

Company Update

Analyst 안지영

RA 김진영

02) 6915-5675

jjahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 120,000원

현재가 (3/28) 92,500원

KOSPI (3/28)	2,163.31pt
시가총액	7,065십억원
발행주식수	76,381천주
액면가	500원
52주 최고가	113,000원
최저가	81,300원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	53.8%
배당수익률 (2016F)	3.6%

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

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	-9%	-11%
절대기준	3%	-4%	-3%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(16)	3,581	3,581	-
EPS(17)	4,756	4,756	-

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)

분기 배당과 2분기 정상화로 모멘텀 회복 중

2017년 매출액 +10%, 영업이익 +33% 전망, 2분기부터 정상화

2017년 개별기준 IBK 추정치 매출액 24,285억원(+10.2%), 영업이익 4,916억원(+33.3%), 순이익 3,633억원(+31.9%)을 유지한다. 코웨이가 제시하는 2017년 가이던스인 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원을 적극 반영한 전망치로 1) 환경가전의 제품력 강화와 영업 조직력 재정비 2) 시장 선도 제품 출시(신제품 기술 적용 아이스 정수기, 위생 강화형 매트리스)와 제품 카테고리별 IoCare 적용 상품의 본격적인 상용화에 근거했다. 한편 전망치에는 반영하지 않았지만 3) 중국 사업의 파트너(Haier: 정수기, Konka: 비데) 확대 관련 본계약이 진행 중에 있는 점은 긍정적 모멘텀이 될 전망이다. 정리하면 2017년은 기존사업의 정상화, 국내외 신제품 출시, 기타(홈케어, 화장품) 사업 개선을 바탕으로 성장성 회복이 가시화될 전망이다.

내수 업종 최초 분기 배당 실시, 17.1Q 800원 예상

2016년 배당정책은 주당 배당액 3,200원과 배당수익률은 3.6%로 최근 3년간 우상향을 이어왔다. 또한 코웨이는 700억원 규모의 자사주매입과 주식소각을 통해 적극적인 주주환원 정책을 제시하고 있다. 특히 2017년 1분기 배당액은 2016년 DPS 3,200원에 근거한 800원 수준이 예상되는데, 4분기에는 2017년 당기순이익 규모를 고려하여 800원 이상도 가능할 전망이다. 내수 업종이 불황과 사드 이슈로 인한 순환매매 수준의 트레이딩을 보이는 반면 코웨이는 2017년 2분기 영업 개선과 업종 내 유일한 분기배당으로 주가는 저점을 확인한 것으로 판단된다.

흔들림 없는 1위의 프리미엄, 목표주가 120,000원, 매수유지

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS 기준 120,000원[표2 참조]을 유지한다. 최근 SK의 동양매직 인수 및 정수기 사업 진출에 대해서 주식시장 내에서는 일부 우려감도 제기되고 있다. 그러나 코웨이는 480만 계정을 중심으로 정수기 41%, 청정기 36%, 비데 25%로 압도적인 M/S 1위에 있다. 반면에 2위 사업자부터는 렌탈 계정이 100만 이하로 M/S는 정수기 10%, 청정기 18% 수준이다. 또한 사업의 특징상 재렌탈 비율(코웨이 78%)은 최소 5년 주기를 확인해야 하기 때문에 1위 프리미엄은 충분할 전망이다.

(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	19.7	17.3
PBR	6.1	5.1	5.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	11.4	9.6	11.8	10.3	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2017년 매출액 +10%, 영업이익 +33% 전망, 2분기부터 정상화

2017년 개별기준 IBK추정치 매출액 24,285억원(+10.2%), 영업이익 4,916억원 (+33.3%), 순이익 3,633억원(+31.9%)을 유지한다.

- 1) 환경가전의 제품력 강화와 조직 재정비
- 2) 시장선도 제품 출시 프리미엄화 강화 (16년 프리미엄 30%)
- 3) 중국 신사업 MOU체결에서 본계약 진행 중

코웨이가 제시하는 2017년 가이던스 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원을 적극 반영한 전망치로 1) 환경가전의 제품력 강화와 영업 조직력 재정비 2) 시장 선도 제품 출시(신제품 기술 적용 아이스 정수기, 위생 강화형 매트리스)와 제품 카테고리별 IoCare 적용 상품의 본격적인 상용화에 근거했다. 2016년에도 이미 프리미엄 제품 비중은 30%로 증가했는데 정수기와 청정기를 중심으로 월평균 4~5만원대의 신제품 라인업이 효과적이었기 때문이다.

한편 전망치에는 반영하지 않았지만 3) 중국 사업의 파트너(Haier: 정수기, Konka: 비데) 확대 관련 본계약이 진행 중에 있는 점은 긍정적 모멘텀이 될 전망이다. 2016년 하반기 얼음정수기 리콜 이슈가 부각되며 중국 신규 사업에 대한 진행이 MOU 정도에 그친 것으로 보인다. 그러나 2017년 상반기 본계약을 위한 협상이 구체적인 단계에 있어 연내에 가시성도 높아질 것이다.

정리하면 2017년은 기존사업의 정상화, 국내외 신제품 출시 그 외에 기타(홈케어, 화장품) 사업 개선을 바탕으로 성장성 회복이 가시화될 전망이다.

2017년 1분기까지 렌탈료 면제 프로그램 영향 약 90억원 추정
2분기부터 객단가 2% 상승 전망

한편 2017년 1분기는 ‘렌탈료 면제 프로그램’ 영향이 약 90억원이며 2분기부터는 본격적인 정상화가 전망된다. 2016년 10월, 11월, 12월에는 계정수 회복을 위해 신규고객에 4개월 면제 프로모션을 적극적으로 진행하면서 객단가는 3.2%가 감소했다. 이러한 영향은 1분기까지이며 2분기 객단가는 2% 상승이 예상된다.

표 1. 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	20	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	3,687	-20.4	4,916	33.3
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	16.7	20.5	22.0	21.9	16.7	-4.7	20.2	3.5
순이익	922	123	788	922	766	885	978	1,004	2,755	-21.2	3,633	31.9

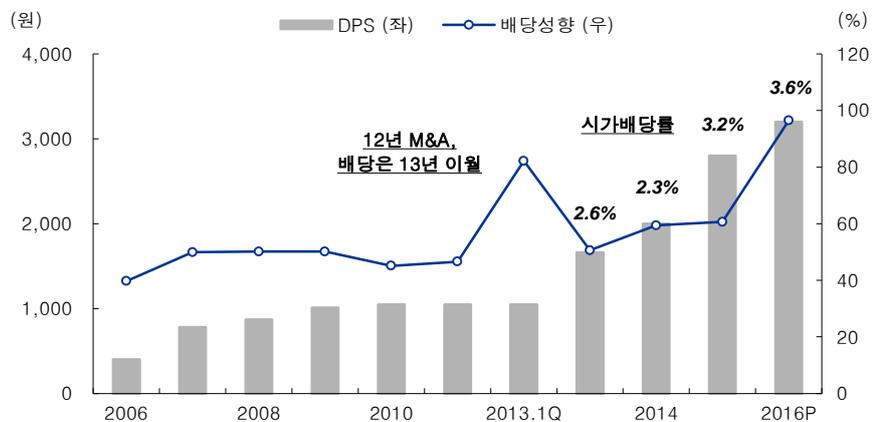
자료: 코웨이, IBK투자증권

내수 업종 최초 분기 배당 실시, 17.1Q 800원 예상

업종 내 유일하게
분기 배당 실시
2016년 DPS 3,200원
2017년 1분기~3분기
800원, 4분기 800원 이상
전망

2016년 주주정책은 DPS 3,200원(배당수익률 3.6%)으로 최근 3년간 증가세를 이어왔다. 700억원 규모의 자사주매입과 주식소각 등 적극적인 주주환원 정책도 제시하고 있다. 특히 2017년 1분기 배당액은 2016년 DPS 3,200원에 근거한 800원 수준이 예상되는데, 4분기에는 2017년 당기순이익 규모를 고려하여 800원 이상도 가능할 전망이다. 내수 업종이 내수 불황과 사드 이슈로 인한 순환매매 수준의 트레이딩을 보이는 반면 코웨이는 2017년 2분기 영업 개선과 업종 내 유일한 분기배당으로 주가는 저점을 확인한 것으로 판단된다.

그림 1. 2017년 분기배당 평균 800원 예상, 17.4Q 800원 이상 전망 (16년 DPS 3,200원 기준)



자료: 코웨이, IBK투자증권

흔들림 없는 1위의 프리미엄, 목표주가 120,000원, 매수 유지

코웨이의 M/S
정수기 41%
청정기 36%
비데 25%

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS 기준 120,000원[표2 참조]을 유지한다. 국내의 환경오염 이슈는 실생활에 직접적인 문제로 작용하며 동사의 사업은 필수가전 서비스 항목으로 부상하고 있다. 이러한 가운데 SK의 동양매직 인수 및 정수기 사업 진출에 대해서 주식시장 내에서는 일부 우려감도 제기되고 있다.

M/S 2위 이상 현황
정수기 10%대
청정기
2위 18%, 3위 15%

그러나 코웨이는 480만 계정(총계정 580만)을 중심으로 정수기 41%, 청정기 36%, 비데 25%로 압도적인 M/S 1위에 있다. 반면에 2위 사업자부터는 렌탈 계정이 100만 이하로 M/S는 정수기 10%, 청정기 18% 수준이다. 렌탈 사업의 특징상 재렌탈 비율(코웨이 78%)은 최소 5년 주기를 확인해야 하기 때문에 후발 주자들은 초기 5년간 가입자 증가와 함께 마케팅 비용과 현금흐름의 악화가 불가피할 것이다.

SK매직 렌탈계정
약 100만
해외 수출 호조세 지속
-중국ODM
-법인항(말레이시아)
계정수 45만에서 67만
전망, 미국 10만

기존 해외사업은 2016년 기준 중국ODM 수출 1,102억원, 현지 법인항(말레이시아, 미국)이 1,068억원으로 매출액 2,170억원이었으며 전사 비중이 약 7%에서 10%로 확대되었다. 2017년에는 12% 수준으로 추정되는데 1)중국의 공기오염에 따른 거래선 호조세 유지 2)말레이시아(계정수 16년 45만에서 17년(F) 67만)를 중심으로 미국은 10만 계정을 시현함에 따라 전년대비 최소 30% 이상의 수출 증가가 충분할 전망이다. 궁극적으로 코웨이의 1위 프리미엄은 충분할 전망이다.

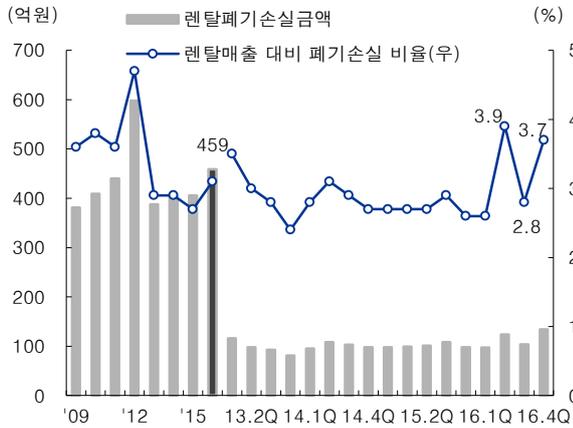
표 2. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	유지
실적 추정치	16년 확정 EPS 3,581 17년 추정 12개월 Forward EPS 4,866	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	138	138
주식수	77,124	77,124
목표주가	120,000원	120,000원

자료: IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



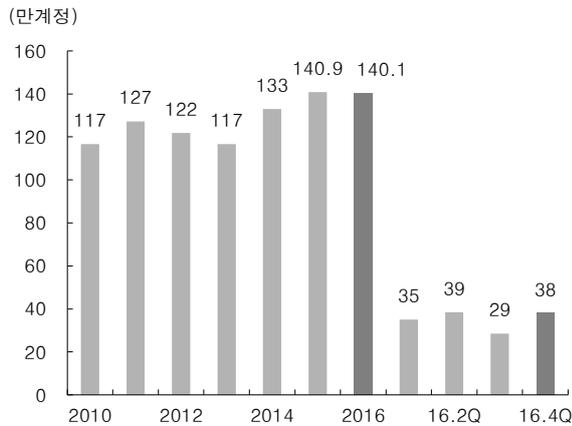
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약율 추이



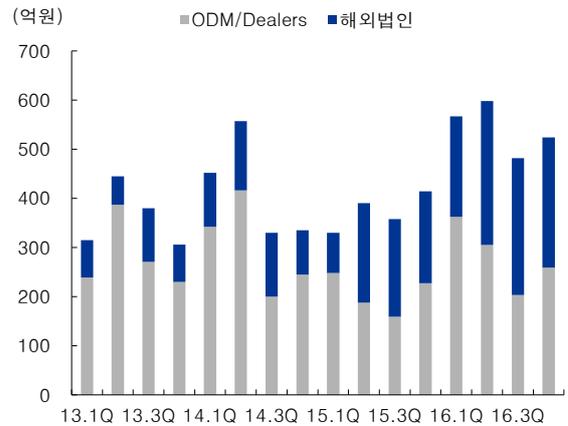
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모, 2016년 4분기 회복세 확인



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 현황 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

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
지배주주당순이익	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	19.7	17.3
PBR	6.1	5.1	5.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	11.4	9.6	11.8	10.3	9.1
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 지배주주순이익 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

