

Update Call  
Mid-term Issue

코웨이(021240.KS)

3Q18 Review : 영업은 항상 맑음

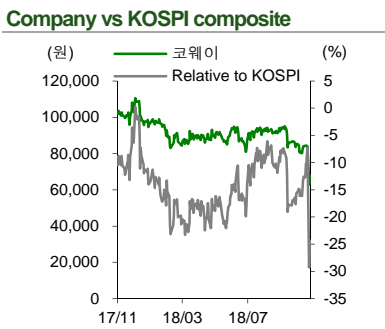
가전/IT부품 담당 김민경  
T.02)2004-9583 / kim.min-kyeong@shinyoung.com

매수(유지)

현재주가(10/30) 68,000원  
목표주가(12M) 110,000원

Key Data (기준일: 2018. 10. 30)	
KOSPI(pt)	2014.69
KOSDAQ(pt)	644.14
액면가(원)	500
시가총액(억원)	50,184
발행주식수(천주)	73,800
평균거래량(3M, 주)	354,248
평균거래대금(3M, 백만원)	26,219
52주 최고/최저	110,500 / 63,000
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(18F, %)	4.8
외국인지분율(%)	64.1
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 6인	22.3
GIC Private Limited	7.4

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.7	-27.9	-22.3	-28.6
KOSPI대비상대수익률	-8.9	-17.9	-3.0	-11.3



3분기 매출액과 영업이익 전년동기대비 각각 6.4%, 5.0% 증가

3분기 연결기준 매출액은 6,698억원으로 전년동기대비 6.4% 증가, 전분기대비 1.2% 감소, 영업이익은 1,304억원으로 전년동기대비 5.0% 증가, 전분기대비 0.8% 증가. 지배순이익은 942억원으로 전년동기대비 0.9% 증가, 전분기대비 3.9% 증가. 3분기 실적은 기대수준 부합

3분기 렌탈 및 금융리스 매출은 성장, 일시불 매출은 감소, 해외는 여전히 좋다

별도기준 렌탈 및 금융리스 매출액은 기존 제품(정수기, 청정기, 매트리스)에 의류청정기가 추가되면서 계정도 증가하고, 매출도 늘어남. 반면 일시불 매출이 감소하여(연수기의 계정 전환 일시불 → 렌탈) 환경가전 매출액은 전년대비 소폭 감소. 해외법인에서 주목할 점은 1) 말련법인이 2분기에 신판매제도를 도입한 뒤 금융리스로 매출이 인식되어 3분기 계정 성장(yoy +48.5%)보다 더 큰 폭의 매출 성장(yoy + 67.8%)이 나타남. 2) 미국법인의 경우 계정 소폭 성장(yoy + 3.4%) 및 시판 판매 호조(yoy + 235%)로 매출이 성장함(+yoy 35.5%)

4분기 의류청정기 판매 '불티', 해외법인은 걱정 없다

1) 4분기 동절기 시작으로 공기청정기, 의류청정기 판매가 확대될 것으로 예상. 의류청정기 판매 개시 이후 생산량을 상회하는 수요 이어져, 8월 2,400대, 9월 3,000대 판매됨. 현재 생산 능력을 50% 늘리는 작업을 진행 중. 2) 말련법인은 프리미엄 정수기 등 신제품을 출시했고 신판매제도를 유지하면서 4분기에도 실적호조 지속 전망. 미국법인은 시판 판매를 확대하는 매스 마케팅 공략을 이어갈 예정. 중국법인은 3분기 공기질 개선으로 공기청정기 온라인 판매가 전년대비 감소했으나 광군제에 맞춰 신제품(3개 모델) 출시하여 4분기 매출을 늘릴 예정

투자의견 매수와 목표주가 110,000원 유지

코웨이에 대한 투자의견 매수와 목표주가 110,000원을 유지함. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 목표배수 21.2배를 적용하여 산정. 21.2배는 MBK파트너스가 코웨이를 인수한 시점인 2013년 이후 EPS 성장기의 평균 PER 배수에 해당

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	2,376.3	2,516.8	2,783.4	3,074.4	3,456.1
영업이익(십억원)	338.8	472.7	517.4	572.4	641.1
계속사업세전순익(십억원)	323.8	439.9	486.7	537.6	605.2
지배주주지분순이익(십억원)	243.6	326.1	365.6	403.8	454.0
EPS(원)	3,167	4,328	4,943	5,472	6,152
증감율(%)	-28.8	36.6	14.2	10.7	12.4
ROE(%)	20.1	30.1	34.8	33.9	33.6
PER(배)	27.9	22.6	13.8	12.4	11.1
PBR(배)	4.9	6.3	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA(배)	12.2	11.0	7.1	6.4	5.7

도표 1. 코웨이 2018년 3분기 잠정실적 발표(연결기준)

(단위: 억원)

	3Q18P				3Q17		2Q18	
	잠정실적	컨센서스	당사추정	과리율	실적	증감률	실적	증감률
매출액	6,698	6,803	6,884	-2.7%	6,296	6.4%	6,781	-1.2%
영업이익	1,304	1334	1,310	-0.5%	1,242	5.0%	1,293	0.8%
영업이익률	19.5%	19.6%	19.0%	0.4%p	19.7%	-0.3%p	19.1%	0.4%p
당기순이익	942	972	927	1.8%	934	0.9%	908	3.9%

자료: 코웨이, 에프앤가이드, 신영증권 리서치센터

매수의견  
목표주가 11만원 유지

도표 2. 코웨이 목표주가 산출

구분	금액
19년 예상 지배주주순이익(억원)	4,038
Target PER(배)	21.2
적정기업가치(억원)	85,606
발행주식수(주)	73,799,619
<b>목표주가(원)</b>	<b>115,997</b>

자료: 신영증권 리서치센터

주) 말련 법인 매출 상향 조정으로 2019년 당기순이익이 소폭 상향조정 되었으나 목표주가에는 영향 없음

도표 3. 코웨이 분기별 및 연간 실적 추정

(단위: 억원)

구 분	2017A				2018F				연간		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
국내 총 계정수	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784	5,842	5,848	5,914	5,748	5,914	6,073
총 계정 순증	8.9	33.0	-0.6	3.2	36.1	57.2	6.4	66.3	45	66.3	104.9
증감(% YoY)	-1.4%	-1.7%	0.2%	0.8%	1.3%	1.7%	1.8%	2.9%	0.8%	2.9%	2.7%
렌탈 계정수(기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032	5,106	5,150	5,206	4,970	5,206	5,430
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	62	74	43.4	56.3	120	236	224
증감(% YoY)	0.3%	0.0%	2.3%	2.5%	3.2%	3.7%	4.3%	4.8%	2.5%	4.8%	4.3%
멤버십계정수(기말)	838	823	810	778	752	735	698	708	778	708	643
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(26)	(17)	(37.0)	10.0	(76)	(70.1)	(65.2)
증감(% YoY)	-10.2%	-11.0%	-10.8%	-8.9%	-10.2%	-10.7%	-13.8%	-9.0%	-8.9%	-9.0%	-9.2%
총 계정수	6,301	6,404	6,457	6,512	6,620	6,769	6,876		6,512	6,992	7,575
증감(%YoY)	1.7%	1.9%	3.8%	4.4%	5.1%	5.7%	6.5%		4.4%	7.4%	8.3%
렌탈 ARPU	27,105	27,876	27,971	27,606	26,500	26,490	26,310		26,500	26,768	27,033
<b>매출액</b>	<b>6,102</b>	<b>6,234</b>	<b>6,296</b>	<b>6,536</b>	<b>6,478</b>	<b>6,781</b>	<b>6,698</b>	<b>7,877</b>	<b>25,168</b>	<b>27,834</b>	<b>30,744</b>
(YoY % growth)	-2.2%	12.3%	7.9%	6.4%	6.2%	8.8%	6.4%	20.5%	5.9%	10.6%	10.5%
(QoQ % growth)	-0.6%	2.2%	1.0%	3.8%	-0.9%	4.7%	-1.2%	17.6%			
환경가전	4,830	5,008	5,009	4,964	4,966	5,054	4,980	5,774	19,811	20,775	21,812
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,822	4,491	15,060	15,928	16,770
수출	680	555	686	676	543	718	799	796	2,597	2,857	3,171
화장품	209	187	194	207	206	186	175	271	798	837	883
<b>별도기준 매출액</b>	<b>5,719</b>	<b>5,750</b>	<b>5,889</b>	<b>5,847</b>	<b>5,715</b>	<b>5,958</b>	<b>5,954</b>	<b>6,841</b>	<b>23,205</b>	<b>24,469</b>	<b>25,867</b>
말레이시아	437	490	550	598	657	916	923	990	2,075	3,486	5,020
미국	152	156	156	186	176	174	211	151	650	712	789
기타자회사	126	197	113	209	227	253	213	17	645	710	780
연결조정	331	357	411	303	297	520	603	122	1,402	1,542	1,712
<b>매출원가</b>	<b>1,931</b>	<b>1,949</b>	<b>1,950</b>	<b>2,156</b>	<b>2,018</b>	<b>2,180</b>	<b>2,140</b>	<b>2,668</b>	<b>7,985</b>	<b>9,007</b>	<b>9,854</b>
원가율	31.6%	31.3%	31.0%	33.0%	31.2%	32.2%	32.0%	33.9%	31.7%	32.4%	32.1%
<b>매출총이익</b>	<b>4,171</b>	<b>4,285</b>	<b>4,346</b>	<b>4,381</b>	<b>4,460</b>	<b>4,600</b>	<b>4,558</b>	<b>5,209</b>	<b>17,183</b>	<b>18,827</b>	<b>20,890</b>
매출총이익률	68.4%	68.7%	69.0%	67.0%	68.8%	67.8%	68.0%	66.1%	68.3%	67.6%	67.9%
<b>영업이익</b>	<b>1,209</b>	<b>1,206</b>	<b>1,242</b>	<b>1,071</b>	<b>1,313</b>	<b>1,293</b>	<b>1,304</b>	<b>1,263</b>	<b>4,727</b>	<b>5,174</b>	<b>5,724</b>
영업이익률	19.8%	19.3%	19.7%	16.4%	20.3%	19.1%	19.5%	16.0%	18.8%	18.6%	18.6%
(YoY % growth)	-2.2%	919.4%	16.1%	11.1%	8.6%	7.2%	5.0%	18.0%	39.5%	9.5%	10.6%
<b>당기순이익</b>	<b>754</b>	<b>952</b>	<b>934</b>	<b>616</b>	<b>952</b>	<b>907</b>	<b>942</b>	<b>887</b>	<b>3,256</b>	<b>3,651</b>	<b>4,032</b>
당기순이익률	12.4%	15.3%	14.8%	9.4%	14.7%	13.4%	14.1%	11.3%	12.9%	13.1%	13.1%

자료: 코웨이, 신영증권 리서치센터

주) 해외법인 중 말련법인의 신폐매제도가 2분기에 도입된 후 2018년 하반기까지 이어질 것으로 보여 말레이시아 법인의 매출을 상향 조정함

코웨이(021240.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376.3	2,516.8	2,783.4	3,074.4	3,456.1
증가율(%)	2.6	5.9	10.6	10.5	12.4
매출원가	812.2	798.5	900.7	985.4	1,113.0
원가율(%)	34.2	31.7	32.4	32.1	32.2
매출총이익	1,564.2	1,718.3	1,882.7	2,089.0	2,343.0
매출총이익률(%)	65.8	68.3	67.6	67.9	67.8
판매비와 관리비 등	1,225.4	1,245.5	1,365.3	1,516.7	1,701.9
판매비율(%)	51.6	49.5	49.1	49.3	49.2
영업이익	338.8	472.7	517.4	572.4	641.1
증가율(%)	-26.9	39.5	9.5	10.6	12.0
영업이익률(%)	14.3	18.8	18.6	18.6	18.5
EBITDA	571.9	708.3	768.2	844.8	938.7
EBITDA마진(%)	24.1	28.1	27.6	27.5	27.2
순금융손익	-4.9	-11.4	-11.1	-11.4	-12.3
이자손익	-4.9	-11.4	-11.1	-11.4	-12.3
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.2	-21.5	-19.5	-23.3	-23.6
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	323.8	439.9	486.7	537.6	605.2
계속사업손익법인세비용	80.4	114.3	121.7	134.4	151.9
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	243.3	325.6	365.1	403.2	453.3
증가율(%)	-29.1	33.8	12.1	10.4	12.4
순이익률(%)	10.2	12.9	13.1	13.1	13.1
지배주주지분 당기순이익	243.6	326.1	365.6	403.8	454.0
증가율(%)	-29.0	33.9	12.1	10.4	12.4
기타포괄이익	-0.8	6.9	6.9	6.9	6.9
총포괄이익	242.5	332.5	372.0	410.1	460.2

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	733.1	791.5	897.2	1,005.9	1,122.8
현금및현금성자산	66.3	110.3	185.3	253.8	313.7
매출채권 및 기타채권	323.0	340.1	369.5	402.6	447.5
재고자산	70.2	74.9	80.2	88.6	99.6
비유동자산	1,234.6	1,367.4	1,422.8	1,488.5	1,571.2
유형자산	669.4	712.4	775.9	848.7	937.2
무형자산	183.0	183.9	175.7	168.8	162.9
투자자산	55.3	56.2	56.2	56.2	56.2
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	1,967.7	2,158.9	2,319.9	2,494.4	2,694.0
유동부채	735.4	1,124.8	1,151.5	1,178.1	1,208.6
단기차입금	340.0	670.0	670.0	670.0	670.0
매입채무및기타채무	255.1	267.6	294.4	321.0	351.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	49.0	51.9	51.9	51.9	51.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	12.3	12.3	12.3	12.3
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	784.4	1,176.6	1,203.4	1,230.0	1,260.4
지배주주지분	1,182.8	982.2	1,117.1	1,265.5	1,433.5
자본금	40.7	40.7	40.2	40.2	40.2
자본잉여금	127.2	129.3	129.3	129.3	129.3
기타포괄이익누계액	-5.8	-5.3	1.6	8.5	15.4
이익잉여금	1,179.7	963.0	1,091.5	1,233.0	1,395.9
비지배주주지분	0.5	0.1	-0.5	-1.1	-1.7
자본총계	1,183.3	982.3	1,116.6	1,264.4	1,433.5
총차입금	351.9	682.4	682.4	682.4	682.4
순차입금	210.1	512.0	449.2	390.4	338.3

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	357.5	553.6	593.5	645.7	707.7
당기순이익	243.3	325.6	365.1	403.2	453.3
현금유출이없는비용및수익	466.5	476.1	383.6	418.2	461.7
유형자산감가상각비	224.9	227.3	242.6	265.5	291.6
무형자산상각비	8.2	8.2	8.2	7.0	5.9
영업활동관련자산부채변동	-232.3	-148.5	-22.4	-30.0	-43.1
매출채권의감소(증가)	-61.6	-59.3	-29.4	-33.1	-44.9
재고자산의감소(증가)	-4.1	-5.8	-5.3	-8.4	-11.0
매입채무의증가(감소)	-3.7	21.0	26.8	26.6	30.4
투자활동으로인한현금흐름	-367.5	-289.7	-284.0	-318.5	-362.5
투자자산의 감소(증가)	-4.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	15.3	13.6	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-328.2	-336.8	-306.2	-338.2	-380.2
단기금융자산의감소(증가)	-66.2	15.4	12.2	9.7	7.8
재무활동으로인한현금흐름	-40.0	-218.3	-230.2	-234.6	-259.8
장기차입금의증가(감소)	3.9	0.5	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.1	-1.6	-4.2	-24.0	-25.5
현금의 증가	-50.0	44.0	75.0	68.5	59.9
기초현금	116.3	66.3	110.3	185.3	253.8
기말현금	66.3	110.3	185.3	253.8	313.7

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	3,167	4,328	4,943	5,472	6,152
BPS	17,891	15,397	17,436	19,448	21,748
DPS	3,200	3,200	3,285	3,634	4,033
Multiples (배)					
PER	27.9	22.6	13.8	12.4	11.1
PBR	4.9	6.3	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	12.2	11.0	7.1	6.4	5.7
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-28.8%	36.6%	14.2%	10.7%	12.4%
EBITDA(표표기준) 증가율	-17.2%	23.9%	8.5%	10.0%	11.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.1%	30.1%	34.8%	33.9%	33.6%
ROE(지배순이익 기준)	20.1%	30.1%	34.8%	33.9%	33.6%
ROIC	18.9%	25.4%	26.2%	27.5%	28.9%
WACC	7.2%	7.0%	6.7%	6.8%	6.8%
안전성(%)					
부채비율	66.3%	119.8%	107.8%	97.3%	87.9%
순차입금비율	17.8%	52.1%	40.2%	30.9%	23.6%
이자보상배율	55.5	38.3	44.6	46.6	49.5

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
**중립** : 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우  
**매도** : 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업**

- 비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천  
**중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천  
**비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일(2018.09.30)	매수 : 84.62%	중립 : 15.38%	매도 : 0.0%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물	주식옵션			
코웨이	-	-	-	-	-	-

