

코웨이 (021240.KS)

17년 국내 회복, 해외 확대, 배당 강화

Company Comment | 2017. 2. 16

프로모션 강화로 4분기 실적 기대치 하회. 2016년 얼음정수기 품질 이슈에 따른 일시적 비용 증가와 수요 회복을 위한 프로모션은 대략 마무리. 2017년 영업이익 정상화 예상. 국내 사업 회복, 해외 사업 확대, 주주 정책 강화에 기반한 점진적 기업 가치 증가 기대. Buy 유지

4분기 실적 프로모션 부담으로 기대치 하회

코웨이의 4분기 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,534억원(-5% y-y)과 1,038억원(-18% y-y)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 하회

얼음 정수기 품질 이슈 발생 후 대규모 리콜 비용 발생에 이어, 기존 고객 유지 및 렌탈 수요 정상화를 위해 최근까지 각종 프로모션을 실시해 왔음. 4분기에는 그 효과가 당사 추정치보다 다소 크게 나타나면서 실적이 예상에 미치지 못했으나, 관련 비용 집행은 대부분 마무리되었고 렌탈 판매량(+5.8% y-y), 렌탈 계정 순증(3Q16 마이너스에서 4Q 플러스 전환) 해약률(1.26%, 3Q 1.53% 대비 하락) 등 핵심 지표도 정상화되고 있음

렌탈 사업 차질로 국내 환경 가전 매출액은 전년동기 대비 5.3% 감소하며 다소 부진했으나, 해외 사업 성과는 고무적. ODM 및 해외법인항 매출 증가율이 52%에 달했고, 연결 대상 해외 법인 중 가장 비중이 큰 말레이시아 현지법인은 사업 확대가 순조롭게 이뤄지면서 61%의 매출 성장률을 기록

2017년 영업이익 성장률 38% 전망

올해 동사 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조5,033억원(+14% y-y)과 5,083억원(+38% y-y)으로 전망. 작년 일회성 비용 소멸에 따른 실적 정상화가 핵심. 중국 ODM 협력사 확대, 정수기 사업 본격화(하이얼과 협업 가능성)등을 통해 해외 사업 로드맵도 구체적으로 확인되는 해가 될 것

강화되는 주주정책, 부담없는 밸류에이션의 매력

동사는 2016년 감익에도 불구하고 주당 배당금을 예상치보다 높은 3,200원(전년 2,800원)으로 확대하겠다고 공시. 더불어 2017년 중간 배당 실시와 700억원 규모의 자사주 소각 계획도 밝힘. 재무적 투자자가 실질적 최대 주주라는 점, 현금 흐름 창출력 대비 자본적 지출이 크지 않다는 점에서 고배당 정책은 지속될 가능성 높음

현 주가는 17년 기준 PER 18배 수준으로, 타 소비자재 업체들 대비 크게 부담스럽지 않은 수준. Buy 투자의견 유지

Buy (유지)

목표주가 125,000원 (유지)

현재가 (17/02/15) 89,000원

| | |
|--------------------|-------------------|
| 업종 | 기타 소비자재 |
| KOSPI / KOSDAQ | 2,083.86 / 615.95 |
| 시가총액(보통주) | 6,797.9십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 76.4백만주 |
| 52주 최고가('16/06/08) | 113,000원 |
| 최저가('16/08/24) | 81,300원 |
| 평균거래대금(60일) | 12.4십억원 |
| 배당수익률(2016P) | 3.62% |
| 외국인지분율 | 53.3% |

| | | |
|---------------------|--|-------|
| 주요주주 | | |
| 코웨이홀딩스 외 8 인 | | 31.3% |
| GIC Private Limited | | 7.1% |

| | | | |
|-----------|------|------|-------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | 1.9 | -6.0 | -6.8 |
| 상대수익률 (%) | -3.7 | -7.5 | -16.7 |

| | 2015 | 2016P | 2017E | 2018F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,161 | 2,205 | 2,503 | 2,689 |
| 증감률 | 7.3 | 2.0 | 13.5 | 7.4 |
| 영업이익 | 463 | 369 | 508 | 519 |
| 영업이익률 | 21.4 | 16.7 | 20.3 | 19.3 |
| (지배지분)순이익 | 349 | 274 | 374 | 393 |
| EPS | 4,531 | 3,558 | 4,936 | 5,192 |
| 증감률 | 43.8 | -21.5 | 38.7 | 5.2 |
| PER | 18.6 | 24.8 | 18.0 | 17.1 |
| PBR | 5.1 | 5.4 | 4.9 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 12.9 | 10.1 | 9.9 |
| ROE | 30.0 | 21.8 | 28.5 | 27.0 |
| 부채비율 | 37.3 | 58.4 | 56.4 | 51.4 |
| 순차입금 | -16 | 111 | 70 | -27 |

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

코웨이 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

| | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16P | | | | | 1Q17E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 발표치 | y-y | q-q | 당사 | 컨센서스 | |
| 매출액 | 582.1 | 577.6 | 523.0 | 550.6 | 553.4 | -4.9 | 0.5 | 624.9 | 599.4 | 615.1 |
| 영업이익 | 126.8 | 126.9 | 21.4 | 116.6 | 103.8 | -18.1 | 2.5 | 114.3 | 113.2 | 153.9 |
| 영업이익률 | 21.8 | 22.0 | 4.1 | 21.2 | 18.8 | | | 18.3 | 18.9 | 25.0 |
| 세전이익 | 119.4 | 121.8 | 18.0 | 104.0 | 114.9 | -3.8 | 10.5 | 123.7 | 123.7 | 149.6 |
| (지배)순이익 | 88.9 | 92.2 | 12.3 | 78.8 | 86.0 | -3.3 | 9.2 | 102.6 | 87.0 | 119.3 |

주: IFRS 별도기준. 자료: 코웨이, DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

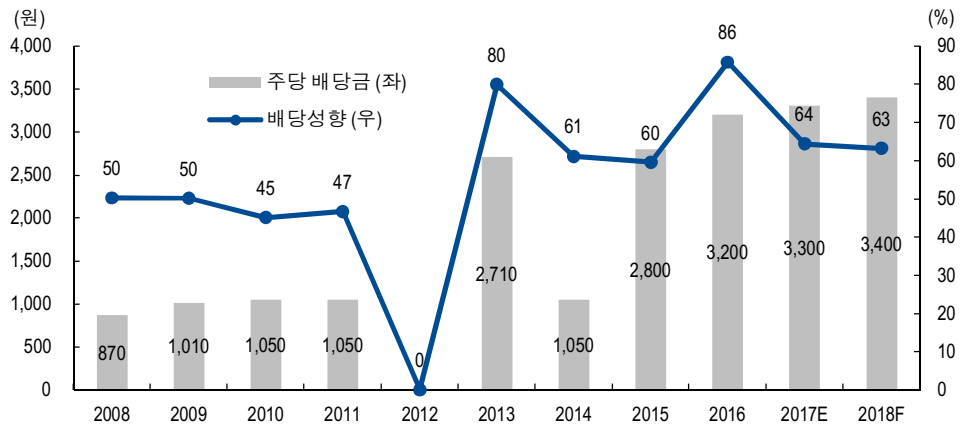
코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | | 2015 | 2016P | 2017E | 2018F |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | - 수정 후 | 2,161.3 | 2,204.5 | 2,503.3 | 2,689.3 |
| | - 수정 전 | - | 2,276.1 | 2,556.1 | 2,710.6 |
| | - 변동률 | - | -3.1 | -2.1 | -0.8 |
| 영업이익 | - 수정 후 | 463.0 | 368.7 | 508.3 | 519.5 |
| | - 수정 전 | - | 351.5 | 528.0 | 547.0 |
| | - 변동률 | - | 4.9 | -3.7 | -5.0 |
| 영업이익률(수정 후) | | 21.4 | 16.7 | 20.3 | 19.3 |
| EBITDA | | 674.7 | 531.6 | 681.3 | 684.7 |
| (지배지분)순이익 | | 349.4 | 273.7 | 374.0 | 392.6 |
| EPS | - 수정 후 | 4,531 | 3,558 | 4,936 | 5,192 |
| | - 수정 전 | - | 3,358 | 5,181 | 5,523 |
| | - 변동률 | - | 6.0 | -4.7 | -6.0 |
| PER | | 18.6 | 24.8 | 18.0 | 17.1 |
| PBR | | 5.1 | 5.4 | 4.9 | 4.4 |
| EV/EBITDA | | 9.6 | 12.9 | 10.1 | 9.9 |
| ROE | | 30.0 | 21.8 | 28.5 | 27.0 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

코웨이의 연간 DPS 및 배당성향 추이



주: 2012년 매각 결정으로 인해 연말 배당이 2013년 중간배당(1,050원)으로 미뤄진 바 있음

코웨이는 2017년 이후 중간배당 계획을 발표. 위 그래프의 주당 배당금은 중간배당과 연말배당 금액의 합계

자료: 코웨이, NH투자증권 리서치본부 전망

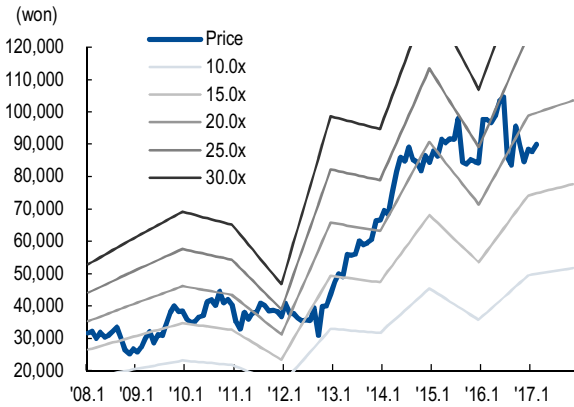
코웨이의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

| | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16P | 2015 | 2016P | 2017E |
|----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 506 | 527 | 546 | 582 | 578 | 523 | 551 | 553 | 2,161 | 2,205 | 2,503 |
| 렌탈 매출액 | 363 | 371 | 376 | 380 | 380 | 316 | 367 | 361 | 1,491 | 1,424 | 1,580 |
| 멤버십 매출액 | 30 | 41 | 49 | 50 | 46 | 54 | 42 | 40 | 171 | 182 | 209 |
| 일시불 매출액 | 30 | 41 | 46 | 54 | 50 | 54 | 43 | 49 | 171 | 196 | 193 |
| 수출 매출액 | 33 | 29 | 36 | 41 | 57 | 60 | 48 | 52 | 139 | 217 | 287 |
| 화장품 매출액 | 23 | 21 | 19 | 20 | 20 | 17 | 18 | 19 | 83 | 74 | 75 |
| 금융리스 | | | 15 | 26 | 21 | 29 | 27 | 28 | 41 | 105 | 137 |
| 기타 | 11 | 9 | 10 | 16 | 6 | 5 | 6 | 4 | 46 | 20 | 20 |
| 매출액 성장률 | 2.7 | 0.8 | 10.0 | 16.5 | 14.1 | -0.9 | 0.9 | -4.9 | 7.3 | 2.0 | 13.6 |
| 렌탈 매출액 | 6.1 | 7.0 | 6.7 | 6.0 | 4.6 | -14.8 | -2.5 | -5.1 | 6.5 | -4.5 | 11.0 |
| 멤버십 매출액 | -31.7 | -9.5 | 4.5 | 7.0 | 52.0 | 30.6 | -14.1 | -20.3 | -7.0 | 6.6 | 15.1 |
| 일시불 매출액 | 16.4 | 10.7 | 43.5 | 102.9 | 68.2 | 30.6 | -6.6 | -10.3 | 40.7 | 14.3 | -1.3 |
| 수출 매출액 | -27.0 | -48.0 | 8.5 | 23.9 | 71.8 | 106.2 | 34.4 | 26.3 | -16.8 | 55.8 | 32.5 |
| 화장품 매출액 | 10.5 | -5.3 | 8.3 | 1.1 | -13.1 | -17.9 | -2.5 | -7.8 | | -10.7 | 1.5 |
| 금융리스 | | | | | | | 81.9 | 8.8 | | 157.7 | 30.0 |
| 기타 | -28.2 | -38.6 | -31.7 | 18.1 | -45.3 | -52.1 | -43.4 | -72.0 | -21.0 | -55.6 | 0.0 |
| 영업이익 | 99 | 112 | 126 | 127 | 127 | 21 | 117 | 104 | 463 | 369 | 508 |
| 영업이익 성장률 | 10.2 | 14.4 | 29.5 | 36.1 | 28.3 | -80.9 | -7.2 | -18.1 | 22.6 | -20.4 | 37.9 |
| 영업이익률 | 19.5 | 21.2 | 23.0 | 21.8 | 22.0 | 4.1 | 21.2 | 18.8 | 21.4 | 16.7 | 20.3 |

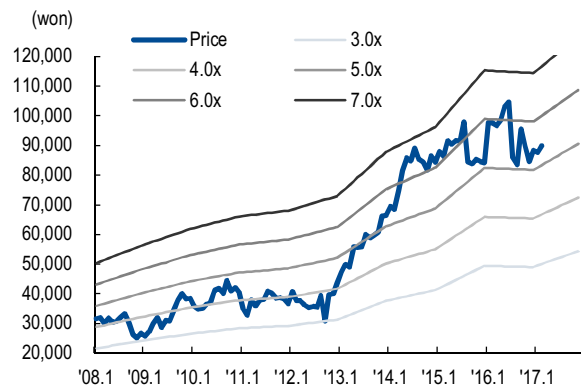
자료: 코웨이, NH투자증권 리서치본부 전망

코웨이 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

코웨이 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 매출액 | 2,161 | 2,205 | 2,503 | 2,689 |
| 증감률 (%) | 7.3 | 2.0 | 13.5 | 7.4 |
| 매출원가 | 679 | 748 | 949 | 1,043 |
| 매출총이익 | 1,482 | 1,456 | 1,555 | 1,646 |
| Gross 마진 (%) | 68.6 | 66.0 | 62.1 | 61.2 |
| 판매비와 일반관리비 | 1,019 | 1,083 | 1,046 | 1,127 |
| 영업이익 | 463 | 369 | 508 | 519 |
| 증감률 (%) | 22.8 | -20.3 | 37.7 | 2.2 |
| OP 마진 (%) | 21.4 | 16.7 | 20.3 | 19.3 |
| EBITDA | 675 | 532 | 681 | 685 |
| 영업외손익 | -2 | -10 | -14 | 0 |
| 금융수익(비용) | -3 | -4 | -7 | -6 |
| 기타영업외손익 | 1 | -20 | -15 | 0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 14 | 8 | 6 |
| 세전계속사업이익 | 461 | 363 | 495 | 519 |
| 법인세비용 | 111 | 89 | 121 | 127 |
| 계속사업이익 | 349 | 274 | 374 | 393 |
| 당기순이익 | 349 | 274 | 374 | 393 |
| 증감률 (%) | 43.6 | -21.5 | 36.5 | 5.1 |
| Net 마진 (%) | 16.1 | 12.4 | 14.9 | 14.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 349 | 274 | 374 | 393 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 346 | 274 | 374 | 393 |

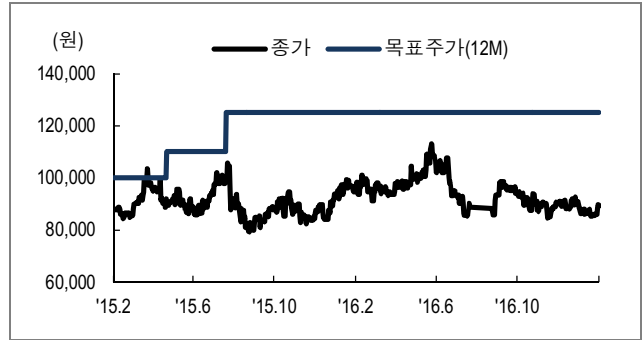
| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| PER(X) | 18.6 | 24.8 | 18.0 | 17.1 |
| PBR(X) | 5.1 | 5.4 | 4.9 | 4.4 |
| PCR(X) | 8.4 | 12.8 | 10.0 | 9.7 |
| PSR(X) | 3.0 | 3.1 | 2.7 | 2.5 |
| EV/EBITDA(X) | 9.6 | 12.9 | 10.1 | 9.9 |
| EV/EBIT(X) | 14.0 | 18.6 | 13.5 | 13.0 |
| EPS(W) | 4,531 | 3,558 | 4,936 | 5,192 |
| BPS(W) | 16,459 | 16,327 | 18,257 | 20,169 |
| SPS(W) | 28,023 | 28,657 | 33,035 | 35,568 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 30.0 | 21.8 | 28.5 | 27.0 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 21.1 | 14.7 | 18.1 | 17.6 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 32.5 | 23.4 | 30.2 | 29.3 |
| 배당수익률(%) | 3.3 | 3.6 | 3.7 | 3.9 |
| 배당성장(%) | 59.5 | 85.7 | 64.4 | 63.2 |
| 총현금배당금(십억원) | 208 | 235 | 241 | 248 |
| 보통주 주당배당금(W) | 2,800 | 3,200 | 3,300 | 3,400 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | -1.3 | 8.9 | 5.1 | -1.8 |
| 총부채/ 자기자본(%) | 37.3 | 58.4 | 56.4 | 51.4 |
| 이자발생부채 | 80 | 280 | 301 | 323 |
| 유동비율(%) | 156.1 | 111.6 | 124.2 | 148.0 |
| 총발행주식수(mn) | 77 | 76 | 76 | 76 |
| 액면가(W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주가(W) | 84,100 | 88,300 | 89,000 | 89,000 |
| 시가총액(십억원) | 6,486 | 6,744 | 6,798 | 6,798 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 현금및현금성자산 | 87 | 68 | 122 | 234 |
| 매출채권 | 354 | 367 | 417 | 448 |
| 유동자산 | 658 | 762 | 905 | 1,084 |
| 유형자산 | 625 | 636 | 675 | 646 |
| 투자자산 | 122 | 140 | 144 | 148 |
| 비유동자산 | 1,084 | 1,213 | 1,253 | 1,226 |
| 자산총계 | 1,742 | 1,975 | 2,158 | 2,309 |
| 단기성부채 | 80 | 280 | 301 | 323 |
| 매입채무 | 48 | 50 | 53 | 51 |
| 유동부채 | 422 | 683 | 729 | 732 |
| 장기성부채 | 10 | 1 | 1 | 1 |
| 장기충당부채 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 비유동부채 | 51 | 45 | 49 | 52 |
| 부채총계 | 473 | 728 | 778 | 784 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 132 | 132 | 132 | 132 |
| 이익잉여금 | 1,199 | 1,206 | 1,269 | 1,414 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,269 | 1,247 | 1,380 | 1,525 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 475 | 447 | 495 | 483 |
| 당기순이익 | 349 | 274 | 374 | 393 |
| + 유/무형자산상각비 | 212 | 163 | 173 | 165 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | -6 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 771 | 530 | 674 | 691 |
| - 운전자본의증가(감소) | -214 | 7 | -59 | -81 |
| 투자활동 현금흐름 | -264 | -382 | -218 | -143 |
| + 유형자산 감소 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -271 | -171 | -209 | -134 |
| + 투자자산의매각(취득) | 1 | -18 | -4 | -4 |
| Free Cash Flow | 205 | 276 | 286 | 349 |
| Net Cash Flow | 211 | 65 | 277 | 340 |
| 재무활동현금흐름 | -230 | -84 | -223 | -228 |
| 자기자본 증가 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -231 | -84 | -223 | -228 |
| 현금의증가 | -19 | -18 | 54 | 112 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 87 | 68 | 122 | 234 |
| 기말 순부채(순현금) | -16 | 111 | 70 | -27 |

투자 의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|-----|-----------|------------|------|----------------|
| 코웨이 | 021240.KS | 2015.08.05 | Buy | 125,000원(12개월) |
| | | 2015.05.07 | Buy | 110,000원(12개월) |
| | | 2014.04.22 | Buy | 100,000원(12개월) |



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일 기준)

- 투자 의견 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 74.4% | 25.6% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코웨이'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.