

코웨이 (021240.KS)



화장품/소비재 담당 이선화

Tel. 02)368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
	○	

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	110,000원
현재주가(2/12)	89,200원

Key Data	(기준일: 2018.2.12)
KOSPI(pt)	2,385
KOSDAQ(pt)	843
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	6,674
52주 최고/최저(원)	112,500 / 86,000
52주 일간 Beta	0.43
발행주식수(천주)	74,818
평균거래량(3M, 천주)	161
평균거래대금(3M, 백만원)	15,971
배당수익률(16A, %)	3.6
외국인 지분율(%)	59.0
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 8인	27.0
GIC Private Limited	7.3
Lazard Asset Mngment	6.9

Company Performance

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.7	-13.8	-10.4	3.8
KOSPI 대비상대수익률	-5.3	-7.6	-13.2	-11.1

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%), %p)	4Q17P				1Q18F			2016	2017P		2018F		
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq		yoy	예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	654	648	0.9	648	0.8	655	0.3	7.4	2,376	2,517	5.9	2,715	7.9
영업이익	107	117	-8.6	117	-8.4	132	23.6	9.5	339	473	39.5	522	10.5
세전이익	89	114	-22.1	114	-22.1	126	41.1	24.9	324	440	35.9	496	12.7
순이익	62	86	-28.2	92	-33.0	94	52.9	25.0	243	326	33.8	372	14.2
영업이익률	16.4	18.1	-1.7	18.0	-1.7	20.2	3.8	0.4	14.3	18.8	4.5	19.2	0.4
순이익률	9.4	13.2	-3.8	14.2	-4.8	14.4	5.0	2.0	10.2	12.9	2.7	13.7	0.8
EPS(원)	3,298	4,591	-28.2	4,595	-28.2	5,042	52.9	27.5	3,166	4,357	37.6	4,976	14.2
BPS(원)	13,801	14,124	-2.3	15,033	-8.2	11,905	-13.7	-7.9	15,486	13,801	-10.9	15,620	13.2
ROE(%)	23.9	32.5	-8.6	30.6	-6.7	42.4	18.5	11.8	20.1	29.4	9.3	33.8	4.4
PER(X)	27.0	19.4	-	19.4	-	17.7	-	-	27.9	20.5	-	17.9	-
PBR(X)	6.5	6.3	-	5.9	-	7.5	-	-	5.7	6.5	-	5.7	-

자료: 코웨이, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

4Q17 Review: 시장 경쟁 심화 + 주주환원 상징성 퇴색

목표주가 120,000원에서 110,000원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

■ 코웨이에 대한 목표주가를 기존 12만원에서 8.3% 하향조정된 11만원으로 수정 제시한다. 목표주가 하향의 근거는 2018년과 2019년 실적 전망치를 각각 2.9%, 3.4% 하향하고 Target P/E를 기존 23.3배에서 21.6배로 하향했기 때문이다. 렌탈시장 후발주자들의 저가 공세가 펼쳐지고 있는 가운데, **웅진 윤석금 회장이 정수기 렌탈 사업에 재진출을 공식화함에 따라 경쟁 구도는 더욱 심화될** 전망이다. 여기에 MBK가 코웨이를 인수한 이래 처음으로 DPS를 지난해 수준으로 유지(2017년 DPS 3,200원, 배당성향 72.5%)함으로써 적극적인 주주환원이라는 상징성이 일부 퇴색했다(자사주 소각 규모: 2016년 1,562,392주 → 2017년 1,018,502주). 단, **배당성향은 향후 75% 수준까지 확대**되리라 전망하고, 2분기 출시 예정인 **의류청정기 FWSS가 판매 호조를 보이면 ARPU의 상승이 기대됨에 따라 투자 의견은 BUY를 유지한다.**

4Q17 Review: 매출액 6,536억원(+6.4%yoy), 영업이익 1,071억원(+11.1%yoy)

■ 코웨이의 4분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,536억원(+6.4%yoy, +3.8%qoq), 1,071억원(+11.1%yoy, -13.8%qoq, 영업이익률 16.4%)으로 시장 컨센서스 1,170억원(영업이익 기준)을 8.4% **하회**했다. 수익성 악화의 원인은 긴 추석 연휴로 인해 영업일수가 줄면서 마진이 높은 환경가전 부문의 매출 증가세가 주춤한 가운데(+2.9%yoy, -0.9%qoq) 원가가 높은 해파필터(미세입자 제거용)의 교체 주기가 도래함에 따라 원가율이 상승한 데 있다. 또한 시장 경쟁이 격화됨에 따라 브랜드 인지도를 공고히 하기 위해 신규 광고를 제작하고 CES에 참가하는 등 관련 비용이 늘어난 것도 이유이다.

■ **긍정적인 부분은 수출(매출비중 10%)이 호조세를 이어가고 있다는 점이다.** 말레이시아 법인의 렌탈 계정은 2017년 말 기준 약 65만 계정으로, 가입자 수가 궤도에 올라섬에 따라 영업이익률 또한 11.7%로 안정적인 수익성을 보이고 있다(말레이시아 법인 영업이익률 1분기 5.3% → 2분기 6.5% → 3분기 9.1%). 코웨이는 2018년 말레이시아에서 100만 개정을 달성하는 것이 목표이다.

1Q18 Preview: 시장 경쟁이 심화된 가운데 신제품 출시는 2분기에

■ 코웨이의 1분기 연결기준 매출액 6,553억원(+7.4%yoy, +0.3%qoq), 영업이익 1,324억원(+9.5%yoy, +23.6%qoq)을 전망한다. 현재 후발주자들의 저가 경쟁이 치열한 상황이라 코웨이만의 차별화된 제품 경쟁력이 강조되어야 할 시기이다. 그러나 1분기는 전통적으로 계절적 비수기이고 신제품 의류청정기의 출시가 5월로 예정되어 있어 본격적인 매출 성장은 2분기를 기대한다.

■ 신제품 FWSS(Fresh Wear Styling System)는 기존의 의류 청정기능에 드레스룸의 공기 청정기능까지 추가된 제품이다. 코다가 필터 교체, 배수관 청소, 세제 리필 등의 다양한 서비스를 제공하기 때문에 FWSS의 ARPU는 평균(4Q17 26,500원 추정)보다 높은 4만원 대를 예상한다.



도표 1 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
연결매출액	624	555	584	614	610	623	630	654	655	686	668	706
환경기전	499	514	484	482	483	501	501	496	513	542	528	535
렌탈	380	384	368	361	370	379	379	379	392	412	403	411
멤버십	43	42	42	40	38	37	36	34	36	36	34	32
일시불	50	54	43	49	46	50	47	49	48	55	49	53
금융리스	21	29	27	28	26	30	35	32	32	35	37	35
수출	57	60	48	52	68	56	69	68	81	75	79	79
회장품	20	17	18	19	21	19	19	21	22	20	20	22
매출총이익	417	356	391	401	417	428	435	438	449	472	463	475
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	107	132	126	140	124
세전이익	125	5	90	103	101	126	124	89	126	122	133	115
지배주주순이익	95	3	68	78	76	95	93	62	94	92	100	86
%yoy												
매출액	13.8	-0.1	0.5	-2.7	-2.2	12.3	7.9	6.4	7.4	10.0	6.1	8.0
매출총이익	11.7	-7.5	-2.8	-6.0	0.1	20.4	11.1	9.3	7.6	10.1	6.6	8.5
영업이익	23.2	-89.3	-13.7	-25.0	-2.2	919.4	16.1	11.1	9.5	4.6	12.6	15.7
세전이익	23.9	-95.2	-26.0	-15.9	-19.7	2,308.1	37.9	-13.7	24.9	-2.9	7.0	29.1
지배주주순이익	22.7	-96.5	-26.7	-14.1	-20.8	3,215.6	37.9	-20.7	24.9	-3.6	6.7	40.0
%portion												
매출총이익률	66.8	64.1	67.0	65.2	68.4	68.7	69.0	67.0	68.5	68.8	69.4	67.3
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	16.4	20.2	18.4	20.9	17.5
세전이익률	20.1	0.9	15.4	16.8	16.5	20.2	19.7	13.6	19.2	17.8	19.9	16.3
지배주주순이익률	15.3	0.5	11.6	12.7	12.4	15.3	14.8	9.4	14.4	13.4	14.9	12.2

자료: 코웨이, 유진투자증권



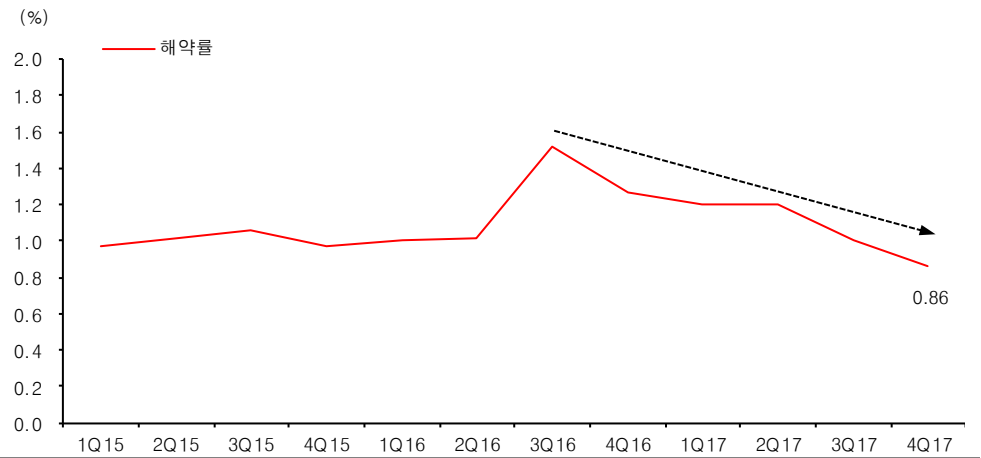
도표 2 **연간 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,517	2,715	2,871
환경가전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	1,981	2,118	2,227
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,506	1,619	1,707
멤버십	161	172	183	180	168	145	138	142
일시불	145	149	123	171	196	192	206	217
금융리스				41	105	123	138	144
수출	110	145	167	149	217	260	313	350
화장품	67	76	80	83	74	80	85	91
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,718	1,859	1,971
영업이익	226	339	364	463	339	473	522	561
세전이익	146	327	332	454	324	440	496	534
지배주주순이익	94	245	250	343	244	326	372	401
%yoy								
매출액	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.9	7.9	5.8
매출총이익	5.7	6.3	2.6	10.6	-1.4	9.9	8.2	6.0
영업이익	-3.7	49.9	7.5	27.1	-26.9	39.5	10.5	7.4
세전이익	-33.0	124.4	1.6	36.7	-28.8	35.9	12.7	7.7
지배주주순이익	-43.7	159.9	1.9	37.4	-29.0	33.7	14.2	7.7
%portion								
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.3	68.5	68.7
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	18.8	19.2	19.5
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	17.5	18.3	18.6
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.0	13.7	14.0

자료: 코웨이, 유진투자증권

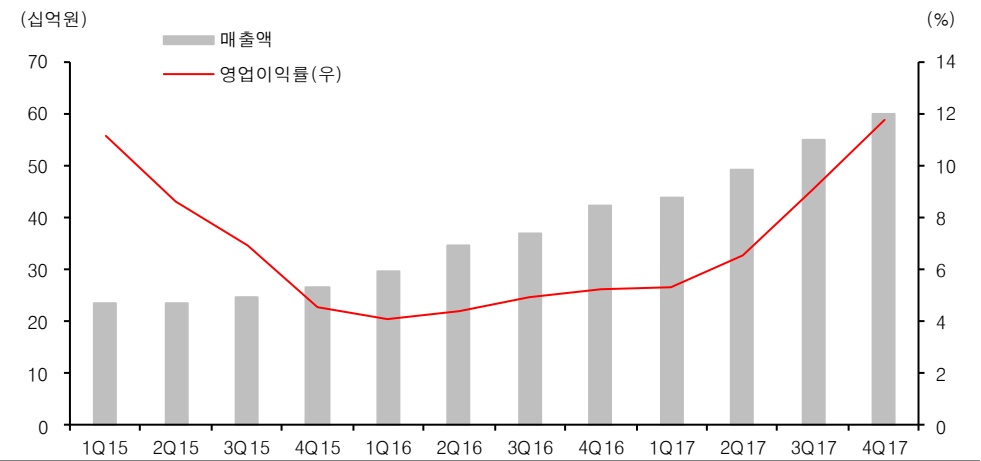


도표 3 **해약률 추이**



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 4 **말레이시아법인 실적 추이**



자료: 코웨이, 유진투자증권

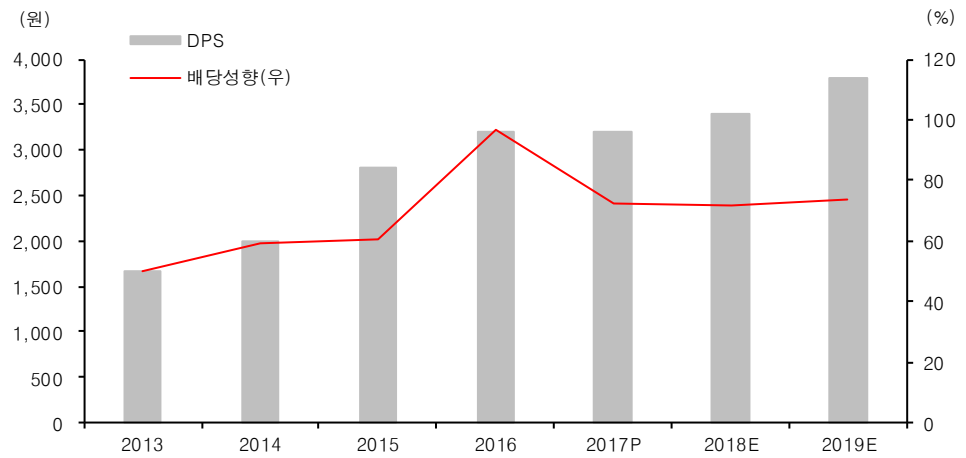


도표 5 2018 CES 혁신상을 수상한 코웨이 의류청정기 FWSS



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 6 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 코웨이, 유진투자증권



코웨이(021240.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	1,775	1,968	2,179	2,343	2,512
유동자산	653	733	973	1,059	1,169
현금성자산	126	142	333	370	438
매출채권	283	323	344	383	418
재고자산	70	70	96	104	109
비유동자산	1,122	1,235	1,206	1,284	1,343
투자자산	226	277	299	311	324
유형자산	700	669	726	792	840
기타	197	288	182	181	180
부채총계	537	784	1,146	1,174	1,208
유동부채	473	735	1,080	1,106	1,138
매입채무	224	217	209	226	238
유동성외부채	80	340	691	698	716
기타	169	178	180	182	184
비유동부채	64	49	66	68	70
비유동외부채	8	12	12	12	12
기타	56	37	54	56	58
자본총계	1,238	1,183	1,033	1,169	1,304
지배지분	1,237	1,183	1,033	1,169	1,304
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	129	129	129
이익잉여금	1,177	1,180	1,014	1,150	1,286
기타	(108)	(165)	(152)	(152)	(152)
비지배지분	1	1	0	0	0
자본총계	1,238	1,183	1,033	1,169	1,304
총차입금	88	352	703	710	728
순차입금	(37)	210	370	340	291

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업현금	545	469	744	627	678
당기순이익	343	243	326	372	401
자산상각비	228	233	243	283	303
기타비현금성손익	4	(4)	328	2	3
운전자본증감	(163)	(121)	(62)	(30)	(29)
매출채권감소(증가)	(58)	(62)	(37)	(39)	(35)
재고자산감소(증가)	(5)	(4)	(28)	(8)	(6)
매입채무증가(감소)	6	(4)	26	17	12
기타	(106)	(51)	(23)	(0)	(0)
투자현금	(371)	(471)	(381)	(363)	(365)
단기투자자산감소	(42)	(145)	(36)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(329)	(328)	(346)	(349)	(351)
유형자산처분	9	15	12	8	8
무형자산처분	(5)	(13)	(8)	(7)	(7)
재무현금	(204)	(48)	(150)	(229)	(248)
차입금증가	(68)	256	338	7	18
자본증가	(148)	(208)	(235)	(236)	(266)
배당금지급	148	208	235	236	266
현금 증감	(31)	(50)	213	35	65
기초현금	147	116	66	279	314
기말현금	116	66	279	314	379
Gross Cash flow	792	710	896	657	707
Gross Investment	493	446	407	391	392
Free Cash Flow	299	264	489	267	315

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,315	2,376	2,517	2,715	2,871
증가율(%)	7.2	2.6	5.9	7.9	5.8
매출원가	729	812	798	856	900
매출총이익	1,586	1,564	1,718	1,859	1,971
판매 및 일반본분비	1,123	1,225	1,246	1,337	1,410
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	463	339	473	522	561
증가율(%)	27.1	(26.9)	39.5	10.5	7.4
EBITDA	691	572	715	805	864
증가율(%)	19.5	(17.2)	25.1	12.6	7.4
영업외손익	(9)	(15)	(33)	(26)	(27)
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	6	12	8	7
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(6)	(10)	(22)	(20)	(21)
세전순이익	454	324	440	496	534
증가율(%)	36.7	(28.8)	35.9	12.7	7.7
법인세비용	111	80	114	124	134
당기순이익	343	243	326	372	401
증가율(%)	37.4	(29.1)	33.8	14.2	7.7
지배주주지분	343	244	326	372	401
증가율(%)	37.4	(29.0)	33.8	14.2	7.7
비지배지분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	4,449	3,166	4,357	4,976	5,360
증가율(%)	37.4	(28.8)	37.6	14.2	7.7
수정EPS(원)	4,449	3,166	4,357	4,976	5,360
증가율(%)	37.4	(28.8)	37.6	14.2	7.7

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,449	3,166	4,357	4,976	5,360
BPS	16,044	15,486	13,801	15,620	17,429
DPS	2,800	3,200	3,200	3,600	4,000
밸류에이션(배,%)					
PER	18.9	27.9	20.5	17.9	16.6
PBR	5.2	5.7	6.5	5.7	5.1
EV/ EBITDA	9.3	12.2	9.8	8.7	8.1
배당수익률	3.3	3.6	3.6	4.0	4.5
PCR	8.2	9.6	7.4	10.2	9.4
수익성(%)					
영업이익률	20.0	14.3	18.8	19.2	19.5
EBITDA이익률	29.8	24.1	28.4	29.7	30.1
순이익률	14.8	10.2	12.9	13.7	14.0
ROE	30.2	20.1	29.4	33.8	32.4
ROIC	31.5	20.7	26.0	26.9	27.2
안정성(배,%)					
순차입금/자본지분	(3.0)	17.8	35.9	29.1	22.3
유동비율	138.2	99.7	90.1	95.8	102.8
이자보상배율	106.8	55.5	38.2	67.8	78.2
활동성(회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	9.0	7.8	7.5	7.5	7.2
재고자산회전율	35.2	33.9	30.3	27.2	27.0
매입채무회전율	10.4	10.8	11.8	12.5	12.4



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2017.12.31 기준)

