

코웨이 (021240)

4QReview: 실적 및 경쟁심화 우려 부담

4분기 별도 영업이익 YoY 1% 감소

4분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 5.7% 증가, 0.6% 감소한 5,846억원과 1,032억원을 기록하며 시장기대치(OP 1,310억원)를 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 해약률 하락(0.86%, YoY -0.14%p)에도 불구하고 렌탈판매량(32만대, YoY -17%, QoQ -0.2%) 저하로 렌탈 매출은 YoY 5% 성장에 그쳤다. 해외 현지 법인(YoY 14%) 및 중국 ODM(YoY 44%) 수요 확대로 해외수출이 YoY 29% 증가했다. 고마진 사업부문(렌탈/해외 법인향 수출) 매출 저하와 광고선전비 등 비용 증가로 영업이익률은 17.7%(YoY -1.1%p)로 하락했다. 당기순이익은 외화관련손실(150억원) 반영으로 YoY 41% 감소한 546억원을 기록했다.

2018년 수출 중심 견조한 실적 개선 지속 전망

2018년 별도 매출과 영업이익은 전년대비 각각 5.7%, 7.3% 성장한 2조 4,530억원과 5,130억원 수준으로 추정한다. 렌탈 매출이 YoY 4% 견조한 증가세를 지속하는 가운데, 수출 매출이 말레이/미국, 중국향 매출 호조로 YoY 23% 성장하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 2018년 2분기 의류청정기 출시는 소비패턴/유행 변화에 부합하는 주목해야할 신규 라인업이다. 회사측에서는 별도기준 매출 YoY 6.4%, 영업이익 YoY 7.6%를 2018년 가이던스로 제시했다.

경쟁심화 가능성은 밸류에이션 하락 요인

목표주가를 12만원에서 10만원으로, 투자 의견을 '매수'에서 '중립'으로 하향 조정한다. 10만원은 12MF PER 21배 수준이다. 4분기 실적 저하를 감안 실적 추정치를 하향 조정했다. 배당성향 70%와 자사주 매입 및 소각 등 강한 주주환원 정책은 밸류에이션 프리미엄 요인이거나, 웅진그룹의 정수기 사업 진출 가능성은 향후 실적 불확실성을 높이는 밸류에이션 하락 요인이다. 정수기 시장 불확실성 해소 또는 1분기 실적 모멘텀 회복 전까지 단기적인 주가 모멘텀은 제한적으로 본다. 현재주가는 12MF PER 18.5배로 조정시 매수 전략이 바람직해 보인다.

Earnings Review

Neutral(하향)

| TP(12M): 100,000원(하향) | CP(2월 12일): 89,200원

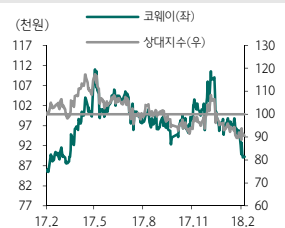
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,385.38
52주 최고/최저(원)	111,000/85,900
시가총액(십억원)	6,673.8
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	74,818.1
60일 평균 거래량(천주)	162.5
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
17년 배당금(예상, 원)	3,200
17년 배당수익률(예상, %)	3.28
외국인지분율(%)	59.01
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 7인	26.96
GIC Private Limited	7.25
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.7) (10.4) 3.8
상대	(5.5) (12.8) (9.7)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	2,335.5	2,508.1
영업이익(십억원)	497.3	539.1
순이익(십억원)	364.5	399.4
EPS(원)	4,837	5,338
BPS(원)	17,029	18,086

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	2,161.3	2,204.5	2,320.5	2,453.3	2,573.0
영업이익	십억원	463.0	368.7	478.4	513.3	542.7
세전이익	십억원	460.8	365.5	435.3	472.8	504.2
순이익	십억원	349.4	275.5	322.4	357.4	381.2
EPS	원	4,531	3,581	4,221	4,679	4,991
증감률	%	43.8	(21.0)	17.9	10.9	6.7
PER	배	18.56	24.66	23.15	19.06	17.87
PBR	배	4.65	4.71	4.91	4.14	3.80
EV/EBITDA	배	9.61	12.11	10.76	9.17	8.61
ROE	%	30.02	21.88	24.95	25.57	24.85
BPS	원	18,070	18,746	19,895	21,521	23,459
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

4분기 별도기준 매출과 영업이익은
전년 동기대비 각각 6% 증가, 1%
감소한 5,846억원과 1,032억원 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	572	575	589	585	2,321	609	607	622	616	2,453
렌탈	370	379	379	379	1,506	384	394	393	392	1,563
금융리스	26	30	35	32	123	28	32	38	34	131
멤버십	38	37	36	34	145	36	35	34	33	137
일시불판매	46	50	47	49	192	51	53	49	51	203
화장품	21	19	19	21	80	22	20	20	22	84
수출	68	56	69	68	260	85	69	84	81	320
기타	4	4	4	3	15	4	4	4	3	14
영업이익	123	125	127	103	478	134	134	135	110	513
세전이익	103	127	125	81	435	123	124	125	101	473
순이익	78	96	94	55	322	93	94	95	76	357
영업이익률(%)	21.5	21.8	21.6	17.7	20.6	21.9	22.1	21.8	18.0	20.9
순이익률(%)	13.6	16.7	16.0	9.3	13.9	15.3	15.4	15.2	12.4	14.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

정수기 시장 불확실성 해소 또는
1분기 실적 모멘텀 회복 전까지
단기적인 주가 모멘텀은 제한적,
현재주가는 12MF PER 18.5배
조정시 매수 전략 바람직

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

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	2,205	2,321	2,453	2,573	2,684
렌탈	1,425	1,506	1,563	1,615	1,662
금융리스	105	123	131	138	143
멤버십	167	145	137	134	131
일시불판매	196	192	203	209	213
화장품	74	80	84	87	90
수출	217	260	320	377	431
기타	20	15	14	14	13
영업이익	369	478	513	543	568
세전이익	365	435	473	504	532
순이익	275	322	357	381	402
수정순익(연결기준)	243	326	357	381	402
적정시가총액	5,100	6,838	7,493	7,997	8,445
주식수(천주)	76,380	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	66,768	91,390	100,150	106,879	112,874
적정PER	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
EPS(원)	3,179	4,352	4,769	5,089	5,375
YoY %					
매출액	2.0	5.3	5.7	4.9	4.3
영업이익	(20.4)	29.8	7.3	5.7	4.7
당기순이익	(29.2)	34.1	9.6	6.7	5.6
영업이익률(%)	16.7	20.6	20.9	21.1	21.2

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,161.3	2,204.5	2,320.5	2,453.3	2,573.0
매출원가	679.5	752.6	774.8	817.4	855.6
매출총이익	1,481.8	1,451.9	1,545.7	1,635.9	1,717.4
판매비	1,018.9	1,083.2	1,067.3	1,122.5	1,174.7
영업이익	463.0	368.7	478.4	513.3	542.7
금융손익	(3.2)	(4.6)	(10.5)	(10.5)	(8.1)
중속/관계기업손익	0.1	0.0	(3.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	1.4	(29.7)	(30.0)	(30.3)
세전이익	460.8	365.5	435.3	472.8	504.2
법인세	111.3	90.0	112.8	115.4	123.0
계속사업이익	349.4	275.5	322.4	357.4	381.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	349.4	275.5	322.4	357.4	381.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	349.4	275.5	322.4	357.4	381.2
NOPAT	351.1	277.9	354.4	388.1	410.3
EBITDA	674.7	576.5	698.2	741.8	777.4
성장성(%)					
매출액증가율	7.3	2.0	5.3	5.7	4.9
NOPAT증가율	26.2	(20.8)	27.5	9.5	5.7
EBITDA증가율	16.9	(14.6)	21.1	6.2	4.8
영업이익증가율	22.6	(20.4)	29.8	7.3	5.7
(지배주주)순이익증가율	43.8	(21.2)	17.0	10.9	6.7
EPS증가율	43.8	(21.0)	17.9	10.9	6.7
수익성(%)					
매출총이익률	68.6	65.9	66.6	66.7	66.7
EBITDA이익률	31.2	26.2	30.1	30.2	30.2
영업이익률	21.4	16.7	20.6	20.9	21.1
계속사업이익률	16.2	12.5	13.9	14.6	14.8
투자지표					
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,221	4,679	4,991
BPS	18,070	18,746	19,895	21,521	23,459
CFPS	10,003	9,300	8,677	9,275	9,758
EBITDAPS	8,748	7,494	9,141	9,711	10,178
SPS	28,023	28,657	30,381	32,119	33,687
DPS	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200
주가지표(배)					
PER	18.6	24.7	23.1	19.1	17.9
PBR	4.7	4.7	4.9	4.1	3.8
PCFR	8.4	9.5	11.3	9.6	9.1
EV/EBITDA	9.6	12.1	10.8	9.2	8.6
PSR	3.0	3.1	3.2	2.8	2.6
재무비율(%)					
ROE	30.0	21.9	25.0	25.6	24.8
ROA	21.1	14.8	15.9	16.6	16.5
ROIC	30.6	21.0	24.7	26.2	26.9
부채비율	37.3	58.0	55.5	52.1	48.4
순부채비율	(0.4)	18.9	15.2	8.8	1.4
이자보상배율(배)	108.3	65.7	53.5	57.4	60.7

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

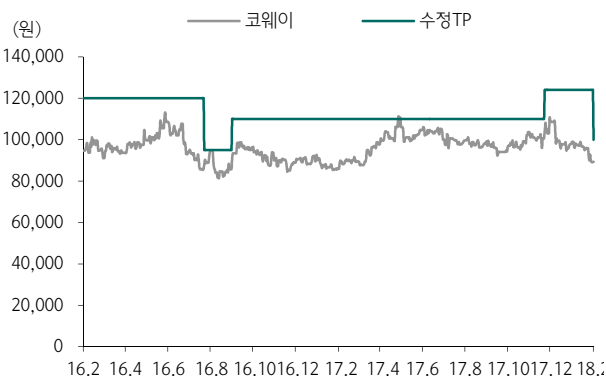
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	658.1	777.5	845.0	959.1	1,102.1
금융자산	95.8	116.5	149.2	223.5	330.6
현금성자산	86.6	41.1	69.8	139.6	242.6
매출채권 등	371.9	463.4	487.8	515.7	540.8
재고자산	48.2	46.5	48.9	51.7	54.2
기타유동자산	142.2	151.1	159.1	168.2	176.5
비유동자산	1,084.3	1,195.1	1,232.5	1,262.2	1,284.9
투자자산	122.1	136.1	143.3	151.5	158.9
금융자산	51.8	51.7	54.4	57.5	60.3
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	320.4	320.3
자산총계	1,742.4	1,972.6	2,077.5	2,221.3	2,387.0
유동부채	421.6	682.3	697.8	715.6	731.6
금융부채	80.0	340.0	340.0	340.0	340.0
매입채무 등	224.3	226.1	238.0	251.6	263.9
기타유동부채	117.3	116.2	119.8	124.0	127.7
비유동부채	51.3	42.3	43.8	45.6	47.2
금융부채	10.0	12.5	12.5	12.5	12.5
기타비유동부채	41.3	29.8	31.3	33.1	34.7
부채총계	472.9	724.5	741.6	761.2	778.9
지배주주지분	1,269.4	1,248.1	1,335.8	1,460.1	1,608.1
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	1,321.7	1,445.9	1,594.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,269.4	1,248.1	1,335.8	1,460.1	1,608.1
순금융부채	(5.7)	236.0	203.3	129.0	21.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475.2	327.2	532.2	572.9	604.1
당기순이익	349.4	275.5	322.4	357.4	381.2
조정	340.1	320.7	227.5	235.7	241.1
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	7.7	7.2	6.4
영업활동 자산부채 변동	(214.3)	(269.0)	(17.7)	(20.2)	(18.2)
투자활동 현금흐름	(264.0)	(324.8)	(259.9)	(261.0)	(258.9)
투자자산감소(증가)	1.1	(14.0)	(7.2)	(8.2)	(7.4)
유형자산감소(증가)	(261.5)	(271.2)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
기타	(3.6)	(39.6)	(2.7)	(2.8)	(1.5)
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)	28.7	69.7	103.0
Unlevered CFO	771.5	715.4	662.7	708.4	745.3
Free Cash Flow	204.6	41.2	282.2	322.9	354.1

Sector Aggregates

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

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.13	Neutral	100,000		
17.12.5	BUY	124,000	-20.27%	-10.89%
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%
16.2.22	BUY	120,000	-18.35%	-5.83%
15.7.20	BUY	103,000	-12.96%	2.43%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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%	8.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2018년 2월 11일

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 2018년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 2월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.