

## 코웨이(021240)

Above

In line

Below

## 종립(유지)

## 긍정과 우려 요인이 공존하는 시점

## Stock Data

KOSPI(4/28)	2,205
주가(4/28)	100,500
시가총액(십억원)	7,599
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	113,000/81,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,321
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.7/54.9
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 8인 31.7
	GIC Private Limited 7.2

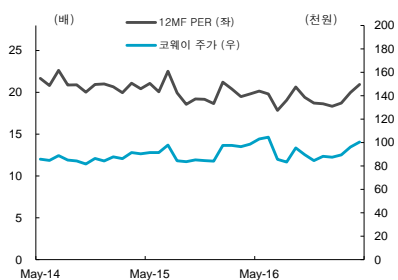
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	26.9	20.9	19.5
PBR(x)	4.9	5.2	4.9
ROE(%)	20.1	29.7	30.4
DY(%)	3.6	3.6	4.0
EV/EBITDA(x)	11.8	10.5	10.1
EPS(원)	3,280	4,799	5,144
BPS(원)	17,891	19,271	20,346

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.6	8.9	4.0
상대주가(%)	6.7	(0.3)	(6.2)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## What's new : 실적 정상화 궤도

1분기 연결 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 2.2% 감소한 6,100억원, 1,210억원(영업 이익률 19.8%)을 기록, 영업이익은 우리 예상에 부합, 컨센서스를 11% 상회했다. 렌탈 관련 매출액(렌탈+멤버십)은 전년대비 4% 감소, 비렌탈 부문 매출액은 4% 증가했다. 비 렌탈에서 일시불이 부진했으나(-9% YoY) 수출과 화장품이 각각 20%, 4% 증가했다. 외화 관련 비용이 약 160억원 발생, 세전이익은 전년대비 20% 감소했다.

## Positives : 영업 정상화, 말레이시아 사업 호조, 적극적인 주주 환원 정책

영업이 정상화되고 있다. 얼음 정수기 교환과 관련된 무상 렌탈 서비스 매출액과 4분기 신규 고객에 한해 3개월 렌탈료 면제 프로모션을 시행하면서 관련된 매출액 87억원 차감 이 발생했으나 해지율 하락(4Q16 1.26% → 1Q17 1.2%), 타이트한 판관비 관리 등에 힘 입어 손익이 양호했고 향후 분기당 1,200~1,300억원 수준의 영업이익이 가능해 보인다. 해외 사업 성장에 주목한다. 말레이시아 렌탈 계정수가 48.4만으로 전분기대비 5.3만 계정 증가, 말레이시아 법인 매출 성장률은 49%에 달했다. 금년 말레이시아에서 국내 계정 수의 10%를 초과하는 계정 확보가 가능할 전망이다. 실적 발표와 함께 분기 배당 주당 800원 지급과 1% 이상의 자사주 소각 발표 등 적극적인 주주 환원 정책이 긍정적이다.

## Negatives : 내수 경쟁 심화, 해외 낮은 수익성

1분기 총 계정 순증은 9,000건에 불과, 총 계정수는 전년대비 1.4% 감소했다. 렌탈 계정 수는 전년 대비 0.3% 증가에 그쳤고 멤버십 계정수는 10% 감소했다. 렌탈 계정 순증도 1분기 2.6만에 그쳐 연간 가이드라인인 23만 순증 달성은 쉽지 않아 보인다. 우리는 금년 렌탈 순증 11.5만, 전체 계정 순증은 7.7만으로 전년대비 1.4% 증가하는 것으로 가정한다. 신규 판매가 정체되고 있고, 신규 판매도 기존 고객 재렌탈 수요와 멤버십 고객 렌탈 전환에 상당 소요, 가입자 순증으로 이어지지 않고 있다. 해지율은 하락 추세이나 아직 높은 수준이다. 1분기 ARPU는 전년대비 2.5% 감소, 프로모션 영향 제외시에도 0.4% 하락한 것으로 추정된다. 우리는 상기 요인이 경쟁 심화에 기인한다고 판단, 정수기에서는 쿠크전자와 SK매직 등 성장하는 렌탈 중견 업체들이, 청정기에서는 기존 대형 가전 업체들도 경쟁 대상으로 판단된다. 경쟁 심화로 인해 과거의 ARPU 상승 및 판관비 절감을 통한 수익성 위주 전략이 어려워질 것이다. 말레이시아 사업 호조와 중국 사업 기대감은 유효하다. 해외 사업은 수익성이 낮아 실적에 의미 있는 기여는 어렵고 향후 검증 과정이 필요하다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	642	610	(5.0)	628	(0.6)	(2.2)	2,555	2,582
영업이익	116	121	4.0	108	25.4	(2.2)	488	483
영업이익률	18.1	19.8	1.7	17.2	4.1	0.0	19.1	18.7
세전이익	116	101	(13.4)	108	(2.5)	(19.7)	466	471
순이익	88	76	(14.4)	81	(3.0)	(20.7)	350	355

나은채 3276-6160  
ec.na@truefriend.com

이선희 3276-6175  
sunho.lee@truefriend.com

**결론 : 실적 안정성과 배당 매력 vs 실적 정체와 낮지 않은 밸류에이션**

높은 시장 지배력과 렌탈 기반의 높은 실적 가시성, 배당 매력(2017년 예상 3.6%)은 동사의 변치 않는 투자 포인트다. 이에 최근 강도 높은 주주 환원 정책은 주당 가치를 극대화하기 위한 움직임으로 판단된다. 그러나 현재 PEF가 최대주주인 특성상 영업 및 주주 정책에 대한 장기적인 일관적인 방향을 기대하기는 어렵다는 판단이다. 특히 금년 우리의 예상 배당 성향이 74%에 달하고 12MF PER은 20배 수준으로 주주가치 제고 여력에서도, 밸류에이션 re-rating에서도 상향은 쉽지 않아 보인다. 장기적인 사업 및 영업 방향이 가장 중요할 것이다. 핵심 지표인 가입자와 ARPU 는 정체 국면이다. 향후 해외 사업 성장 속도가 관전 포인트이다. 투자의견 '중립'을 유지한다.

〈표1〉 실적 breakdown

(단위:십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	624	555	584	614	610	638	632	674	2,315	2,376	2,555	2,724	2,872
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	(2.2)	15.0	8.3	9.8	7.2	2.6	7.5	6.6	5.4
렌탈 관련	423	359	409	401	407	418	420	421	1,671	1,592	1,666	1,716	1,752
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(3.7)	16.5	2.7	4.9	5.5	(4.7)	4.7	3.0	2.1
렌탈	380	316	367	361	370	381	383	385	1,491	1,424	1,519	1,575	1,617
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(2.8)	20.4	4.4	6.7	6.5	(4.5)	6.6	3.7	2.6
멤버십	43	43	42	40	38	37	37	36	180	168	148	141	136
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(11.9)	(12.8)	(12.0)	(11.0)	(2.1)	(6.7)	(11.9)	(4.4)	(3.9)
금융리스	22	29	27	28	26	30	30	30	41	106	116	120	120
증감	NM	NM	NM	8.8	20.5	4.1	10.3	6.5		157.9	9.7	3.4	0.0
일시불	51	54	43	49	46	51	49	55	171	196	201	208	217
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	(9.1)	(5.0)	15.0	12.6	38.6	14.4	2.7	3.2	4.3
화장품	20	17	18	19	21	19	19	20	83	74	79	85	91
증감	(13.0)	(18.0)	(2.7)	(7.9)	4.0	8.0	7.0	9.3	3.4	(10.7)	7.0	7.0	7.0
수출	57	60	48	52	68	72	63	68	149	217	271	319	367
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	19.9	20.0	30.0	31.7	(10.8)	45.1	25.0	18.0	15.0
기타	6	4	6	5	4	4	6	5	89	21	19	19	19
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.6)	(32.6)	0.0	0.0	(3.4)	52.2	(76.7)	(10.0)	0.0	1.0
자회사	64	62	61	87	72	77	77	101	239	274	326	394	460
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	11.2	25.0	25.0	16.1	18.0	14.5	18.9	21.1	16.6
영업이익	124	12	107	96	121	125	122	120	463	339	488	501	509
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	960	14	24	27.1	(26.9)	44.1	2.5	1.6
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.6	19.3	17.8	20.0	14.3	19.1	18.4	17.7

자료: 코웨이, 한국투자증권

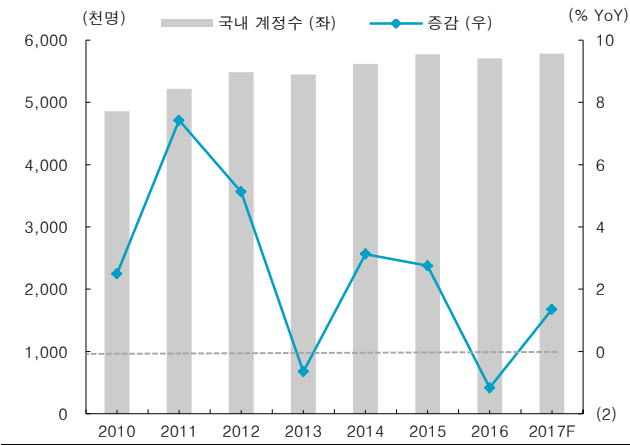
〈표 2〉 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총 계정수	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,743	5,763	5,781	5,771	5,704	5,781	5,894	5,986
총 계정 순증	23	51	(114)	(28)	9	30	20	18	155	(68)	77	113	92
증감	2.4	2.3	0.1	(1.2)	(1.4)	(1.8)	0.5	1.4	2.8	(1.2)	1.4	2.0	1.6
렌탈 계정수(기말)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,915	4,940	4,964	4,832	4,849	4,964	5,113	5,231
증감	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	(0.1)	2.4	2.4	5.0	0.4	2.4	3.0	2.3
렌탈 계정 순증	29	60	(98)	26	26	40	25	24	232	17	115	149	117
멤버십 계정수(기말)	933	924	908	854	838	828	823	817	939	854	817	780	755
증감	(6.2)	(4.4)	(3.8)	(9.0)	(10.2)	(10.5)	(9.4)	(4.4)	(7.6)	(9.0)	(4.4)	(4.5)	(3.3)
멤버십 계정 순증	(6)	(9)	(16)	(54)	(17)	(10.0)	(5.0)	(6)	(77)	(85)	(38)	(36)	(25)
신규 렌탈 판매	351	385	285	381	350	385	342	373	1,409	1,401	1,450	1,484	1,498
증감	2.9	3.8	(15.6)	5.8	(0.3)	0.0	20.0	(1.9)	5.9	(0.5)	3.5	2.4	0.9
렌탈 해지율(%)	1.0	1.0	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.00	1.21	1.10	1.12	1.13
렌탈 ARPU	26,140	21,548	25,108	24,871	25,331	25,927	25,927	25,920	26,345	24,516	25,791	26,049	26,049
증감	0.0	(18.0)	(4.7)	(5.7)	(3.1)	20.3	3.3	4.2	2.0	(6.9)	5.2	1.0	0.0
멤버십 ARPU	15,279	15,256	15,317	15,131	14,895	14,746	14,598	14,484	15,311	15,568	14,712	14,712	14,712
증감	0.2	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(3.3)	(4.7)	(4.3)	1.6	1.7	(5.5)	0.0	0.0

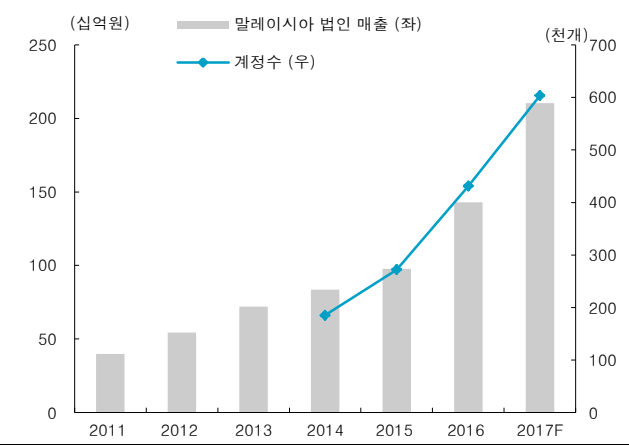
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 국내 가입자수 정제 국면



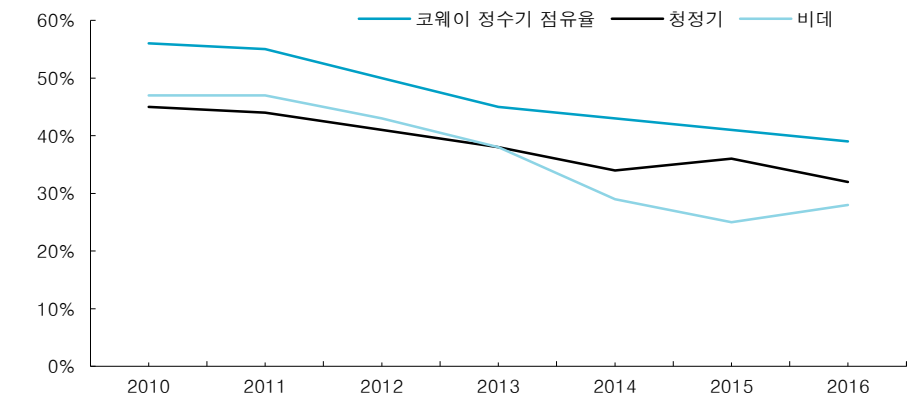
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 말레이시아 매출 고성장



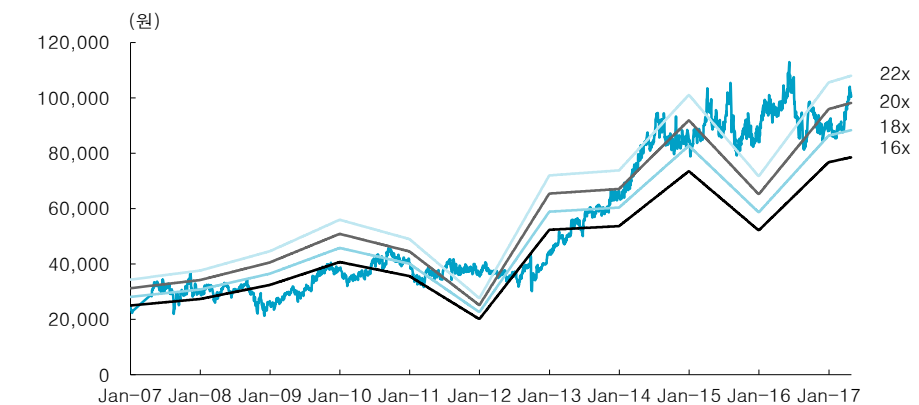
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 코웨이 주요 품목 국내 시장 점유율 추이



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 코웨이 PER 밴드차트



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%), 브랜드 인지도 등에서 국내 최고의 위치를 점하고 있다. 2015년 말 기준 약 577만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있다. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있다.

- 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	855	925	943
현금성자산	116	66	179	215	197
매출채권및기타채권	283	323	307	322	338
재고자산	70	70	75	79	83
비유동자산	1,122	1,235	1,304	1,356	1,410
투자자산	51	52	56	59	62
유형자산	700	669	696	718	740
무형자산	169	183	197	207	217
자산총계	1,775	1,968	2,159	2,281	2,352
유동부채	473	735	863	902	899
매입채무및기타채무	259	255	289	303	318
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	122	124	126
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	985	1,025	1,024
지배주주지분	1,237	1,183	1,174	1,256	1,329
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127	127
기타자본	(103)	(159)	(258)	(258)	(258)
이익잉여금	1,177	1,180	1,271	1,353	1,427
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,174	1,255	1,328

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	607	620	590
당기순이익	343	243	349	369	375
유형자산감가상각비	220	225	226	234	241
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	23	8	(35)
기타	137	114	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(307)	(298)	(307)
유형자산투자	(329)	(328)	(268)	(271)	(278)
유형자산매각	9	15	15	15	15
투자자산순증	0	(43)	(5)	(4)	(4)
무형자산순증	(5)	(13)	(23)	(19)	(20)
기타	(4)	2	(26)	(19)	(20)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(187)	(287)	(301)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(258)	(287)
기타	7	(101)	(122)	(29)	(14)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	113	36	(17)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

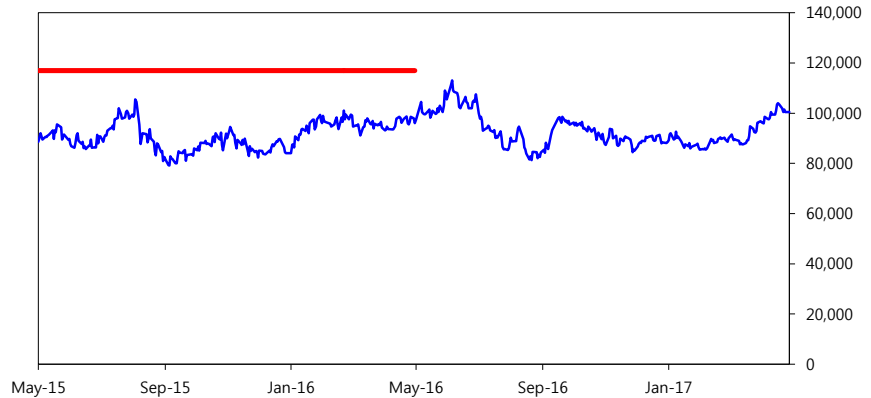
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,555	2,683	2,817
매출원가	729	812	825	872	921
매출총이익	1,586	1,564	1,730	1,811	1,896
판매관리비	1,123	1,225	1,242	1,310	1,387
영업이익	463	339	488	501	509
금융수익	1	1	2	3	3
이자수익	1	1	2	3	3
금융비용	4	6	27	14	14
이자비용	4	6	12	14	14
기타영업외손익	(6)	(10)	3	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	466	492	500
법인세비용	111	80	116	123	125
연결당기순이익	343	243	349	369	375
지배주주지분순이익	343	244	350	369	375
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	348	368	374
지배주주지분포괄이익	334	243	349	368	375
EBITDA	691	572	723	744	760

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,799	5,144	5,231
BPS	17,654	17,891	19,271	20,346	21,314
DPS	2,800	3,200	3,600	4,000	4,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	7.5	5.0	5.0
영업이익증가율	27.1	(26.9)	44.1	2.5	1.6
순이익증가율	37.4	(29.0)	43.5	5.6	1.7
EPS증가율	37.5	(29.0)	46.3	7.2	1.7
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	26.5	2.9	2.1
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	19.1	18.7	18.1
순이익률	14.8	10.3	13.7	13.8	13.3
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.3	27.7	27.0
ROA	20.2	13.0	16.9	16.6	16.2
ROE	30.2	20.1	29.7	30.4	29.1
배당수익률	3.3	3.6	3.6	4.0	4.2
배당성향	60.6	96.3	73.9	77.8	80.3
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	262	222	235
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	44.4	41.6	39.3
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	20.9	19.5	19.2
PBR	4.8	4.9	5.2	4.9	4.7
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.5	10.1	9.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2015.05.06	매수	117,000 원
	2016.05.04	중립	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 1일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버설 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.