

코웨이(021240)

환경 산업의 선두 주자

말레이시아와 국내 사업 호조로 전체 계정수 전년대비 5.7% 증가
 글로벌 렌탈 매출액 향후 2년간 연평균 9% 증가 예상
 배당수익률 3.6%, Buy& Hold 전략 유효

Facts : 해외 사업 호조, 국내 렌탈 계정 순증 확대

2분기 매출액은 전년대비 9% 증가한 6,781억원, 영업이익은 7% 증가한 1,293억원(영업이익률 19.1%, -0.2%p YoY)을 기록, 컨센서스에 부합했다. 말레이시아 매출액이 전년대비 87% 급증(회계 영향 감안 시 약 50%)해 성장을 견인했고 전체 렌탈 계정 순증이 16.2만으로 근래 가장 높은 순증을 기록했다. 말레이시아 사업 호조로 판매량도 역대 최대를 기록했고, 판매 호조에 힘입어 해외 계정 순증이 8.8만, 국내 순증이 7.4만을 기록했다. 국내, 해외 모두 최근 3년간 가장 높은 수준의 순증을 기록했다. 일시불과 화장품, 중국향 수출은 전년 수준에 그쳤다.

Pros & cons : 국내외 사업 확장 긍정적, 이미 높은 수익성

말레이시아 계정수는 80만에 달해 전체 계정수의 12%를 차지했고, 글로벌 계정수는 93만으로 전체 계정수의 14%에 달했다. 말레이시아 계정수는 작년 65만에서 2020년 140만으로 두배 이상 증가할 것으로 예상, 2020년 전체 계정수의 20%에 달할 전망이다. 또한 국내 계정수는 근래 3년간 가장 높은 순증을 기록했다. 청정기, 매트리스가 호조였고 정수기 계정수도 증가했다. 경쟁 심화 우려에도 높은 산업 성장, 품목 다각화, 정수기 신제품 출시 등 체품력에 힘입어 양호한 성장을 기록했다. 향후 전략은 1) 신규 렌탈 카테고리 추가, 2) 매스 마켓 등 경쟁자들이 타깃으로 하는 시장 공략, 3) B2B 시장 공략으로 성장을 모색할 것이다.

수익성은 정체 국면이다. 동사의 영업이익률이 19.1%, 렌탈은 20%를 상회하며 향후 방향이 국내외 성장 모색이라는 점을 감안할 때 영업 레버리지 효과는 낮을 것이다. 완만한 외형 성장이 견인하는 이익 개선이 예상된다.

Action : 성장하는 환경 산업, 해외 사업 확대와 배당 매력 주목

투자 의견 '매수'를 유지한다. 정수기, 청정기 등 환경 가전 제품에서 1위 업체다. 소득 수준 향상과 환경 오염으로 인해 환경 가전 수요는 높아질 전망이며 금년은 말레이시아 등 글로벌 사업 확장의 원년이다. 최근 주가가 반등, 12MF PER 17배 인데 과거 밴드 중립 수준인 20배까지 상승은 어려워 보이지 않는다. 배당수익률은 3.6%로 예상, 배당 매력도 여전하다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/31)	2,295
주가(7/31)	93,800
시가총액(십억원)	6,922
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저(가원)	110,500/81,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,826
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.4/60.2
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 6 인 27.3
	GIC Private Limited 7.4

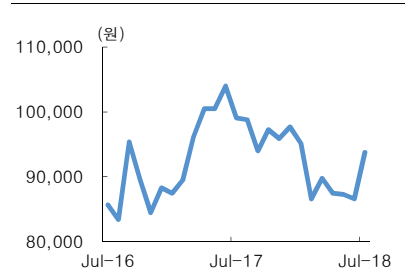
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	21.8	18.0	16.7
PBR(x)	6.3	5.4	4.8
ROE(%)	30.1	35.8	34.2
DY(%)	3.3	3.6	3.8
EV/EBITDA(x)	10.8	9.5	8.9
EPS(원)	4,484	5,206	5,619
BPS(원)	15,397	17,369	19,344

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.3	(1.5)	(5.3)
KOSPI 대비(%p)	9.6	9.1	(0.9)

주가추이



자료: WISEFn

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	623.4	629.6	653.6	647.8	678.1	4.7	8.8	661.3
영업이익	120.6	124.2	107.1	131.3	129.3	(1.5)	7.2	130.4
영업이익률(%)	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1			19.7
세전이익	126.0	124.2	89.1	127.8	122.7	(4.0)	(2.6)	126.0
순이익	95.3	93.5	61.8	95.3	90.8	(4.8)	(4.8)	95.1

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	610	623	630	654	648	678	693	702	2,376	2,517	2,721	2,925	3,142
증감	(2.2)	12.3	7.9	6.4	6.2	8.8	10.1	7.4	2.6	5.9	8.1	7.5	7.4
렌탈 관련	407	416	414	413	411	414	419	427	1,592	1,651	1,670	1,755	1,843
증감	(3.7)	16.0	1.3	3.0	0.9	(0.6)	1.1	3.4	(4.7)	3.7	1.2	5.1	5.0
렌탈	370	380	379	379	379	383	388	397	1,424	1,506	1,547	1,643	1,737
증감	(2.8)	20.0	3.1	4.9	2.5	0.8	2.6	5.0	(4.5)	5.7	2.7	6.2	5.7
멤버십	38	37	36	34	32	31	30	29	168	145	123	112	106
증감	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(14.8)	(15.3)	(15.1)	(14.8)	(6.7)	(13.6)	(15.0)	(9.1)	(4.9)
금융리스	26	30	35	32	39	41	43	42	106	123	165	143	124
증감	20.5	5.6	30.0	11.3	49.0	35.4	23.0	32.4	157.9	16.4	34.0	(13.0)	(13.0)
일시불	46	50	47	49	44	47	48	50	196	192	190	198	209
증감	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	(4.4)	(6.2)	2.0	3.2	14.4	(1.9)	(1.4)	4.4	5.4
화장품	21	19	19	21	21	19	20	22	74	80	82	88	95
증감	4.0	8.1	7.2	10.7	(1.4)	(0.5)	5.0	7.3	(10.7)	7.4	2.6	7.0	8.0
수출	68	56	69	68	54	72	78	84	217	260	289	332	382
증감	19.9	(7.2)	42.6	30.0	(20.1)	29.4	14.0	24.8	45.1	19.9	11.2	15.0	15.0
기타	4	4	4	3	3	3	4	5	21	15	16	16	16
증감	(32.6)	(9.9)	(27.4)	(29.0)	(17.0)	(15.6)	5.0	44.7	(76.7)	(25.5)	2.7	1.0	2.0
사회사	72	84	82	99	106	134	137	110	274	337.0	487.4	605.1	716.6
증감	11.2	36.4	33.8	14.7	48.3	59.3	67.3	10.8	14.5	23.0	44.6	24.2	18.4
영업이익	121	121	124	107	131	129	130	126	339	473	516	557	601
증감	(2.2)	919.4	16.1	11.1	8.6	7.2	4.4	17.8	(26.9)	39.5	9.2	7.8	8.0
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	18.7	18.0	14.3	18.8	19.0	19.0	19.1

자료: 코웨이, 한국투자증권

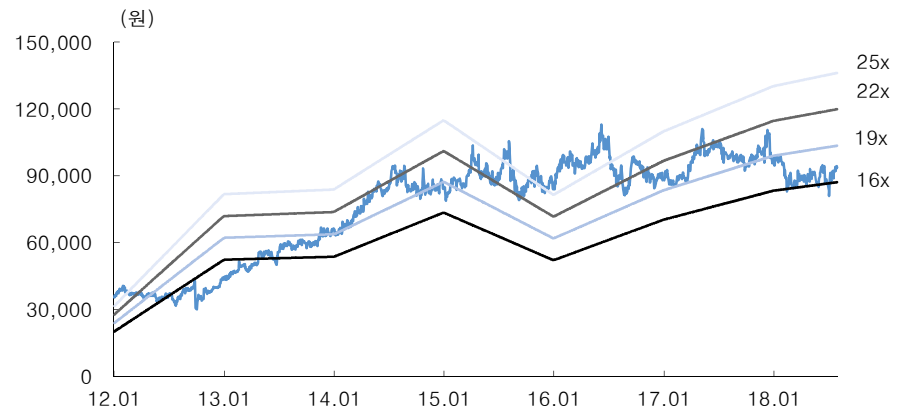
<표 3> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총 계정수	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784	5,842	5,887	5,934	5,704	5,748	5,934	6,142	6,367
총 계정 순증	9	33	(1)	3	36	57	45	47	(68)	45	186	208	226
증감	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	1.3	1.7	2.5	3.2	(1.2)	0.8	3.2	3.5	3.7
렌탈 계정수 (기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032	5,106	5,171	5,251	4,849	4,970	5,251	5,497	5,750
증감	0.3	0.0	2.3	2.5	3.2	3.7	4.8	5.7	0.4	2.5	5.7	4.7	4.6
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	62	74	65	80	17	120	281	245	254
멤버십 계정수 (기말)	838	823	810	778	752	735	715	683	854	778	683	645	617
증감	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.2)	(10.7)	(11.7)	(12.3)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)	(4.3)
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(26)	(17)	(20)	(33)	(85)	(76)	(96)	(37)	(28)
신규 렌탈 판매	350	397	318	317	377	389	366	367	1,401	1,382	1,499	1,547	1,619
증감	(0.3)	3.2	11.5	(16.6)	7.9	(2.0)	15.0	15.8	(0.5)	(1.4)	8.5	3.2	4.6
렌탈 해지율	1.19	1.19	1.00	0.86	1.01	1.10	0.96	0.88	1.21	1.06	0.98	1.03	1.03
렌탈 ARPU	25,331	25,822	25,597	25,475	25,241	25,165	25,197	25,419	24,516	25,562	25,229	25,482	25,737
증감	(3.1)	19.8	1.9	2.4	(0.4)	(2.5)	(1.6)	(0.2)	(6.9)	4.3	(1.3)	1.0	1.0
멤버십 ARPU	14,895	14,734	14,657	14,397	14,026	13,939	14,007	13,943	15,568	14,771	14,032	14,032	14,032
증감	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	(5.8)	(5.4)	(4.4)	(3.2)	1.7	(5.1)	(5.0)	0.0	0.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 PER 밴드



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%), 2016년 말 기준 약 570만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있음. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있음.

- 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 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	733	791	818	879	1,007
현금성자산	66	110	82	88	157
매출채권및기타채권	323	340	368	395	425
재고자산	70	75	81	87	93
비유동자산	1,235	1,367	1,482	1,576	1,674
투자자산	55	56	61	65	70
유형자산	669	712	774	815	856
무형자산	183	184	199	214	230
자산총계	1,968	2,159	2,300	2,456	2,681
유동부채	735	1,125	1,134	1,141	1,194
매입채무및기타채무	255	268	289	311	334
단기차입금및단기사채	340	670	670	670	670
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	52	55	58	62
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	12	12	12	12	12
부채총계	784	1,177	1,189	1,199	1,256
지배주주지분	1,183	982	1,112	1,258	1,428
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129	129
기타자본	(159)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	1,180	963	1,093	1,239	1,408
비지배주주지분	1	0	(0)	(1)	(2)
자본총계	1,183	982	1,112	1,257	1,426

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	358	554	582	625	721
당기순이익	243	326	375	405	443
유형자산감가상각비	225	227	242	256	270
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(232)	(148)	(44)	(45)	(2)
기타	114	141	0	(1)	0
투자활동현금흐름	(367)	(290)	(365)	(360)	(378)
유형자산투자	(328)	(337)	(317)	(311)	(325)
유형자산매각	15	14	14	14	14
투자자산순증	(43)	41	(5)	(5)	(5)
무형자산순증	(13)	(8)	(24)	(24)	(26)
기타	2	0	(33)	(34)	(36)
재무활동현금흐름	(40)	(218)	(245)	(259)	(274)
자본의증가	5	15	0	0	0
차입금의순증	264	330	(0)	(0)	(0)
배당금지급	(208)	(409)	(232)	(245)	(260)
기타	(101)	(154)	(13)	(14)	(14)
기타현금흐름	(0)	(2)	0	0	0
현금의증가	(50)	44	(29)	6	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

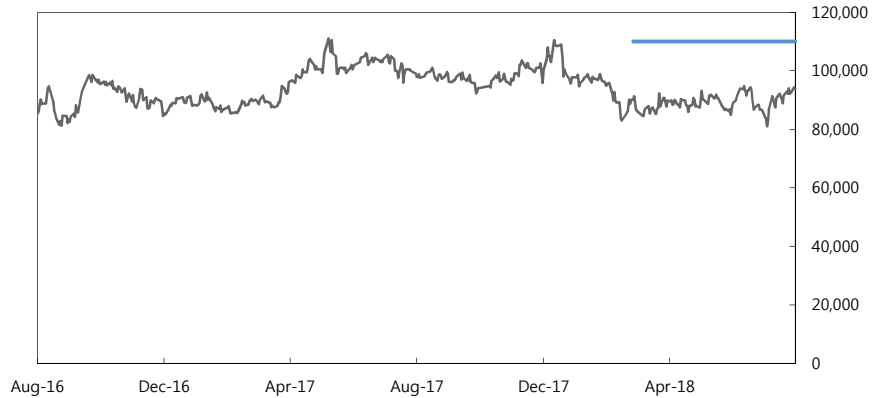
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376	2,517	2,721	2,925	3,142
매출원가	812	798	862	924	990
매출총이익	1,564	1,718	1,860	2,001	2,152
판매관리비	1,225	1,246	1,343	1,444	1,544
영업이익	339	473	516	557	608
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	6	12	18	18	18
이자비용	6	12	18	18	18
기타영업외손익	(10)	(22)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	324	440	500	540	591
법인세비용	80	114	125	135	148
연결당기순이익	243	326	375	405	443
지배주주지분순이익	244	326	375	405	444
기타포괄이익	(1)	7	0	0	0
총포괄이익	243	333	375	405	443
지배주주지분포괄이익	243	333	375	405	444
EBITDA	572	708	767	822	888

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,280	4,484	5,206	5,619	6,154
BPS	17,891	15,397	17,369	19,344	21,645
DPS	3,200	3,200	3,400	3,600	3,800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	5.9	8.1	7.5	7.4
영업이익증가율	(26.9)	39.5	9.2	7.8	9.2
순이익증가율	(29.0)	33.8	15.1	8.1	9.5
EPS증가율	(29.0)	36.7	16.1	7.9	9.5
EBITDA증가율	(17.2)	23.8	8.3	7.2	8.0
수익성(%)					
영업이익률	14.3	18.8	19.0	19.0	19.3
순이익률	10.3	13.0	13.8	13.9	14.1
EBITDA Margin	24.1	28.1	28.2	28.1	28.3
ROA	13.0	15.8	16.8	17.0	17.3
ROE	20.1	30.1	35.8	34.2	33.1
배당수익률	3.6	3.3	3.6	3.8	4.1
배당성향	96.3	71.2	65.4	64.1	61.8
안정성					
순차입금(십억원)	210	512	536	525	450
차입금/자본총계비율(%)	29.7	69.5	61.4	54.3	47.9
Valuation(X)					
PER	26.9	21.8	18.0	16.7	15.2
PBR	4.9	6.3	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	11.8	10.8	9.5	8.9	8.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이(021240)	2016.07.06	중립	-	-	-
	2017.07.06	1년경과	-	-	-
	2018.02.25	매수	110,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 31일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 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 높이 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.