

코웨이 (021240)

2QReview: 단기 실적 불확실성

2분기 별도 영업이익 YoY 80.9% 감소

2분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 0.9%, 80.9% 감소한 5,230억원과 214억원으로 예상치(OP 1,280억원)를 크게 하회하는 부진한 실적을 보였다. 얼음정수기 3종 모델 리콜에 따라 관련 매출 679억원이 차감되었고, 1,221억원(매출차감 679억원+렌탈폐기손실 301억원+판매수수료 등 195억원)의 일시적 영업손실이 발생했다. 총계정수는 585만(YoY 2.3%)으로 소폭 증가하였는데, 얼음정수기 환불고객(10.6만) 중 70~80%가 제품 교체 후 계정을 유지하였기 때문이다. 일시불 판매와 해외사업 매출은 각각 YoY 24.8%, 53.3% 성장하면서 매출 기여도를 높였다. 말레이시아 등 해외법인 향 수출(293억원)도 YoY 44.8% 증가하며 높은 성장세를 보였다.

하반기 계정 순증 여부 확인 필요

해외사업 확대는 긍정적이다. 수출이 차지하는 비중이 11.4%가 되고, 수출 증가율이 YoY 50% 고신장하면서 전체 성장률을 YoY 5%p 내외 제고시켜주고 있다. 그 동안 국내 사업 포화와 성장성 둔화 우려를 완화시켜주는 요인이다. 다만, 얼음정수기 증금속 검출 사태로 소비자 인지도 훼손이 불가피하며, 단기적으로 계정순증 가시성이 떨어진다. 마케팅비 증가로 3분기 영업이익(별도 기준 1,114억원 YoY - 9.2% 추정)이 감소할 가능성을 배제할 수 없다.

목표주가 12 → 9.5만원, 투자 의견 '중립'으로 하향

실적추정치 하향 조정으로 목표주가와 투자 의견을 모두 내린다. 9.5만원은 12MF PER 20배다. 해외사업 확대와 국내 압도적 환경가전렌탈 시장 MS 1위의 실적 안정성에도 불구하고, 단기적으로 소비자들의 신뢰도를 회복하는데 다소 시간이 소요될 것으로 보이며, 이는 향후 실적가시성을 떨어뜨리는 요인이다. 현재 주가는 시가배당 수익률 3%(배당성장 60% 가정) 수준으로 추가적인 하락 가능성은 제한적으로 본다. 추세적인 주가 회복을 위해서는 소비자 신뢰 회복이 계정순증으로 확인되어야 할 것이다.

Earnings Review

Neutral(하향)

| TP(12M): 95,000원(하향) | CP(8월 2일): 85,900원

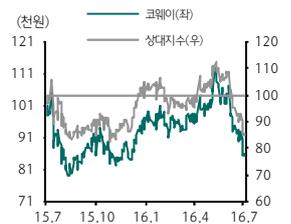
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,019.03
52주 최고/최저(원)	113,000/79,200
시가총액(십억원)	6,625.0
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균 거래량(천주)	200.3
60일 평균 거래대금(십억원)	19.6
16년 배당금(예상, 원)	2,800
16년 배당수익률(예상, %)	3.26
외국인지분율(%)	54.20
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 10인	31.07
국민연금	6.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(20.1) (11.5) (12.2)
상대	(21.3) (16.5) (11.7)

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	2,364.1	2,536.3
영업이익(십억원)	524.1	573.3
순이익(십억원)	374.9	426.5
EPS(원)	4,876	5,545
BPS(원)	19,168	21,761

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	2,013.6	2,161.3	2,267.4	2,503.2	2,705.4
영업이익	십억원	377.5	463.0	377.4	485.4	545.0
세전이익	십억원	329.7	460.8	369.8	477.8	541.0
순이익	십억원	242.9	349.4	277.0	358.3	405.8
EPS	원	3,150	4,531	3,592	4,646	5,261
증감률	%	(4.1)	43.8	(20.7)	29.3	13.2
PER	배	26.73	18.56	23.92	18.49	16.33
PBR	배	5.46	4.65	4.53	4.11	3.66
EV/EBITDA	배	11.37	9.61	11.98	10.25	9.37
ROE	%	23.98	30.02	21.24	25.35	25.57
BPS	원	15,412	18,070	18,964	20,909	23,470
DPS	원	2,000	2,800	2,800	2,800	2,800



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

2분기 별도기준 매출과 영업이익 전년 동기대비 각각 0.9%, 80.9% 감소한 5,230억원과 214억원 기록

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015년	1Q16	2Q16P	3Q16F	4Q16F	2016년
매출	506	527	546	582	2,161	578	523	568	598	2,267
렌탈	363	371	376	380	1,491	380	316	367	373	1,436
금융리스			15	26	41	21	29	29	29	108
멤버십	46	45	45	44	180	43	42	42	41	168
일시불판매	30	41	46	54	171	50	54	48	57	209
화장품	23	21	19	20	83	20	17	19	20	77
수출	33	39	36	41	149	57	60	55	63	234
기타	11	9	10	16	46	6	5	9	15	35
영업이익	99	112	126	127	463	127	21	114	115	377
세전이익	98	111	132	119	461	122	18	112	118	370
순이익	75	85	100	89	349	92	12	84	88	277
영업이익률(%)	19.5	21.2	23.0	21.8	21.4	22.0	4.1	20.1	19.2	16.6
순이익률(%)	14.8	16.1	18.4	15.3	16.2	16.0	2.3	14.8	14.7	12.2

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

현재 주가는 시가배당 수익률 3%(배당성장 60% 가정) 수준으로 추가적인 하락 가능성 제한적

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출	2,014	2,161	2,267	2,503	2,705
렌탈	1,401	1,491	1,436	1,536	1,568
멤버십	183	180	168	159	151
일시불판매	123	171	209	230	249
화장품	80	83	77	77	78
수출	167	149	234	347	503
기타	58	46	35	33	32
영업이익	377	463	377	485	545
세전이익	330	461	370	478	541
순이익	243	349	277	358	406
수정순익(연결기준)	250	343	290	374	425
적정시가총액	4,994	6,863	5,803	7,480	8,493
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	64,750	88,985	75,237	96,991	110,115
적정PER	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EPS(원)	3,237	4,449	3,762	4,850	5,506
YoY %					
매출액	4.1	7.3	4.9	10.4	8.1
영업이익	13.3	22.6	(18.5)	28.6	12.3
당기순이익	1.9	37.4	(15.4)	28.9	13.5
영업이익률(%)	18.7	21.4	16.6	19.4	20.1

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F	
매출액	2,013.6	2,161.3	2,267.4	2,503.2	2,705.4	
매출원가	673.4	679.5	757.5	816.5	885.3	
매출총이익	1,340.2	1,481.8	1,509.9	1,686.7	1,820.1	
판매비	962.8	1,018.9	1,132.5	1,201.3	1,275.1	
영업이익	377.5	463.0	377.4	485.4	545.0	
금융손익	(8.6)	(3.2)	(2.5)	(1.8)	(0.6)	
종속/관계기업손익	(30.6)	0.1	(1.8)	(2.5)	0.0	
기타영업외손익	(8.5)	0.9	(3.3)	(3.4)	(3.4)	
세전이익	329.7	460.8	369.8	477.8	541.0	
법인세	86.8	111.3	92.8	119.4	135.3	
계속사업이익	242.9	349.4	277.0	358.3	405.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	242.9	349.4	277.0	358.3	405.8	
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
(지분법제외)순이익	242.9	349.4	277.0	358.3	405.8	
지배주주포괄이익	235.2	345.9	277.0	358.3	405.8	
NOPAT	278.2	351.1	282.7	364.1	408.8	
EBITDA	577.0	674.7	535.3	603.2	633.0	
성장성(%)						
매출액증가율	4.1	7.3	4.9	10.4	8.1	
NOPAT증가율	15.6	26.2	(19.5)	28.8	12.3	
EBITDA증가율	10.6	16.9	(20.7)	12.7	4.9	
(조정)영업이익증가율	13.3	22.6	(18.5)	28.6	12.3	
(지분법제외)순이익증가율	(4.1)	43.8	(20.7)	29.4	13.3	
(지분법제외)EPS증가율	(4.1)	43.8	(20.7)	29.3	13.2	
수익성(%)						
매출총이익률	66.6	68.6	66.6	67.4	67.3	
EBITDA이익률	28.7	31.2	23.6	24.1	23.4	
(조정)영업이익률	18.7	21.4	16.6	19.4	20.1	
계속사업이익률	12.1	16.2	12.2	14.3	15.0	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	3,150	4,531	3,592	4,646	5,261	
BPS	15,412	18,070	18,964	20,909	23,470	
CFPS	8,462	10,003	6,852	7,701	8,100	
EBITDAPS	7,482	8,748	6,941	7,822	8,207	
SPS	26,109	28,023	29,399	32,456	35,079	
DPS	2,000	2,800	2,800	2,800	2,800	
주기지표(배)						
PER	26.7	18.6	23.9	18.5	16.3	
PBR	5.5	4.7	4.5	4.1	3.7	
PCFR	10.0	8.4	12.5	11.2	10.6	
EV/EBITDA	11.4	9.6	12.0	10.3	9.4	
PSR	3.2	3.0	2.9	2.6	2.4	
재무비율(%)						
ROE	24.0	30.0	21.2	25.4	25.6	
ROA	15.1	21.1	15.5	18.7	19.1	
ROIC	26.8	30.6	24.4	34.9	42.1	
부채비율	48.8	37.3	36.5	35.1	32.7	
순부채비율	6.3	(0.4)	(16.0)	(29.7)	(41.1)	
이자보상배율(배)	34.8	108.3	128.5	165.3	185.6	

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

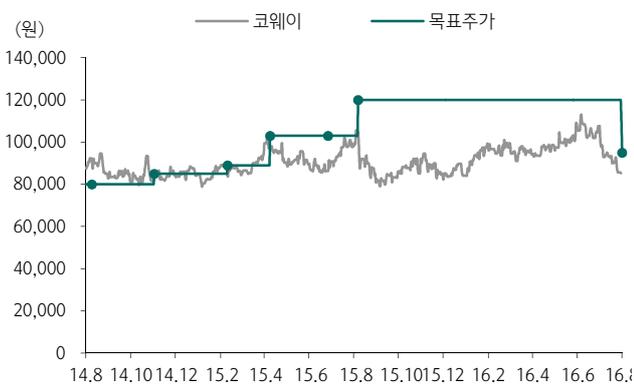
대차대조표		(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F	
유동자산	573.1	658.1	894.3	1,183.0	1,486.3	
금융자산	105.8	95.8	304.4	531.8	782.5	
현금성자산	105.5	86.6	294.8	521.2	771.0	
매출채권 등	294.9	371.9	390.2	430.8	465.6	
재고자산	41.8	48.2	50.6	55.8	60.4	
기타유동자산	130.6	142.2	149.1	164.6	177.8	
비유동자산	1,002.9	1,084.3	932.4	827.9	751.3	
투자자산	123.2	122.1	128.1	141.5	152.9	
금융자산	52.9	51.8	54.3	60.0	64.8	
유형자산	617.6	624.9	473.1	360.4	276.8	
무형자산	147.8	146.1	139.9	134.8	130.4	
기타비유동자산	114.3	191.2	191.3	191.2	191.2	
자산총계	1,576.0	1,742.4	1,826.7	2,010.9	2,237.7	
유동부채	468.0	421.6	435.0	464.6	490.0	
금융부채	162.8	80.0	80.0	80.0	80.0	
매입채무 등	211.0	224.3	235.3	259.7	280.7	
기타유동부채	94.2	117.3	119.7	124.9	129.3	
비유동부채	49.0	51.3	53.3	57.8	61.7	
금융부채	9.3	10.0	10.0	10.0	10.0	
기타비유동부채	39.7	41.3	43.3	47.8	51.7	
부채총계	517.0	472.9	488.3	522.4	551.7	
지배주주지분	1,059.0	1,269.4	1,338.4	1,488.4	1,685.9	
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	
자본잉여금	131.1	132.0	132.0	132.0	132.0	
자본조정	(114.5)	(102.6)	(102.6)	(102.6)	(102.6)	
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	1,001.8	1,199.3	1,268.3	1,418.3	1,615.8	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	1,059.0	1,269.4	1,338.4	1,488.4	1,685.9	
순금융부채	66.4	(5.7)	(214.4)	(441.7)	(692.4)	
현금흐름표	(단위: 십억원)					
	2014	2015	2016F	2017F	2018F	
영업활동현금흐름	498.5	475.2	423.4	447.3	466.1	
당기순이익	242.9	349.4	277.0	358.3	405.8	
조정	312.2	340.1	158.6	116.2	83.6	
감가상각비	199.5	211.7	157.9	117.8	88.0	
외환거래손익	(4.2)	(6.2)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	30.6	(0.1)	0.0	0.0	0.0	
기타	86.3	134.7	0.7	(1.6)	(4.4)	
자산/부채의 변동	(56.6)	(214.3)	(12.2)	(27.2)	(23.3)	
투자활동현금흐름	(268.9)	(264.0)	(4.2)	(9.7)	(5.0)	
투자자산감소(증가)	30.8	1.1	(6.0)	(13.3)	(11.4)	
유형자산감소(증가)	(267.5)	(261.5)	0.0	0.0	0.0	
기타투자활동	(32.2)	(3.6)	1.8	3.6	6.4	
재무활동현금흐름	(325.3)	(230.1)	(211.0)	(211.2)	(211.2)	
금융부채증가(감소)	(160.0)	(82.1)	0.0	0.0	0.0	
자본증가(감소)	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(41.9)	(0.7)	(3.0)	(2.9)	(2.9)	
배당지급	(123.6)	(148.3)	(208.0)	(208.3)	(208.3)	
현금의 증감	(95.8)	(18.9)	208.2	226.4	249.9	
Unlevered CFO	652.6	771.5	528.4	593.9	624.7	
Free Cash Flow	222.7	204.6	423.4	447.3	466.1	

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.8.4	Neutral	95,000			
15.8.10	BUY	120,000			
15.6.30	BUY	103,000			
15.4.12	Neutral	103,000			
15.2.13	Neutral	89,000			
14.11.5	Neutral	85,000			
14.8.12	Neutral	80,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	87.6%	10.7%	1.6%	99.9%

* 기준일: 2016년 8월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2016년 8월 4일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.