

2018년 3월 21일

유통/화장품 Analyst 박신애      연구원 송재원  
02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com      02-6114-2972 jaewon.song@kbfq.com

### DCF 방식으로 산정한 목표주가의 현 주가 대비 상승여력은 27%

코웨이에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 110,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 밸류에이션 방식을 통해 산정했고, WACC 5.6% (COE 8.3%, COD 2.2%, Beta 0.8), 영구성장률 (2024년 이후) 0.5%를 적용했다. 목표주가의 2018E EPS 기준 Implied PER은 22배에 해당한다. 주가가 2015년 이후 지루한 박스권 흐름을 지속하고 있는데, 현주가는 박스권 하단이자 2018E 배당수익률 3.9% 수준으로 강한 하방경직성이 예상된다. 올해 안정적인 실적 개선세에 힘입어 주가가 박스권 상단까지 상승할 것으로 예상되어 매수 전략을 추천한다.

### 국내 환경가전: 차별화된 제품력과 탄탄한 방판 조직, 신규 제품 출시 등을 통해 성장 지속

국내 환경가전 사업은 안정적인 수익 창출이 계속될 전망이다. 합리적 소비 행태와 소유보다는 이용을 중시하는 트렌드가 확산되면서 국내 개인/가정용품 렌탈 시장은 지난 5년간 (2012~2017년) 연평균 10%씩 고성장했다. 업체 간 경쟁 심화에 대한 우려는 존재하지만, 코웨이는 차별화된 제품력과 탄탄한 방판 조직, 신규 제품 출시 등을 통해 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 렌탈 매출액은 향후 3년간 (2017~2020E) 연평균 5%씩 성장할 것으로 추정된다.

### 해외 환경가전: 말레이시아를 중심으로 높은 외형 성장성 기대

중장기 성장 동력인 해외 환경가전 매출액은 향후 3년간 (2017~2020E) 연평균 19% 성장할 것으로 기대된다. 말레이시아 법인은 한국과 같은 관리서비스 중심의 렌탈 사업을 영위하고 있는데, 지난 4년간 (2013~2017년) 연평균 30%의 높은 매출액 성장세를 보였다. 미국은 한인타운을 중심으로 렌탈 사업을 펼쳐오다가 최근에 아마존을 통해 시판 사업을 본격적으로 시작했다.

### 주주 가치 제고: 풍부한 현금 흐름을 기반으로 높은 배당 성향 유지 전망

코웨이는 풍부한 현금흐름을 바탕으로 오랜 기간 유지해온 적극적인 주주환원 정책을 이어갈 것으로 기대된다 (2017년 배당성향 72%, 배당수익률 3.3%). 코웨이는 연간 2,000~3,000억원 이상의 잉여현금흐름을 창출하는데, 렌탈 사업은 초기에 대규모 자본 투자가 필요하지만, 시간이 지나 렌탈료가 회수되면서 안정적인 현금 창출이 가능하다.

## Buy 신규

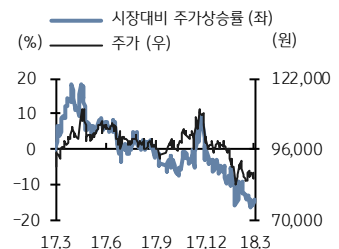
목표주가 (원)	110,000
Upside / Downside (%)	26.9
현재가 (3/20, 원)	86,700
Consensus Target Price (원)	110,000
시가총액 (조원)	6.5

Trading Data	
Free float (%)	69.4
거래대금 (3M, 십억원)	16.2
외국인 지분율 (%)	59.1
주요주주 지분율 (%)	코웨이홀딩스 외 7 인 27.0
	GIC Private Limited 7.3

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	-11.6	-10.3	-1.6
시장대비 상대수익률	-2.3	-12.1	-13.0	-14.6

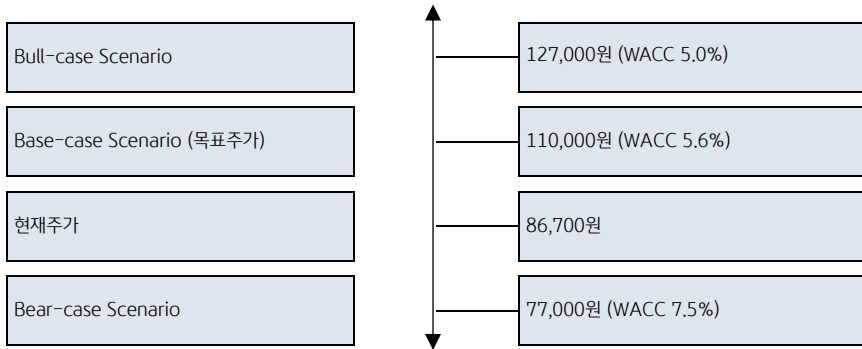
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	2,376	2,517	2,743	2,966
영업이익 (십억원)	339	473	516	561
지배주주순이익 (십억원)	244	326	360	395
EPS (원)	3,167	4,358	4,883	5,348
증감률 (%)	-28.8	37.6	12.0	9.5
PER (X)	27.9	22.4	17.9	16.3
EV/EBITDA (X)	12.2	10.7	8.9	8.3
PBR (X)	5.7	7.5	5.9	5.2
ROE (%)	20.1	30.2	34.8	33.8
배당수익률 (%)	3.6	3.3	3.9	4.1



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 렌탈 순주문의 안정적인 성장
- 2) 말레이시아 등 해외 사업의 높은 성장성

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 신규 렌탈 품목인 의류청정기의 판매 호조
- 2) 기대치를 상회하는 해외 법인 실적

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 렌탈 업체 간 경쟁 심화에 따른 순증 부진
- 2) 대주주 변경 이후 사업 전략 또는 배당정책의 변화

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,742.5	2,966.0	-	-	-	-
영업이익	516.4	561.0	-	-	-	-
순이익 (지배)	360.4	394.7	-	-	-	-

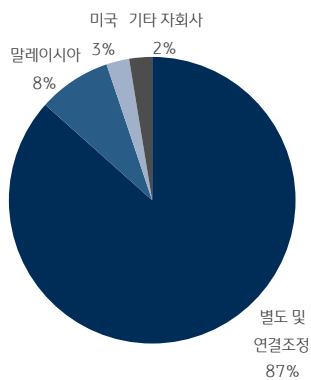
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,742.5	2,966.0	2,724.7	2,886.6	0.7	2.8
영업이익	516.4	561.0	525.3	569.0	-1.7	-1.4
순이익 (지배)	360.4	394.7	380.1	413.1	-5.2	-4.5

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리

주: 2017년 기준

PEER 그룹 비교

(십억달러, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
쿠쿠홈시스	0.8	19.0	14.9	2.1	1.9	10.0	7.5	15.8	19.1	1.7	2.2
락앤락	1.2	21.2	18.3	1.7	1.7	12.7	10.8	9.9	11.2	1.4	2.0
RINNAI CORP	4.8	21.1	19.9	1.7	1.5	8.3	7.6	8.1	7.9	1.0	1.0
Whirlpool	11.1	10.2	9.0	2.7	2.5	6.8	6.3	23.4	29.2	3.0	3.3

자료: Bloomberg, KB증권 정리

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF (현금흐름할인) 밸류에이션
- 2) 목표주가 산정: WACC 5.6% (COE 8.3%, COD 2.2%, 2015~2016년 평균 Beta 0.8), 영구성장률 (2024년 이후) 0.5% 적용
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 127,000원 ~ 77,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2018E Implied PER 22배, PBR 7.1배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
금리 1%p 상승 시	-0.9	-0.7
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

Contents

I. Executive Summary	4
<hr/>	
II. Focus Charts	5
<hr/>	
III. 투자 의견 및 Valuation	6
<hr/>	
IV. Investment Points	9
<hr/>	
1. 국내 환경가전: 차별화된 제품력에 힘입은 안정적인 성장	9
2. 해외 환경가전: 해외 사업은 중장기 성장 동력	12
3. 안정적인 현금 창출 능력에 기반한 주주환원 정책	14
V. 실적 추이 및 전망	15
<hr/>	
VI. 리스크 요인	18
<hr/>	
VII. Peer 투자지표 비교	19
<hr/>	

## I. Executive Summary

### DCF 방식으로 산정한 목표주가의 현주가 대비 상승여력은 27%

코웨이에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 110,000 원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 밸류에이션 방식을 통해 산정했고, WACC 5.6% (COE 8.3%, COD 2.2%, 2015~2016 년 평균 Beta 0.8), 영구성장률 (2024 년 이후) 0.5%를 적용했다. 유무형감가상각비와 더불어 현금유출이 없는 비용 항목인 렌탈자산폐기손실도 더해 총 현금흐름을 계산했다. 목표주가의 2018E EPS 기준 Implied PER 은 22 배에 해당한다. 현주가 대비 상승여력은 27% 수준으로 매수 전략을 추천한다.

### 현주가는 2018E PER 17 배로 4 년 이래 최저점, 올해 박스권 상단까지 완만한 주가 상승세 예상

코웨이의 현주가는 2018E PER 17 배 수준이다. 2014 년 이래 가장 낮은 수준으로 하락한 상황인데, 주가가 지난 3 년 동안 박스권 흐름을 계속하고 있는 가운데, EPS 는 (2016 년 얼음정수기 리콜 사태 제외) 매년 상승하고 있어서 멀티플이 하락했기 때문이다. 국내 렌탈 매출 성장성 둔화에 대한 우려와 추가적인 수익성 개선 가능성에 대한 의구심이 제기됐고, 대주주 MBK 파트너스가 지분 매각을 진행중인 점도 주가에 불확실성 요인으로 작용하고 있다.

현재 주가는 박스권의 하단으로 2018E 배당수익률 3.9% 수준에 해당되어 강한 하방경직성을 나타낼 것으로 기대된다. 올해 안정적인 실적 개선에 힘입어 주가가 박스권 상단 (110,000 원) 까지 완만하게 상승할 것으로 예상되고 있어서 저가 매수에 적합한 가격대라고 판단된다. 2Q18에 신규 렌탈 카테고리인 의류청정기가 출시되면 하반기에 성장 모멘텀이 강화될 것으로 기대된다.

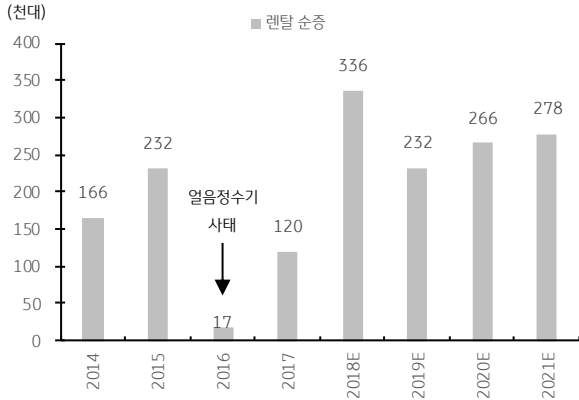
### 투자포인트 요약

코웨이에 대한 투자포인트는 아래와 같다.

- 1. 국내 환경가전 사업은 안정적인 수익 창출을 지속할 전망이다.** 합리적 소비 행태와 소유보다는 이용을 중시하는 트렌드가 확산되면서 국내 개인/가정용품 렌탈 시장은 지난 5 년간 (2012~2017 년) 연평균 10%씩 고성장했다. 업체 간 경쟁 심화에 대한 우려는 존재하지만, 코웨이는 차별화된 제품력과 탄탄한 방판 조직, 신규 제품 출시 등을 통해 성장을 이어갈 전망이다. 2018 년 렌탈 매출액은 1 조 7,136 억원 (+5% YoY)을 기록하고, 향후 3 년간 (2017~2020E) 연평균 5%씩 성장할 것으로 기대된다.
- 2. 해외 환경가전 사업은 중장기 성장 동력이다.** 해외 매출액은 향후 3 년간 (2017~2020E) 연평균 19% 성장할 것으로 기대된다. 말레이시아 법인은 한국과 동일한 관리서비스 중심의 렌탈 사업을 영위하고 있는데, 지난 4 년간 (2013~2017 년) 연평균 30%의 높은 매출액 성장률을 보였다. 미국은 한인타운을 중심으로 렌탈 사업을 펼쳐오다가 최근에 인공지능, IoT 등의 기술이 접목된 제품을 아마존을 통해 판매하면서 시판 사업을 본격적으로 시작했다.
- 3. 풍부한 현금흐름을 바탕으로 한 주주환원 정책은 계속된다.** 코웨이의 렌탈 사업은 연간 2,000~3,000 억원 이상의 잉여현금흐름을 창출한다. 렌탈 사업은 초기에 큰 규모의 자본 투자가 필요하고, 현금 흐름이 마이너스이지만, 시간이 지나 렌탈료가 회수되면서 안정적인 현금 창출이 가능하다. 오랜 기간 유지해 온 적극적인 배당 정책 (2017 년 배당성장 72%, 배당수익률 3.3%)을 통한 주주 가치 극대화가 계속될 것으로 전망된다.

## II. Focus Charts

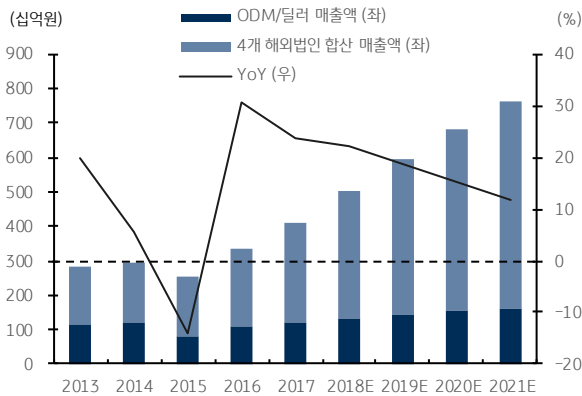
### 코웨이: 렌탈 순증 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

- ① 2016년은 열음정수기 리콜 사태로 총계정수가 전년대비 1% 감소했고, 일회성 리콜 비용 등으로 별도 영업이익이 전년대비 20% 감소하는 어려운 한 해였음. ② 2017년은 고객 이탈을 최소화하고, 영업조직을 안정화하기 위해 노력했던 한 해로, 신규 판매보다는 기존 고객을 유지하는 데에 더 집중함. ③ 2018년은 렌탈 신규 판매에 박차를 가하는 한 해가 될 것으로 예상됨
- 2018년 국내 렌탈 매출액은 1조 7,136억원 (+5% YoY)을 기록할 것으로 전망됨. 지속적인 신제품 출시, 신규 카테고리 확장, 방판 조직 강화, R&D를 통한 품질 향상 등을 통해 향후 3년간 (2017~2020E) 국내 렌탈 매출액은 연평균 5% 성장할 것으로 기대됨
- 2018년 렌탈 총계정수는 5,306만계정으로 전년대비 7% 증가할 것으로 예상되는데, 신규 판매 계정이 10% 증가하고, 월평균 해약률이 1% 이내로 유지되고, 만기도래 계정이 6% 감소하면서 계정 순증이 33.6만대 (+179% YoY)에 이를 것으로 추정했음

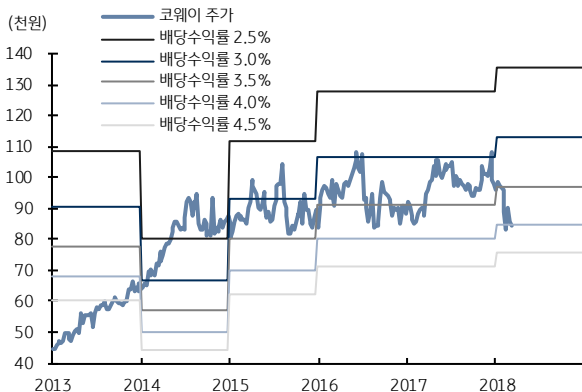
### 코웨이: 해외 환경가전 매출액 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

- 해외 매출액은 지난 4년간 (2013~2017년) 연평균 10% 성장해 왔고, 향후 4년간은 (2017~2021E) 연평균 17% 성장할 것으로 기대됨
- 2009년 시작한 중국 청정기 ODM 사업은 초기 기대치에는 다소 못 미치는 실적을 보여 왔지만, 말레이시아 법인 (2006년 진출)이 최근 4년간 (2013~2017년) 연평균 30%의 높은 매출액 성장률을 보이면서 전체 해외 매출 성장세를 견인하고 있음
- 해외 매출은 ① 해외 ODM/달러 사업 (국내 생산 후 해외 수출, 중국 파트너사向 비중이 60%)과, ② 환경가전 사업을 영위하는 4개의 해외 법인 (말레이시아, 미국, 중국, 태국)으로 구성되어 있음. 2017년 기준으로 연결 매출액에서 해외 ODM/달러 매출액이 차지하는 비중은 5%, 4개 해외 법인 합산 매출액이 차지하는 비중은 12%까지 상승했음

### 코웨이: 배당수익률 밴드 차트



자료: 코웨이, KB증권 추정

- 코웨이는 연간 2,000~3,000억원 이상의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 전망됨. 코웨이의 렌탈 사업은 초기에는 재고 원가, 판매수수료 등 대규모의 자본 투자가 필요하지만, 렌탈료는 5년의 계약 기간에 걸쳐 회수되기 때문에 현금 흐름이 마이너스임. 그러나 시간이 지나 규모의 경제가 확보되고, 렌탈료가 회수되면서 안정적인 현금 창출이 가능함
- 앞으로도 풍부한 현금 흐름을 기반으로 배당금 지급을 통한 주주 가치 제고를 지속할 것으로 전망됨. 코웨이는 2017년에 DPS 3,200원, 연결 기준 배당성향 72%, 배당수익률 3.3%를 기록했는데, KB증권은 향후 DPS가 매년 200원씩 증가해 2021년에는 4,000원에 달할 것으로 추정함

### III. 투자 의견 및 Valuation

#### 목표주가 110,000원은 DCF 방식으로 산정

코웨이에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 110,000원을 제시한다. 목표주가는 DCF (현금흐름할인) 방식을 통해 산정했고, WACC 5.6% (COE 8.3%, COD 2.2%, 2015~2016년 평균 Beta 0.8), 영구성장률 (2024년 이후) 0.5%를 적용했다. 유무형감가상각비와 더불어 현금유출이 없는 비용 항목인 렌탈자산폐기손실도 더해 총 현금흐름을 계산했다. 장기적인 현금 흐름에 대한 예측 가능성이 높은 점을 감안할 때 현금흐름할인 방식의 밸류에이션이 적합하다고 판단된다.

목표주가 110,000원의 2018E EPS 기준 Implied PER은 22배에 해당한다. 현주가 대비 상승여력은 27% 수준으로 매수 전략을 추천한다.

표 1. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
영업이익	a	338.8	472.7	516.4	561.0	606.2	654.2	686.9	714.4
유효법인세율 (%)	b	24.2	24.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5
<b>NOPLAT</b>	<b>C=a*(1-b)</b>	<b>256.8</b>	<b>358.3</b>	<b>374.4</b>	<b>406.7</b>	<b>439.5</b>	<b>474.3</b>	<b>498.0</b>	<b>517.9</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	233.1	254.3	270.1	276.5	281.2	284.7	283.8	282.9
렌탈자산폐기손실	e	47.4	43.5	42.5	46.4	48.9	51.7	53.8	56.0
<b>총 현금흐름</b>	<b>F=C+d+e</b>	<b>537.3</b>	<b>656.1</b>	<b>686.9</b>	<b>729.6</b>	<b>769.7</b>	<b>810.8</b>	<b>835.6</b>	<b>856.8</b>
<b>총 투자</b>	<b>G=h+i</b>	<b>-560.5</b>	<b>-461.4</b>	<b>-438.6</b>	<b>-449.0</b>	<b>-453.4</b>	<b>-463.3</b>	<b>-440.0</b>	<b>-370.0</b>
영업활동으로 인한 자산부채변동	h	-232.3	-106.4	-118.6	-149.0	-153.4	-163.3	-150.0	-90.0
유무형자산의 증가 (Capex)	i	-328.2	-355.0	-320.0	-300.0	-300.0	-300.0	-290.0	-280.0
FCFF	J=F+G	-23.2	194.7	248.3	280.6	316.3	347.4	395.6	486.8
Discount Factor				0.95	0.90	0.85	0.80	0.76	0.72
PV of FCFF				235.1	251.6	268.6	279.4	301.3	351.1
Total PV of FCFF (2018E~23E)	k			1,687.1					
Terminal Value (2023년 시점)				9,596.5	2023년 FCFF*영구성장률 0.5%				
PV of terminal value	l			6,921.1	WACC 5.6% (무위험수익률 2.41%, 시장위험프리미엄 7.39%)				
Operating value of FCFF	M=k+l			8,608.3					
현금및현금성자산	n			50.5					
단기금융자산	o			40.7					
투자자산, 투자부동산	p			89.4					
차입금	q			527.3					
추정자기자본가치	R=M+(n+o+p-q)			8,261.7					
주식수 (천주)	s			74,818			자사주 제외		
<b>목표주가 (원)</b>	<b>T=R/s</b>			<b>110,000</b>					
현재주가 (원)				86,700		2018.03.20			
상승여력 (%)				26.9					
목표주가의 2018E Implied PER (X)				21.7					
목표주가의 2018E Implied PBR (X)				7.1					

자료: 코웨이, KB증권 추정

주 1: 시장요구수익률 = 9.80% = 2017년 PER 9.4배와 2018년 KB증권 목표 PER 11.0배의 평균치인 10.2배의 역수

주 2: COE = 8.28% = 무위험이자율 (5년 만기 국고채 평균수익률 2.41%) + 시장위험프리미엄 (7.39% = 시장요구수익률 9.80% - 무위험이자율 2.41%) X 2015~2016년 평균 베타 (0.79)

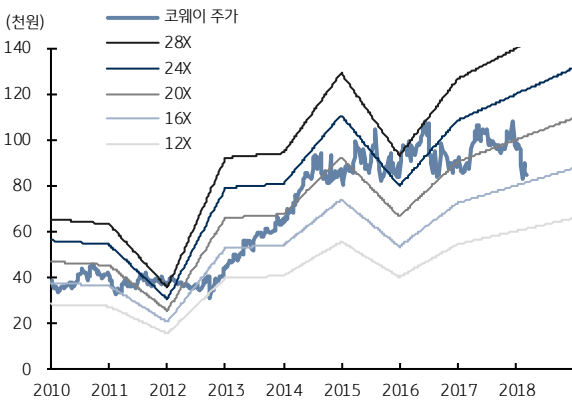
주 3: COD = 2.15%

**현주가는 2018E PER 17배 수준으로  
2014년 이래 가장 낮은 수준**

현주가는 2018E PER 17배에 수준으로, <그림 1>에서 과거 PER 추이를 살펴 보면 2014년 이래 가장 낮은 수준으로 하락한 상황이다. 주가가 3년 동안 박스권 흐름을 계속하고 있는 가운데 EPS는 매년 상승하고 있어서 (2016년 얼음정수기 리콜 사태 제외) 멀티플이 하락하게 된 영향 때문이다. 현재 주가는 박스권의 하단이자 PER 관점에서 4년 이래 가장 낮은 수준이기 때문에 (과거 3년 및 5년 평균 PER이 모두 22배 수준) 저가 매수에 적합한 가격대라고 판단된다.

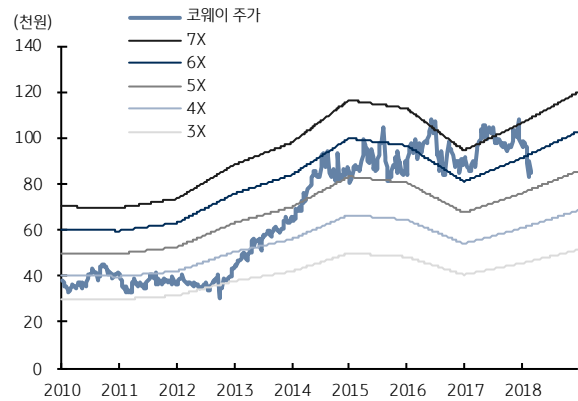
코웨이의 비즈니스 모델과 동일한 Peer 업체는 없으나, 국내 업체 중 쿠쿠홈시스와 락앤락이 가장 유사한 상장 업체라고 볼 수 있다. 쿠쿠홈시스 (정수기, 공기청정기 등의 렌탈 사업을 영위, 계정수는 코웨이의 1/5 수준)의 주가는 2018E PER 19배, 락앤락 (주방생활용품 제조 및 유통)의 주가는 2018E PER 21배에서 거래되고 있다 (Fnguide 컨센서스 기준).

**그림 1. 코웨이: 12M Fwd PER 밴드 차트**



자료: Quantiwise, KB증권 추정

**그림 2. 코웨이: 12M Fwd PBR 밴드 차트**



자료: Quantiwise, KB증권 추정

**MBK파트너스로 인수된 후 수익성이 크게  
개선되면서 주가가 2013~2014년 2년간  
96% 상승**

코웨이의 주가 추이를 살펴보면 2012년에는 대주주 (웅진홀딩스)의 지분 매각 불확실성으로 주가가 다소 약세를 보였다. 2013년 1월 MBK파트너스에 인수된 이후 코웨이는 팔목할 만한 매출액 및 이익 성장세를 나타냈고, EPS 증가와 밸류에이션 리레이팅을 기반으로 주가는 2년간 (2013~2014년) 96% 상승해 코스피지수를 99% 아웃퍼폼했다. 웅진홀딩스의 자회사 시절에 여러 신사업에 진출했으나 이렇다 할 성과를 내지 못했는데, MBK파트너스로 인수된 후에는 주력 사업인 렌탈 사업에 집중하는 동시에 비용 절감을 위해 노력하면서 수익성과 현금흐름이 크게 개선되었기 때문으로 판단된다. 중국 공기 청정기 수출 관련 모멘텀도 주가 상승을 부추겼다. 2012년 이전까지 13~15%를 맴돌았던 별도 영업이익률은 인수 이후 2013년 17%, 2014년 19%, 2015년 21%로 가파르게 개선됐다.

**그러나 이후 3년 이상 주가는 박스권  
흐름을 지속, 성장성 둔화 및 추가적인 마진  
개선에 대한 의구심 제기돼**

그러나 3Q14 실적이 기대치에 미치지 못한 것을 시작으로 이후 주가는 3년 이상 지루한 박스권 (하단 83,000원, 상단 110,000원) 흐름을 이어가고 있다. 국내 시장 경쟁 심화 및 매출 성장성 둔화에 대한 우려와 추가적인 수익성 개선에 대한 의구심이 제기됐고, 2015년 8월에 대주주 MBK파트너스가 지분 매각을 검토 중임을 공시한 것도 주가에 부정적인 영향을 미쳤다. 2016년 6월에 신고점을 갱신했었으나, 7월에 얼음정수기 리콜 사태가 발생하면서 주가가 두 달 사이 27% 급락하기도 했다.

**올해 주가는 박스권 하단에서 상단까지  
완만한 상승세 예상. 박스권 탈피를  
위해서는 추가적인 주가 모멘텀 필요**

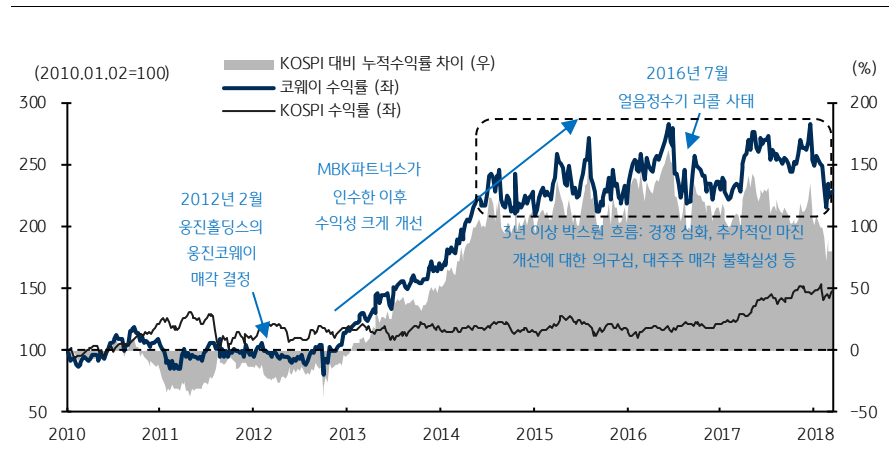
2017년에는 낮은 기저효과와 영업 정상화에 대한 기대감으로 주가가 11% 상승했으나 코스피지수 (2017년 연간 수익률 +22%) 대비 상대수익률은 -11%를 기록했다. 2018년 들어 주가가 조정을 받은 것은 1) 4Q17 실적에 대한 실망감, 2) 기대치를 하회한 2017년 배당금 (2016년과 동일한 DPS), 3) 매각 불확실성 등 때문이다.

현 주가는 박스권 하단에 위치해 있는데, 이는 2018E 배당수익률 3.9% 수준으로 강한 하방경직성을 보일 것으로 예상된다. 올해 박스권 하단에서 상단 (110,000원)까지 완만한 주가 상승세가 예상되는데, 국내 및 해외 법인의 안정적인 실적 개선에 힘입어 연결 매출액과 영업이익 모두 전년대비 9%씩 성장할 것으로 전망되기 때문이다.

중장기적 관점에서 주가가 박스권 상단을 뚫고 상승하려면 추가적인 모멘텀이 필요할 것으로 판단된다. 신규 렌탈 품목 (의류청정기 등)이 판매 호조를 보이면서 카테고리 확장에 성공하거나 해외 법인들이 기대치를 상회하는 성과를 보여줄 경우에 성장 모멘텀이 부각될 수 있을 전망이다.

2013년에 MBK파트너스에 인수된 후 팔목할 만한 매출 및 이익 성장세를 나타내면서 2년간 주가 96% 상승. 그러나 2015년부터는 3년 이상 지루한 박스권 흐름을 이어가고 있음

**그림 3. 코웨이: 주가 및 KOSPI 대비 수익률 추이 (2010년 이후)**



자료: Quantwise, KB증권 추정



## IV. Investment Points

### 1. 국내 환경가전: 차별화된 제품력에 힘입은 안정적인 성장

#### 2018년 국내 환경가전 매출액 5% YoY 성장 전망, 렌탈 신규 판매에 집중할 계획

2018년은 렌탈 신규 판매에 박차를 가하는 한 해가 될 전망이다. 2016년은 얼음정수기 리콜 사태로 총계정수가 전년대비 1% 감소했고, 일회성 리콜 비용 등으로 별도 영업이익이 전년대비 20% 감소하는 어려운 한 해였다. 2017년은 고객 이탈을 최소화하고, 영업조직을 안정화하기 위해 노력했던 한 해로, 신규 판매보다는 기존 고객을 유지하는 데에 더 집중했다. 2017년 총계정수는 574.8만계정으로 2015년 (577.1만계정) 수치를 소폭 밑돌았지만, 월평균 해약률을 4Q17에 0.86%까지 하락시키는 데 성공했다. 2018년은 지속적인 신제품 출시, 신규 카테고리 확장, 방판 조직 강화, R&D를 통한 품질 향상 등을 통해 렌탈 신규 판매에 집중할 계획이다. 2018년 국내 환경가전 매출액은 2조 782억원 (+5% YoY)으로 전망된다.

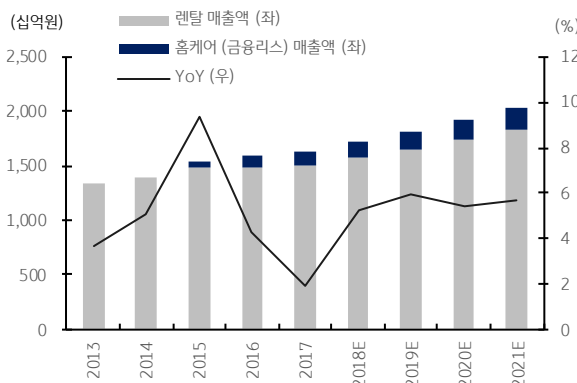
#### 2018년 렌탈 총계정수 7% YoY 증가 예상, 계정 순증은 33.6만대 전망

환경가전 중 렌탈 매출액은 2018년에 1조 7,136억원 (+5% YoY)을 기록하고, 향후 3년간 (2017~2020E) 연평균 5% 성장할 것으로 기대된다. 렌탈 총계정수는 530.6만계정으로 전년대비 7% 증가할 것으로 예상되는데, 신규 판매 계정이 10% 증가하고, 월평균 해약률이 1% 이내로 유지되며, 만기도래 계정이 6% 감소하면서 계정 순증이 33.6만대 (+179% YoY)에 이를 것으로 추정했다. 렌탈 ARPU는 전년대비 1% 안팎 상승할 것으로 기대되는데, 가격 인상 가능성은 낮으나, 제품 믹스 개선 (ASP가 높은 신제품으로 교체)을 통한 ARPU 상승이 가능할 전망이다.

#### 신규 카테고리 확장과 기존 카테고리의 신제품 출시를 통해 경쟁 심화에 따른 성장률 둔화를 방어할 계획

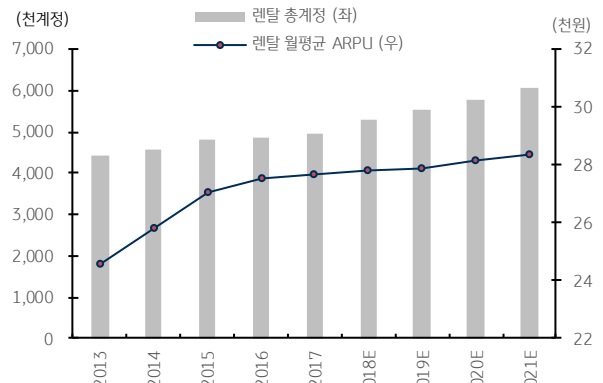
국내 렌탈 시장 경쟁 심화에 대한 우려는 존재하지만, 신규 카테고리 확장과 기존 카테고리의 신제품 출시를 통해 성장률 둔화를 방어할 계획이다. 정수기 카테고리에서는 직수형 RO (역삼투압) 필터 방식의 신제품을 출시하고, 청정기 카테고리에서는 액티브 액션 공기청정기 (공기 흡입구와 퇴출구가 상하좌우 회전하는 오토 스윙 기능 탑재)를 출시할 예정이다. 그리고 5월에는 의류청정기 (의류 관리 + 공기청정)를 신규 렌탈 카테고리리로 개시할 계획인데, 매트리스 출시 이후 5년 만의 신규 카테고리 확장이 될 전망이다. 제품 확장뿐만 아니라 서비스의 확장도 고려해볼 수 있는데, 향후 세탁기나 청소기의 세척, 가스레인지 후드 필터 교체 등으로 서비스를 확대할 가능성도 있다.

그림 4. 코웨이: 렌탈 매출액 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 5. 코웨이: 렌탈 총계정 추이 및 전망



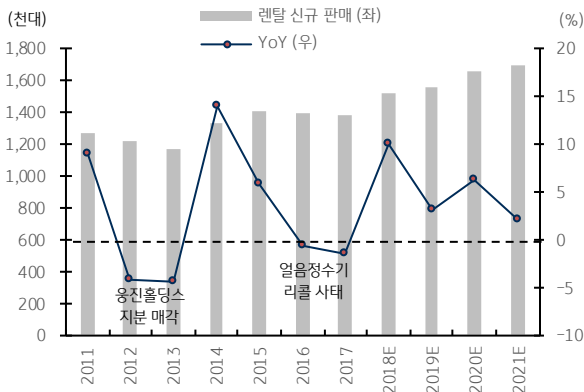
자료: 코웨이, KB증권 추정

표 2. 코웨이: 2018년 실적 세부 목표

구분	회사 목표치	비고
연결 매출액	+10.1%	연결 영업이익 +11.1%
원가율	유지	해외 매출 비중이 확대되면 소폭 상승할수도 있음
영업이익률	유지	개선폭은 미미할 전망
광고선전비	매출액의 4% 이내	
별도 매출액	+6.4%	별도 영업이익 +7.6%
<b>1) 환경 가전 매출액 +4.1%</b>		
관리 계정수	+4.7%	
렌탈 판매량	+11.4%	순증 37만 5천계정
렌탈 ARPU	+1%	제품 믹스 개선에 따른 상승 기대, 가격 인상은 없을 전망
해약률	1% 이하 유지	
코디	인원수 확대	코디는 방문판매 인력 (Coway Lady)을 뜻함
렌탈자산폐기손실	렌탈 매출액의 3% 이내	
<b>2) ODM/딜러 매출액 +10.9%</b>		
<b>2) 화장품 매출액 +10.3%</b> 방판 매출 확대 (현재 방판 65%, 시판 35%)		
<b>3) 해외 법인 매출액 +33.0%</b>		
말레이시아 매출액	+36.9%	100만 계정 달성
미국 매출액	+14.6%	아마존 통한 시판 확대

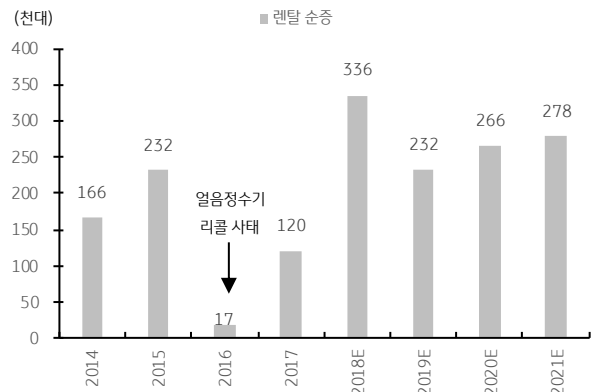
자료: 코웨이 IR 자료 참고, KB증권 정리

그림 6. 코웨이: 렌탈 신규 판매 추이 및 전망



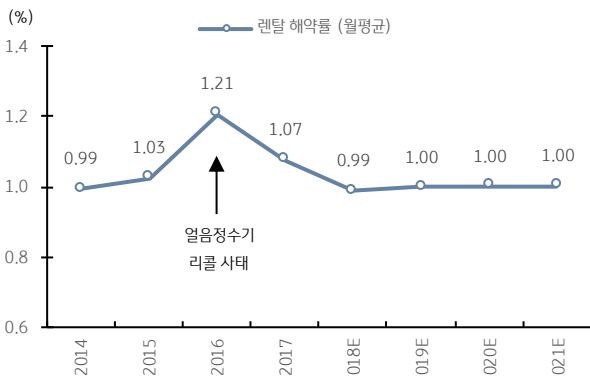
자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 7. 코웨이: 렌탈 순증 추이 및 전망



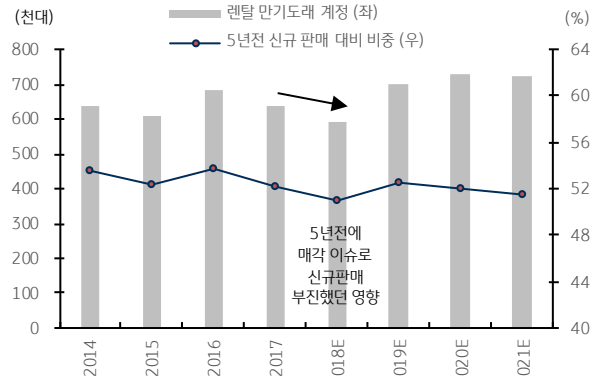
자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 8. 코웨이: 렌탈 월평균 해약률 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 9. 코웨이: 렌탈 만기도래 계정 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

**국내 개인/생활용품 렌탈 시장은 지난 5년간 연평균 10%씩 성장함**

코웨이는 국내 생활가전 렌탈 시장에서 오랜 기간 동안 독보적인 시장지배력을 향유하고 있다. 합리적 소비 행태와 소유보다는 이용을 중시하는 트렌드가 확산되면서 국내 개인/가정용품 렌탈 시장은 지난 5년간 (2012~2017년) 연평균 10%씩 고성장한 것으로 알려졌다. 2013년부터는 신규 업체들이 시장에 진입해 가격대가 낮은 제품을 중심으로 공격적인 영업을 펼치기 시작하면서 렌탈 시장의 규모 확대와 보급률 상승에 도움을 줬다.

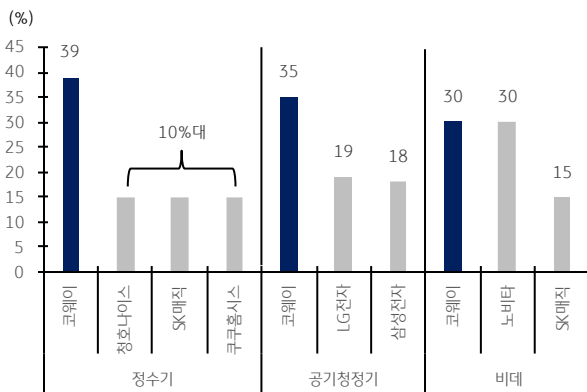
**후발주자들은 저가 렌탈 제품에 대한 수요를 창출하면서 시장 전반의 고객 저변을 넓히는 데 기여**

한편으로는 후발주자들의 진입으로 업체 간에 경쟁이 심화됐다고 볼 수도 있다. 실제로 코웨이의 시장 점유율은 2010년 이후 매년 조금씩 하락하고 있는 것으로 알려졌다 (그림 11 참고). 다만 데이터를 살펴보면 코웨이의 기존 또는 잠재 고객이 신규 진입한 업체들로 이탈한 부분은 제한적이고, 이보다는 신규 진입 업체들이 저가 제품에 대한 수요를 창출하면서 시장 전반의 고객 저변을 넓혔다고 평가된다.

**코웨이는 제품 및 서비스의 차별화를 통해 꾸준한 성장세를 이어갈 계획**

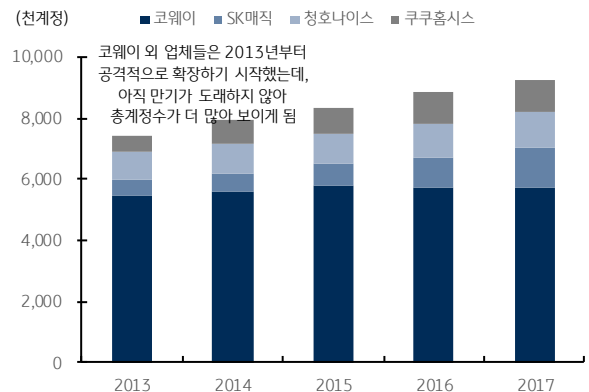
경쟁이 치열해졌고, 과거 점유율로의 복귀는 어려워 보이지만, 코웨이의 국내 환경가전 사업은 향후 시장 성장률 이상의 성장세를 시현하면서 꾸준한 Cash Cow의 역할을 할 것으로 기대된다. 국내 생활가전 렌탈 시장의 성장성이 여전히 높고, 제품의 차별화 (고기능성 고가)와 서비스의 차별화가 가능한 만큼 추가적인 점유율 하락은 제한적일 것으로 전망된다. 고가 제품을 이미 사용하는 소비자는 중저가 제품으로의 이동이 쉽지 않은 반면, (신규 진입 업체들의) 저가 제품을 통해 렌탈 시장에 발을 들인 소비자들은 계약 만기 도래 이후 고가 신제품으로 교체하려는 수요가 생길 수 있어서 코웨이 고객으로 유치가 가능할 수도 있다.

**그림 10. 국내 렌탈 시장: 제품별 상위 업체 시장점유율 (2016년)**



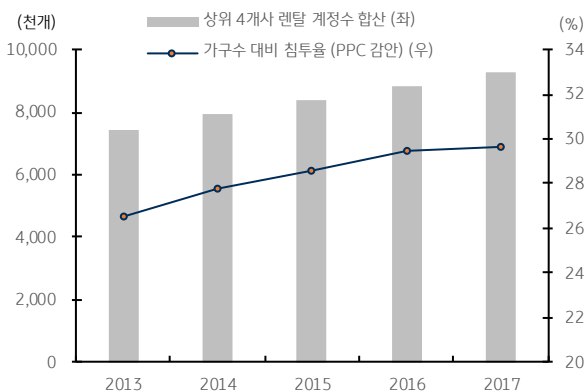
자료: 코웨이, KB증권 정리

**그림 11. 국내 렌탈 시장: 상위 4개사 합산 렌탈 총계정수 추이**



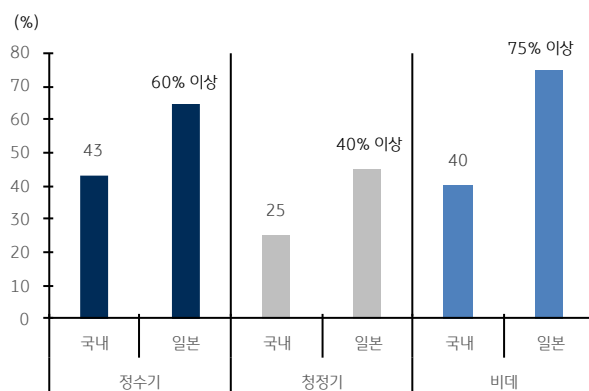
자료: 코웨이, KB증권 정리

**그림 12. 국내 렌탈 시장: 상위 4개사 기준의 가구수 대비 침투율**



자료: 코웨이, SK매직, 청호나이스, 쿠쿠홈시스, KB증권 정리

**그림 13. 국내 vs. 일본 렌탈 시장: 제품별 보급률 비교**



자료: 코웨이, KB증권 정리

## 2. 해외 환경가전: 해외 사업은 중장기 성장 동력

### 해외 매출액 향후 4년간 연평균 17% 성장 전망

해외 시장 진출을 통한 성장 가능성은 열려 있다. 해외 매출액은 지난 4년간 (2013~2017년) 연평균 10%씩 성장해 왔고, 향후 4년간은 (2017~2021E) 연평균 17%씩 성장할 것으로 기대된다. 2009년 시작한 중국 청정기 ODM 사업은 초기 기대치에는 다소 못 미치는 실적을 보여 왔지만, 말레이시아 법인 (2006년 진출)이 최근 4년간 (2013~2017년) 연평균 30%의 높은 매출액 성장률을 보이면서 전체 해외 매출 성장세를 견인했다.

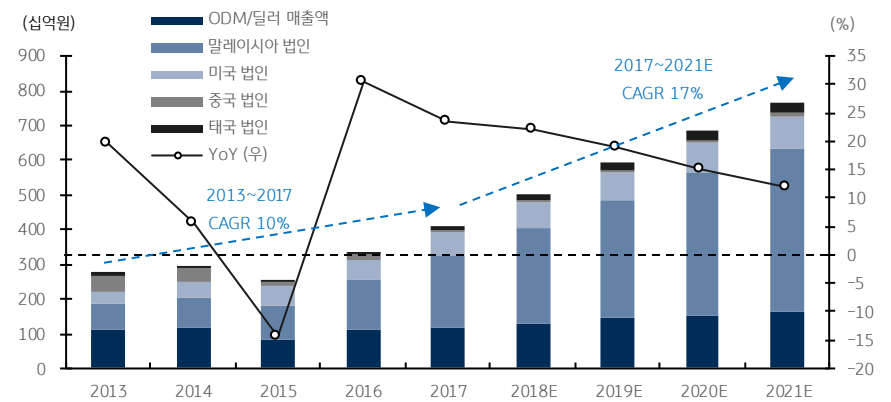
### 해외 매출액은 ODM/딜러 사업과 4개의 해외 법인으로 구성되어 있음

해외 매출은 ① 해외 ODM/딜러 사업 (국내 생산 후 해외 수출, 중국 파트너사向 비중이 60% 차지)과, ② 4개의 해외 법인 (말레이시아, 미국, 중국, 태국에서 환경가전 사업 영위)으로 구성되어 있다. 2017년 기준으로 연결 매출액에서 해외 ODM/딜러 매출액이 차지하는 비중은 5%, 4개 해외 법인 합산 매출액이 차지하는 비중은 12%까지 상승했다.

미국은 2007년에 첫 진출한 후 한인타운을 중심으로 렌탈 사업을 펼쳐오다가 최근에 인공지능, IoT 등의 기술이 접목된 제품을 아마존을 통해 판매하면서 시판 사업을 본격적으로 시작했다. 말레이시아에서는 저렴한 인건비를 바탕으로 한국과 동일한 관리서비스 중심의 렌탈 사업을 영위하고 있다. 한편 중국에서는 현지 파트너사와 협력해 ODM 방식으로 공기청정기를 판매하고 있다. 중국 공기청정기 시장 내 파트너사의 점유율은 30%에 달하나, 현지 경쟁 심화로 매출 성장률은 다소 둔화된 상황이다.

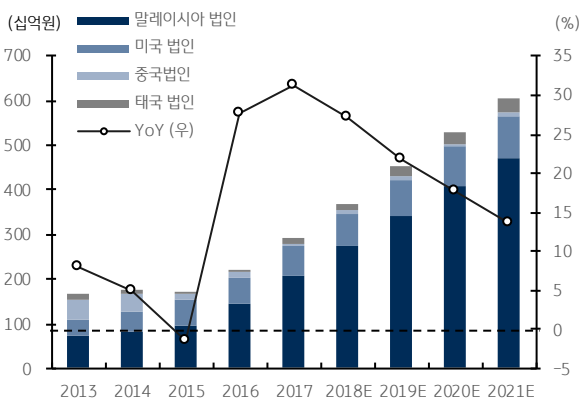
그림 14. 코웨이: 해외 환경가전 매출액 추이 및 전망

코웨이의 해외 매출액은 지난 4년간 (2013~2017년) 연평균 10% 성장해 왔고, 향후 4년간은 (2017~2021E) 연평균 17% 성장할 것으로 전망됨



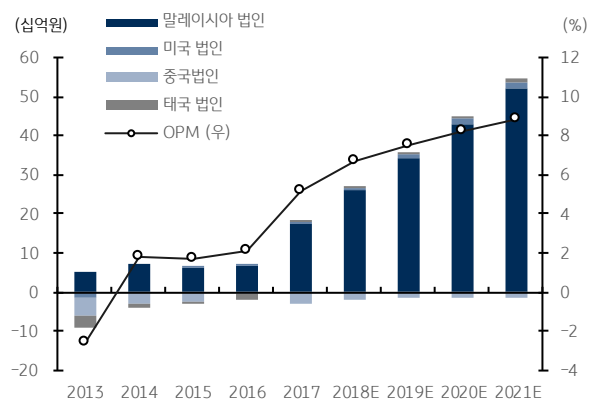
자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 15. 코웨이: 해외 현지법인 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 16. 코웨이: 해외 현지법인 합산 영업이익 추이 및 전망



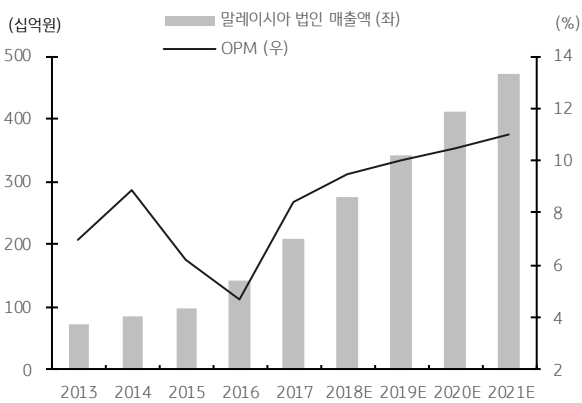
자료: 코웨이, KB증권 추정

**말레이시아 매출액은 향후 3년간 연평균 26%씩 고성장할 전망**

해외 법인 중 특히 말레이시아의 매출 상승세가 가파르는데, 지난 3년간 (2014~2017년) 연평균 35%씩 성장했다. 말레이시아 법인의 연결 매출액 기여도는 2014년 4%에서 2017년 8%로 상승했다. 향후 3년간 (2017~2020E)도 매출액이 연평균 26% 성장하고, 영업이익률은 11%까지 개선될 것으로 기대된다. 현재 현지 시장 내 코웨이의 점유율은 30%에 근접했다.

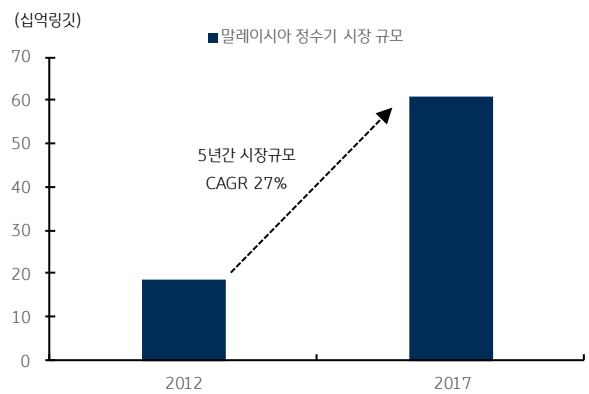
말레이시아의 정수기 시장은 지난 5년간 (2012~2017년) 연평균 27%씩 고성장했다. 심각한 물 부족 문제와 수질오염 문제에 직면해 있는데, 소득 수준의 향상과 급격한 도시화로 정수기에 대한 중산층의 수요가 커지고 있다. 한국은 말레이시아의 총 정수기 수입액 중 47%를 차지하는 1위 국가이고, 한국산 정수기 수입액은 지난 5년간 연평균 47% 성장했다.

**그림 17. 코웨이: 말레이시아 법인 매출액 및 OPM 추이 및 전망**



자료: 코웨이, KB증권 추정

**그림 18. 말레이시아 정수기 시장 규모 추이**

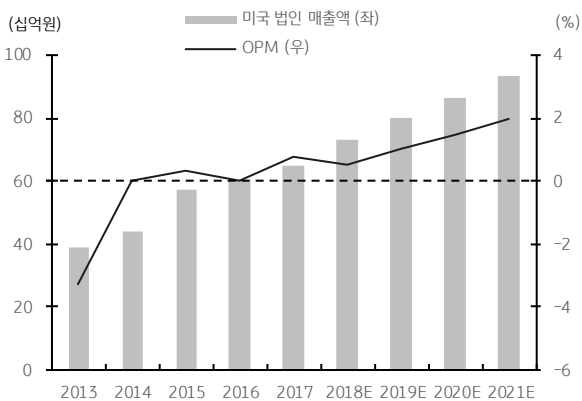


자료: 언론 보도 참고, KB증권 정리

**미국에서 최근 아마존을 통해 시판 채널 강화, 향후 3년간 매출액 연평균 10%씩 성장 기대**

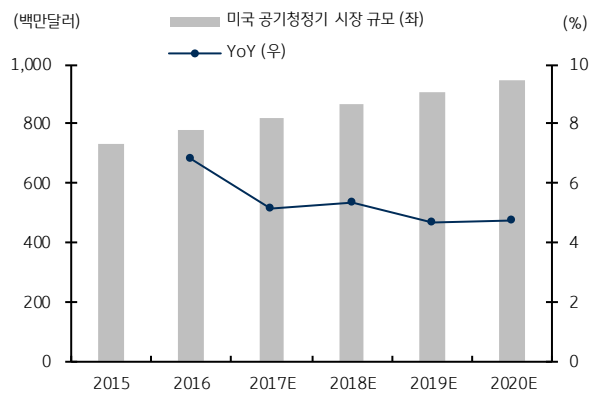
미국 법인이 연결 매출액에서 차지하는 비중은 아직 2.6%에 불과하지만, 최근 채널 및 제품 다각화가 진행되고 있어서 지속적인 관심이 필요하다. 미국 법인 매출액은 향후 3년간 (2017~2020E) 연평균 10%씩 성장할 것으로 전망되는데, 2007년 미국에 첫 진출한 후 한인타운을 중심으로 렌탈 사업을 펼쳐오다가 최근에 시판 사업을 본격적으로 시작했다. 현재 렌탈 비중이 85%, 시판 비중이 15%이고, 정수기가 전체 매출액의 66% 가량을 차지하고 있다. 코웨이는 아마존을 통해 지난 2017년 4월부터 알렉사 (Alexa, 아마존의 인공지능 음성인식)가 탑재된 공기청정기를 판매하기 시작했고, 2018년 1월부터는 정수기도 판매하고 있다. 올해 DSR (Dash Replenishment Service, 적정 시점에 소비자에게 리필 용품을 배송하는 서비스)이 연동된 공기청정기를 아마존을 통해 선보일 계획이다.

**그림 19. 코웨이: 미국 법인 매출액 및 OPM 추이 및 전망**



자료: 코웨이, KB증권 추정

**그림 20. 미국 공기청정기 시장 규모 추이 및 전망**



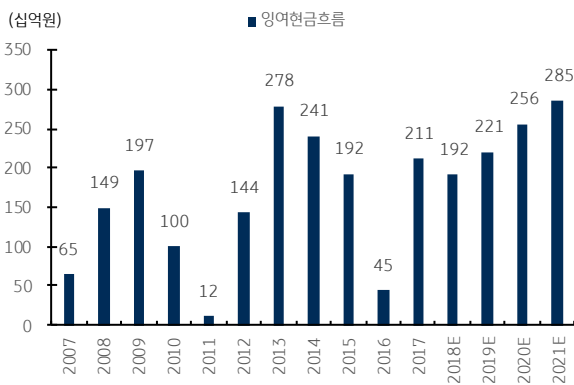
자료: 언론 보도 참고, KB증권 정리

### 3. 안정적인 현금 창출 능력에 기반한 주주환원 정책

#### 연간 2,000~3,000억원의 풍부한 잉여현금흐름 창출 가능

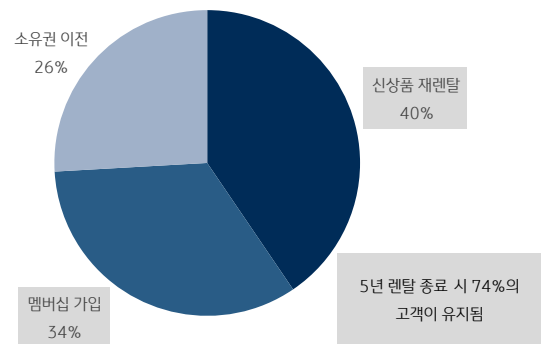
코웨이는 연간 2,000~3,000억원 이상의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 전망된다. 코웨이의 렌탈 사업은 초기에는 재고 원가, 판매수수료 등 대규모의 자본 투자가 필요하지만, 렌탈료는 5년의 계약 기간에 걸쳐 회수되기 때문에 현금 흐름이 마이너스이다. 그러나 시간이 지나 규모의 경제가 확보되고, 렌탈료가 회수되면서 안정적인 현금 창출이 가능하다. 연간 Capex 3,000억원 중 고정비는 300~400억원에 지나지 않고, 변동비 (판매량과 연동되는 생산 원가, 코디 수수료 등)가 높은 특성을 갖고 있다. 렌탈 계약 만기 (5년) 이후에 74% 가량의 고객이 멤버십 또는 신제품 재렌탈을 통해 재유입되고 있어서 렌탈 계정은 꾸준히 증가할 전망이다.

그림 21. 코웨이: 잉여현금흐름 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 22. 코웨이: Retention 비율 (2017년)

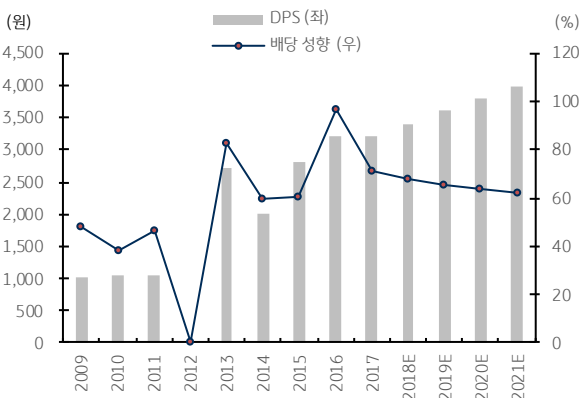


자료: 코웨이, KB증권 정리

#### 배당 지급 및 자사주 매입/소각을 통해 주주가치 극대화

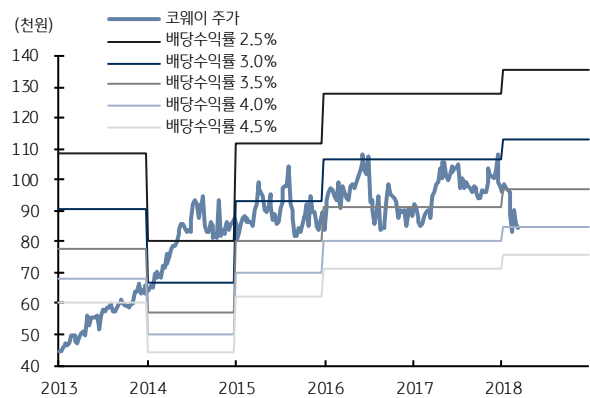
코웨이는 풍부한 현금 흐름을 기반으로 배당을 통한 주주가치 제고를 지속할 전망이다. 2017년에 코웨이는 DPS 3,200원, 연결 기준 배당성향 72%, 배당수익률 3.3%를 기록했다. KB증권은 향후 DPS가 매년 200원씩 증가해 2021년에는 4,000원에 달할 것으로 추정하고 있다. 코웨이는 또한 주주 이익 환원 차원에서 여러 차례에 걸쳐 자사주를 매입한 뒤 소각해 왔다 (2013~2014년 72만주 소각, 2016년 74만주 소각 및 1,400억원 매입, 2017년 156만주 소각 및 1,000억원 매입, 2018년 2.6만주 소각 등).

그림 23. 코웨이: DPS 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 24. 코웨이: 배당수익률 밴드 차트



자료: 코웨이, KB증권 추정

## V. 실적 추이 및 전망

### 2018년 연결 매출액 +9% YoY, 영업이익 +9% YoY 전망

2018년 연결 매출액은 2조 7,425억원 (+9% YoY), 영업이익은 5,164억원 (+9% YoY)을 기록할 전망이다. 별도 (국내 환경가전, 수출, 화장품) 부문이 매출액 2조 4,704억원 (+7% YoY), 영업이익 5,138억원 (+7% YoY)으로 전망되고, 5개 자회사 (4개 해외 법인 + 코웨이엔텍) 합산 매출액이 4,164억원 (+23% YoY), 합산 영업이익이 241억원 (+69% YoY)에 이를 전망이다.

① 국내 환경가전 매출액은 2조 782억원 (+7% YoY)으로 예상된다. 렌탈 총계정수가 전년대비 7% 증가한 530.6만 계정에 달할 것으로 기대되는데, 렌탈 신규 판매 (순주문)가 151.9만대, 해약이 58.9만대 (연평균 해약률 0.99%), 만기도래 계정이 59.5만대를 각각 기록하면서 연간 계정 순증은 33.6만대로 마감할 것으로 전망된다. 5월 출시될 의류청정기의 신규 수요 창출도 기대되지만, 그보다는 기존 카테고리 제품들의 순주문 호조가 매출 성장을 견인할 것으로 기대된다.

② 해외 환경가전 실적은 1) ODM/딜러 매출액이 1,305억원 (+9% YoY)으로 전망되고, 2) 해외 4개 법인 합산 매출액은 3,707억원 (+27% YoY), 합산 영업이익은 247억원 (+64% YoY)을 기록하면서 합산 영업이익률이 6.7% (+1.5%p YoY)로 개선될 것으로 예상된다. 특히 말레이시아 법인 매출액이 2,739억원 (+32% YoY)으로 증가하면서 해외 매출액 성장을 견인하고 (해외 4개 법인 합산 매출액에서 74% 차지), 미국 법인 매출액도 전년대비 12% 성장한 728억원으로 전망된다.

③ 화장품 부문은 방판 매출의 꾸준한 성장에 힘입어 매출액 853억원 (+7% YoY)을 달성할 것으로 예상된다 (2017년 매출액 기준으로 방판 65%, 시판 35%). 화장품 사업은 2017년 하반기에 손익분기점을 통과한 것으로 추정되며, 2018년에는 소폭의 영업흑자를 기록할 수 있을 전망이다.

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
<b>연결 매출액</b>	<b>610.2</b>	<b>623.4</b>	<b>629.6</b>	<b>653.6</b>	<b>665.6</b>	<b>667.0</b>	<b>699.5</b>	<b>710.4</b>	<b>2,376.3</b>	<b>2,516.8</b>	<b>2,742.5</b>	<b>2,966.0</b>
별도 법인	571.9	575.0	588.9	584.6	604.1	606.2	625.4	634.6	2,204.5	2,320.5	2,470.4	2,622.1
말레이시아	45.7	49.0	55.0	59.8	57.7	64.7	72.6	78.9	143.0	207.5	273.9	342.4
미국	15.2	15.6	15.6	18.6	17.0	17.5	17.5	20.8	60.2	65.0	72.8	80.1
기타 자회사	12.6	19.7	11.3	20.9	21.8	13.8	20.8	13.4	55.9	64.5	69.7	77.5
연결 조정	-33.3	-36.2	-41.5	-30.3	-35.0	-35.1	-36.8	-37.4	-108.1	-141.2	-144.3	-156.1
YoY (%)												
연결 매출액	-2.2	12.3	7.9	6.4	9.1	7.0	11.1	8.7	2.6	5.9	9.0	8.1
별도 법인	-1.0	10.0	7.0	5.7	5.6	5.4	6.2	8.6	2.0	5.3	6.5	6.1
말레이시아	48.5	42.6	49.6	41.0	32.1	31.9	31.9	32.0	46.3	45.1	32.0	25.0
미국	-8.0	6.0	13.2	22.7	11.9	11.8	12.1	12.0	5.2	8.0	12.0	10.0
기타 자회사	23.8	223.9	6.6	-28.0	73.1	-30.1	83.9	-36.0	195.0	15.4	8.1	11.2
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
비중 (%)												
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	93.7	92.2	93.5	89.4	90.8	90.9	89.4	89.3	92.8	92.2	90.1	88.4
말레이시아	7.2	7.9	8.7	9.1	8.7	9.7	10.4	11.1	6.0	8.2	10.0	11.5
미국	2.5	2.5	2.5	2.8	2.6	2.6	2.5	2.9	2.5	2.6	2.7	2.7
기타 자회사	2.1	3.2	1.8	3.2	3.3	2.1	3.0	1.9	2.4	2.6	2.5	2.6
연결 조정	-5.5	-5.8	-6.6	-4.6	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-4.5	-5.6	-5.3	-5.3
<b>연결 영업이익</b>	<b>120.9</b>	<b>120.6</b>	<b>124.2</b>	<b>107.1</b>	<b>129.8</b>	<b>133.7</b>	<b>135.5</b>	<b>117.4</b>	<b>338.8</b>	<b>472.7</b>	<b>516.4</b>	<b>561.0</b>
별도 법인	123.0	125.2	127.0	103.2	131.1	133.2	136.1	113.3	368.7	478.4	513.8	551.0
말레이시아	2.3	3.2	5.0	7.0	5.5	6.1	6.9	7.5	6.7	17.5	26.0	34.2
미국	0.2	0.0	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.5	0.4	0.8
기타 자회사	-1.7	-0.4	-2.3	0.7	-1.5	-0.2	-1.9	1.4	-0.9	-3.7	-2.3	-1.6
연결 조정	-2.9	-7.4	-5.9	-3.8	-5.4	-5.6	-5.6	-4.9	-36.6	-20.0	-21.5	-23.4
YoY (%)												
연결 영업이익	-2.2	919.4	16.1	11.1	7.3	10.8	9.2	9.7	-26.9	39.5	9.2	8.6
별도 법인	-3.1	486.0	8.9	-0.6	6.6	6.4	7.2	9.8	-20.4	29.8	7.4	7.2
말레이시아	91.7	113.3	177.8	218.2	138.3	92.0	37.9	7.1	9.8	161.2	48.7	31.6
미국	100.0	-100.0	흑전	N/A	-57.4	N/A	-78.2	흑전	-100.0	N/A	-27.2	120.0
기타 자회사	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	93.2	적지	적지	적지	적지
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)												
연결 영업이익	19.8	19.3	19.7	16.4	19.5	20.0	19.4	16.5	14.3	18.8	18.8	18.9
별도 법인	21.5	21.8	21.6	17.7	21.7	22.0	21.8	17.9	16.7	20.6	20.8	21.0
말레이시아	5.3	6.5	9.1	11.7	9.5	9.5	9.5	9.5	4.7	8.4	9.5	10.0
미국	1.3	0.0	2.6	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.0	0.8	0.5	1.0
기타 자회사	-13.5	-2.0	-20.3	3.3	-6.9	-1.7	-9.1	10.1	-1.6	-5.7	-3.2	-2.1
연결 조정	8.6	20.5	14.2	12.5	15.4	15.9	15.3	13.1	33.9	14.1	14.9	15.0
비중 (%)												
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	101.7	103.8	102.3	96.4	101.0	99.7	100.4	96.5	108.8	101.2	99.5	98.2
말레이시아	1.9	2.7	4.0	6.5	4.2	4.6	5.1	6.4	2.0	3.7	5.0	6.1
미국	0.2	0.0	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
기타 자회사	-1.4	-0.3	-1.9	0.7	-1.2	-0.2	-1.4	1.2	-0.3	-0.8	-0.4	-0.3
연결 조정	-2.4	-6.2	-4.7	-3.5	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-10.8	-4.2	-4.2	-4.2
매출총이익	417.1	428.5	434.6	438.1	458.3	461.8	486.4	479.6	1,564.2	1,718.3	1,886.2	2,045.9
세전이익	100.6	126.0	124.2	89.1	124.0	127.9	129.7	111.6	323.8	439.9	493.1	540.1
순이익	75.4	95.2	93.4	61.6	90.5	93.3	94.7	81.5	243.3	325.6	360.0	394.3
순이익 (지배)	75.5	95.3	93.5	61.8	90.6	93.4	94.8	81.5	243.6	326.1	360.4	394.7
EBITDA	178.9	178.9	183.3	185.8	197.3	201.2	203.1	184.9	571.9	727.0	786.5	837.5
YoY (%)												
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	9.9	7.8	11.9	9.5	-1.4	9.9	9.8	8.5
세전이익	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	23.2	1.4	4.5	25.3	-28.8	35.9	12.1	9.5
순이익	-20.8	3,331.5	38.0	-20.6	20.0	-2.0	1.4	32.2	-29.1	33.8	10.6	9.5
순이익 (지배)	-20.7	3,310.7	37.8	-20.6	20.0	-2.0	1.4	32.0	-29.0	33.8	10.5	9.5
EBITDA	-1.4	154.8	10.8	20.1	10.3	12.4	10.8	-0.5	-17.2	27.1	8.2	6.5
매출총이익률 (%)	68.4	68.7	69.0	67.0	68.9	69.2	69.5	67.5	65.8	68.3	68.8	69.0
세전이익률 (%)	16.5	20.2	19.7	13.6	18.6	19.2	18.5	15.7	13.6	17.5	18.0	18.2
순이익률 (%)	12.4	15.3	14.8	9.4	13.6	14.0	13.5	11.5	10.2	12.9	13.1	13.3
순이익률 (지배) (%)	12.4	15.3	14.8	9.5	13.6	14.0	13.6	11.5	10.3	13.0	13.1	13.3
EBITDA 마진율 (%)	29.3	28.7	29.1	28.4	29.6	30.2	29.0	26.0	24.1	28.9	28.7	28.2

자료: 코웨이, KB증권 추정



표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E	
<b>별도 매출액</b>	<b>571.9</b>	<b>575.0</b>	<b>588.9</b>	<b>584.6</b>	<b>604.1</b>	<b>606.2</b>	<b>625.4</b>	<b>634.6</b>	<b>2,204.5</b>	<b>2,320.5</b>	<b>2,470.4</b>	<b>2,622.1</b>	
국내 환경가전	483.0	500.8	500.8	496.4	503.7	517.6	523.6	533.3	1,912.0	1,981.0	2,078.2	2,175.6	
렌탈	369.5	379.5	378.5	378.5	386.4	388.6	392.0	405.4	1,492.6	1,506.0	1,572.3	1,657.9	
홈케어	25.9	30.2	35.1	31.6	29.7	34.7	40.4	36.4	105.4	122.8	141.2	158.2	
멤버십	37.8	36.7	35.9	34.3	33.7	32.8	31.9	31.0	167.5	144.7	129.4	118.7	
일시불	45.9	50.4	47.3	48.6	50.1	57.8	55.6	57.4	195.7	192.2	220.9	226.8	
기타	3.9	3.9	4.0	3.4	3.7	3.7	3.8	3.2	18.6	15.2	14.4	14.0	
수출	68.0	55.5	68.6	67.6	78.0	68.6	81.1	79.2	217.0	259.7	306.9	355.2	
화장품	20.9	18.7	19.4	20.7	22.4	20.0	20.8	22.1	74.2	79.7	85.3	91.3	
YoY (%)	별도 매출액	-1.0	10.0	7.0	5.7	5.6	5.4	6.2	8.6	2.0	5.3	6.5	6.1
	국내 환경가전	-3.3	12.3	3.4	2.9	4.3	3.4	4.6	7.4	0.4	3.6	4.9	4.7
	렌탈	-2.8	-1.2	3.0	4.9	4.6	2.4	3.6	7.1	0.1	0.9	4.4	5.4
	홈케어	20.5	5.5	30.2	11.5	15.0	15.0	15.0	15.0	157.7	16.5	15.0	12.0
	멤버십	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-10.8	-10.7	-11.2	-9.6	-6.8	-13.6	-10.6	-8.3
	일시불	-8.9	-6.7	11.0	-0.2	9.2	14.6	17.5	18.1	14.3	-1.8	14.9	2.7
	기타	-13.8	-13.4	-22.2	-24.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-11.4	-18.6	-5.0	-3.0
	수출	19.8	-7.1	42.6	29.1	14.8	23.5	18.2	17.2	45.4	19.7	18.2	15.7
	화장품	4.0	8.3	6.9	10.8	7.0	7.0	7.0	7.0	-10.7	7.4	7.0	7.0
비중 (%)	별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	국내 환경가전	84.5	87.1	85.0	84.9	83.4	85.4	83.7	84.0	86.7	85.4	84.1	83.0
	렌탈	64.6	66.0	64.3	64.7	64.0	64.1	62.7	63.9	67.7	64.9	63.6	63.2
	홈케어	4.5	5.3	6.0	5.4	4.9	5.7	6.5	5.7	4.8	5.3	5.7	6.0
	멤버십	6.6	6.4	6.1	5.9	5.6	5.4	5.1	4.9	7.6	6.2	5.2	4.5
	일시불	8.0	8.8	8.0	8.3	8.3	9.5	8.9	9.0	8.9	8.3	8.9	8.7
	기타	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
	수출	11.9	9.7	11.6	11.6	12.9	11.3	13.0	12.5	9.8	11.2	12.4	13.5
	화장품	3.7	3.3	3.3	3.5	3.7	3.3	3.3	3.5	3.4	3.4	3.5	3.5
<b>별도 영업이익</b>	<b>123.0</b>	<b>125.2</b>	<b>127.0</b>	<b>103.2</b>	<b>131.1</b>	<b>133.2</b>	<b>136.1</b>	<b>113.3</b>	<b>368.7</b>	<b>478.4</b>	<b>513.8</b>	<b>551.0</b>	
YoY (%)		-3.1	486.0	8.9	-0.6	6.6	6.4	7.2	9.8	-20.4	29.8	7.4	7.2
OPM (%)		21.5	21.8	21.6	17.7	21.7	22.0	21.8	17.9	16.7	20.6	20.8	21.0
<b>렌탈 주요 가정</b>													
총계정 (천계정)	4,875.2	4,922.7	4,935.2	4,969.9	5,019.1	5,112.3	5,204.3	5,305.6	4,849.5	4,969.9	5,305.6	5,537.7	
신규 판매 (천대)	349.6	396.9	317.9	317.4	355.5	391.0	371.5	401.2	1,400.9	1,381.7	1,519.1	1,565.8	
해약 (천대)	174.1	175.2	147.7	128.4	144.1	145.6	148.3	150.9	700.6	625.4	588.9	635.2	
만기도래 (천계정)	149.8	174.1	157.7	154.3	162.2	152.2	131.3	149.0	683.2	635.9	594.6	698.4	
ARPU (월평균) (원)	27,105	27,876	27,971	27,606	27,772	27,855	27,939	28,023	27,509	27,646	27,794	27,914	
해약률 (월평균) (%)	1.2	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	
만기도래 비중 (%)	52.6	52.6	53.7	49.8	51.0	51.0	51.0	51.0	53.7	52.2	51.0	52.5	
<b>멤버십 주요 가정</b>													
총계정 (천계정)	837.6	823.0	809.9	778.4	755.0	732.4	710.4	689.1	854.3	778.4	689.1	648.7	
ARPU (월평균) (원)	14,912	14,749	14,657	14,383	14,670	14,700	14,729	14,758	15,568	14,776	14,696	14,791	
<b>일시불 주요 가정</b>													
신규 판매 (천대)	54.6	77.5	62.1	56.3	58.0	66.7	64.1	66.0	245.2	250.6	254.8	259.6	
ARPU (원)	840,615	650,443	762,141	862,396	864,121	865,849	867,581	869,316	798,124	767,223	866,788	873,674	
렌탈페기손실 (연결, 십억원)	11.4	10.6	11.7	9.8	10.7	9.7	12.6	11.6	47.4	43.5	44.5	50.0	

자료: 코웨이, KB증권 추정

## VI. 리스크 요인

**대주주 변경 이후 성장 전략이나 배당 정책이 바뀔 가능성 존재, 다만 가능성은 매우 낮다고 보여져**

### 1. 대주주의 지분 매각 가능성

코웨이의 대주주인 MBK파트너스는 현재 코웨이의 지분 26.8%에 대한 매각을 추진 중에 있다. 시장에 알려진 희망 금액은 ‘현재 시총 X 지분율 26.8%’에 경영권 프리미엄 40%를 더한 2~3조원 가량이다. 대주주가 변경된 후에 기존의 성장 전략이나 배당 정책이 바뀔 수 있다는 불확실성이 존재한다. 다만 오랜 기간 유지되어 온 주주환원 정책이 현재의 기업 가치에서 차지하는 비중이 큰 만큼, 향후 배당 정책이 비우호적으로 바뀔 가능성은 희박하다고 판단된다. 성장 전략 또한 코웨이의 국내 렌탈 시장 내 압도적인 점유율과 시장 지배력을 감안했을 때 현재 구조에서 큰 틀이 바뀔 가능성은 제한적이다.

**국내 경쟁 심화에 따른 점유율 추가 하락 가능성과 소비 경기 악화에 따른 고객 이탈 가능성**

### 2. 국내 렌탈 시장 경쟁 심화 및 소비경기 악화 가능성

코웨이의 렌탈 사업은 매출액과 계정수가 안정적으로 성장하고 있음에도 불구하고, 국내 렌탈 시장 내 점유율은 후발주자들의 공격적인 행보로 인해 매년 조금씩 하락하고 있는 상황이다. 후발주자들은 중저가 제품 위주로 시판 채널에서 사업을 확대해 나가고 있어서 코웨이의 고가 제품을 중심으로 한 방판 사업과는 타겟 (Target) 고객층에 분명한 차이가 있다. 그렇지만 코웨이 잠재 고객들의 일정 부분이 경쟁사로 유입되고 있음을 부인하기는 어려울 것이다. 이에 대한 유일한 해결책은 (차별화된 R&D 능력과 방판 조직, 신제품 개발 능력을 바탕으로) ‘차별화된 경험’을 제공함으로써 기존 고객을 유지하고, 신규 고객을 지속적으로 창출하는 것이라고 판단된다.

한편 여느 내수 업체와 같이 코웨�폰도 소비경기가 악화될 경우에 이에 따른 부정적인 영향을 받을 수 있다. 소비 심리가 위축되면 기존 고객의 해약이 증가하거나, 경쟁사의 저가 제품에 대한 고객 선호도가 높아질 수 있다.

## VII. Peer 투자지표 비교

표 5. 코웨이: 국내외 PEER 주요 지표

회사명	코웨이	국내 Peer		해외 Peer					
		쿠쿠홈시스	락앤락	SEB SA	Kurita Water Industries	Rinnai Corp	Hangzhou Robam Appliances	Whirlpool	
코드	021240 KS	284740 KS	115390 KS	SK FP	6370 JP	5947 JP	002508 CH	WHR US	
종가 (원, USD, 2018/03/20)	86,700	178,500	23,350	194.87	31.61	92.99	5.99	157.26	
시가총액 (십억원, 십억USD)	6,576.5	807.7	1,289.8	9.8	3.7	4.8	5.7	11.1	
매출액 (십억원, 백만USD)	2017	2,517	325	417	7,326	2,213	3,192	862	21,253
	2018E	2,742	411	462	8,274	2,309	3,319	1,379	22,112
	2019E	2,966	518	517	8,675	2,313	3,452	1,689	22,706
영업이익 (십억원, 백만USD)	2017	473	48	52	472	205	324	189	1,136
	2018E	516	62	69	846	237	344	340	1,698
	2019E	561	79	82	923	259	365	433	1,838
EBITDA (십억원, 백만USD)	2017	727	N.A	85	608	340	424	201	1,790
	2018E	786	82	90	1,075	355	449	332	2,324
	2019E	838	110	104	1,165	371	476	409	2,431
EPS (원, USD)	2017	4,358	N.A	867	8.54	1.43	4.12	0.19	4.78
	2018E	4,883	9,582	1,098	10.88	1.50	4.40	0.32	15.40
	2019E	5,348	12,256	1,272	12.02	1.66	4.66	0.39	17.43
BPS (원, USD)	2017	13,031	N.A	12,200	36.25	19.83	52.92	0.76	59.13
	2018E	14,855	87,577	13,362	53.85	20.78	56.46	1.15	58.50
	2019E	16,782	96,491	14,089	62.53	21.72	60.21	1.45	61.70
영업이익률 (%)	2017	18.8	14.8	12.4	6.4	9.3	10.1	22.0	5.3
	2018E	18.8	15.1	14.9	10.2	10.3	10.4	24.7	7.7
	2019E	18.9	15.3	15.9	10.6	11.2	10.6	25.6	8.1
EBITDA 마진율 (%)	2017	28.9	N.A	20.2	8.3	15.4	13.3	23.4	8.4
	2018E	28.7	20.0	19.4	13.0	15.4	13.5	24.1	10.5
	2019E	28.2	21.2	20.1	13.4	16.1	13.8	24.2	10.7
ROE (%)	2017	30.2	N.A	5.5	18.3	7.3	8.2	35.0	7.8
	2018E	34.8	15.8	9.9	21.2	7.3	8.1	30.6	23.4
	2019E	33.8	19.1	11.2	20.3	7.8	7.9	30.2	29.2
PER (X)	2017	21.6	N.A	26.2	21.0	22.2	22.5	24.5	11.9
	2018E	17.4	19.0	21.2	18.0	21.2	21.1	18.8	10.2
	2019E	15.8	14.9	18.3	16.3	19.2	19.9	15.2	9.0
PBR (X)	2017	7.2	N.A	1.9	5.0	1.6	1.8	7.6	2.7
	2018E	5.7	2.1	1.7	3.6	1.5	1.7	5.2	2.7
	2019E	5.1	1.9	1.7	3.1	1.5	1.5	4.1	2.5
EV/EBITDA (X)	2017	10.7	N.A	10.8	16.2	9.0	9.0	N.A	9.5
	2018E	8.8	10.0	12.7	11.1	8.2	8.3	14.4	6.8
	2019E	8.2	7.5	10.8	9.9	7.9	7.6	11.1	6.3
2017~2019E EPS CAGR (%)	10.8	N.A	21.1	18.6	7.6	6.4	42.7	91.0	

자료: Bloomberg, FnGuide, KB증권 추정

주 1: 코웨이는 KB증권 추정치, 국내 Peer 업체들은 FnGuide 컨센서스 기준, 해외 Peer 업체들은 블룸버그 컨센서스 기준

주 2: Kurita Water Industries와 Rinnai Corp는 3월 결산, 그 외 업체들은 12월 결산

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017E (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)
매출액	2,315	2,376	2,517	2,743	2,966
매출원가	729	812	799	856	920
매출총이익	1,586	1,564	1,718	1,886	2,046
판매비와관리비	1,123	1,225	1,246	1,370	1,485
영업이익	463	339	473	516	561
EBITDA	691	572	727	787	838
영업외손익	-9	-15	-33	-23	-21
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	6	14	17	14
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-10	-22	-8	-8
세전이익	455	324	440	493	540
법인세비용	111	80	114	133	146
당기순이익	343	243	326	360	394
지배주주순이익	343	244	326	360	395
수정순이익	343	244	326	360	395

성장성 및 수익성 비율 (%)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 성장률	7.2	2.6	5.9	9.0	8.1
영업이익 성장률	27.1	-26.9	39.5	9.2	8.6
EBITDA 성장률	19.6	-17.2	27.1	8.2	6.5
지배기업순이익 성장률	37.4	-29.0	33.9	10.5	9.5
매출총이익률	68.5	65.8	68.3	68.8	69.0
영업이익률	20.0	14.3	18.8	18.8	18.9
EBITDA이익률	29.8	24.1	28.9	28.7	28.2
세전이익률	19.6	13.6	17.5	18.0	18.2
당기순이익률	14.8	10.2	12.9	13.1	13.3

현금흐름표 (십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	358	556	512	521
당기순이익	343	243	326	360	394
유무형자산상각비	228	233	254	270	277
기타비현금손익 조정	221	233	199	133	146
운전자본증감	-195	-232	-106	-119	-149
매출채권감소 (증가)	-58	-62	-38	-32	-35
재고자산감소 (증가)	-5	-4	-6	-5	-6
매입채무증가 (감소)	6	-4	14	2	2
기타영업현금흐름	-83	-120	-117	-133	-147
투자활동 현금흐름	-330	-368	-239	-326	-308
유형자산투자감소 (증가)	-320	-313	-345	-320	-300
무형자산투자감소 (증가)	-5	-13	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	3	-1	-1	0	0
기타투자현금흐름	-7	1	68	0	0
재무활동 현금흐름	-213	-40	-249	-270	-206
금융부채 증감	-77	264	308	-131	-54
자본의 증감	5	-93	-127	0	0
배당금 당기지급액	-148	-208	-409	-179	-188
기타재무현금흐름	7	-3	-21	40	36
기타현금흐름	-1	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-31	-50	68	-84	7
기말현금	116	66	134	51	58
잉여현금흐름 (FCF)	193	45	211	192	221
순현금흐름	51	-248	-269	43	59
순현금 (순차입금)	38	-210	-479	-436	-377

자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017E (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)
자산총계	1,775	1,968	2,113	2,134	2,226
유동자산	653	733	821	782	840
현금 및 현금성자산	116	66	134	51	58
단기금융자산	9	76	45	41	39
매출채권	256	293	316	348	383
재고자산	70	70	74	79	84
기타유동자산	202	228	251	264	277
비유동자산	1,122	1,235	1,293	1,353	1,386
투자자산	75	86	89	89	89
유형자산	700	669	726	785	818
무형자산	169	183	183	183	184
기타비유동자산	178	295	295	295	295
부채총계	537	784	1,138	1,038	989
유동부채	473	735	1,084	985	938
매입채무	60	59	59	61	63
단기금융부채	80	340	646	517	465
기타유동부채	331	317	349	383	387
비유동부채	64	49	55	53	51
장기금융부채	8	12	12	10	8
기타비유동부채	19	27	28	28	28
자본총계	1,238	1,183	975	1,096	1,238
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	128	127	129	129	129
기타자본항목	-103	-159	-146	-146	-146
기타포괄손익누계액	-5	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,177	1,180	957	1,078	1,220
지배자본 계	1,237	1,183	975	1,096	1,239
비지배자본	1	1	0	0	-1

주요투자지표 (X, %, 원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Multiples					
PER	18.9	27.9	22.4	17.8	16.2
PBR	5.2	5.7	7.5	5.8	5.2
PSR	2.8	2.9	2.9	2.3	2.2
EV/EBITDA	9.3	12.2	10.7	8.8	8.2
EV/EBIT	13.9	20.5	16.5	13.4	12.2
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.9	4.2
EPS	4,449	3,167	4,358	4,883	5,348
BPS	16,044	15,486	13,031	14,855	16,782
SPS (주당매출액)	30,019	30,890	33,639	37,161	40,190
DPS (주당배당금)	2,800	3,200	3,200	3,400	3,600
배당성향 (%)	60.6	96.3	71.2	67.1	64.9
수익성지표					
ROE	30.2	20.1	30.2	34.8	33.8
ROA	20.2	13.0	16.0	17.0	18.1
ROIC	32.3	20.6	26.1	26.7	27.4
안정성지표					
부채비율	43.4	66.3	116.7	94.7	79.9
순차입비율	순현금	17.8	49.1	39.8	30.5
유동비율	1.4	1.0	0.8	0.8	0.9
이자보상배율 (배)	106.8	55.5	33.4	31.1	40.0
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.3	1.2	1.3	1.4
매출채권회전율	10.0	8.7	8.3	8.3	8.1
재고자산회전율	35.2	33.9	35.0	36.0	36.3

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
16-07-13	Buy	105,000	-14.50	-9.90
16-08-03	Buy	100,000	-10.10	-1.40
17-02-03	6개월 경과 이후	100,000	-5.16	11.00
17-05-24	Hold	100,000	-0.38	-7.70
17-11-24	6개월 경과 이후	100,000	1.17	0.00
18-03-21	Buy	110,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2017. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.8	28.2	-

투자의견 분류 및 기준

중목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.