

코웨이 (021240)

해외사업 확대로 Re-rating 가능성

4분기 별도 영업이익 YoY 16% 증가 전망

4분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 7.4%, 15.8% 증가한 5,940억원과 1,200억원 수준이 가능할 전망이다. 렌탈판매량 증가(38.5만대 추정, YoY 1.2%)와 해약률 안정화(1% 추정, YoY -0.3%p)로 렌탈 매출이 YoY 6% 이상 증가하면서 외형성장을 견인할 전망이다. 말레이시아 법인 고신장과 중국 ODM 신제품 출시 효과로 해외수출이 YoY 35%(710억원 추정) 증가하면서 외형 성장률 제고에 기여할 것으로 예상된다. 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익률은 20.2%(YoY +1.4%p)까지 상승할 것으로 추정한다.

해외법인 매출 비중 12%, 성장률 한계 극복 가능성

3분기 말레이시아 법인 매출 성장률은 현지화 기준 YoY 57%를 기록했으며, 4분기 역시 유사한 흐름을 지속하고 있다. 영업이익률은 9%(1분기 2%, 2분기 6%) 수준으로 빠르게 상승하고 있다. 계정수가 60만을 넘어서고, 고정비 부담이 감소하면서 2018년에는 10% 이상 영업이익률이 가능할 전망이다. 말레이시아 정수기 보급률은 20%이며, 코웨이 시장점유율은 30%로 추정되는데, 2위 로컬 업체가 일시불 방판 구조여서 당분간 독보적인 외형성장이 가능할 전망이다. ODM 매출은 중국 P사 매출 비중이 60%에 달한다. P사의 중국 시장점유율은 30%로 압도적 1위이며, 판매 제품 90%를 코웨이에서 제조한다. 공기청정기 수요 확대와 브랜드력을 감안하면 실적 가시성이 높다. 한편, 미국 법인은 11만 계정을 넘겼는데, 아마존으로 공기청정기 판매가 증가하면서 정수기도 논의되고 있다. 전체 해외수출 비중이 매출의 10%를 넘어서고, YoY 20% 내외 꾸준히 증가하면서 연간 2%p 내외 성장률 제고에 기여할 것으로 추정한다.

목표주가 11→12.4만원, 투자 의견 '중립→매수'로 상향

실적 추정치 및 밸류에이션 상향 조정(12MF PER 20배→23배)으로 목표주가를 12.4만원으로 올린다. 1) 추세적 실적 회복기에 진입하고 있고, 2) 높은 배당과 자사주 매입 및 소각 등 강한 주주환원 정책은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 3) 국내 사업 한계를 넘어 해외로 사업의 외연을 넓히기 시작했으며, 향후 외형 성장률 제고 가능성이 커졌다. 이는 중장기 적정 밸류에이션을 상승시킬 수 있는 핵심 요인이다.

Update

BUY(상향)

| TP(12M): 124,000원(상향) | CP(12월 4일): 104,000원

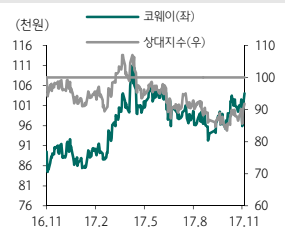
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,501.67
52주 최고/최저(원)	111,000/85,100
시가총액(십억원)	7,781.1
시가총액비중(%)	0.65
발행주식수(천주)	74,818.1
60일 평균 거래량(천주)	141.1
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
17년 배당금(예상, 원)	3,200
17년 배당수익률(예상, %)	3.08
외국인지분율(%)	59.38
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 8인	27.00
CIC Private Limited	7.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.9 2.0 22.2
상대	7.3 (3.3) (3.7)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	2,325.0	2,459.5
영업이익(십억원)	502.5	531.5
순이익(십억원)	368.5	394.0
EPS(원)	4,891	5,266
BPS(원)	16,168	15,918

Stock Price



Financial Data

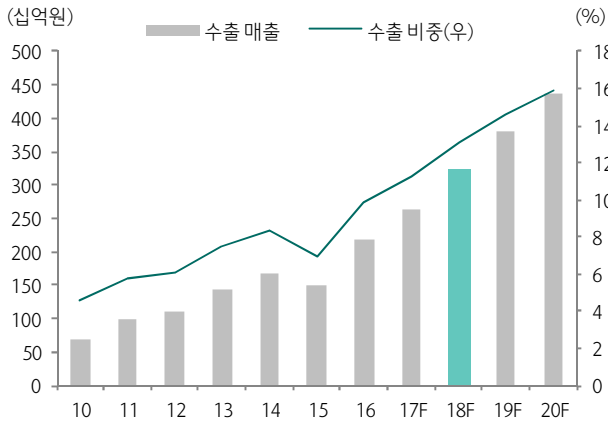
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	2,161.3	2,204.5	2,330.2	2,475.2	2,614.2
영업이익	십억원	463.0	368.7	495.4	540.2	579.9
세전이익	십억원	460.8	365.5	488.8	533.6	575.7
순이익	십억원	349.4	275.5	369.4	403.4	435.2
EPS	원	4,531	3,581	4,837	5,281	5,698
증감률	%	43.8	(21.0)	35.1	9.2	7.9
PER	배	18.56	24.66	21.50	19.69	18.25
PBR	배	4.65	4.71	5.07	4.57	4.10
EV/EBITDA	배	9.61	12.11	11.10	10.18	9.41
ROE	%	30.02	21.88	28.08	27.48	26.31
BPS	원	18,070	18,746	20,511	22,739	25,384
DPS	원	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200



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

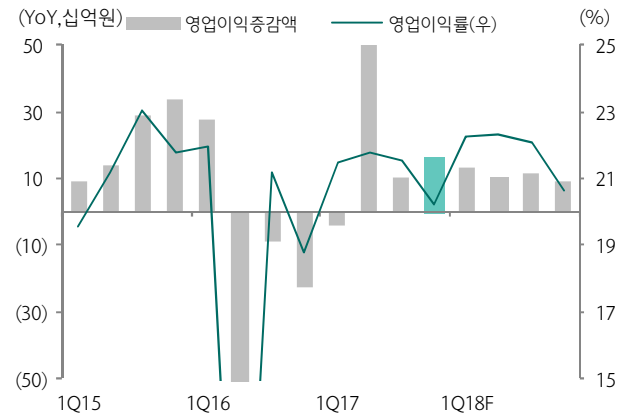
RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

그림 1. 코웨이 연간 수출 매출액과 비중 추이



자료: 코웨이, 하나금융투자

그림 2. 코웨이 영업이익 증감액과 영업이익률 추이



자료: 코웨이, 하나금융투자

4분기 별도기준 매출과 영업이익
전년 동기대비 각각 7.4%, 15.8%
증가 전망

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	578	523	551	553	2,205	572	575	589	594	2,330
렌탈	380	316	368	361	1,425	370	379	379	383	1,510
금융리스	21	29	27	28	105	26	30	35	30	121
멤버십	43	42	42	40	167	38	37	36	36	146
일시불판매	50	54	43	49	196	46	50	47	51	195
화장품	20	17	18	19	74	21	19	19	20	79
수출	57	60	48	52	217	68	56	69	71	263
기타	6	5	5	4	20	4	4	4	4	16
영업이익	127	21	117	104	369	123	125	127	120	495
세전이익	122	18	104	122	365	103	127	125	134	489
순이익	92	12	79	92	275	78	96	94	102	369
영업이익률(%)	22.0	4.1	21.2	18.8	16.7	21.5	21.8	21.6	20.2	21.3
순이익률(%)	16.0	2.3	14.3	16.7	12.5	13.6	16.7	16.0	17.1	15.9

자료: 코웨이, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

국내 사업 한계를 넘어 해외로
사업 외연 넓히기 시작
향후 외형 성장률 제고 가능성 확대
중장기 적정 밸류에이션 상승
핵심 요인

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	2,161	2,205	2,330	2,475	2,614
렌탈	1,491	1,425	1,510	1,579	1,650
멤버십	180	167	146	139	135
일시불판매	171	196	195	206	211
화장품	83	74	79	83	86
수출	149	217	263	323	381
기타	46	20	16	15	14
영업이익	463	369	495	540	580
세전이익	461	365	489	534	576
순이익	349	275	369	403	435
수정순익(연결기준)	343	243	368	403	435
적정시가총액	7,892	5,585	8,467	9,258	9,995
주식수(천주)	77,125	76,380	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	102,333	73,126	113,171	123,741	133,588
적정PER	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
EPS(원)	4,449	3,179	4,920	5,380	5,808
YoY %					
매출액	7.3	2.0	5.7	6.2	5.6
영업이익	22.6	(20.4)	34.4	9.0	7.3
당기순이익	37.4	(29.2)	51.6	9.3	8.0
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.3	21.8	22.2

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161.3	2,204.5	2,330.2	2,475.2	2,614.2
매출원가	679.5	752.6	770.4	814.3	855.7
매출총이익	1,481.8	1,451.9	1,559.8	1,660.9	1,758.5
판매비	1,018.9	1,083.2	1,064.4	1,120.7	1,178.6
영업이익	463.0	368.7	495.4	540.2	579.9
금융손익	(3.2)	(4.6)	(10.5)	(10.5)	(8.1)
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	1.4	3.8	3.8	3.9
세전이익	460.8	365.5	488.8	533.6	575.7
법인세	111.3	90.0	119.3	130.2	140.5
계속사업이익	349.4	275.5	369.4	403.4	435.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	349.4	275.5	369.4	403.4	435.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	349.4	275.5	369.4	403.4	435.2
NOPAT	351.1	277.9	374.5	408.4	438.4
EBITDA	674.7	576.5	715.2	768.7	814.7
성장성(%)					
매출액증가율	7.3	2.0	5.7	6.2	5.6
NOPAT증가율	26.2	(20.8)	34.8	9.1	7.3
EBITDA증가율	16.9	(14.6)	24.1	7.5	6.0
영업이익증가율	22.6	(20.4)	34.4	9.0	7.3
(지배주주)순이익증가율	43.8	(21.2)	34.1	9.2	7.9
EPS증가율	43.8	(21.0)	35.1	9.2	7.9
수익성(%)					
매출총이익률	68.6	65.9	66.9	67.1	67.3
EBITDA이익률	31.2	26.2	30.7	31.1	31.2
영업이익률	21.4	16.7	21.3	21.8	22.2
계속사업이익률	16.2	12.5	15.9	16.3	16.6
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,837	5,281	5,698
BPS	18,070	18,746	20,511	22,739	25,384
CFPS	10,003	9,300	9,375	10,063	10,679
EBITDAPS	8,748	7,494	9,364	10,064	10,666
SPS	28,023	28,657	30,508	32,406	34,226
DPS	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200
주가지표(배)					
PER	18.6	24.7	21.5	19.7	18.3
PBR	4.7	4.7	5.1	4.6	4.1
PCFR	8.4	9.5	11.1	10.3	9.7
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.1	10.2	9.4
PSR	3.0	3.1	3.4	3.2	3.0
재무비율(%)					
ROE	30.0	21.9	28.1	27.5	26.3
ROA	21.1	14.8	18.0	18.2	17.9
ROIC	30.6	21.0	26.1	27.5	28.7
부채비율	37.3	58.0	53.7	49.2	44.7
순부채비율	(0.4)	18.9	11.5	2.6	(6.6)
이자보상배율(배)	108.3	65.7	55.4	60.4	64.9

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

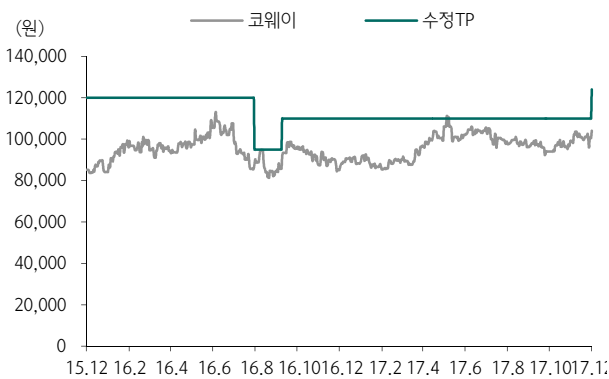
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658.1	777.5	892.8	1,054.0	1,252.6
금융자산	95.8	116.5	194.2	311.8	468.8
현금성자산	86.6	41.1	114.5	227.1	379.4
매출채권 등	371.9	463.4	489.8	520.3	549.5
재고자산	48.2	46.5	49.1	52.2	55.1
기타유동자산	142.2	151.1	159.7	169.7	179.2
비유동자산	1,084.3	1,195.1	1,233.1	1,263.6	1,287.4
투자자산	122.1	136.1	143.9	152.8	161.4
금융자산	51.8	51.7	54.6	58.0	61.3
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	2,125.9	2,317.5	2,540.0
유동부채	421.6	682.3	699.1	718.5	737.2
금융부채	80.0	340.0	340.0	340.0	340.0
매입채무 등	224.3	226.1	239.0	253.9	268.2
기타유동부채	117.3	116.2	120.1	124.6	129.0
비유동부채	51.3	42.3	44.0	45.9	47.8
금융부채	10.0	12.5	12.5	12.5	12.5
기타비유동부채	41.3	29.8	31.5	33.4	35.3
부채총계	472.9	724.5	743.1	764.4	784.9
지배주주지분	1,269.4	1,248.1	1,382.9	1,553.1	1,755.1
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	1,368.7	1,538.9	1,741.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,269.4	1,248.1	1,382.9	1,553.1	1,755.1
순금융부채	(5.7)	236.0	158.4	40.7	(116.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475.2	327.2	577.6	616.3	654.1
당기순이익	349.4	275.5	369.4	403.4	435.2
조정	340.1	320.7	227.3	235.0	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	6.5	5.4
영업활동 자산부채 변동	(214.3)	(269.0)	(19.1)	(22.1)	(21.2)
투자활동 현금흐름	(264.0)	(324.8)	(260.6)	(261.6)	(259.7)
투자자산감소(증가)	1.1	(14.0)	(7.8)	(9.0)	(8.6)
유형자산감소(증가)	(261.5)	(271.2)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
기타	(3.6)	(39.6)	(2.8)	(2.6)	(1.1)
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)	73.3	112.7	152.2
Unlevered CFO	771.5	715.4	716.1	768.6	815.7
Free Cash Flow	204.6	41.2	327.6	366.3	404.1

Sector Aggregates

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

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.12.5	BUY	124,000		
17.5.3	Neutral	110,000	-13.06%	0.91%
16.9.13	BUY	110,000	-16.69%	-5.45%
16.8.4	Neutral	95,000	-9.13%	-0.32%
16.1.11	BUY	120,000	-18.81%	-5.83%
15.7.20	BUY	103,000	-14.18%	2.43%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.2%	8.2%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2017년 12월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)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 12월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2017년 12월 5일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)인 코웨이를 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.