

Company Update

Analyst 안지영, 김진영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (8/1)	97,900원

KOSPI (8/1)	2,422.96pt
시가총액	7,325십억원
발행주식수	74,818천주
액면가	500원
52주 최고가	111,000원
최저가	81,300원
60일 일평균거래대금	25십억원
외국인 지분율	59.4%
배당수익률 (2017F)	3.3%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 8 인	26.93%
GIC Private Limited	7.25%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-4%	-4%
절대기준	-6%	11%	15%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(17)	4,815	4,769	▲
EPS(18)	5,244	5,346	▼

코웨이 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

일회성 이슈 이전으로 회복하며 컨센서스 부합

Review(yoy): 매출액 10%, 영업이익 1,252억원(485%), 컨센서스 부합

2017년 2분기(yoy) 개별실적은 매출액 9.9%, 매출총이익 17.9%, 영업이익 485.1%, 순이익 679.3%를 시현했다. 매출액은 추정치와 컨센서스를 하회한 반면 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 환경가전 매출액은 5,008억원(+12.3% yoy, +3.7% QoQ)을 시현, 1분기 대비 프로모션 면제에 따른 매출 정상화가 확인되었다. 멤버십, 일시불의 감소는 프리미엄 신제품 출시와 렌탈 위주의 전략에 따른 일부 품목군에 대한 간접적 감소 영향이 있었다. 반면에 수출 감소는 해외법인 (말레이시아 +43%, 미국 +6%)의 성장에도 중국 청정기 ODM 주문이 감소한 데 기인한다. 종합적으로 2분기 렌탈판매는 39.7만대로 분기 기준 최고치를 경신했다. 다만 IBK추정치 대비 렌탈매출액의 하회 이유는 비데와 연수기 등의 품목에 대한 렌탈 집중도가 약해지며 일시불 전환에 있는 것으로 판단된다.

2016년 일회성 이슈 이전으로 펀더멘탈 정상화 확인

2017년 2분기(개별기준)를 반영한 IBK 추정치는 매출액 23,468억원(+6.5%), 영업이익 5,087억원(+38.0%)으로 소폭 하향한 반면 순이익은 3,679억원(+33.5%)으로 소폭 상향 조정한다. 2017년 회사의 가이던스인 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원 대비 IBK추정치는 매출액은 하회, 영업이익은 상회하는 수준을 유지한다. 주된 이유는 1) 렌탈료 면제 프로모션 종료 이후 ARPU 상승이 가이던스인 1.5~2%를 하회하는 1% 미만 수준이며, 2) 프로모션 종료 이후 해약률은 낮아졌지만 여전히 1.19%에 그쳤기 때문이다. 3) 반면에 하반기는 아이스정수기의 판매 강화와 중국ODM 수출의 성수기 수요로 수익성 개선을 전망하기 때문이다.

사업 정상화와 분기 배당으로 추가 모멘텀의 안정성 전망

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS를 기준으로 120,000원[표3 참조]을 유지한다. 2017년 추정 EPS의 소폭 상향에도 목표주가 산출을 위한 Target 밸류에이션은 소폭 하향했다. 국내 사업의 경쟁심화와 해외 신사업의 속도 둔화의 부담 요인을 고려했기 때문이다. 그러나 사업 정상화와 꾸준한 분기배당(배당액은 800원, 2016년 DPS 3,200원 근거)을 실시함에 따라 추가 모멘텀의 안정성은 충분히 유지될 전망으로 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,347	2,541	2,681
영업이익	463	369	509	538	576
세전이익	461	365	486	529	577
지배주주순이익	349	275	368	401	433
EPS(원)	4,531	3,581	4,815	5,244	5,668
증가율(%)	43.8	-21.0	34.5	8.9	8.1
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.7	21.2	21.5
순이익률(%)	16.2	12.5	15.7	15.8	16.1
ROE(%)	30.0	21.9	30.4	34.4	37.2
PER	18.6	24.7	20.3	18.7	17.3
PBR	5.1	5.4	6.4	6.4	6.4
EV/EBITDA	9.6	12.1	10.9	10.5	9.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

17.2Q Review(yoy): 렌탈매출 +20%, 영업이익 +485%로 컨센서스 부합

17.2Q

개별기준 (yoy)

매출액 6,234억원 (10%)

(렌탈매출 +20%)

영업이익 1,252억원 (485%)

순이익 959억원 (679.3 %)

연결기준 (yoy)

매출액 6,234억원 (12.3%)

영업이익 1,206억원 (919.4%)

순이익 952억원 (3,332 %)

표 1. 코웨이 IFRS 개별 17.2Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	16.2Q	17.1Q	17.2Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이/	컨센서스	차이/
매출액	5,230	5,719	5,750	0.5	9.9	6,250	-8.0	5,880	-2.2
렌탈	3,162	3,695	3,795	2.7	20.0	4,065	-6.6	-	-
*금융리스	286	259	302	16.6	5.6	273	10.6	-	-
멤버십	425	378	367	-2.8	-13.6	435	-15.5	-	-
일시불	541	459	504	9.9	-6.8	515	-2.1	-	-
화장품	173	209	187	-10.4	8.3	231	-18.9	-	-
수출	598	680	555	-18.3	-7.1	681	-18.4	-	-
기타(수처리)	45	39	39	0.0	-13.4	50	-22.0	-	-
매출총이익	3,304	3,812	3,897	2.2	17.9	3,751	3.9	3,783	3.0
영업이익	214	1,230	1,252	1.8	485.1	1,042	20.2	1,240	1.0
GPM	63.2	66.7	67.8	1.1	4.6	60.0	7.8	64.3	3.4
OPM	4.1	21.5	21.8	0.3	17.7	16.7	5.1	21.1	0.7
순이익	123	775	959	23.7	679.3	766	25.1	920	4.2

자료: 코웨이, IBK투자증권

* 매트리스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 IFRS 개별실적 추이

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(P)	17.3Q	17.4Q	2014	2015	2016	YoY	2017F		YoY
													기존	변경	
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	5,750	5,972	6,027	20,137	21,613	22,045	2.0	23,754	23,468	6.5
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,934	3,931	14,006	14,911	14,242	-4.5	15,221	15,355	7.8
금융리스	215	286	270	284	259	302	280	289	-	409	1,055	157.9	1,119	1,130	7.2
멤버십	429	425	421	400	378	367	426	395	1,834	1,796	1,675	-6.8	1,639	1,566	-6.5
일시불	505	541	426	487	459	504	481	493	1,235	1,712	1,959	14.4	1,982	1,937	-1.1
화장품	201	173	181	187	209	187	203	235	804	829	742	-10.8	950	834	12.4
수출	567	598	481	523	680	555	613	654	1,674	1,492	2,169	45.3	2,689	2,502	15.3
기타(수처리)	58	45	56	45	39	39	35	30	584	462	204	-55.7	154	143	-28.3
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,812	3,897	3,942	3,979	13,403	14,818	14,519	-2.0	15,598	15,630	7.7
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	66.7	67.8	66.0	66.0	66.6	68.6	65.9	-2.7	65.7	66.6	0.7
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,230	1,252	1,281	1,324	3,776	4,630	3,687	-20.4	5,104	5,087	38.0
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.5	22.0	18.8	21.4	16.7	-4.7	21.5	21.7	5.0
순이익	922	123	788	922	775	959	954	991	2,430	3,494	2,755	-21.2	3,642	3,679	33.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

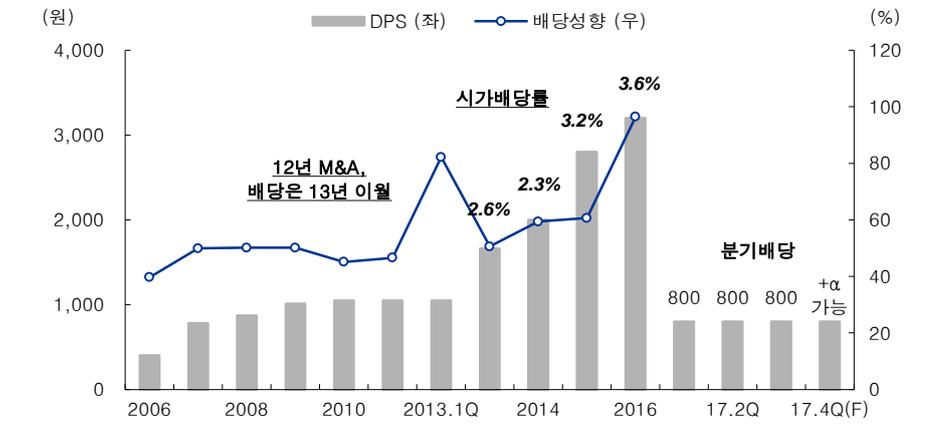
표 3. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	17년(F) EPS 4,769 / 12개월 Forward EPS 4,962	17년(F) EPS 4,815 / 12개월 Forward EPS 5,101
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	Target P/E 22.5배 기존 Multiple 대비 10% 할인 (국내 경쟁심화 영향 등 고성장보다 수익성 유지로 안정화에 무게, 중국환경 영향 해외 신사업 모델링 지연)
17년 예상 순현금	0 (18년 196)	910억원 (18년 1,420억원)
주식수(사업가치)	77,124(9,567억원)	77,124(9,762억원)
목표주가	120,000원	120,000원

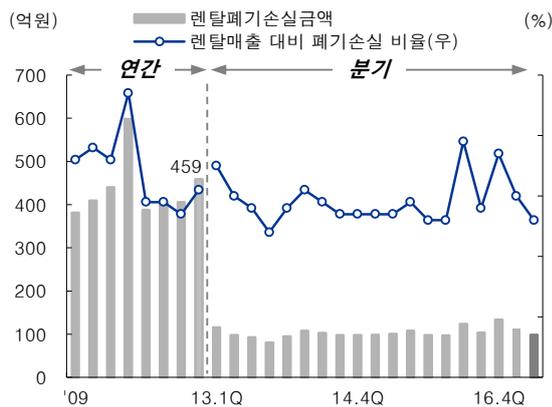
자료: IBK투자증권

그림 1. 2017년 분기배당 평균 800원 예상, 17.4Q 800원 이상 전망 (16년 DPS 3,200원 기준)



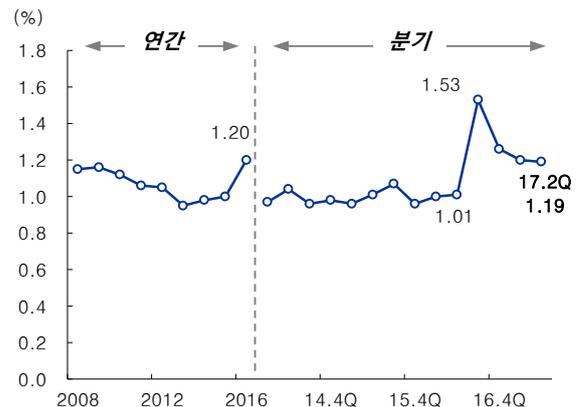
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실 금액 및 폐기손실 비율 - 2Q 99억원, 2.6%



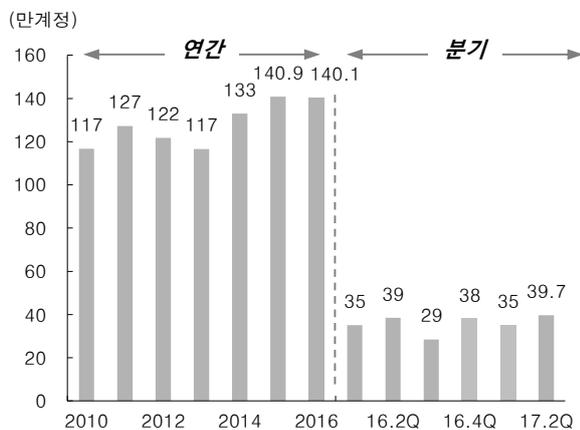
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약률 추이 - 16.3Q 1.53% 이후 하락 안정화



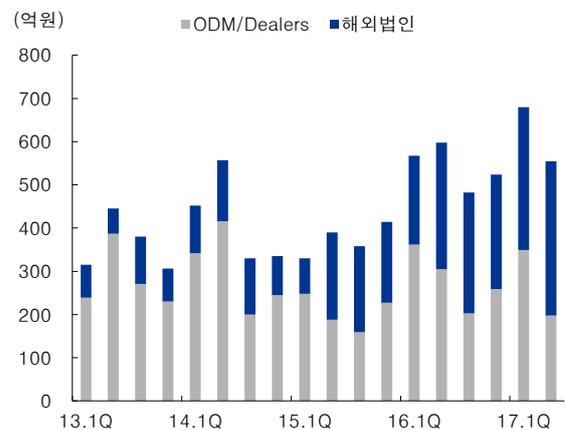
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈 판매량 분기별 규모 - 17.2Q 39.7만(계정순증 4.8만)



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 분기별 해외사업 매출액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,347	2,541	2,681
증가율(%)	7.3	2.0	6.5	8.3	5.5
매출원가	679	753	784	882	938
매출총이익	1,482	1,452	1,563	1,659	1,743
매출총이익률 (%)	68.6	65.9	66.6	65.3	65.0
판매비	1,019	1,083	1,054	1,121	1,166
판매비율(%)	47.1	49.1	44.9	44.1	43.5
영업이익	463	369	509	538	576
증가율(%)	22.6	-20.4	38.0	5.8	7.1
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.7	21.2	21.5
순금융손익	-3	-5	-6	-7	-1
이자손익	-3	-5	-7	-7	-6
기타	0	0	1	0	5
기타영업외손익	1	1	-18	-2	2
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	461	365	486	529	577
법인세	111	90	118	128	144
법인세율	24.2	24.6	24.3	24.3	25.0
계속사업이익	349	275	368	401	433
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	275	368	401	433
증가율(%)	43.8	-21.2	33.5	8.9	8.1
당기순이익률 (%)	16.2	12.5	15.7	15.8	16.1
지배주주당순이익	349	275	368	401	433
기타포괄이익	-4	0	-1	0	0
총포괄이익	346	275	366	401	433
EBITDA	675	577	681	713	771
증가율(%)	16.9	-14.6	18.1	4.8	8.1
EBITDA마진율(%)	31.2	26.2	29.0	28.1	28.7

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,815	5,244	5,668
BPS	16,459	16,341	15,313	15,204	15,306
DPS	2,800	3,200	3,200	3,400	3,400
밸류에이션(배)					
PER	18.6	24.7	20.3	18.7	17.3
PBR	5.1	5.4	6.4	6.4	6.4
EV/EBITDA	9.6	12.1	10.9	10.5	9.6
성장성지표(%)					
매출증가율	7.3	2.0	6.5	8.3	5.5
EPS증가율	43.8	-21.0	34.5	8.9	8.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.5	3.5
ROE	30.0	21.9	30.4	34.4	37.2
ROA	21.1	14.8	17.6	18.6	20.3
ROIC	36.2	26.3	38.4	42.7	42.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.3	58.0	89.2	80.9	85.7
순차입금 비율(%)	-0.5	20.6	7.8	12.2	7.4
이자보상배율(배)	108.3	65.7	66.0	67.3	70.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.9	5.5	5.1	5.1	5.8
재고자산회전율	48.0	46.6	49.1	49.6	48.9
총자산회전율	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658	778	1,051	1,001	980
현금및현금성자산	87	41	271	153	236
유가증권	0	42	30	33	27
매출채권	354	445	475	517	402
재고자산	48	46	49	53	56
비유동자산	1,084	1,195	1,162	1,100	1,191
유형자산	625	591	537	667	754
무형자산	146	148	137	127	121
투자자산	122	136	140	145	148
자산총계	1,742	1,973	2,213	2,101	2,171
유동부채	422	682	990	886	960
매입채무및기타채무	48	51	55	66	75
단기차입금	80	340	392	328	349
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	42	53	54	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	473	725	1,043	940	1,002
지배주주지분	1,269	1,248	1,170	1,161	1,169
자본금	41	41	40	40	40
자본잉여금	132	132	132	132	132
자본조정등	-103	-159	-124	-124	-124
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,199	1,234	1,121	1,113	1,120
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,248	1,170	1,161	1,169
비이자부채	393	385	651	612	653
총차입금	80	340	392	328	349
순차입금	-7	257	91	142	86

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475	327	499	542	755
당기순이익	349	275	368	401	433
비현금성 비용 및 수익	422	440	245	184	194
유형자산감가상각비	204	200	161	165	188
무형자산상각비	7	7	11	10	6
운전자본변동	-214	-269	-90	-36	134
매출채권등의 감소	-90	-110	-53	-42	115
재고자산의 감소	-4	-2	-2	-4	-3
매입채무등의 증가	1	4	4	10	9
기타 영업현금흐름	-82	-119	-24	-7	-6
투자활동 현금흐름	-264	-325	-146	-136	-288
유형자산의 증가(CAPEX)	-271	-286	-128	-300	-279
유형자산의 감소	9	15	3	5	4
무형자산의 감소(증가)	-5	-12	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	0	-4	-2	2
기타	1	-41	-16	161	-15
재무활동 현금흐름	-230	-48	-122	-524	-380
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-230	-48	-122	-524	-380
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-19	-45	230	-118	87
기초현금	106	87	41	271	153
기말현금	87	41	271	153	240

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.07.01~2017.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	147	88.6
중립	19	11.4
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

