

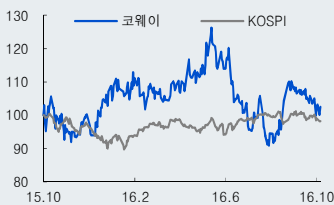
생활소비재

Results Comment
 2016.11.2

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	105,000
현재주가(16/11/01, 원)	91,700
상승여력	15%

영업이익(16F, 십억원)	320
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	368
EPS 성장률(16F, %)	-33.8
MKT EPS 성장률(16F, %)	17.5
P/E(16F, x)	31.1
MKT P/E(16F, x)	10.8
KOSPI	2,007.39
시가총액(십억원)	7,004
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	54.5
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	81,300
52주 최고가(원)	113,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	-7.0	7.6
상대주가	-2.1	-7.6	8.8



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
 02-768-4172
 regina.hahm@miraeasset.com

강서은
 02-768-4062
 seooun.kang@miraeasset.com

코웨이 (021240)

내재 역량에 주목할 시점

3Q16 Review: 연결 영업이익 1,070억원(-14% YoY), 기대 소폭 상회

코웨이의 3Q16 연결기준 잠정실적은 매출액 5,835억원(+0.5% YoY), 영업이익 1,070억원(-13.7% YoY), 영업이익률 18.3%로 발표되었다. 매출액과 영업이익의 당사 전망치 대비 괴리율은 각각 -2.8%, +5.9%로 기대 이상의 탄력적인 수익성 회복을 시현했던 것으로 보인다. 전분기 얼음정수기 리콜로 인한 고객 렌탈료 일시 면제(리콜 대상 제품을 보유한 기존 고객들에게 7월부터 렌탈료 미청구) 관련 비용 113억원을 제외하고 역산할 경우 매출액은 예상에 부합하고 영업이익은 +17.1% 높은 수치였다.

렌탈 매출액은 3,670억원(-2.5% YoY)으로 당사 예상(3,690억원)과 유사했으며, 근원 경쟁력 강화에 기반한 탄력적인 기저 수요 회복에 대한 기대를 충족하는 모습이었다(리콜된 제품 환불 영향으로 직전 분기 렌탈 매출액 14.8% YoY 감소). 7월 얼음정수기 월 렌탈 판매량은 8.9만대로 전분기 평균 12.8만대 대비 크게 감소했지만, 이후 8월 9.1만대, 9월 10.5만대로 반등해 조기 정상화에 대한 기대를 높였다. 2013년 이후 1% 내외에서 안정적으로 관리되어온 해약률 지표도 7월 1.96%까지 일시적으로 상승했으나 8월 1.42%, 9월 1.20%로 하락해 예상에 부합하는 수준으로 안정화되었다.

긍정적인 부분은 얼음정수기 리콜 사건 이후에도 기타 제품군의 렌탈 판매는 견조한 성장을 지속하고 있다는 점이다(3Q16 청정기, 비데, 매트리스 렌탈 판매량 +4.5% YoY). 일부 제품의 이슈가 장기간 축적된 소비자 신뢰와 브랜드 인지도에 미치는 영향이 제한적이었음을 반영한다.

정성적, 정량적 내재 역량에 주목할 시점

코웨이는 일부 모델 리콜과 재렌탈 고객에 대한 렌탈 할인, 일부 고사양 제품 할인 프로모션 영향 등으로 단기 실적 변동성이 커질 수 있는 시기에 진입해있다. 렌탈 판매가 핵심을 구성하는 시스템적 특성상 렌탈 판매량 트렌드가 장기적인 시각에서 보다 결정적인 성장 지표인데, 예상보다 빨리 가시화되고 있는 수요 회복에서 제품과 서비스에 대한 내재 역량을 재차 확인할 수 있다고 판단한다.

과거 소비재 영역에서 다수의 안정성 문제가 불거져왔지만 금번 코웨이와 같이 자발적이고 적극적인 대응 방침은 전례가 없는데, 이는 코웨이가 가치의 핵심을 정확히 인지하고 있음을 반영한다. 능동적인 대응 능력과 타 경쟁업체와 비교되기 힘든 R&D 역량과 품질 관리 능력은 여전히 간과될 수 없는 근원의 경쟁력이다.

코웨이에 대한 Trading BUY 투자 의견과 목표주가 105,000원을 유지해서 제시한다. 단기 실적의 불확실성이 해소되는 시점에 유의미한 기업가치 재평가가 가능할 전망이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,389	2,588	2,739
영업이익 (십억원)	339	364	463	320	481	520
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	13.4	18.6	19.0
순이익 (십억원)	245	250	343	227	356	387
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	2,945	4,667	5,062
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	18.2	26.2	25.0
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	31.1	19.7	18.1
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	5.1	4.4	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

3Q16 Review

표 1. 3Q16 Review

(십억원, %)

	3Q15	2Q16	3Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	580	555	584	600	601	0.5	5.1
영업이익	124	12	107	101	103	-13.7	804.4
영업이익률 (%)	21.4	2.1	18.3	16.8	17.2		
세전이익	122	5	90	98	105	-26.1	1,619.7
순이익	92	3	68	73	76	-26.7	2,322.5

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,411	2,615	2,389	2,588	-0.9	-1.0	해외 사업 실적 조정
영업이익	319	483	320	481	0.6	-0.4	
세전이익	307	470	302	469	-1.7	-0.4	외화 관련 손실 반영
순이익	229	358	227	356	-1.3	-0.4	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

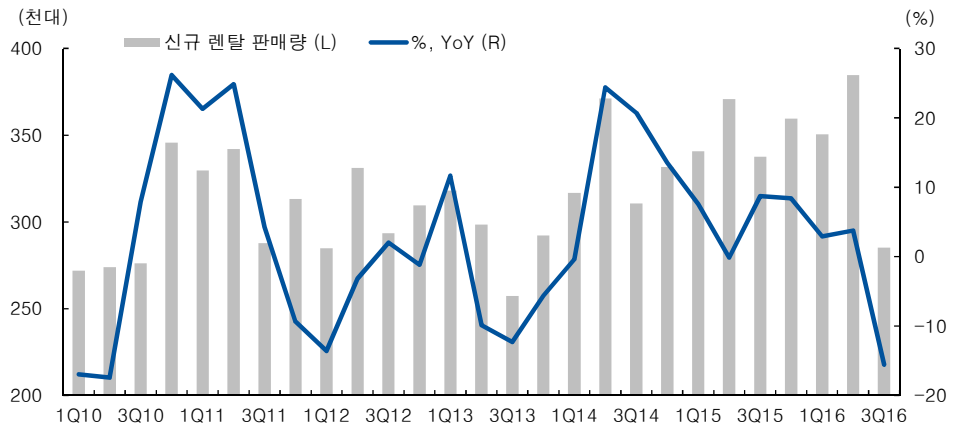
표 3. 별도기준 매출 실적 및 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F
매출액	506	527	546	582	578	523	551	578
렌탈	363	371	376	380	380	316	367	358
%, YoY								
매출액	2.3	0.8	10.0	16.5	14.1	-0.9	0.9	-0.7
렌탈	6.1	7.0	6.7	6.0	4.6	-14.8	-2.5	-5.9
판매관리비	248	249	251	271	260	309	248	276
(%, 매출대비)	49.0	47.2	46.1	46.5	45.1	59.1	45.1	47.8
렌탈자산폐기손실	10	10	10	10	10	9	10	10
(%, 렌탈매출대비)	2.7	2.7	2.9	2.6	2.6	3.9	2.8	3.3
영업이익	99	112	126	127	127	21	117	86
(%, 매출대비)	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1	21.2	14.9
(%, YoY)	10.1	14.4	29.6	34.7	28.4	-80.9	-7.3	-32.2
[Key indicators]								
렌탈순주문(천대)	341	371	338	359	351	385	285	389
총 렌탈계정(천계정)	4,666	4,747	4,780	4,832	4,861	4,921	4,823	4,898
해약률(%)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.5	1.0

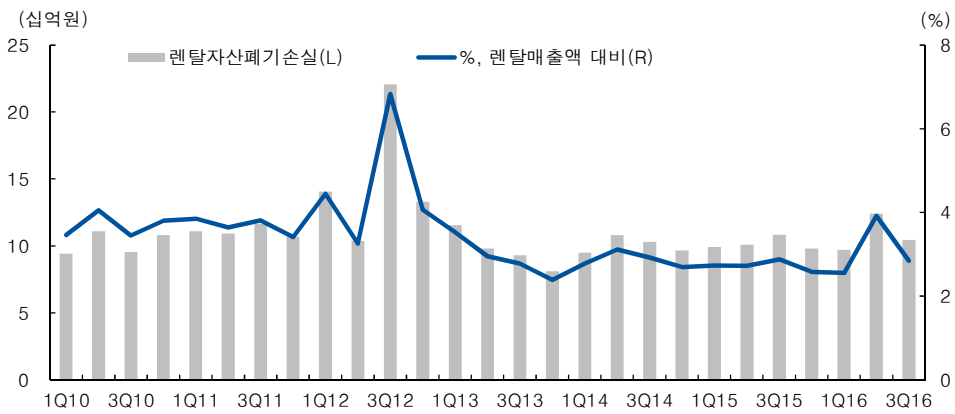
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매량 추이



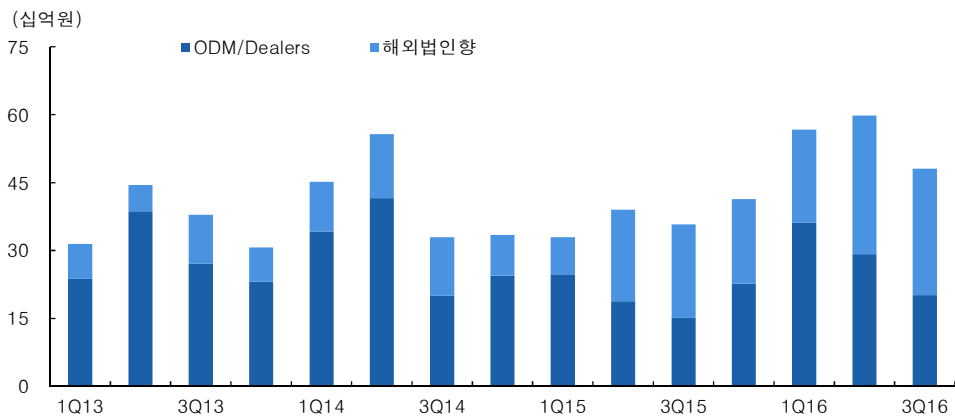
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 수출 실적 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,389	2,588	2,739
매출원가	729	832	852	842
매출총이익	1,586	1,557	1,736	1,897
판매비와관리비	1,123	1,237	1,254	1,377
조정영업이익	463	320	481	520
영업이익	463	320	481	520
비영업손익	-9	-18	-12	-12
금융손익	-3	-7	-9	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	302	469	508
계속사업법인세비용	111	76	115	125
계속사업이익	343	226	354	384
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	226	354	384
지배주주	343	227	356	387
비지배주주	0	-1	-3	-3
총포괄이익	334	220	354	384
지배주주	334	219	352	382
비지배주주	0	1	2	2
EBITDA	691	523	671	720
FCF	184	134	262	285
EBITDA 마진율 (%)	29.8	21.9	25.9	26.3
영업이익률 (%)	20.0	13.4	18.6	19.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	9.5	13.8	14.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	750	940	1,078
현금 및 현금성자산	116	211	351	448
매출채권 및 기타채권	271	255	285	301
재고자산	70	67	88	93
기타유동자산	196	217	216	236
비유동자산	1,122	1,191	1,225	1,255
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	676	702	726
무형자산	169	188	189	192
자산총계	1,775	1,942	2,165	2,333
유동부채	473	629	647	654
매입채무 및 기타채무	219	227	254	269
단기금융부채	80	237	237	0
기타유동부채	174	165	156	385
비유동부채	64	56	56	56
장기금융부채	9	11	11	0
기타비유동부채	55	45	45	56
부채총계	537	685	703	710
지배주주지분	1,237	1,257	1,465	1,629
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	128	128	128
이익잉여금	1,177	1,189	1,397	1,561
비지배주주지분	1	0	-3	-6
자본총계	1,238	1,257	1,462	1,623

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	384	517	553
당기순이익	343	226	354	384
비현금수익비용가감	448	396	309	328
유형자산감가상각비	220	195	183	193
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	220	194	119	129
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-123	-32	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-9	-28	-15
재고자산 감소(증가)	-5	-31	-20	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-2	6	3
법인세납부	-83	-114	-115	-125
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-237	-217	-223
유형자산처분(취득)	-320	-222	-209	-217
무형자산감소(증가)	-5	-16	-8	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-11	-6	-3
기타투자활동	-2	12	6	6
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	-52	-159	-234
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	158	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	-208	-149	-223
기타재무활동	11	-2	-10	-11
현금의 증가	-31	95	140	96
기초현금	147	116	211	351
기말현금	116	211	351	448

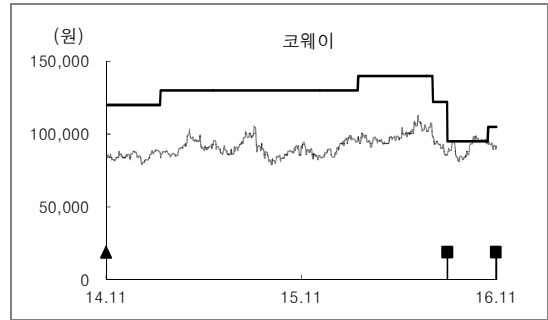
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	31.1	19.7	18.1
P/CF (x)	8.2	11.4	10.6	9.8
P/B (x)	4.8	5.1	4.4	4.0
EV/EBITDA (x)	9.3	13.4	10.2	9.4
EPS (원)	4,449	2,945	4,667	5,062
CFPS (원)	10,263	8,076	8,681	9,317
BPS (원)	17,654	18,010	20,731	22,875
DPS (원)	2,800	2,000	3,000	3,600
배당성향 (%)	60.6	65.9	63.0	69.7
배당수익률 (%)	3.3	2.2	3.3	3.9
매출액증가율 (%)	7.2	3.2	8.3	5.8
EBITDA증가율 (%)	19.6	-24.3	28.3	7.3
조정영업이익증가율 (%)	27.2	-30.9	50.3	8.1
EPS증가율 (%)	37.4	-33.8	58.5	8.5
매출채권 회전을 (회)	10.0	9.6	10.2	9.9
재고자산 회전을 (회)	35.2	34.9	33.4	30.4
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.6	14.9	13.6
ROA (%)	20.2	12.1	17.2	17.1
ROE (%)	30.2	18.2	26.2	25.0
ROIC (%)	31.7	19.9	28.9	29.8
부채비율 (%)	43.4	54.5	48.1	43.7
유동비율 (%)	138.2	119.3	145.2	164.7
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	1.3	-8.5	-13.6
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	38.2	44.7	48.3

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2016.10.17	Trading Buy	105,000원
	2016.08.02	Trading Buy	95,000원
	2016.07.06	매수	122,000원
	2016.02.17	매수	140,000원
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.27	매수	120,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.27%	17.07%	13.66%	0.00%

* 2016년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.