

코웨이 (021240)

2017.5.2

임영주

02-739-6417

arthur@heungkuksec.co.kr

BUY 유지

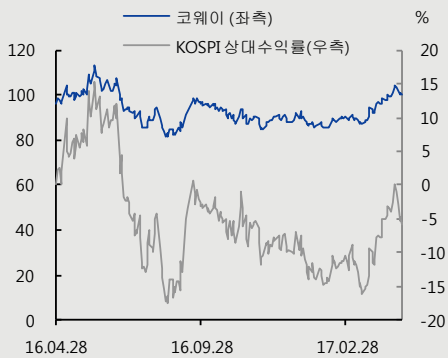
목표주가 120,000원(유지)

Upside/Downside 19.4%

목표주가 컨센서스 112,556원

현재주가(04/28) 100,500원

시가총액	7,599십억원
60D 일평균 거래대금	14십억원
액면가	500원
유동주식비율(보통주)	63.1%
외국인 보유비중(보통주)	54.9%
주요주주 : 코웨이홀딩스 외 9인	31.3%
Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd	7.1%



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.7%	8.9%	4.0%
상대주가	6.6%	-0.3%	-5.6%
52주 최고가	113,000원		
최저가	81,300원		

정상화의 과정(1Q Review)

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

코웨이에 대해 기존 투자의견과 목표주가를 유지한다. 최근 SK의 동양매직 인수 및 정수기 사업 진출로 인해 경쟁 심화 우려가 존재하나, 16년말 렌탈 485만 계정 기준, 정수기 39%, 청정기 32%, 비데 28%로 압도적인 M/S 1위를 차지하고 있다.

반면에 2위 사업자부터는 렌탈 계정이 100만 이하로 M/S는 정수기 10%, 청정기 18% 수준에 불과하다. 안정적인 매출성장과 높은 ROE, 그리고 주주친화정책을 고려시 밸류에이션 프리미엄이 유지될 것으로 생각한다.

1Q 실적: 매출 부진, 영업이익 양호

1분기 매출액과 영업이익 각각 6,102억원, 1,209억원을 기록했다.(전년동기비 -2.2%, -2.2%) 직전 분기와 비교하면 매출은 0.6% 줄어든 반면, 영업이익은 25.4% 증가했다. 매출액은 컨센서스를 6,639억원을 8% 하회했으나 영업이익은 컨센서스를 충족하는 수준이다. 국내 사업의 매출은 부진했으나, 해외 수출은 20% 가까이 성장했다.

해외사업 성장은 말레이시아 시장이 견인했다. 말레이시아 법인은 전년 동기보다 관리 계정이 58.8% 증가한 48.4만건을 달성, 큰 폭의 성장세를 보였다. 매출액은 전년 동기보다 48.5% 증가한 437억원이었다. 미국 법인 관리 계정 역시 전년 동기보다 10.1% 성장한 10.4만건이었다.

코웨이 렌탈 판매량은 35만대로 지난해 1분기(35.1만대)와 유사한 수준으로 리콜 사태의 여파에서 벗어나 정상화 되고 있다. 렌탈 판매량 호조 추세는 2분기에도 이어질 것으로 보인다. 코웨이 트러스트(신회회복) 활동을 통해 해약율이 낮아지고 있다. 해약율은 16년 3분기 1.53%에서 4분기 1.26%로, 17년 1분기는 1.20%로 낮아졌다.

매트리스 총 관리계정은 전년 동기보다 19.6% 증가한 33만건이었다. 홈케어사업 1분기 매출액은 398억원으로 전년 동기보다 0.4% 감소했다. 화장품사업 매출은 판매조직 생산성 증대와 신제품 출시에 힘입어 전년동기비 4% 성장한 209억원이었다.

분기배당 및 자사주 소각도 계속되고 있다. 79만643주(700억원)의 자사주 소각을 결정했다. 아울러, 1주당 800원씩 현금 분기배당을 실시하기로 했다. 배당금 총액은 583억원 수준이다.

영업실적 및 투자지표 요약

결산월		2015.12	2016.12	2017.12(E)	2018.12(E)	2019.12(E)
매출액	당사전망(십억원)	2,315	2,376	2,572	2,776	2,987
	컨센서스(십억원)			2,582	2,757	3,068
영업이익	당사전망(십억원)	463	339	492	530	570
	컨센서스(십억원)			483	528	571
영업이익률	당사전망(%)	20.0	14.3	19.1	19.1	19.1
	컨센서스(%)			18.7	19.2	18.6
순이익	당사전망(십억원)	343	243	356	389	417
	컨센서스(십억원)			354	389	414
EPS(원)	당사전망	4,449	3,167	4,696	5,137	5,511
P/E(배)		18.9	27.9	21.4	19.6	18.2
PBR(배)		4.8	4.9	6.6	6.8	6.7
EV/EBITDA(배)		9.3	12.2	9.2	8.6	8.1
ROE(%)		30.2	20.1	33.2	40.9	44.1

자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터 추정, 컨센서스는 Dataguide

[표 1] 분기실적 추이와 전망

(십억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	2016	1QP	2QE	3QE	4QE	2017E
연결매출	623.7	555.0	583.5	614.1	2,376.3	610.2	623.5	644.1	693.8	2,571.5
개별매출	577.6	523.0	550.6	553.4	2,204.6	571.9	587.5	612.1	619.8	2,391.2
렌탈	380.1	316.2	367.5	360.9	1,424.7	369.5	354.1	400.6	397.0	1,521.2
멤버십	42.9	42.5	42.1	40.0	167.5	37.8	45.1	44.6	43.6	171.1
일시불	50.5	54.1	42.6	48.7	195.9	45.9	56.8	46.9	52.6	202.2
화장품	20.1	17.3	18.1	18.7	74.2	20.9	19.0	19.0	20.6	79.5
수출	56.7	59.8	48.1	52.3	216.9	68.0	75.9	64.0	70.6	278.5
기타	27.3	33.2	32.2	32.8	125.5	29.8	36.5	37.0	35.4	138.8
영업이익	123.6	11.8	107.0	96.4	338.8	120.9	118.2	125.6	127.0	491.7
세전이익	125.3	5.2	90.0	103.2	323.8	100.6	118.1	125.4	130.1	474.2
순이익	95.2	2.8	67.8	77.8	243.6	75.4	88.6	94.2	97.7	355.9
OPM(%)	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3	19.8	19.0	19.5	18.3	19.1
NPM(%)	15.3	0.5	11.6	12.7	10.3	12.4	14.2	14.6	14.1	13.8
매출액(yoy)	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6	-2.2	12.3	10.4	13.0	8.2
렌탈	4.6	-14.8	-2.4	-5.1	-4.5	-2.8	12.0	9.0	10.0	6.8
멤버십	-6.7	-6.4	-5.4	-8.5	-6.7	-11.9	6.0	6.0	9.0	2.1
일시불	68.3	30.7	-6.6	-10.1	14.4	-9.1	5.0	10.0	8.0	3.2
화장품	-13.0	-18.0	-2.7	-7.4	-10.6	4.0	10.0	5.0	10.0	7.1
수출	71.8	53.3	34.4	26.3	45.4	19.9	27.0	33.0	35.0	28.4
기타	155.1	253.2	29.8	-22.3	44.1	9.2	10.0	15.0	8.0	10.6
영업이익(yoy)	23.2	-89.3	-13.6	-25.0	-26.9	-2.2	902.1	17.4	31.7	45.1
순이익(yoy)	22.7	-96.6	-26.6	-14.0	-29.0	-20.8	3069.3	38.9	25.6	46.1

자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

[표 2] 연간실적 추이와 전망

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
연결매출	2,315.1	2,376.3	2,571.5	2,775.5	2,986.7
개별매출	2,161.2	2,204.6	2,391.2	2,575.5	2,776.7
렌탈	1,491.1	1,424.7	1,521.2	1,632.3	1,751.4
멤버십	179.6	167.5	171.1	177.9	185.0
일시불	171.2	195.9	202.2	210.2	218.7
화장품	83.0	74.2	79.5	91.4	105.1
수출	149.2	216.9	278.5	320.3	368.3
기타	87.1	125.5	138.8	143.4	148.1
영업이익	463.3	338.8	491.7	530.1	570.5
세전이익	454.5	323.8	474.2	518.8	556.6
순이익	343.1	243.6	355.9	389.3	417.7
OPM(%)	20.0	14.3	19.1	19.1	19.1
NPM(%)	14.8	10.3	13.8	14.0	14.0
매출액(yoy)	7.2	2.6	8.2	7.9	7.6
렌탈	6.5	-4.5	6.8	7.3	7.3
멤버십	-2.1	-6.7	2.1	4.0	4.0
일시불	38.6	14.4	3.2	4.0	4.0
화장품	3.1	-10.6	7.1	15.0	15.0
수출	-10.9	45.4	28.4	15.0	15.0
기타	49.1	44.1	10.6	3.3	3.3
영업이익(yoy)	27.1	-26.9	45.1	7.8	7.6
순이익(yoy)	37.4	-29.0	46.1	9.4	7.3

자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

재무상태표

(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	653.3	733.1	715.4	789.8	884.0
현금 및 현금성자산	116.3	66.3	0.0	23.6	65.3
매출채권 및 기타채권	283.4	323.0	349.5	377.2	405.9
재고자산	69.8	70.2	76.0	82.0	88.2
기타유동자산	174.6	198.2	214.5	231.5	249.1
비유동자산	1,122.1	1,234.6	1,393.8	1,490.5	1,564.8
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	699.5	669.4	771.6	831.9	872.0
무형자산	168.8	183.0	202.3	217.9	230.6
자산총계	1,775.4	1,967.7	2,109.2	2,280.3	2,448.8
유동부채	472.9	735.4	767.9	801.8	836.9
매입채무 및 기타채무	223.7	217.1	234.9	253.5	272.8
단기금융부채	80.1	340.1	340.1	340.1	340.1
기타유동부채	169.1	178.3	192.9	208.2	224.1
비유동부채	64.3	49.0	380.6	536.4	660.2
장기금융부채	8.0	11.8	328.0	480.4	600.7
기타비유동부채	43.9	37.1	52.6	56.0	59.5
부채총계	537.2	784.4	1,148.4	1,338.2	1,497.1
지배주주지분	1,237.4	1,182.8	960.5	942.2	952.1
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.5	127.2	127.2	127.2	127.2
이익잉여금	1,177.0	1,179.7	958.3	940.7	951.5
비지배주주지분(연결)	0.9	0.5	0.2	-0.1	-0.5
자본총계	1,238.2	1,183.3	960.7	942.0	951.7

포괄손익계산서

(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,315.2	2,376.3	2,571.5	2,775.5	2,986.7
매출원가	728.8	812.2	879.9	949.7	1,022.0
매출총이익	1,586.4	1,564.2	1,691.6	1,825.8	1,964.7
매출총이익률(%)	68.5	65.8	65.8	65.8	65.8
판매비와관리비	1,123.1	1,225.4	1,199.9	1,295.7	1,394.2
영업이익	463.3	338.8	491.7	530.1	570.5
영업이익률(%)	20.0	14.3	19.1	19.1	19.1
조정영업이익	463.3	338.8	491.7	530.1	570.5
비영업손익	-8.9	-15.0	-17.5	-11.3	-13.9
순금융손익	-2.9	-4.9	-7.5	-11.3	-13.9
외환관련손익	-2.9	-2.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	454.5	323.8	474.2	518.8	556.6
세전계속사업이익률(%)	19.6	13.6	18.4	18.7	18.6
계속사업법인세	-111.3	-80.4	-118.6	-129.8	-139.3
계속사업이익	343.1	243.3	355.5	389.0	417.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	343.1	243.3	355.5	389.0	417.3
순이익률(%)	14.8	10.2	13.8	14.0	14.0
지배주주	343.1	243.6	355.9	389.3	417.7
비지배주주	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
총포괄이익	334.3	242.5	354.7	388.2	416.5
지배주주	334.3	242.8	355.1	388.5	416.9
비지배주주	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3

현금흐름표

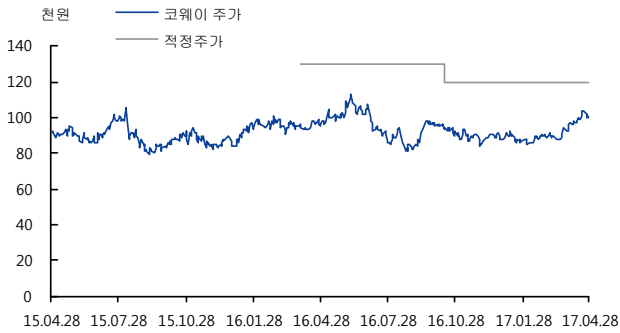
(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동으로 인한 현금흐름	545.0	469.3	725.4	802.3	856.2
당기순이익(손실)	343.1	243.3	355.5	389.0	417.3
비현금수익비용가감	448.4	466.5	537.6	578.2	614.4
유형자산감가상각비	220.1	224.9	388.8	420.7	441.9
무형자산상각비	7.6	8.2	12.7	16.4	19.4
기타	-103.0	-156.3	-10.0	0.0	0.0
영업활동으로 인한 변동	-163.2	-120.6	-49.1	-35.0	-36.3
매출채권 및 기타채권	-57.9	-61.6	-26.5	-27.7	-28.7
재고자산	-5.0	-4.1	-5.8	-6.0	-6.2
매입채무 및 기타채무	5.8	-3.7	17.8	18.6	19.3
법인세납부	-83.4	-119.9	-118.6	-129.8	-139.3
투자활동으로 인한 현금흐름	-371.2	-470.9	-521.7	-512.3	-513.1
유형자산처분(취득)	-320.4	-312.9	-491.0	-481.0	-482.0
무형자산감소(증가)	-5.4	-13.0	-32.0	-32.0	-32.0
장단기금융자산	-41.6	-146.2	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-3.8	1.2	1.3	0.7	0.9
FCF	147.3	73.9	198.0	286.5	338.7
재무활동으로 인한 현금흐름	-203.8	-48.3	-270.0	-266.4	-301.4
장단기금융부채감소(증가)	-67.8	255.5	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.2	-93.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-148.3	-208.0	-406.0	-406.9	-406.9
기타재무활동	7.0	-2.5	-8.8	-12.0	-14.8
현금의 증가	-31.1	-50.0	-66.3	23.6	41.7
기초현금	147.4	116.3	66.3	0.0	23.6
기말현금	116.3	66.3	0.0	23.6	65.3

주요투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성(%)					
매출액	7.2	2.6	8.2	7.9	7.6
영업이익	27.1	-26.9	45.1	7.8	7.6
세전계속사업이익	36.7	-28.8	46.5	9.4	7.3
EBITDA	19.5	-17.2	56.2	8.3	6.7
EPS	37.4	-28.8	48.3	9.4	7.3
수익성(%)					
ROA(%)	20.2	13.0	17.4	17.7	17.7
ROE(%)	30.2	20.1	33.2	40.9	44.1
EBITDA마진(%)	29.9	24.1	34.7	34.9	34.5
안전성(%)					
유동비율(%)	138.2	99.7	93.2	98.5	105.6
부채비율(%)	43.4	66.3	119.5	142.1	157.3
순차입금/자기자본(%)	-3.0	17.8	61.7	76.6	84.1
EBITDA/이자비용(X)	159.3	93.7	101.5	80.4	69.9
주당지표					
EPS(원)	4,449	3,167	4,696	5,137	5,511
BPS(원)	17,654	17,891	15,134	14,891	15,023
CFPS(원)	7,401	6,198	9,993	10,904	11,597
DPS(원)	2,800	3,200	3,300	3,300	3,300
Valuation지표(배)					
P/E(x)	18.9	27.9	21.4	19.6	18.2
PBR(x)	4.8	4.9	6.6	6.8	6.7
P/CF(x)	11.4	14.3	10.1	9.2	8.7
EV/EBITDA(x)	9.3	12.2	9.2	8.6	8.1

코웨이-주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격	날짜	투자 의견	적정 가격
2017.05.02	BUY	120,000원			
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 주안사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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.