

생활소비재

Earnings Preview
 2016.10.18

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	105,000
현재주가(16/10/17, 원)	92,800
상승여력	13%

영업이익(16F, 십억원)	319
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	364
EPS 성장률(16F, %)	-33.0
MKT EPS 성장률(16F, %)	19.0
P/E(16F, x)	31.1
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	2,027.61
시가총액(십억원)	7,088
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	66.0
외국인 보유비중(%)	54.7
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	81,300
52주 최고가(원)	113,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.5	-5.1	5.7
상대주가	-1.9	-5.7	5.8



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
 02-768-4172
 regina.hahm@miraeeasset.com

강서은
 02-768-4062
 seooun.kang@miraeeasset.com

코웨이 (021240)

저력을 확인하는 시기

3Q16F Preview: 연결 영업이익 1,010억원(-18.5% YoY) 예상

코웨이의 3Q16F 연결기준 실적은 매출액 6,001억원(+3.4% YoY), 영업이익 1,010억원(-18.5% YoY), 영업이익률 16.8%로 예상된다. 컨센서스 매출액과 영업이익 각각 6,013억원, 1,026억원에 부합할 것으로 보이며, 정수기 일부 모델 리콜과 관련한 매출 손실분과 비용 증가 영향이 일시적으로 반영된 전분기대비 가시적인 수익성 회복을 기대한다.

환경가전 매출액은 3,690억원(-2.0% YoY, +16.7% QoQ)으로 추정한다. 7월 리콜을 진행한 정수기 모델 3종에 대한 매출 손실분이 직전 분기에 조기 반영되어 당 분기 실적으로의 영향은 제한적일 것으로 보인다. 총 렌탈 판매량은 당 분기 얼음 정수기 리콜 여파가 온기 반영되며 전년동기대비 22.7% 감소한 26.1만대를 예상한다. 4분기에는 기저 수요 회복과 일부 고 사양 모델에 대한 적극적인 프로모션 진행 영향으로 렌탈 판매 성장 재개가 가능할 것으로 보인다(4Q16F 38.9만대, +8.3% YoY).

월평균 계약률은 7월 1.49%로 6월 1.03% 대비 일시적으로 급등한 뒤 9월에는 1.13%까지 상당부분 정상화되었을 것으로 추정한다. 코웨이의 기민한 대응 능력과 장기간 축적된 소비자 신뢰가 핵심 지표의 조기 정상화로 연계될 전망이다.

근원의 강점에 집중할 시기

코웨이는 장기간 당사 소비재 유니버스에서 가장 안정적인 실적 흐름을 유지해왔으나, 일부 모델 리콜과 4분기 공격적인 프로모션 정책 영향으로 단기 실적 변동성이 커질 수 있는 시기에 진입해있다. 렌탈 판매가 핵심을 구성하는 시스템적 특성상 렌탈 판매량 트렌드가 장기적인 시각에서 보다 결정적인 성장 지표인데, 예상보다 빨리 가시화되고 있는 수요 회복에서 제품과 서비스에 대한 내재 역량을 재차 확인할 수 있다고 판단한다.

1998년 이후 렌탈 시스템을 주축으로 성장하며 형성해온 소비자와의 신뢰관계는 정성적 가치의 핵심을 이룬다. 과거 소비재 영역에서 다수의 안정성 문제가 불거져왔지만 금번 코웨이와 같이 자발적이고 적극적인 대응 방침은 전례가 없는데, 이는 코웨이가 가치의 핵심을 정확히 인지하고 있음을 반영한다. 능동적인 대응 능력과 타 경쟁업체와 비교되기 힘든 R&D 역량과 품질 관리 능력은 여전히 간과될 수 없는 근원의 경쟁력이다.

목표주가 105,000원으로 10.5% 상향, Trading BUY 유지

코웨이에 대한 목표주가를 기존 95,000원에서 10.5% 상향한 105,000원을 제시한다. 2Q16 공격적인 리콜 관련 비용 반영 이후 부가적인 판관비 부담 요인을 제거하여 2016F 실적 전망치를 상향하였다. 현 주가 대비 상승여력이 13.1%로 "Trading BUY" 의견은 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,411	2,615	2,764
영업이익 (십억원)	339	364	463	319	483	520
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	13.2	18.5	18.8
순이익 (십억원)	245	250	343	229	358	386
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	2,982	4,685	5,055
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	18.4	26.2	24.9
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	31.1	19.8	18.4
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	5.1	4.5	4.0

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

3Q16 Preview

표 1. 3Q16F Preview

(십억원, %)

	3Q15	2Q16	3Q16		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	580	555	600	601	3.4	8.1
영업이익	124	12	101	103	-18.5	753.4
영업이익률 (%)	21.4	2.1	16.8	17.1		
세전이익	122	5	98	103	-19.9	1,763.3
순이익	92	3	73	77	-21.3	2,501.3

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,446	2,589	2,411	2,615	-1.4	1.0	
영업이익	287	472	319	483	10.9	2.4	-정수기 리콜 관련
세전이익	291	472	307	470	5.4	-0.3	추가 비용 요인 제거
순이익	213	349	229	358	7.9	2.5	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

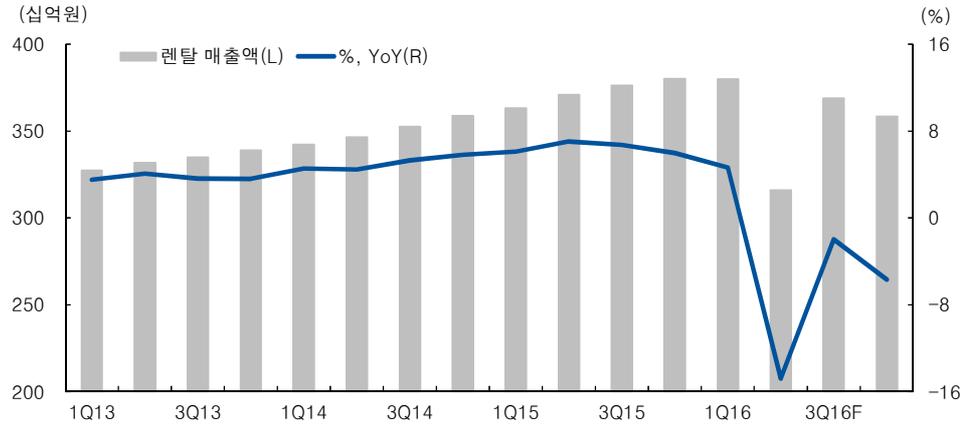
표 3. 코웨이 DCF Valuation

(십억원, %, 원)

	16F	17F	18F	19F	20F
EBIT	319	483	520	529	540
- EBIT에 대한 세금	81	118	127	130	132
- CAPEX	250	255	268	273	278
- 순운전자본 증가(감소)	-8	32	34	35	35
+ 감가상각비	196	183	193	196	200
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	47	48	51	51	52
FCFF	246	317	341	347	354
추정마지막년도 FCFF		332			
Terminal Value		8,839			
Terminal Growth		2%			
NPV of FCFF		1,415			
PV of Terminal Value		6,692			
Enterprise Value		8,107			
Cash & Equivalents		218			
Other Investment		21			
Interest Bearing Debt		248			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		8,097			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		105,000			
현재주가 (원)		92,800			
Upside (%)		13.1%			

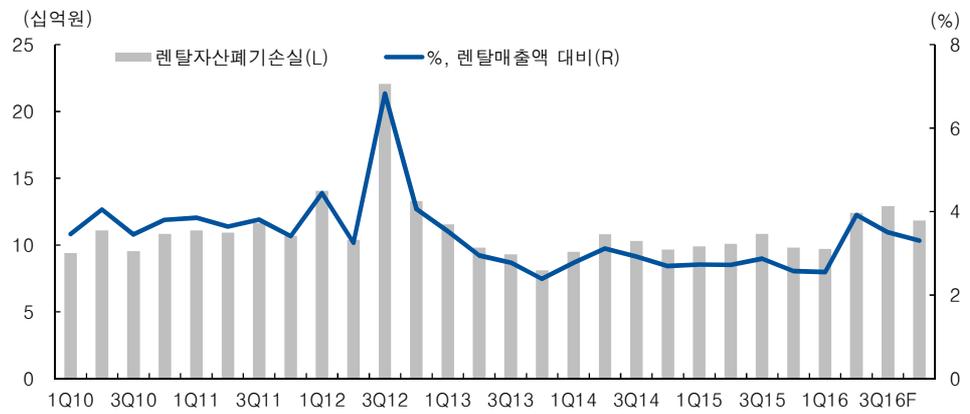
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 렌탈 매출 전망



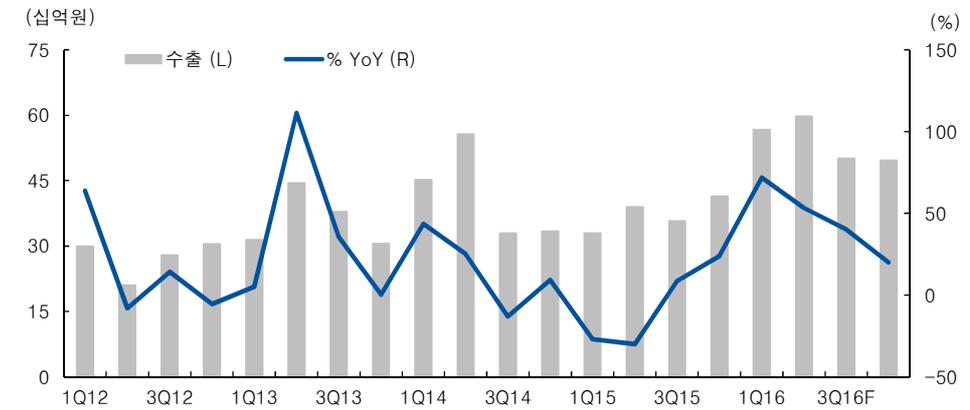
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 렌탈자산폐기손실 전망



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 수출 실적 전망



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

저력을 확인하는 시기

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,411	2,615	2,764
매출원가	729	841	866	904
매출총이익	1,586	1,570	1,749	1,860
판매비와관리비	1,123	1,252	1,266	1,341
조정영업이익	463	319	483	520
영업이익	463	319	483	520
비영업손익	-9	-12	-13	-12
금융손익	-3	-7	-9	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	307	470	508
계속사업법인세비용	111	78	115	124
계속사업이익	343	228	355	383
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	228	355	383
지배주주	343	229	358	386
비지배주주	0	-1	-3	-3
총포괄이익	334	223	355	383
지배주주	334	222	353	381
비지배주주	0	1	2	2
EBITDA	691	521	673	719
FCF	184	137	263	284
EBITDA 마진율 (%)	29.8	21.6	25.7	26.0
영업이익률 (%)	20.0	13.2	18.5	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	9.5	13.7	14.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	755	946	1,082
현금 및 현금성자산	116	213	354	450
매출채권 및 기타채권	271	257	287	303
재고자산	70	68	88	93
기타유동자산	196	217	217	236
비유동자산	1,122	1,192	1,225	1,256
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	675	701	726
무형자산	169	188	189	192
자산총계	1,775	1,946	2,171	2,338
유동부채	473	631	649	656
매입채무 및 기타채무	219	229	256	270
단기금융부채	80	237	237	0
기타유동부채	174	165	156	386
비유동부채	64	56	56	56
장기금융부채	9	11	11	0
기타비유동부채	55	45	45	56
부채총계	537	687	705	712
지배주주지분	1,237	1,260	1,469	1,632
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	128	128	128
이익잉여금	1,177	1,192	1,401	1,564
비지배주주지분	1	0	-3	-6
자본총계	1,238	1,260	1,466	1,626

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	386	518	552
당기순이익	343	228	355	383
비현금수익비용가감	448	398	310	327
유형자산감가상각비	220	196	183	193
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	220	195	120	128
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-124	-32	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-11	-28	-15
재고자산 감소(증가)	-5	-31	-20	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-2	6	3
법인세납부	-83	-116	-115	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-238	-217	-223
유형자산처분(취득)	-320	-222	-209	-217
무형자산감소(증가)	-5	-16	-8	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-12	-6	-3
기타투자활동	-2	12	6	6
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	-52	-160	-234
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	158	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	-208	-149	-223
기타재무활동	11	-2	-11	-11
현금의 증가	-31	97	141	95
기초현금	147	116	213	354
기말현금	116	213	354	450

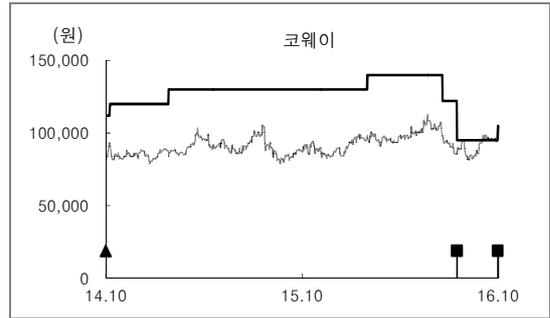
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	31.1	19.8	18.4
P/CF (x)	8.2	11.4	10.7	10.0
P/B (x)	4.8	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA (x)	9.3	13.6	10.3	9.5
EPS (원)	4,449	2,982	4,685	5,055
CFPS (원)	10,263	8,146	8,707	9,304
BPS (원)	17,654	18,048	20,784	22,915
DPS (원)	2,800	2,000	3,000	3,600
배당성향 (%)	60.6	65.2	62.9	69.9
배당수익률 (%)	3.3	2.2	3.2	3.9
매출액증가율 (%)	7.2	4.1	8.5	5.7
EBITDA증가율 (%)	19.6	-24.6	29.2	6.8
조정영업이익증가율 (%)	27.2	-31.1	51.4	7.7
EPS증가율 (%)	37.4	-33.0	57.1	7.9
매출채권 회전을 (회)	10.0	9.7	10.2	9.9
재고자산 회전을 (회)	35.2	35.0	33.5	30.5
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.7	15.0	14.5
ROA (%)	20.2	12.3	17.3	17.0
ROE (%)	30.2	18.4	26.2	24.9
ROIC (%)	31.7	19.7	29.0	29.7
부채비율 (%)	43.4	54.5	48.1	43.8
유동비율 (%)	138.2	119.6	145.7	165.0
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	1.1	-8.7	-13.7
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	37.9	44.9	48.3

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	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
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.29	매수	112,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.27%	17.07%	13.66%	0.00%

* 2016년 9월 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.