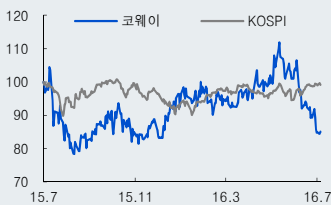


생활소비재

Results Comment
2016.8.3

(Downgrade)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	95,000
현재주가(16/08/02, 원)	85,900
상승여력	11%

영업이익(16F,십억원)	287
Consensus 영업이익(16F,십억원)	448
EPS 성장률(16F,%)	-38.0
MKT EPS 성장률(16F,%)	19.6
P/E(16F,x)	31.1
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	2,019.03
시가총액(십억원)	6,625
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.4
외국인 보유비중(%)	54.2
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	79,200
52주 최고가(원)	113,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-20.1 -11.5 -12.2
상대주가	-21.3 -16.5 -11.7



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

강서은
02-768-4062
seooun.kang@dwsec.com

코웨이 (021240)

사회적 책임에 대한 최선의 사례

대규모 일회성 비용 반영으로 2Q16 연결 영업이익 118억원(-89% YoY) 기록

코웨이의 2Q16 연결기준 잠정실적은 매출액 5,550억원(-0.1% YoY), 영업이익 118억원(-89.3% YoY), 영업이익률 2.1%로 발표되었다. 절대 영업이익 수치 기준으로는 당사 추정치와 컨센서스를 각각 90%, 89% 하회한 어닝 쇼크였다.

예상치 못한 저조한 실적의 원인은 대규모 일회성 비용 반영에 있다. 지난 7월 일부 부품의 결함이 발견된 얼음정수기 모델 3종에 대한 적극적 리콜을 진행하였고, 관련 매출 손실분과 비용 증가 영향을 2분기에 일시적으로 반영했기 때문이다. 당 분기 영업이익으로의 영향은 총 1,221억원에 이른다(매출 환불액 679억원, 매출원가 46억원, 판매관리비 496억원, 영업외비용 29억원). 일회성 비용 효과를 제거할 경우 정상 영업이익은 1,340억원으로 당사 추정치와 컨센서스를 각각 11%, 20% 상회한 높은 수치였다.

2016년 상반기까지 렌탈 판매는 총 73.5만대로 연간 가이던스 147만대의 50%를 달성한 수치였다. 신제품 판매 호조와 청정기에 대한 근원의 수요 증가, 매트리스 사업 고성장 지속의 복합적인 결과였던 것으로 보인다. 1Q16부터 고성장을 재개한 ODM 수출 실적은 당 분기에도 +62.2% YoY의 외형 확대를 시현했고, 말레이시아와 미국 법인을 주축으로 한 해외 법인향 매출 실적도 +45.0% YoY 증가했다.

한국 소비자 시장에 전례 없는 최선의 대응 사례

코웨이는 1989년부터 정수기를 비롯한 다양한 환경가전을 판매해왔고, 특유의 렌탈 시스템과 결합한 모델을 국내 시장에 런칭한지도 19년차에 이른다. 코웨이의 포트폴리오를 구성하는 대부분의 제품은 런칭 당시 수요가 부재한 신생 아이템이었으며, 렌탈 모델을 주축으로 성장해온 기간 동안 국내 소비자와 형성해온 신뢰관계는 정성적 가치의 핵심을 이룬다.

금번 리콜 사태가 외부 보도를 통해 알려진 점은 장기간의 신뢰를 고려할 때 아쉬울 수 밖에 없다. 하지만 코웨이가 사회적 책임과 소비자 불만에 대응하는 모습은 적절히 평가될 가치가 있다. 과거 소비자 영역에서 다수의 안정성 문제가 불거져왔지만(생활용품, 자동차 등) 현재 코웨이와 같은 자발적이고 적극적인 대응 방침은 전례가 없다. 또한 환불 대상 고객의 약 70~80%가 신규 제품 재렌탈을 결정한 점은 제품력과 서비스에 대한 신뢰를 재확인하는 indicator로 판단된다. 가치의 핵심을 정확히 인지하고 대응하는 모습, 타 경쟁업체와 비교되기 힘든 R&D 역량과 품질 관리 능력은 여전히 간과될 수 없는 근원의 경쟁력이다.

코웨이의 목표주가를 2016년 대규모 비용 반영 영향을 반영하여 재산출하였다(DCF모델을 유지). 새로 산출된 목표주가 95,000원(기존 122,000원, 22% 하향)의 현 주가대비 상승여력이 11%에 불과해 투자 의견을 “매수”에서 “Trading BUY”로 하향하여 제시한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,446	2,589	2,696
영업이익 (십억원)	339	364	463	287	472	490
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	11.7	18.2	18.2
순이익 (십억원)	245	250	343	213	349	363
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	2,758	4,526	4,706
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	17.1	25.9	23.9
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	31.1	19.0	18.3
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	4.8	4.2	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

2Q16 Review

표 1. 2Q16 Review

(십억원, %)

	2Q15	1Q16	2Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	555	624	555	661	626	-0.1	-11.0
영업이익	110	124	12	121	112	-89.3	-90.5
영업이익률 (%)	19.9	19.8	2.1	18.3	17.9		
세전이익	109	125	5	120	101	-95.2	-95.8
순이익	83	95	3	89	88	-96.6	-97.1

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 일회성 비용 반영 전 2Q16 실적

(십억원, %)

	2Q15	1Q16	2Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	555	624	623	661	626	12.2	-0.1
영업이익	110	124	134	121	112	21.3	8.4
영업이익률 (%)	19.9	19.8	21.5	18.3	17.9		
세전이익	109	125	N/A	121	101	N/A	N/A
순이익	83	95	N/A	90	88	N/A	N/A

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 얼음정수기 리콜 관련한 일회성 재무적 영향

(십억원)

구분	금액	비고
총 영업이익 영향분	122.1	
매출액	67.9	회수대상 얼음정수기 106,152대에 대한 고객 환불액
매출원가	4.6	제품폐기관련 32억원, 설치수수료 15억원 총당금 설정
판매관리비	49.6	렌탈자산폐기손실 301억원, 판매수수료, 지급수수료, 외주용역비 등 195억원 총당금 설정
영업 외 비용	2.9	3개모델 단종에 따른 금형폐기손상차손

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,559	2,737	2,446	2,589	-4.4	-5.4	얼음정수기 리콜 영향 반영
영업이익	481	521	287	472	-40.3	-9.5	일회성 비용과
세전이익	431	521	291	472	-32.5	-9.5	렌탈자산폐기손실 증가 영향
순이익	322	386	213	349	-33.8	-9.5	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

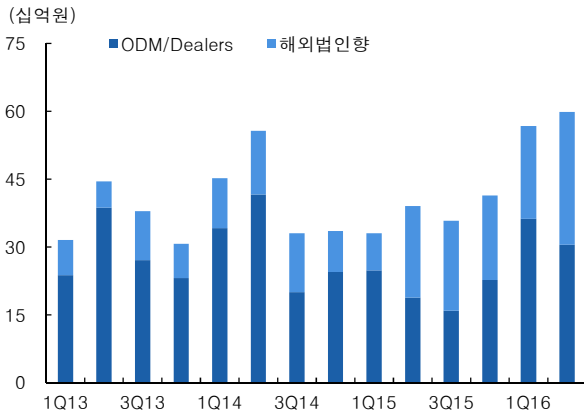
표 5. 코웨이 DCF Valuation 내역

(십억원, %, 원)

	16F	17F	18F	19F	20F
EBIT	287	472	490	498	507
- EBIT에 대한 세금	77	123	127	130	132
- CAPEX	310	230	230	234	238
- 순운전자본 증가(감소)	7	25	33	34	34
+ 감가상각비	179	183	190	193	196
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	48	48	50	48	50
FCFF	127	332	346	350	357
추정마지막년도 FCFF	336				
Terminal Value	7,959				
Terminal Growth	2%				
NPV of FCFF		1,429			
PV of Terminal Value		5,928			
Enterprise Value		7,357			
Cash & Equivalents		39			
Other Investment		27			
Interest Bearing Debt		120			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		7,302			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		95,000			
현재주가 (원)		85,900			
Upside (%)		10.6%			

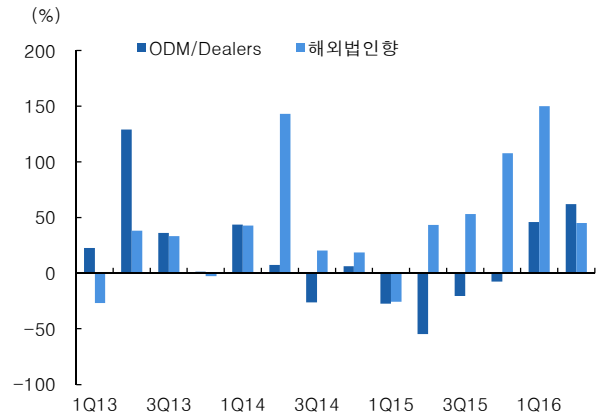
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 해외사업 매출 실적 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 해외사업 부문별 성장률 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,446	2,589	2,696
매출원가	729	827	850	883
매출총이익	1,586	1,619	1,739	1,813
판매비와관리비	1,123	1,332	1,268	1,323
조정영업이익	463	287	472	490
영업이익	463	287	472	490
비영업손익	-9	4	0	0
금융손익	-3	-3	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	291	472	490
계속사업법인세비용	111	78	123	128
계속사업이익	343	213	349	363
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	213	349	363
지배주주	343	213	349	363
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	334	214	349	363
지배주주	334	214	349	363
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	691	474	661	686
FCF	184	-159	267	279
EBITDA 마진율 (%)	29.8	19.4	25.5	25.4
영업이익률 (%)	20.0	11.7	18.2	18.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	8.7	13.5	13.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	603	810	965
현금 및 현금성자산	116	39	218	338
매출채권 및 기타채권	271	270	282	294
재고자산	70	71	87	90
기타유동자산	196	223	223	243
비유동자산	1,122	1,226	1,221	1,208
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	772	771	762
무형자산	169	170	163	157
자산총계	1,775	1,829	2,031	2,173
유동부채	473	504	506	508
매입채무 및 기타채무	219	230	240	250
단기금융부채	80	109	109	0
기타유동부채	174	165	157	258
비유동부채	64	77	77	77
장기금융부채	9	11	11	0
기타비유동부채	55	66	66	77
부채총계	537	581	583	586
지배주주지분	1,237	1,247	1,447	1,587
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,177	1,182	1,382	1,522
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,238	1,248	1,448	1,588

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	151	497	509
당기순이익	343	213	349	363
비현금수익비용가감	448	274	296	307
유형자산감가상각비	220	179	183	190
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	220	88	106	111
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-257	-25	-33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-10	-11	-12
재고자산 감소(증가)	-5	6	-15	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	2	3	3
법인세납부	-83	-78	-123	-128
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-263	-165	-163
유형자산처분(취득)	-320	-272	-182	-180
무형자산감소(증가)	-5	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-20	-3	-3
기타투자활동	-2	31	20	20
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	35	-152	-227
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	30	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	0	-149	-223
기타재무활동	11	5	-3	-4
현금의 증가	-31	-78	180	120
기초현금	147	116	39	218
기말현금	116	39	218	338

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	31.1	19.0	18.3
P/CF (x)	8.2	13.6	10.3	9.9
P/B (x)	4.8	4.8	4.2	3.9
EV/EBITDA (x)	9.3	14.1	9.8	9.3
EPS (원)	4,449	2,758	4,526	4,706
CFPS (원)	10,263	6,317	8,365	8,684
BPS (원)	17,654	17,731	20,327	22,138
DPS (원)	2,800	2,000	3,000	3,600
배당성향 (%)	60.6	70.0	64.0	73.8
배당수익률 (%)	3.3	2.3	3.5	4.2
매출액증가율 (%)	7.2	5.7	5.8	4.1
EBITDA증가율 (%)	19.6	-31.4	39.5	3.8
조정영업이익증가율 (%)	27.2	-38.0	64.5	3.8
EPS증가율 (%)	37.4	-38.0	64.1	4.0
매출채권 회전을 (회)	10.0	9.6	10.0	9.9
재고자산 회전을 (회)	35.2	34.7	32.8	30.5
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.1	14.6	14.5
ROA (%)	20.2	11.8	18.1	17.3
ROE (%)	30.2	17.1	25.9	23.9
ROIC (%)	31.7	17.0	26.9	27.5
부채비율 (%)	43.4	46.6	40.3	36.9
유동비율 (%)	138.2	119.7	160.1	189.9
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	4.3	-8.7	-15.5
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	85.5	144.8	150.4

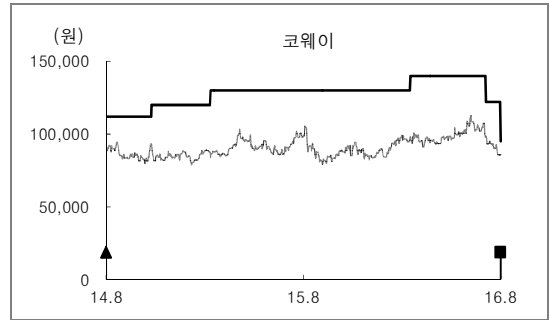
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

사회적 책임에 대한 최선의 사례

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2016.08.02	Trading Buy	95,000원
	2016.07.06	매수	122,000원
	2016.02.17	매수	140,000원
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.29	매수	112,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
70.73%	17.56%	11.71%	0.00%

* 2016년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.