

투자 의견(유지) **매수**

목표주가(12M, 유지) **130,000원**

현재주가(17/11/07) 98,200원

상승여력 32%

영업이익(17F, 십억원)	492
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	466
EPS 성장률(17F, %)	46.2
MKT EPS 성장률(17F, %)	46.3
P/E(17F, x)	21.2
MKT P/E(17F, x)	10.4
KOSPI	2,545.44

시가총액(십억원)	7,347
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	59.4
베타(12M) 일간수익률	0.27
52주 최저가(원)	84,500
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.5	-7.4	8.5
상대주가	-1.7	-18.4	-14.8



[화장품/생활용품/면세]

합승희
 02-3774-1682
 regina.hahm@miraeasset.com

김민경
 02-3774-1732
 minkyung.kim.a@miraeasset.com

코웨이 (021240)

재조명되어야 할 시스템적 안정성

3Q17 Review: 연결 영업이익 1,242억원(+16.1% YoY), 컨센서스 상회

코웨이의 3Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 6,296억원(+7.9% YoY), 영업이익 1,242억원(+16.1% YoY), 영업이익률 19.7%로 발표되었다. 발표 영업이익은 당사 추정치(1,268억원)와 격차가 2.0%로 미미했지만 컨센서스 추정치(1,159억원) 대비로는 7.2% 높은 수치였다. 매출 성장률과 추가 수익성 개선 측면 모두에서 시장의 기대를 뛰어넘었고, 별도 기준 매출액과 영업이익이 분기 사상 최대치를 경신한 호실적이었다.

환경가전: 렌탈 매출액은 3,785억원(+3.1% YoY, -0.3% QoQ)으로 전분기와 유사한 수치였다. 신규 렌탈 판매는 31.8만대(+11.5% YoY)로 휴가철과 장기 연휴로 인한 비수기에도 선전한 모습이었다. 고기능성 제품 판매 호조로 렌탈 ARPU 상승세(+3% YoY)가 이어졌고, 전년 대비 추가 영업이익을 개선(별도기준 +0.4%p YoY)이 가능했던 배경으로 분석된다.

핵심지표: 상반기까지 다소 불안정했던 해약률은 과거 최저 수준에 근접한 1.0%로 회복되었다. 렌탈자산폐기손실의 렌탈매출 대비 비중은 2.9%로 정상 수치(2.6~2.7%) 대비 높았다. 지난 7월 방송된 오보로 인해 일부 고객이 불만을 제기하였고, 회사측은 최선의 대응책으로 환불 조치를 취하였다. 해당 제품의 폐기손실이 일회성으로 당 분기 실적에 반영된 것이 렌탈자산폐기 손실률을 소폭 상승시킨 원인이었다. 무책임한 오보로 인한 아쉬운 이벤트지만 고객 만족도에서 파생하는 핵심 가치를 감안할 때 이상적인 대응이었다고 판단한다.

독보적인 시스템적 안정성이 형성하는 핵심 가치에 주목할 시점

코웨이 비즈니스 모델의 핵심인 **환경가전과 렌탈 시스템은 독창적 개발 능력이 최적의 시기를 만나 형성된 조합으로, 현 시점에서 어느 경쟁사도 복제할 수 없는 시스템적 강점**이다. 차별화된 신제품을 통한 신규 소비 수요 유입, 그리고 견고한 서비스 역량이 뒷받침하는 기존 계정 이탈 최소화 가 약 20년간 유지되어오며 구축된 독보적인 무형 자산으로 볼 수 있다.

최근 말레이시아 시장에서의 렌탈 사업 호조와 미국 청정기 시판 가속화로 해외 사업에 대한 기대감이 높아지고 있으나, 아직 연결 영업이익이 별도 실적에 미치지 못하고 있어 이익 창출의 핵심은 여전히 국내 사업일 수 밖에 없다. 내수 소비에 의존하는 시스템 특성상 두 자리수 매출 성장을 기대하기 어렵지만 **이면의 견고한 성장성은 재조명될 필요**가 있다. 저조한 내수 소비, 전통 오프라인 채널의 쇠락, 과거 대비 높아진 인바운드 여행시장으로의 의존도 등으로 외부 환경 변수는 여전히 악화 기로에 있기 때문이다.

코웨이에 대한 기존 “매수” 투자의견과 목표주가 13만원을 유지하여 제시한다. 1998년 이후 다수의 경제 위기에서도 단 한 해도 매출 역성장을 기록하지 않았다는 점, 현재까지도 견고한 이익 및 현금흐름 증가세를 이어가고 있으며 소비재 업체로서는 드물게 분기 배당을 시행하고 있다는 점 등을 포괄적으로 감안할 필요가 높아진 시기로 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,376	2,537	2,736	2,866
영업이익 (십억원)	364	463	339	492	534	573
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	19.4	19.5	20.0
순이익 (십억원)	250	343	244	349	384	409
EPS (원)	3,237	4,449	3,167	4,631	5,134	5,473
ROE (%)	25.2	30.2	20.1	32.1	37.0	35.9
P/E (배)	26.0	18.9	27.9	21.2	19.1	17.9
P/B (배)	5.6	4.8	4.9	6.9	6.3	5.8
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.6	3.4	3.8	4.3

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

3Q17 Review

표 1. 3Q17 Review

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	584	623	630	650	599	7.9	1.0
영업이익	107	121	124	127	116	16.1	3.0
영업이익률 (%)	18.3	19.3	19.7	19.5	19.4	1.4	0.4
세전이익	90	126	124	119	108	37.9	-1.5
순이익	68	95	93	90	87	37.7	-2.0

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,572	2,750	2,537	2,736	-1.3	-0.5	렌탈판매 실적 조정
영업이익	495	531	492	534	-0.6	0.5	
세전이익	465	511	463	510	-0.5	-0.2	외환손익 조정
순이익	351	385	349	384	-0.6	-0.2	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

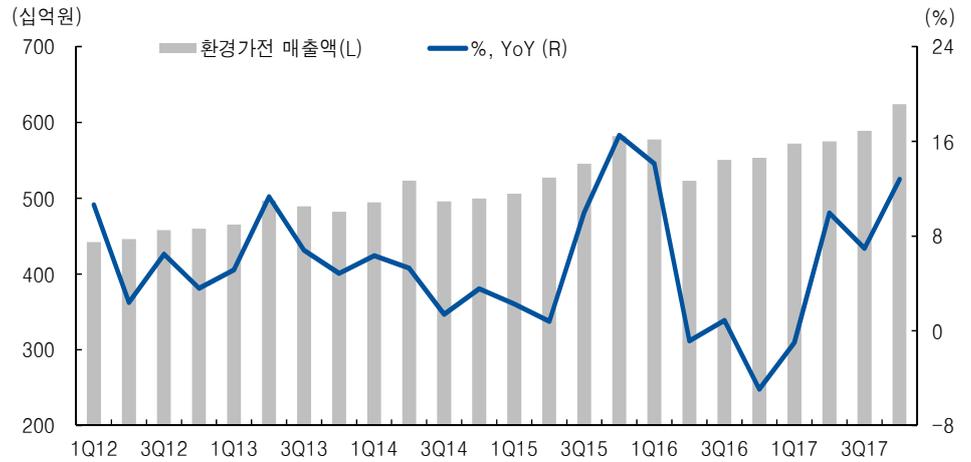
표 3. 별도기준 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %, 천대, 천계정)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F
매출액	578	523	551	553	572	575	589	624
렌탈	380	316	367	361	370	379	379	394
%, YoY								
매출액	14.1	-0.9	0.9	-4.9	-1.0	10.0	7.0	12.8
렌탈	4.6	-14.8	-2.5	-5.1	-2.8	20.0	3.1	9.1
판매관리비	260	309	248	266	258	264	264	288
(%, 매출대비)	45.1	59.1	45.1	48.0	45.2	46.0	44.9	46.2
렌탈자산폐기손실	10	12	10	13	11	10	11	11
(%, 렌탈매출대비)	2.6	3.9	2.8	3.7	3.0	2.6	2.9	2.7
영업이익	127	21	117	104	123	125	127	129
(%, 매출대비)	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.6	20.7
(%, YoY)	28.4	-80.9	-7.3	-18.1	-3.1	487.1	9.0	24.4
[Key indicators]								
렌탈판매량(천대)	351	385	285	381	350	397	318	377
총 렌탈계정(천계정)	4,861	4,921	4,823	4,849	4,875	4,923	4,935	4,907
월평균 해약률(%)	1.00	1.01	1.55	1.26	1.20	1.20	1.00	1.02

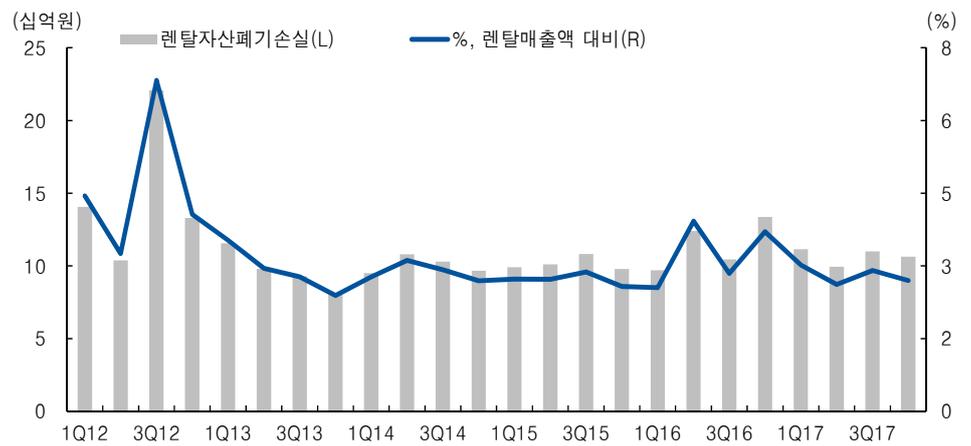
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 분기별 환경가전 매출액과 YoY 성장률 추이



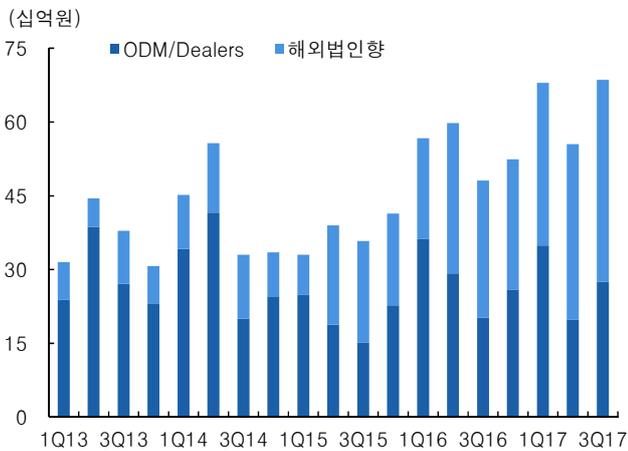
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈자산폐기손실과 렌탈매출 대비 비율 추이



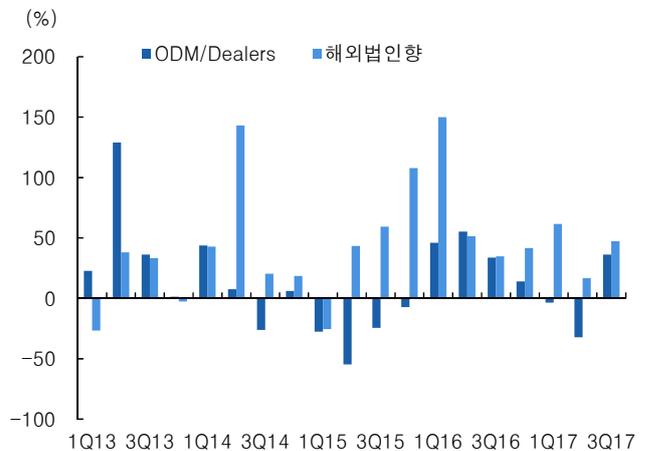
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 해외 수출 실적: 분기 사상 최고치를 경신



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 해외 수출 성장률: 해외 법인과 ODM 실적이 동반 성장



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,376	2,537	2,736	2,866
매출원가	812	827	870	913
매출총이익	1,564	1,710	1,866	1,953
판매비와관리비	1,225	1,219	1,332	1,380
조정영업이익	339	492	534	573
영업이익	339	492	534	573
비영업손익	-15	-29	-24	-29
금융손익	-5	-13	-15	-14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	463	510	544
계속사업법인세비용	80	114	127	135
계속사업이익	243	348	384	409
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	243	348	384	409
지배주주	244	349	384	409
비지배주주	0	0	-1	-1
총포괄이익	243	343	384	409
지배주주	243	343	384	409
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	572	721	771	818
FCF	29	296	290	378
EBITDA 마진율 (%)	24.1	28.4	28.2	28.5
영업이익률 (%)	14.3	19.4	19.5	20.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.8	14.0	14.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	733	816	841	886
현금 및 현금성자산	66	170	165	229
매출채권 및 기타채권	313	291	308	273
재고자산	70	73	77	83
기타유동자산	284	282	291	301
비유동자산	1,235	1,271	1,290	1,321
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	685	701	708
무형자산	183	187	187	187
자산총계	1,968	2,087	2,131	2,207
유동부채	735	1,040	994	957
매입채무 및 기타채무	215	217	230	242
단기금융부채	340	640	580	530
기타유동부채	180	183	184	185
비유동부채	49	54	54	54
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	42	42	42
부채총계	784	1,094	1,048	1,010
지배주주지분	1,182	993	1,083	1,198
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129
이익잉여금	1,180	882	973	1,086
비지배주주지분	1	0	0	-1
자본총계	1,183	993	1,083	1,197

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	358	623	616	704
당기순이익	243	348	384	409
비현금수익비용가감	467	408	376	398
유형자산감가상각비	225	221	229	238
무형자산상각비	8	8	8	8
기타	234	179	139	152
영업활동으로인한자산및부채의변동	-232	-28	-17	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-62	10	-16	36
재고자산 감소(증가)	-4	-5	-4	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	21	4	3
법인세납부	-120	-105	-127	-135
투자활동으로 인한 현금흐름	-367	-268	-251	-278
유형자산처분(취득)	-313	-269	-245	-245
무형자산감소(증가)	-13	-12	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-67	-23	-3	-3
기타투자활동	26	36	5	-22
재무활동으로 인한 현금흐름	-40	-251	-370	-362
장단기금융부채의 증가(감소)	264	301	-60	-50
자본의 증가(감소)	0	2	0	0
배당금의 지급	-208	-501	-293	-296
기타재무활동	-96	-53	-17	-16
현금의 증가	-50	104	-5	64
기초현금	116	66	170	165
기말현금	66	170	165	229

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	21.2	19.1	17.9
P/CF (x)	9.6	9.8	9.7	9.1
P/B (x)	4.9	6.9	6.3	5.8
EV/EBITDA (x)	12.2	10.7	10.0	9.2
EPS (원)	3,167	4,631	5,134	5,473
CFPS (원)	9,227	10,035	10,149	10,791
BPS (원)	17,891	14,274	15,491	17,012
DPS (원)	3,200	3,300	3,700	4,200
배당성향 (%)	96.5	68.7	69.6	74.1
배당수익률 (%)	3.6	3.4	3.8	4.3
매출액증가율 (%)	2.6	6.8	7.8	4.8
EBITDA증가율 (%)	-17.2	26.0	6.9	6.1
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	45.1	8.5	7.3
EPS증가율 (%)	-28.8	46.2	10.9	6.6
매출채권 회전율 (회)	8.7	9.0	9.9	10.7
재고자산 회전율 (회)	33.9	35.5	36.5	35.8
매입채무 회전율 (회)	13.7	13.3	12.8	12.8
ROA (%)	13.0	17.2	18.2	18.9
ROE (%)	20.1	32.1	37.0	35.9
ROIC (%)	20.0	27.3	29.3	31.1
부채비율 (%)	66.3	110.2	96.7	84.4
유동비율 (%)	99.7	78.4	84.6	92.6
순차입금/자기자본 (%)	17.8	39.1	30.8	18.4
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	34.8	31.5	35.6

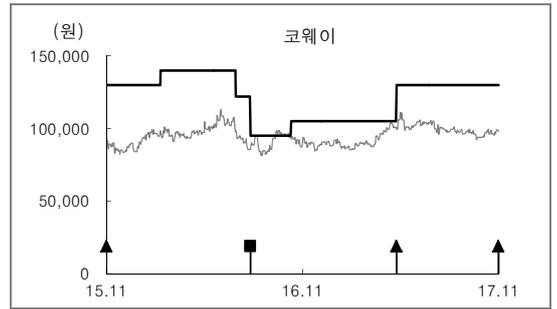
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

재조명되어야 할 시스템적 안정성

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코웨이(021240)				
2017.05.01	매수	130,000	-	-
2016.10.17	Trading Buy	105,000	-13.36	-0.95
2016.08.02	Trading Buy	95,000	-4.70	3.79
2016.07.06	매수	122,000	-25.14	-20.41
2016.02.17	매수	140,000	-29.07	-19.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 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.