

Company Update

Analyst 안지영, 김진영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	110,000원
현재가 (2/12)	89,200원

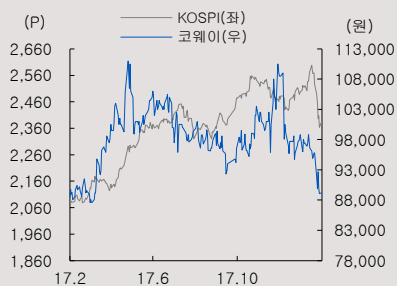
KOSPI (2/12)	2,385.38pt
시가총액	6,674십억원
발행주식수	74,818천주
액면가	500원
52주 최고가	111,000원
최저가	85,900원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	59.0%
배당수익률 (2017F)	3.4%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 7 인	26.96%
GIC Private Limited	7.25%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-13%	-10%
절대기준	-10%	-10%	4%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	110,000	120,000	▼
EPS(17)	4,279	4,771	▼
EPS(18)	4,918	5,285	▼

코웨이 추가추이



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)

신규 렌탈군 도입으로 총계정 618만 시대 진입

Review(yoy): 매출액 5.7%, 영업이익 -0.6%, 기대치 하회

2017년 4분기(yoy) 별도실적은 매출액 5.7%, 매출총이익 3.8%, 영업이익 -0.6%, 순이익 -40.8%에 그쳤다. 실적은 전체적으로 기대치를 하회했다. 환경가전 매출액은 4,964억원(+2.9% yoy, -0.9% QoQ)에 그쳤는데 신규 판매 위주의 강한 마케팅보다는 기존 계정에 대한 서비스 관리 강화를 통해 해약률이 분기 최저 수준인 0.86%(-0.4%p yoy, -0.14%p QoQ)를 경신했다. 수출 감소는 해외법인(말레이시아 +41%, 미국 +23%)의 성장에도 현지 법인의 2~3분기 선제적 주문 효과로 4분기 재고관리 영향을 받았다. 4분기는 최장기 연휴 영향도 일부 작용하며 렌탈 판매량은 31.7만대(-16.6% yoy, -0.2% QoQ)에 그쳤다.

2018년 별도 매출액 +6.5%, 영업이익 +8.3% 전망

2017년 별도기준 매출액은 23,204억원(+5.3%), 영업이익 4,785억원(+29.8%)으로 코웨이가 연초 제시한 가이던스인 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원 대비 4.7%, 4.4% 하회했다. 주된 이유는 1) 하반기부터 해약을 개선 위한 렌탈 계정 증가 정책 강화에 주력했고, 2) 2017년 4월까지 고객 회복을 위한 렌탈료 무상 프로모션을 강하게 진행하며 해약률이 역대 최고치인 16.3Q 1.53% 대비 낮아졌지만 17.2Q에도 여전히 1.19%에 머물렀기 때문이다. 2018년에도 여전히 핵심 가이던스는 연간 해약률을 0.9%대로 최소화하는 가운데 고가 렌탈제품인 의료청정기를 6년만에 신규 렌탈군으로 유입하며 매출액 6.5%, 영업이익 8.3% 증가가 가능할 전망이다.

배당정책, 부채비율 고려한 전년수준 유지

목표주가는 2018년 12개월 Forward EPS를 기준으로 110,000원[표3 참조]으로 하향한다. 2018년 전망치를 고려한 추정 EPS의 소폭 하향에도 목표주가 산출을 위한 Target 밸류에이션은 총계정수 618만F(17년 575만/렌탈 500만)이라는 독보적인 고객 기반에 근거했다. 2018년 전망치는 국내 사업의 경쟁심화와 글로벌 확장에 따른 제품력과 코디 조직력 제고를 위한 투자를 고려했다. 그러나 2018년 국내의 제품 믹스 강화에 근거한 실적 개선과 이에 따른 이익잉여금의 안정화를 바탕으로 18년 배당(배당액은 800원, 16년, 17년 DPS 3,200원)은 상향이 충분히 가능할 전망으로 매수 의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,320	2,471	2,658
영업이익	463	369	478	518	571
세전이익	461	365	436	492	566
당기순이익	349	275	322	368	424
EPS(원)	4,531	3,581	4,279	4,918	5,671
증가율(%)	43.8	-21.0	19.5	14.9	15.3
영업이익률(%)	21.4	16.7	20.6	21.0	21.5
순이익률(%)	16.2	12.5	13.9	14.9	16.0
ROE(%)	30.0	21.9	28.2	36.3	42.6
PER	18.6	24.7	22.8	18.1	15.7
PBR	5.1	5.4	7.1	6.7	6.7
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.7	10.4	9.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

17.4Q Review(yoy): 렌탈매출 +4.9%, 영업이익 -0.6%

17.4Q

별도기준 (yoy)
 매출액 5,846억원 (5.7%)
 (렌탈매출 +4.9%)
 영업이익 1,032억원 (-0.6%)
 -청정기고기필터 교체비용
 77억원 일시 반영, 광고선전,
 미국시장 진출을 위한
 CES마케팅비 등 160억원
 순이익 546억원 (-40.8%)
 (외화채권 평가손 150억원)

연결기준 (yoy)
 매출액 6,536억원 (+6.4%)
 영업이익 1,071억원 (+11.1%)
 순이익 616억원 (-20.6%)

표 1. 코웨이 IFRS 별도 17.4Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	16.4Q	17.3Q	17.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	5,534	5,888	5,846	-0.7	5.7	6,027	-3.0	5,995	-2.5
렌탈	3,609	3,785	3,785	0.0	4.9	3,931	-3.7	-	-
금융리스	284	351	316	-9.8	11.5	289	9.5	-	-
멤버십	400	359	343	-4.6	-14.3	395	-13.3	-	-
일시불	487	473	486	2.7	-0.2	493	-1.5	-	-
화장품	187	194	207	6.6	10.8	235	-12.0	-	-
수출	523	686	676	-1.5	29.1	654	3.3	-	-
기타	45	40	34	-15.3	-24.7	30	12.9	-	-
매출총이익	3,693	3,913	3,836	-2.0	3.8	3,979	-3.6	3,979	-3.6
영업이익	1,038	1,270	1,032	-18.7	-0.6	1,324	-22.0	1,220	-15.4
GPM	66.7	66.5	65.6	-0.9	-1.1	66.0	-0.4	66.4	-0.8
OPM	18.8	21.6	17.7	-3.9	-1.1	22.0	-4.3	20.4	-2.7
순이익	922	944	546	-42.2	-40.8	991	-44.9	968	-43.6

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

표 2. 코웨이 IFRS 별도기준 2018년 전망

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q (P)	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	YoY	2018F	YoY
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	5,750	5,888	5,846	6,053	6,000	6,351	6,309	23,204	5.3	24,713	6.5
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,785	3,785	3,816	3,946	4,005	3,992	15,060	5.7	15,759	4.6
금융리스	215	286	270	284	259	302	351	316	283	315	373	345	1,229	16.5	1,316	7.1
멤버십	429	425	421	400	378	367	359	343	401	379	390	382	1,447	-13.6	1,552	7.3
일시불	505	541	426	487	459	504	473	486	491	429	496	471	1,922	-1.9	1,887	-1.8
화장품	201	173	181	187	209	187	194	207	224	215	217	237	797	7.4	893	12.0
수출	567	598	481	523	680	555	686	676	793	669	827	841	2,597	19.7	3,130	20.5
기타	58	45	56	45	39	39	40	34	45	47	43	41	152	-23.8	176	15.9
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,812	3,897	3,913	3,836	3,993	4,024	4,191	4,163	15,457	6.5	16,371	5.9
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	66.7	67.8	66.5	65.6	66.0	67.1	66.0	66.0	66.6	0.8	66.2	-0.4
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,230	1,252	1,270	1,032	1,329	1,347	1,334	1,173	4,785	29.8	5,183	8.3
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.6	17.7	22.0	22.5	21.0	18.6	20.6	3.9	393.8	373.2
순이익	922	123	788	922	775	959	944	546	938	941	983	817	3,223	17.0	3,679	14.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

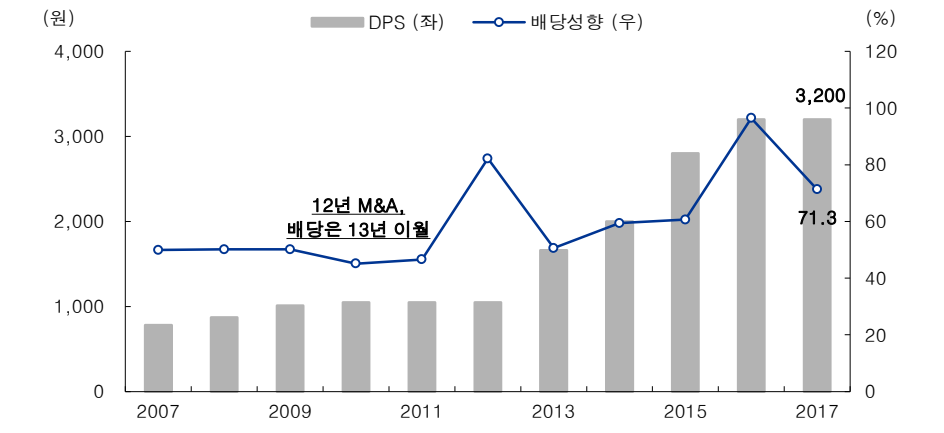
표 3. 목표주가 110,000원 하향 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	17년(F) EPS 4,771 / 12개월 Forward EPS 5,101	18년(F) EPS 4,918 / 12개월 Forward EPS 5,043
Target P/E valuation	Target P/E 22.5배 기존 Multiple 대비 10% 할인 (국내 경쟁심화 영향 등 고성장보다 수익성 유지로 안정화에 무게, 중국환경 영향 해외 신사업 모델팀 지연)	Target P/E 20배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2018년 국내 계정 618만, 말레이시아 100만으로 고객기반 강화)
순차입금	17년 5,260억원	18년 4,340억원
주식수(사업가치)	77,124(9,762억원)	77,124(82,127억원)
목표주가	120,000원	110,000원

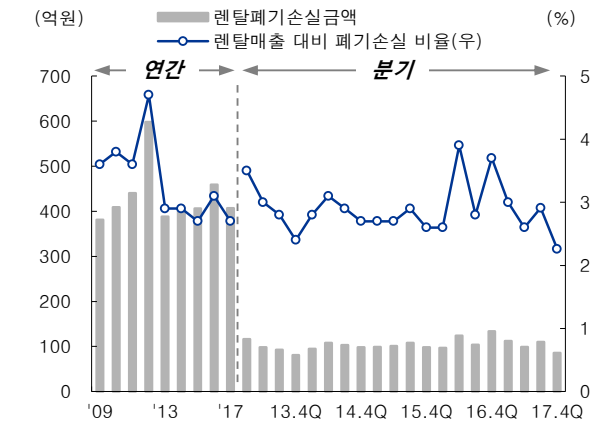
자료: IBK투자증권

그림 1. 2017년 DPS 3,200원, 배당성향 71.3%



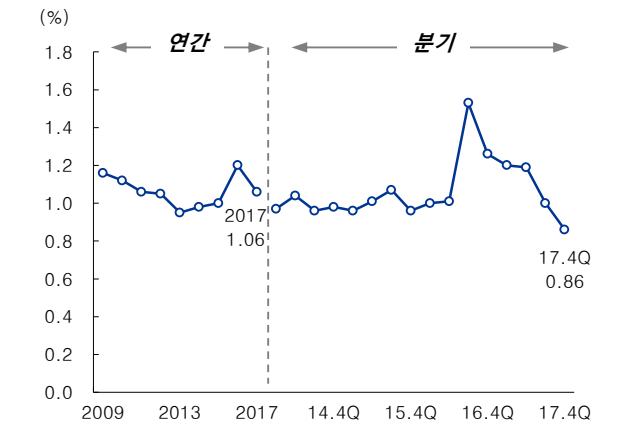
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실 금액 및 폐기손실 비율 - 4Q 86억원, 2.3%



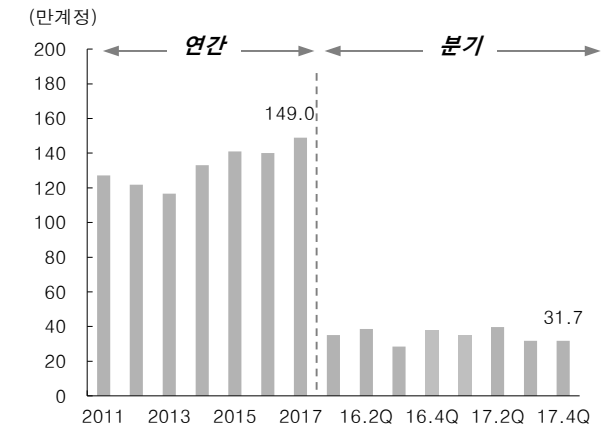
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약률 추이 - 16.3Q 1.53% 이후 하락 안정화



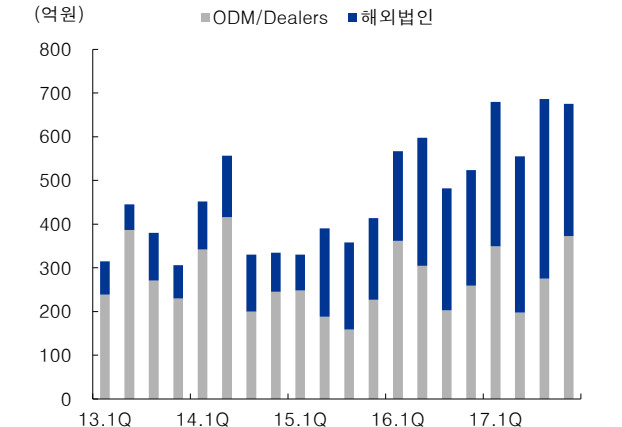
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모 - 17.4Q 31.7만



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 매출액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,320	2,471	2,658
증가율(%)	7.3	2.0	5.2	6.5	7.6
매출원가	679	753	773	834	930
매출총이익	1,482	1,452	1,546	1,637	1,728
매출총이익률 (%)	68.6	65.9	66.7	66.2	65.0
판매비	1,019	1,083	1,069	1,119	1,156
판매비율(%)	47.1	49.1	46.1	45.3	43.5
영업이익	463	369	478	518	571
증가율(%)	22.6	-20.4	29.6	8.4	10.3
영업이익률(%)	21.4	16.7	20.6	21.0	21.5
순금융손익	-3	-5	-11	-14	-8
이자손익	-3	-5	-11	-14	-13
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	1	1	-31	-12	2
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	461	365	436	492	566
법인세	111	90	113	124	141
법인세율	24.2	24.6	26.0	25.2	25.0
계속사업이익	349	275	322	368	424
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	275	322	368	424
증가율(%)	43.8	-21.2	17.0	14.1	15.3
당기순이익률 (%)	16.2	12.5	13.9	14.9	16.0
지배주주당순이익	349	275	322	368	424
기타포괄이익	-4	0	0	0	0
총포괄이익	346	275	322	368	424
EBITDA	675	577	671	682	755
증가율(%)	16.9	-14.6	16.4	1.6	10.7
EBITDA마진율(%)	31.2	26.2	28.9	27.6	28.4

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,279	4,918	5,671
BPS	16,459	16,341	13,851	13,246	13,394
DPS	2,800	3,200	3,310	3,330	3,350
밸류에이션(배)					
PER	18.6	24.7	22.8	18.1	15.7
PBR	5.1	5.4	7.1	6.7	6.7
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.7	10.4	9.3
성장성지표(%)					
매출증가율	7.3	2.0	5.2	6.5	7.6
EPS증가율	43.8	-21.0	19.5	14.9	15.3
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	3.6	3.4	3.7	3.8
ROE	30.0	21.9	28.2	36.3	42.6
ROA	21.1	14.8	16.0	18.1	21.1
ROIC	36.2	26.3	29.2	32.0	37.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.3	58.0	98.5	102.5	100.4
순차입금 비율(%)	-0.5	20.6	50.7	43.8	31.8
이자보상배율(배)	108.3	65.7	41.8	34.7	41.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.9	5.5	4.9	4.9	5.7
재고자산회전율	48.0	46.6	42.8	38.4	38.3
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658	778	852	935	831
현금및현금성자산	87	41	70	121	146
유가증권	0	42	18	19	27
매출채권	354	445	496	505	425
재고자산	48	46	62	67	72
비유동자산	1,084	1,195	1,205	1,072	1,177
유형자산	625	591	557	643	741
무형자산	146	148	141	131	124
투자자산	122	136	137	142	146
자산총계	1,742	1,973	2,057	2,007	2,008
유동부채	422	682	959	953	965
매입채무및기타채무	48	51	54	63	74
단기차입금	80	340	613	574	492
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	42	61	63	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	473	725	1,021	1,016	1,006
지배주주지분	1,269	1,248	1,036	991	1,002
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	132	135	135	135
자본조정등	-103	-159	-146	-146	-146
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,199	1,234	1,007	962	973
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,248	1,036	991	1,002
비이자부채	393	385	407	441	515
총차입금	80	340	613	574	492
순차입금	-7	257	526	434	319

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475	327	439	540	689
당기순이익	349	275	322	368	424
비현금성 비용 및 수익	422	440	393	190	189
유형자산감가상각비	204	200	182	153	177
무형자산상각비	7	7	11	10	7
운전자본변동	-214	-269	-184	-4	88
매출채권등의 감소	-90	-110	-71	-8	80
재고자산의 감소	-4	-2	-14	-5	-5
매입채무등의 증가	1	4	3	9	11
기타 영업현금흐름	-82	-119	-93	-14	-13
투자활동 현금흐름	-264	-325	-135	-49	-230
유형자산의 증가(CAPEX)	-271	-286	-197	-260	-279
유형자산의 감소	9	15	9	20	4
무형자산의 감소(증가)	-5	-12	-6	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	0	-1	-1	1
기타	1	-41	60	193	44
재무활동 현금흐름	-230	-48	-276	-440	-431
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-230	-48	-276	-440	-431
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	-19	-45	29	52	29
기초현금	106	87	41	70	121
기말현금	87	41	70	121	150

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												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2017.01.01~2017.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	141	88.1
중립	19	11.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

