

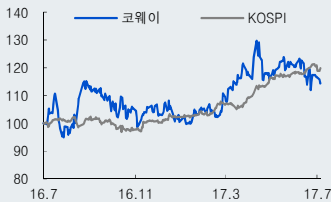
생활소비재

Company Report
 2017.8.2

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	130,000
현재주가(17/08/01, 원)	97,900
상승여력	33%

영업이익(17F,십억원)	495
Consensus 영업이익(17F,십억원)	496
EPS 성장률(17F,%)	47.1
MKT EPS 성장률(17F,%)	42.8
P/E(17F,x)	21.0
MKT P/E(17F,x)	10.1
KOSPI	2,422.96
시가총액(십억원)	7,325
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	70.3
외국인 보유비중(%)	59.3
베타(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	81,300
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	11.4	14.8
상대주가	-7.1	-4.4	-3.9



[화장품/생활용품/면세]

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

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

코웨이 (021240)

고대하던 회복, 그리고 그 이후

2Q17 Review: 연결 영업이익 1,206억원(+919% YoY), 컨센서스에 부합

코웨이의 2Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 6,234억원(+12.3% YoY), 영업이익 1,206억원(+919.4% YoY), 영업이익률 19.3%로 발표되었다. 전반적인 실적 수치가 당사 추정치 및 컨센서스와 유사했고, 전년동기의 일회성 이벤트 이후 약 3분기의 변동성 구간을 지나 정상적인 수익구조로 회귀한 모습이였다.

대부분의 주요 펀더멘털 지표 또한 이벤트 이전 수준으로 회복되었다. 특히 당분기 신규 렌탈 판매량은 39.7만대로 분기 사상 최대 규모였고, 4Q16의 판매 프로모션 효과가 소멸되기 시작한 전분기 대비 +13.5% 급증한 수치였다. 기저 환경 변화에 따른 청정기 수요의 구조적 증가(2Q17 청정기 판매량 증가율 +28.1% YoY, +45.4% QoQ) 요인과 더불어 코웨이 특유의 혁신적인 신제품 라인업이 견고한 소비 수요를 유인한 결과로 판단한다.

보유 렌탈 계정의 건전성을 반영하는 해약률 지표는 단순 수치로 정상 수준(2015년 1.00%)보다 높았고 직전분기 대비 개선폭이 미진했다(2Q17 월평균 해약률 1.19% vs. 1Q17 1.20%). 하지만 렌탈자산 폐기손실의 절대 규모(99억원)와 렌탈 매출 대비 비중(2.6%)이 일회성 이벤트 이전의 1Q16 수준(97억원, 2.6%)으로 회귀했음을 볼 때 고객의 의도적인 이탈에 따른 해약으로 보기는 어렵다. 일시적으로 의무사용기간 만료 계정이 집중된 영향으로 해석한다.

본연의 투자 포인트에 집중할 시기

코웨이의 1H17 별도기준 영업이익률은 21.6%로 2015년 연간 실적(21.4%) 대비 소폭 개선된 수치였다. 2013년 이후 3개년 누적 수익성 개선을 기록한 뒤의 실적이었음을 감안하면 2016년 일회성 이벤트 이후 회복된 현재의 실적은 상당히 우호적인 수준임을 확인할 수 있다. 아직 해약률 등의 일부 관리 지표가 회복 기로에 있지만, 하반기에 추가적인 안정화 가능성을 내재한다는 측면에서 긍정적이라고 판단한다.

향후 코웨이에 대한 핵심 투자 포인트는 1) 제품 개발과 서비스 퀄리티를 포괄하는 근원 역량의 지속적 강화와 2) 고기능성 프리미엄 제품군 확대에 따른 추가 미진 개선 여력, 3) 배당 매력 등으로 압축될 전망이다.

투자의견 매수와 목표주가 13만원 유지하여 제시

코웨이에 대한 “매수” 투자의견과 목표주가 13만원을 유지하여 제시한다. 정치적 노이즈, 경제 시스템 관련 다수의 외재 불확실성이 상존하는 환경에서 한국 소비재 업체 중 가장 경기 방어적인 시스템을 구축했다는 고유의 강점이 재조명될 수 있는 적기가 될 것으로 기대한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,376	2,572	2,750	2,879
영업이익 (십억원)	364	463	339	495	531	571
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	19.2	19.3	19.8
순이익 (십억원)	250	343	244	351	385	409
EPS (원)	3,237	4,449	3,167	4,657	5,143	5,471
ROE (%)	25.2	30.2	20.1	31.4	35.0	34.1
P/E (배)	26.0	18.9	27.9	21.0	19.0	17.9
P/B (배)	5.6	4.8	4.9	6.1	5.7	5.2
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.6	3.4	3.8	4.3

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

2Q17 Review

표 1. 2Q17 Review

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	555	610	623	633	626	12.3	2.2
영업이익	12	121	121	121	121	919.4	-0.3
영업이익률 (%)	2.1	19.8	19.3	19.1	19.4		
세전이익	5	101	126	122	118	2,307.6	25.2
순이익	3	76	95	92	89	3,306.5	26.1

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,577	2,741	2,572	2,750	-0.2	0.3	멤버십 실적 조정
영업이익	485	516	495	531	1.9	3.0	매출원가율 조정
세전이익	451	505	465	511	3.1	1.2	외환손익 조정
순이익	340	381	351	385	3.3	1.1	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

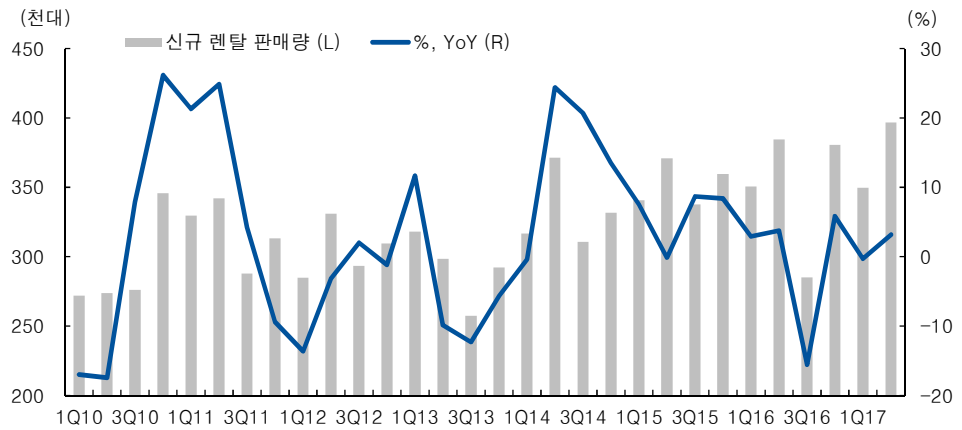
표 3. 별도기준 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %, 천대, 천계정)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F
매출액	578	523	551	553	572	575	602	637
렌탈	380	316	367	361	370	379	403	406
%, YoY								
매출액	14.1	-0.9	0.9	-4.9	-1.0	10.0	9.3	15.1
렌탈	4.6	-14.8	-2.5	-5.1	-2.8	20.0	9.9	12.6
판매관리비	260	309	248	266	258	264	276	297
(%, 매출대비)	45.1	59.1	45.1	48.0	45.2	46.0	45.9	46.7
렌탈자산폐기손실	10	9	10	10	10	10	11	11
(%, 렌탈매출대비)	2.6	3.9	2.8	3.7	3.0	2.6	2.7	2.7
영업이익	127	21	117	104	123	125	131	129
(%, 매출대비)	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.7	20.3
(%, YoY)	28.4	-80.9	-7.3	-18.1	-3.1	487.1	12.2	24.6
[Key indicators]								
렌탈판매량(천대)	351	385	285	381	350	397	345	388
총 렌탈계정(천계정)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,888	4,901
해약률(%)	1.0	1.0	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

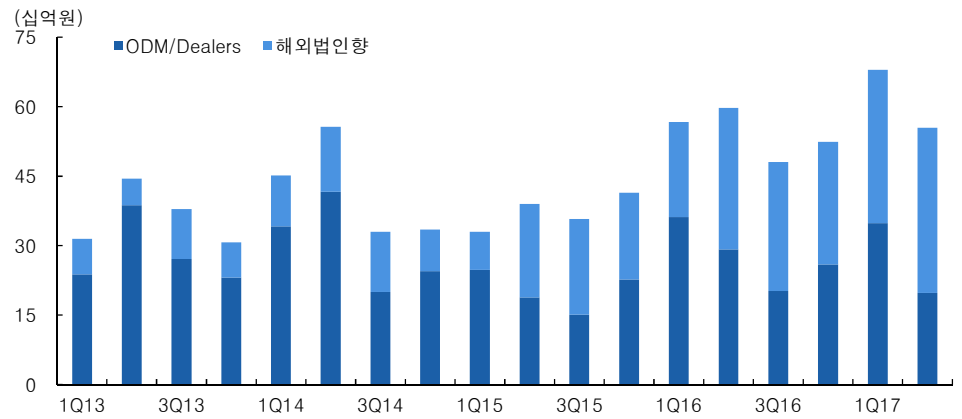
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매량 추이



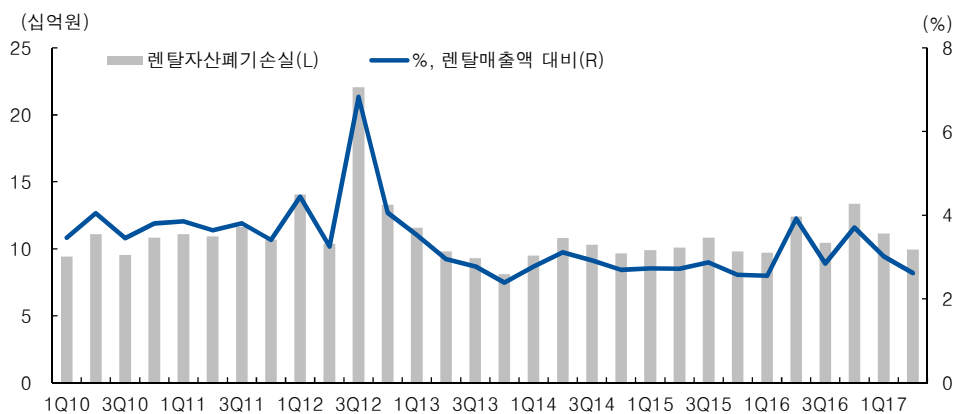
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 부문별 해외사업 매출 실적 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 렌탈자산 폐기손실 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,376	2,572	2,750	2,879
매출원가	812	827	883	927
매출총이익	1,564	1,745	1,867	1,952
판매비와관리비	1,225	1,250	1,335	1,381
조정영업이익	339	495	531	571
영업이익	339	495	531	571
비영업손익	-15	-30	-20	-27
금융손익	-5	-8	-8	-7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	465	511	544
계속사업법인세비용	80	115	127	135
계속사업이익	243	350	384	409
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	243	350	384	409
지배주주	244	351	385	409
비지배주주	0	0	-1	-1
총포괄이익	243	349	384	409
지배주주	243	350	385	409
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	572	727	770	818
FCF	29	94	294	380
EBITDA 마진을 (%)	24.1	28.3	28.0	28.4
영업이익률 (%)	14.3	19.2	19.3	19.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.6	14.0	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	733	672	700	743
현금 및 현금성자산	66	73	70	133
매출채권 및 기타채권	313	298	315	280
재고자산	70	74	79	85
기타유동자산	284	227	236	245
비유동자산	1,235	1,238	1,256	1,286
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	675	689	695
무형자산	183	183	184	184
자산총계	1,968	1,911	1,956	2,029
유동부채	735	806	759	722
매입채무 및 기타채무	215	220	232	244
단기금융부채	340	403	343	293
기타유동부채	180	183	184	185
비유동부채	49	51	51	51
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	39	39	39
부채총계	784	856	810	773
지배주주지분	1,182	1,055	1,146	1,257
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,180	1,017	1,108	1,219
비지배주주지분	1	0	0	-1
자본총계	1,183	1,055	1,146	1,256

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	358	414	620	706
당기순이익	243	350	384	409
비현금수익비용가감	467	400	379	400
유형자산감가상각비	225	224	230	239
무형자산상각비	8	8	8	8
기타	234	168	141	153
영업활동으로인한자산및부채의변동	-232	-229	-17	32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-62	73	-16	36
재고자산 감소(증가)	-4	-9	-4	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-49	4	3
법인세납부	-120	-109	-127	-135
투자활동으로 인한 현금흐름	-367	-214	-262	-286
유형자산처분(취득)	-313	-256	-245	-245
무형자산감소(증가)	-13	-9	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-67	30	-3	-3
기타투자활동	26	21	-6	-30
재무활동으로 인한 현금흐름	-40	-190	-362	-356
장단기금융부채의 증가(감소)	264	63	-60	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-208	-208	-293	-298
기타재무활동	-96	-45	-9	-8
현금의 증가	-50	7	-4	63
기초현금	116	66	73	70
기말현금	66	73	70	133

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

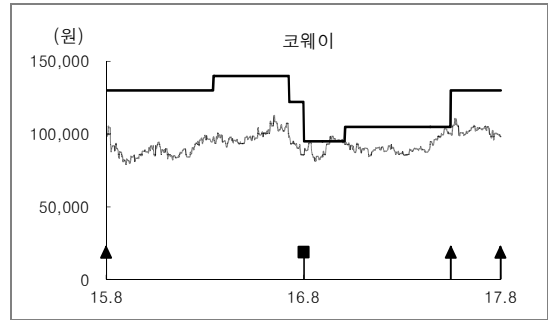
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	21.0	19.0	17.9
P/CF (x)	9.6	9.8	9.6	9.1
P/B (x)	4.9	6.1	5.7	5.2
EV/EBITDA (x)	12.2	10.5	9.8	9.1
EPS (원)	3,167	4,657	5,143	5,471
CFPS (원)	9,227	9,963	10,208	10,809
BPS (원)	17,891	16,088	17,314	18,798
DPS (원)	3,200	3,300	3,700	4,200
배당성향 (%)	96.5	68.6	70.0	74.7
배당수익률 (%)	3.6	3.4	3.8	4.3
매출액증가율 (%)	2.6	8.2	6.9	4.7
EBITDA증가율 (%)	-17.2	27.1	5.9	6.2
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	46.0	7.3	7.5
EPS증가율 (%)	-28.8	47.0	10.4	6.4
매출채권 회전을 (회)	8.7	9.1	9.7	10.6
재고자산 회전을 (회)	33.9	35.6	35.9	35.2
매입채무 회전을 (회)	13.7	13.4	13.2	13.2
ROA (%)	13.0	18.1	19.9	20.5
ROE (%)	20.1	31.4	35.0	34.1
ROIC (%)	20.0	27.7	29.8	31.7
부채비율 (%)	66.3	81.2	70.7	61.5
유동비율 (%)	99.7	83.5	92.1	102.9
순차입금/자기자본 (%)	17.8	28.7	21.5	10.6
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	55.8	59.5	69.4

코웨이

고대하던 회복, 그리고 그 이후

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2017.05.01	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
	2015.05.07	매수	130,000원



투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 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.