

코웨이 (021240)

1QReview: 단기 밸류에이션 부담

1분기 별도 영업이익 YoY 3.1% 감소

1분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 1%, 3% 감소한 5,719억원과 1,229억원으로 예상치(OP 1,290억원)를 부합하는 양호한 실적을 보였다. 렌탈 판매와 일시불 판매 매출은 각각 YoY 0.3%, 9.3% 감소했다. 총계정수는 571만으로 YoY 1.4% 감소했으나 QoQ로는 0.2% 증가하며 회복세를 보였다. 해약률이 1.2%(QoQ -0.06%p)에 머물어 계정 순증(+2.6만)은 제한적이었다. 해외 사업은 견조한 성장세를 보였다. 말레이시아 등 해외법인 향 수출(331억원)이 YoY 52% 큰 폭 증가했다. 매출 부진과 프로모션 영향 렌탈료 일시 면제(87억원) 등으로 영업이익률은 21.5%(YoY -0.5%p)까지 소폭 하락했다.

2분기 이후 추세적 실적 회복 전망

실적 회복 속도는 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 계정수도 거의 전년도 5월 수준으로 돌아왔다. 2분기 이후 추세적 실적 개선 가능성은 높다. 프로모션 영향 소멸(4월)과 함께 해약률이 1%까지 하향 안정화될 경우 추가적인 수익성 개선도 가능해 보인다. 2분기 별도기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 11%, 496% 증가한 5,810억원과 1,270억원 수준이 가능할 전망이다.

목표주가 11만원 유지, 투자 의견 '중립'으로 하향

목표주가 근접으로 투자 의견을 '중립'으로 하향 조정한다. 추세적 실적 회복기에 진입 가능성은 긍정적이고, 높은 배당과 자사주 매입 및 소각 등 강한 주주환원 정책은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 다만, 이러한 실적 모멘텀과 프리미엄을 반영한다고 해도 중장기 YoY 5% 내외 매출과 영업이익 증가 전망을 감안하면 현재 12MF PER 20배 이상 밸류에이션은 다소 부담이다. 조정시 매수 전략이 타당하다.

Earnings Review

Neutral(하향)

TP(12M): 110,000원 | CP(5월 2일): 99,300원

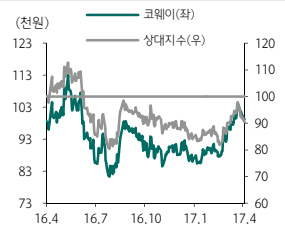
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,219.67
52주 최고/최저(원)	113,000/81,300
시가총액(십억원)	7,508.0
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	75,608.8
60일 평균 거래량(천주)	145.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
17년 배당금(예상, 원)	3,200
17년 배당수익률(예상, %)	3.22
외국인지분율(%)	54.95
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 8인	31.65
GIC Private Limited	7.17
추가상승률	1M 6M 12M
절대	3.2 11.8 1.4
상대	0.5 (0.3) (9.6)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	2,417.0	2,614.5
영업이익(십억원)	497.8	528.3
순이익(십억원)	365.3	393.8
EPS(원)	4,820	5,208
BPS(원)	18,919	21,022

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	2,161.3	2,204.5	2,307.6	2,421.9	2,541.0
영업이익	십억원	463.0	368.7	490.1	532.7	574.4
세전이익	십억원	460.8	365.5	467.7	531.5	574.9
순이익	십억원	349.4	275.5	353.6	401.8	434.6
EPS	원	4,531	3,581	4,629	5,261	5,690
증감률	%	43.8	(21.0)	29.3	13.7	8.2
PER	배	18.56	24.66	21.45	18.87	17.45
PBR	배	4.65	4.71	4.89	4.41	3.95
EV/EBITDA	배	9.61	12.11	10.81	9.93	9.14
ROE	%	30.02	21.88	27.04	27.69	26.56
BPS	원	18,070	18,746	20,303	22,511	25,148
DPS	원	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

1분기 별도기준 매출과 영업이익
전년 동기대비 각각 1%, 3% 감소한
5,719억원과 1,229억원 기록

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017년
매출	578	523	551	553	2,205	572	581	572	582	2,308
렌탈	380	316	368	361	1,425	370	373	380	381	1,504
금융리스	21	29	27	28	105	26	29	28	29	112
멤버십	43	42	42	40	167	38	37	37	37	148
일시불판매	50	54	43	49	196	46	49	47	50	192
화장품	20	17	18	19	74	21	18	19	19	77
수출	57	60	48	52	217	68	71	57	61	257
기타	6	5	5	4	20	4	4	5	4	17
영업이익	127	21	117	104	369	123	127	123	117	490
세전이익	122	18	104	122	365	103	126	122	117	468
순이익	92	12	79	92	275	78	95	92	89	354
영업이익률(%)	22.0	4.1	21.2	18.8	16.7	21.5	21.9	21.5	20.1	21.2
순이익률(%)	16.0	2.3	14.3	16.7	12.5	13.6	16.4	16.1	15.3	15.3

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

현재 12MF PER 20배 이상 밸류에이
션 다소 부담, 조정시 매수 전략
타당

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	2,161	2,205	2,308	2,422	2,541
렌탈	1,491	1,425	1,504	1,581	1,661
멤버십	180	167	148	142	139
일시불판매	171	196	192	195	199
화장품	83	74	77	76	76
수출	149	217	257	296	332
기타	46	20	17	16	16
영업이익	463	369	490	533	574
세전이익	461	365	468	532	575
순이익	349	275	354	402	435
수정순익(연결기준)	343	243	352	401	434
적정시가총액	7,549	5,343	7,750	8,822	9,548
주식수(천주)	77,125	76,380	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	97,884	69,947	103,579	117,909	127,615
적정PER	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
EPS(원)	4,449	3,179	4,708	5,359	5,801
YoY %					
매출액	7.3	2.0	4.7	5.0	4.9
영업이익	22.6	(20.4)	32.9	8.7	7.8
당기순이익	37.4	(29.2)	45.1	13.8	8.2
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.2	22.0	22.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161.3	2,204.5	2,307.6	2,421.9	2,541.0
매출원가	679.5	752.6	763.5	798.9	835.6
매출총이익	1,481.8	1,451.9	1,544.1	1,623.0	1,705.4
판매비	1,018.9	1,083.2	1,054.0	1,090.3	1,131.0
영업이익	463.0	368.7	490.1	532.7	574.4
금융손익	(3.2)	(4.6)	(26.5)	(5.0)	(3.4)
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	1.4	3.8	3.8	3.9
세전이익	460.8	365.5	467.7	531.5	574.9
법인세	111.3	90.0	114.1	129.7	140.3
계속사업이익	349.4	275.5	353.6	401.8	434.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	349.4	275.5	353.6	401.8	434.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	349.4	275.5	353.6	401.8	434.6
NOPAT	351.1	277.9	370.5	402.7	434.2
EBITDA	674.7	576.5	709.9	761.2	809.1
성장성(%)					
매출액증가율	7.3	2.0	4.7	5.0	4.9
NOPAT증가율	26.2	(20.8)	33.3	8.7	7.8
EBITDA증가율	16.9	(14.6)	23.1	7.2	6.3
영업이익증가율	22.6	(20.4)	32.9	8.7	7.8
(지배주주)순이익증가율	43.8	(21.2)	28.3	13.6	8.2
EPS증가율	43.8	(21.0)	29.3	13.7	8.2
수익성(%)					
매출총이익률	68.6	65.9	66.9	67.0	67.1
EBITDA이익률	31.2	26.2	30.8	31.4	31.8
영업이익률	21.4	16.7	21.2	22.0	22.6
계속사업이익률	16.2	12.5	15.3	16.6	17.1
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,629	5,261	5,690
BPS	18,070	18,746	20,303	22,511	25,148
CFPS	10,003	9,300	9,099	10,037	10,670
EBITDAPS	8,748	7,494	9,294	9,966	10,594
SPS	28,023	28,657	30,212	31,709	33,267
DPS	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200
주가지표(배)					
PER	18.6	24.7	21.5	18.9	17.5
PBR	4.7	4.7	4.9	4.4	3.9
PCFR	8.4	9.5	10.9	9.9	9.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	10.8	9.9	9.1
PSR	3.0	3.1	3.3	3.1	3.0
재무비율(%)					
ROE	30.0	21.9	27.0	27.7	26.6
ROA	21.1	14.8	17.3	18.3	18.1
ROIC	30.6	21.0	25.8	27.2	28.6
부채비율	37.3	58.0	54.1	49.3	44.6
순부채비율	(0.4)	18.9	12.4	3.0	(6.6)
이자보상배율(배)	108.3	65.7	54.8	59.6	64.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658.1	777.5	875.0	1,032.0	1,228.4
금융자산	95.8	116.5	183.1	305.8	466.5
현금성자산	86.6	41.1	104.2	222.9	379.6
매출채권 등	371.9	463.4	485.0	509.1	534.1
재고자산	48.2	46.5	48.6	51.0	53.5
기타유동자산	142.2	151.1	158.3	166.1	174.3
비유동자산	1,084.3	1,195.1	1,231.7	1,260.3	1,282.9
투자자산	122.1	136.1	142.5	149.5	156.9
금융자산	51.8	51.7	54.1	56.8	59.5
유형자산	624.9	590.9	627.4	654.2	674.0
무형자산	146.1	147.7	141.5	136.1	131.7
기타비유동자산	191.2	320.4	320.3	320.5	320.3
자산총계	1,742.4	1,972.6	2,106.7	2,292.2	2,511.2
유동부채	421.6	682.3	696.1	711.4	727.3
금융부채	80.0	340.0	340.0	340.0	340.0
매입채무 등	224.3	226.1	236.7	248.4	260.6
기타유동부채	117.3	116.2	119.4	123.0	126.7
비유동부채	51.3	42.3	43.7	45.2	46.8
금융부채	10.0	12.5	12.5	12.5	12.5
기타비유동부채	41.3	29.8	31.2	32.7	34.3
부채총계	472.9	724.5	739.7	756.6	774.1
지배주주지분	1,269.4	1,248.1	1,367.0	1,535.6	1,737.1
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	132.0	132.5	132.5	132.5	132.5
자본조정	(102.6)	(159.0)	(159.0)	(159.0)	(159.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,199.3	1,234.0	1,352.8	1,521.5	1,723.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,269.4	1,248.1	1,367.0	1,535.6	1,737.1
순금융부채	(5.7)	236.0	169.4	46.8	(114.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475.2	327.2	565.2	619.5	656.6
당기순이익	349.4	275.5	353.6	401.8	434.6
조정	340.1	320.7	227.3	235.1	240.1
감가상각비	211.7	207.8	219.8	228.5	234.7
외환거래손익	(6.2)	(8.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	134.7	121.5	7.5	6.6	5.4
영업활동 자산부채 변동	(214.3)	(269.0)	(15.7)	(17.4)	(18.1)
투자활동 현금흐름	(264.0)	(324.8)	(258.5)	(258.7)	(257.8)
투자자산감소(증가)	1.1	(14.0)	(6.4)	(7.1)	(7.3)
유형자산감소(증가)	(261.5)	(271.2)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
기타	(3.6)	(39.6)	(2.1)	(1.6)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(230.1)	(48.0)	(243.6)	(242.1)	(242.1)
금융부채증가(감소)	(82.1)	262.5	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(102.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
배당지급	(148.3)	(208.0)	(234.7)	(233.2)	(233.2)
현금의 증감	(18.9)	(45.5)	63.1	118.8	156.7
Unlevered CFO	771.5	715.4	695.0	766.7	815.0
Free Cash Flow	204.6	41.2	315.2	369.5	406.6

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

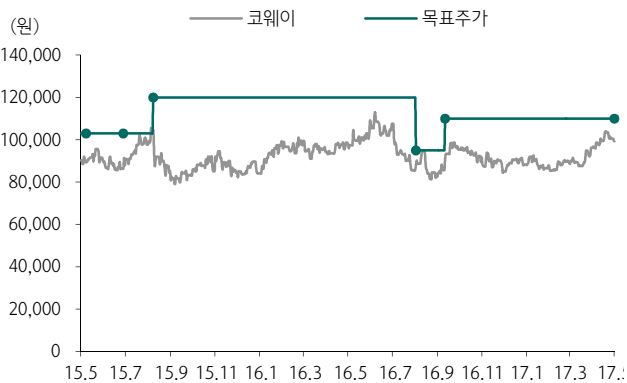
Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.3	Neutral	110,000			
16.9.13	BUY	110,000			
16.8.4	Neutral	95,000			
15.8.10	BUY	120,000			
15.6.30	BUY	103,000			
15.5.10	Neutral	103,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.2%	10.1%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 5월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 5월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2017년 5월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료는 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등) 코웨이에 대한 내용을 포함하고 있습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.