

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(12M, 하향)	▼ 125,000원
현재주가(18/02/12)	89,200원
상승여력	40%

영업이익(17P, 십억원)	473
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	487
EPS 성장률(17P, %)	36.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.4
P/E(17P, x)	22.6
MKT P/E(17F, x)	9.8
KOSPI	2,385.38

시가총액(십억원)	6,674
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	59.0
베타(12M) 일간수익률	0.43
52주 최저가(원)	85,900
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.7	-10.4	3.8
상대주가	-5.5	-12.8	-9.7



[화장품/생활용품/면세]

합승희  
 02-3774-1682  
 regina.hahm@miraeasset.com

김민경  
 02-3774-1732  
 minkyung.kim.a@miraeasset.com

# 코웨이 (021240)

## 건전한 상대 성장성

### 4Q17 Review: 연결 영업이익의 1,071억원(+11.1% YoY), 기대치 하회

코웨이의 4Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 6,536억원(+6.4% YoY), 영업이익 1,071억원(+11.1% YoY), 영업이익률 16.4%로 발표되었다. 매출액은 시장 기대치와 유사한 수준이었으나 영업이익은 당사 예상치와 시장 기대치를 각각 14.3%, 9.2% 하회했다.

**매출:** 외형에 있어 당사 추정치와의 괴리를 발생시킨 주 요인은 기대보다 미약했던 렌탈 매출 성장률이었다. 장기간의 추석 연휴로 인한 영업일수 감소의 영향도 있었지만, 신규 판매보다 해약을 관리에 초점을 두었던 전략 영향이 컸던 것으로 분석한다. 당 분기 렌탈 판매량은 31.7만대로 공격적인 세일즈 프로모션을 진행했던 지난해 대비 16.6% 감소한 수치였다.

**비용:** 이익 하회에는 원가와 판매관리비에서 다수의 요인이 영향을 미친 것으로 보인다. 원가 단에서는 가장 수익성이 높은 렌탈 부문의 성장성이 저하되어 상대 이익 기여도가 낮아졌고, 청정기 항균필터 일시 교체로 부품관련 비용이 당 분기에 집중되었다(4Q16부터 일시 교체). 또한 3분기까지 고객 관리에 역점을 두며 마케팅 비용을 억제해왔던 것과 달리, 4분기에는 다소 공격적으로 비용이 집행되었다(광고선전비 148억원, +46.8% YoY).

**핵심지표:** 지표의 퀄리티가 눈에 띄게 개선된 점은 긍정적이었다. 월평균 해약률은 0.87%로 사상 최저 수준이었고, 해약과 연계되는 렌탈자산폐기손실의 매출액 대비 비중도 2.3%(-1.4%p YoY, -0.6%p QoQ)로 크게 하락했다. 신규 판매에서 다소 미진한 것이 아쉬웠지만, 핵심 지표 개선은 해약을 관리에 역점을 두었던 전략의 효용을 입증한 결과였다.

### 2018년 연결 매출액 10.1%, 영업이익 11.1% 성장 목표

코웨이의 2018년 사업 계획은 연결 매출액 10.1%, 영업이익 11.1% 성장을 목표로 한다. 국내 사업에 기반을 둔 별도 기준 실적 목표는 매출 성장률과 이익 성장률이 각각 6.4%, 7.6%로 소폭 낮지만, 일반 소비재 영역에서 절대 소비 규모가 축소되고 있는 기반 환경을 고려하면 보수적인 목표로 보기는 힘들다.

목표에 대한 신뢰는 높다고 판단한다. 1) 국내 시장에서 신제품 출시 및 신규 카테고리(의류 청정기)를 통해 꾸준히 수요를 유인할 것으로 기대되고, 2) 해외 렌탈 사업 호조와 미주 시장 내 세일즈 네트워크 강화로 고성장세가 무리 없이 지속될 전망이다.

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 -3.9% 조정한 12.5만원 제시

코웨이에 대한 매수 투자 의견을 유지하고, 목표주가는 기존(13만원) 대비 3.9% 하향한 12만 5천 원을 제시한다. DCF 밸류에이션 기법을 준용하지만 렌탈 원가율과 판매관리비 조정에 따른 실적 변화를 반영했다. 다수의 외재 불확실성이 존재하는 환경에서 코웨이 특유의 안정성이 내재한 프리미엄은 유효하다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17P	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,376	2,517	2,736	2,866
영업이익 (십억원)	364	463	339	473	527	566
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	18.8	19.3	19.7
순이익 (십억원)	250	343	244	326	364	387
EPS (원)	3,237	4,449	3,167	4,326	4,867	5,175
ROE (%)	25.2	30.2	20.1	29.4	34.1	33.1
P/E (배)	26.0	18.9	27.9	22.6	18.3	17.2
P/B (배)	5.6	4.8	4.9	6.1	5.2	4.8
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.6	3.3	3.7	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

## 4Q17 Review

표 1. 4Q17 Review

(십억원, %)

	4Q16	3Q17	4Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	614	630	654	674	651	6.4	3.8
영업이익	96	124	107	125	118	11.1	-13.8
영업이익률 (%)	15.7	19.7	16.4	18.5	18.1		
세전이익	103	124	89	111	115	-13.7	-28.3
순이익	78	93	62	83	86	-20.6	-33.9

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17P	18F	17P	18F	
매출액	2,537	2,736	2,517	2,736	-0.8	0.0	
영업이익	492	534	473	527	-3.9	-1.2	- 렌탈 원가, 판매관리비 조정
세전이익	463	510	440	498	-4.9	-2.4	
순이익	349	384	326	364	-6.6	-5.2	- 외환 손익 조정

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

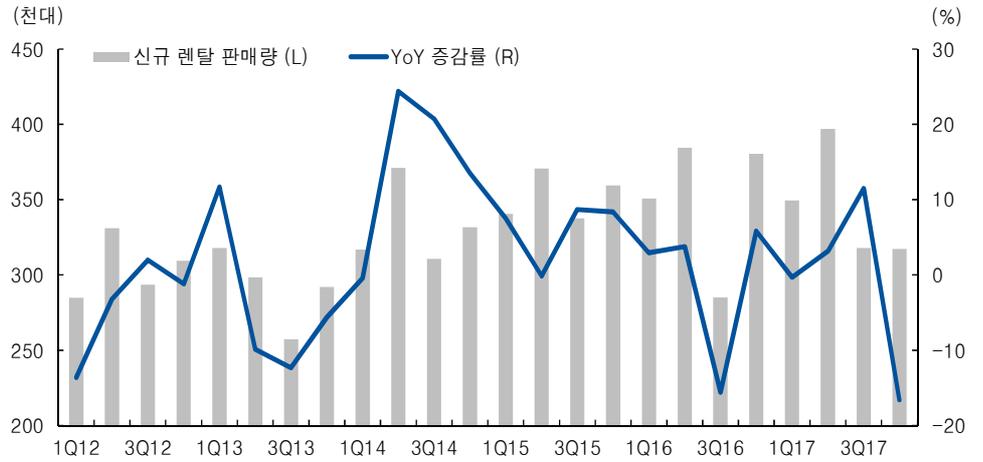
표 3. 밸류에이션

(십억원, 천주)

	18F	19F	20F	21F	22F
EBIT	527	566	580	594	608
- EBIT에 대한 세금	142	154	157	161	165
- CAPEX	326	326	334	342	350
- 순운전자본 증가(감소)	22	-30	20	20	21
+ 감가상각비	229	238	243	249	255
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	44	45	46	47	48
FCFF	318	407	366	374	383
추정마지막년도 FCFF	383				
Terminal Value	10,524				
Terminal Growth (%)	2				
NPV of FCFF		1,769			
PV of Terminal Value		7,357			
Enterprise Value		9,126			
Cash & Equivalents		66			
Other Investment		75			
Interest Bearing Debt		352			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		9,528			
Shares Outstanding		76,381			
<b>추정주당가치 (원)</b>		<b>125,000</b>			
현재주가 (원)		89,200			
Upside (%)		40.1			

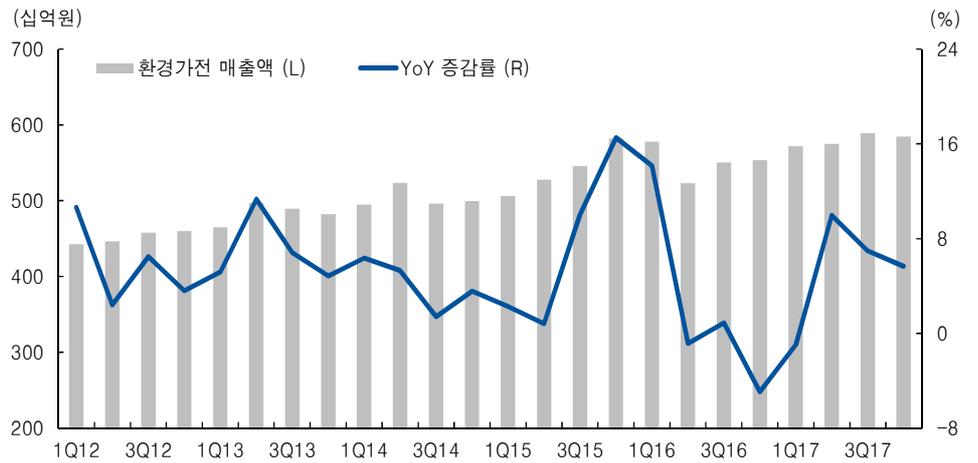
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매량 추이



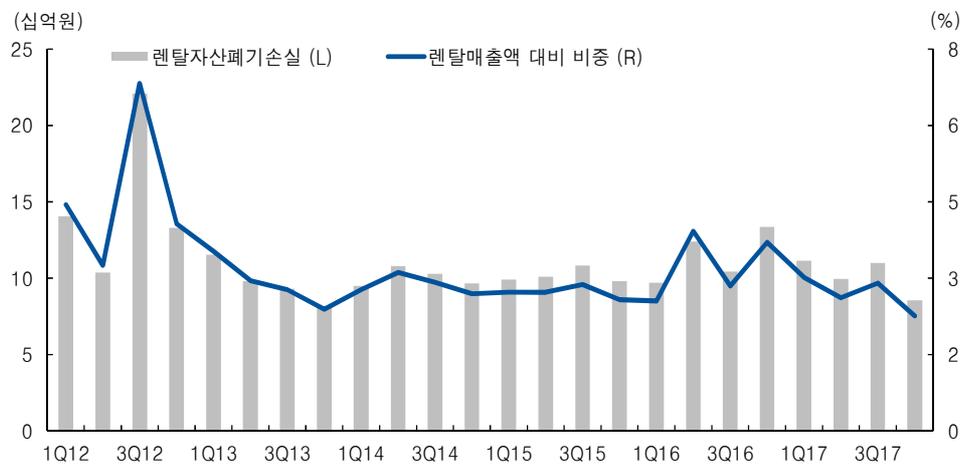
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 환경가전 매출액 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
<b>매출액</b>	<b>2,376</b>	<b>2,517</b>	<b>2,736</b>	<b>2,866</b>
매출원가	812	799	865	909
<b>매출총이익</b>	<b>1,564</b>	<b>1,718</b>	<b>1,871</b>	<b>1,957</b>
판매비와관리비	1,225	1,246	1,343	1,392
<b>조정영업이익</b>	<b>339</b>	<b>473</b>	<b>527</b>	<b>566</b>
영업이익	339	473	527	566
비영업손익	-15	-33	-29	-35
금융손익	-5	-11	-11	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	440	498	531
계속사업법인세비용	80	114	134	144
계속사업이익	243	326	364	387
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>243</b>	<b>326</b>	<b>364</b>	<b>387</b>
지배주주	244	326	364	387
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>243</b>	<b>326</b>	<b>364</b>	<b>387</b>
지배주주	243	326	364	387
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	572	704	765	811
FCF	29	242	262	352
EBITDA 마진율 (%)	24.1	28.0	28.0	28.3
영업이익률 (%)	14.3	18.8	19.3	19.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.0	13.3	13.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
<b>유동자산</b>	<b>733</b>	<b>803</b>	<b>814</b>	<b>877</b>
현금 및 현금성자산	66	208	178	259
매출채권 및 기타채권	313	283	308	274
재고자산	70	71	77	83
기타유동자산	284	241	251	261
<b>비유동자산</b>	<b>1,235</b>	<b>1,336</b>	<b>1,357</b>	<b>1,388</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	717	733	740
무형자산	183	188	188	188
<b>자산총계</b>	<b>1,968</b>	<b>2,139</b>	<b>2,171</b>	<b>2,264</b>
<b>유동부채</b>	<b>735</b>	<b>1,053</b>	<b>1,014</b>	<b>977</b>
매입채무 및 기타채무	215	211	230	241
단기금융부채	340	660	600	550
기타유동부채	180	182	184	186
<b>비유동부채</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	42	42	42
<b>부채총계</b>	<b>784</b>	<b>1,106</b>	<b>1,067</b>	<b>1,030</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,182</b>	<b>1,033</b>	<b>1,103</b>	<b>1,235</b>
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129
이익잉여금	1,180	1,014	1,085	1,216
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,183</b>	<b>1,033</b>	<b>1,103</b>	<b>1,234</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>358</b>	<b>578</b>	<b>588</b>	<b>678</b>
당기순이익	243	326	364	387
비현금수익비용가감	467	433	379	404
유형자산감가상각비	225	223	229	238
무형자산상각비	8	8	8	8
기타	234	202	142	158
영업활동으로인한자산및부채의변동	-232	-63	-20	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-62	17	-24	36
재고자산 감소(증가)	-4	-3	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	18	6	3
법인세납부	-120	-118	-134	-144
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-367</b>	<b>-267</b>	<b>-253</b>	<b>-278</b>
유형자산처분(취득)	-313	-314	-245	-245
무형자산감소(증가)	-13	-14	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-67	19	-5	-3
기타투자활동	26	42	5	-22
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-40</b>	<b>-168</b>	<b>-366</b>	<b>-318</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	264	321	-60	-50
자본의 증가(감소)	0	2	0	0
배당금의 지급	-208	-352	-293	-256
기타재무활동	-96	-139	-13	-12
<b>현금의 증가</b>	<b>-50</b>	<b>142</b>	<b>-31</b>	<b>81</b>
기초현금	116	66	208	178
기말현금	66	208	178	259

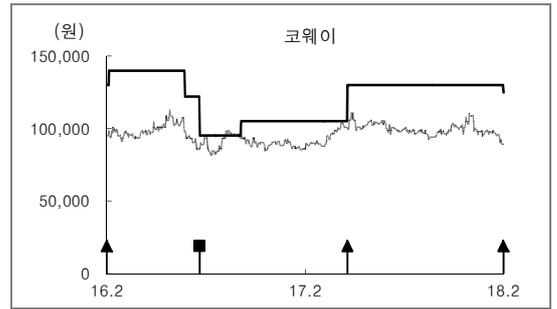
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	22.6	18.3	17.2
P/CF (x)	9.6	9.7	9.0	8.4
P/B (x)	4.9	6.1	5.2	4.8
EV/EBITDA (x)	12.2	11.0	9.2	8.5
EPS (원)	3,167	4,326	4,867	5,175
CFPS (원)	9,227	10,073	9,930	10,568
BPS (원)	17,891	16,069	17,019	18,772
DPS (원)	3,200	3,200	3,300	3,600
배당성향 (%)	96.5	71.3	65.4	67.1
배당수익률 (%)	3.6	3.3	3.7	4.0
매출액증가율 (%)	2.6	5.9	8.7	4.8
EBITDA증가율 (%)	-17.2	23.1	8.7	6.0
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	39.5	11.4	7.4
EPS증가율 (%)	-28.8	36.6	12.5	6.3
매출채권 회전을 (회)	8.7	9.1	10.0	10.7
재고자산 회전을 (회)	33.9	35.7	37.0	35.8
매입채무 회전을 (회)	13.7	13.0	12.9	12.7
ROA (%)	13.0	15.9	16.9	17.4
ROE (%)	20.1	29.4	34.1	33.1
ROIC (%)	20.0	25.2	26.8	28.4
부채비율 (%)	66.3	107.1	96.7	83.5
유동비율 (%)	99.7	76.3	80.3	89.8
순차입금/자기자본 (%)	17.8	39.8	34.6	20.2
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	39.6	41.0	46.1

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코웨이(021240)				
2018.02.12	매수	125,000	-	-
2017.05.01	매수	130,000	-23.27	-14.62
2016.10.17	Trading Buy	105,000	-13.36	-0.95
2016.08.02	Trading Buy	95,000	-4.70	3.79
2016.07.06	매수	122,000	-25.14	-20.41
2016.02.17	매수	140,000	-29.07	-19.29
2016.02.12	1년 경과 이후		-	-
2015.02.12	매수	130,000	-30.75	-18.85



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

\* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.