

코웨이 (021240)

2017.2.16

임영주

02-739-6417

arthur@heungkuksec.co.kr

BUY 유지

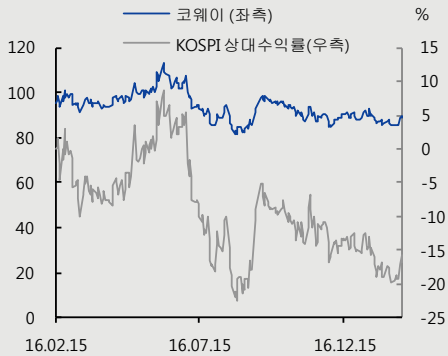
목표주가 120,000원(유지)

Upside/Downside 34.8%

목표주가 컨센서스 116,000원

현재주가(02/15) 89,000원

시가총액	6,798십억원
60D 일평균 거래대금	12십억원
액면가	500원
유동주식비율(보통주)	63.3%
외국인 보유비중(보통주)	53.3%
주요주주: 코웨이홀딩스 외 9인	31.3%
GSIC Pte Ltd	7.1%



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0%	-6.0%	-6.8%
상대주가	-2.3%	-7.5%	-16.7%
52주 최고가	113,000원		
최저가	81,300원		

아쉬움보다는 기대를(4Q 리뷰)

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

코웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원을 유지한다. 2016년 일회성 요인으로 추측했던 실적은 17년 정상화가 기대되며, 렌탈 사업의 특성상 안정적인 현금흐름은 소비경기가 부진한 상황에서 방어주 성격을 돋보이게 할 전망이다.

16년 배당금은 3,200원으로 시가대비 3.6% 수준이다. 또, 17년부터 분기 배당을 실시하고, 1,000억원 수준의 적극적인 자사주 매입과 소각 등 주주 가치 제고 노력은 주가의 하방경직성을 높여주는 요인이다. 17년 관전 포인트는 1) 국내 환경가전의 정상화, 2) IoT 등을 활용한 신제품 성과, 3) 중국 등 해외사업의 구체화로 생각된다. 특히, 해외사업이 본궤도에 올라갈 경우 주가는 한단계 레벨업이 기대된다.

4Q 실적: 일회성 감안시 무난한 수준

4Q 실적은 연결기준 매출액 6,141억원, 영업이익 964억원을 기록했다. (yoy -2.7%, -25.0%) 렌탈 계정수가 전분기대비 26,000개 순증가했지만, 렌트프리로 인해서 렌탈 매출액이 5% 감소하면서 매출은 소폭 감소했다. 영업이익은 컨센서스 1,087억원을 하회하며 부진했다. 렌트프리로 인한 매출 감소와 함께 렌탈자산 폐기손실이 34억원 발생하면서 손익에 부정적 영향을 미쳤다.

렌탈을 제외한 사업부문 중 해외사업(수출)은 전년동기비 26.3% 증가한 523억원을 기록하며 호조세를 보였다. 홈케어(매트리스)사업은 판매량이 전년동기비 19% 증가한 13만개를 기록했으며, 관리계정은 32.1만개로 증가했다. 다만, 총당금 비율이 16%로 상승하면서 매출은 전년동기비 5.3% 감소한 438억원을 기록했다. 확장품 사업부문은 매출이 7.8% 감소한 187억원을 기록했다.

16년 연간으로는 매출 2.37조원, 영업이익 3,388억원을 기록했다. (yoy +2.6%, -26.9%) 매출은 소폭 증가세를 이어갔으나, 영업이익은 얼음정수기 리콜 비용이 대규모로 감소하면서 부진했다. 얼음정수기 리콜 관련 매출차감 및 비용(1,200억원)을 제외시 매출액과 영업이익은 2.44조원, 4,589억원으로 추산된다. (yoy +5.6%, -0.9%)

3분기 1.53%까지 상승했던 해약률은 4분기 1.26%로 감소하며 16년 1.2%수준으로 증가한 것으로 보인다. 다만, 적극적인 프로모션을 통해 16년 렌탈 계정은 1.7만개 증가하며 소폭 증가세를 이어갔다.

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	2,376	2,610	2,813
	컨센서스(십억원)			2,397	2,605	2,775
영업이익	당사전망(십억원)	364	463	339	495	550
	컨센서스(십억원)			351	499	534
영업이익률	당사전망(십억원)	16.9	20.0	14.3	19.0	19.6
	컨센서스(십억원)			14.6	19.2	19.3
순이익	당사전망(십억원)	250	343	243	361	402
	컨센서스(십억원)			249	364	392
EPS(원)	당사전망	3,238	4,449	3,165	4,727	5,264
P/E(배)		26.0	18.9	27.9	18.8	16.9
PBR(배)		5.6	4.8	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA(배)		11.3	9.3	9.4	6.9	6.4
ROE(%)		25.2	30.2	19.4	26.7	26.3

자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터 추정, 컨센서스는 Dataguide

[표 1] 분기실적 추이와 전망

(십억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	1Q	2Q	3Q	4QP	2016P
연결매출	548.2	555.4	580.4	631.1	2,315.1	623.7	555.0	583.5	614.1	2,376.3
개별매출	506.1	527.5	545.7	581.9	2,161.2	577.6	523.0	550.6	553.4	2,204.6
렌탈	363.3	371.2	376.4	380.2	1,491.1	380.1	316.2	367.5	360.9	1,424.7
멤버십	46.0	45.4	44.5	43.7	179.6	42.9	42.5	42.1	40.0	167.5
일시불	30.0	41.4	45.6	54.2	171.2	50.5	54.1	42.6	48.7	195.9
화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	83.0	20.1	17.3	18.1	18.7	74.2
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	149.2	56.7	59.8	48.1	52.3	216.9
기타	10.7	9.4	24.8	42.2	87.1	27.3	33.2	32.2	32.8	125.5
영업이익	100.3	110.5	123.9	128.6	463.3	123.6	11.8	107.0	96.4	338.8
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	454.5	125.3	5.2	90.0	103.2	323.7
순이익	77.6	82.7	92.4	90.5	343.1	95.2	2.8	67.8	77.7	243.5
OPM(%)	18.3	19.9	21.3	20.4	20.0	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3
NPM(%)	14.2	14.9	15.9	14.3	14.8	15.3	0.5	11.6	12.6	10.2
매출액(yoy)	2.5	-0.3	10.4	16.3	7.2	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6
렌탈	6.1	7.1	6.7	6.0	6.5	4.6	-14.8	-2.4	-5.1	-4.5
멤버십	4.8	-0.7	-5.1	-6.7	-2.1	-6.7	-6.4	-5.4	-8.5	-6.7
일시불	8.7	10.7	43.3	102.9	38.6	68.3	30.7	-6.6	-10.1	14.4
화장품	10.0	-5.5	8.2	1.1	3.1	-13.0	-18.0	-2.7	-7.4	-10.6
수출	-27.0	-30.0	8.5	23.9	-10.9	71.8	53.3	34.4	26.3	45.4
기타	-2.7	-16.1	101.6	240.3	49.1	155.1	253.2	29.8	-22.3	44.1
영업이익(yoy)	11.1	13.7	30.0	57.4	27.1	23.2	-89.3	-13.6	-25.0	-26.9
순이익(yoy)	17.4	24.8	44.4	69.5	37.4	22.7	-96.6	-26.6	-14.1	-29.0

자료: 흥국증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[표 2] 연간실적 추이와 전망

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
연결매출	2,160.3	2,315.1	2,376.3	2,610.0	2,813.1
개별매출	2,013.8	2,161.2	2,204.6	2,423.8	2,613.1
렌탈	1,400.6	1,491.1	1,424.7	1,526.6	1,638.1
멤버십	183.4	179.6	167.5	175.9	182.9
일시불	123.5	171.2	195.9	201.8	209.8
화장품	80.5	83.0	74.2	100.0	115.0
수출	167.4	149.2	216.9	290.0	333.5
기타	58.4	87.1	125.5	129.5	133.8
영업이익	364.4	463.3	338.8	495.0	550.0
세전이익	332.4	454.5	323.7	480.0	535.8
순이익	249.7	343.1	243.5	361.0	402.0
OPM(%)	16.9	20.0	14.3	19.0	19.6
NPM(%)	11.6	14.8	10.2	13.8	14.3
매출액(yoy)	2.0	7.2	2.6	9.8	7.8
렌탈	5.0	6.5	-4.5	7.2	7.3
멤버십	6.4	-2.1	-6.7	5.0	4.0
일시불	-17.2	38.6	14.4	3.0	4.0
화장품	5.4	3.1	-10.6	34.8	15.0
수출	15.7	-10.9	45.4	33.7	15.0
기타	30.0	49.1	44.1	3.2	3.3
영업이익(yoy)	7.5	27.1	-26.9	46.1	11.1
순이익(yoy)	1.9	37.4	-29.0	48.3	11.4

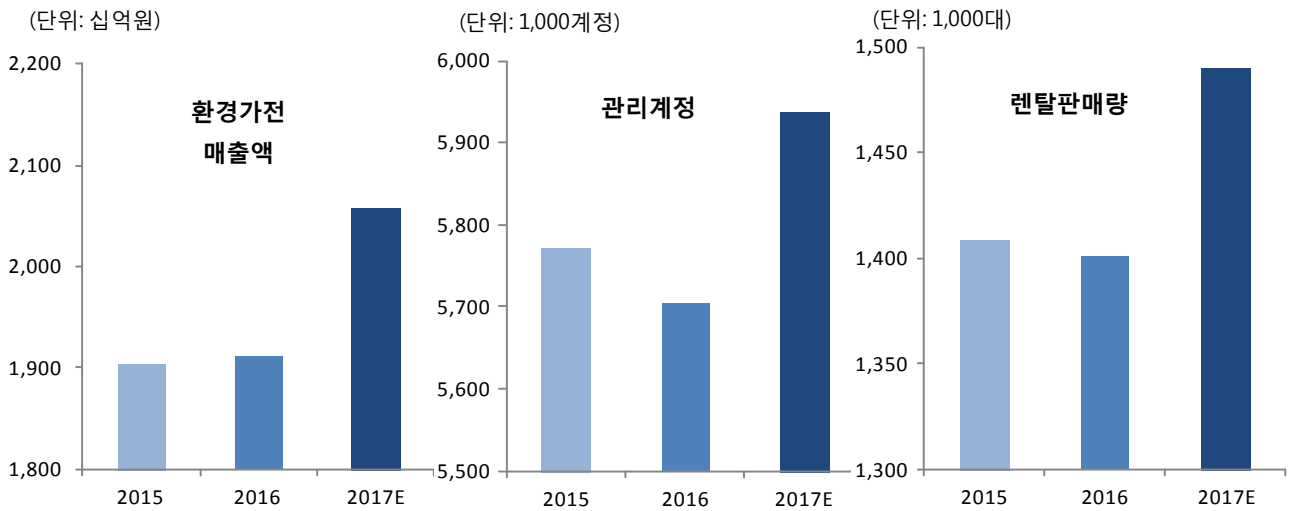
자료: 흥국증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[표 3] 렌탈 계정수 추이와 전망

구 분	2014	2015	2016	2017E	2018E
총 계정수(천개)	5,617	5,771	5,704	5,928	6,098
증감(%)	3.1	2.7	-1.2	3.9	2.9
총 계정 순증(천개)	170	154	-67	224	170
렌탈 계정수(기말)	4,601	4,832	4,869	5,030	5,195
증감(%)	3.7	5.0	0.8	3.3	3.3
총 계정 순증(천개)	166	232	17	161	165
멤버십 계정수(기말)	1,016	939	835	898	903
증감(%)	0.4	-7.6	-11.1	7.5	0.5
총 계정 순증(천개)	4	-77	-104	63	5
신규 렌탈 판매	1,330	1,409	1,401	1,480	1,500
증감(%)	14.1	5.9	-0.6	5.6	1.4
렌탈 해지율(%)	1.0	1.0	1.2	1.0	1.0
렌탈 ARPU(원)	25,836	26,345	25,819	26,335	26,598
증감(%)	2.0	2.0	-2.0	2.0	1.0
멤버십 ARPU(원)	15,073	15,311	15,311	15,388	15,465
증감(%)	12.8	1.6	0.0	0.5	0.5

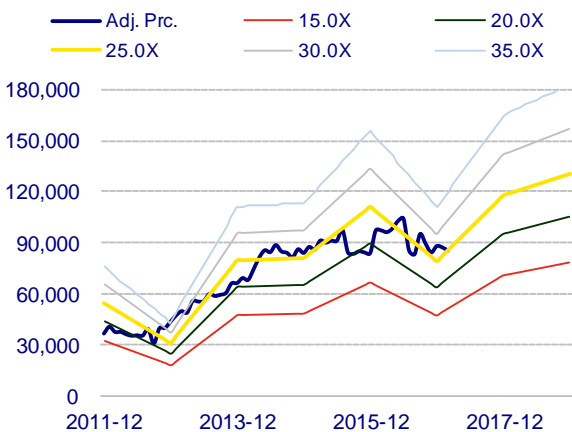
자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

[그림 1] 17년 가이던스



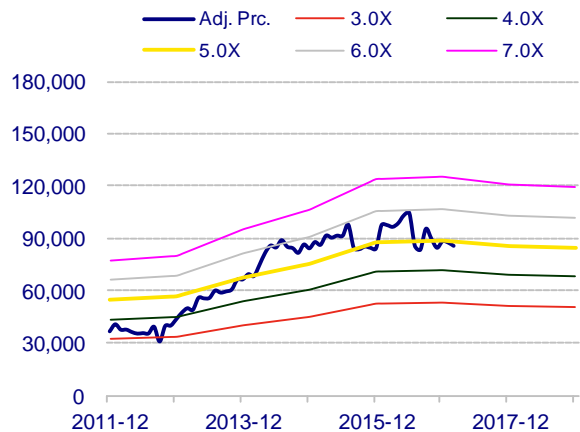
자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

[그림 2] PER 밴드 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

[그림 3] PBR 밴드 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

재무상태표

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	694.1	964.5	1,206.3
현금 및 현금성자산	147.4	116.3	55.4	272.5	468.0
매출채권 및 기타채권	229.2	283.4	290.9	319.5	344.3
재고자산	61.9	69.8	71.7	78.7	84.8
기타유동자산	152.0	174.6	179.2	196.8	212.1
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,366.7	1,336.6	1,336.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	675.2	699.5	866.8	846.5	848.9
무형자산	170.6	168.8	171.1	147.1	127.3
자산총계	1,621.6	1,775.4	2,060.9	2,301.1	2,542.3
유동부채	526.0	472.9	714.6	754.3	788.7
매입채무 및 기타채무	220.0	223.7	229.6	252.2	271.9
단기금융부채	164.5	80.1	311.4	311.4	311.4
기타유동부채	141.6	169.1	173.5	190.6	205.4
비유동부채	56.2	64.3	67.7	114.5	125.7
장기금융부채	1.0	8.0	10.2	50.9	50.9
기타비유동부채	39.2	43.9	45.1	51.2	62.4
부채총계	582.2	537.2	782.3	868.8	914.5
지배주주지분	1,038.5	1,237.4	1,277.9	1,431.7	1,627.4
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	1,176.1	1,333.9	1,533.5
비지배주주지분(연결)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.4
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,278.6	1,432.3	1,627.8

포괄손익계산서

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,376.4	2,610.0	2,813.1
매출원가	726.6	728.8	798.1	876.5	944.8
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,578.3	1,733.5	1,868.4
매출총이익률(%)	66.4	68.5	66.4	66.4	66.4
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,239.5	1,238.5	1,318.4
영업이익	364.4	463.3	338.8	495.0	550.0
영업이익률(%)	16.9	20.0	14.3	19.0	19.6
조정영업이익	364.4	463.3	338.8	495.0	550.0
비영업손익	-32.0	-8.9	-15.1	-14.9	-14.1
순금융손익	-8.8	-2.9	-1.7	-9.5	-8.6
외환관련손익	-0.1	-2.9	11.0	11.0	11.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	332.4	454.5	323.7	480.0	535.8
세전계속사업이익률(%)	15.4	19.6	13.6	18.4	19.1
계속사업법인세	-82.8	-111.3	-80.3	-119.2	-134.0
계속사업이익	249.7	343.1	243.3	360.9	401.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	249.7	343.1	243.3	360.9	401.9
순이익률(%)	11.6	14.8	10.2	13.8	14.3
지배주주	249.7	343.1	243.5	361.0	402.0
비지배주주	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
총포괄이익	241.1	334.3	239.4	357.0	398.0
지배주주	241.1	334.3	239.6	357.1	398.1
비지배주주	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2

현금흐름표

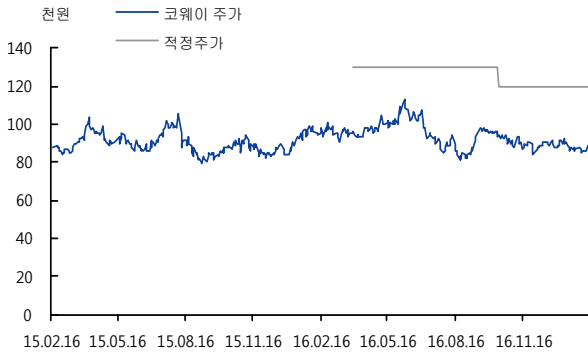
(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	541.7	545.0	734.9	838.5	880.0
당기순이익(손실)	249.7	343.1	243.3	360.9	401.9
비현금수익비용가감	415.3	448.4	625.0	627.8	639.0
유형자산감가상각비	205.7	220.1	381.5	464.3	465.6
무형자산상각비	7.9	7.6	14.5	29.4	25.3
기타	-112.0	-103.0	-166.0	-16.5	-16.5
영업활동으로 인한 변동	-24.1	-163.2	-13.2	-31.0	-27.0
매출채권 및 기타채권	-3.4	-57.9	-36.4	-28.6	-24.9
재고자산	-3.4	-5.0	-9.6	-7.0	-6.1
매입채무 및 기타채무	17.9	5.8	42.6	22.6	19.6
법인세납부	-99.1	-83.4	-120.3	-119.2	-134.0
투자활동으로 인한 현금흐름	-304.7	-371.2	-800.1	-447.9	-469.7
유형자산처분(취득)	-296.2	-320.4	-656.1	-444.0	-468.0
무형자산감소(증가)	-6.0	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
장단기금융자산	-5.2	-41.6	-150.4	0.0	0.0
기타투자활동	2.7	-3.8	11.8	1.6	3.8
FCF	194.9	150.5	-26.0	384.5	403.0
재무활동으로 인한 현금흐름	-328.3	-203.8	6.2	-173.5	-214.8
장단기금융부채감소(증가)	-162.0	-67.8	207.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-27.6	5.2	4.7	0.0	0.0
배당금지급	-123.6	-148.3	-208.0	-203.3	-202.4
기타재무활동	-15.1	7.0	2.2	-11.0	-12.4
현금의 증가	-91.3	-31.1	-60.9	217.1	195.5
기초현금	238.7	147.4	116.3	55.4	272.5
기말현금	147.4	116.3	55.4	272.5	468.0

주요투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	2.0	7.2	2.6	9.8	7.8
영업이익	7.5	27.1	-26.9	46.1	11.1
세전계속사업이익	1.6	36.7	-28.8	48.3	11.6
EBITDA	7.6	19.5	6.3	34.6	5.3
EPS	1.9	37.4	-28.9	49.3	11.4
수익성(%)					
ROA(%)	15.2	20.2	12.7	16.6	16.6
ROE(%)	25.2	30.2	19.4	26.7	26.3
EBITDA마진(%)	26.8	29.9	30.9	37.9	37.0
안전성(%)					
유동비율(%)	113.5	138.2	97.1	127.9	152.9
부채비율(%)	56.0	43.4	61.2	60.7	56.2
순차입금/자기자본(%)	1.1	-3.0	13.2	-0.5	-12.5
EBITDA/이자비용(X)	50.1	159.3	243.8	89.8	83.9
주당지표					
EPS(원)	3,238	4,449	3,165	4,727	5,237
BPS(원)	15,146	17,654	17,853	19,867	22,429
CFPS(원)	6,007	7,401	8,313	11,191	11,691
DPS(원)	2,000	2,800	3,200	3,300	3,300
Valuation지표(배)					
P/E(x)	26.0	18.9	27.9	18.8	16.9
PBR(x)	5.6	4.8	5.0	4.5	4.0
P/CF(x)	14.0	11.4	10.6	8.0	7.6
EV/EBITDA(x)	11.3	9.3	9.4	6.9	6.4

코웨이-주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격	날짜	투자 의견	적정 가격
2017.02.16	BUY	120,000원			
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 종목을 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 주간사로 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.