Industry Brief
2019. 2. 21

코웨이 021240

해외 확대 및 인수구조 우려감 완화

- ✓ 4Q 매출액 7,117억원 (+8.9% YoY), 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY) 기록
- ✓ 정수기 및 비데 신제품과 공기청정기 판매 호조, 해외 말레이시아 고성장
- ✓ 웅진 인수구조에서 재무적 투자자들의 영향력이 커지면서 실적 안정성 높아짐
- ✓ 2019년 중국 주무그룹과의 MOU를 통한 정수기와 비데 수출 모멘텀 기대
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 100,000원으로 상향

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

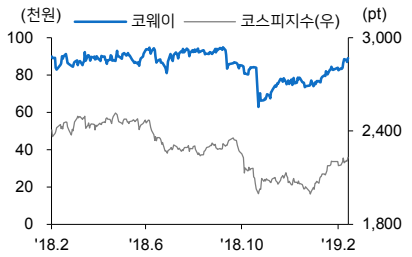
적정주가 (12 개월)	100,000 원
현재주가 (2.20)	89,100 원
상승여력	12.2%

KOSPI	2,229.76pt
시가총액	65,755억원
발행주식수	7,380만주
유동주식비율	75.54%
외국인비중	62.62%
52주 최고/최저가	95,000원/63,000원
평균거래대금	132.8억원

주요주주(%)	
코웨이홀딩스 외 6 인	22.27
GIC Private Limited	7.35
국민연금	7.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	-4.6	3.4
상대주가	7.4	-3.8	12.0

주가그래프



4Q 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY)의 호실적 달성

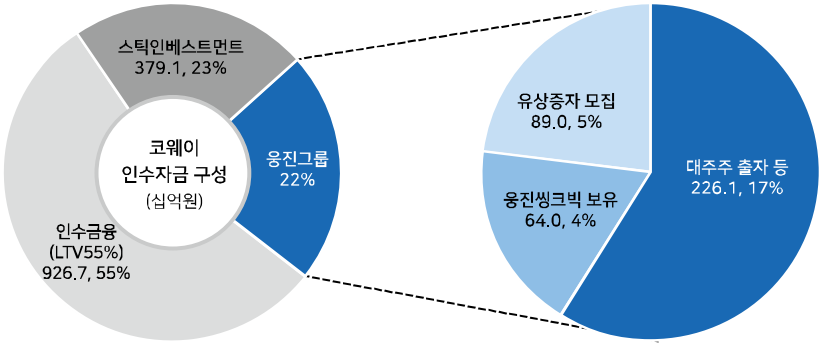
코웨이의 연결기준 4분기 실적은 매출액 7,117억원 (+8.9% YoY), 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY)을 기록하여 당사 추정치 (매출액 7,064억원, 영업이익 1,075억원) 대비 상회했다. 정수기 및 비데 신제품과 공기청정기 판매 호조로 렌탈 매출액은 +5.5% 증가했으며 해외 사업은 말레이시아법인의 +73.6% YoY (현지화 기준 64.2% YoY) 높은 성장으로 중국 ODM 부진 (-24.2% YoY)에도 +33.6% YoY 증가했다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 100,000원으로 상향

코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 100,000원으로 상향한다. 4분기 호실적을 바탕으로 2019년 예상 EPS를 +4.6% 상향하고 적정 PER를 15배 (과거 웅진그룹 시절 평균 PER)에서 20배 (사모펀드 인수 이후 평균 24배에서 성장률 둔화 감안한 15% 할인 수준)로 상향 조정하였다. 적정 PER를 상향하는 이유는 1) 웅진그룹의 코웨이 인수구조에서 사실상 PEF 등 재무적 투자자들의 영향력이 커지면서 실적 안정성이 지속될 가능성이 높아졌고 2) 해외사업 확대가 예상보다 빠르게 나타나고 있기 때문이다. 기존 말레이시아, 미국 고성장과 더불어 2019년에는 중국 주무그룹 (주방/욕실 전문 브랜드 기업)과의 전략적 제휴를 통해 정수기와 비데 수출 모멘텀이 기대된다.

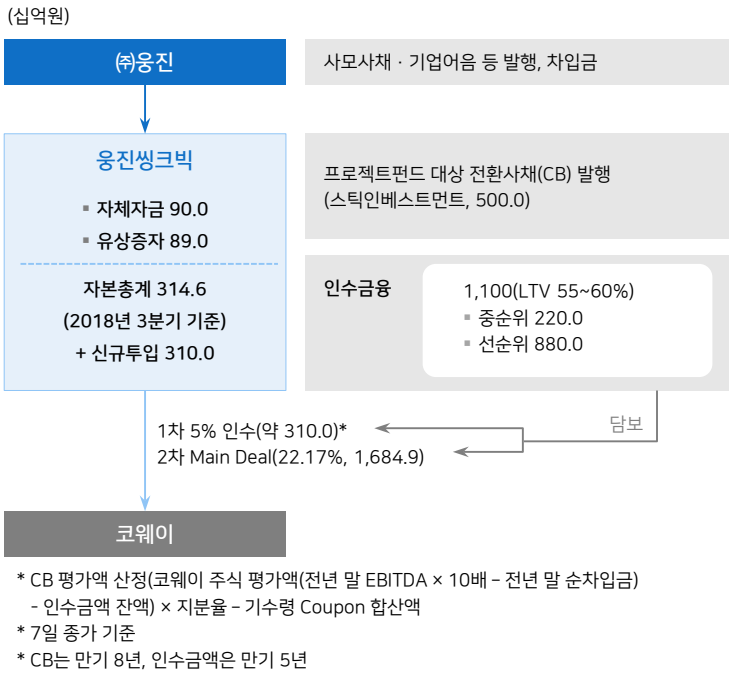
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,516.8	472.8	326.1	4,328	36.6	13,128	22.6	7.4	11.0	30.1	119.8
2018P	2,707.3	519.8	350.2	4,734	9.4	14,924	15.7	5.0	7.6	33.6	105.9
2019E	2,904.3	544.7	382.5	5,183	9.5	16,977	17.1	5.2	8.5	32.5	88.3
2020E	3,061.2	566.7	403.5	5,468	5.5	19,315	16.2	4.6	8.0	30.1	72.8
2021E	3,214.2	598.8	433.7	5,876	7.5	22,061	15.1	4.0	7.5	28.4	62.5

그림18 코웨이 인수자금 구성



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 웅진그룹, 코웨이 인수 예상 구조



* CB 평가액 산정(코웨이 주식 평가액(전년 말 EBITDA × 10배 – 전년 말 순차입금) - 인수금액 잔액) × 지분율 – 기수령 Coupon 합산액
* 7일 종가 기준
* CB는 만기 8년, 인수금액은 만기 5년

자료: 언론자료 (인베스트조선), 메리츠종금증권 리서치센터

표14 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018E	2019E
매출액	2,702.0	2,845.2	**2,707.3**	**2,904.2**	0.2	2.1
영업이익	498.5	501.9	**519.8**	**544.7**	4.3	8.5
지배주주순이익	355.4	365.8	**350.1**	**382.5**	-1.5	4.6

자료: 코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

표15 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	**2,516.8**	**647.8**	**678.1**	**669.8**	**711.7**	**2,707.3**	**688.5**	**722.7**	**723.5**	**769.6**	**2,904.3**
증가율 (% YoY)	*5.9*	*6.2*	*8.8*	*6.4*	*8.9*	*7.6*	*6.3*	*6.6*	*8.0*	*8.1*	*7.3*
매출원가	**798.5**	**201.8**	**218.0**	**214.0**	**244.4**	**878.3**	**218.3**	**235.6**	**238.7**	**269.4**	**962.0**
증가율 (% YoY)	*-1.7*	*4.5*	*11.9*	*9.8*	*13.4*	*10.0*	*8.2*	*8.0*	*11.5*	*10.2*	*9.5*
매출원가율 (%)	31.7	31.2	32.2	32.0	34.3	32.4	31.7	32.6	33.0	35.0	33.1
매출총이익	**1,718.3**	**446.0**	**460.0**	**455.8**	**467.3**	**1,829.1**	**470.3**	**487.1**	**484.7**	**500.2**	**1,942.3**
증가율 (% YoY)	*9.9*	*6.9*	*7.4*	*4.9*	*6.7*	*6.4*	*5.4*	*5.9*	*6.4*	*7.1*	*6.2*
매출총이익률 (%)	68.3	68.8	67.8	68.0	65.7	67.6	68.3	67.4	67.0	65.0	66.9
판관비	**1,245.6**	**314.7**	**330.7**	**325.4**	**338.5**	**1,309.2**	**334.1**	**351.1**	**347.6**	**364.8**	**1,397.6**
증가율 (% YoY)	*1.7*	*6.2*	*7.4*	*4.8*	*2.3*	*5.1*	*6.2*	*6.2*	*6.8*	*7.8*	*6.7*
판관비중 (%)	49.5	48.6	48.8	48.6	47.6	48.4	48.5	48.6	48.0	47.4	48.1
인건비	342.9	89.6	85.9	88.5	90.4	354.4	94.1	90.2	92.9	97.6	374.9
증가율 (% YoY)	*8.8*	*8.6*	*-5.4*	*3.4*	*7.8*	*3.4*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*8.0*	*5.8*
매출대비 (%)	13.6	13.8	12.7	13.2	12.7	13.1	13.7	12.5	12.8	12.7	12.9
판매수수료	386.4	97.9	106.5	106.3	107.5	418.2	102.8	111.9	113.7	115.0	443.4
증가율 (% YoY)	*4.0*	*9.3*	*9.4*	*6.8*	*7.6*	*8.2*	*5.0*	*5.0*	*7.0*	*7.0*	*6.0*
매출대비 (%)	15.4	15.1	15.7	15.9	15.1	15.4	14.9	15.5	15.7	14.9	15.3
렌탈자산폐기손실	43.4	10.9	13.0	13.4	11.5	48.8	12.0	14.3	14.7	12.7	53.7
증가율 (% YoY)	*-8.3*	*-4.0*	*22.9*	*14.3*	*17.9*	*12.4*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*
매출대비 (%)	1.7	1.7	1.9	2.0	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0	1.6	1.8
해약률 (%)	1.06	1.02	1.10	1.01	1.09	1.06	1.07	1.07	1.08	1.08	1.08
광고선전비	42.4	10.8	12.9	10.7	10.2	44.7	11.4	13.3	11.3	11.0	47.0
증가율 (% YoY)	*7.5*	*42.7*	*11.3*	*29.5*	*-31.2*	*5.6*	*5.0*	*3.0*	*5.0*	*8.0*	*5.1*
매출대비 (%)	1.7	1.7	1.9	1.6	1.4	1.7	1.7	1.8	1.6	1.4	1.6
지급수수료	174.4	43.4	42.9	43.6	45.8	175.7	45.6	45.1	45.7	48.1	184.5
증가율 (% YoY)	*5.3*	*-10.3*	*9.0*	*4.7*	*1.7*	*0.7*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
매출대비 (%)	6.9	6.7	6.3	6.5	6.4	6.5	6.6	6.2	6.3	6.2	6.4
기타	256	61.9	69.3	63.0	73.1	267	68.1	76.3	69.3	80.4	294
증가율 (% YoY)	*-10.6*	*9.2*	*19.5*	*-1.3*	*-5.7*	*4.4*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*
영업이익	**472.7**	**131.3**	**129.3**	**130.4**	**128.8**	**519.8**	**136.2**	**136.0**	**137.1**	**135.4**	**544.7**
증가율 (% YoY)	*39.5*	*8.6*	*7.2*	*5.0*	*20.3*	*10.0*	*3.7*	*5.1*	*5.2*	*5.1*	*4.8*
영업이익률 (%)	18.8	20.3	19.1	19.5	18.1	19.2	19.8	18.8	19.0	17.6	18.8

자료: 코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

표16 코웨이 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	**2,516.8**	**647.8**	**678.1**	**669.8**	**711.7**	**2,707.3**	**688.5**	**722.7**	**723.5**	**769.6**	**2,904.3**
증가율 (% YoY)	*5.9*	*6.2*	*8.8*	*6.4*	*8.9*	*7.6*	*6.3*	*6.6*	*8.0*	*8.1*	*7.3*
기타자회사 (해외 등)	200.6	76.2	82.3	74.3	101.8	334.6	99.1	107.0	96.6	132.3	435.0
증가율 (% YoY)	*16.7*	*99.2*	*70.2*	*65.4*	*47.5*	*66.8*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*30.0*
코웨이 (개별)	2,316.2	571.5	595.8	595.4	609.9	2,372.7	589.4	615.7	626.8	637.3	2,469.3
증가율 (% YoY)	*5.1*	*-0.1*	*3.6*	*1.8*	*4.3*	*2.4*	*3.1*	*3.3*	*5.3*	*4.5*	*4.1*
렌탈	1,506.0	378.7	382.7	382.2	399.5	1,543.1	394.0	398.0	397.5	411.5	1,601.0
증가율 (% YoY)	*5.7*	*2.5*	*0.9*	*1.0*	*5.5*	*2.5*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*3.0*	*3.7*
계정수 (천대)	4,926	5,032	5,106	5,150	5,230	5,130	5,183	5,311	5,356	5,387	5,309
증가율 (% YoY)	*1.4*	*3.2*	*3.7*	*4.3*	*5.2*	*4.1*	*3.0*	*4.0*	*4.0*	*3.0*	*3.5*
ARPU (월)	25,478	25,088	24,984	24,738	25,463	25,068	25,338	24,984	24,738	25,463	25,131
증가율 (% YoY)	*4.2*	*-0.7*	*-2.8*	*-3.2*	*0.3*	*-1.6*	*1.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.3*
멤버쉽	144.7	32.2	31.1	29.4	28.0	120.7	28.1	27.1	25.7	24.4	105.4
증가율 (% YoY)	*-13.6*	*-14.8*	*-15.4*	*-18.0*	*-18.3*	*-16.6*	*-12.7*	*-12.7*	*-12.7*	*-12.7*	*-12.7*
계정수 (천대)	812	752	735	694	670	713	677	662	624	603	642
증가율(% YoY)	*-11.1*	*-10.2*	*-10.7*	*-14.3*	*-13.9*	*-12.2*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*
ARPU (월)	14,843	14,275	14,092	14,143	13,925	14,108	13,847	13,669	13,719	13,507	13,685
증가율(% YoY)	*-2.9*	*-5.1*	*-5.3*	*-4.3*	*-5.1*	*-4.9*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*
일시불	192.2	43.9	47.3	38.2	41.6	171.0	39.5	42.6	39.4	42.8	164.3
증가율 (% YoY)	*-1.8*	*-4.4*	*-6.2*	*-19.2*	*-14.4*	*-11.0*	*-10.0*	*-10.0*	*3.0*	*3.0*	*-3.9*
화장품	79.7	20.6	18.6	17.5	18.8	75.5	20.0	18.0	17.0	18.2	73.2
증가율 (% YoY)	*7.4*	*-1.5*	*-0.7*	*-9.6*	*-9.1*	*-5.3*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*	*-3.0*
수출	259.7	54.3	71.8	79.9	73.6	279.7	59.8	79.0	91.9	84.6	315.3
증가율 (% YoY)	*19.7*	*-20.1*	*29.3*	*16.5*	*8.9*	*7.7*	*10.0*	*10.0*	*15.0*	*15.0*	*12.7*
기타 (금융리스 포함)	133.9	41.8	44.3	48.2	48.4	182.6	48.1	50.9	55.4	55.7	210.0
증가율(% YoY)	*6.3*	*40.3*	*29.8*	*37.8*	*38.1*	*36.4*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*15.0*

자료: 코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

코웨이 (021240)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,516.8**	**2,707.3**	**2,904.3**	**3,061.2**	**3,214.2**
매출액증가율 (%)	5.9	7.6	7.3	5.4	5.0
매출원가	798.5	878.3	962.0	1,012.4	1,063.0
매출총이익	1,718.3	1,829.0	1,942.3	2,048.8	2,151.3
판매관리비	1,245.5	1,309.2	1,397.6	1,482.2	1,552.5
영업이익	**472.8**	**519.8**	**544.7**	**566.7**	**598.8**
영업이익률	18.8	19.2	18.8	18.5	18.6
금융손익	-11.4	-14.5	-12.7	-10.2	-7.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-21.5	-36.8	-20.0	-15.0	-10.0
세전계속사업이익	439.9	468.5	512.1	541.5	580.9
법인세비용	114.3	118.8	130.0	138.5	147.8
당기순이익	**325.6**	**349.7**	**382.0**	**403.0**	**433.2**
지배주주지분 순이익	326.1	350.2	382.5	403.5	433.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**553.6**	**624.2**	**651.5**	**681.0**	**715.8**
당기순이익(손실)	325.6	349.7	382.0	403.0	433.2
유형자산상각비	227.3	243.8	257.9	268.4	276.3
무형자산상각비	8.2	9.2	7.6	6.4	5.3
운전자본의 증감	-148.5	7.0	-8.7	-6.9	-6.8
투자활동 현금흐름	**-289.7**	**-307.7**	**-307.9**	**-305.9**	**-305.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-336.8	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-4.3	-4.4	-3.5	-3.4
재무활동 현금흐름	**-218.3**	**-296.6**	**-344.9**	**-342.5**	**-290.7**
차입금의 증감	330.5	-50.0	-100.0	-100.0	-50.0
자본의 증가	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	44.0	20.0	-1.3	32.6	119.9
기초현금	66.3	110.3	130.3	129.0	161.6
기말현금	110.3	130.3	129.0	161.6	281.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	791.5	848.8	899.8	974.0	1,134.5
현금및현금성자산	110.3	130.3	129.0	161.6	281.5
매출채권	314.6	326.7	350.4	369.4	387.8
재고자산	74.9	78.0	83.7	88.2	92.6
비유동자산	1,367.4	1,418.7	1,457.6	1,486.4	1,508.2
유형자산	712.4	768.6	810.8	842.4	866.1
무형자산	183.9	174.8	167.1	160.8	155.5
투자자산	56.2	60.5	64.9	68.4	71.8
자산총계	**2,158.9**	**2,267.5**	**2,357.4**	**2,460.4**	**2,642.8**
유동부채	1,124.8	1,111.6	1,047.4	975.9	953.7
매입채무	54.2	60.7	65.2	68.7	72.1
단기차입금	670.0	620.0	520.0	420.0	370.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.9	54.9	58.0	60.4	62.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
부채총계	**1,176.6**	**1,166.5**	**1,105.3**	**1,036.3**	**1,016.5**
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
이익잉여금	963.0	1,082.2	1,233.7	1,406.3	1,608.9
비지배주주지분	0.1	-0.4	-0.8	-1.3	-1.8
자본총계	**982.3**	**1,101.0**	**1,252.1**	**1,424.1**	**1,626.3**

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	33,402	36,603	39,353	41,480	43,554
EPS(지배주주)	4,328	4,734	5,183	5,468	5,876
CFPS	10,640	9,950	10,707	11,198	11,794
EBITDAPS	9,400	10,448	10,978	11,401	11,929
BPS	13,128	14,924	16,977	19,315	22,061
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
배당수익률(%)	3.3	4.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	15.7	17.1	16.2	15.1
PCR	9.2	7.4	8.3	7.9	7.5
PSR	2.9	2.0	2.3	2.1	2.0
PBR	7.4	5.0	5.2	4.6	4.0
EBITDA	708.3	772.8	810.2	841.4	880.4
EV/EBITDA	11.0	7.6	8.5	8.0	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.1	33.6	32.5	30.1	28.4
EBITDA 이익률	28.1	28.5	27.9	27.5	27.4
부채비율	119.8	105.9	88.3	72.8	62.5
금융비용부담률	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	38.3	33.1	39.2	49.2	61.6
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	8.6	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	34.7	35.4	35.9	35.6	35.5