

코웨이(021240)

Above

In line

Below

중립(유지)

커지는 해외 사업, 내수 성장 전략 수립이 관전 포인트

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,545
주가(11/7)	98,200
시가총액(십억원)	7,347
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	111,000/84,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,849
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.4/59.4
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 8인 27.0
	GIC Private Limited 7.3

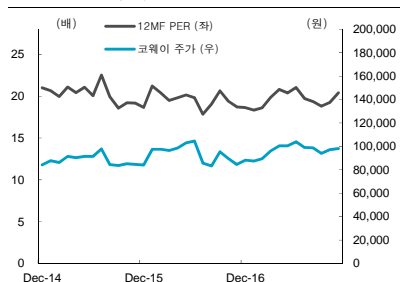
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	26.9	20.1	18.6
PBR(x)	4.9	5.0	4.7
ROE(%)	20.1	30.0	30.6
DY(%)	3.6	3.7	4.1
EV/EBITDA(x)	11.8	10.3	9.7
EPS(원)	3,280	4,884	5,285
BPS(원)	17,891	19,578	20,787

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	(7.4)	8.5
상대주가(%)	(1.8)	(20.9)	(18.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : 실적 정상화 궤도, 해외 사업 호조

3분기 매출액은 전년 대비 8% 증가한 6,300억원, 영업이익은 16% 증가한 1,240억원(영업 이익률 19.7%)으로 예상에 부합했다. 작년 3분기 매출 차감 113억원을 감안해도 약 6% 매출 성장이 고무적이다. 국내 렌탈(렌탈+멤버쉽)매출은 1.3% 증가에 그쳤고 작년 매출 차감을 고려하면 전년보다 소폭 감소했다. 그러나 수출 호조에 힘입어 비렌탈 부문이 22% 증가하고 말레이시아 고성장에 힘입어 주요 자회사 합산 매출액도 34% 증가했다. 계정수는 574.5만으로 전분기 대비 소폭 감소, 해지율은 1.00%로 전분기 1.19%에서 하락했다.

Positives : 말레이시아 렌탈 사업 고성장

해외 사업 성장이 고무적이다. 말레이시아 렌탈 계정수는 60만으로 전분기 대비 6.1만 계정이 증가, 말레이시아 법인 매출 성장률은 50%에 달했다. 금년 말레이시아 계정 순증은 20만 이상으로 예상, 말레이시아 계정은 전체 계정수의 약 10%를 차지하고 법인 매출액은 연결 매출의 약 8%를 차지할 전망이다. 연간 연결 매출 2~3% 성장을 견인하는 요인이다. 말레이시아 렌탈 ARPU는 국내보다 높고 빠른 속도로 성장하고 있다. 말레이시아 정수기 보급률은 약 20%로 파악되며 코웨이가 60만 계정으로 약 30% 시장 점유율을 확보하고 있다. 낮은 보급률과 저가 정수기 교체 수요를 감안할 때 성장성이 높아 보인다.

Negatives : 국내 사업 정체, 성장 전략이 향후 관전 포인트

국내 시장 경쟁은 심화되고 있다. 3분기 계정수는 증가하지 않았고 핵심 품목인 정수기를 비롯한 주요 품목에서 점유율은 하락하는 것으로 추정된다. 3분기 누적 렌탈 계정 순증은 8.6만(멤버쉽 포함 시 4.1만)으로 연간 렌탈 순증 가이던스인 23만 계정 달성은 어려워 보인다. 계정수와 ARPU는 2015년을 피크로 정체 국면이다. 정수기에서는 쿠팡전자와 SK매직이 빠르게 성장하고 있고 청정기 시장은 일식불 위주의 시장으로 형성, 기존 대형 가전 업체들의 점유율 확대가 빠르다. 향후 B2B 사업을 통한 타겟 확장 또는 신규 카테고리 확대를 통한 성장 전략 성과가 관전 포인트이다.

결론 : 긍정과 속제가 공존하는 가운데 주가는 박스권 예상

현재 12MF PER은 19배 수준이다. 동사의 12MF PER 밴드는 20~22배 수준에서 치열한 공방이다. 가시화되는 해외 사업 성장성, 렌탈 위주의 실적 안정성, 높은 배당수익률과 주주환원정책이 긍정적인 투자 포인트인 한편 내수 시장 점유율 하락과 수익성 피크를 지나 이제는 5~6% 내외의 매출 및 이익 성장이 예상된다는 점이 밸류에이션 리레이팅을 어렵게 한다. 투자의견 '중립'을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	639	630	(1.4)	599	1.0	7.9	2,507	2,469
영업이익	129	124	(3.7)	116	3.0	16.1	484	472
영업이익률	20.2	19.7	(0.5)	19.4	0.4	1.4	19.3	19.1
세전이익	128	124	(2.9)	115	(1.5)	37.9	472	451
순이익	96	93	(2.6)	87	(1.9)	37.8	355	341

나은채

ec.na@truefriend.com

이선호

sunho.lee@truefriend.com

〈표 1〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	624	555	584	614	610	623	630	644	2,315	2,376	2,507	2,662	2,819
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	(2.2)	12.3	7.9	4.8	7.2	2.6	5.5	6.2	5.9
렌탈 관련	423	359	409	401	407	416	414	417	1,671	1,592	1,655	1,709	1,765
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(3.7)	16.0	1.3	4.1	5.5	(4.7)	4.0	3.3	3.3
렌탈	380	316	367	361	370	380	379	382	1,491	1,424	1,509	1,571	1,632
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(2.8)	20.0	3.1	5.8	6.5	(4.5)	6.0	4.1	3.9
멤버십	43	43	42	40	38	37	36	35	180	168	146	138	133
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(11.9)	(13.6)	(14.7)	(11.4)	(2.1)	(6.7)	(12.9)	(5.0)	(3.9)
금융리스	22	29	27	28	26	30	35	25	41	106	116	120	120
증감	NM	NM	NM	8.8	20.5	5.6	30.0	(13.7)		157.9	9.7	3.4	0.0
일시불	51	54	43	49	46	50	47	58	171	196	201	208	217
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	(9.1)	(6.8)	11.0	18.1	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	8.1	7.2	9.1	3.4	(10.7)	7.0	7.0	7.0
수출	57	60	48	52	68	56	69	53	149	217	245	281	324
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	19.9	(7.2)	42.6	1.3	(10.8)	45.1	13.0	15.0	15.0
기타	6	4	6	5	4	4	4	7	89	21	19	19	19
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.6)	(32.6)	(9.9)	(27.6)	39.1	52.2	(76.7)	(10.0)	0.0	1.0
자회사	64	62	61	87	72	84	82	90	239	274	328	410	485
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	11.2	36.4	33.8	4.2	18.0	14.5	19.7	25.1	18.1
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	118	463	339	484	514	544
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	919.4	16.0	22.8	27.1	(26.9)	42.9	6.2	5.9
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	18.4	20.0	14.3	19.3	19.3	19.3

자료: 코웨이, 한국투자증권

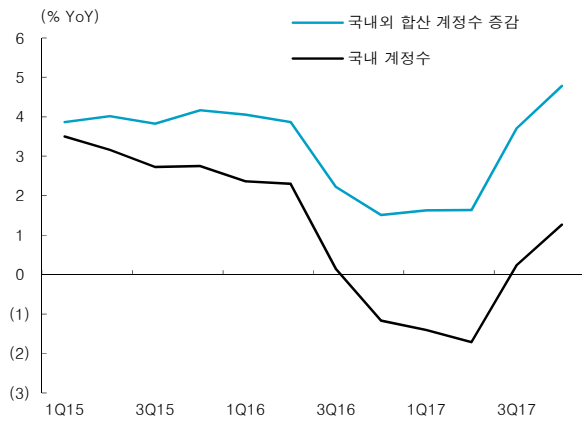
〈표 2〉렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총 계정수	5,794	5,846	5,732	5,704	5,713	5,746	5,745	5,776	5,771	5,704	5,776	5,888	5,972
총 계정 순증	23	51.4	(114.1)	(28)	9	33	(1)	31	155	(68)	72	112	84
증감	2.4	2.3	0.1	(1.2)	(1.4)	(1.7)	0.2	1.3	2.8	(1.2)	1.3	1.9	1.4
렌탈 계정수(기말)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,935	4,969	4,832	4,849	4,969	5,118	5,226
증감	4.2	3.7	0.9	0.4	0.3	0.0	2.3	2.5	5.0	0.4	2.5	3.0	2.1
렌탈 계정 순증	29	60	(98)	26	26	48	13	34	232	17	120	148	109
멤버십 계정수(기말)	933	924	908	854	838	823	810	806	939	854	806	771	746
증감	(6.2)	(4.4)	(3.8)	(9.0)	(10.2)	(11.0)	(10.8)	(5.6)	(7.6)	(9.0)	(5.6)	(4.4)	(3.2)
멤버십 계정 순증	(6)	(9)	(16)	(54)	(17)	(15)	(13)	(3)	(77)	(85)	(48)	(36)	(25)
신규 렌탈 판매	351	385	285	381	350	397	318	450	1,409	1,401	1,515	1,521	1,535
증감	3	3.8	(15.6)	5.8	(0)	3	11	18	5.9	(0.5)	8	0	1
렌탈 해지율(%)	1.00	1.01	1.53	1.26	1.19	1.19	1.00	1.16	1.00	1.21	1.14	1.16	1.19
렌탈 ARPU	26,140	21,548	25,108	24,871	25,331	25,822	25,597	25,698	26,345	24,516	25,619	25,952	26,290
증감	0.0	(18.0)	(4.7)	(5.7)	(3.1)	19.8	1.9	3.3	2.0	(6.9)	4.5	1.3	1.3
멤버십 ARPU	15,279	15,256	15,317	15,131	14,895	14,734	14,657	14,611	15,311	15,568	14,634	14,634	14,634
증감	0.2	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(3.4)	(4.3)	(3.4)	1.6	1.7	(6.0)	0.0	0.0

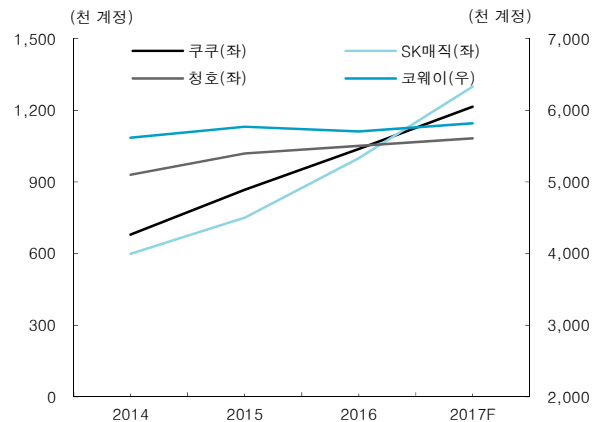
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 합산 계정수 증가율은 3분기부터 회복



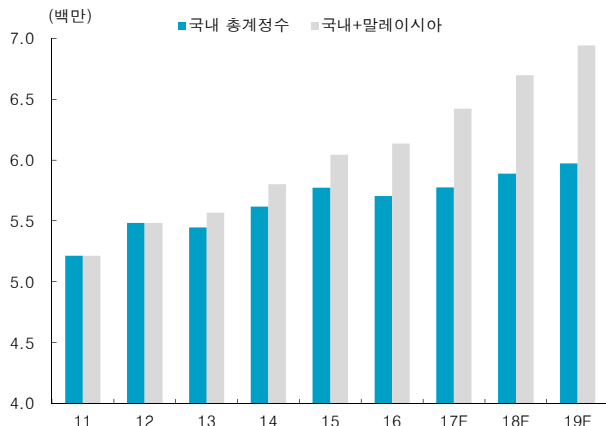
주: 국내+말레이시아 계정수
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 국내 2위권 업체들 계정수 빠른 상승



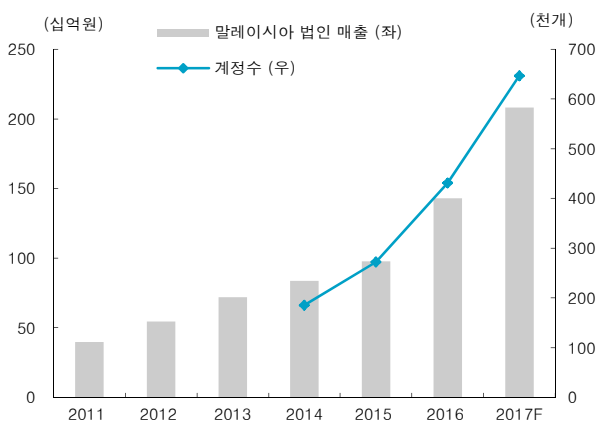
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 국내 가입자수 정체 국면, 해외 사업 성장



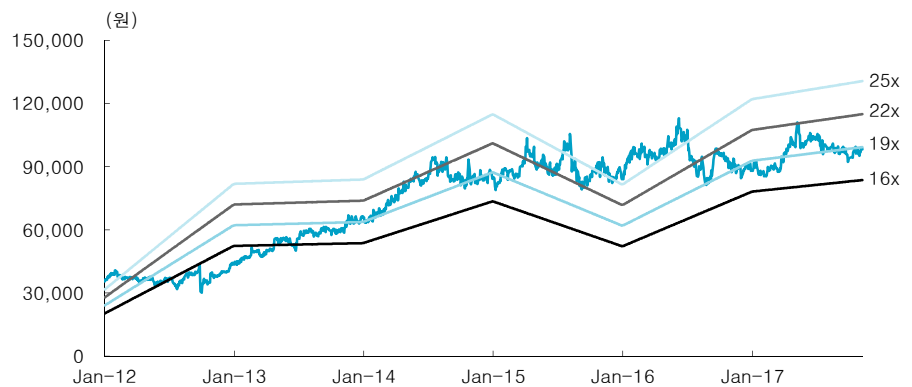
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 말레이시아 매출 고성장



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 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%), 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	778	826	874
현금성자산	116	66	75	80	85
매출채권및기타채권	283	323	326	346	366
재고자산	70	70	88	93	99
비유동자산	1,122	1,235	1,327	1,426	1,505
투자자산	51	52	55	58	62
유형자산	700	669	731	793	835
무형자산	169	183	193	205	217
자산총계	1,775	1,968	2,105	2,252	2,379
유동부채	473	735	802	856	883
매입채무및기타채무	259	255	283	301	319
단기차입금및단기사채	80	340	440	440	440
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	121	123	126
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	12	82	82	82
부채총계	537	784	923	980	1,009
지배주주지분	1,237	1,183	1,182	1,272	1,372
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127	127
기타자본	(103)	(159)	(258)	(258)	(258)
이익잉여금	1,177	1,180	1,279	1,370	1,470
비지배주주지분	1	1	0	(0)	(1)
자본총계	1,238	1,183	1,182	1,272	1,370

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	513	358	526	642	651
당기순이익	343	243	354	375	398
유형자산감가상각비	220	225	229	243	257
무형자산상각비	8	8	9	10	10
자산부채변동	(195)	(232)	(66)	15	(13)
기타	137	114	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(329)	(367)	(333)	(353)	(349)
유형자산투자	(329)	(328)	(290)	(304)	(299)
유형자산매각	9	15	0	0	0
투자자산순증	0	(43)	(4)	(4)	(4)
무형자산순증	(5)	(13)	(19)	(22)	(22)
기타	(4)	2	(20)	(23)	(24)
재무활동현금흐름	(213)	(40)	(184)	(284)	(298)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(77)	264	170	0	0
배당금지급	(148)	(208)	(235)	(256)	(284)
기타	7	(101)	(119)	(28)	(14)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(31)	(50)	9	5	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

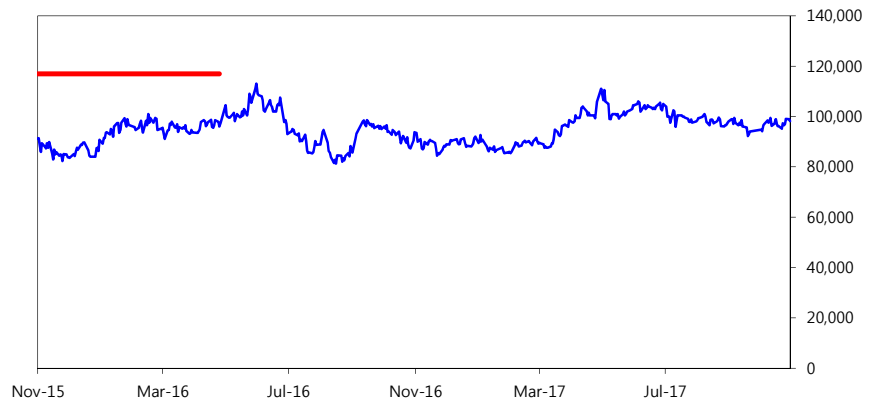
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,507	2,662	2,819
매출원가	729	812	787	839	894
매출총이익	1,586	1,564	1,720	1,824	1,925
판매관리비	1,123	1,225	1,236	1,310	1,381
영업이익	463	339	484	514	544
금융수익	1	1	1	1	2
이자수익	1	1	1	1	2
금융비용	4	6	27	16	16
이자비용	4	6	12	16	16
기타영업외손익	(6)	(10)	14	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	454	324	472	500	530
법인세비용	111	80	118	125	133
연결당기순이익	343	243	354	375	398
지배주주지분순이익	343	244	355	375	398
기타포괄이익	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	334	243	353	374	397
지배주주지분포괄이익	334	243	354	375	397
EBITDA	691	572	722	766	811

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,621	3,280	4,884	5,285	5,606
BPS	17,654	17,891	19,578	20,787	22,110
DPS	2,800	3,200	3,600	4,000	4,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.2	2.6	5.5	6.2	5.9
영업이익증가율	27.1	(26.9)	42.9	6.2	5.9
순이익증가율	37.4	(29.0)	45.6	5.8	6.1
EPS증가율	37.5	(29.0)	48.9	8.2	6.1
EBITDA증가율	19.5	(17.2)	26.2	6.2	5.9
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	19.3	19.3	19.3
순이익률	14.8	10.3	14.1	14.1	14.1
EBITDA Margin	29.8	24.1	28.8	28.8	28.8
ROA	20.2	13.0	17.4	17.2	17.2
ROE	30.2	20.1	30.0	30.6	30.1
배당수익률	3.3	3.6	3.7	4.1	4.3
배당성향	60.6	96.3	72.1	75.7	74.9
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	210	367	357	348
차입금/자본총계비율(%)	7.1	29.7	44.1	41.0	38.1
Valuation(X)					
PER	18.2	26.9	20.1	18.6	17.5
PBR	4.8	4.9	5.0	4.7	4.4
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.3	9.7	9.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
코웨이(021240)	2015.08.04	매수	117,000원	-22.4	-9.8
	2016.05.04	중립	-	-	-
	2017.05.04	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 7일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.