

코웨이 (021240)

2016.11.16

임영주

02-739-6417

arthur@heungkuksec.co.kr

BUY 유지

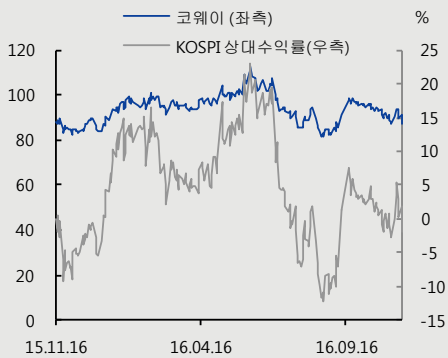
목표주가 120,000원(유지)

Upside/Downside 37.5%

목표주가 컨센서스 115,700원

현재주가(11/15) 87,300원

시가총액	6,668십억원
60D 일평균 거래대금	19십억원
액면가	500원
유동주식비율(보통주)	64.6%
외국인 보유비중(보통주)	53.9%
주요주주 : 코웨이홀딩스 외 9인	31.3%
Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd	7.1%



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3%	-12.4%	-2.4%
상대주가	-4.7%	-12.4%	-2.1%
52주 최고가	113,000원		
최저가	81,300원		

17년은 정상 궤도로 복귀

투자 의견 BUY, 목표주가 120,000 원 유지

코웨이에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가 120,000원을 유지한다. 3분기 실적은 제품 리콜 등의 영향으로 영업이익이 전년동기비 감소할 전망이나 컨센서스 수준으로 선방할 전망이다. 목표가는 17년 예상 EPS 대비 25배 수준이다.

평균 25%를 상회하는 ROE와 꾸준한 배당금 지급은 동사의 밸류에이션 부담을 경감시켜주는 요인이다. 16년을 일회성 요인으로 인해 일시적으로 ROE가 20% 초반이 예상되나, 17년부터는 예년 수준을 회복할 전망이다.

배당 외에도 자사주 소각을 실시하는 등 주주 가치 제고를 위해 노력하고 있다. 현재 보유하고 있는 자사주 269.6만주(3.5%)중에서 1%를 지난 9월말로 소각 처리했다. 또, 내년 3월 20일까지 유동주식의 0.9%에 해당하는 713,557주를 자사주로 취득할 계획이다.

렌탈 회복과 매출 정상화

일회성 요인으로 급감했던 2분기와 달리 3분기 실적은 영업이익 1,000억원 수준을 회복하며 정상화되는 모습을 보였다. 4분기부터 렌탈 가입자수의 정상화가 이뤄지고 있어 2017년은 예년 수준의 매출과 수익성을 회복할 것으로 보인다.

국내 사업이 안정적인 성장세를 이어가는 가운데 1인가구 시대를 맞아 렌탈 서비스가 확대되고 있어 동사의 중장기 성장성 제고가 기대된다.

경쟁심화 우려는 시기상조

최근 동양매직이 SK네트웍스에 인수되면서, 자금력을 갖춘 대기업의 진출로 환경가전 시장의 경쟁 심화가 우려되고 있다. 업계 1위인 코웨이의 비용 지출 증가 및 수익성 둔화 가능성도 제기된다.

하지만, SK네트웍스의 기존사업과 동양매직의 시너지 여부는 불투명하다. 과거 LG전자등이 정수기 시장에 진입할때도 경쟁 심화가 우려되었으나, 결과는 코웨이의 완승이었다. 경쟁심화 가능성은 염두에 두되, 지나치게 앞서 나갈 필요는 없어 보인다.

영업실적 및 투자지표 요약

결산월		2014.12	2015.12	2016.12(E)	2017.12(E)	2018.12(E)
매출액	당사전망(십억원)	2,160	2,315	2,434	2,601	2,743
	컨센서스(십억원)			2,414	2,627	2,804
영업이익	당사전망(십억원)	364	463	357	520	551
	컨센서스(십억원)			360	509	551
영업이익률	당사전망(십억원)	16.9	20.0	14.7	20.0	20.1
	컨센서스(십억원)			14.9	19.4	19.6
순이익	당사전망(십억원)	250	343	248	372	397
	컨센서스(십억원)			260	372	404
EPS(원)	당사전망	3,238	4,449	3,229	4,836	5,154
P/E(배)		26.0	18.9	27.0	18.1	16.9
PBR(배)		5.6	4.8	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA(배)		11.3	9.3	8.9	6.6	6.2
ROE(%)		25.2	30.2	19.7	27.4	25.9

[표 1] 분기실적 추이와 전망

(십억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	1Q	2Q	3QP	4QE	2016E
연결매출	548.2	555.4	580.4	631.1	2,315.1	623.7	555.2	583.5	671.4	2,433.8
개별매출	506.1	527.5	545.7	581.9	2,161.2	577.6	523.1	541.5	609.4	2,251.6
렌탈	363.3	371.2	376.4	380.2	1,491.1	380.1	316.2	367.0	380.2	1,443.5
멤버십	46.0	45.4	44.5	43.7	179.6	42.9	42.5	42.1	41.1	168.6
일시불	30.0	41.4	45.6	54.2	171.2	50.5	54.1	42.6	62.3	209.5
화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	83.0	20.1	17.3	18.1	21.4	76.9
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	149.2	56.7	59.8	48.1	55.9	220.5
기타	10.7	9.4	24.8	42.2	87.1	27.3	33.2	23.6	48.5	132.6
영업이익	100.3	110.5	123.9	128.6	463.3	123.6	11.8	107.0	114.1	356.5
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	454.5	125.3	5.2	90.3	110.2	331.0
순이익	77.6	82.7	92.4	90.5	343.1	95.2	2.8	67.7	82.6	248.4
OPM(%)	18.3	19.9	21.3	20.4	20.0	19.8	2.1	18.3	17.0	14.6
NPM(%)	14.2	14.9	15.9	14.3	14.8	15.3	0.5	11.6	12.3	10.2
매출액(yoy)	2.5	-0.3	10.4	16.3	7.2	13.8	0.0	0.5	6.4	5.1
렌탈	6.1	7.1	6.7	6.0	6.5	4.6	-14.8	-2.5	0.0	-3.2
멤버십	4.8	-0.7	-5.1	-6.7	-2.1	-6.7	-6.4	-5.4	-6.0	-6.1
일시불	8.7	10.7	43.3	102.9	38.6	68.3	30.7	-6.6	15.0	22.4
화장품	10.0	-5.5	8.2	1.1	3.1	-13.0	-18.0	-2.7	6.0	-7.3
수출	-27.0	-30.0	8.5	23.9	-10.9	71.8	53.3	34.4	35.0	47.8
기타	-2.7	-16.1	101.6	240.3	49.1	155.1	253.2	-4.8	15.0	52.3
영업이익(yoy)	11.1	13.7	30.0	57.4	27.1	23.2	-89.3	-13.6	-11.2	-23.0
순이익(yoy)	17.4	24.8	44.4	69.5	37.4	22.7	-96.6	-26.7	-8.7	-27.6

자료: 흥국증권 리서치센터

[표 2] 연간실적 추이와 전망

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
연결매출	2,160.3	2,315.1	2,433.8	2,600.5	2,742.8
개별매출	2,013.8	2,161.2	2,251.6	2,388.5	2,542.8
렌탈	1,400.6	1,491.1	1,443.5	1,546.8	1,659.7
멤버십	183.4	179.6	168.6	160.1	152.1
일시불	123.5	171.2	209.5	215.8	224.4
화장품	80.5	83.0	76.9	79.2	81.7
수출	167.4	149.2	220.5	249.7	283.4
기타	58.4	87.1	132.6	136.9	141.4
영업이익	364.4	463.3	356.5	520.1	551.3
세전이익	332.4	454.5	331.0	495.7	528.7
순이익	249.7	343.1	248.4	372.0	396.5
OPM(%)	16.9	20.0	14.6	20.0	20.1
NPM(%)	11.6	14.8	10.2	14.3	14.5
매출액(yoy)	2.0	7.2	5.1	6.8	5.5
렌탈	5.0	6.5	-3.2	7.2	7.3
멤버십	6.4	-2.1	-6.1	-5.0	-5.0
일시불	-17.2	38.6	22.4	3.0	4.0
화장품	5.4	3.1	-7.3	3.0	3.1
수출	15.7	-10.9	47.8	13.3	13.5
기타	30.0	49.1	52.3	3.2	3.3
영업이익(yoy)	7.5	27.1	-23.0	45.9	6.0
순이익(yoy)	1.9	37.4	-27.6	49.8	6.6

자료: 흥국증권 리서치센터

재무상태표

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	726.2	956.0	1,181.8
현금 및 현금성자산	147.4	116.3	150.6	342.4	535.8
매출채권 및 기타채권	229.2	283.4	297.9	318.3	335.7
재고자산	61.9	69.8	73.4	78.4	82.7
기타유동자산	152.0	174.6	183.5	196.1	206.8
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,303.6	1,292.5	1,299.7
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	675.2	699.5	818.3	815.2	828.7
무형자산	170.6	168.8	164.4	141.6	122.7
자산총계	1,621.6	1,775.4	2,029.8	2,248.5	2,481.6
유동부채	526.0	472.9	659.5	687.8	712.0
매입채무 및 기타채무	220.0	223.7	235.2	251.3	265.1
단기금융부채	164.5	80.1	246.6	246.6	246.6
기타유동부채	141.6	169.1	177.7	189.9	200.3
비유동부채	56.2	64.3	90.4	120.8	145.1
장기금융부채	1.0	8.0	9.8	15.7	15.7
기타비유동부채	39.2	43.9	68.2	92.8	117.1
부채총계	582.2	537.2	749.9	808.6	857.1
지배주주지분	1,038.5	1,237.4	1,279.0	1,439.1	1,623.7
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.5	127.5	127.9	127.9	127.9
이익잉여금	985.9	1,177.0	1,211.2	1,376.9	1,567.1
비지배주주지분(연결)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,279.9	1,439.9	1,624.5

포괄손익계산서

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,433.7	2,600.5	2,742.8
매출원가	726.6	728.8	803.2	858.3	905.2
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,630.5	1,742.3	1,837.5
매출총이익률(%)	66.4	68.5	67.0	67.0	67.0
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,273.9	1,222.2	1,286.3
영업이익	364.4	463.3	356.6	520.1	551.3
영업이익률(%)	16.9	20.0	14.7	20.0	20.1
조정영업이익	364.4	463.3	356.6	520.1	551.3
비영업손익	-32.0	-8.9	-25.6	-24.4	-22.6
순금융손익	-8.8	-2.9	-1.7	-7.0	-5.3
외환관련손익	-0.1	-2.9	0.9	0.9	0.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	332.4	454.5	331.0	495.7	528.7
세전계속사업이익률(%)	15.4	19.6	13.6	19.1	19.3
계속사업법인세	-82.8	-111.3	-82.6	-123.8	-132.2
계속사업이익	249.7	343.1	248.4	372.0	396.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	249.7	343.1	248.4	372.0	396.5
순이익률(%)	11.6	14.8	10.2	14.3	14.5
지배주주	249.7	343.1	248.4	372.0	396.5
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	241.1	334.3	242.7	366.3	390.9
지배주주	241.1	334.3	242.8	366.4	390.9
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

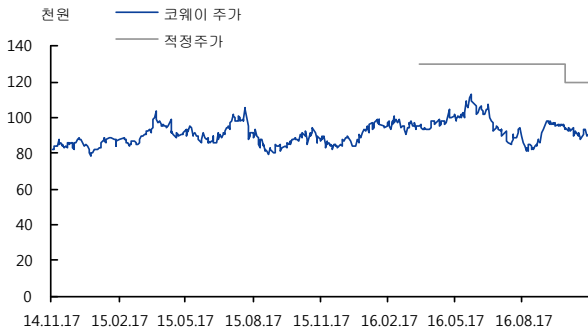
(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	541.7	545.0	627.6	848.7	878.4
당기순이익(손실)	249.7	343.1	248.4	372.0	396.5
비현금수익비용가감	415.3	448.4	619.2	623.5	633.7
유형자산감가상각비	205.7	220.1	381.5	447.1	454.5
무형자산상각비	7.9	7.6	20.3	28.3	24.4
기타	-112.0	-103.0	-138.6	-18.3	-18.3
영업활동으로 인한 변동	-24.1	-163.2	-153.0	-23.0	-19.6
매출채권 및 기타채권	-3.4	-57.9	-28.6	-20.4	-17.4
재고자산	-3.4	-5.0	-36.8	-5.0	-4.3
매입채무 및 기타채무	17.9	5.8	34.4	16.1	13.7
법인세납부	-99.1	-83.4	-86.9	-123.8	-132.2
투자활동으로 인한 현금흐름	-304.7	-371.2	-610.3	-447.7	-469.7
유형자산처분(취득)	-296.2	-320.4	-550.7	-444.0	-468.0
무형자산감소(증가)	-6.0	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
장단기금융자산	-5.2	-41.6	-55.3	0.0	0.0
기타투자활동	2.7	-3.8	1.2	1.7	3.7
FCF	194.9	150.5	78.1	393.0	399.3
재무활동으로 인한 현금흐름	-328.3	-203.8	17.2	-209.2	-215.3
장단기금융부채감소(증가)	-162.0	-67.8	221.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-27.6	5.2	4.7	0.0	0.0
배당금지급	-123.6	-148.3	-208.0	-206.3	-206.3
기타재무활동	-15.1	7.0	-1.2	-8.8	-9.0
현금의 증가	-91.3	-31.1	34.3	191.8	193.4
기초현금	238.7	147.4	116.3	150.6	342.4
기말현금	147.4	116.3	150.6	342.4	535.8

주요투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	2.0	7.2	5.1	6.9	5.5
영업이익	7.5	27.1	-23.0	45.9	6.0
세전계속사업이익	1.6	36.7	-27.2	49.8	6.7
EBITDA	7.6	19.5	9.7	31.3	3.5
EPS	1.9	37.4	-27.4	49.8	6.6
수익성(%)					
ROA(%)	15.2	20.2	13.1	17.4	16.8
ROE(%)	25.2	30.2	19.7	27.4	25.9
EBITDA마진(%)	26.8	29.9	31.2	38.3	37.6
안전성(%)					
유동비율(%)	113.5	138.2	110.1	139.0	166.0
부채비율(%)	56.0	43.4	58.6	56.2	52.8
순차입금/자기자본(%)	1.1	-3.0	6.7	-7.0	-18.1
EBITDA/이자비용(X)	50.1	159.3	251.6	113.4	114.8
주당지표					
EPS(원)	3,238	4,449	3,229	4,836	5,155
BPS(원)	15,146	17,654	18,296	20,391	22,808
CFPS(원)	6,007	7,401	8,452	11,015	11,380
DPS(원)	2,000	2,800	2,800	2,800	2,900
Valuation지표(배)					
P/E(x)	26.0	18.9	27.0	18.1	16.9
PBR(x)	5.6	4.8	4.8	4.3	3.8
P/CF(x)	14.0	11.4	10.3	7.9	7.7
EV/EBITDA(x)	11.3	9.3	8.9	6.6	6.2

코웨이-주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격	날짜	투자 의견	적정 가격
2016.11.16	BUY	120,000원			
2016.10.14	BUY	120,000원			
2016.03.30	BUY	130,000원			

기업 투자 의견(향후 12개월 기준)

- Buy(매수): 15% 이상
- Hold(중립): -15% ~15%
- Sell(매도): -15% 이하

산업 투자 의견(향후 12개월 기준)

- OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않으며 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주권사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.