

Company Update

Analyst 안지영, 김진영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (12/20)	98,100원

KOSPI (12/20)	2,472.37pt
시가총액	7,340십억원
발행주식수	74,818천주
액면가	500원
52주 최고가	111,000원
최저가	85,400원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	59.0%
배당수익률 (2017F)	3.4%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 8 인	26.98%
GIC Private Limited	7.25%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	-9%	-9%
절대기준	-2%	-5%	10%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(17)	4,843	4,843	-
EPS(18)	5,279	5,279	-



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)

양사간 상반된 입장에서 코웨이의 펀더멘탈 유지

MBK와 웅진간의 상반된 조회공시 답변으로 당분간 불확실성 존재

코웨이는 20일, 최대주주인 코웨이홀딩스와 웅진 사이의 지분매각 협상 보도와 관련하여 최대주주가 이러한 지분 매각을 추진하거나 검토한 바 없음을 공시했다. 반면에 웅진은 자문사를 선정해 코웨이 지분인수를 위한 검토를 진행 중이지만 구체적으로 결정된 사항은 없다고 공시했다. 한편 웅진은 MBK파트너스의 코웨이 블록딜에 대해 웅진그룹의 우선매수청구권에 대한 약정 위반 소송을 제기한 바 있다. 또한 웅진은 법적으로 2018년 1월 2일부터 겸업금지 해제를 앞두고 정수기 사업 진출 의지를 강조하고 있다. 그러나 코웨이홀딩스의 지난 5월 코웨이 지분 4.38%(378만주)에 대한 블록딜은 경영권 지분 매각이지만 특정인이 없는 거래 형태로 MBK가 승소한 것으로 확인된다. 양사간 의견이 대립되는 상황이지만 MBK의 특징상 코웨이에 대한 매각은 언제든 가능성이 열려있다. 따라서 한 달 이내 명확한 조회공시까지 주식 시장 내 불확실성은 당분간 불가피할 전망이다.

2017년 펀더멘탈 정상화로 마무리 전망

2017년 4분기(개별기준)를 반영한 2017년 IBK 추정치는 매출액 23,468억원(+6.5%), 영업이익 5,087억원(+38.0%), 순이익은 3,679억원(+33.5%)을 유지한다. 2017년 IBK추정치는 회사의 가이던스 매출액 24,300억원, 영업이익 5,000억원 대비 매출액은 하회, 영업이익은 상회하는 수준을 유지한다. 주된 이유는 1) 상반기 렌탈료 면제 프로모션 종료로 ARPU 상승이 가이던스인 1.5%를 하회하는 1% 미만 수준이며, 2) 코디조직의 KPI가 신규판매보다 해약률 하락에 집중, 3) 해외법인의 성장성 확대로 수출도 호조세가 이어지고 있기 때문이다.

2018년 의류청정기 렌탈로 품목 다각화, 렌탈계정 500만 상회 전망

목표주가는 2017년 12개월 Forward EPS를 기준으로 120,000원을 유지한다. 2017년엔 사업 정상화와 꾸준한 분기배당(배당액은 800원, 2016년 DPS 3,200원 근거) 정책을 유지하고 있기 때문이다. 비록 렌탈산업의 확장과 동시에 사업자 증가에 따른 경쟁도 심화되고 있지만 2018년 코웨이는 정수기, 청정기, 비데, 연수기, 매트리스에 이은 의류청정기 렌탈 사업을 앞두고 있다. 이는 2017년 렌탈계정 494만(16.2Q 492만, 16.3Q 482만)에서 2018년 500만으로 1위의 포지셔닝을 굳건히 하는 기회가 될 것으로 전망된다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,161	2,205	2,347	2,541	2,681
영업이익	463	369	508	538	576
세전이익	461	365	481	521	569
당기순이익	349	275	365	395	427
EPS(원)	4,531	3,581	4,843	5,279	5,708
증가율(%)	43.8	-21.0	35.3	9.0	8.1
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.6	21.2	21.5
순이익률(%)	16.2	12.5	15.5	15.5	15.9
ROE(%)	30.0	21.9	30.2	34.1	37.1
PER	18.6	24.7	20.3	18.6	17.2
PBR	5.1	5.4	6.3	6.4	6.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.1	10.6	9.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 코웨이 IFRS 개별실적 추이

(단위: 억원, %, p)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2014	2015	2016	YoY	2017F	YoY
매출액	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	5,750	5,888	6,027	20,137	21,613	22,045	2.0	23,468	6.5
렌탈	3,801	3,162	3,670	3,609	3,695	3,795	3,785	3,931	14,006	14,911	14,242	-4.5	15,355	7.8
금융리스	215	286	270	284	259	302	351	289	-	409	1,055	157.9	1,130	7.2
멤버십	429	425	421	400	378	367	359	395	1,834	1,796	1,675	-6.8	1,566	-6.5
일시불	505	541	426	487	459	504	473	493	1,235	1,712	1,959	14.4	1,937	-1.1
화장품	201	173	181	187	209	187	194	235	804	829	742	-10.8	834	12.4
수출	567	598	481	523	680	555	686	654	1,674	1,492	2,169	45.3	2,502	15.3
기타(수처리)	58	45	56	45	39	39	40	30	584	462	204	-55.7	143	-28.3
매출총이익	3,873	3,304	3,649	3,693	3,812	3,897	3,913	3,979	13,403	14,818	14,519	-2.0	15,630	7.7
GPM	67.1	63.2	66.3	66.7	66.7	67.8	66.5	66.0	66.6	68.6	65.9	-2.7	66.6	0.7
영업이익	1,269	214	1,166	1,038	1,230	1,252	1,270	1,324	3,776	4,630	3,687	-20.4	5,087	38.0
OPM	22.0	4.1	21.2	18.8	21.5	21.8	21.6	22.0	18.8	21.4	16.7	-4.7	21.7	5.0
순이익	922	123	788	922	775	959	944	991	2,430	3,494	2,755	-21.2	3,679	33.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

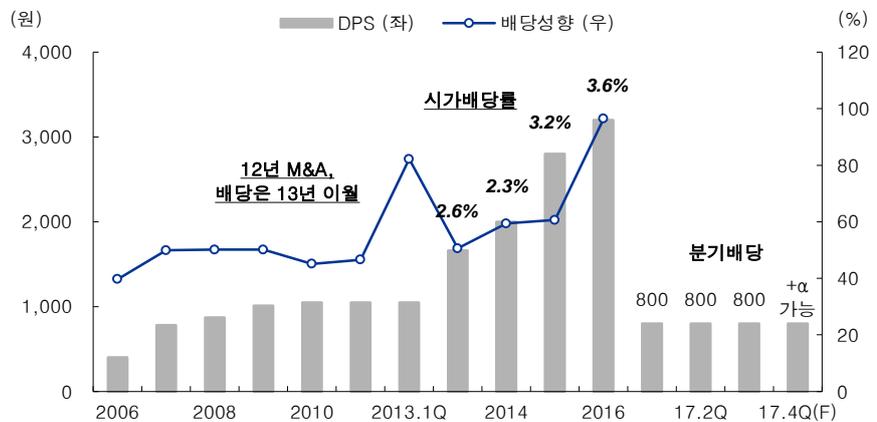
표 2. 목표주가 120,000원 매수 유지 - 12개월 Forward EPS 적용

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	유지
실적 추정치	17년(F) EPS 4,815 / 12개월 Forward EPS 5,101	17년(F) EPS 4,815 / 12개월 Forward EPS 5,285
Target P/E valuation	Target P/E 23배 기존 Multiple 대비 10% 할인 (국내 경쟁심화 영향 등 고성장보다 수익성 유지로 안정화에 무게, 중국환경 영향 해외 신사업 모델링 지연)	Target P/E 23배 기존 Multiple 유지 (매각관련 불확실성 지속 반면에 꾸준한 분기배당정책 유지와 2018년 렌탈 부문 신규카테고리 구체화 계정확대에 긍정적)
17년 예상 순현금	910억원	-6,252억원 (18년 1,420억원)
주식수(사업가치)	77,124(90,484억원)	77,124(93,748억원)
목표주가	120,000원	120,000원

자료: IBK투자증권

그림 1. 분기배당정책 지속, 17.4Q 800원 이상 전망 (16년 DPS 3,200원 기준, 배당성향 60% 이상)



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	1,055	1,121	1,166
판매비율(%)	47.1	49.1	44.9	44.1	43.5
영업이익	463	369	508	538	576
증가율(%)	22.6	-20.4	37.8	5.9	7.1
영업이익률(%)	21.4	16.7	21.6	21.2	21.5
순금융손익	-3	-5	-12	-15	-9
이자손익	-3	-5	-12	-15	-14
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	1	1	-15	-2	2
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	461	365	481	521	569
법인세	111	90	117	126	142
법인세율	24.2	24.6	24.2	24.3	25.0
계속사업이익	349	275	365	395	427
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	275	365	395	427
증가율(%)	43.8	-21.2	32.5	8.2	8.1
당기순이익률 (%)	16.2	12.5	15.5	15.5	15.9
지배주주당순이익	349	275	365	395	427
기타포괄이익	-4	0	-6	0	0
총포괄이익	346	275	359	395	427
EBITDA	675	577	694	719	775
증가율(%)	16.9	-14.6	20.3	3.6	7.8
EBITDA마진율(%)	31.2	26.2	29.6	28.3	28.9

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,531	3,581	4,843	5,279	5,708
BPS	16,459	16,341	15,583	15,339	15,456
DPS	2,800	3,200	3,310	3,400	3,400
밸류에이션(배)					
PER	18.6	24.7	20.3	18.6	17.2
PBR	5.1	5.4	6.3	6.4	6.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.1	10.6	9.9
성장성지표(%)					
매출증가율	7.3	2.0	6.5	8.3	5.5
EPS증가율	43.8	-21.0	35.3	9.0	8.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	3.6	3.4	3.5	3.5
ROE	30.0	21.9	30.2	34.1	37.1
ROA	21.1	14.8	17.9	18.8	20.1
ROIC	36.2	26.3	33.7	35.5	36.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.3	58.0	80.7	83.1	86.6
순차입금 비율(%)	-0.5	20.6	30.2	21.4	25.3
이자보상배율(배)	108.3	65.7	40.6	35.2	38.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.9	5.5	5.2	5.6	6.2
재고자산회전율	48.0	46.6	42.3	37.7	37.1
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	658	778	888	972	942
현금및현금성자산	87	41	100	148	163
유가증권	0	42	30	33	27
매출채권	354	445	452	459	402
재고자산	48	46	65	70	74
비유동자산	1,084	1,195	1,220	1,129	1,216
유형자산	625	591	569	693	777
무형자산	146	148	140	130	123
투자자산	122	136	140	145	148
자산총계	1,742	1,973	2,107	2,101	2,158
유동부채	422	682	876	886	960
매입채무및기타채무	48	51	62	66	75
단기차입금	80	340	482	426	483
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	42	65	68	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	473	725	941	953	1,002
지배주주지분	1,269	1,248	1,166	1,148	1,156
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	132	135	135	135
자본조정등	-103	-159	-53	-53	-53
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,199	1,234	1,044	1,026	1,034
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,248	1,166	1,148	1,156
비이자부채	393	385	459	527	519
총차입금	80	340	482	426	483
순차입금	-7	257	352	246	293

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	475	327	522	570	681
당기순이익	349	275	365	395	427
비현금성 비용 및 수익	422	440	313	197	205
유형자산감가상각비	204	200	174	170	192
무형자산상각비	7	7	11	10	6
운전자본변동	-214	-269	-102	-8	63
매출채권등의 감소	-90	-110	-26	-7	57
재고자산의 감소	-4	-2	-17	-6	-4
매입채무등의 증가	1	4	11	4	9
기타 영업현금흐름	-82	-119	-54	-15	-14
투자활동 현금흐름	-264	-325	-202	-114	-289
유형자산의 증가(CAPEX)	-271	-286	-186	-300	-279
유형자산의 감소	9	15	6	5	4
무형자산의 감소(증가)	-5	-12	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	0	-3	-2	2
기타	1	-41	-15	183	-16
재무활동 현금흐름	-230	-48	-262	-408	-373
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-230	-48	-262	-408	-373
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-19	-45	59	48	19
기초현금	106	87	41	100	148
기말현금	87	41	100	148	167

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 (2016.10.01~2017.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	85.4
중립	23	14.6
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

