

코웨이(021240)

중립(유지)

4Q17 Preview: 내수 안정화, 해외 성장

정상화 수순, 안정화되는 해지율

4분기 매출액은 전년대비 6% 증가한 6,490억원, 영업이익은 22% 증가한 1,180억원(영업이익률 18.1%)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 작년 프로모션으로 인한 무상 렌탈 서비스 매출액 150억원을 감안하면 매출 성장은 약 3%이고 영업이익도 한자리 수 증가로 추정된다. 렌탈 관련(렌탈+멤버십) 매출액(비중 64%)이 전년대비 4% 증가할 전망이다. 4분기 렌탈 판매는 36.7만대로 전년대비 4% 감소할 것이나 해지율이 1% 미만으로 하락하면서 계정 순증은 약 23,000으로 총 계정수는 전년대비 1% 증가가 예상된다. 비렌탈 부문(수출, 일시불, 화장품, 기타) 매출액이 전년대비 15% 증가할 전망이다. 수출은 전년대비 26% 증가, 화장품도 약 9% 증가할 것이다. 일시불은 전년과 유사한 수준에 그칠 것이다.

해외 호조 긍정적, 말레이시아 사업이 성장을 제고

해외 사업 호조가 긍정적이다. 2018년 동사의 매출액은 전년대비 7% 증가한 2.7조원, 영업이익은 7% 증가한 5,171억원으로 예상된다. 이중 말레이시아 매출액이 금년 대비 35% 증가한 2,800억원으로 예상, 말레이시아 매출 증분은 2018년 매출 증분의 42% 수준이고 전체 성장률을 약 3%p 상승시킬 것이다. 말레이시아는 수질이 나쁘고 정수기 보급률이 약 20% 수준에 그치며 카운터탑 정수기는 보급 초기 단계다. 말레이시아 계정수는 2017년 말 65만 계정으로 추정, 연간 계정 순증은 20만 이상에 달했다. 중국향 청정기 ODM 수출도 꾸준히 증가 추세다.

투자의견 '중립' 유지, 해외 사업은 관전 포인트

정수기, 청정기 등 환경 가전 제품은 국내뿐 아니라 대기질과 수질 오염이 심각한 문제로 대두되는 아시아 지역에서 성장 잠재력이 있다. 정체하는 내수 사업을 보완할 수 있는지 여부가 관건이다. 금년 배당 수익률은 약 4%로 예상되어 배당 매력은 여전하다. 한편, 최근 웅진 그룹의 최대 주주 지분 인수 추진 보도로 불거진 최대 주주 지분 매각 가능성은 주가뿐 아니라 사업 방향에도 영향을 미치는 중요 변수다. MBK 파트너스로 피인수 6년차에 접어드는 만큼 관련된 불확실성은 높아질 것이다. 밸류에이션은 12MF PER 18배~22배에서 박스권이 지속되고 있다. 하단이나 의미 있는 밸류에이션 상승이 어려울 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	2,315	463	343	4,621	37.5	691	18.2	9.2	4.8	30.2	3.3
2016A	2,376	339	244	3,280	(29.0)	572	26.9	11.8	4.9	20.1	3.6
2017F	2,512	483	354	4,878	48.7	721	20.0	10.3	4.9	29.8	3.5
2018F	2,684	517	378	5,237	7.4	769	18.1	9.3	4.5	30.3	4.0
2019F	2,873	547	400	5,547	5.9	814	17.1	8.8	4.2	29.5	4.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

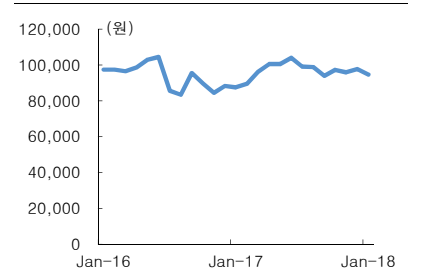
Stock Data

KOSPI(1/4)	2,466
주가(1/4)	94,700
시가총액(십억원)	7,085
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	111,000/85,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,779
유통주식비율/외국인지분율(%)	69.4/58.8
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 8인 27.0
	GIC Private Limited 7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.9)	(10.2)	6.2
KOSPI 대비(%p)	(7.5)	(13.8)	(14.4)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

<표1> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	624	555	584	614	610	623	630	649	2,315	2,376	2,512	2,684	2,873
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	(2.2)	12.3	7.9	5.6	7.2	2.6	5.7	6.9	7.0
렌탈 관련	423	359	409	401	407	416	414	417	1,671	1,592	1,655	1,718	1,796
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(3.7)	16.0	1.3	4.0	5.5	(4.7)	4.0	3.8	4.5
렌탈	380	316	367	361	370	380	379	382	1,491	1,424	1,510	1,581	1,665
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(2.8)	20.0	3.1	5.9	6.5	(4.5)	6.0	4.7	5.3
멤버십	43	43	42	40	38	37	36	35	180	168	145	137	131
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(13.6)	(2.1)	(6.7)	(13.5)	(5.7)	(3.9)
금융리스	22	29	27	28	26	30	35	25	41	106	116	120	120
증감	NM	NM	NM	8.8	20.5	5.6	30.0	(13.7)		158	10	3	0.0
일시불	51	54	43	49	46	50	47	50	171	196	193	200	208
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	(9.1)	(6.8)	11.0	2.4	38.6	14.4	(1.2)	3.2	4.2
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	7.2	9.1	3.4	(10.7)	7.0	7.0	7.0
수출	57	60	48	52	68	56	69	66	149	217	258	296	341
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	19.9	(7.2)	42.6	26.3	(10.8)	45.1	19.0	15.0	15.0
기타	6	4	6	5	4	4	4	7	89	21	19	19	19
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.6)	(32.6)	(9.9)	(27.4)	38.8	52.2	(76.7)	(10.0)	0.0	1.0
자회사	64	62	61	87	72	84	82	90	239	274	328	417	499
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	11.2	36.4	33.8	4.2	18.0	14.5	19.7	27.1	19.7
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	118	463	339	483	517	547
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	919.4	16.1	22.0	27.1	(26.9)	42.7	7.0	5.7
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	18.1	20.0	14.3	19.2	19.3	19.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

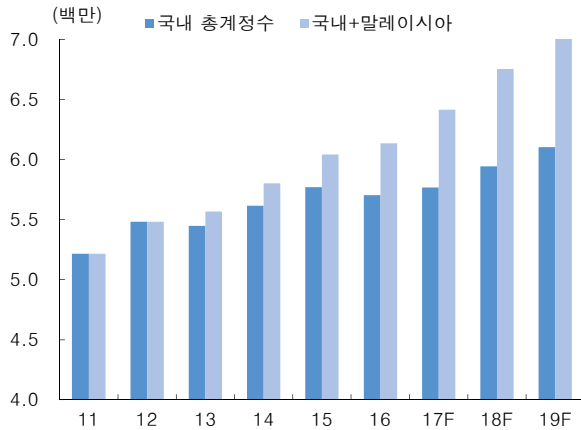
<표 2> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총 계정수	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,746	5,745	5,768	5,771	5,704	5,768	5,945	6,105
총 계정 순증	23	51.4	(114.1)	(28)	9	33	(1)	23	155	(68)	65	176	160
증감	2.4	2.3	0.1	(1.2)	(1.4)	(1.7)	0.2	1.1	2.8	(1.2)	1.1	3.1	2.7
렌탈 계정수(기말)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,935	4,972	4,832	4,849	4,972	5,184	5,369
증감	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	0.0	2.3	2.5	5.0	0.4	2.5	4.3	3.6
렌탈 계정 순증	29	60	(98)	26	26	48	13	37	232	17	123	212	185
멤버십 계정수(기말)	933	924	908	854	838	823	810	796	939	854	796	761	736
증감	(6.2)	(4.4)	(3.8)	(9.0)	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(6.8)	(7.6)	(9.0)	(6.8)	(4.5)	(3.3)
멤버십 계정 순증	(6)	(9)	(16)	(54)	(17)	(15)	(13)	(13)	(77)	(85)	(58)	(36)	(25)
신규 렌탈 판매	351	385	285	381	350	397	318	367	1,409	1,401	1,431	1,440	1,445
증감	3	3.8	(15.6)	5.8	(0)	3	11	(4)	5.9	(0.5)	2.2	0.6	0.3
렌탈 해지율(%)	1.00	1.01	1.53	1.26	1.19	1.19	1.00	0.80	1.00	1.21	1.04	0.98	0.99
렌탈 ARPU	26,140	21,548	25,108	24,871	25,331	25,822	25,597	25,719	26,345	24,516	25,619	25,952	26,290
증감	0.0	(18.0)	(4.7)	(5.7)	(3.1)	19.8	1.9	3.4	2.0	(6.9)	4.5	1.3	1.3
멤버십 ARPU	15,279	15,256	15,317	15,131	14,895	14,734	14,657	14,337	15,311	15,568	14,634	14,634	14,634
증감	0.2	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(5.2)	1.6	1.7	(6.0)	0.0	0.0

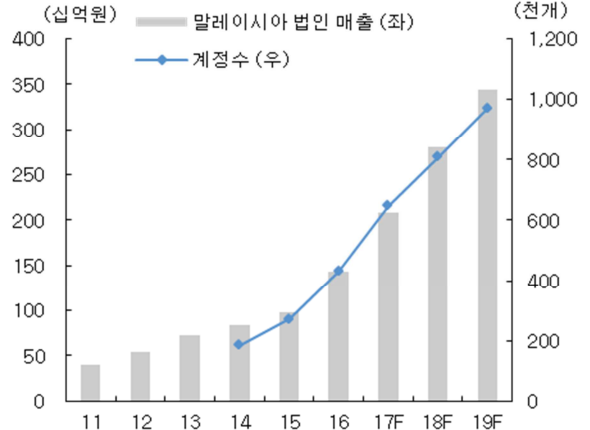
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 국내 가입자수 정체 국면, 해외사업 성장



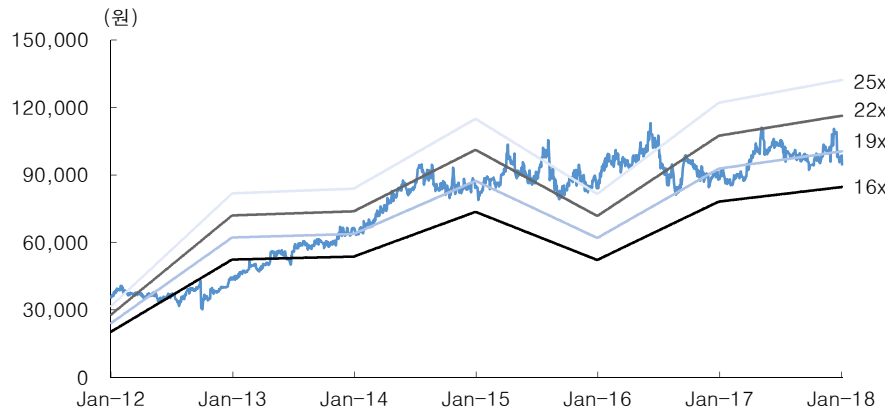
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 말레이시아 매출 고성장



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 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%), 브랜드 인지도 등에서 국내 최고의 위치를 점하고 있다. 2015년 말 기준 약 577만의 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 비

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	779	833	891
현금성자산	116	66	75	81	86
매출채권및기타채권	283	323	327	349	373
재고자산	70	70	88	94	101
비유동자산	1,122	1,235	1,328	1,431	1,518
투자자산	51	52	55	59	63
유형자산	700	669	731	793	835
무형자산	169	183	193	207	221
자산총계	1,775	1,968	2,108	2,264	2,409
유동부채	473	735	791	838	865
매입채무및기타채무	259	255	284	303	325
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	121	124	127
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	912	962	992
지배주주지분	1,237	1,183	1,196	1,299	1,409
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127	127
기타자본	(103)	(159)	(258)	(258)	(258)
이익잉여금	1,177	1,180	1,292	1,396	1,508
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,196	1,298	1,408

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	513	632	646
당기순이익	343	243	354	377	399
유형자산감가상각비	220	225	229	243	257
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	(78)	3	(21)
기타	137	114	(1)	(1)	1
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(334)	(358)	(357)
유형자산투자	(329)	(328)	(290)	(304)	(299)
유형자산매각	9	15	0	0	0
투자자산순증	0	(43)	(4)	(5)	(5)
무형자산순증	(5)	(13)	(19)	(23)	(25)
기타	(4)	2	(21)	(26)	(28)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(170)	(274)	(288)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(241)	(274)
기타	7	(101)	(105)	(33)	(14)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	9	1	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,512	2,684	2,873
매출원가	729	812	791	846	911
매출총이익	1,586	1,564	1,721	1,839	1,962
판매관리비	1,123	1,225	1,237	1,322	1,415
영업이익	463	339	483	517	547
금융수익	1	1	1	1	2
이자수익	1	1	1	1	2
금융비용	4	6	27	16	16
이자비용	4	6	12	16	16
기타영업외손익	(6)	(10)	14	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	472	503	533
법인세비용	111	80	118	126	133
연결당기순이익	343	243	354	377	399
지배주주지분순이익	343	244	354	378	400
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	353	376	399
지배주주지분포괄이익	334	243	353	377	399
EBITDA	691	572	721	769	814

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,878	5,237	5,547
BPS	17,654	17,891	19,761	21,135	22,616
DPS	2,800	3,200	3,400	3,800	4,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	5.7	6.9	7.0
영업이익증가율	27.1	(26.9)	42.7	7.0	5.7
순이익증가율	37.4	(29.0)	45.4	6.6	5.9
EPS증가율	37.5	(29.0)	48.7	7.4	5.9
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	26.1	6.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	19.2	19.3	19.0
순이익률	14.8	10.3	14.1	14.1	13.9
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.7	28.7	28.3
ROA	20.2	13.0	17.4	17.3	17.1
ROE	30.2	20.1	29.8	30.3	29.5
배당수익률	3.3	3.6	3.5	4.0	4.2
배당성향	60.6	96.3	68.2	72.6	72.1
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	367	356	344
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	43.6	40.2	37.1
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	20.0	18.1	17.1
PBR	4.8	4.9	4.9	4.5	4.2
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.3	9.3	8.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이(021240)	2015.12.11	매수	117,000원	-19.5	-13.7
	2016.05.04	중립	-	-	-
	2017.05.04	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 5일 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 추가등락 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※ 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.