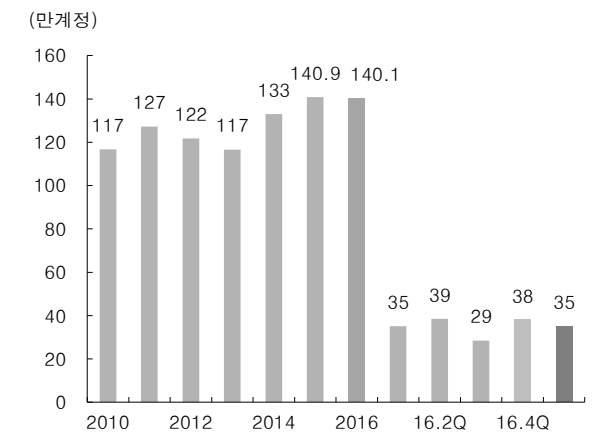
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약률 추이 - 16.3Q 1.53% 이후 하락 안정화



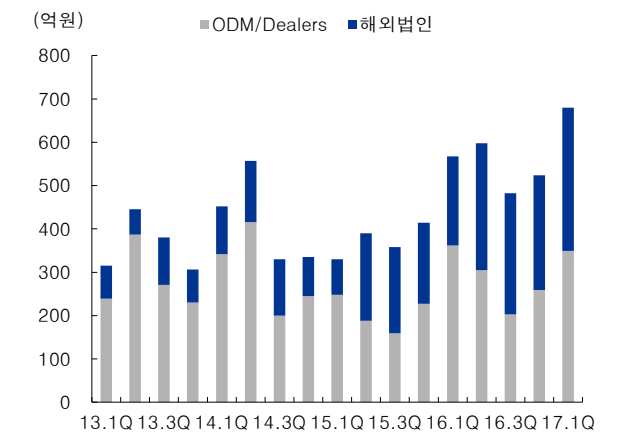
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모, 17.1Q 35만(계정순증 26만)



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 현황 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,375	2,541	2,681
증가율(%)	7.3	2.0	7.8	7.0	5.5
매출원가	679	753	815	882	938
매출총이익	1,482	1,452	1,560	1,659	1,743
매출총이익률 (%)	68.6	65.9	65.7	65.3	65.0
판매비	1,019	1,083	1,050	1,109	1,153
판매비율(%)	47.1	49.1	44.2	43.6	43.0
영업이익	463	369	510	550	590
증가율(%)	22.6	-20.4	38.4	7.7	7.3
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.5	21.6	22.0
순금융손익	-3	-5	-10	-9	-1
이자손익	-3	-5	-10	-9	-6
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	1	1	-19	-2	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	461	365	482	539	591
법인세	111	90	117	131	148
법인세율	24.2	24.6	24.4	24.3	25.0
계속사업이익	349	275	364	408	443
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	275	364	408	443
증가율(%)	43.8	-21.2	32.3	12.1	8.5
당기순이익률 (%)	16.2	12.5	15.3	16.1	16.5
지배주주당기순이익	349	275	364	408	443
기타포괄이익	-4	0	0	0	0
총포괄이익	346	275	364	408	443
EBITDA	675	577	651	708	772
증가율(%)	16.9	-14.6	13.0	8.6	9.1
EBITDA마진율(%)	31.2	26.2	27.4	27.8	28.8

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,769	5,346	5,799
BPS	16,459	16,341	18,033	20,321	23,049
DPS	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200
밸류에이션(배)					
PER	18.6	24.7	20.8	18.6	17.1
PBR	5.1	5.4	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.5	10.3	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	7.3	2.0	7.8	7.0	5.5
EPS증가율	43.8	-21.0	33.2	12.1	8.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	3.6	3.2	3.2	3.2
ROE	30.0	21.9	27.8	27.9	26.7
ROA	21.1	14.8	17.3	17.6	18.0
ROIC	36.2	26.3	35.3	38.8	37.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.3	58.0	62.4	54.2	43.2
순차입금 비율(%)	-0.5	20.6	0.0	-12.6	-15.0
이자보상배율(배)	108.3	65.7	49.5	53.8	67.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.9	5.5	5.2	5.3	5.2
재고자산회전율	48.0	46.6	48.6	47.8	47.4
총자산회전율	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658	778	1,106	1,307	1,331
현금및현금성자산	87	41	363	511	491
유가증권	0	42	12	13	14
매출채권	354	445	465	499	526
재고자산	48	46	51	55	58
비유동자산	1,084	1,195	1,131	1,087	1,190
유형자산	625	591	528	668	763
무형자산	146	148	145	142	140
투자자산	122	136	142	146	149
자산총계	1,742	1,973	2,236	2,394	2,521
유동부채	422	682	806	787	719
매입채무및기타채무	48	51	57	66	75
단기차입금	80	340	376	328	241
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	42	54	54	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	473	725	859	841	761
지배주주지분	1,269	1,248	1,377	1,552	1,761
자본금	41	41	40	40	40
자본잉여금	132	132	132	132	132
자본조정등	-103	-159	-159	-159	-159
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,199	1,234	1,364	1,538	1,747
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,248	1,377	1,552	1,761
비이자부채	393	385	483	513	519
총차입금	80	340	376	328	241
순차입금	-7	257	0	-196	-263

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475	327	505	539	611
당기순이익	349	275	364	408	443
비현금성 비용 및 수익	422	440	170	168	182
유형자산감가상각비	204	200	138	155	180
무형자산상각비	7	7	3	3	3
운전자본변동	-214	-269	-19	-29	-8
매출채권등의 감소	-90	-110	-20	-34	-27
재고자산의 감소	-4	-2	-5	-4	-3
매입채무등의 증가	1	4	5	9	9
기타 영업현금흐름	-82	-119	-10	-9	-6
투자활동 현금흐름	-264	-325	-58	-130	-294
유형자산의 증가(CAPEX)	-271	-286	-75	-300	-279
유형자산의 감소	9	15	0	5	4
무형자산의 감식(증가)	-5	-12	0	0	0
투자자산의 감식(증가)	1	0	28	-4	2
기타	1	-41	-11	169	-21
재무활동 현금흐름	-230	-48	-125	-262	-332
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-230	-48	-125	-262	-332
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-19	-45	322	147	-16
기초현금	106	87	41	363	511
기말현금	87	41	363	511	495

**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												

투자이전 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2016.04.01~2017.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	144	90.0
중립	16	10.0
매도	0	0.0

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

