



스톡캡 강재성
02-6114-2920 jaesung.kang@kbfg.com
스톡캡 강태신
02-6114-2910 taeshini@kbfg.com
RA 한유정
02-6114-2928 yujung@kbfg.com

HOLD (하향)

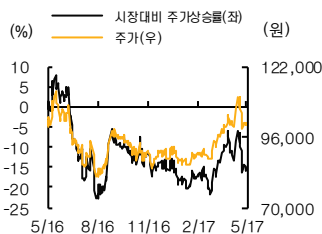
목표주가 (유지, 원)	100,000
Upside / Downside (%)	-1.0
현재가 (5/24, 원)	101,000
Consensus Target price (원)	116,111

Forecast earnings & valuation

계산기말	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	2,376	2,583	2,826	3,080
영업이익 (십억원)	339	509	561	631
순이익 (십억원)	243	363	412	465
EPS (원)	3,167	4,809	5,457	6,154
증감률 (%)	-28.8	51.8	13.5	12.8
PER (X)	27.9	21.0	18.5	16.4
EV/EBITDA (X)	12.2	10.5	9.3	8.1
PBR (X)	5.7	6.3	5.6	4.9
ROE (%)	20.1	30.3	31.9	31.9
배당수익률 (%)	3.6	3.6	3.8	4.0

Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	12.6	12.0	1.0
시장대비 상대수익률	-7.1	1.8	-4.7	-15.5



Trading Data

시가총액 (조원)	7.6
Free float (%)	70.0
거래대금 (3M, 십억원)	24.4
주요주주 지분율 (%)	코웨이홀딩스 외 8 인 26.7 GIC Private Limited 7.2

자료: 코웨이, KB증권

코웨이 (021240)

회복 중이나 불확실성 해소 필요

- ✓ 실적 정상화 중이지만 주력 정수기 사업의 회복 필수
- ✓ 최근 블락딜은 대주주 매각에 따른 불확실성 재차 확인
- ✓ 투자의견 HOLD, 목표주가 100,000원 제시

▶ 실적 정상화 중이나 주력 정수기 사업의 회복 확인 필요

코웨이의 1Q17 실적은 매출액과 영업이익이 각각 전년동기 대비 2.2% 감소하면서 낮아진 컨센서스에 부합했는데, 주목해야할 부분은 1Q17 계정 순증 (26,000건)과 해약률 (1.2%)이다. 코웨이는 얼음정수기 사태 전 분기 평균 약 40,000건의 계정 순증과 1%의 해약률을 유지했었다. 렌탈 판매량은 약 35만건으로 정상화 단계에 근접한 것으로 보이지만 최근 미세먼지 이슈로 양호했던 공기청정기 및 기타 제품들이 일시적인 수혜를 본 것으로 파악하며, 전체 렌탈계정의 50%를 차지하는 정수기 부분은 아직 회복하지 못한 것으로 판단한다. 현재 대주주 MBK파트너스의 매각시점 도래로 불확실성이 부각되고 있는 가운데, 이를 상쇄할 수 있는 펀더멘털 요인의 회복을 위해서는 시간이 필요할 것으로 예상된다.

▶ 최근 블락딜은 대주주 매각에 따른 불확실성 재차 확인

대주주 코웨이홀딩스 (사모펀드 MBK파트너스)가 보유 주식의 5% (378만 438주)를 6.7% 할인된 가격 (98,000원)에 기관투자자에게 블락딜로 매각했다 (70% 해외 롱펀드, 30% 국내 포함 신규기관 추정). 언론에 의하면 이는 예상했던 할인폭의 하단으로 (3.8~6.7%) 긍정적인 요인보다는 불확실성을 확대하는 요인으로 볼 수 있다 (주가 10% 하락). MBK는 코웨이의 전망에 대한 불확실성으로 할인한 가격에 매각했다는 의심을 해소해야 한다. 이를 위해서는 빠른 실적 정상화를 보여줄 필요가 있으며, 합리적인 매각 플랜을 제시해야 한다.

▶ 투자의견 HOLD, 목표주가 100,000원 제시

코웨이의 투자의견을 기존 BUY에서 HOLD로 하향 조정한다. 현 주가가 목표주가에 도달했고, 목표주가의 상향을 위한 확신이 아직 부족하기 때문이다. 목표주가는 얼음정수기 사태 발생 후 추정했던 실적에 변동이 없기에 100,000원을 유지한다 (현금흐름할인 방식 적용). 코웨이의 향후 주가 상승을 위해서는 1) 렌탈, 특히 정수기 부분의 정상화에 대한 검증이 필요하며 (계정 순증 및 해약률 정상화 확인 필요), 2) SK매직 등 신규 진입자로 인한 경쟁심화의 불확실성을 해소할 수 있는 확실한 대응 전략이 필요하고 (ASP 하락 및 판관비 증가 가능성 해소 필요), 3) 대주주 코웨이홀딩스 (MBK파트너스)의 매각시점이 도래하고 있는 가운데, 코웨이를 인수할 수 있는 자금여력이 충분하며 인수를 통해 장기적인 시너지를 창출할 수 있는 기업의 존재가 필요하다고 본다. 시장 1위 사업자로서의 확고한 위치, 안정적인 렌탈사업모델을 통한 현금창출 능력, 3~4%에 가까운 배당수익률 등 투자포인트는 유효하다. 이로 인해 향후 5~10% 안팎의 주가 상승은 가능할 수 있겠으나, 그 이상의 주가 상승을 위해서는 불확실성 요인들의 해소가 필요하다고 본다.

표 1. 코웨이 실적 추정

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	컨센서스	2018E
연결 매출액	2,160.3	2,315.2	2,376.3	2,583.2	2,561.2	2,825.6
환경가전 매출액	1,725.2	1,903.9	1,979.9	2,079.0		2,209.0
렌탈 매출액	1,400.6	1,491.1	1,424.2	1,522.9		1,625.2
멤버십 매출액	183.4	179.6	167.5	164.3		159.4
일시불 매출액	123.4	171.2	195.9	221.4		243.6
와장품	80.4	83.1	74.2	83.3		87.4
수출	167.4	149.2	216.9	249.7		280.6
ODM/Dealers	120.3	79.4	110.2	128.7		135.2
해외법인양	47.1	69.9	106.8	121.0		145.5
기타	187.3	179.1	105.3	190.0		248.6
매출원가	726.6	728.8	812.2	844.6	847.4	931.8
매출원가율	33.6	31.5	34.2	32.7	33.1	33.0
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,564.1	1,743.4	1,713.8	1,893.8
매출총이익률	66.4	68.5	65.8	67.5	66.9	67.0
판매비	1,069.3	1,123.1	1,225.4	1,229.7	1,230.5	1,333.2
판매비율	49.5	48.5	51.6	47.6	48.0	47.2
영업이익	364.4	463.3	338.8	509.0	488.1	560.6
OPM(%)	16.9	20.0	14.3	19.7	19.1	19.8
세전이익	332.4	454.5	323.8	484.5	467.7	549.8
당기순이익	249.7	343.1	243.3	363.1	351.9	412.0
(%YoY)						
연결 매출액	2.0	7.2	2.6	8.7	7.8	9.4
환경가전 매출액	4.2	10.4	4.0	5.0		6.3
렌탈 매출액	5.1	6.5	(4.5)	6.9		6.7
멤버십 매출액	6.4	(2.0)	(6.8)	(1.9)		(3.0)
일시불 매출액	(18.4)	38.7	14.4	13.0		10.0
와장품	5.2	3.3	(10.7)	12.2		5.0
수출	15.8	(10.9)	45.4	15.1		12.4
ODM/Dealers	6.7	(34.0)	38.8	16.8		5.0
해외법인양	48.1	48.4	52.8	13.3		20.2
기타	(22.7)	(4.4)	(41.2)	80.5		30.8
매출원가	0.8	0.3	11.4	4.0	4.3	10.3
매출총이익	2.6	10.6	(1.4)	11.5	9.6	8.6
판매비	1.0	5.0	9.1	0.3	0.4	8.4
영업이익	7.5	27.2	(26.9)	50.2	44.1	10.1
세전이익	1.6	36.7	(28.8)	49.7	44.5	13.5
당기순이익	1.9	37.4	(29.1)	49.2	44.6	13.5

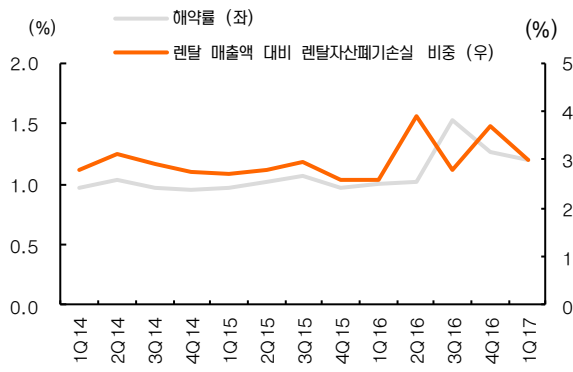
자료: 코웨이, FnGuide, KB증권

표 2. 목표주가 산출 과정

(십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
영업이익	509.0	560.6	630.6	649.5	669.0	689.0	709.7	723.9	738.4	753.1
법인세율	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
세후영업이익(NOPLAT)	385.8	425.0	478.0	492.3	507.1	522.3	538.0	548.7	559.7	570.9
감가상각비/무형자산 상각비	230.3	232.5	244.1	256.3	269.1	279.9	291.1	299.8	308.8	318.1
운전자본의증감	20.0	27.0	35.0	40.0	42.0	43.0	44.0	45.0	46.0	47.0
CAPEX	(305.0)	(310.0)	(313.1)	(316.2)	(319.4)	(322.6)	(325.8)	(329.1)	(332.4)	(335.7)
FCF	291.1	320.5	374.0	392.4	414.8	436.6	459.2	474.5	490.1	506.3
Discount factor	1.07	1.15	1.24	1.33	1.43	1.53	1.64	1.76	1.89	2.03
FCF (present value)	271.2	278.1	302.3	295.5	291.0	285.3	279.5	269.0	258.9	249.1
WACC	7.4%									
FCF의 현재가치	2,779.8									
잔존가치	4,322.0									
기업가치	7,101.8									
Net debt	227.8									
Shareholders' equity	7,330									
주식수 (주)	75,608,764									
자사주 (주)	2,638,057									
유통주식수 (주)	72,970,707									
목표주가 (원)	100,446									

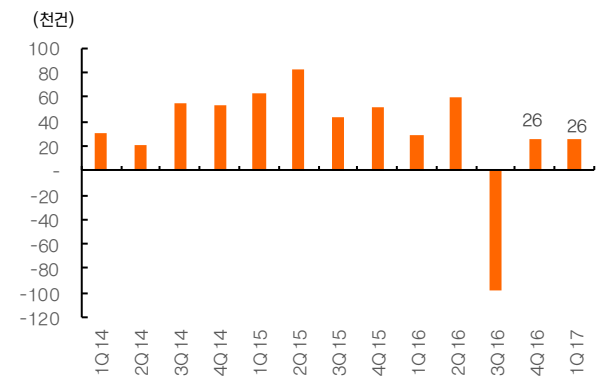
자료: 코웨이, KB증권

그림 1. 해약률 및 렌탈자산폐기손실 회복 중이나 시간 더 필요할 것



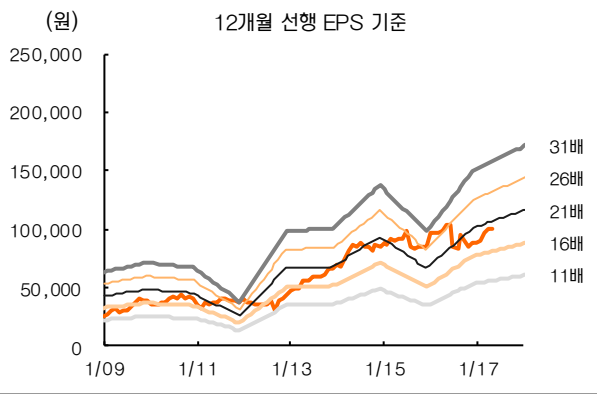
자료: 코웨이, KB증권

그림 2. 렌탈 계정 순증 회복은 주력 정수기 사업 회복 여부에 달려



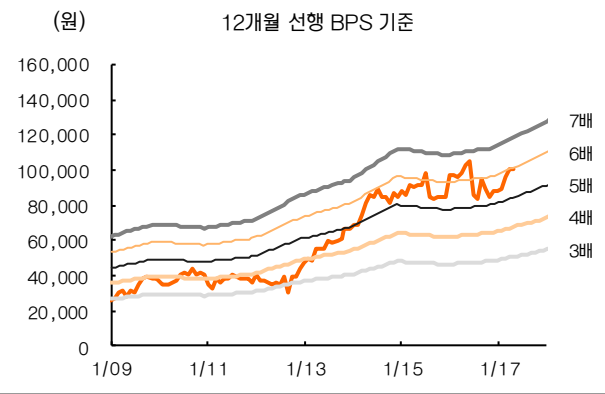
자료: 코웨이, KB증권

그림 3. PER 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권

그림 4. PBR 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권

포괄손익계산서					
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	2,315	2,376	2,583	2,826	3,080
매출원가	729	812	845	932	1,016
매출총이익	1,586	1,564	1,739	1,894	2,064
판매비와관리비	1,123	1,225	1,230	1,333	1,434
영업이익	463	339	509	561	631
EBITDA	691	572	741	792	862
영업외손익	-9	-15	-25	-11	-11
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	6	7	8	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-10	-18	-5	-4
세전이익	455	324	485	550	620
법인세비용	111	80	121	138	155
당기순이익	343	243	363	412	465
지배기업순이익	343	244	364	413	465
수정순이익	343	244	364	413	465

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 성장률	7.2	2.6	8.7	9.4	9.0
영업이익 성장률	27.1	-26.9	50.2	10.1	12.5
EBITDA 성장률	19.6	-17.2	29.6	6.9	8.8
지배기업순이익 성장률	37.4	-29.0	49.3	13.5	12.8
매출총이익률	68.5	65.8	67.3	67.0	67.0
영업이익률	20.0	14.3	19.7	19.8	20.5
EBITDA이익률	29.8	24.1	28.7	28.0	28.0
세전이익률	19.6	13.6	18.8	19.5	20.1
당기순이익률	14.8	10.2	14.1	14.6	15.1

현금흐름표					
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	358	361	625	674
당기순이익	343	243	363	412	465
유무형자산상각비	228	233	232	232	231
기타비현금손익 조정	221	233	163	138	155
운전자본증감	-195	-232	-287	-18	-22
매출채권감소 (증가)	-58	-62	24	-27	-33
재고자산감소 (증가)	-5	-4	-13	-7	-8
매입채무증가 (감소)	6	-4	-51	5	6
기타영업현금흐름	-83	-120	-110	-138	-155
투자활동 현금흐름	-330	-368	-171	-9	-10
유형자산투자감소 (증가)	-320	-313	-114	0	0
무형자산투자감소 (증가)	-5	-13	-7	0	0
투자자산감소 (증가)	3	-1	-2	-2	-2
기타투자현금흐름	-7	1	-48	0	0
재무활동 현금흐름	-213	-40	-60	-235	-238
금융부채 증감	-77	264	37	32	38
자본의 증감	5	-93	5	0	0
배당금 당기지급액	-148	-208	-235	-205	-219
기타재무현금흐름	7	-3	134	-62	-57
기타현금흐름	-1	0	-2	0	0
현금의 증가(감소)	-31	-50	128	382	426
기말현금	116	66	195	577	1,002
잉여현금흐름 (FCF)	193	45	247	625	674
순현금흐름	51	-248	98	357	396
순현금 (순차입금)	38	-210	-112	245	641

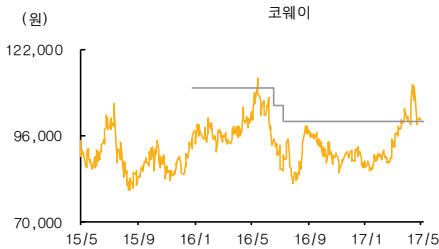
자료: 코웨이, KB증권

재무상태표					
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,775	1,968	2,092	2,306	2,577
유동자산	653	733	934	1,378	1,878
현금 및 현금성자산	116	66	195	577	1,002
단기금융자산	9	76	82	88	97
매출채권	256	293	324	351	384
재고자산	70	70	79	85	93
기타유동자산	202	228	255	277	303
비유동자산	1,122	1,235	1,158	928	699
투자자산	75	86	87	89	91
유형자산	700	669	534	310	86
무형자산	169	183	180	173	165
기타비유동자산	178	295	356	356	356
부채총계	537	784	875	940	1,024
유동부채	473	735	816	885	967
매입채무	60	59	63	68	75
단기금융부채	80	340	376	408	446
기타유동부채	331	317	350	380	415
비유동부채	64	49	59	56	57
장기금융부채	8	12	12	12	12
기타비유동부채	19	27	23	23	23
자본총계	1,238	1,183	1,217	1,366	1,553
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	128	127	127	127	127
기타자본항목	-103	-159	-124	-124	-124
기타포괄손익누계액	-5	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,177	1,180	1,179	1,329	1,516
지배지분 계	1,237	1,183	1,217	1,367	1,554
비지배지분	1	1	0	-1	-1

주요투자지표					
(X, %, 원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Multiples					
PER	18.9	27.9	21.0	18.5	16.4
PBR	5.2	5.7	6.3	5.6	4.9
PSR	2.8	2.9	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	9.3	12.2	10.5	9.3	8.1
EV/EBIT	13.9	20.5	15.2	13.2	11.1
배당수익률	3.3	3.6	3.6	3.8	4.0
EPS	4,449	3,167	4,809	5,457	6,154
BPS	16,044	15,486	16,095	18,074	20,556
SPS (주당매출액)	30,019	30,890	34,166	37,372	40,733
DPS (주당배당금)	2,800	3,200	3,600	3,800	4,000
배당성향 (%)	60.6	96.3	72.3	67.3	62.8
수익성지표					
ROE	30.2	20.1	30.3	31.9	31.9
ROA	20.2	13.0	17.9	18.7	19.0
ROIC	32.3	20.6	29.6	36.3	50.0
안정성지표					
부채비율	43.4	66.3	71.9	68.8	65.9
순차입비율	순현금	17.8	9.2	순현금	순현금
유동비율	1.4	1.0	1.1	1.6	1.9
이자보상배율 (배)	106.8	55.5	68.9	75.2	83.7
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	10.0	8.7	8.4	8.4	8.4
재고자산회전율	35.2	33.9	34.8	34.6	34.6

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역 (주가 -, 목표주가 -)



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
코웨이	15/12/03	BUY	110,000
	16/07/13	BUY	105,000
	16/08/03	BUY	100,000
	17/05/24	HOLD	100,000

■ 코웨이: KB증권은 자료 공표일 현재 [코웨이]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다. KB증권은 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

■ 투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)		
BUY: 15% 초과	HOLD: 15% ~ -15%	SELL: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (BUY, HOLD, SELL)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)		
Overweight: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Underweight: 시장수익률 하회

■ 투자등급 비율 (2017. 03. 31 기준)

매수 (BUY)	중립 (HOLD)	매도 (SELL)
84.3	15.7	-

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니라, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.