

# 코웨이 (021240.KS)

## 악재를 대부분 반영한 주가

Company Comment | 2016.8. 3

예상대로 얼음정수기 관련 일회성 비용 반영으로 2분기 실적 크게 하락. 일회성요인 제거하면 견조한 실적, 핵심 카테고리의 고객 이탈은 크지 않았던 것으로 추정. 하반기 이후 점진적 영업 안정화 기대. 최근 주가 하락으로 악재 대부분 소화, 17년 기준 PER 17배로 매력적인 밸류에이션

### 2분기 실적: 예상대로 대규모 비용 반영되며 대폭 하락

코웨이의 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,909억원(-0.9%, y-y)과 214억원(-80.9%, y-y)으로 컨센서스를 큰 폭으로 하회함. 얼음정수기 니켈 성분 검출에 따른 제품 회수, 관련 렌탈료 환불과 제품 폐기 관련 손실 등의 일회성 비용이 1,221억원 반영된 데 따른 것

일회성 요인을 제거하면 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 12.0%, 28.5% 증가했을 것으로 추정. 따라서 얼음정수기 품질 이슈가 다른 카테고리 제품에 대한 불신과 영업 악화로 확산되었다고 보기 힘들. 회수 대상 얼음정수기 사용 고객 중 약 80%가 코웨이의 다른 제품으로 교환하여 고객 이탈률도 크지 않은 것으로 판단. 하반기 이후 점진적인 영업 안정화 기대

해외 사업의 매출은 전년동기 대비 약 53% 증가하면서 견조한 성장세 이어간 점 긍정적. 해약률 1.01%로 안정적으로 유지, 렌탈자산폐기손실의 매출액 대비 비중도 리콜 관련 일회성 요인 제거시 2.4%로 양호

### 악재 충분히 소화한 주가

코웨이에 대한 Buy 투자의견과 목표주가 125,000원을 유지함. 2016년 실적의 일시적 악화는 최근의 주가 하락에 대부분 반영

이익 가시성 확보의 속도가 관건이겠지만, 정상적 조건 하에서라면 거시 환경 변화 영향 적고, 현금흐름 창출력 견고한 비즈니스 모델임을 상기할 필요 있음. 현재 동사 주가는 2017년 기준 PER 17배 수준으로, 꾸준한 이익 창출 가능한 내수 기업을 매수할 수 있는 좋은 기회로 판단

### Buy (유지)

목표주가 125,000원 (유지)

현재가 ('16/08/02) 85,900원

업종	기타 소비재
KOSPI / KOSDAQ	2019.03 / 700.9
시가총액(보통주)	6,625.0십억원
발행주식수(보통주)	77.1백만주
52주 최고가('15/08/06)	113,000원
최저가('15/09/08)	79,200원
평균거래대금(60일)	19,609백만원
배당수익률(2016E)	2.12%
외국인지분율	54.2%

주요주주	
코웨이홀딩스 외 9인	31.1%
국민연금	6.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-12.3	-11.5	-12.2
상대수익률 (%)	-14.0	-16.5	-11.7

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	2,161	2,317	2,575	2,729
증감률	7.3	7.2	11.1	6.0
영업이익	463	337	519	571
영업이익률	21.4	14.6	20.2	20.9
(지배지분)순이익	349	250	387	425
EPS	4,531	3,242	5,022	5,505
증감률	43.8	-28.5	54.9	9.6
PER	18.6	26.5	17.1	15.6
PBR	5.1	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	9.6	13.1	9.3	8.5
ROE	30.0	18.9	26.6	26.1
부채비율	37.3	36.3	34.6	31.1
순차입금	-16	-84	-169	-308

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### 코웨이 2분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P					3Q16E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	527.5	545.7	582.1	577.6	523.0	-0.9	-9.5	590.1	572.5	591.6
영업이익	111.7	125.6	126.8	126.9	21.4	-80.9	2.5	130.9	110.0	99.1
영업이익률	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1			22.2	19.2	16.8
세전이익	111.4	131.6	119.4	121.8	18.0	-83.8	-85.2	132.9	109.0	58.2
(지배)순이익	85.0	100.4	88.9	92.2	12.3	-85.6	-86.7	100.8	81.5	40.1

주: IFRS 별도기준. 자료: 코웨이, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희  
02)768-7480, cookie@nhwm.com

RA 이효진  
02)768-7684, hyojin.lee@nhwm.com

코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	2,161.3	2,317.2	2,575.4	2,729.0
	- 수정 전	-	2,397.3	2,557.8	2,710.1
	- 변동률	-	-3.3	0.7	0.7
영업이익	- 수정 후	463.0	337.2	519.2	570.9
	- 수정 전	-	541.5	569.1	637.6
	- 변동률	-	-37.7	-8.8	-10.5
영업이익률(수정 후)		21.4	14.6	20.2	20.9
EBITDA		674.7	500.1	692.2	739.9
(지배지분)순이익		349.4	250.0	387.3	424.6
EPS	- 수정 후	4,531	3,242	5,022	5,505
	- 수정 전	-	5,251	5,505	6,145
	- 변동률	-	-38.3	-8.8	-10.4
PER		18.6	26.5	17.1	15.6
PBR		5.1	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA		9.6	13.1	9.3	8.5
ROE		30.0	18.9	26.6	26.1

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16F	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>	<b>506</b>	<b>527</b>	<b>546</b>	<b>582</b>	<b>578</b>	<b>523</b>	<b>592</b>	<b>625</b>	<b>2,161</b>	<b>2,317</b>	<b>2,575</b>
렌탈 매출액	363	371	376	380	380	316	382	379	1,491	1,458	1,580
멤버십 매출액	30	41	49	50	46	54	51	52	171	203	218
일시불 매출액	30	41	46	54	50	54	48	57	171	209	216
수출 매출액	33	29	36	41	57	60	61	68	139	246	313
화장품 매출액	23	21	19	20	20	17	19	21	83	77	79
금융리스			15	26	21	29	21	31	41	102	133
기타	11	9	10	16	6	5	10	16	46	36	36
<b>매출액 성장률</b>	<b>2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>10.0</b>	<b>16.5</b>	<b>14.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>8.4</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>7.2</b>	<b>11.1</b>
렌탈 매출액	6.1	7.0	6.7	6.0	4.6	-14.8	1.5	-0.2	6.5	-2.2	8.4
멤버십 매출액	-31.7	-9.5	4.5	7.0	52.0	30.6	4.2	3.6	-7.0	18.8	7.6
일시불 매출액	16.4	10.7	43.5	102.9	68.2	30.6	5.0	5.0	40.7	22.3	3.0
수출 매출액	-27.0	-48.0	8.5	23.9	71.8	106.2	70.0	65.0	-16.8	76.5	27.5
화장품 매출액	10.5	-5.3	8.3	1.1	-13.1	-17.9	3.0	3.0		-6.8	1.5
금융리스							40.0	20.0		149.7	30.0
기타	-28.2	-38.6	-31.7	18.1	-45.3	-52.1	0.0	0.0	-21.0	-21.1	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>347</b>	<b>361</b>	<b>377</b>	<b>397</b>	<b>387</b>	<b>330</b>	<b>376</b>	<b>387</b>	<b>1,482</b>	<b>1,467</b>	<b>1,588</b>
매출총이익률	68.5	68.4	69.1	68.3	67.0	63.2	63.5	61.9	68.6	63.3	61.7
<b>영업이익</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>21</b>	<b>99</b>	<b>103</b>	<b>463</b>	<b>337</b>	<b>519</b>
영업이익 성장률	10.2	14.4	29.5	36.1	28.3	-80.9	-21.0	-18.9	22.6	-27.2	54.0
영업이익률	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1	16.8	16.5	21.4	14.6	20.2

자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터 전망

얼음정수기 3종 모델 리콜에 따른 2분기 실적에의 일회성 재무적 영향

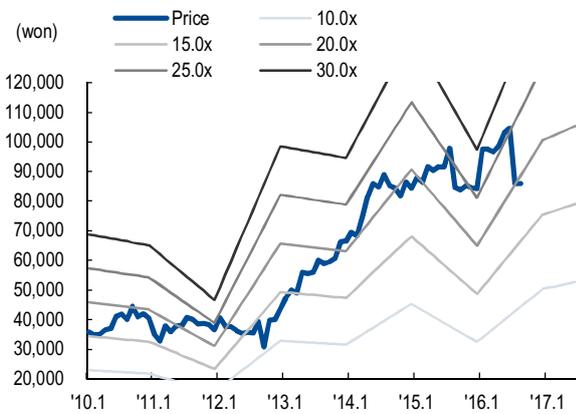
(단위: 십억원)

영업이익 영향분	122.1	
매출액	67.9	회수 대상 얼음 정수기 106,152대에 대한 고객 환불액
매출원가	4.6	제품폐기관련 23억원, 설치수수료 15억원 충당금 설정
판매관리비	49.6	렌탈자산폐기손실 301억원, 판매수수료, 지급수수료, 외주용역비 등 195억원 충당금 설정
영업 외 비용	2.9	3개모델 단종에 따른 금형폐기손상차손
총합 일회성 비용	125.0	

주: 상기 항목 중에서 미래 인식할 비용의 일시 인식분은 2016년 2분기말 기준 390억원 (렌탈자산폐기손실 301억원, 설치수수료 15억원, 판매수수료 74억원)이며 이를 제외하면 순추가 발생액은 831억임(영업외 비용 제외)

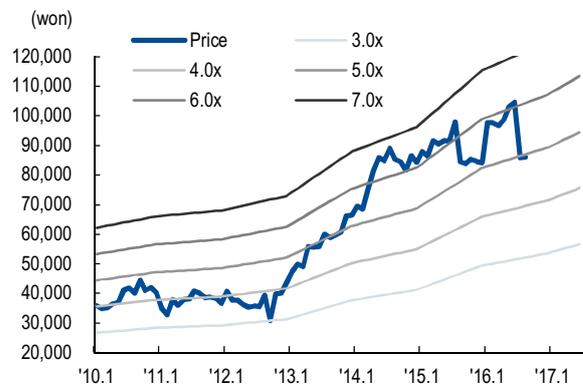
자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터

코웨이 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

코웨이 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	2,161	2,317	2,575	2,729
증감률 (%)	7.3	7.2	11.1	6.0
매출원가	679	850	987	1,053
매출총이익	1,482	1,467	1,588	1,676
Gross 마진 (%)	68.6	63.3	61.7	61.4
판매비와 일반관리비	1,019	1,130	1,069	1,105
영업이익	463	337	519	571
증감률 (%)	22.6	-27.2	54.0	10.0
OP 마진 (%)	21.4	14.6	20.2	20.9
EBITDA	675	500	692	740
영업외손익	-2	3	8	7
금융수익(비용)	-3	-1	0	1
기타영업외손익	1	-6	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	10	8	6
세전계속사업이익	461	340	527	578
법인세비용	111	90	140	153
계속사업이익	349	250	387	425
당기순이익	349	250	387	425
증감률 (%)	43.8	-28.5	54.9	9.6
Net 마진 (%)	16.2	10.8	15.0	15.6
지배주주지분 순이익	349	250	387	425
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	0	0	0
총포괄이익	346	250	387	425

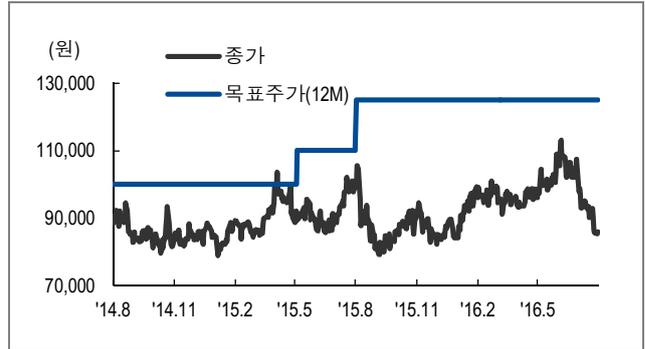
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	18.6	26.5	17.1	15.6
PBR(배)	5.1	4.8	4.3	3.9
PCR(배)	8.4	13.1	9.5	8.9
PSR(배)	3.0	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA(배)	9.6	13.1	9.3	8.5
EV/EBIT(배)	14.0	19.4	12.4	11.1
EPS(원)	4,531	3,242	5,022	5,505
BPS(원)	16,459	17,824	19,938	22,256
SPS(원)	28,023	30,044	33,393	35,385
자기자본이익률(ROE, %)	30.0	18.9	26.6	26.1
총자산이익률(ROA, %)	21.1	13.8	19.6	19.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	32.5	21.2	31.0	32.6
배당수익률(%)	3.3	2.3	3.5	3.8
배당성장률(%)	59.5	57.9	57.9	57.9
총현금배당금(십억원)	208	145	224	246
보통주 주당배당금(원)	2,800	1,945	3,013	3,303
순부채(현금)/자기자본(%)	-1.2	-6.1	-11.0	-17.9
총부채/ 자기자본(%)	37.3	36.3	34.6	31.1
이자발생부채	90	96	102	109
유동비율(%)	156.1	166.2	188.8	230.3
총발행주식수(백만주)	77	77	77	77
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	84,100	85,900	85,900	85,900
시가총액(십억원)	6,486	6,625	6,625	6,625

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	87	160	250	395
매출채권	354	336	374	396
유동자산	658	739	895	1,089
유형자산	625	636	675	660
투자자산	122	126	130	134
비유동자산	1,084	1,134	1,174	1,162
자산총계	1,742	1,874	2,070	2,250
단기성부채	80	86	92	99
매입채무	48	50	53	52
유동부채	422	445	474	473
장기성부채	10	10	10	10
장기충당부채	13	14	15	16
비유동부채	51	54	58	61
부채총계	473	499	532	534
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	1,199	1,305	1,468	1,646
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,375	1,538	1,716

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	475	491	442	519
당기순이익	349	250	387	425
+ 유/무형자산상각비	212	163	173	169
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-6	0	0	0
Gross Cash Flow	771	504	700	746
- 운전자본의증가(감소)	-214	77	-118	-74
투자활동 현금흐름	-264	-212	-211	-153
+ 유형자산 감소	9	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-271	-171	-209	-152
+ 투자자산의매각(취득)	1	-4	-4	-4
Free Cash Flow	205	320	233	367
Net Cash Flow	211	278	231	365
재무활동 현금흐름	-230	-205	-141	-220
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-231	-205	-141	-220
현금의증가	-19	74	90	145
기말현금 및 현금성자산	87	160	250	395
기말 순부채(순현금)	-16	-84	-169	-308

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코웨이	021240.KS	2015.08.05	Buy	125,000원(12개월)
		2015.05.07	Buy	110,000원(12개월)
		2014.04.22	Buy	100,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 7월 29일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
78.3%	21.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코웨이' 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.