글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

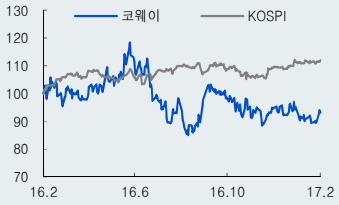
생활소비재

Company Report
2017.2.16

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	105,000
현재주가(17/02/15,원)	89,000
상승여력	18%

영업이익(16F,십억원)	339
Consensus 영업이익(16F,십억원)	351
EPS 성장률(16F,%)	-28.8
MKT EPS 성장률(16F,%)	14.0
P/E(16F,x)	27.9
MKT P/E(16F,x)	11.6
KOSPI	2,083.86
시가총액(십억원)	6,798
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	64.2
외국인 보유비중(%)	53.3
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	81,300
52주 최고가(원)	113,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	-6.0	-6.8
상대주가	-2.3	-7.5	-16.7



[화장품/생활용품/면세]

함승희
02-3774-1682
regina.hahm@miraeasset.com

김민경
02-3774-1732
minkyung.kim.a@miraeasset.com

코웨이 (021240)

정성적 역량의 강화

4Q16 Review: 연결 영업이익 964억원(-25% YoY), 컨센서스 하회

코웨이의 연결기준 잠정실적은 매출액 6,141억원(-2.7% YoY), 영업이익 964억원(-25% YoY), 영업이익률 15.7%로 발표되었다. 당 분기 **적극적인 판매 프로모션 전개 영향이 전년대비 매출액과 영업이익 감소에 절대적인 영향**을 미쳤다(리콜 대상 및 신규 고객에게 4~6개월 렌탈료 할인 제공). 발표 영업이익은 컨센서스 대비 11% 낮았지만 당사 추정치 대비로는 23% 높았다. 단기 실적 전망에 있어 프로모션 관련 비용 영향을 보수적으로 반영해왔기 때문이다(당사 추정 4Q16 별도 영업이익 860억원 vs. 발표 1,045억원).

4Q16 렌탈 판매량은 38.1만대로 당사 예상(38.9만대)에 부합하는 모습이었다. 정수기 리콜 사태 직전인 2Q16 수치(38.5만대)와도 유사해 회사측의 적극적인 노력이 영업력 회복으로 연계된 것으로 보인다. 렌탈 계정도 순증으로 전환(3Q16 -9.8만, 4Q16 +2.6만)되어 핵심 판매 지표의 개선세가 뚜렷했다. 분기 평균 해약률은 1.26%로 직전분기 1.53% 대비 크게 낮아졌다. 과거 평균 1%대와 비교하면 높아 보이지만 뚜렷한 월별 개선 추이(10월 1.40% → 12월 1.18%)는 근시일 내 정상화에 대한 기대를 높인다.

해외사업 매출액은 523억원(+26.3% YoY)으로 고성장세를 이어갔다. 2016년 연간 성장률은 +45.4%를 기록했고, 해외법인(+55.6%)과 ODM(+37.0%) 부문이 동시에 성장을 견인했다. 홈케어사업은 충당금 관련 회계 정책 변화로 5.3% YoY의 매출 감소를 기록했으나, 연간 매트리스 계정은 +21.1% 증가해 근원의 성장 추세는 견고했다.

정성적 역량, 그리고 주주가치 제고 정책이 재평가될 시점

당 분기 실적에 있어서 **특정 제품에 국한된 일회성 이벤트가 장기간 축적해온 브랜드 이미지에 미치는 영향이 제한적이었음을 확인했다는 점이 가장 긍정적**이다. 예상보다 빨리 회복되는 핵심 지표는 제품과 서비스에 대한 내재 역량을 입증한다고 판단한다.

단기적으로 국내 경쟁 환경이 다소 불확실해지는 시기에 진입했지만 제품과 서비스 퀄리티에 역점을 두는 코웨이의 근원 전략은 현재 소비자의 니즈를 가장 효율적으로 충족할 것으로 예상한다. 1998년 렌탈 사업을 시작한 이후 19년간 꾸준한 신규 수요와 ARPU 상승을 이끌 수 있었던 것은 소비자 니즈를 선제적으로 분석하고 대응하는 정성적 역량이 견고한 경쟁력 기반을 형성해왔기 때문으로 분석한다.

코웨이에 대한 Trading BUY 투자 의견과 목표주가 105,000원을 유지한다. 코웨이는 2013년 이후 꾸준히 주당 배당금과 배당 성향을 높여왔는데, 2017년에는 주주 환원정책 강화의 일환으로 자기주식 추가 매입 및 소각과 분기 배당 시행을 결정하였다. 정성적 가치가 총체적으로 재평가되는 계기가 될 수 있을 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,376	2,600	2,750
영업이익 (십억원)	339	364	463	339	484	518
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	14.3	18.6	18.8
순이익 (십억원)	245	250	343	244	363	389
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	3,168	4,755	5,098
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	19.4	29.2	31.0
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	27.9	18.7	17.5
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	4.9	5.2	4.9
배당수익률 (%)	4.1	2.4	3.3	3.6	4.0	4.9

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

4Q16 Review

표 1. 4Q16 Review (십억원, %)

	4Q15	3Q16	4Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	631	584	614	627	636	-2.7	5.2
영업이익	129	107	96	78	109	-25.0	-9.9
영업이익률 (%)	20.4	18.3	15.7	12.4	17.1		
세전이익	123	90	103	83	112	-15.9	14.6
순이익	90	68	78	62	77	-14.1	14.6

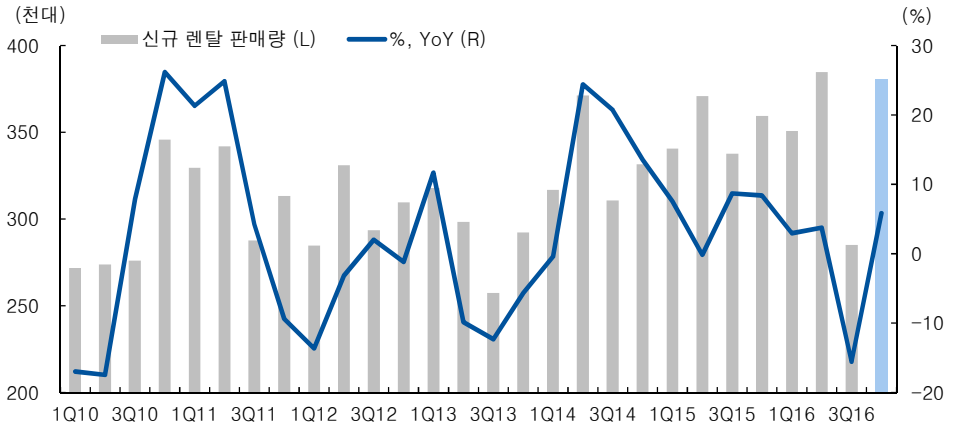
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표 (십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 이유
	16P	17F	16P	17F	16F	17F	
매출액	2,389	2,588	2,376	2,600	-0.5	0.5	
영업이익	320	481	339	484	5.8	0.5	
세전이익	302	469	324	482	7.3	2.9	영업외손익 조정
순이익	227	356	244	363	7.6	1.9	

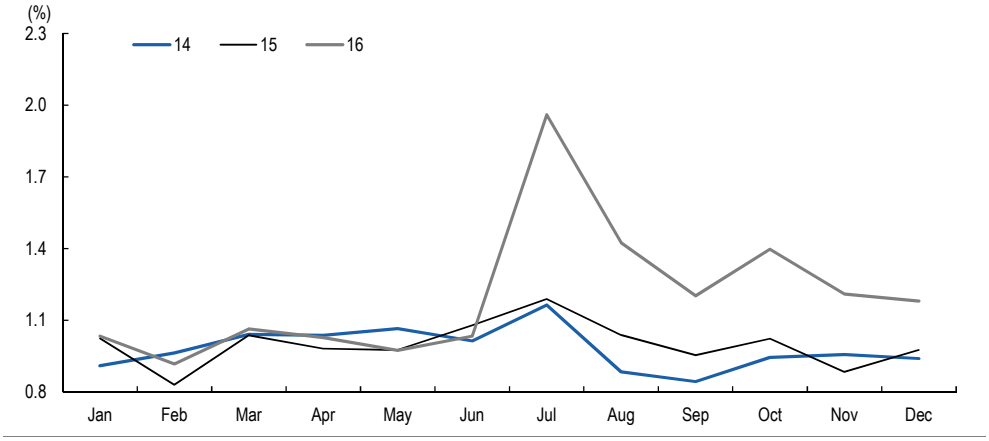
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매량 추이



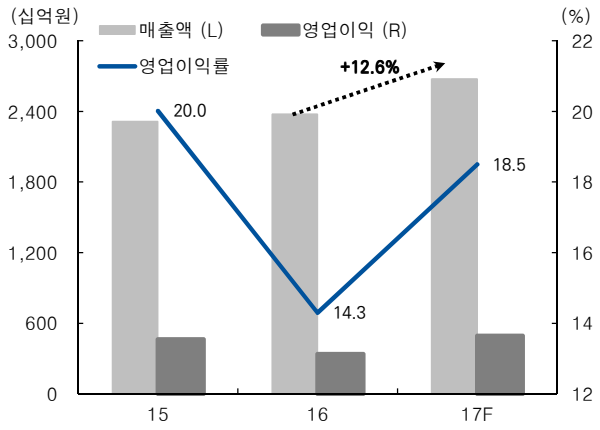
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 2014~16년 월별 해약률 추이



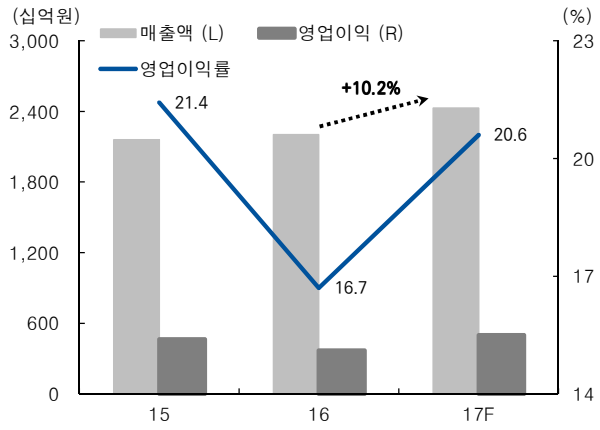
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 연결 실적 가이던스



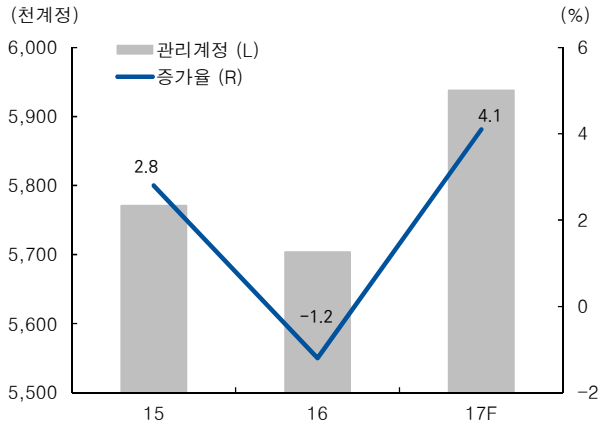
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 별도 실적 가이던스



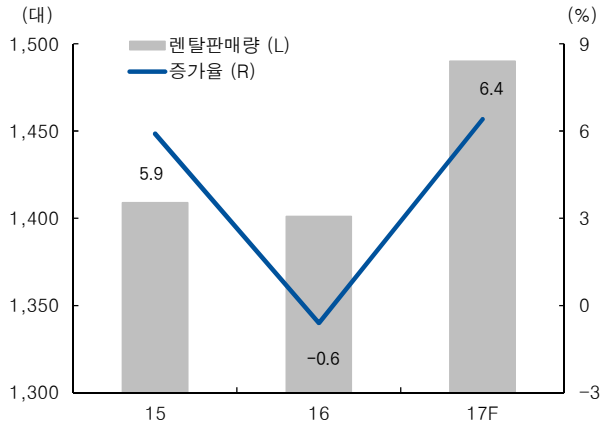
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 환경가전 렌탈 관리계정 성장 목표



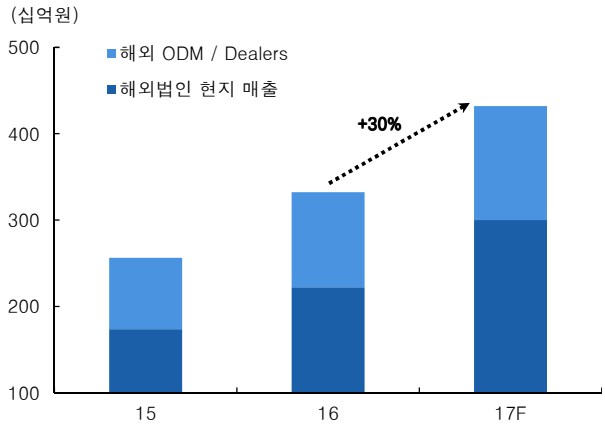
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 환경가전 렌탈 판매 목표



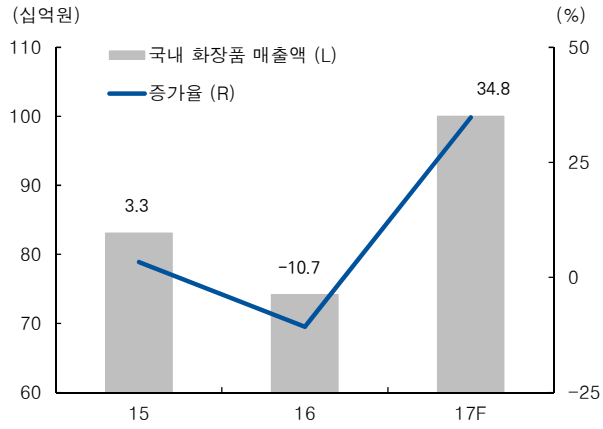
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 해외사업 목표



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 화장품 사업 목표



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**2,315**	**2,376**	**2,600**	**2,750**
매출원가	**729**	**812**	**844**	**833**
매출총이익	**1,586**	**1,564**	**1,756**	**1,917**
판매비와관리비	**1,123**	**1,225**	**1,273**	**1,400**
조정영업이익	**463**	**339**	**484**	**518**
영업이익	**463**	**339**	**484**	**518**
비영업손익	**-9**	**-15**	**-2**	**-1**
금융손익	-3	-4	-4	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	324	482	517
계속사업법인세비용	111	80	120	128
계속사업이익	343	243	362	389
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**343**	**243**	**362**	**389**
지배주주	343	244	363	389
비지배주주	0	0	-1	-1
총포괄이익	**334**	**239**	**362**	**389**
지배주주	334	240	363	389
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	691	557	671	714
FCF	184	114	351	339
EBITDA 마진율 (%)	29.8	23.4	25.8	26.0
영업이익률 (%)	20.0	14.3	18.6	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	10.3	14.0	14.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**653**	**801**	**757**	**860**
현금 및 현금성자산	116	192	142	216
매출채권 및 기타채권	271	250	247	260
재고자산	70	66	75	91
기타유동자산	196	293	293	293
비유동자산	**1,122**	**1,205**	**1,198**	**1,188**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	668	653	637
무형자산	169	189	190	193
자산총계	**1,775**	**2,006**	**1,954**	**2,048**
유동부채	**473**	**666**	**683**	**687**
매입채무 및 기타채무	219	199	225	237
단기금융부채	80	301	301	301
기타유동부채	174	166	157	149
비유동부채	**64**	**62**	**62**	**62**
장기금융부채	9	11	11	11
기타비유동부채	55	51	51	51
부채총계	**537**	**728**	**745**	**749**
지배주주지분	**1,237**	**1,278**	**1,210**	**1,300**
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	128	128	128
이익잉여금	1,177	1,176	1,108	1,198
비지배주주지분	**1**	**1**	**0**	**-1**
자본총계	**1,238**	**1,279**	**1,210**	**1,299**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	427	561	559
당기순이익	343	243	362	389
비현금수익비용가감	448	454	307	324
유형자산감가상각비	220	210	181	190
무형자산상각비	8	8	7	6
기타	220	236	119	128
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-127	11	-25
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-21	5	-12
재고자산 감소(증가)	-5	-4	-9	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	7	7	3
법인세납부	-83	-143	-120	-128
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-369	-175	-180
유형자산처분(취득)	-320	-286	-165	-174
무형자산감소(증가)	-5	-17	-8	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-86	-7	-3
기타투자활동	-2	20	5	6
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	20	-437	-304
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	224	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	-208	-432	-299
기타재무활동	11	4	-5	-5
현금의 증가	-31	76	-51	75
기초현금	147	116	192	142
기말현금	116	192	142	216

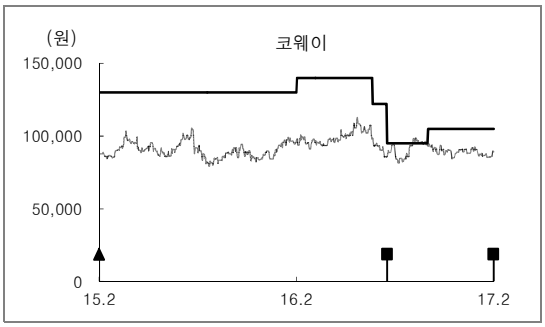
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	27.9	18.7	17.5
P/CF (x)	8.2	9.7	10.2	9.5
P/B (x)	4.8	4.9	5.2	4.9
EV/EBITDA (x)	9.3	12.2	10.2	9.5
EPS (원)	4,449	3,168	4,755	5,098
CFPS (원)	10,263	9,059	8,766	9,328
BPS (원)	17,654	17,855	16,960	18,142
DPS (원)	2,800	3,200	3,600	4,400
배당성향 (%)	60.6	96.4	72.5	82.6
배당수익률 (%)	3.3	3.6	4.0	4.9
매출액증가율 (%)	7.2	2.6	9.4	5.8
EBITDA증가율 (%)	19.6	-19.4	20.5	6.4
조정영업이익증가율 (%)	27.2	-26.8	42.8	7.0
EPS증가율 (%)	37.4	-28.8	50.1	7.2
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.7	11.2	11.6
재고자산 회전율 (회)	35.2	35.0	37.0	33.2
매입채무 회전율 (회)	12.3	14.4	15.0	13.6
ROA (%)	20.2	12.9	18.3	19.4
ROE (%)	30.2	19.4	29.2	31.0
ROIC (%)	31.7	20.9	29.1	31.3
부채비율 (%)	43.4	56.9	61.6	57.6
유동비율 (%)	138.2	120.3	110.8	125.2
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	1.8	6.1	0.0
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	62.7	92.1	98.6

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	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
	2015.02.13	매수	130,000원



투자의견 분류 및 적용기준

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 주가하락이 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(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.13%	13.99%	10.88%	0.00%

* 2016년 12월 31일 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.