

코웨이(021240)

떨어가는 해외, 경쟁 우려 불식시키는 국내

말레이시아와 국내 사업 호조로 전체 계정수 전년대비 5% 증가
글로벌 렌탈 매출액 향후 2년간 8% 성장 예상
배당수익률 3.9%, 밸류에이션 밴드 하단. 부담 없는 매수 시점

Facts : 컨센서스 부합, 내용은 더욱 좋다

1분기 매출액은 전년대비 6% 증가한 6,478억원, 영업이익은 9% 증가한 1,313억원(영업이익률 20.3%, +0.5%p YoY)을 기록, 컨센서스에 부합했다. 부문별로 국내 렌탈 매출액이 전년대비 1% 증가하고 매트리스 금융 리스는 49% 증가했다. 비렌탈(일시불, 화장품, 수출 등) 매출액이 12% 감소했으나 해외 및 주요 자회사 합산 매출액은 전년대비 48% 증가해 전체 성장을 견인했다. 렌탈 위주인 말레이시아와 국내에서 판매 호조 및 유의미한 계정 증가가 고무적이다. 일시불과 중국향 수출이 일시적으로 부진했으나 일시불은 연수기 영업 방식 변화 영향이고 중국향 수출은 주 고객사 재고 소진이 일단락되는 하반기 매출 회복이 예상된다.

Pros & cons : 해외 사업 확장성 확인, 국내 경쟁 우려 완화

해외 사업 성장이 긍정적이다. 말레이시아 계정수는 70.8만으로 전분기대비 5.5만 순증, 전체 계정수의 11%를 차지했고, 미국과 태국까지 합산 시 해외 계정수는 83.6만으로 전체 계정수의 13%에 달했다. 동사는 말레이시아 정수기 시장에서 신규 판매 35~40% 점유율을 확보해 확고한 1위이며 말레이시아에서 정수기 보급률은 20% 내외에 불과해 높은 시장 성장이 예상된다. 중국향 청정기 ODM 수출, 미주 아마존을 통한 시판 확대, 태국 렌탈 사업 확대, 중장기적으로 중국 정수기 사업 진출 가능성 등에 주목할 만하다. 또한 국내 계정수는 근래 2년간 가장 높은 6.2만 순증을 기록했다. 렌탈 신규 판매가 전년 대비 8% 증가해 호조였으며 2분기부터 정수기 성수기에 신제품 효과 및 의류청정기 출시로 강화된 제품 라인업에 힘입어 판매 호조는 더욱 가속화될 것이다.

Action : 내수 우려 일단락될 것, 해외 사업 확대와 배당 매력 주목

해외 합산 전체 계정수는 전년대비 6%, ARPU는 2%대 상승하여 성장 정체 국면에서 벗어날 것이다. 배당 수익률은 3.9%로 예상, 12MF PER 16배로 최근 3년간 밴드에서 하단이다. 정수기, 청정기 등 환경 가전 제품은 국내뿐 아니라 대기질과 수질 오염이 심각한 문제로 대두되는 아시아 지역에서 성장 잠재력이 있다. 해외 확장성과 내수 회복, 배당 매력에 근거 '매수' 의견을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/30)	2,515
주가(4/30)	87,500
시가총액(십억원)	6,457
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저(원)	111,000/83,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,604
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.4/60.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 7 인 27.4
	GIC Private Limited 7.4

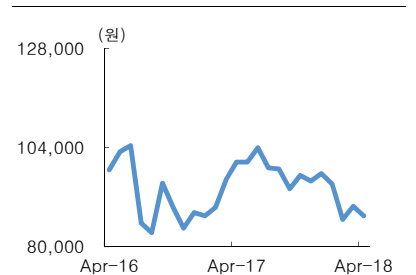
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	21.8	16.8	15.7
PBR(x)	6.3	5.0	4.5
ROE(%)	30.1	35.8	34.1
DY(%)	3.3	3.9	4.1
EV/EBITDA(x)	10.8	8.9	8.3
EPS(원)	4,484	5,205	5,588
BPS(원)	15,397	17,369	19,312

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.6)	(8.1)	(12.9)
KOSPI 대비(%p)	(5.4)	(8.6)	(27.0)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	610.2	623.4	629.6	653.6	647.8	(0.9)	6.2	656
영업이익	120.9	120.6	124.2	107.1	131.3	22.6	8.6	132
영업이익률(%)	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	3.9	0.5	20.0
세전이익	100.6	126.0	124.2	89.1	127.8	43.5	27.0	125
순이익	75.5	95.3	93.5	61.8	95.2	54.1	26.1	93

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	610	623	630	654	648	660	682	706	2,376	2,517	2,696	2,912	3,109
증감	(2.2)	12.3	7.9	6.4	6.2	5.9	8.3	8.1	2.6	5.9	7.1	8.0	6.8
렌탈 관련	407	416	414	413	411	420	429	441	1,592	1,651	1,701	1,775	1,854
증감	(3.7)	16.0	1.3	3.0	0.9	0.8	3.5	6.9	(4.7)	3.7	3.0	4.4	4.4
렌탈	370	380	379	379	379	388	398	409	1,424	1,506	1,574	1,660	1,744
증감	(2.8)	20.0	3.1	4.9	2.5	2.3	5.1	8.1	(4.5)	5.7	4.5	5.4	5.1
멤버십	38	37	36	34	32	32	31	32	168	145	127	115	110
증감	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(14.3)	(14.8)	(14.0)	(13.9)	(6.1)	(6.7)	(13.6)	(12.3)	(9.1)	(4.9)
금융리스	26	30	35	32	39	31	33	34	106	123	137	143	124
증감	20.5	5.6	30.0	11.3	49.0	3.0	(5.0)	7.2	157.9	16.4	11.5	4.5	(13.0)
일시불	46	50	47	49	44	51	50	55	196	192	200	208	219
증감	(9.1)	(6.8)	11.0	(0.2)	(4.4)	2.0	5.0	12.4	14.4	(1.9)	3.8	4.2	5.3
화장품	21	19	19	21	21	20	21	23	74	80	85	91	98
증감	4.0	8.1	7.2	10.7	(1.4)	8.0	8.0	12.1	(10.7)	7.4	6.6	7.0	8.0
수출	68	56	69	68	54	64	79	87	217	260	284	326	375
증감	19.9	(7.2)	42.6	30.0	(20.1)	15.0	15.0	28.0	45.1	19.9	9.2	15.0	15.0
기타	4	4	4	3	3	4	5	7	21	15	19	19	19
증감	(32.6)	(9.9)	(27.4)	(29.0)	(18.2)	7.0	10.0	96.1	(76.7)	(25.5)	20.8	1.0	2.0
자회사	72	84	82	99	106	108	110	124	274	337.0	448.2	562.1	673.8
증감	11.2	36.4	33.8	14.7	48.3	28.3	34.7	24.6	14.5	23.0	33.0	25.4	19.9
영업이익	121	121	124	107	131	129	132	125	339	473	516	554	595
증감	(2.2)	919.4	16.1	11.1	8.6	6.7	6.0	16.3	(26.9)	39.5	9.2	7.4	7.3
영업이익률	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.5	19.3	17.6	14.3	18.8	19.1	19.0	19.1

자료: 코웨이, 한국투자증권

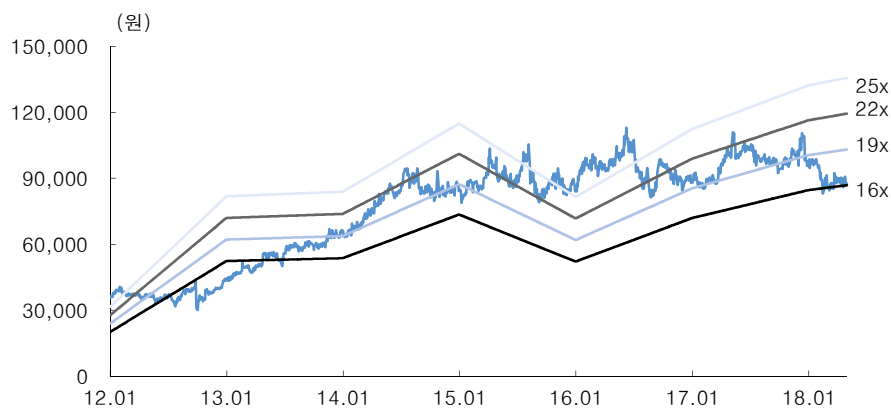
〈표 3〉 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총 계정수	5,713	5,746	5,745	5,748	5,784	5,834	5,854	5,873	5,704	5,748	5,873	6,062	6,238
총 계정 순증	9	33	(1)	3	36	50	20	19	(68)	45	125	189	176
증감	(1.4)	(1.7)	0.2	0.8	1.3	1.5	1.9	2.2	(1.2)	0.8	2.2	3.2	2.9
렌탈 계정수 (기말)	4,875	4,923	4,935	4,970	5,032	5,102	5,142	5,191	4,849	4,970	5,191	5,417	5,620
증감	0.3	0.0	2.3	2.5	3.2	3.6	4.2	4.4	0.4	2.5	4.4	4.4	3.8
렌탈 계정 순증	26	48	13	35	62	70	40	48	17	120	221	226	204
멤버십 계정수 (기말)	838	823	810	778	752	732	712	683	854	778	683	645	617
증감	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(8.9)	(10.2)	(11.0)	(12.1)	(12.3)	(9.0)	(8.9)	(12.3)	(5.5)	(4.3)
멤버십 계정 순증	(17)	(15)	(13)	(32)	(26)	(20)	(20)	(29)	(85)	(76)	(96)	(37)	(28)
신규 렌탈 판매	350	397	318	317	377	425	334	351	1,401	1,382	1,487	1,525	1,584
증감	(0.3)	3.2	11.5	(16.6)	7.9	7.0	5.0	10.6	(0.5)	(1.4)	7.6	2.6	3.8
렌탈 해지율	1.19	1.19	1.00	0.86	1.01	1.06	0.96	0.77	1.21	1.06	0.98	0.98	0.99
렌탈 ARPU	25,331	25,822	25,597	25,475	25,241	25,534	25,892	26,400	24,516	25,562	25,817	26,075	26,336
증감	(3.1)	19.8	1.9	2.4	(0.4)	(1.1)	1.2	3.6	(6.9)	4.3	1.0	1.0	1.0
멤버십 ARPU	14,895	14,734	14,657	14,397	14,026	14,174	14,275	15,400	15,568	14,771	14,476	14,476	14,476
증감	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(4.8)	(5.8)	(3.8)	(2.6)	7.0	1.7	(5.1)	(2.0)	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 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	733	791	811	874	1,004
현금성자산	66	110	81	87	156
매출채권및기타채권	323	340	364	393	423
재고자산	70	75	80	87	93
비유동자산	1,235	1,367	1,476	1,572	1,671
투자자산	55	56	60	65	70
유형자산	669	712	774	815	856
무형자산	183	184	197	213	229
자산총계	1,968	2,159	2,286	2,446	2,674
유동부채	735	1,125	1,120	1,134	1,177
매입채무및기타채무	255	268	287	309	333
단기차입금및단기사채	340	670	670	670	670
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	52	55	58	61
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	12	12	12	12	12
부채총계	784	1,177	1,175	1,192	1,238
지배주주지분	1,183	982	1,112	1,255	1,438
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129	129
기타자본	(159)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	1,180	963	1,093	1,236	1,419
비지배주주지분	1	0	(0)	(1)	(2)
자본총계	1,183	982	1,112	1,254	1,436

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	358	554	574	627	707
당기순이익	243	326	375	403	442
유형자산감가상각비	225	227	242	256	270
무형자산상각비	8	8	9	9	10
자산부채변동	(232)	(148)	(51)	(40)	(14)
기타	114	141	(1)	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(367)	(290)	(359)	(362)	(379)
유형자산투자	(328)	(337)	(317)	(311)	(325)
유형자산매각	15	14	14	14	14
투자자산순증	(43)	41	(4)	(5)	(5)
무형자산순증	(13)	(8)	(22)	(25)	(26)
기타	2	0	(30)	(35)	(37)
재무활동현금흐름	(40)	(218)	(245)	(259)	(259)
자본의증가	5	15	0	0	0
차입금의순증	264	330	(0)	(0)	(0)
배당금지급	(208)	(409)	(232)	(245)	(260)
기타	(101)	(154)	(13)	(14)	1
기타현금흐름	(0)	(2)	0	0	0
현금의증가	(50)	44	(29)	6	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

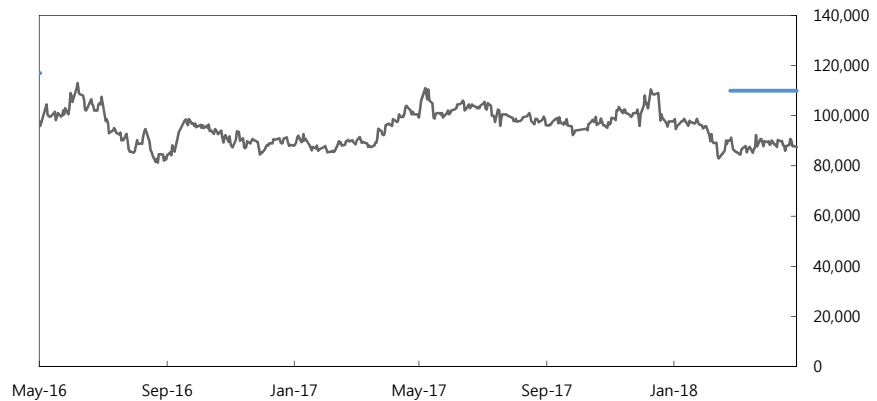
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376	2,517	2,697	2,908	3,130
매출원가	812	798	849	919	986
매출총이익	1,564	1,718	1,847	1,989	2,144
판매관리비	1,225	1,246	1,331	1,436	1,538
영업이익	339	473	516	554	605
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	6	12	18	18	18
이자비용	6	12	18	18	18
기타영업외손익	(10)	(22)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	324	440	499	537	589
법인세비용	80	114	125	134	147
연결당기순이익	243	326	375	403	442
지배주주지분순이익	244	326	375	403	442
기타포괄이익	(1)	7	0	0	0
총포괄이익	243	333	375	403	442
지배주주지분포괄이익	243	333	375	403	442
EBITDA	572	708	767	819	885

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,280	4,484	5,205	5,588	6,130
BPS	17,891	15,397	17,369	19,312	21,786
DPS	3,200	3,200	3,400	3,600	3,600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	5.9	7.1	7.9	7.6
영업이익증가율	(26.9)	39.5	9.2	7.2	9.4
순이익증가율	(29.0)	33.8	15.1	7.5	9.7
EPS증가율	(29.0)	36.7	16.1	7.4	9.7
EBITDA증가율	(17.2)	23.8	8.2	6.8	8.1
수익성(%)					
영업이익률	14.3	18.8	19.1	19.0	19.3
순이익률	10.3	13.0	13.9	13.9	14.1
EBITDA Margin	24.1	28.1	28.4	28.1	28.3
ROA	13.0	15.8	16.9	17.0	17.2
ROE	20.1	30.1	35.8	34.1	32.8
배당수익률	3.6	3.3	3.9	4.1	4.1
배당성향	96.3	71.2	65.4	64.4	58.7
안정성					
순차입금(십억원)	210	512	537	526	451
차입금/자본총계비율(%)	29.7	69.5	61.4	54.4	47.5
Valuation(X)					
PER	26.9	21.8	16.8	15.7	14.3
PBR	4.9	6.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	11.8	10.8	8.9	8.3	7.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이(021240)	2016.02.18	매수	117,000원	-17.9	-13.7
	2016.05.04	중립	-	-	-
	2017.05.04	1년경과	-	-	-
	2018.02.25	매수	110,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 30일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.