

Company Update

Analyst 안지영, 김진영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (2/15)	89,000원

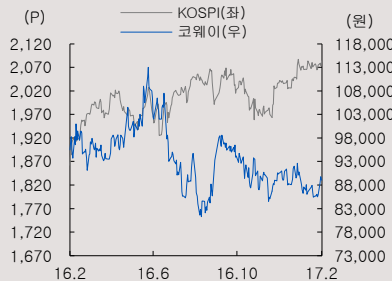
KOSPI (2/15)	2,083.86pt
시가총액	6,798십억원
발행주식수	76,381천주
액면가	500원
52주 최고가	113,000원
최저가	81,300원
60일 일평균거래대금	12십억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률 (2016F)	3.6%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 8인	31.33%
GIC Private Limited	7.10%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-8%	-17%
절대기준	-2%	-6%	-7%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(16)	3,581	3,514	▲
EPS(17)	4,756	4,933	▼

코웨이 추가추이



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)

품질 이슈를 마무리 짓는 결과

Review: 무상렌탈과 일회성, 매출액 -5%, 영업이익 -18%, 컨센서스 하회

2016년 4분기(yoy) 개별실적은 매출액 -4.9%, 매출총이익 -7.0%, 영업이익 -18.1%, 순이익 +3.7%에 그쳤다. 2분기 얼음정수기 품질이슈 이후 대상고객에 실시했던 리콜 관련 매출차감액은 679억원이다. 이를 고려한 2016년 렌탈 매출액은 19,799억원(+4.0% yoy 16.2Q 5,138억원 +10.9% yoy) 수준이다. 또한 16.4Q 렌탈 매출액은 3,609억원(-5.1% yoy)으로 얼음정수기 고객 렌탈료 일시 면제에 따른 영향이 집중 되었기 때문이다. 영업이익은 1,038억원(-18.1% yoy)로 추정치와 컨센서스를 7~8% 하회했다. 매출차감 외에 광고비 100억원과 무상렌탈에 따른 신제품 재고부족으로 3분기 반영 예정의 렌탈폐기손실액 20억원이 4분기에 반영되었기 때문이다. 4분기 총계정수는 570만(렌탈 485만)으로 -1.2% yoy, -0.5% QoQ) 수준에 머물렀는데, 이 가운데 멤버십 계정 85만(-9.0% yoy, -5.9% QoQ)의 영향 때문으로 4분기 렌탈 계정은 2만6천(3분기 9만 8천 감소) 순증했다.

2017년 정상화에 무게, 개별 매출액 10%, 영업이익 33% 증가 전망

코웨이는 2017년 가이던스에 대해 개별기준 매출액 2,430억원(+10.2% yoy), 영업이익 5,000억원(+35.6% yoy), 연결기준 매출액 26,760억원(+12.6% yoy), 영업이익 4,940억원(+45.8% yoy)를 제시했다. IBK추정치도 이를 적극 반영했는데 1) 환경가전의 제품력 강화 영업 조직력 재정비 2) 시장 선도 제품 출시(신제빙 기술 적용 아이스 정수기, 위생 강화형 매트리스 출시를 시작, 제품 카테고리별 IoCare 적용 상품의 상용화가 예상된다. 3)중국 사업의 파트너 확대(청정기 ODM파트너 확대, 하이얼 및 콩가와 진행해온 정수기 비데 사업 관련해서도 본계약이 진행 중에 있는 점을 고려했다. 2017년 얼음 정수기 이슈를 고려하면 기존사업의 정상화에 국내외 신제품 출시, 기타(홈케어, 화장품) 사업 개선에서 성장성을 가시화할 것으로 전망된다.

일회성 반영 목표주가 120,000원, 매수유지

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS 기준 120,000원[표5 참조]을 유지한다. 코웨이는 2016년 품질 이슈를 마무리 짓고 2017년 정상화를 중심으로 성장성을 회복할 전망이다. 2016년 배당정책은 주당배당액 3,200원과 700억원 규모의 자사주매입과 주식소각을 통해 적극적인 주주환원 정책을 제시하고 있어 사업 정상화에 따라 추가 모멘텀도 점진적으로 회복될 전망이다. 투자의견은 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,205	2,429	2,681
영업이익	377	463	369	492	558
세전이익	330	461	366	484	551
지배주주순이익	243	349	275	363	414
EPS(원)	3,150	4,531	3,581	4,756	5,414
증가율(%)	-4.1	43.8	-21.0	32.8	13.8
영업이익률(%)	18.7	21.4	16.7	20.2	20.8
순이익률(%)	12.1	16.2	12.5	15.0	15.4
ROE(%)	24.0	30.0	21.1	25.8	26.5
PER	26.7	18.6	24.7	18.7	16.4
PBR	6.1	5.1	5.0	4.6	4.1
EV/EBITDA	11.4	9.6	11.8	9.8	8.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

무상렌탈과 일회성, 매출액 -5%, 영업이익 -18%, 컨센서스 하회

표 1. 코웨이 IFRS 개별 16.4Q 실적

(단위: 억원, %, p)

16.4Q 개별기준 (yoy)
 매출액 5,534억원 -4.9%
 -얼음정수기 고객 렌탈료
 일시 면제 및 마케팅 강화
 영업이익 1,038 억원 -18.1%
 순이익 922억원 3.7%
 -외화환산이익 206억원

	15.4Q	16.3Q	16.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	5,821	5,506	5,534	0.5	-4.9	5,781	-4.3	6,041	-8.4
렌탈	3,802	3,675	3,609	-1.8	-5.1	3,749	-3.7	-	-
*금융리스	261	270	284	5.3	8.8	305	-6.9	-	-
멤버십	437	421	400	-5.1	-8.6	411	-2.8	-	-
일시불	542	426	487	14.2	-10.3	515	-5.5	-	-
화장품	202	181	187	2.8	-7.8	191	-2.3	-	-
수출	414	481	523	8.8	26.3	535	-2.2	-	-
기타(수처리)	161	51	45	-12.5	-72.1	75	-40.0	-	-
매출총이익	3,973	3,649	3,693	1.2	-7.0	3,789	-2.5	-	-
영업이익	1,268	1,166	1,038	-11.0	-18.1	1,121	-7.4	1,132	-8.2
GPM	68.3	66.3	66.7	0.5	-1.5	65.5	1.2	-	-
OPM	21.8	21.2	18.8	-2.4	-3.0	19.4	-0.6	18.7	0.0
순이익	889	788	922	17.0	3.7	874	5.5	948	-2.8

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	16.4Q(P)	2014	YoY	2015	YoY	2016F		YoY
													기존	변경	
매출액	5,059	5,275	5,457	5,821	5,776	5,230	5,506	5,534	20,137	4.1	21,613	7.3	22,636	22,045	2.0
렌탈	3,633	3,712	3,764	3,802	3,801	3,162	3,670	3,609	14,006	5.0	14,911	6.5	14,686	14,242	-4.5
금융리스	-	-	148	261	215	286	270	284	-	-	409	-	1,041	1,055	157.9
멤버십	460	454	445	437	429	425	421	400	1,834	6.4	1,796	-2.1	1,715	1,675	-6.8
일시불	300	414	456	542	505	541	426	487	1,235	-17.3	1,712	38.7	2,029	1,959	14.4
화장품	230	211	186	202	201	173	181	187	804	5.2	829	3.1	774	742	-10.8
수출	330	390	358	414	567	598	481	523	1,674	15.7	1,492	-10.9	2,141	2,169	45.3
기타(수처리)	106	95	100	111	58	45	56	45	584	1.0	462	-20.9	250	204	-55.7
매출총이익	3,468	3,607	3,770	3,770	3,873	3,304	3,649	3,693	13,403	4.9	14,818	10.6	14,931	14,519	-2.0
GPM	68.6	68.4	69.1	65.3	67.1	63.2	66.3	66.7	66.6	0.5	68.6	2.0	66.0	65.9	-2.7
영업이익	989	1,117	1,256	1,268	1,269	214	1,166	1,038	3,776	13.3	4,630	22.6	3,994	5,940	28.3
OPM	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	4.1	21.2	18.8	18.8	1.5	21.4	2.7	17.6	26.9	5.5
순이익	751	850	1,004	889	922	123	788	922	2,430	-4.0	3,494	43.8	2,778	4,406	26.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 연결중속회사 현황 및 실적

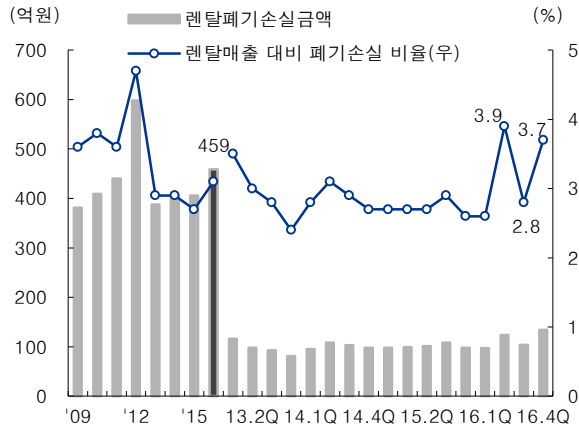
(단위: 억원, %)

16.4Q 연결기준 (yoy)
 매출액 6,141억원 -2.7%
 영업이익 964 억원 -25.0%
 순이익 777억원 -14.7%
 -해외법인(태국, 말레이시아)
 법인의 렌탈자산재고평가 기준
 변경 영향)

구분	매출			영업이익		
	15.4Q	16.4Q(P)	YoY	15.4Q	16.4Q(P)	YoY
말레이시아법인	264	424	60.6	12	22	83.3
중국법인	32	42	31.3	-4	-2	적자지속
미국법인	160	152	-5.0	5	0	-
태국법인	12	12	-3.0	0	-4	적자전환
그린엔텍	-	236	-	-	40	-

자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



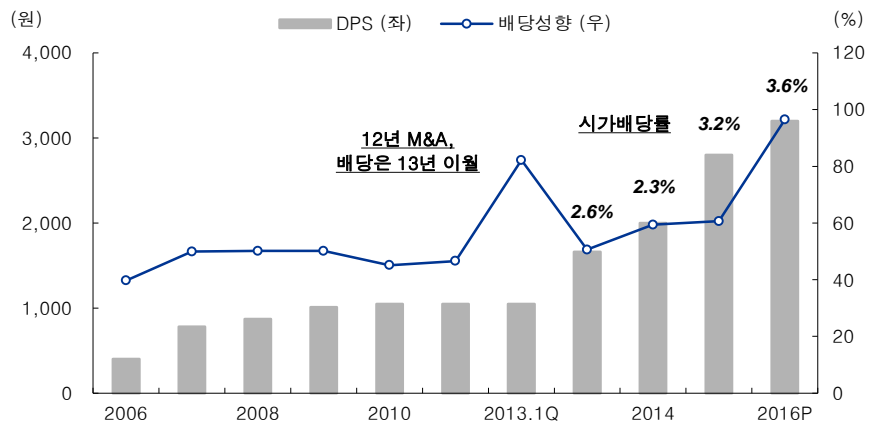
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 해약률 추이



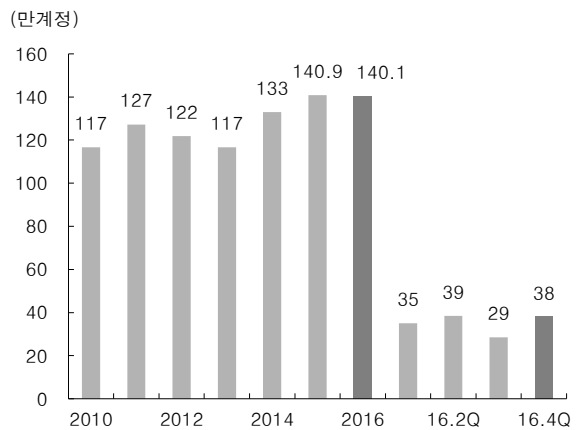
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 주당배당액, 배당성향 및 최근 시가배당률 추이



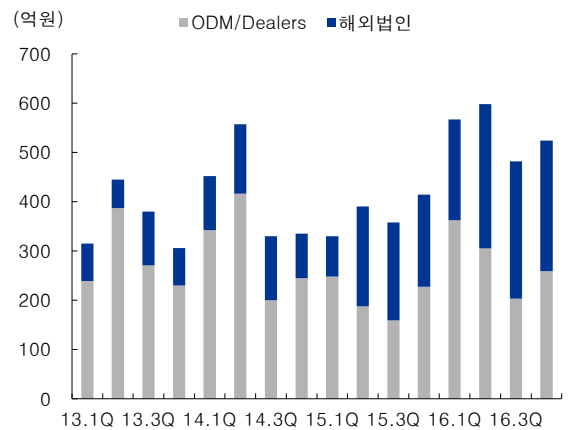
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모, 2016년 4분기 회복세 확인



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 현황 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 4. 코웨이 IFRS 2017년 개별실적 전망

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q(P)	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016P	YoY	2017F	YoY
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	6,250	5,907	6,015	6,113	22,045	2.0	24,285	10.2
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	4,065	3,661	3,934	3,931	14,242	-4.5	15,591	9.4
금융리스	215	286	270	284	273	291	280	289	1,055	157.9	1,133	7.4
멤버십	429	425	421	400	435	430	436	395	1,675	-6.8	1,696	1.3
일시불	505	541	426	487	515	549	481	493	1,959	14.4	2,038	4.1
화장품	201	173	181	187	231	245	221	275	742	-10.8	972	31.0
수출	567	598	481	523	681	696	613	700	2,169	45.3	2,690	24.0
기타(수처리)	58	45	56	45	50	35	50	30	204	-55.7	165	-17.2
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,751	3,783	3,969	4,034	14,519	-2.0	15,537	7.0
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	60.0	64.0	66.0	66.0	65.9	-2.7	64.0	-1.9
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,042	1,211	1,324	1,339	5,940	28.3	4,916	33.3
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	16.7	20.5	22.0	21.9	26.9	5.5	20.2	3.5
순이익	922	123	788	922	766	885	978	1,004	4,406	26.1	3,633	31.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 5. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	16년 추정 EPS 3,659 16년 추정 12개월 Forward EPS 3,777	16년 확정 EPS 3,581 17년 추정 12개월 Forward EPS 4,866
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배
17년 예상 순현금	200	138
주식수	77,124	77,124
목표주가	120,000원	120,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,205	2,429	2,681
증가율(%)	4.1	7.3	2.0	10.2	10.4
매출원가	673	679	753	875	938
매출총이익	1,340	1,482	1,451	1,554	1,743
매출총이익률 (%)	66.6	68.6	65.8	64.0	65.0
판매비	963	1,019	1,083	1,062	1,185
판매비율(%)	47.8	47.1	49.1	43.7	44.2
영업이익	377	463	369	492	558
증가율(%)	13.3	22.6	-20.4	33.4	13.4
영업이익률(%)	18.7	21.4	16.7	20.2	20.8
순금융손익	-9	-3	-4	-5	2
이자손익	-9	-3	-4	-5	-3
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	-9	1	1	-2	-8
중속/관계기업손익	-31	0	0	0	0
세전이익	330	461	366	484	551
법인세	87	111	90	121	138
법인세율	26.3	24.2	24.6	25.0	25.0
계속사업이익	243	349	275	363	414
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	349	275	363	414
증가율(%)	-4.1	43.8	-21.2	31.9	13.8
당기순이익률 (%)	12.1	16.2	12.5	15.0	15.4
지배주당당기순이익	243	349	275	363	414
기타포괄이익	-8	-4	-3	0	0
총포괄이익	235	346	272	363	414
EBITDA	577	675	572	683	768
증가율(%)	10.6	16.9	-15.2	19.3	12.5
EBITDA마진율(%)	28.7	31.2	26.0	28.1	28.6

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,150	4,531	3,581	4,756	5,414
BPS	13,732	16,459	17,577	19,262	21,620
DPS	2,000	2,800	3,200	3,200	3,200
밸류에이션(배)					
PER	26.7	18.6	24.7	18.7	16.4
PBR	6.1	5.1	5.0	4.6	4.1
EV/EBITDA	11.4	9.6	11.8	9.8	8.6
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	7.3	2.0	10.2	10.4
EPS증가율	-4.1	43.8	-21.0	32.8	13.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	3.3	3.6	3.6	3.6
ROE	24.0	30.0	21.1	25.8	26.5
ROA	15.1	21.1	14.2	16.4	17.6
ROIC	27.0	36.2	27.4	33.7	34.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	48.8	37.3	59.7	54.9	46.1
순차입금 비율(%)	5.4	-0.5	-1.0	-9.4	-10.8
이자보상배율(배)	34.8	108.3	71.7	71.3	94.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.5	6.9	5.9	5.8	5.8
재고자산회전율	48.7	48.0	46.1	48.6	48.6
총자산회전율	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	573	658	989	1,145	1,194
현금및현금성자산	106	87	283	366	334
유가증권	0	0	70	78	86
매출채권	274	354	399	440	486
재고자산	42	48	48	52	58
비유동자산	1,003	1,084	1,155	1,135	1,218
유형자산	618	625	625	739	813
무형자산	148	146	142	132	122
투자자산	123	122	136	142	148
자산총계	1,576	1,742	2,144	2,279	2,412
유동부채	468	422	730	733	719
매입채무및기타채무	47	48	52	61	75
단기차입금	163	80	340	306	241
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	51	71	75	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	517	473	801	808	760
지배주주지분	1,059	1,269	1,343	1,471	1,651
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	132	132	132	132
자본조정등	-114	-103	-61	-61	-61
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,002	1,199	1,231	1,360	1,540
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,269	1,343	1,471	1,651
비이자부채	354	393	461	503	519
총차입금	163	80	340	306	241
순차입금	57	-7	-13	-138	-179

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	498	475	359	521	579
당기순이익	243	349	275	363	414
비현금성 비용 및 수익	410	422	401	199	217
유형자산감가상각비	192	204	192	181	201
무형자산상각비	8	7	11	10	10
운전자본변동	-57	-214	-200	-35	-48
매출채권등의 감소	-17	-90	-84	-42	-46
재고자산의 감소	1	-4	-3	-5	-5
매입채무등의 증가	17	1	5	9	14
기타 영업현금흐름	-98	-82	-118	-5	-3
투자활동 현금흐름	-269	-264	-336	-198	-318
유형자산의 증가(CAPEX)	-276	-271	-298	-300	-279
유형자산의 감소	8	9	13	5	4
무형자산의 감소(증가)	-6	-5	-12	0	0
투자자산의 감소(증가)	2	1	33	-5	-1
기타	2	1	-73	103	-42
재무활동 현금흐름	-325	-230	174	-241	-288
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-325	-230	174	-241	-288
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-96	-19	197	83	-28
기초현금	201	106	87	283	366
기말현금	106	87	283	366	338

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 (2016.01.01~2016.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	88.2
중립	18	11.8
매도	0	0.0

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

