

코웨이(021240)

Above

In line

Below

종립(유지)

심상치 않은 주주 환원 정책

Stock Data

KOSPI(2/15)	2,084
주가(2/15)	89,000
시가총액(십억원)	6,798
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	113,000/81,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,319
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.2/53.3
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 8인 31.3
	GIC Private Limited 7.1

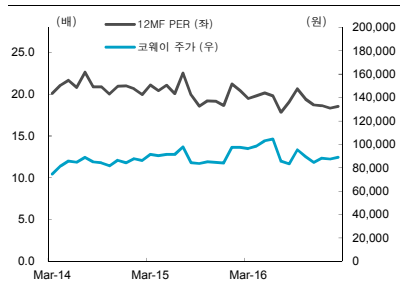
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	18.2	26.4	18.7
PBR(x)	4.8	4.9	4.7
ROE(%)	30.2	20.0	27.2
DY(%)	3.3	3.6	4.0
EV/EBITDA(x)	9.2	11.4	9.1
EPS(원)	4,621	3,344	4,767
BPS(원)	17,654	17,890	18,890

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	(6.0)	(6.8)
상대주가(%p)	(2.3)	(7.6)	(18.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : 예상 수준의 부진

4분기 연결 매출액은 전년대비 2.7% 감소한 6,141억원, 영업이익은 25% 감소한 960억원을 기록했다. 영업이익률은 15.7%로 전년 동기보다 4.7%p 하락했다. 연결 영업이익은 예상을 8% 하회, 얼음 정수기 교환과 관련된 무상 렌탈 서비스 매출액과 4분기 신규 고객에 한해 3개월 렌탈료 면제 프로모션을 시행하면서 관련된 매출액 150억원 차감이 영업이익 부진으로 이어졌으며 상기 영향은 1분기로 종료된다. 2분기부터 분기당 1,100~1,200억원 내외의 영업이익 회복이 가능해 보인다. 렌탈 관련 매출액(렌탈+멤버십)은 전년대비 5% 감소, 일시불 매출액도 10% 감소했고 화장품도 부진했다. 반면 수출액은 전년대비 25% 증가, 말레이시아 렌탈 사업 호조 등에 힘입어 양호한 성장이 지속되었다.

Positives : 영업 정상화, 해외 사업 가시화, 강도 높은 주주 환원 정책

4분기 렌탈 판매는 38만대로 최근 3년간 높은 수준이다. 해지율은 1.26%로 높아 가입자 증가로 이어지지 않았으나 3분기 1.53%에서는 하락, 진정 국면으로 판단된다. 또한 해외 사업 성장에 주목한다. 말레이시아 렌탈 계정수가 43만으로 2016년 계정 순증은 16만에 달했다. 2017년 말레이시아에서 국내 계정수의 약 10%에 달하는 계정 확보가 가능할 전망이다. 하이얼과 쿡카와 진행하는 중국 정수기, 비데 사업이 하반기 가시화될 전망이다. 해외 사업은 손익 영향은 제한적이나 성장성 확보를 위한 움직임이 나타날 것이다.

동사는 과거에도 일관적인 주주 환원 정책을 단행해왔으나 최근 이러한 움직임은 더욱 강화되고 있다. 2016년 주당 배당금을 3,200원 지급 결정, 2016년 순이익 급감에도 배당은 상향했다. 2017년 영업 정상화와 함께 주당 배당금은 3,600원으로 예상, 시가 배당률이 4%에 달하며 기존 연말 배당에서 1분기부터 분기 배당으로 변경할 것을 공시했다. 또한 금년 자사주 1,000억원 매입 계획을 공시했다. 2016년은 두차례 1,400억원 규모의 자사주 매입을 단행, 금년 3월 종료되는 자사주 매입분 700억원에 대해 소각 계획 또한 공시했다. 2016년 두차례에 걸쳐 152만주 자사주 소각(주식수 2%)도 단행한 바 있다. 자사주 매입은 EPS 상승 효과와 유통주식수 감소로 인해 배당금 상향이 가능하다. 또한 규모가 커질수록 배당금 상향 여지는 더욱 커진다.

Negatives : 국내 사업 정체, 정상화 요인 제거 시 금년 이익은 정체

가입자 이탈이 지속되었다. 3분기에 이어 4분기에도 계정수는 전분기대비 0.5%, 전년동기 대비 1.2% 감소해 16년 말 가입자수는 570만에 그쳤다. 2017년 영업이익은 전년대비 39% 급증한 4,706억원으로 예상하나 2016년 일회성 비용을 제거 시 정체 국면이다. 수익성은 2015년이 피크이고 성장을 위해서는 해외 사업 이익 기여 확대가 필요하다. (단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	614	614	0.1	632	5.2	(2.7)	2,645	2,602
영업이익	105	96	(8.2)	111	(9.9)	(25.0)	471	498
영업이익률	17.1	15.7	-1.4	17.5	-2.6	-4.7	17.8	19.1
세전이익	113	103	(8.7)	110	14.6	(15.9)	459	485
순이익	84	78	(7.7)	80	14.8	(14.0)	348	361

결론 : 국내 사업 회복 시 실적 안정성과 강력한 주주 환원 정책 주목할 필요

핵심 지표인 가입자 증가가 정체 국면으로 향후 국내 가입자 회복과 해외 사업 성장 속도가 관전 포인트이다. 투자 의견 '중립'을 유지한다. 반면 높은 시장 지배력과 렌탈 기반의 실적 가시성, 배당 매력(2017년 예상 4.0%)으로 인해 주가 하락 리스크는 제한적이다. 이에 최근 강도 높은 주주 환원 정책은 주당 가치를 극대화하기 위한 움직임으로 판단된다. 향후 관전 포인트이다.

<표1> 실적 breakdown

(단위:십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	624	555	584	614	652	655	655	683	2,160	2,315	2,376	2,645	2,826
증감	13.8	(0.1)	0.5	(2.7)	4.5	17.9	12.3	11.3	2.0	7.2	2.6	11.3	6.8
렌탈 관련	423	359	409	401	413	423	435	441	1,584	1,671	1,592	1,711	1,775
증감	3.3	3.0	(2.8)	(5.4)	(2.4)	18.0	6.3	9.9	5.1	5.5	(4.7)	7.5	3.7
렌탈	380	316	367	361	373	384	396	400	1,401	1,491	1,424	1,553	1,619
증감	4.6	(14.8)	(2.5)	(5.1)	(1.9)	21.5	7.8	10.9	4.9	6.5	(4.5)	9.0	4.3
멤버십	43	43	42	40	40	39	39	40	183	180	168	159	156
증감	(6.7)	(6.4)	(5.4)	(8.5)	(6.8)	(7.8)	(6.9)	1.2	6.7	(2.1)	(6.7)	(5.1)	(2.1)
금융리스	22	29	27	28	29	30	30	31		41	106	120	126
증감	NM	NM	NM	8.8	34.7	3.3	11.6	9.3			158	13	5
일시불	51	54	43	49	51	54	49	50	124	171	196	204	213
증감	68.3	30.7	(6.6)	(10.1)	0.0	0.0	15.0	3.7	(17.3)	38.6	14.4	4.2	4.3
화장품	20	17	18	19	24	21	22	22	80	83	74	89	102
증감	(13.0)	(18.0)	(2.7)	(7.9)	20.0	20.0	20.0	20.0	5.3	3.4	(10.7)	20.0	15.0
수출	57	60	48	52	68	72	63	68	167	149	217	271	325
증감	71.8	53.3	34.4	25.3	20.0	20.0	30.0	31.6	15.8	(10.8)	45.1	25.0	20.0
기타	6	4	6	5	6	4	6	7	58	89	21	23	25
증감	(45.8)	(52.4)	(43.4)	(70.8)	0.0	0.0	0.0	44.5	3.9	52.2	(76.7)	10.0	10.0
자회사	64	62	61	87	82	83	83	94	202.8	239.2	273.9	341.8	387.7
증감	20.4	20.5	6.3	12.6	27.0	35.0	35.0	8.6	(5.3)	18.0	14.5	24.8	13.4
영업이익	124	12	107	96	106	118	121	125	364	463	339	471	498
증감	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(14.0)	896.0	13.3	29.9	7.5	27.1	(26.9)	38.9	5.9
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	16.3	18.0	18.5	18.3	16.9	20.0	14.3	17.8	17.6

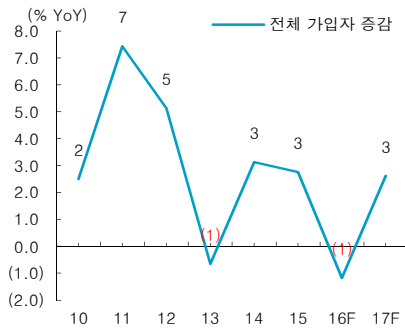
<표 2> 렌탈 주요 기정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
총 계정수	5,617	5,771	5,704	5,853	5,983
총 계정 순증	170	155	(68)	149	130
증감	3.1	2.8	(1.2)	2.6	2.2
렌탈 계정수(기말)	4,601	4,832	4,849	5,015	5,172
증감	3.7	5.0	0.4	3.4	3.1
렌탈 계정 순증	166	232	17	166	157
멤버십 계정수(기말)	1,016	939	854	838	811
증감	0.4	(7.6)	(9.0)	(1.9)	(3.3)
멤버십 계정 순증	4	(77)	(85)	(16)	(27)
신규 렌탈 판매	1,330	1,409	1,401	1,446	1,498
증감	14.1	5.9	(0.5)	3.2	3.6
렌탈 해지율(%)	0.97	1.00	1.21	1.07	1.07
렌탈 ARPU	25,836	26,345	24,516	26,232	26,494
증감	2.0	2.0	(6.9)	7.0	1.0
멤버십 ARPU	15,073	15,311	15,568	15,646	15,724
증감	12.8	1.6	1.7	0.5	0.5

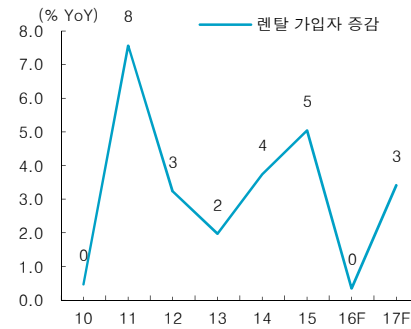
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 연간 총 가입자 증감



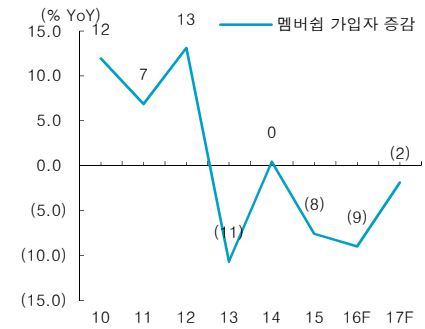
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 렌탈 가입자 증감



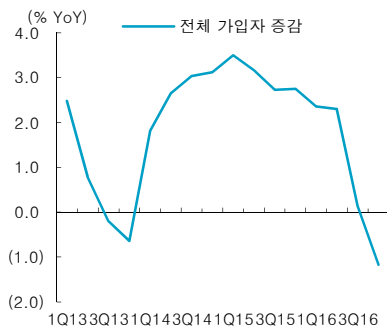
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 멤버십 가입자 증감



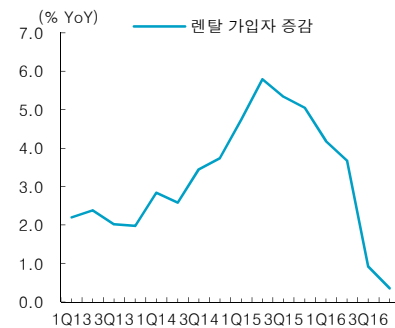
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 분기 전체 가입자 증감



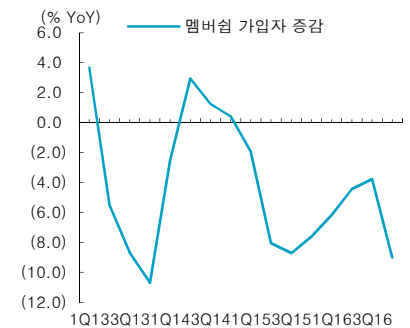
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 렌탈 가입자 증감



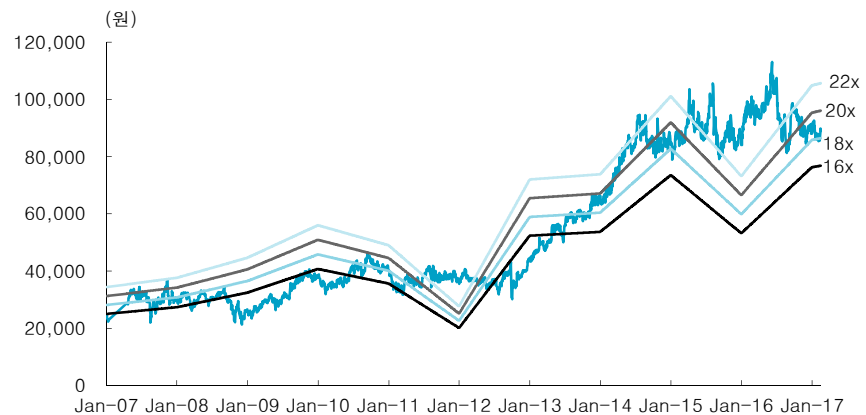
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 6] 멤버십 가입자 증감



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 7] 코웨이 PER 밴드차트



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 1998년 렌탈비 지니스 개념을 업계 최초로 도입하고 '코디(CODY)'를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 시장점유율 (정수기 45%, 공기청정기 44%, 비데 38%, 연수기 62%), 브랜드 인지도 등에서 국내 최고의 위치를 점하고 있다. 2015년 말 기준 약 577만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있다. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있다.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	597	653	683	885	929
현금성자산	147	116	71	212	222
매출채권및기타채권	229	283	292	317	333
재고자산	62	70	70	78	82
비유동자산	1,025	1,122	1,284	1,387	1,434
투자자산	55	54	62	69	72
유형자산	675	700	810	860	880
무형자산	171	169	185	206	217
자산총계	1,622	1,775	1,967	2,272	2,363
유동부채	526	473	658	801	820
매입채무및기타채무	251	259	273	304	319
단기차입금및단기사채	164	80	330	360	390
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	56	64	66	142	145
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	9	9	79	79
부채총계	582	537	724	943	965
지배주주지분	1,039	1,237	1,242	1,319	1,386
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	127	127	127	127
기타자본	(114)	(103)	(103)	(103)	(103)
이익잉여금	986	1,177	1,191	1,276	1,352
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	1,039	1,238	1,243	1,319	1,387

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	537	513	388	689	621
당기순이익	250	343	248	348	368
유형자산감가상각비	206	220	244	272	284
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(29)	(195)	(113)	58	(41)
기타	102	137	1	2	0
투자활동현금흐름	(299)	(329)	(449)	(396)	(350)
유형자산투자	(306)	(329)	(354)	(322)	(304)
유형자산매각	10	9	0	0	0
투자자산순증	0	0	(16)	(16)	(12)
무형자산순증	(6)	(5)	(25)	(30)	(20)
기타	3	(4)	(54)	(28)	(14)
재무활동현금흐름	(328)	(213)	15	(163)	(262)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(162)	(77)	250	100	30
배당금지급	(124)	(148)	(208)	(235)	(263)
기타	(47)	7	(27)	(28)	(29)
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	(91)	(31)	(45)	131	9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

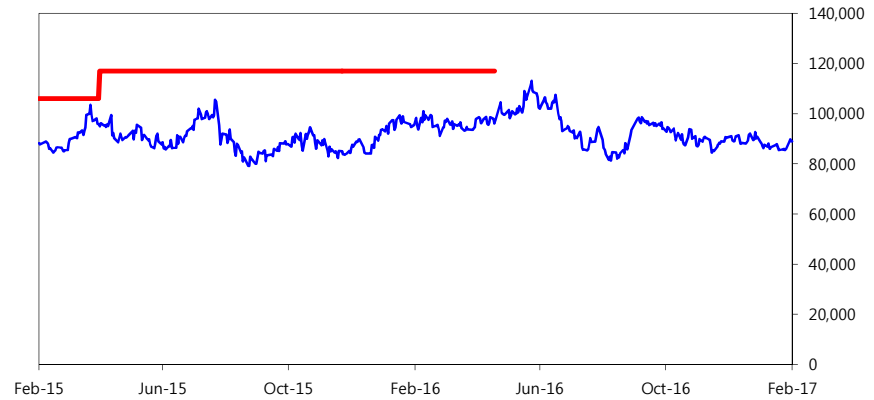
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,160	2,315	2,376	2,645	2,777
매출원가	727	729	810	881	922
매출총이익	1,434	1,586	1,566	1,764	1,855
판매관리비	1,069	1,123	1,219	1,294	1,357
영업이익	364	463	347	471	498
금융수익	3	1	1	2	3
이자수익	3	1	1	2	3
금융비용	12	4	7	12	15
이자비용	12	4	7	12	15
기타영업외손익	(23)	(6)	(13)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	332	454	329	459	485
법인세비용	83	111	81	111	117
연결당기순이익	250	343	248	348	368
지배주주지분순이익	250	343	248	348	368
기타포괄이익	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
총포괄이익	241	334	239	339	359
지배주주지분포괄이익	241	334	239	339	359
EBITDA	578	691	600	752	792

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,361	4,621	3,344	4,767	5,042
BPS	15,146	17,654	17,890	18,890	19,769
DPS	2,000	2,800	3,200	3,600	4,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.0	7.2	2.6	11.3	5.0
영업이익증가율	7.5	27.1	(25.0)	35.4	5.9
순이익증가율	1.9	37.4	(27.6)	40.1	5.7
EPS증가율	2.4	37.5	(27.6)	42.6	5.8
EBITDA증가율	7.6	19.5	(13.2)	25.3	5.4
수익성(%)					
영업이익률	16.9	20.0	14.6	17.8	17.9
순이익률	11.6	14.8	10.4	13.1	13.2
EBITDA Margin	26.8	29.8	25.2	28.4	28.5
ROA	15.2	20.2	13.3	16.4	15.9
ROE	25.2	30.2	20.0	27.2	27.2
배당수익률	2.4	3.3	3.6	4.0	4.5
배당성향	59.4	60.6	94.5	75.5	79.3
안정성					
순차입금(십억원)	13	(36)	232	187	204
차입금/자본총계비율(%)	16.0	7.2	27.3	33.2	33.8
Valuation(X)					
PER	25.1	18.2	26.4	18.7	17.7
PBR	5.6	4.8	4.9	4.7	4.5
EV/EBITDA	11.0	9.2	11.4	9.1	8.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2015.04.16	매수	117,000 원
	2016.05.04	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 16일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.