

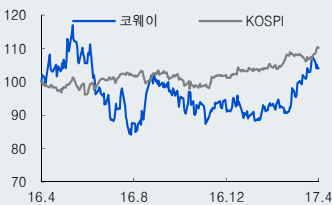
생활소비재

Company Report
 2017.5.2

(Upgrade)	매수
목표주가(원, 12M)	130,000
현재주가(17/04/28, 원)	100,500
상승여력	29%

영업이익(17F, 십억원)	485
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	479
EPS 성장률(17F, %)	41.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.3
P/E(17F, x)	22.4
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSPI	2,205.44
시가총액(십억원)	7,599
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	64.7
외국인 보유비중(%)	54.9
베타(12M) 일간수익률	1.02
52주 최저가(원)	81,300
52주 최고가(원)	113,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	8.9	4.0
상대주가	6.6	-0.3	-5.6



[화장품/생활용품/면세]

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

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

코웨이 (021240)

완전한 정상화

1Q17 Review: 연결 영업이익 1,209억원(-2.2% YoY), 기대치 상회

코웨이의 1Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 6,102억원(-2.2% YoY), 영업이익 1,209억원(-2.2% YoY), 영업이익률 19.8%로 발표되었다. 발표 매출액과 당사 추정치의 괴리율은 -1%에 불과해 예상된 수준이었지만, **영업이익은 당사 예상과 컨센서스 대비 12% 높았다.**

지난 4분기에 진행된 판매 프로모션 영향으로 전년 대비 매출의 소폭 감소가 불가피했으나 프리미엄 제품군 판매 호조와 강력한 비용 관리 능력으로 기대 이상의 이익 증가를 실현할 수 있었던 것으로 보인다. 기대 이상의 영업 성과에도 불구하고 순이익이 컨센서스를 하회한 이유는 해외 법인의 렌탈 판매분에 관한 채권에서 약 160억원 규모의 외화환산손실이 발생했기 때문이다.

완전한 정상화의 기로에 진입

코웨이의 펀더멘털과 관련된 핵심 지표(렌탈 판매, 해약률, 렌탈자산폐기손실 등)는 전분기부터 빠르게 개선되는 모습이다. 당 분기는 지난 4분기와 달리 판매 프로모션이 부재했음에도 불구하고 전년 동기 수준의 분기판매량(35만대)을 달성했다. 제품력과 서비스 퀄리티에 기반한 근원적인 소비 수요가 정상 수준으로 회귀했음을 의미한다. 아직까지 판매 정상화에 역점을 둔 전략을 지속하고 있어 해약률은 정상 수준보다 높은 1.2%를 기록했지만, 관리 역량을 강화하는 과정에서 빠른 안정화를 기대할 수 있을 전망이다.

전반적으로 특정 제품에 국한된 일회성 이벤트가 코웨이의 근원적인 브랜드 이미지에 미치는 영향이 제한적이었다는 점을 재차 확인할 수 있었으며, 오는 2분기 이후 온전한 매출 및 수익성 정상화에 대한 신뢰를 높인다.

투자의견 매수로 상향, 목표주가 24% 상향한 13만원 제시

코웨이에 대한 투자의견을 "Trading Buy"에서 "매수"로 상향하여 제시한다. 기존 보수적인 시각을 견지했던 이유는 지난해 말 공격적인 프로모션으로 인해 약 2분기 간 실적 변동성이 높아질 수 밖에 없었던 점을 감안했기 때문이다. 일회성 이벤트가 코웨이의 브랜드 가치에 미치는 영향이 지극히 제한적이었다는 점을 확인하고, 오는 2분기부터 완전히 정상화된 실적을 기대할 수 있어 투자의견을 상향한다.

목표주기도 10만 5천원에서 13만원으로 24% 상향한다. 기존 DCF valuation 기법을 준용하나 추정 시작 시점을 17년으로 변경하였다. 꾸준한 제품 혁신과 서비스 퀄리티 강화로 기저 경기 환경과 무관한 안정적인 성장을 장기간 이어온 코웨이의 펀더멘털이 재조명되어야 할 적기로 판단한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,376	2,577	2,741	2,874
영업이익 (십억원)	364	463	339	485	516	548
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	18.8	18.8	19.1
순이익 (십억원)	250	343	244	340	381	407
EPS (원)	3,237	4,449	3,167	4,484	5,034	5,390
ROE (%)	25.2	30.2	20.1	29.7	33.1	33.2
P/E (배)	26.0	18.9	27.9	22.4	20.0	18.6
P/B (배)	5.6	4.8	4.9	5.9	5.5	5.3
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.6	3.4	4.2	4.8

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

1Q17 Review

표 1. 1Q17 Review

(십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	624	614	610	617	628	-2.2	-0.6
영업이익	124	96	121	108	108	-2.2	25.4
영업이익률 (%)	19.8	15.7	19.8	17.5	17.2		
세전이익	125	103	101	116	106	-19.7	-2.5
순이익	95	78	75	87	81	-20.8	-3.1

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,600	2,750	2,577	2,741	-0.9	-0.3	
영업이익	484	518	485	516	0.4	-0.3	- 판매관리비 조정
세전이익	482	517	451	505	-6.4	-2.3	- 외환손익 조정
순이익	363	389	340	381	-6.4	-2.3	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. Valuation

(십억원, %, 천주, 원)

	17F	18F	19F	20F	21F
EBIT	485	516	548	562	576
- EBIT에 대한 세금	121	128	136	139	143
- CAPEX	283	283	288	295	303
- 순유전자본 증가(감소)	-63	13	13	13	13
+ 감가상각비	232	239	246	252	258
+ 무형자산상각비	7	7	7	7	7
+ 렌탈자산 폐기손실	46	46	47	48	49
FCFF	429	383	411	421	432
추정마지막년도 FCFF	443				
Terminal Value	11,858				
Terminal Growth	3%				
NPV of FCFF		2,014			
PV of Terminal Value		8,185			
Enterprise Value		10,199			
Cash & Equivalents		136			
Other Investment		75			
Interest Bearing Debt		452			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		9,958			
Shares Outstanding		76,381			
추정주당가치 (원)		130,000			
현재주가 (원)		100,500			
Upside (%)		29.4%			

자료: 미래에셋대우 리서치센터

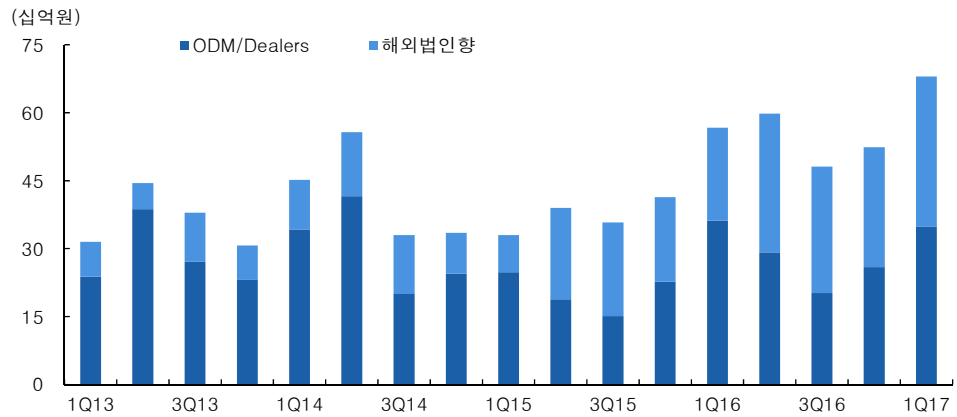
표 4. 별도기준 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, 천계정, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F
별도 매출액	578	523	551	553	572	586	599	636
렌탈	380	316	367	361	370	402	403	407
멤버십	43	42	42	40	38	41	42	40
일시불	52	54	43	49	46	54	43	55
기타	103	110	99	104	119	89	110	133
%, YoY								
전체	14.1	-0.9	0.9	-4.9	-1.0	12.1	8.8	14.9
렌탈	4.6	-14.8	-2.5	-5.1	-2.8	27.3	9.9	12.8
멤버십	-6.8	-6.4	-5.4	-8.6	-11.8	-2.9	0.6	0.9
일시불	73.4	30.6	-6.6	-10.3	-11.7	-0.3	1.2	13.8
기타	53.6	58.6	24.8	0.0	15.7	-19.7	11.6	27.8
렌탈주문	351	385	285	381	350	392	347	388
해약	146	148	224	183	174	156	154	161
만기계정	176	176	159	171	186	215	184	206
총 렌탈계정	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,880	4,889	4,910
월평균 해약률	1.00	1.01	1.55	1.26	1.20	1.06	1.05	1.09

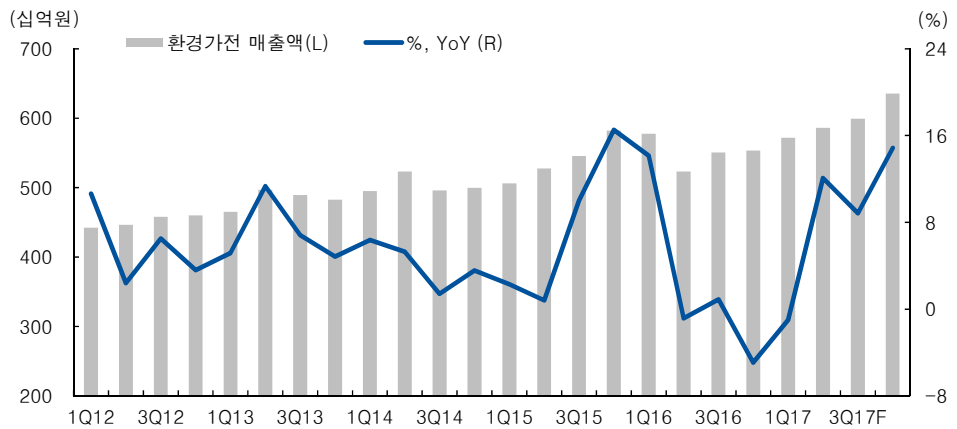
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 수출 매출 실적 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 환경가전 매출액 추이 및 전망



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,376	2,577	2,741	2,874
매출원가	812	852	895	940
매출총이익	1,564	1,725	1,846	1,934
판매비와관리비	1,225	1,239	1,331	1,386
조정영업이익	339	485	516	548
영업이익	339	485	516	548
비영업손익	-15	-34	-11	-7
금융손익	-5	-9	-9	-9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	451	505	541
계속사업법인세비용	80	112	125	134
계속사업이익	243	339	380	407
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	243	339	380	407
지배주주	244	340	381	407
비지배주주	0	-1	-1	-1
총포괄이익	243	339	380	407
지배주주	243	340	381	407
비지배주주	0	-1	-1	-1
EBITDA	572	724	761	800
FCF	29	353	324	354
EBITDA 마진율 (%)	24.1	28.1	27.8	27.8
영업이익률 (%)	14.3	18.8	18.8	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.2	13.9	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	733	745	808	916
현금 및 현금성자산	66	136	179	271
매출채권 및 기타채권	313	252	267	280
재고자산	70	74	79	82
기타유동자산	284	283	283	283
비유동자산	1,235	1,251	1,269	1,273
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	678	691	691
무형자산	183	184	185	187
자산총계	1,968	1,996	2,076	2,189
유동부채	735	841	837	882
매입채무 및 기타채무	215	228	242	254
단기금융부채	340	440	430	470
기타유동부채	180	173	165	158
비유동부채	49	49	49	49
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	37	37	37
부채총계	784	890	886	931
지배주주지분	1,182	1,106	1,192	1,261
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,180	1,103	1,189	1,257
비지배주주지분	1	0	-1	-2
자본총계	1,183	1,106	1,191	1,259

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	358	636	607	642
당기순이익	243	339	380	407
비현금수익비용가감	467	346	366	382
유형자산감가상각비	225	232	239	246
무형자산상각비	8	7	7	7
기타	234	107	120	129
영업활동으로인한자산및부채의변동	-232	63	-13	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-62	64	-13	-12
재고자산 감소(증가)	-4	-4	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	6	4	3
법인세납부	-120	-112	-125	-134
투자활동으로 인한 현금흐름	-367	-240	-248	-241
유형자산처분(취득)	-313	-240	-252	-245
무형자산감소(증가)	-13	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-67	-6	-3	-3
기타투자활동	26	14	15	15
재무활동으로 인한 현금흐름	-40	-326	-316	-310
장단기금융부채의 증가(감소)	264	100	-10	40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-208	-416	-295	-339
기타재무활동	-96	-10	-11	-11
현금의 증가	-50	70	43	91
기초현금	116	66	136	179
기말현금	66	136	179	271

예상 주당가치 및 valuation (요약)

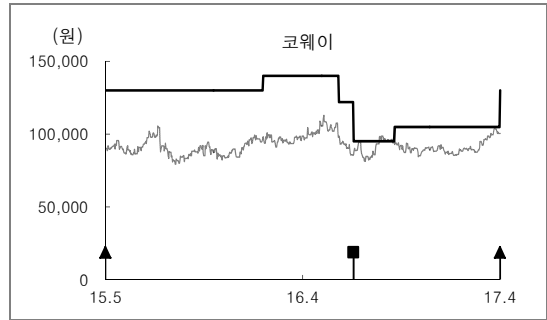
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	22.4	20.0	18.6
P/CF (x)	9.6	11.1	10.2	9.6
P/B (x)	4.9	5.9	5.5	5.3
EV/EBITDA (x)	12.2	10.8	10.2	9.7
EPS (원)	3,167	4,484	5,034	5,390
CFPS (원)	9,227	9,041	9,864	10,433
BPS (원)	17,891	17,063	18,194	19,102
DPS (원)	3,200	3,400	4,200	4,800
배당성향 (%)	96.5	72.9	80.6	86.0
배당수익률 (%)	3.6	3.4	4.2	4.8
매출액증가율 (%)	2.6	8.5	6.4	4.9
EBITDA증가율 (%)	-17.2	26.6	5.1	5.1
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	43.1	6.4	6.2
EPS증가율 (%)	-28.8	41.6	12.3	7.1
매출채권 회전율 (회)	8.7	9.9	11.6	11.6
재고자산 회전율 (회)	33.9	35.7	35.9	35.7
매입채무 회전율 (회)	13.7	13.8	13.4	13.3
ROA (%)	13.0	17.1	18.6	19.1
ROE (%)	20.1	29.7	33.1	33.2
ROIC (%)	20.0	27.3	29.3	30.6
부채비율 (%)	66.3	80.5	74.4	73.9
유동비율 (%)	99.7	88.6	96.5	103.9
순차입금/자기자본 (%)	17.8	21.7	15.7	10.8
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	47.7	49.7	50.0

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이
완전한 정상화

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2017.04.30	매수	130,000원
	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
	2015.03.03	매수	130,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

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 추가하락이 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(◆), 추가(→), 목표주가(⇄), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 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.