

2016. 9. 12

Company Update



박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com
02 2020 7850

코웨이 (021240)

니켈 스캔들 관련 리스크 해소 국면, 남은 고려사항은 영업 정상화 속도

- 9월 12일 오전 중 니켈 얼음 정수기 스캔들 관련 민관 합동 조사 결과 발표. 이 중 특히 시장의 관심을 모았던 부분은 위해성 분석인데, 조사단은 문제 정수기 이용자들이 건강상 피해를 입었을 가능성을 낮음 수준으로 평가
- 조사 결과를 통해 보았을 때 추가 대규모 비용 발생 가능성이 사실상 소멸된 것으로 판단. 이에 최근 주가 반등은 정당화 될 수 있다 생각
- 대폭적인 실적 하향조정 리스크는 소멸되었으나 영업 정상화까지는 다소 시간이 소요될 것으로 예상되어 하반기 실적 불확실성 높다 판단. 하반기 실적 확인 후 2017년 영업 정상화를 기대하며 주가 조정시 점진적으로 매수할 것을 권유. BUY 투자 의견에 목표주가 135,000원 유지.

WHAT'S THE STORY

민관 합동 조사 결과, 동사의 니켈 스캔들 관련 추가 비용 발생 리스크 해소: 9월 12일 오전 중 코웨이의 니켈 얼음 정수기 논란 조사를 위해 구성된 민관 합동 조사위원회의 조사 결과 발표 (산업부, 환경부, 식약처, 소비자원, 학계, 연구기관 등 16인으로 구성). 조사 포인트는 두가지. 첫째는 결함 원인 규명, 둘째는 문제 정수기 이용시 위해성 여부.

● 결함 원인 관련 비용은 이미 2Q16 비용 반영 완료: 조사단은 문제 발생의 원인을 코웨이의 설계 및 제조상 오류로 지목하고 제품 수거의 행정처분을 결정. 이와 관련 코웨이는 이미 지난 7월 해당 모델을 자진해서 전량 회수 조치한 바 있으며, 이와 관련된 비용도 이미 2Q16 실적에 반영 완료. 현재 96% 회수된 상태.

● 피해자들의 건강 관련 보상 비용은 부담스럽지 않은 수준이 될 것: 조사단은 문제 정수기의 니켈 검출 수준 및 이에 따른 위해 여부를 조사하였으며, 이용자들이 이로 인해 건강상 문제가 발생하였을 가능성은 낮은 것으로 결론 지음. 니켈과민군의 성인이 평생 (70년 기준) 매일 2리터씩 문제 정수기의 물을 복용하였을 경우엔 인체 위해 우려가 있으나, 피해자들의 문제 정수기 이용 기간이 길어도 2년을 넘지 않음을 고려시 실제 이로 인해 건강에 문제가 생겼을 가능성은 낮다고 본 것 (WHO 기준을 따름). 참고로 미국 환경청 (US EPA)은 어린이가 장기간 (7년 기준) 노출되어도 해롭지 않을 한계치를 0.5mg/L로 제시하였는데, 1,010대의 조사 표본 중 니켈이 최대로 검출된 정수기도 한계치 미만에 머물렀던 것으로 조사됨. 동사는 피해자들의 건강과 관련, 상담 콜센터를 운영하고 정수기 이용 기간 중 발생한 피부염 치료 비용을 일부 지원해 줄 것으로 공지하였으나, 이와 관련 된 비용이 동사 펀더멘털을 훼손할 수준은 아닐 것으로 판단.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2015	2016E	2017E	2018E
매출액 (십억원)	2,315	2,421	2,609	2,821
순이익 (십억원)	343	233	391	427
EPS (adj) (원)	4,492	3,057	5,110	5,578
EPS (adj) growth (%)	39.3	(31.9)	67.1	9.2
EBITDA margin (%)	29.8	22.9	30.2	30.5
ROE (%)	30.1	18.6	28.6	27.3
P/E (adj) (배)	20.3	29.9	17.9	16.4
P/B (배)	5.9	5.8	4.9	4.4
EV/EBITDA (배)	10.2	12.8	8.8	8.0
Dividend yield (%)	3.1	2.7	3.5	3.8

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **135,000 원** (47.9%)

현재주가 **91,300 원**

시가총액	7.0조원
Shares (float)	77,124,796주 (65.4%)
52 주 최저/최고	80,000원/113,000원
60 일-평균거래대금	251.5억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	2.8	-4.5	10.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	3.1	-8.5	4.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2016E EPS	3,057	3,153	-3.0%
2017E EPS	5,110	5,116	-0.1%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	112,000
Recommendation	3.6

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

늦어도 2017년 영업 정상화 기대되나 2H16 실적에 대한 기대감은 낮출 것을 권유: 당사는 2H16 매출액을 전년대비 2.5% 증가한 1 조 2,419 억원, 영업이익을 전년대비 27% 감소한 1,834 억원으로 추정. 이는 시장 기대치를 각각 1%, 14% 하회하는 것. 당사는 동사의 영업 정상화 시점 및 스캔들 발생으로 인한 단기적인 해약을 상승, 기타 비용 발생 등에 대해 아직은 보수적 관점을 유지해야 할 때라 보고 있음. 하지만 당사는 2017년에는 매출액이 전년대비 8% 증가한 2.61 조원에 이르고, 영업이익은 전년대비 66% 증가한 5,300 억원에 (이익률 20.3%) 이를 것으로 전망. 이는 시장 기대치 대비 매출액은 1% 하회하나 영업이익은 4% 상회하는 것으로, 동사의 공격적인 피해 보상 노력이 오히려 2017년 영업에 긍정적으로 작용할 것으로 기대하는 것.

목표주가 135,000 원에 BUY 투자 의견 유지: 2016년 대규모 비용 발생 및 단기적인 영업력 위축에도 불구하고, 동사의 장기 성장 추세 및 현금 흐름 가치는 훼손되지 않을 것으로 전망되어 목표주가를 기존 135,000 원에서 유지. 이는 DCF 밸류에이션 기준 (WACC=5.9%, g=0.5%), 혹은 2017년 P/E 26.5 배 기준. 니켈 정수기 피해 고객 중 80%에 가까운 고객이 해약보다는 신규모델로의 교환을 선택했다는 데서 동사의 적극적인 피해 구제책이 동사의 브랜드가치 훼손을 최소화 한 것으로 보아 2017년부터 영업이 정상화 될 것으로 기대하기 때문. 환경오염의 근본적인 해결 없이는 장기적으로 환경가전시장 성장이 이어질 수 밖에 없는 상황. 또한 2017년부터 중국을 포함한 해외 사업이 본격화 되며 기업가치가 재평가 받을 수 있을 것으로 기대하기 때문. 하반기 영업 부진에 따른 주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 권유하며 BUY 투자 의견 유지.

부문별 실적 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E	2018E
실적 요약												
매출액	548.2	555.3	580.4	631.3	623.7	555.0	605.2	636.6	2,315.2	2,420.6	2,608.6	2,821.2
매출총이익	373.0	384.7	402.3	426.4	416.6	355.9	404.2	423.3	1,586.4	1,600.0	1,786.9	1,932.5
영업이익	100.3	110.5	123.9	128.6	123.6	11.8	71.1	112.4	463.3	318.9	530.0	576.4
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	125.3	5.2	69.4	110.7	454.5	310.5	521.6	569.8
당기순이익	77.6	82.7	92.4	90.5	95.2	2.8	52.3	82.6	343.1	232.9	391.2	427.3
(이익률, %)												
매출총이익	68.0	69.3	69.3	67.5	66.8	64.1	66.8	66.5	68.5	66.1	68.5	68.5
영업이익	18.3	19.9	21.4	20.4	19.8	2.1	11.7	17.6	20.0	13.2	20.3	20.4
세전이익	18.4	19.6	21.0	19.4	20.1	0.9	11.5	17.4	19.6	12.8	20.0	20.2
당기순이익	14.1	14.9	15.9	14.3	15.3	0.5	8.6	13.0	14.8	9.6	15.0	15.1
(전년 대비, %)												
매출액	2.5	(0.3)	10.4	16.3	13.8	(0.1)	4.3	0.8	7.2	4.6	7.8	8.1
매출총이익	5.8	4.3	12.6	20.2	11.7	(7.5)	0.5	(0.7)	10.6	0.9	11.7	8.1
영업이익	11.1	13.7	30.1	57.4	23.2	(89.3)	(42.6)	(12.6)	27.1	(31.2)	66.2	8.7
세전이익	14.3	25.9	41.6	71.5	23.9	(95.2)	(43.0)	(9.8)	36.7	(31.7)	68.0	9.2
당기순이익	17.4	24.8	44.5	69.6	22.7	(96.6)	(43.3)	(8.7)	37.4	(32.1)	68.0	9.2
(전분기 대비, %)												
매출액	1.0	1.3	4.5	8.8	(1.2)	(11.0)	9.0	5.2				
매출총이익	5.2	3.1	4.6	6.0	(2.3)	(14.6)	13.6	4.7				
영업이익	22.8	10.1	12.2	3.8	(3.9)	(90.4)	500.8	58.1				
세전이익	41.3	7.8	11.7	0.8	2.1	(95.8)	1,226.0	59.5				
당기순이익	45.4	6.6	11.7	(2.0)	5.2	(97.1)	1,786.6	57.8				
부문별 매출												
(십억원)												
환경가전	439.3	457.9	481.3	504.3	495.0	441.4	494.9	499.3	1,882.9	1,930.5	2,035.3	2,158.6
일시불	30.0	41.4	45.6	54.2	50.5	54.1	50.1	51.6	171.2	206.3	236.2	269.2
렌탈	363.3	371.2	376.4	380.2	380.1	316.2	376.4	382.7	1,491.1	1,455.4	1,500.9	1,565.6
멤버십	46.0	45.4	44.5	43.7	42.9	42.5	43.2	42.1	179.6	170.7	170.7	170.7
금융리스			14.8	26.1	21.5	28.6	25.2	22.9	40.9	98.2	127.7	153.2
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	56.7	59.8	50.1	49.8	149.3	216.5	270.6	324.7
화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	20.1	17.3	15.8	17.4	83.1	70.6	77.7	85.4
기타 (수처리 등)	10.6	9.4	10.0	16.1	5.8	4.5	8.0	18.6	46.1	36.9	36.9	36.9
연결 대상 기타	42.1	27.9	34.7	49.3	46.1	32.1	36.4	51.6	194.9	166.1	188.2	215.6
(전년 대비, %)												
환경가전	6.2	6.5	11.6	16.6	12.7	(3.6)	2.8	(1.0)	10.3	2.5	5.4	6.1
일시불	8.8	10.7	43.5	102.9	68.2	30.6	10.0	(4.8)	38.6	20.5	14.5	14.0
렌탈	6.1	7.0	6.7	6.0	4.6	(14.8)	0.0	0.6	6.5	(2.4)	3.1	4.3
멤버십	4.9	(0.8)	(5.0)	(6.7)	(6.8)	(6.4)	(3.0)	(3.7)	(2.0)	(5.0)	0.0	0.0
금융리스							70.0	(12.2)		140.0	30.0	20.0
수출	(27.0)	(30.0)	8.5	23.9	71.8	53.3	40.0	20.1	(10.8)	45.0	25.0	20.0
화장품	10.5	(5.3)	8.3	1.1	(13.1)	(17.9)	(15.0)	(14.2)	3.3	(15.0)	10.0	10.0
기타 (수처리 등)	(28.2)	(38.6)	(31.7)	18.1	(45.3)	(52.1)	(20.0)	15.6	(21.0)	(20.0)	0.0	0.0
연결 대상 기타	4.7	(17.1)	17.7	13.6	9.4	15.1	5.0	4.7	32.9	(14.7)	13.3	14.5
(매출비중, %)												
환경가전	80.1	82.5	82.9	79.9	79.4	79.5	81.8	78.4	79.9	79.8	78.0	76.5
일시불	5.5	7.5	7.9	8.6	8.1	9.7	8.3	8.1	7.3	8.5	9.1	9.5
렌탈	66.3	66.8	64.9	60.2	60.9	57.0	62.2	60.1	63.3	60.1	57.5	55.5
멤버십	8.4	8.2	7.7	6.9	6.9	7.7	7.1	6.6	7.6	7.1	6.5	6.0
금융리스			2.6	4.1	3.4	5.2	4.2	3.6	1.7	4.1	4.9	5.4
수출	6.0	7.0	6.2	6.6	9.1	10.8	8.3	7.8	6.3	8.9	10.4	11.5
화장품	4.2	3.8	3.2	3.2	3.2	3.1	2.6	2.7	3.5	2.9	3.0	3.0
기타 (수처리 등)	1.9	1.7	1.7	2.5	0.9	0.8	1.3	2.9	2.0	1.5	1.4	1.3
연결 대상 기타	7.7	5.0	6.0	7.8	7.4	5.8	6.0	8.1	8.3	6.9	7.2	7.6

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

계정수 추이

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
계정수 (천 개)										
총계	5,469	5,539	5,571	5,617	5,661	5,714	5,730	5,771	5,794	5,846
(증감율, %)	3.5	3.2	2.8	2.8	3.5	3.2	2.8	2.8	2.4	2.3
렌탈 계정	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,747	4,780	4,832	4,861	4,921
(증감율, %)	(2.0)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	4.7	5.8	5.3	5.0	4.2	3.7
멤버십 계정	1,014	1,052	1,034	1,016	994	967	950	939	933	924
(증감율, %)	7.5	(0.1)	8.7	8.4	(2.0)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	(6.2)	(4.4)
렌탈 해약	129	139	130	130	134	143	151	138	146	148
(월간 해지율, %)	0.1	1.3	21.5	95.9	3.2	2.7	16.2	6.9	9.1	4.0
렌탈 계정 증가	317	371	311	332	341	371	338	359	351	385
(증감율, %)	1.0	1.0	1.1	1.0	7.5	(0.1)	8.7	8.4	2.9	3.7
일시불 계정 증가	40	60	52	32	40	60	63	63	66	68
(증감율, %)	4.7	5.8	5.3	5.0	0.1	1.3	21.5	95.9	67.2	12.2

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

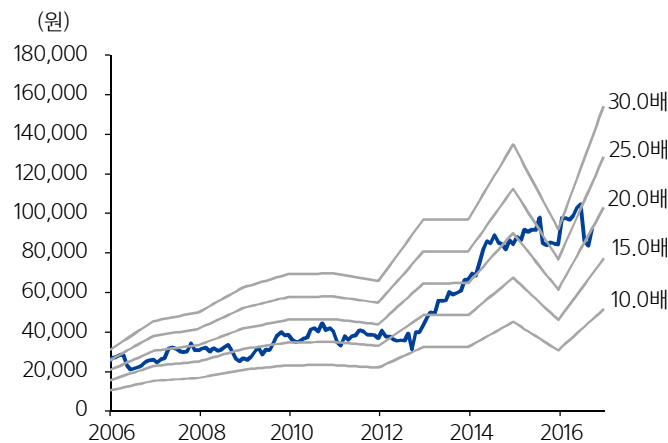
Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2013	2,118	339	327	245	3,222	47.5	28.3	8.1	28.4	13.2	83
2014	2,160	364	332	250	3,225	0.1	28.3	7.1	25.2	12.2	12
2015	2,315	463	454	343	4,492	39.3	20.3	5.9	30.1	10.2	(38)
2016E	2,421	319	311	233	3,057	(31.9)	29.9	5.8	18.6	12.8	30
2017E	2,609	530	522	391	5,110	67.1	17.9	4.9	28.6	8.8	(81)
2018E	2,821	576	570	427	5,578	9.2	16.4	4.4	27.3	8.0	(200)

참고: *일회성 항목 제외, 완전 희석됨

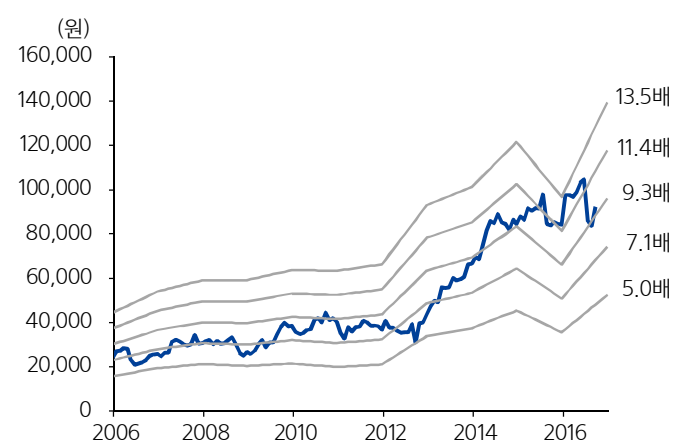
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward P/E 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA 밴드

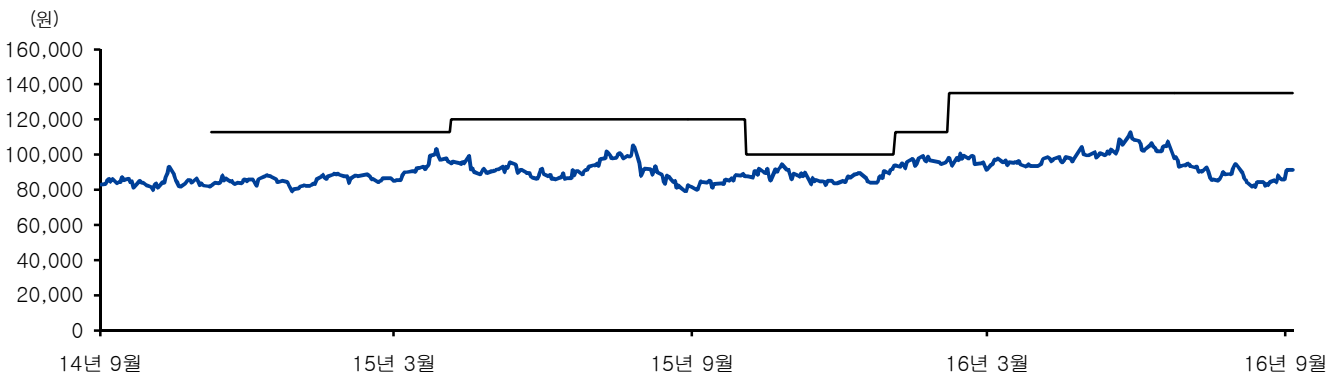


자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 9월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/11/19	2015/4/16	10/15	2016/1/15	2/17
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	113,000	120,000	100,000	113,000	135,000

투자 기간 및 투자 등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자 등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY★★★★ (매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%		
SELL★★★★ (매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하		

최근 1년간 조사분석자료의 투자 등급 비율 2016년 6월 30일 기준

매수 (71.2%) | 중립 (28.8%) | 매도 (0%)