

Company Update

Analyst 안지영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (11/1)	91,700원

KOSPI (11/1)	2,007.39pt
시가총액	7,004십억원
발행주식수	76,381천주
액면가	500원
52주 최고가	113,000원
최저가	81,300원
60일 일평균거래대금	22십억원
외국인 지분율	54.5%
배당수익률 (2016F)	3.1%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 9인	31.33%
GIC Private Limited	7.10%
추가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-2% -8% 9%
절대기준	-4% -7% 8%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(16)	3,659	3,851	▼
EPS(17)	4,966	5,126	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

얼음정수기 리콜 이후 영업정상화 과정

Review: 매출액 +1%, 영업이익 -7%, 순이익 -22%

2016년 3분기(yoy) 개별실적은 매출액 +0.9%, 매출총이익 -3.2%, 영업이익 -7.2%, 순이익 -21.5%에 그쳤다. 다만 리콜 소비자 대상 렌탈료 일시 면제 113억원을 고려할 경우 매출액은 5,619억원(+3.0% yoy), 영업이익은 1,279억원(+1.8% yoy)으로 컨센서스에 부합한다. 부문별로는 렌탈과 금융리스는 매출액 3,940억원으로 전년 대비 0.7% 증가했는데 매트리스 판매 증가에 따른 금융리스의 성장이 긍정적으로 작용했다. 반면에 일시불은 전년 대비 6.6% 감소했는데 얼음정수기 리콜 사태와 관련된 고객 대응으로 코디의 영업력이 일시적으로 집중되지 못했기 때문으로 판단된다. 3분기 총계정수는 573만(렌탈 482만)으로 +0.1%(YoY), -2.0%(QoQ) 수준에 머물렀는데, 정수기 판매 부진으로 렌탈 판매량이 29만(15.3Q 34만, 16.1Q 35만, 2Q 39만)에 그쳤기 때문이다.

리콜 이후 단기적 해약을 회복에서 중단기적 판매량 강화 전망

리콜 대상 10만 4천 계정 중 98%는 처리를 완료했으며, 이 가운데 76%는 계정을 유지했다. 비록 리콜 영향으로 3분기 전사적인 해약을 상승과 계정 감소는 불가피했지만 해약률은 7월 1.96%, 8월 1.42%, 9월 1.2%로 하향 안정화 추세를 보여 왔다. 코웨이는 10월 31일 마케팅 전문가인 대표이사 영입을 알렸는데, 향후 제품의 품질 강화와 서비스 수준 향상 그리고 고객과의 브랜드 커뮤니케이션에 집중할 전망이다. 이러한 전략의 가시성은 향후 확인되겠지만 단기적으로는 해약률 지표 회복에서 중단기적으로는 판매량 증가를 목표하고 있는 것으로 파악된다.

일회성 반영 목표주가 120,000원, 매수유지

3분기 반영으로 2016년 추정치는 소폭 하향한다. 그러나 목표주가는 12개월 Forward EPS 기준에 근거할 때 120,000원[표3 참조]을 유지하기에 무리 없는 수준이다. 코웨이는 1) 4분기 내 리콜 이전 수준으로 정상화 노력 2) 동업계 M&A에 따른 노이즈 확산 등 단기적인 부담감은 존재한다. 그러나 해외매출액은 중국ODM과 해외법인항 모두 34%(yoy)로 고성장을 유지하고 있으며, 하이얼과 정수기 진출 관련해서도 단계를 밟고 있는 것으로 파악된다. 일시적 악재에도 Peer group 대비 차별화 전략이 뚜렷한 상황이며 주주환원 정책(자사주매입 700억원 진행 중) 및 배당에 적극적인 의지를 제시하고 있어 점진적인 모멘텀 회복도 충분할 전망이다. 투자 의견은 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,264	2,473	2,711
영업이익	377	463	401	520	556
세전이익	330	461	381	506	542
지배주주순이익	243	349	281	379	407
EPS(원)	3,150	4,531	3,659	4,966	5,325
증가율(%)	-4.1	43.8	-19.3	35.7	7.2
영업이익률(%)	18.7	21.4	17.7	21.0	20.5
순이익률(%)	12.1	16.2	12.4	15.3	15.0
ROE(%)	24.0	30.0	21.5	26.5	25.3
PER	26.7	18.6	25.1	18.5	17.2
PBR	6.1	5.1	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	11.4	9.6	12.1	10.3	9.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

16.3Q 얼음정수기 고객 렌탈료 일시 면제 영향 113억원 반영

표 1. 코웨이 IFRS 개별 16.3Q 실적

(단위: 억원, %, p)

16.3Q(yoy)
 매출액 5,506억원 +0.9%
 -얼음정수기 고객 렌탈료
 일시 면제 113억원
 영업이익 1,166 억원 -7.2%
 순이익 788 억원 -21.5%
 -외화환산손실 117억원

	15.3Q	16.2Q	16.3Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이/	컨센서스	차이
매출액	5,457	5,230	5,506	5.3	0.9	5,945	-7.4	5,674	-3.0
렌탈	3,764	3,162	3,670	16.1	-2.5	3,981	-7.8	-	-
*금융리스	148	286	270	-5.7	82.4	263	2.7	-	-
멤버십	445	425	421	-0.9	-5.4	433	-2.8	-	-
일시불	456	541	426	-21.2	-6.6	505	-15.6	-	-
화장품	186	173	181	4.7	-2.7	195	-7.2	-	-
수출	358	598	481	-19.6	34.4	473	1.7	-	-
기타(수처리)	100	45	56	23.9	-44.0	95	-41.1	-	-
매출총이익	3,770	3,304	3,649	10.4	-3.2	4,016	-9.1	3,917	-6.8
영업이익	1,256	214	1,166	444.9	-7.2	1,291	-9.7	1,230	-5.2
GPM	69.1	63.2	66.3	3.1	-2.8	67.6	-1.3	69.0	-2.8
OPM	23.0	4.1	21.2	17.1	-1.8	21.7	-0.5	21.7	-0.5
순이익	1,004	123	788	540.7	-21.5	998	-21.0	826	-4.6

자료: 코웨이, IBK투자증권

* 매트리스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 IFRS 개별실적 추이

(단위: 억원, %, p)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q	16.3Q(P)	16.4Q	2014	YoY	2015	YoY	2016F		YoY
													기존	변경	
매출액	5,059	5,275	5,457	5,821	5,776	5,230	5,506	6,125	20,137	4.1	21,613	7.3	23,076	22,636	4.7
렌탈	3,633	3,712	3,764	3,802	3,801	3,162	3,670	4,053	14,006	5.0	14,911	6.5	14,997	14,686	-1.5
금융리스	-	-	148	261	215	286	270	270	-	-	409	-	1,034	1,041	154.5
멤버십	460	454	445	437	429	425	421	440	1,834	6.4	1,796	-2.1	1,727	1,715	-4.5
일시불	300	414	456	542	505	541	426	557	1,235	-17.3	1,712	38.7	2,108	2,029	18.5
화장품	230	211	186	202	201	173	181	219	804	5.2	829	3.1	788	774	-6.9
수출	330	390	358	414	567	598	481	495	1,674	15.7	1,492	-10.9	2,133	2,141	43.5
기타(수처리)	106	95	100	111	58	45	56	91	584	1.0	462	-20.9	289	250	-45.7
매출총이익	3,468	3,607	3,770	3,770	3,873	3,304	3,649	4,105	13,403	4.9	14,818	10.6	15,298	14,931	0.8
GPM	68.6	68.4	69.1	68.3	67.1	63.2	66.3	67.0	66.6	0.5	68.6	2.0	66.3	66.0	-2.6
영업이익	989	1,117	1,256	1,268	1,269	214	1,166	1,345	3,776	13.3	4,630	22.6	4,115	3,994	-13.7
OPM	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1	21.2	22.0	18.8	1.5	21.4	2.7	17.8	17.6	-3.8
순이익	751	850	1,004	889	922	123	788	945	2,430	-4.0	3,494	43.8	2,988	2,778	-20.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	16년 추정 EPS 3,851 16년 추정 12개월 Forward EPS 4,967	16년 추정 EPS 3,659 16년 추정 12개월 Forward EPS 4,859
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배
16년 예상 순현금	200	200
주식수	77,124	77,124
목표주가	120,000원	120,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,264	2,473	2,711
증가율(%)	4.1	7.3	4.7	9.2	9.6
매출원가	673	679	770	847	949
매출총이익	1,340	1,482	1,494	1,626	1,762
매출총이익률 (%)	66.6	68.6	66.0	65.8	65.0
판매비	963	1,019	1,093	1,106	1,206
판매비율(%)	47.8	47.1	48.3	44.7	44.5
영업이익	377	463	401	520	556
증가율(%)	13.3	22.6	-13.4	29.7	6.9
영업이익률(%)	18.7	21.4	17.7	21.0	20.5
순금융손익	-9	-3	-7	-12	-5
이자손익	-9	-3	-7	-12	-10
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	-9	1	-13	-2	-8
중속/관계기업손익	-31	0	0	0	0
세전이익	330	461	381	506	542
법인세	87	111	99	126	136
법인세율	26.3	24.2	26.1	25.0	25.0
계속사업이익	243	349	281	379	407
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	349	281	379	407
증가율(%)	-4.1	43.8	-19.5	34.8	7.2
당기순이익률 (%)	12.1	16.2	12.4	15.3	15.0
지배주주당기순이익	243	349	281	379	407
기타포괄이익	-8	-4	-6	0	0
총포괄이익	235	346	276	379	407
EBITDA	577	675	592	691	730
증가율(%)	10.6	16.9	-12.2	16.7	5.6
EBITDA마진율(%)	28.7	31.2	26.2	27.9	26.9

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,150	4,531	3,659	4,966	5,325
BPS	13,732	16,459	17,591	19,833	22,239
DPS	2,000	2,800	2,800	3,000	3,000
밸류에이션(배)					
PER	26.7	18.6	25.1	18.5	17.2
PBR	6.1	5.1	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	11.4	9.6	12.1	10.3	9.5
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	7.3	4.7	9.2	9.6
EPS증가율	-4.1	43.8	-19.3	35.7	7.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	3.3	3.1	3.3	3.3
ROE	24.0	30.0	21.5	26.5	25.3
ROA	15.1	21.1	14.8	18.4	18.3
ROIC	27.0	36.2	26.5	32.2	33.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	48.8	37.3	52.5	36.8	39.3
순차입금 비율(%)	5.4	-0.5	10.6	5.6	-4.4
이자보상배율(배)	34.8	108.3	48.4	38.4	44.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.5	6.9	5.6	5.3	5.4
재고자산회전율	48.7	48.0	42.4	41.2	42.0
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	573	658	863	877	1,134
현금및현금성자산	106	87	133	108	292
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	274	354	458	482	529
재고자산	42	48	58	62	67
비유동자산	1,003	1,084	1,185	1,196	1,232
유형자산	618	625	622	625	636
무형자산	148	146	142	132	122
투자자산	123	122	142	145	151
자산총계	1,576	1,742	2,048	2,073	2,366
유동부채	468	422	647	487	590
매입채무및기타채무	47	48	65	68	75
단기차입금	163	80	276	194	217
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	51	58	71	78
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	517	473	705	558	667
지배주주지분	1,059	1,269	1,344	1,515	1,699
자본금	41	41	40	40	40
자본잉여금	131	132	132	132	132
자본조정등	-114	-103	-96	-96	-96
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,002	1,199	1,267	1,438	1,622
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,269	1,344	1,515	1,699
비이자부채	354	393	429	365	450
총차입금	163	80	276	194	217
순차입금	57	-7	142	85	-75

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	498	475	430	530	542
당기순이익	243	349	281	379	407
비현금성 비용 및 수익	410	422	357	185	188
유형자산감가상각비	192	204	180	161	165
무형자산상각비	8	7	11	10	10
운전자본변동	-57	-214	-134	-22	-42
매출채권등의 감소	-17	-90	-128	-24	-46
재고자산의 감소	1	-4	-17	-3	-6
매입채무등의 증가	17	1	17	3	7
기타 영업현금흐름	-98	-82	-74	-12	-10
투자활동 현금흐름	-269	-264	-583	-193	-226
유형자산의 증가(CAPEX)	-276	-271	-253	-169	-179
유형자산의 감소	8	9	6	5	4
무형자산의 감소(증가)	-6	-5	-11	0	0
투자자산의 감소(증가)	2	1	14	-3	-1
기타	2	1	-339	-26	-50
재무활동 현금흐름	-325	-230	-67	-362	-302
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-325	-230	-67	-362	-302
기타 및 조정	0	0	267	0	0
현금의 증가	-96	-19	47	-25	14
기초현금	201	106	87	133	108
기말현금	106	87	133	108	122

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.10.01~2016.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	112	90.3
중립	12	9.7
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

