

# 코웨이 (021240)

## 위기가 곧 기회인 이유

### 매수 (유지)

주가 (8월 2일)	85,900 원
목표주가	130,000 원 (유지)
상승여력	51.3%

<b>공영규</b>	☎ (02) 3772-1527
	✉ jxlove1983@shinhan.com
<b>이문중</b>	☎ (02) 3772-1586
	✉ mj1224@shinhan.com

KOSPI	2,019.03p
KOSDAQ	700.90p
시가총액	6,625.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	77.1 백만주
유동주식수	50.5 백만주(65.4%)
52 주 최고가/최저가	113,000 원/79,200 원
일평균 거래량 (60 일)	200,299 주
일평균 거래액 (60 일)	19,609 백만원
외국인 지분율	54.20%
주요주주	코웨이홀딩스 외 10 인 31.07%
	국민연금 6.04%
절대수익률	3 개월 -12.3%
	6 개월 -11.5%
	12 개월 -12.2%
KOSPI 대비	3 개월 -14.0%
상대수익률	6 개월 -16.5%
	12 개월 -11.7%

- ◆ 2Q16 1회성 비용(1,221억원) 제외한 영업이익은 컨센서스를 12% 상회
- ◆ 8월 중 불확실성 해소, 하반기 실적 정상화 예상, 해외 성장 모멘텀 유효
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가 130,000원 유지

### 2Q16 1회성 비용(1,221억원) 제외한 영업이익은 컨센서스를 12% 상회

K-IFRS 별도 기준 2분기 매출액은 5,230억원(-0.9% YoY), 영업이익은 214억원(-80.9% YoY)을 기록했다. 얼음정수기 리콜 비용으로 1,221억원(렌탈료 환불액 679억원, 렌탈자산 폐기손실 301억원)이 반영됐다. 1회성 비용을 제외한 영업이익은 1,435억원(+28.5% YoY)으로 컨센서스를 12% 상회했다.

### 8월 중 불확실성 해소, 하반기 실적 정상화 예상, 해외 성장 모멘텀 유효

얼음정수기(106,152대)에서 니켈 검출 이슈가 불거지자 최근 1개월 사이 주가는 약 20% 하락했다. 단기 실적에 미치는 영향은 2분기에 반영됐다. 현재 정부의 합동 조사가 진행중으로 8월 중 결과 발표가 예상된다. 니켈 관련 유해성이 확인되지 않는다면 불확실성은 완전히 해소될 수 있다.

렌탈 판매량은 회복 추이를 보이고 있다. 문제가 된 얼음정수기 이용 고객의 80%도 6개월 렌탈료 면제 조건으로 재계약을 체결했다. 하반기 렌탈료 할인으로 인한 영업이익 감익 효과는 분기 약 50억원으로 추정된다. 마케팅비 감소(50억원)가 상쇄되기에 영업이익은 분기 1,300억원 대를 회복할 전망이다. 기저 효과로 2017년에는 큰 폭의 실적 개선(영업이익 +40% YoY)이 기대된다.

말레이시아(+56% YoY)와 미국 법인(+12% YoY)의 렌탈 계정이 지속적으로 증가하고 있다. 하이얼(1169 HK)과 준비중인 중국 정수기 사업도 근시일내에 구체화 될 전망이다. 국내 사업뿐 아니라 해외 성장 모멘텀도 유효하다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 130,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 130,000원을 유지한다. 적용 EPS(주당순이익)를 2016년에서 12개월 Forward 기준으로 변경했다. 실적 가시성이 높은 2017년 예상 PER(주가수익비율)은 15배로 PER 밴드 하단이다. 기말 배당수익률은 3%를 상회한다. 불확실성이 해소되는 8월 중 주가의 반등을 기대한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2014	2,013.6	377.5	329.7	242.9	3,150	(4.1)	13,732	26.7	11.4	6.1	24.0	6.3
2015	2,161.3	463.0	460.8	349.4	4,531	43.8	16,459	18.6	9.6	5.1	30.0	(0.4)
2016F	2,260.4	412.2	402.3	312.3	3,975	(12.3)	17,999	21.6	10.4	4.8	23.1	(7.6)
2017F	2,461.5	575.2	572.1	442.9	5,637	41.8	20,364	15.2	8.1	4.2	29.4	(15.7)
2018F	2,577.8	613.7	614.8	476.0	6,059	7.5	22,965	14.2	7.3	3.7	28.0	(36.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

코웨이의 2Q16 실적 발표 자료

(십억원)	2Q16P	1Q16	%QoQ	2Q15	%YoY	신한금융	컨센서스
매출액	590.9	577.6	2.3	527.5	12.0	584.2	586.9
영업이익	143.5	126.9	13.1	111.7	28.5	128.2	127.8
순이익	107.1	92.2	16.1	85.0	26.0	96.2	80.9
영업이익률 (%)	24.3	22.0		21.2		21.9	21.8
순이익률 (%)	18.1	16.0		16.1		16.5	13.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 얼음정수기 리콜 관련 1회성 비용(매출액 679억원, 매출원가 46억원, 판매관리비 496억원) 제외한 실적

코웨이의 수익 추정 변경

(십억원)	2015P			2016F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	2,344.5	2,260.4	(3.6)	2,466.6	2,461.5	(0.2)
영업이익	518.2	412.2	(20.5)	551.9	575.2	4.2
연결 순이익	379.9	300.8	(20.8)	415.1	435.9	5.0

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

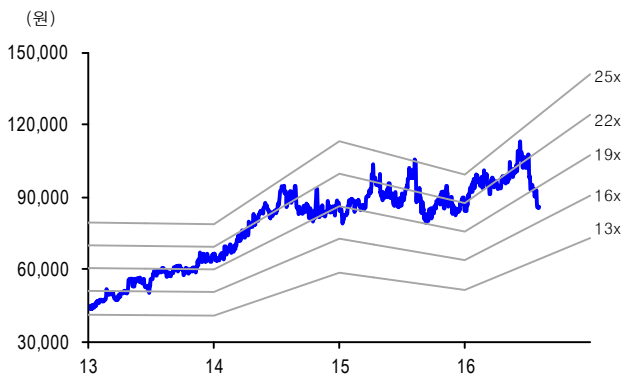
코웨이의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2016년 순이익	300.8	12개월 Forward 순이익	379.6	2017년 순이익	435.9
EPS (원)	3,901	EPS (원)	4,922.4	EPS (원)	5,652
PER (x)	33	Target PER (x)	26	PER (x)	23
목표주가 (원)	130,000	목표주가 (원)	130,000	목표주가 (원)	130,000
현재주가 (원)	85,900	현재주가 (원)	85,900	현재주가 (원)	85,900
현재주가 PER (x)	22.0	현재주가 PER (x)	17.5	현재주가 PER (x)	15.2

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

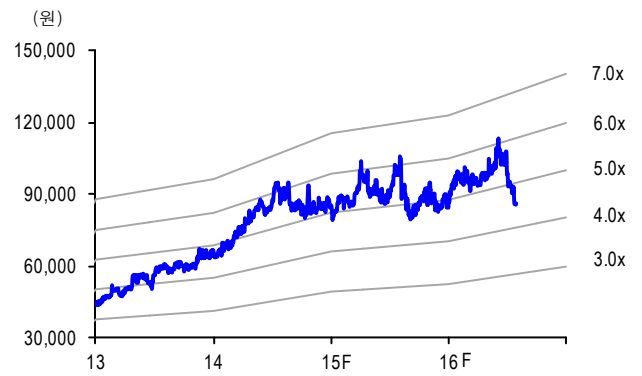
주: Target PER은 과거 2개년 평균 PER 20배를 30% 할증하여 계산

코웨이의 12개월 Forward PER 밴드



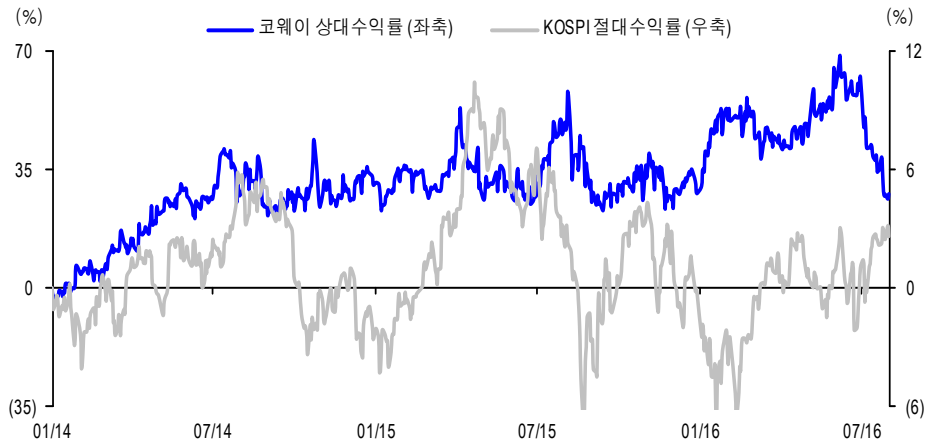
자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이의 12개월 Forward PBR 밴드



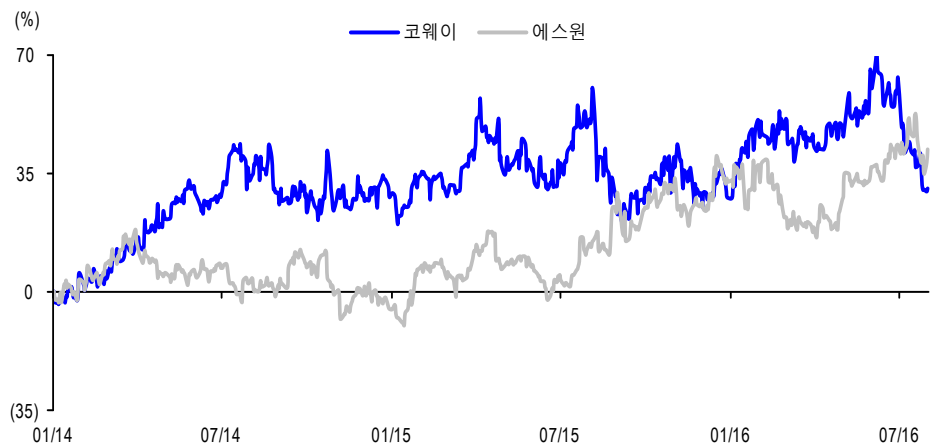
자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이의 KOSPI 대비 상대주가 추이(2014년~현재)



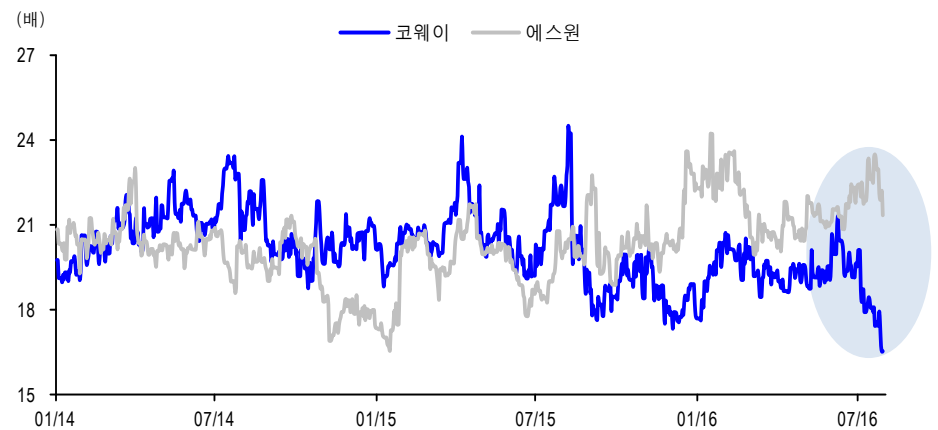
자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이, 에스원의 상대주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이, 에스원의 12개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

코웨이의 영업실적 추정					
(십억원)	14	15	16F	17F	18F
매출액	2,013.7	2,161.3	2,260.4	2,461.5	2,577.8
증감률 (% YoY)	4.1	7.3	4.6	8.9	4.7
렌탈 가입자 (건)	4,600,582	4,832,434	4,939,442	5,052,996	0
증감률 (% YoY)	3.7	5.0	2.2	2.3	0.0
렌탈 ARPU (원)	25,647	26,226	24,512	26,132	0
렌탈 매출	1,390.3	1,484.4	1,437.2	1,566.7	1,624.0
렌탈 등록 매출	10.2	6.7	4.4	2.9	1.9
금융리스(매트리스)		40.9	104.7	116.7	126.5
멤버십 매출	183.4	179.6	169.9	166.9	164.3
일시불 매출	123.5	171.2	209.8	233.0	248.8
수출	167.4	149.3	239.3	274.6	304.7
ODM	120.3	82.2	130.9	136.2	146.6
해외 법인	47.1	67.1	108.4	138.4	158.1
화장품 매출	80.4	83.1	75.4	80.8	87.4
기타	58.4	46.1	19.7	19.7	20.2
<b>증감률 (% YoY)</b>					
렌탈	5.3	6.8	(3.2)	9.0	3.7
렌탈 등록	(22.4)	(34.4)	(34.4)	(34.4)	(34.4)
금융리스(매트리스)			155.9	11.5	8.3
멤버십	6.4	(2.0)	(5.4)	(1.7)	(1.6)
일시불	(17.3)	38.6	22.5	11.1	6.8
수출	15.8	(10.8)	60.3	14.7	11.0
화장품	5.3	3.3	(9.2)	7.1	8.1
기타(리빙+수처리)	1.2	(21.1)	(57.2)	(0.0)	2.7
매출원가	673.4	679.5	769.5	816.3	860.2
매출원가율 (%)	33.4	31.4	34.0	33.2	33.4
매출총이익	1,340.3	1,481.8	1,490.9	1,645.2	1,717.6
매출총이익률 (%)	66.6	68.6	66.0	66.8	66.6
판매비외관리비	962.7	1,018.9	1,078.7	1,069.9	1,103.9
판매비율 (%)	47.8	47.1	47.7	43.5	42.8
영업이익	377.6	463.0	412.2	575.2	613.7
영업이익률 (%)	18.8	21.4	18.2	23.4	23.8
증감률 (% YoY)	13.3	22.6	(11.0)	39.6	6.7
금융수익	2.2	1.1	1.3	2.6	6.7
금융비용	10.8	4.3	3.4	1.9	1.7
기타영업외손익	(8.5)	0.9	(7.8)	(3.8)	(3.8)
세전이익	329.8	460.8	402.3	572.1	614.8
법인세비용	86.8	111.3	95.7	137.3	147.6
법인세율 (%)	26.3	24.2	23.8	24.0	24.0
당기순이익	243.1	349.4	306.5	434.8	467.3
순이익률 (%)	12.1	16.2	13.6	17.7	18.1
증감률 (% YoY)	(4.0)	43.8	(12.3)	41.8	7.5
자회사 손익	6.6	(6.3)	(5.7)	1.1	2.3
연결 순이익	249.7	343.1	300.8	435.9	469.6
증감률 (% YoY)	1.9	37.4	(12.3)	44.9	7.7
별도 기준 EPS (원)	3,150	4,531	3,975	5,637	6,059
연결 기준 EPS (원)	3,238	4,449	3,901	5,652	6,088

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준  
 주: 2013년 렌탈 가입자는 채권 미회수 계정 365,316개 제외

코웨이의 분기별 실적 추이 및 전망															
(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	15	16F	17F
매출액	506.1	527.5	545.7	582.1	577.6	523.0	574.4	585.5	605.5	613.0	617.5	625.4	2,161.3	2,260.4	2,461.5
증감률 (% YoY)	2.3	0.8	10.0	16.5	14.1	(0.9)	5.3	0.6	4.8	17.2	7.5	6.8	7.3	4.6	8.9
렌탈 매출	361.3	369.4	374.8	378.8	378.8	315.0	370.0	373.3	387.2	391.3	392.5	395.7	1,484.4	1,437.2	1,566.7
렌탈 등록 매출	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	6.7	4.4	2.9
금융리스(매트)			14.8	26.1	21.5	28.6	26.3	28.3	28.1	29.0	29.4	30.1	40.9	104.7	116.7
멤버십 매출	46.0	45.4	44.5	43.7	42.9	42.5	42.3	42.2	42.0	41.8	41.6	41.5	179.6	169.9	166.9
일시불 매출	30.0	41.4	45.6	54.2	50.5	54.1	51.5	53.8	57.3	58.8	56.8	60.1	171.2	209.8	233.0
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	56.7	59.8	60.4	62.5	65.2	66.8	71.1	71.5	149.3	239.3	274.6
화장품 매출	23.1	21.1	18.6	20.2	20.1	17.3	18.1	19.9	19.8	19.7	20.3	20.9	83.1	75.4	80.8
기타	10.6	9.4	10.0	16.1	5.8	4.5	4.7	4.6	5.0	4.8	4.9	4.9	46.1	19.7	19.7
매출원가	159.3	166.8	168.7	184.8	190.3	192.6	191.5	195.1	200.0	202.7	205.6	208.0	679.5	769.5	816.3
매출원가율 (%)	31.5	31.6	30.9	31.7	33.0	36.8	33.3	33.3	33.0	33.1	33.3	33.3	31.4	34.0	33.2
판매비와관리비	247.9	249.0	251.4	270.5	260.4	309.0	253.6	255.8	271.5	265.1	265.5	267.9	1,018.9	1,078.7	1,069.9
판매비율 (%)	49.0	47.2	46.1	46.5	45.1	59.1	44.1	43.7	44.8	43.2	43.0	42.8	47.1	47.7	43.5
영업이익	98.9	111.7	125.6	126.8	126.9	21.4	129.3	134.6	134.0	145.3	146.4	149.5	463.0	412.2	575.2
영업이익률 (%)	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1	22.5	23.0	22.1	23.7	23.7	23.9	21.4	18.2	23.4
증감률 (% YoY)	10.1	14.4	29.5	36.1	28.3	(80.9)	3.0	6.1	5.6	579.7	13.2	11.1	22.6	(11.0)	39.6
금융수익	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	1.1	1.3	2.6
금융비용	0.9	1.7	0.9	0.8	0.7	2.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	4.3	3.4	1.9
기타영업외손익	(0.1)	1.1	6.7	(6.8)	(4.6)	(1.7)	(0.0)	(1.5)	(0.9)	(1.0)	(0.8)	(1.1)	0.9	(7.8)	(3.8)
세전이익	98.3	111.4	131.6	119.4	121.8	18.0	129.3	133.1	133.1	144.3	145.8	148.8	460.8	402.3	572.1
당기순이익	75.1	85.0	100.4	88.9	92.2	12.2	100.9	101.2	101.2	109.7	110.8	113.1	349.4	306.5	434.8
순이익률 (%)	14.8	16.1	18.4	15.3	16.0	2.3	17.6	17.3	16.7	17.9	17.9	18.1	16.2	13.6	17.7
증감률 (% YoY)	13.4	30.4	51.3	96.4	22.9	(85.6)	0.4	13.8	9.7	797.7	9.9	11.7	43.8	(12.3)	41.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

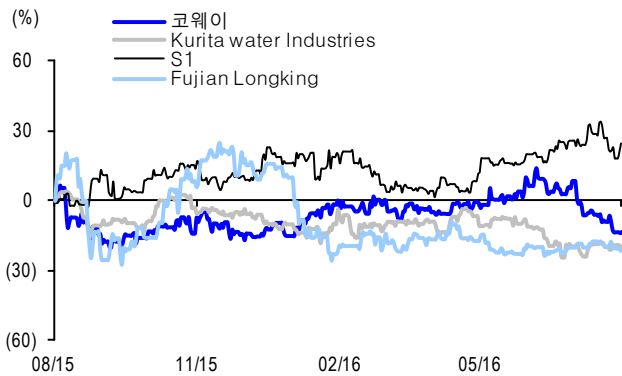
코웨이의 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망									
(건)	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F
ARPU (원)	24,713	24,129	24,905	25,258	25,359	25,647	26,226	24,512	26,132
총 가입자	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,434,632	4,600,582	4,832,434	4,939,442	5,052,996
순증 가입자	259,450	246,455	304,901	157,417	(172,788)	165,950	231,852	107,008	113,554
신규 가입자	1,188,939	1,167,378	1,272,538	1,218,911	1,165,966	1,330,052	1,408,547	1,418,528	1,385,776
계약 만료	436,446	419,214	451,370	521,109	477,717	636,142	609,907	682,944	694,779
해지율 (%)	13.5	12.9	12.5	12.1	10.8	11.9	12.3	12.0	11.8
증감률 (%)									
ARPU	0.8	(2.4)	3.2	1.4	0.4	1.1	2.3	(6.5)	6.6
총 가입자	7.1	6.3	7.4	3.5	(3.8)	3.7	5.0	2.2	2.3
순증 가입자	871.5	(5.0)	23.7	(48.4)	(209.8)	(196.0)	39.7	(53.8)	6.1
신규 가입자	13.7	(1.8)	9.0	(4.2)	(4.3)	14.1	5.9	0.7	(2.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, 2013년 렌탈 가입자는 채권 미회수 계정 365,316개 제외

회사명		코웨이	Kurita water Industries	S1	Fujian Longking	OSIM International
Ticker		021240 KS	6370 JP	012750 KS	600388 CH	OSIM SP
시가총액 (십억원)		6,625.0	2,908.9	4,065.9	2,209.4	-
Sales	2015	2,315.2	2,067.9	1,799.6	1,314.5	510.2
(십억원)	2016F	2,530.9	2,312.8	1,898.3	1,458.6	502.9
	2017F	2,707.1	2,508.1	2,058.6	1,712.1	524.6
OP	2015	463.3	191.3	173.3	119.6	60.8
(십억원)	2016F	487.9	218.4	220.2	146.1	63.7
	2017F	555.5	249.1	246.5	170.5	68.1
OP margin	2015	20.0	9.3	9.6	9.1	11.9
(%)	2016F	19.3	9.4	11.6	10.0	12.7
	2017F	20.5	9.9	12.0	10.0	13.0
NP	2015	343.1	121.3	154.2	100.9	42.4
(십억원)	2016F	363.7	140.4	160.5	114.4	49.1
	2017F	420.5	161.0	182.2	136.9	53.5
NP margin	2015	14.8	5.9	8.6	7.7	8.3
(%)	2016F	14.4	6.1	8.5	7.8	9.8
	2017F	15.5	6.4	8.8	8.0	10.2
EPS Growth	2015	37.5	T/B	37.9	26.8	T/B
(% YoY)	2016F	3.2	40.9	(3.3)	19.2	14.1
	2017F	14.8	16.4	13.4	17.9	10.1
P/E	2015	18.2	23.7	28.1	33.2	15.9
(x)	2016F	18.0	20.2	24.3	20.1	-
	2017F	15.7	18.3	21.4	17.1	-
P/B	2015	5.0	1.3	3.4	5.2	2.0
(x)	2016F	4.7	1.2	3.4	3.2	-
	2017F	4.3	1.1	3.0	2.8	-
EV/EBITDA	2015	9.0	6.8	10.0	23.1	6.7
(x)	2016F	8.9	6.2	10.8	13.3	-
	2017F	8.0	5.9	9.9	11.5	-
ROE	2015	30.2	5.6	16.4	16.7	12.3
(%)	2016F	27.7	5.9	15.3	16.4	14.3
	2017F	28.7	6.0	15.4	16.7	15.1

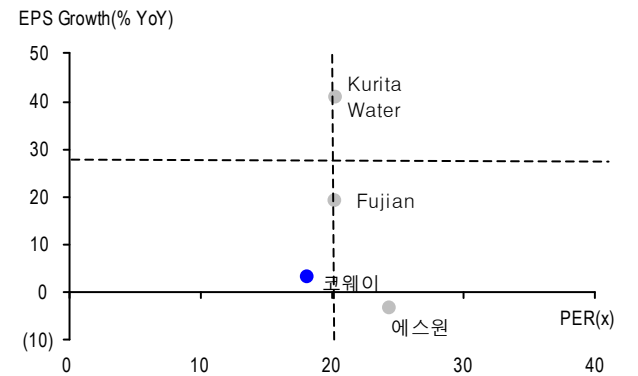
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



자료: 블룸버그, 신한금융투자

Global Peers Valuation 비교

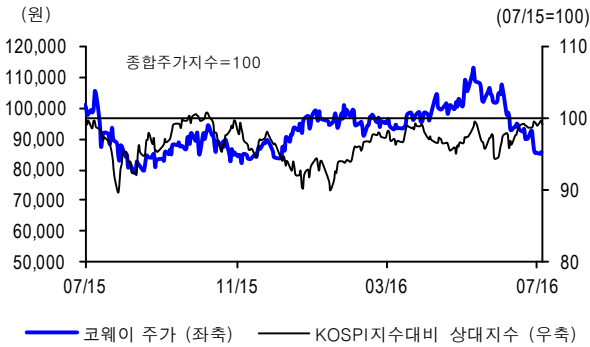


자료: 블룸버그, 신한금융투자

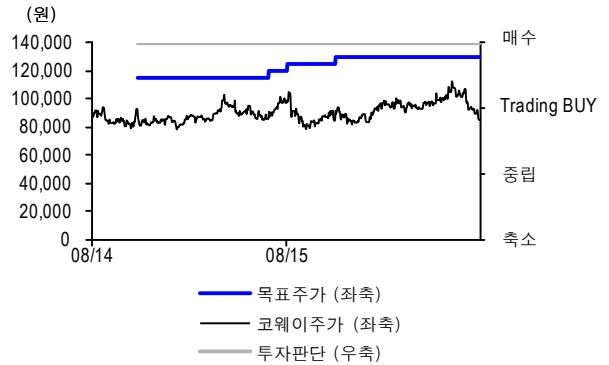


코웨이 (021240)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 공영규, 이문중)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 10월 26일	매수	115,000
2015년 06월 30일	매수	120,000
2015년 08월 04일	매수	125,000
2015년 11월 03일	매수	130,000

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

종류	기준	비중
매수	향후 6개월 수익률이 +15% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	향후 6개월 수익률이 -15% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 07월 29일 기준)

매수 (매수)	86.36%	Trading BUY (중립)	5.91%	중립 (중립)	7.73%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----