

코웨이(021240)

실적보다 피인수 불확실성

3분기 연결 영업이익 YoY 5% 증가

3분기 연결기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 6%, 5% 증가한 6,698억원과 1,304억원으로 기대치(OP 1,293억원)에 부합하였다. 국내 렌탈 매출은 판매량(32.2만대 YoY 1.3%) 증가율 둔화로 YoY 1%에 그쳤다. 해약률은 1.02% (QoQ -0.08%p)로 안정화되었다. 말레이시아 법인의 고신장 (YoY 67.8%)과 미국법인의 시판 판매 호조(YoY 35.5%)로 해외 법인 매출이 YoY 56%(1,178억원) 증가하면서 외형 성장을 견인했다. 저마진 해외 사업 매출 비중 상승으로 영업이익률은 소폭 하락(19.5%, YoY -0.2%p)했다.

해외법인 높은 성장 여력 긍정적

3분기 누적 렌탈 판매량은 108.8만대로 역대 최대치다. 해외 사업 기여도가 점점 커지고 있다. 3분기 렌탈 판매 45.1만대 가운데 12.9만대가 해외에서 발생했으며, 그 가운데 12만대가 말레이 법인이다. 국내 계정은 YoY 1.8% 밖에 증가하지 못했다. 직수 정수기 시장 확대에 대한 경쟁심화 등을 감안하면 국내에서 YoY 3% 이상 성장을 기대하기는 어렵다.

반면 말레이 법인 매출은 YoY 68% 성장했으며, 영업이익률이 18.4%(YoY +9.3%p)까지 상승했지만, 여전히 보유계정 대비 판매계정이 비중이 높은 상황이다. 2018년 3분기 보유계정은 89.4만인데, 1년 동안 29.2만이 증가했다. 33%가 신규 계정이다. 이런 신규 계정의 원가는 일시로 잡히고, 현금은 5년에 걸쳐 들어온다. 현금흐름은 마이너스지만, 실적 개선 여지는 상당히 크다는 것을 의미한다. 말레이 법인 이익 비중은 13%까지 증가했고, 2분기 이후 실적 개선을 견인하고 있다.

웅진에 피인수 불확실성, De-rating 요인

웅진에 피인수될 경우 불확실성은 수익성이다. 그룹으로 브랜드 로열티뿐만 아니라, 그룹 내 신규 투자나 계열사간 계약에 의해 코웨이의 경영 효율성과 현금흐름이 훼손될 수 있지 않을까에 대한 우려다. 실제로 MBK에 피인수 전 코웨이 2012년 연결 영업이익률은 11.3%에 불과했지만, 2017년 연결 영업이익률은 18.8%에 달했다. 중장기 실적 불확실성은 적정 밸류에이션을 낮추는 요인이다. 당분간 보수적인 접근이 유효하다. 목표주가를 7.3만원(12MF PER 14배)으로 하향 조정하고 투자의견 '중립'을 유지한다.

Earnings Review

NEUTRAL

ITP(12M): 73,000원(하향) | CP(10월 30일): 68,000원

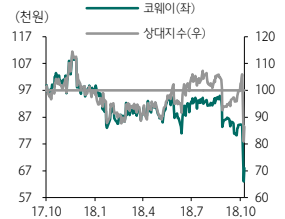
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,014.69
52주 최고/최저(원)	110,500/6,300
시가총액(십억원)	5,018.4
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	287.8
60일 평균 거래대금(십억원)	23.6
18년 배당금(예상, 원)	3,200
18년 배당수익률(예상, %)	4.71
외국인지분율(%)	64.09
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 6인	22.33
CIC Private Limited	7.35
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(21.7) (22.3) (28.6)
상대	(8.9) (3.0) (11.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,383.0	2,480.4
영업이익(십억원)	480.6	506.1
순이익(십억원)	346.0	362.0
EPS(원)	4,678	4,905
BPS(원)	15,932	15,267

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,376.3	2,516.8	2,710.0	2,915.3	3,127.2
영업이익	십억원	338.8	472.7	520.0	556.1	598.2
세전이익	십억원	323.8	439.9	481.8	526.5	573.3
순이익	십억원	243.6	326.1	363.8	394.9	432.8
EPS	원	3,167	4,328	4,919	5,351	5,865
증감률	%	(28.8)	36.7	13.7	8.8	9.6
PER	배	27.88	22.58	13.83	12.71	11.59
PBR	배	4.94	6.35	3.91	3.46	3.04
EV/EBITDA	배	12.16	11.04	7.51	7.20	6.70
ROE	%	20.13	30.12	34.69	32.99	31.37
BPS	원	17,891	15,397	17,409	19,630	22,365
DPS	원	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200



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

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

3분기 연결기준 매출과 영업이익
전년 동기대비 각각 6.4%, 5.0%
증가한 6,698억원과 1,304억원 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018년
매출	610	623	630	654	2,517	648	678	670	714	2,710
국내	572	575	589	585	2,320	572	596	595	595	2,358
렌탈	370	379	379	379	1,506	379	383	382	386	1,530
수출	68	56	69	68	260	54	72	80	78	284
말레이시아	44	49	55	60	208	66	92	92	97	347
미국	15	16	16	19	65	18	17	21	23	79
영업이익	121	121	124	107	473	131	129	130	129	520
세전이익	101	126	124	89	440	128	123	118	113	482
순이익	75	95	93	62	326	95	91	94	84	364
영업이익률(%)	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8	20.3	19.1	19.5	18.1	19.2
세전이익률(%)	16.5	20.2	19.7	13.6	17.5	19.7	18.1	17.6	15.8	17.8
순이익률(%)	12.4	15.3	14.8	9.4	12.9	14.7	13.4	14.1	11.7	13.4

자료: 코웨이, 하나금융투자

용진 피인수로 수익성 악화 우려
중장기 실적 불확실성으로
밸류에이션 하락 불가피

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

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	2,376	2,517	2,710	2,915	3,127
국내	2,205	2,320	2,358	2,386	2,430
렌탈	1,425	1,506	1,530	1,549	1,568
수출	217	260	284	315	342
말레이시아	143	208	347	478	607
미국	60	65	79	90	99
영업이익	339	473	520	556	598
세전이익	324	440	482	527	573
순이익	243	326	364	395	433
적정시가총액	4,225	4,552	5,008	5,508	6,059
주식수(천주)	76,380	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	55,315	60,847	66,932	73,625	80,987
적정PER	17.4	14.0	13.8	13.9	14.0
EPS(원)	3,186	4,352	4,862	5,278	5,785
영업이익률(%)	14.3	18.8	19.2	19.1	19.1
매출액(YoY %)	2.6	5.9	7.7	7.6	7.3
영업이익(YoY %)	(26.9)	39.5	10.0	6.9	7.6
당기순이익(YoY %)	(29.1)	33.8	11.7	8.6	9.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

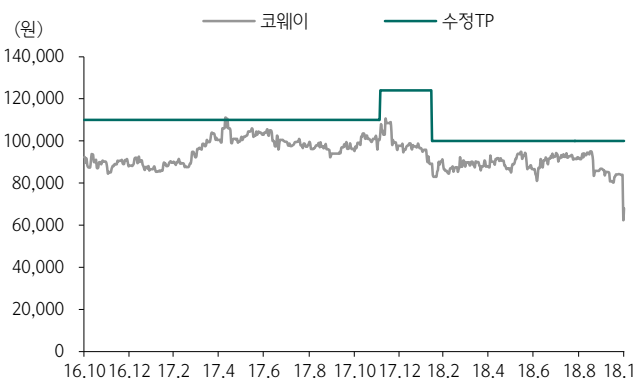
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,376.3	2,516.8	2,710.0	2,915.3	3,127.2
매출원가	812.2	798.5	867.2	935.8	1,007.0
매출총이익	1,564.1	1,718.3	1,842.8	1,979.5	2,120.2
판매비	1,225.4	1,245.5	1,322.7	1,423.5	1,522.1
영업이익	338.8	472.7	520.0	556.1	598.2
금융손익	(4.9)	(11.4)	(14.0)	(14.0)	(14.0)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(3.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.2)	(21.5)	(21.2)	(15.5)	(10.9)
세전이익	323.8	439.9	481.8	526.5	573.3
법인세	80.4	114.3	118.0	131.6	140.4
계속사업이익	243.3	325.6	363.8	394.9	432.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	243.3	325.6	363.8	394.9	432.8
비배주주지분 손익	(0.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	243.6	326.1	363.8	394.9	432.8
지배주주지분포괄이익	242.8	333.0	364.3	395.5	433.4
NOPAT	254.6	349.9	392.6	417.0	451.6
EBITDA	571.9	708.3	697.2	689.5	698.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.6	5.9	7.7	7.6	7.3
NOPAT증가율	(27.2)	37.4	12.2	6.2	8.3
EBITDA증가율	(17.2)	23.9	(1.6)	(1.1)	1.3
영업이익증가율	(26.9)	39.5	10.0	6.9	7.6
(지배주주)순이익증가율	(29.0)	33.9	11.6	8.5	9.6
EPS증가율	(28.8)	36.7	13.7	8.8	9.6
수익성(%)					
매출총이익률	65.8	68.3	68.0	67.9	67.8
EBITDA이익률	24.1	28.1	25.7	23.7	22.3
영업이익률	14.3	18.8	19.2	19.1	19.1
계속사업이익률	10.2	12.9	13.4	13.5	13.8
투자지표					
주당지표(원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	3,167	4,328	4,919	5,351	5,865
BPS	17,891	15,397	17,409	19,630	22,365
CFPS	9,227	10,640	9,104	9,112	9,276
EBITDAPS	7,435	9,400	9,427	9,343	9,468
SPS	30,890	33,402	36,640	39,503	42,374
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
주가지표(배)					
PER	27.9	22.6	13.8	12.7	11.6
PBR	4.9	6.3	3.9	3.5	3.0
PCFR	9.6	9.2	7.5	7.5	7.3
EV/EBITDA	12.2	11.0	7.5	7.2	6.7
PSR	2.9	2.9	1.9	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	20.1	30.1	34.7	33.0	31.4
ROA	13.0	15.8	16.2	16.3	16.4
ROIC	19.2	23.7	26.8	31.3	36.5
부채비율	66.3	119.8	108.5	97.3	86.5
순부채비율	17.8	52.1	19.8	(4.4)	(22.9)
이자보상배율(배)	55.5	38.3	31.9	34.2	36.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	733.1	791.5	1,130.4	1,458.4	1,792.4
금융자산	141.8	170.4	461.7	739.2	1,021.0
현금성자산	66.3	110.3	397.0	669.6	946.4
매출채권 등	323.0	340.1	366.3	394.0	422.6
재고자산	70.2	74.9	80.6	86.7	93.0
기타유동자산	198.1	206.1	221.8	238.5	255.8
비유동자산	1,234.6	1,367.4	1,194.5	1,065.7	969.9
투자자산	55.3	56.2	60.6	65.1	69.9
금융자산	55.3	56.2	60.6	65.1	69.9
유형자산	669.4	712.4	542.3	415.1	319.9
무형자산	183.0	183.9	176.8	170.6	165.2
기타비유동자산	326.9	414.9	414.8	414.9	414.9
자산총계	1,967.7	2,158.9	2,324.9	2,524.1	2,762.3
유동부채	735.4	1,124.8	1,154.9	1,186.9	1,219.9
금융부채	340.1	670.0	670.0	670.0	670.1
매입채무 등	255.1	267.6	288.2	310.0	332.6
기타유동부채	140.2	187.2	196.7	206.9	217.2
비유동부채	49.0	51.9	54.9	58.1	61.5
금융부채	11.8	12.3	12.3	12.3	12.3
기타비유동부채	37.2	39.6	42.6	45.8	49.2
부채총계	784.4	1,176.6	1,209.8	1,245.0	1,281.4
지배주주지분	1,182.8	982.2	1,115.0	1,278.9	1,480.8
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.2	129.3	129.3	129.3	129.3
자본조정	(159.0)	(145.6)	(145.6)	(145.6)	(145.6)
기타포괄이익누계액	(5.8)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
이익잉여금	1,179.7	963.0	1,095.9	1,259.8	1,461.6
비지배주주지분	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	1,183.3	982.3	1,115.1	1,279.0	1,480.9
순금융부채	210.1	512.0	220.6	(56.8)	(338.7)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
영업활동 현금흐름	357.5	553.6	540.9	525.5	528.4
당기순이익	243.3	325.6	363.8	394.9	432.8
조정	346.5	376.5	191.5	145.9	111.4
감가상각비	233.1	235.5	177.2	133.4	100.6
외환거래손익	(3.7)	3.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	117.1	137.6	14.3	12.5	10.8
영업활동 자산부채 변동	(232.3)	(148.5)	(14.4)	(15.3)	(15.8)
투자활동 현금흐름	(367.5)	(289.7)	(6.9)	(5.7)	(4.3)
투자자산감소(증가)	(4.0)	(0.9)	(4.3)	(4.6)	(4.7)
유형자산감소(증가)	(312.9)	(323.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(50.6)	34.4	(2.6)	(1.1)	0.4
재무활동 현금흐름	(40.0)	(218.3)	(247.2)	(247.3)	(247.3)
금융부채증가(감소)	263.8	330.5	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.2)	2.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(95.6)	(141.7)	(16.3)	(16.3)	(16.3)
배당지급	(208.0)	(409.2)	(230.9)	(231.0)	(231.0)
현금의 증감	(50.0)	44.0	286.7	272.6	276.8
Unlevered CFO	709.8	801.7	673.3	672.5	684.6
Free Cash Flow	29.3	216.8	540.9	525.5	528.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.31	Neutral	73,000		
18.2.13	Neutral	100,000	-11.11%	-5.00%
17.12.5	BUY	124,000	-20.27%	-10.89%
17.5.3	Neutral	110,000	-12.87%	0.91%
16.11.7	BUY	110,000	-17.34%	-5.45%
16.9.5	Neutral	95,000	-2.04%	3.79%

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: 2018년 10월 31일

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 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
 - 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 10월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사항목은 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.