

2018년 8월 1일

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

2Q18 연결 매출액 +9% YoY, 영업이익 +7% YoY 기록하면서 시장 기대치에 부합. 렌탈 신규 판매가 2% YoY 하락한 점은 아쉬워

2Q18 연결 매출액은 6,781억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,293억원 (+7% YoY)을 기록하면서 시장 기대치에 부합했다. 별도 부문은 매출액 5,958억원 (+4% YoY), 영업이익 1,199억원 (-4%)을 기록했는데, 매출 믹스 변화와 광고비 증가 영향으로 영업이익률이 1.7%p 악화됐다. ① 렌탈 매출액은 1% 성장했는데, 렌탈 신규 판매 (순주문)가 전년동기대비 2% 하락하면서 예상보다 저조했고, 해약률이 1.1%로 소폭 상승 (신제품 출시 영향)하면서 렌탈 순증이 7.4만계정에 그쳤다 (기존 추정치는 9.3만계정). ② 홈케어 매출액은 35% 성장했지만 멤버스과 일시불 매출액은 각각 15%, 6% 하락했다. ③ 해외 환경가전 4개 법인의 합산 매출액은 1,129억원 (+63% YoY), 합산 영업이익은 152억원 (+485% YoY)을 달성했다. 말레이시아 법인 매출액이 87% 성장하고 영업이익률이 11%p 개선됐는데, 계층수 성장률은 +47%였으나 금융리스 제품 (= 렌탈 기간 및 의무사용 기간이 모두 7년)을 새롭게 판매하기 시작한 데 따른 회계적 요인으로 매출액과 영업이익 성장률이 높게 나타났다.

2018년 연결 매출액 +8% YoY, 영업이익 +10% YoY 전망

2018년 연결 매출액은 2조 7,192억원 (+8% YoY), 영업이익은 5,195억원 (+10% YoY)으로 전망된다. 렌탈 신규 판매 147.4만대, 월평균 해약률 1.05%를 각각 기록하면서 연간 계정 순증은 26.1만대를 기록할 것으로 예상된다. 코웨이는 지난 2Q18에 RO (역삼투압) 멤브레인 필터가 탑재된 직수형 정수기를 출시했고, 의류청정기도 출시했다. 의류청정기는 출시 초기에 일시불로만 판매했으나 8월부터 렌탈로도 판매할 계획이다. 하반기에 이들 신제품의 판매 효과가 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지. 신규 렌탈 제품의 판매 호조 및 해약률 관리를 통한 순증 회복이 확인되어야...

투자의견 Buy와 목표주가 110,000원을 유지한다 (실적 추정치 변동폭은 1% 내외로 미미함). ① 차별화된 제품력과 방판 조직, ② 높은 배당수익률 (2018E 3.6%), ③ 해외 확장 모멘텀 등의 투자포인트는 유효하다. 그러나 예상보다 부진한 렌탈 신규판매, 수익성 개선 흐름의 정체, 후발주자들의 점유율 확대 등 우려 요인들도 상존한다. 주가의 의미 있는 반등을 위해서는 3Q18 이후 신규 렌탈 제품들의 판매 호조와 해약률 관리를 통한 순증 회복이 선행되어야 할 것이다.

Buy 유지

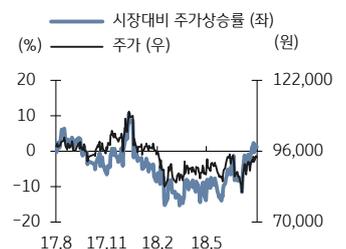
목표주가 (유지, 원)	110,000
Upside / Downside (%)	17.3
현재가 (7/31, 원)	93,800
Consensus Target Price (원)	112,000
시가총액 (조원)	6.9

Trading Data	
Free float (%)	70.4
거래대금 (3M, 십억원)	14.2
외국인 지분율 (%)	60.2
주요주주 지분율 (%)	코웨이홀딩스 외 6 인 27.3
	GIC Private Limited 7.4

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	7.2	-1.5	-5.3
시장대비 상대수익률	9.8	17.5	10.2	-0.9

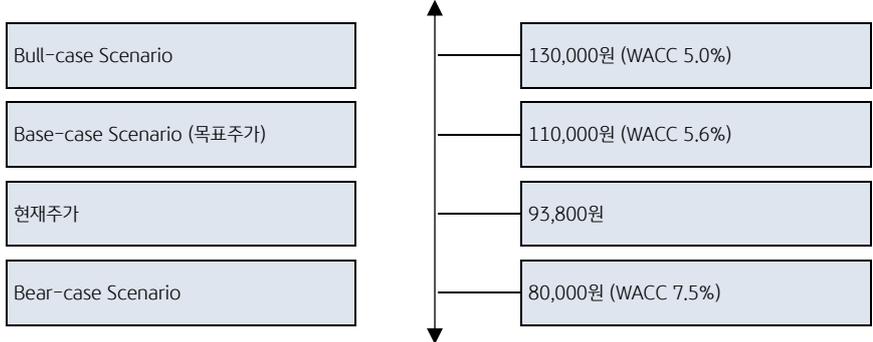
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	2,517	2,719	2,947	3,150
영업이익 (십억원)	473	520	553	589
지배주주순이익 (십억원)	326	367	389	416
EPS (원)	4,328	4,970	5,276	5,643
증감률 (%)	36.7	14.8	6.2	7.0
PER (X)	22.6	18.9	17.8	16.6
EV/EBITDA (X)	11.0	9.3	8.7	8.3
PBR (X)	7.4	6.2	5.6	5.0
ROE (%)	30.1	35.0	33.1	31.8
배당수익률 (%)	3.3	3.6	3.8	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	2,715.1	2,935.8	2,719.2	2,947.4	0.2	0.4
영업이익	519.9	559.8	519.5	553.1	-0.1	-1.2
순이익 (지배)	366.9	394.1	366.8	389.4	-0.0	-1.2

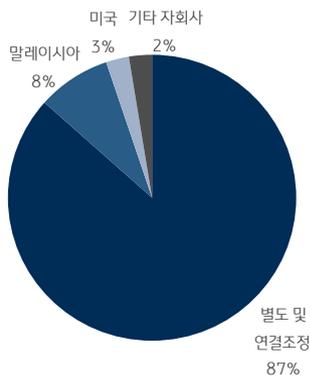
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,719.2	2,947.4	2,688.6	2,865.2	1.1	2.9
영업이익	519.5	553.1	516.8	563.2	0.5	-1.8
순이익 (지배)	366.8	389.4	370.3	406.6	-0.9	-4.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리

주: 2017년 기준

PEER 그룹 비교

(십억달러, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
쿠쿠홈시스	0.9	22.1	17.3	2.4	2.2	10.0	7.5	16.7	19.1	1.7	2.2
락앤락	1.2	21.2	18.3	1.7	1.7	13.7	11.4	9.9	11.2	1.2	1.7
RINNAI CORP	5.1	23.1	21.8	1.8	1.7	8.9	8.2	8.1	7.9	0.9	0.9
Whirlpool	11.0	10.0	8.8	2.6	2.5	6.8	6.0	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 5.8% (COE 7.9%, COD 1.8%, 2015~2016년 평균 Beta 0.7), 영구성장률 (2024년 이후) 0.5% 적용

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

130,000원 ~ 80,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2018E Implied PER 22배, PBR 7배

실적민감도 분석

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

표 1. 코웨이: 연결 기준 2Q18 실적

(십억원)	2Q18	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB증권	차이 (%)
매출액	678.1	623.4	8.8	647.8	4.7	661.4	2.5	667.8	1.5
영업이익	129.3	120.6	7.2	131.3	-1.5	130.4	-0.8	134.0	-3.5
세전이익	122.7	126.0	-2.6	127.8	-3.9	126.2	-2.7	128.4	-4.4
순이익	90.7	95.2	-4.7	95.2	-4.7	94.4	-3.9	93.7	-3.2
영업이익률 (%)	90.8	95.3	-4.7	95.3	-4.7	94.8	-4.2	93.8	-3.2
세전이익률 (%)	19.1	19.3		20.3		19.7		20.1	
순이익률 (%)	18.1	20.2		19.7		19.1		19.2	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 정리

표 2. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
영업이익	a	338.8	472.7	519.5	553.1	588.9	621.5	658.8	691.8
유효법인세율 (%)	b	24.2	24.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5
NOPLAT	C=a*(1-b)	256.8	358.3	376.7	401.0	427.0	450.6	477.7	501.5
감가상각비 (유형+무형)	d	233.1	235.5	265.7	273.7	279.6	284.0	283.0	282.1
렌탈자산폐기손실	e	47.4	43.5	48.8	47.7	51.5	55.4	58.2	60.5
총 현금흐름	F=C+d+e	537.3	637.3	691.2	722.4	758.1	790.0	818.8	844.2
총 투자	G=h+i	-560.5	-485.3	-511.3	-448.3	-452.6	-462.0	-410.0	-330.0
영업활동으로인한 자산부채변동	h	-232.3	-148.5	-191.3	-148.3	-152.6	-162.0	-130.0	-90.0
유무형자산의 증가 (Capex)	i	-328.2	-336.8	-320.0	-300.0	-300.0	-300.0	-280.0	-240.0
FCFF	J=F+G	-23.2	152.0	179.9	274.1	305.5	327.9	408.8	514.2
Discount Factor				0.95	0.89	0.85	0.80	0.76	0.71
PV of FCFF				170.1	245.1	258.2	262.1	309.0	367.5
Total PV of FCFF (2018E~23E)	k			1,612.1					
Terminal Value (2023년 시점)				9,827.4	2023년 FCFF*영구성장률 0.5%				
PV of terminal value	l			7,023.4	WACC 5.76% (무위험수익률 2.41%, 시장위험프리미엄 7.39%)				
Operating value of FCFF	M=k+l			8,635.5					
현금및현금성자산	n			110.3					
단기금융자산	o			60.1					
투자자산, 투자부동산	p			89.4					
차입금	q			682.4					
추정자기자본가치	R=M+(n+o+p-q)			8,212.9					
주식수 (천주)	s			74,818			자사주 제외		
목표주가 (원)	T=R/s			110,000					
현재주가 (원)				93,800			2018.07.31		
상승여력 (%)				17.3					
목표주가의 2018E Implied PER (X)				21.6					
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 = 7.91% = 무위험이자율 (5년 만기 국고채 평균수익률 2.41%) + 시장위험프리미엄 (7.39% = 시장요구수익률 9.80% - 무위험이자율 2.41%) X 2015~2016년 평균 베타 (0.74)

주 3: COD = 1.81%

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
연결 매출액	610.2	623.4	629.6	653.6	647.8	678.1	688.9	704.4	2,376.3	2,516.8	2,719.2	2,947.4
별도 법인	571.9	575.0	588.9	584.6	571.5	595.8	615.5	610.2	2,204.5	2,320.5	2,393.0	2,524.7
말레이시아	45.7	49.0	55.0	59.8	65.7	91.6	79.8	83.7	143.0	207.5	320.8	401.0
미국	15.2	15.6	15.6	18.6	17.6	17.4	17.5	20.8	60.2	65.0	73.3	80.6
기타 자회사	12.6	19.7	11.3	20.9	22.7	25.1	12.4	26.7	55.9	64.5	87.0	96.2
연결 조정	-33.3	-36.2	-41.5	-30.5	-30.0	-51.8	-36.3	-37.1	-108.1	-141.4	-155.1	-155.1
YoY (%)												
연결 매출액	-2.2	12.3	7.9	6.4	6.2	8.8	9.4	7.8	2.6	5.9	8.0	8.4
별도 법인	-1.0	10.0	7.0	5.7	-0.1	3.6	4.5	4.4	2.0	5.3	3.1	5.5
말레이시아	48.5	42.6	49.6	40.9	50.6	86.8	44.9	40.1	46.3	45.1	54.6	25.0
미국	-8.0	6.0	13.2	22.8	15.4	11.4	12.1	11.9	5.2	8.0	12.6	10.1
기타 자회사	23.8	223.9	6.6	-28.0	80.6	27.5	9.8	28.0	195.0	15.4	34.9	10.6
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	88.2	87.9	89.3	86.6	92.8	92.2	88.0	85.7
말레이시아	7.2	7.9	8.7	9.1	10.1	13.5	11.6	11.9	6.0	8.2	11.8	13.6
미국	2.5	2.5	2.5	2.8	2.7	2.6	2.5	3.0	2.5	2.6	2.7	2.7
기타 자회사	2.1	3.2	1.8	3.2	3.5	3.7	1.8	3.8	2.4	2.6	3.2	3.3
연결 조정	-5.5	-5.8	-6.6	-4.7	-4.6	-7.6	-5.3	-5.3	-4.5	-5.6	-5.7	-5.3
연결 영업이익	120.9	120.6	124.2	107.1	131.3	129.3	134.0	124.9	338.8	472.7	519.5	553.1
별도 법인	123.0	125.2	127.0	103.2	123.1	119.9	129.2	115.9	368.7	478.4	488.2	520.2
말레이시아	2.3	3.2	5.0	7.0	9.2	15.9	12.0	12.6	6.7	17.5	49.6	56.1
미국	0.2	0.0	0.4	-0.1	0.6	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.5	0.9	1.6
기타 자회사	-1.7	-0.4	-2.3	0.7	-2.4	-1.2	-1.9	1.5	-0.9	-3.7	-4.0	-1.7
연결 조정	-2.9	-7.4	-5.9	-3.8	0.8	-5.2	-5.6	-5.2	-36.6	-20.0	-15.1	-23.0
YoY (%)												
연결 영업이익	-2.2	919.4	16.1	11.1	8.6	7.2	7.9	16.6	-26.9	39.5	9.9	6.5
별도 법인	-3.1	486.0	8.9	-0.6	0.1	-4.3	1.8	12.3	-20.4	29.8	2.0	6.6
말레이시아	91.7	113.3	177.8	218.2	300.0	396.9	139.3	79.4	9.8	161.2	183.5	13.1
미국	100.0	-100.0	흑전	N/A	200.0	N/A	-34.5	흑전	-100.0	N/A	73.2	86.2
기타 자회사	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	107.2	적지	적지	적지	적지
연결 조정	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)												
연결 영업이익	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	17.7	14.3	18.8	19.1	18.8
별도 법인	21.5	21.8	21.6	17.7	21.5	20.1	21.0	19.0	16.7	20.6	20.4	20.6
말레이시아	5.3	6.5	9.1	11.7	14.0	17.4	15.0	15.0	4.7	8.4	15.5	14.0
미국	1.3	0.0	2.6	-0.5	3.4	-0.6	1.5	0.5	0.0	0.8	1.2	2.0
기타 자회사	-13.5	-2.0	-20.3	3.4	-10.6	-4.8	-15.0	5.4	-1.6	-5.7	-4.6	-1.8
연결 조정	8.6	20.5	14.2	12.4	-2.7	9.9	15.4	14.0	33.9	14.1	9.8	14.9
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	93.7	92.7	96.4	92.9	108.8	101.2	94.0	94.0
말레이시아	1.9	2.7	4.0	6.5	7.0	12.3	8.9	10.1	2.0	3.7	9.6	10.1
미국	0.2	0.0	0.3	-0.1	0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
기타 자회사	-1.4	-0.3	-1.9	0.7	-1.8	-0.9	-1.4	1.2	-0.3	-0.8	-0.8	-0.3
연결 조정	-2.4	-6.2	-4.7	-3.5	0.6	-4.0	-4.2	-4.2	-10.8	-4.2	-2.9	-4.2
매출총이익	417.1	428.5	434.6	438.1	446.0	460.0	479.0	475.6	1,564.2	1,718.3	1,860.6	2,022.6
세전이익	100.6	126.0	124.2	89.1	127.8	122.7	128.4	118.9	323.8	439.9	497.8	532.9
순이익	75.4	95.2	93.4	61.6	95.2	90.7	93.7	86.8	243.3	325.6	366.4	389.0
순이익 (지배)	75.5	95.3	93.5	61.8	95.3	90.8	93.8	86.9	243.6	326.1	366.8	389.4
EBITDA	178.9	178.9	183.3	167.1	192.8	195.8	200.5	196.2	571.9	708.3	785.2	826.8
YoY (%)												
매출총이익	0.1	20.4	11.1	9.3	6.9	7.4	10.2	8.6	-1.4	9.9	8.3	8.7
세전이익	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	27.0	-2.6	3.4	33.5	-28.8	35.9	13.2	7.1
순이익	-20.8	3,331.5	38.0	-20.6	26.2	-4.7	0.4	40.8	-29.1	33.8	12.5	6.2
순이익 (지배)	-20.7	3,310.7	37.8	-20.6	26.2	-4.7	0.4	40.6	-29.0	33.8	12.5	6.2
EBITDA	-1.4	154.8	10.8	8.0	7.7	9.4	9.3	17.4	-17.2	23.8	10.9	5.3
매출총이익률 (%)	68.4	68.7	69.0	67.0	68.8	67.8	69.5	67.5	65.8	68.3	68.4	68.6
세전이익률 (%)	16.5	20.2	19.7	13.6	19.7	18.1	18.6	16.9	13.6	17.5	18.3	18.1
순이익률 (%)	12.4	15.3	14.8	9.4	14.7	13.4	13.6	12.3	10.2	12.9	13.5	13.2
순이익률 (지배) (%)	12.4	15.3	14.8	9.5	14.7	13.4	13.6	12.3	10.3	13.0	13.5	13.2
EBITDA 마진율 (%)	29.3	28.7	29.1	25.6	29.8	28.9	29.1	27.9	24.1	28.1	28.9	28.1

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E	
별도 매출액	571.9	575.0	588.9	584.6	571.5	595.8	615.5	610.2	2,204.5	2,320.5	2,393.0	2,524.7	
국내 환경가전	483.0	500.8	500.8	496.4	496.6	505.4	511.5	511.7	1,912.0	1,981.0	2,025.2	2,110.3	
렌탈	369.5	379.5	378.5	378.5	378.7	382.7	388.3	392.3	1,492.6	1,506.0	1,542.0	1,604.4	
홈케어	25.9	30.2	35.1	31.6	38.6	40.9	45.6	41.1	105.4	122.8	166.2	191.2	
멤버십	37.8	36.7	35.9	34.3	32.2	31.1	30.6	29.8	167.5	144.7	123.6	115.1	
일시불	45.9	50.4	47.3	48.6	43.9	47.3	43.5	45.4	195.7	192.2	180.1	186.8	
기타	3.9	3.9	4.0	3.4	3.2	3.4	3.5	3.0	18.6	15.2	13.2	12.8	
수출	68.0	55.5	68.6	67.6	54.3	71.8	84.4	77.7	217.0	259.7	288.2	332.4	
화장품	20.9	18.7	19.4	20.7	20.6	18.6	19.6	20.9	74.2	79.7	79.7	82.0	
YoY (%)	별도 매출액	-1.0	10.0	7.0	5.7	-0.1	3.6	4.5	4.4	2.0	5.3	3.1	5.5
	국내 환경가전	-3.3	12.3	3.4	2.9	2.8	0.9	2.1	3.1	0.4	3.6	2.2	4.2
	렌탈	-2.8	-1.2	3.0	4.9	2.5	0.9	2.6	3.6	0.1	0.9	2.4	4.0
	홈케어	20.5	5.5	30.2	11.5	49.3	35.3	30.0	30.0	157.7	16.5	35.4	15.0
	멤버십	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-14.9	-15.4	-14.8	-13.2	-6.8	-13.6	-14.6	-6.9
	일시불	-8.9	-6.7	11.0	-0.2	-4.5	-6.2	-8.0	-6.5	14.3	-1.8	-6.3	3.7
	기타	-13.8	-13.4	-22.2	-24.7	-17.5	-12.8	-12.0	-10.0	-11.4	-18.6	-13.2	-3.0
	수출	19.8	-7.1	42.6	29.1	-20.1	29.3	23.0	15.0	45.4	19.7	11.0	15.3
	화장품	4.0	8.3	6.9	10.8	-1.6	-0.7	1.0	1.0	-10.7	7.4	-0.1	3.0
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	86.9	84.8	83.1	83.8	86.7	85.4	84.6	83.6
	렌탈	64.6	66.0	64.3	64.7	66.3	64.2	63.1	64.3	67.7	64.9	64.4	63.5
	홈케어	4.5	5.3	6.0	5.4	6.8	6.9	7.4	6.7	4.8	5.3	6.9	7.6
	멤버십	6.6	6.4	6.1	5.9	5.6	5.2	5.0	4.9	7.6	6.2	5.2	4.6
	일시불	8.0	8.8	8.0	8.3	7.7	7.9	7.1	7.4	8.9	8.3	7.5	7.4
	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	9.5	12.1	13.7	12.7	9.8	11.2	12.0	13.2
	화장품	3.7	3.3	3.3	3.5	3.6	3.1	3.2	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2
별도 영업이익	123.0	125.2	127.0	103.2	123.1	119.9	129.2	115.9	368.7	478.4	488.2	520.2	
YoY (%)		-3.1	486.0	8.9	-0.6	0.1	-4.3	1.8	12.3	-20.4	29.8	2.0	6.6
OPM (%)		21.5	21.8	21.6	17.7	21.5	20.1	21.0	19.0	16.7	20.6	20.4	20.6
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	4,875.2	4,922.7	4,935.2	4,969.9	5,032.3	5,106.3	5,183.6	5,231.2	4,849.5	4,969.9	5,231.2	5,446.9	
신규 판매 (천대)	349.6	396.9	317.9	317.4	377.1	388.8	359.2	349.1	1,400.9	1,381.7	1,474.2	1,533.2	
해약 (천대)	174.1	175.2	147.7	128.4	152.1	166.9	153.2	155.5	700.6	625.4	627.7	628.8	
만기도래 (천계정)	149.8	174.1	157.7	154.3	162.6	147.9	128.7	146.1	683.2	635.9	585.3	688.6	
ARPU (월평균) (원)	27,105	27,876	27,971	27,606	27,817	27,854	28,111	27,744	27,509	27,646	27,910	28,027	
해약률 (월평균) (%)	1.2	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0	
만기도래 비중 (%)	52.6	52.6	53.7	49.8	51.1	49.6	50.0	50.0	53.7	52.2	50.2	51.8	
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	837.6	823.0	809.9	778.4	752.1	735.3	728.9	700.5	854.3	778.4	700.5	658.5	
ARPU (월평균) (원)	14,912	14,749	14,657	14,383	14,030	13,932	13,924	13,879	15,568	14,776	13,933	14,115	
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	54.6	77.5	62.1	56.3	49.1	54.4	49.6	47.9	245.2	250.6	201.0	202.0	
ARPU (원)	840,615	650,443	762,141	862,396	893,867	869,673	876,462	948,635	798,124	767,223	896,070	924,676	
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	11.4	10.6	11.7	9.8	10.9	13.0	13.0	11.9	47.4	43.5	48.8	47.7	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 5. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,715.1	2,935.8	3,162.3	2,719.2	2,947.4	3,150.5	0.2	0.4	-0.4
영업이익	519.9	559.8	606.6	519.5	553.1	588.9	-0.1	-1.2	-2.9
세전이익	499.4	539.3	587.5	497.8	532.9	569.9	-0.3	-1.2	-3.0
순이익 (지배)	366.9	394.1	429.3	366.8	389.4	416.5	-0.0	-1.2	-3.0
EPS (원)	4,904.0	5,267.5	5,737.5	4,902.7	5,204.6	5,566.5	-0.0	-1.2	-3.0
YoY (%)									
매출액	7.9	8.1	7.7	8.0	8.4	6.9			
영업이익	10.0	7.7	8.4	9.9	6.5	6.5			
세전이익	13.5	8.0	8.9	13.2	7.1	7.0			
순이익 (지배)	12.5	7.4	8.9	12.5	6.2	7.0			
EPS	12.5	7.4	8.9	12.5	6.2	7.0			
영업이익률 (%)	19.1	19.1	19.2	19.1	18.8	18.7			
세전이익률 (%)	18.4	18.4	18.6	18.3	18.1	18.1			
순이익률 (지배, %)	13.5	13.4	13.6	13.5	13.2	13.2			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주1: 2018년 5월 1일 추정치 대비 변경 내역임

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	2,376	2,517	2,719	2,947	3,150
매출원가	812	798	859	925	982
매출총이익	1,564	1,718	1,861	2,023	2,168
판매비와관리비	1,225	1,246	1,341	1,469	1,579
영업이익	339	473	520	553	589
EBITDA	572	708	785	827	869
영업외손익	-15	-33	-22	-20	-19
이자수익	1	1	3	2	2
이자비용	6	12	17	15	13
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-22	-7	-8	-8
세전이익	324	440	498	533	570
법인세비용	80	114	131	144	154
당기순이익	243	326	366	389	416
지배주주순이익	244	326	367	389	416
수정순이익	244	326	367	389	416

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	2.6	5.9	8.0	8.4	6.9
영업이익 성장률	-26.9	39.5	9.9	6.5	6.5
EBITDA 성장률	-17.2	23.8	10.9	5.3	5.0
지배기업순이익 성장률	-29.0	33.8	12.5	6.2	7.0
매출총이익률	65.8	68.3	68.4	68.6	68.8
영업이익률	14.3	18.8	19.1	18.8	18.7
EBITDA이익률	24.1	28.1	28.9	28.1	27.6
세전이익률	13.6	17.5	18.3	18.1	18.1
당기순이익률	10.2	12.9	13.5	13.2	13.2

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	358	554	465	514	543
당기순이익	243	326	366	389	416
유무형자산상각비	233	236	266	274	280
기타비현금손익 조정	233	241	156	144	154
운전자본증감	-232	-148	-191	-148	-153
매출채권감소 (증가)	-62	-59	-33	-35	-38
재고자산감소 (증가)	-4	-6	-3	-6	-6
매입채무증가 (감소)	-4	21	1	2	2
기타영업현금흐름	-120	-100	-132	-144	-154
투자활동 현금흐름	-368	-290	-217	-307	-307
유형자산투자감소 (증가)	-313	-323	-317	-300	-300
무형자산투자감소 (증가)	-13	-8	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-1	-1	0	0
기타투자현금흐름	1	1	98	0	0
재무활동 현금흐름	-40	-218	-215	-223	-197
금융부채 증감	264	330	-136	-56	-26
자본의 증감	-93	-127	0	0	0
배당금 당기지급액	-208	-409	-173	-202	-202
기타재무현금흐름	-2	-12	94	35	31
기타현금흐름	0	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-50	44	34	-16	38
기말현금	66	110	144	128	166
잉여현금흐름 (FCF)	45	230	148	214	243
순현금흐름	-248	-302	164	37	62
순현금 (순차입금)	-210	-512	-348	-311	-249

자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	1,968	2,159	2,191	2,261	2,384
유동자산	733	791	868	901	994
현금 및 현금성자산	66	110	144	128	166
단기금융자산	75	60	54	51	49
매출채권	293	315	346	381	419
재고자산	70	75	80	86	92
기타유동자산	228	232	243	255	268
비유동자산	1,235	1,367	1,323	1,359	1,390
투자자산	89	89	89	89	89
유형자산	669	712	755	790	820
무형자산	183	184	184	184	185
기타비유동자산	292	381	295	295	295
부채총계	784	1,177	1,076	1,024	1,001
유동부채	735	1,125	1,020	971	951
매입채무	59	54	56	57	59
단기금융부채	340	670	536	482	458
기타유동부채	317	361	397	401	405
비유동부채	49	52	55	53	50
장기금융부채	12	12	10	8	6
기타비유동부채	25	22	27	27	27
자본총계	1,183	982	1,115	1,237	1,382
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129	129
기타자본항목	-159	-146	-44	-44	-44
기타포괄손익누계액	-6	-5	0	0	0
이익잉여금	1,180	963	989	1,111	1,257
지배자본 계	1,183	982	1,115	1,237	1,383
비지배자본	1	0	0	-1	-1

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	27.9	22.6	18.9	17.8	16.6
PBR	5.7	7.4	6.2	5.6	5.0
PSR	2.9	2.9	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	12.2	11.0	9.3	8.7	8.3
EV/EBIT	20.5	16.5	14.0	13.1	12.2
배당수익률	3.6	3.3	3.6	3.8	4.1
EPS	3,167	4,328	4,970	5,276	5,643
BPS	15,486	13,128	15,109	16,768	18,744
SPS (주당매출액)	30,890	33,402	36,845	39,938	42,690
DPS (주당배당금)	3,200	3,200	3,400	3,600	3,800
배당성향 (%)	96.3	71.2	66.9	66.7	65.8
수익성지표					
ROE	20.1	30.1	35.0	33.1	31.8
ROA	13.0	15.8	16.9	17.5	17.9
ROIC	20.6	25.6	27.3	28.2	28.4
안정성지표					
부채비율	66.3	119.8	96.5	82.8	72.5
순차입비율	17.8	52.1	31.2	25.2	18.1
유동비율	1.0	0.7	0.9	0.9	1.1
이자보상배율 (배)	55.5	38.3	30.2	38.1	44.0
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
매출채권회전율	8.7	8.3	8.2	8.1	7.9
재고자산회전율	33.9	34.7	35.1	35.6	35.5

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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.

투자증권 비율 (2018. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

투자의견 분류 및 기준

종목 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 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.