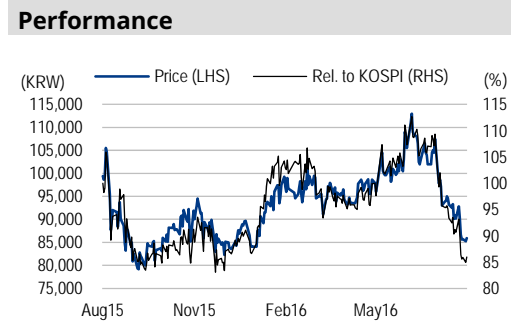


Earnings review

Korea / Consumer	
	BUY
3 August 2016	
목표주가	121,000 원
현재주가 (2 Aug 2016)	85,900 원
Upside/downside (%)	40.9
KOSPI	2,019.03
시가총액 (십억원)	6,625
52주 최저/최고	79,200 - 113,000
일평균거래대금 (십억원)	19.61
외국인 지분율 (%)	54.2

Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-14	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,429	2,594
영업이익 (십억원)	364.4	463.3	396.7	536.9
당기순이익 (십억원)	249.7	343.1	292.4	397.2
수정순이익 (십억원)	249.7	343.1	292.4	397.3
EPS (원)	3,237	4,449	3,791	5,151
EPS 성장률 (%)	1.9	37.4	(14.8)	35.9
P/E (x)	26.0	18.9	22.7	16.7
EV/EBITDA (x)	11.3	9.6	10.6	8.3
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.4	4.3
P/B (x)	6.2	5.3	5.0	4.4
ROE (%)	25.2	30.2	22.9	28.2
순차입금/자기자본 (%)	1.7	(3.0)	(11.2)	(18.8)
Change to EPS	Dec-14	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E
변경후 (원)	3,237	4,449	3,791	5,151
변경전 (원)	3,237	4,449	4,888	5,344
증감 (%)	-	-	(22.4)	(3.6)



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(20.1)	(12.3)	(12.2)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(21.7)	(14.3)	(11.6)

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

매력적인 주가 수준

코웨이는 2 분기 정수기 니켈 검출 논란 관련 일회성 손실(1,250 억원)을 인식하며 부진한 실적을 발표함. 동 분기 일회성 손실을 반영하여, 동사의 2016년 EPS 추정치를 22.4% 하향 조정함. 그러나, 7 월 정수기 이슈가 동사의 장기적인 브랜드 가치나 핵심 렌탈 사업에 미치는 영향은 크지 않다고 판단하여, 2017년 이익 추정치 및 목표주가 121,000 원은 유지함. 동사 주가는 현재 2017년 P/E 기준 16.7 배로 거래되고 있으며, 이는 과거 5년 평균 대비 약 15% discount 수준임. 현재 밸류에이션 수준 및 2016년 배당수익률 예상치 3.4%를 감안할 때, 투자매력이 충분하다는 판단임.

니켈 이물질 논란으로 부진한 2분기 실적 발표

8월 2일 장 종료 후 코웨이는 부진한 2분기 연결 실적을 발표함. 2분기 매출은 5,550 억원(-0.1% YoY), 영업이익은 118 억원(-89.3% YoY), 지배주주 당기순이익은 28 억원(-96.6% YoY)을 기록하며, 영업이익은 우리 추정치와 컨센서스를 모두 하회함. 2분기 영업이익과 순이익이 모두 부진한 것은 최근 니켈 관련 문제가 된 얼음정수기 3 개 모델 관련 총 1,250 억원의 손실이 발생했기 때문임. 1) 문제가 된 정수기의 렌탈료 환불 관련 매출 차감 679 억원, 2)렌탈 자산 폐기 손실 등으로 인한 영업 비용 증가(542 억원) 등에 기인함. 상기 손실을 제외할 경우 2분기 영업이익은 1,350 억원(+21.3% YoY, 영업이익률 21.5%)으로 우리 추정치와 컨센서스 추정치를 6% 가량 상회하는 수준임. 2 분기 신제품 출시 및 제품 프리미엄화에 힘입어 60,000 명의 신규 렌탈 가입자를 유치하며, 동사의 총 렌탈 가입자 수가 전년동기 대비 3.7% 증가한 490 만을 기록함. 또한 해외 매출(전체 매출의 8.3% 차지)이 전년동기 대비 53.3% 증가함. 이는 1) 말레이시아와 미국 등 해외현지법인에서의 렌탈 영업 호조 및 2) 기저효과와 중국 공기정정기 시장 업황 개선 등에 따른 중국 ODM 매출 회복(+62% YoY)에 기인함.

견고한 2017년 이익 성장률 예상

2015년 하반기 불리한 기저효과 및 기존 문제 정수기 사용 고객 중 신모델로 교체한 고객에게 제공한 6개월 렌탈 요금 면제로 인해 2016년 하반기 영업이익 성장률은 전년동기 대비 3.5%에 머무를 것으로 예상함. 그러나, 2016년 기저효과 및 견고한 ARPU와 국내 렌탈 가입자수 증가 지속에 힘입어, 동사의 2017년 영업이익은 전년대비 35.3% 증가할 것으로 전망함.

3.4%의 매력적인 배당수익률

경영진은 2016년 현금 배당금 등 현금관리 관련 가이던스는 제시하지 않음. 2016년 당기 순이익 감의 전망에도 불구하고 동사의 현재의 순현금 포지션을 감안할 때, 올해 주당배당금이 전년대비 감소하지는 않을 것으로 전망함. 경영진이 배당수익률이 주가에 미치는 영향의 중요성을 주지하고 있다고 판단됨. 동사의 2016년 배당성향 75%에 근거하여(2015년 배당성향은 60.6%) 2016년 주당배당금을 전년동기 대비 3.6% 증가한 2,900 원으로 예상함.

BUY 투자 의견 및 목표주가 121,000 원 유지

최근 주가 조정 이후 동사의 주가는 현재 2017년 P/E 기준 16.7 배로 거래되고 있으며 이는 동사의 과거 5년 평균 대비 15% 할인된 수준임. 현 주가 수준은 최근 니켈 사태 관련 부정적인 요인을 이미 거의 반영하고 있다는 판단임. 동사의 2017년 실적 턴어라운드 전망 및 2016년 예상 배당수익률 3.4%를 감안하여, 동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지함.

Figure 1 2Q16 리뷰 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	YoY (%)	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	기준추정	차이 (%)
매출액	555.3	580.4	631.3	623.7	555.0	(0.1)	(11.0)	629.5	(11.8)	612.4	(9.4)
영업이익	110.5	123.9	128.6	123.6	11.8	(89.3)	(90.4)	117.5	(89.9)	126.8	(90.7)
세전이익	108.9	121.7	122.7	125.3	5.2	(95.2)	(95.8)	109.2	(95.2)	125.3	(95.8)
당기순이익 (지배주주)	82.7	92.4	90.5	95.2	2.8	(96.6)	(97.1)	84.8	(96.7)	94.0	(97.0)
영업이익률 (%)	19.9	21.4	20.4	19.8	2.1	(17.8)	(17.7)	18.7	(16.5)	20.7	(18.6)
세전이익률 (%)	19.6	21.0	19.4	20.1	0.9	(18.7)	(19.1)	17.3	(16.4)	20.5	(19.5)
당기순이익률 (%)	14.9	15.9	14.3	15.3	0.5	(14.4)	(14.8)	13.5	(13.0)	15.3	(14.8)

자료: Company data, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 연간 추정치 변경 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스		차이	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	2,429	2,594	2,486	2,595	(2.3)	(0.0)	2,531	2,707	(4.0)	(4.2)
영업이익	396.7	536.9	508.7	555.1	(22.0)	(3.3)	487.9	555.5	(18.7)	(3.4)
세전이익	389.8	529.6	502.7	549.5	(22.4)	(3.6)	482.5	558.0	(19.2)	(5.1)
당기순이익 (지배주주)	292.4	397.3	377.0	412.1	(22.4)	(3.6)	363.7	420.5	(19.6)	(5.5)
영업이익률 (%)	16.3	20.7	20.5	21.4	(4.1)	(0.7)	19.3	20.5	(2.9)	0.2
세전이익률 (%)	16.0	20.4	20.2	21.2	(4.2)	(0.8)	19.1	20.6	(3.0)	(0.2)
당기순이익률 (%)	12.0	15.3	15.2	15.9	(3.1)	(0.6)	14.4	15.5	(2.3)	(0.2)

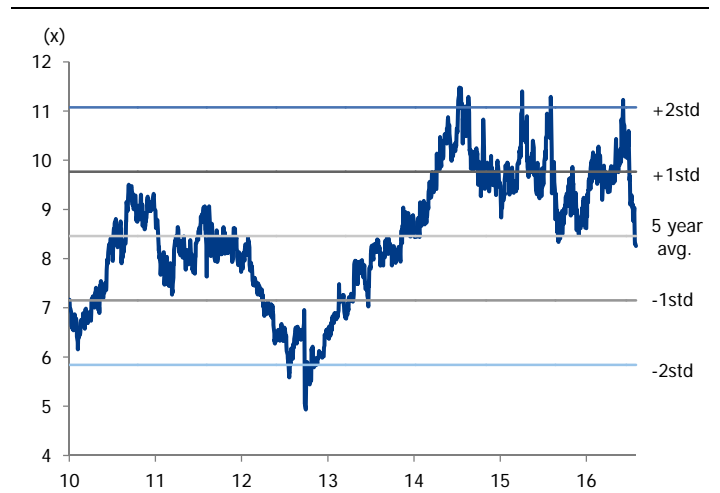
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 12M forward P/E band



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 12M forward EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	2,160	2,315	2,429	2,594
매출원가	727	729	802	821
매출총이익	1,434	1,586	1,627	1,774
판매비와관리비	1,069	1,123	1,230	1,237
영업이익 (조정)	364	463	397	537
영업이익	364	463	397	537
순이자손익	(9)	(3)	3	4
지분법손익	0	0	0	0
기타	(23)	(6)	(9)	(11)
세전계속사업손익	332	454	390	530
법인세비용	83	111	97	132
당기순이익	250	343	292	397
당기순이익 (지배주주지분)	250	343	292	397
EPS (지배주주지분, 원)	3,237	4,449	3,791	5,151

증가율&마진 (%)	2014	2015	2016E	2017E
매출액증가율	2.0	7.2	4.9	6.8
매출총이익증가율	2.6	10.6	2.6	9.0
영업이익증가율	7.5	27.1	(14.4)	35.3
당기순이익증가율	1.9	37.4	(14.8)	35.9
EPS 증가율	1.9	37.4	(14.8)	35.9
매출총이익율	66.4	68.5	67.0	68.4
영업이익률	16.9	20.0	16.3	20.7
당기순이익률	11.6	14.8	12.0	15.3

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
영업현금	542	545	507	624
당기순이익	250	343	292	397
유무형자산상각비	214	228	216	230
기타	103	137	48	49
운전자본증감	(24)	(163)	(50)	(52)
투자현금	(305)	(371)	(271)	(271)
자본적지출	(296)	(320)	(270)	(270)
기타	(8)	(51)	(1)	(1)
재무현금	(327)	(204)	(209)	(219)
배당금	(124)	(148)	(209)	(219)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(162)	(68)	0	0
기초현금	239	147	121	148
기말현금	147	116	148	282

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주: *단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	597	653	646	814
현금및현금성자산	147	116	121	130
단기금융자산	0	9	27	152
매출채권	229	283	235	251
재고자산	62	70	70	74
기타유동자산	158	175	194	207
비유동자산	1,025	1,122	1,138	1,179
유형자산	675	700	804	853
투자자산	2	2	2	2
기타비유동자산	347	420	331	323
자산총계	1,622	1,775	1,785	1,993
유동부채	526	473	407	434
매입채무	220	224	66	71
단기금융부채	164	80	0	0
기타유동부채	142	169	340	363
비유동부채	56	64	61	63
장기금융부채	1	8	1	1
기타비유동부채	55	56	60	62
부채총계	582	537	467	498
지배주주지분	1,039	1,237	1,317	1,495
비지배주주지분	1	1	0	0
자본총계	1,039	1,238	1,317	1,495
BVPS (원)	13,477	15,995	17,083	19,390

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E
자기자본이익률 (%)	25.2	30.2	22.9	28.2
총자산이익률 (%)	15.2	20.2	16.4	21.0
재고자산보유기간 (일)	10.8	10.4	10.5	10.1
매출채권회수기간 (일)	40.4	40.4	38.9	34.2
매입채무결제기간 (일)	34.9	35.0	21.8	9.7
순차입금/자기자본 (%)	1.7	(3.0)	(11.2)	(18.8)
이자보상배율 (x)	41.3	158.9	(156.1)	(129.1)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20160729) BUY (매수) : 81.4% HOLD (중립/보유) : 17.2% REDUCE (매도) : 1.4% 합계 : 100%
Compliance Notice		
·동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. ·당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.		
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [작성자 : 정우창]		

Target Price and Recommendation Chart

