

Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	130,000원
현재가 (11/3)	90,000원

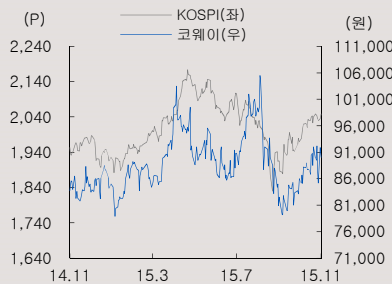
KOSPI (11/3)	2,048.40pt
시가총액	6,941십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	105,500원
최저가	78,900원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	52.1%
배당수익률 (2015F)	2.2%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 9인	30.97%
국민연금	6.04%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	1%	4%	3%
절대기준	5%	0%	8%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(15)	4,553	4,361	▲
EPS(16)	5,345	4,839	▲

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 주가 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)

외풍에도 최상의 체력을 입증, 서프라이즈

Review: 매출액 10%, 영업이익 30%, 순이익 51% 증가

코웨이의 개별기준 2015년 3분기(yoy) 실적은 매출액 10%, 매출총이익 13%, 영업이익 30%, 순이익 51% 증가하며 IBK추정치와 컨센서스를 상회했다. 특히 영업이익과 순이익은 기대치와 컨센서스를 10% 이상 상회했다. 주된 이유는 1) 스스로 살균하는 IoCare 프리미엄 정수기 출시와 2) 회계계정 변경에 따른 신규 금융리스(매트리스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 운용리스에서 금융리스로 변경) 매출액 148억원 인식도 작용했다. 또한 영업이익률 23%(+3.5%p yoy) 시현은 1)수익성 높은 상품 구성으로 렌탈, 일시불 및 수출 모두 원가율이 개선되었기 때문이며 2) 평균 2%의 객단가 상승에 따른 전체적인 판관비 효율화가 이루어졌기 때문이다.

해약률 1.07%는 3년 마케팅 계정 도래, 4분기 1% 이하 전망

3분기 해약률은 1.07%로 최근 5년 사이 가장 높은 수준이다. 일시적인 해약률 상승의 이유는 2012년 3분기 당시 처음으로 얼음정수기와 한뼘정수기 등의 혁신 신제품이 출시되면서, 동사는 의무사용기간을 기존 2년에서 3년으로 연장하는 마케팅을 강화했다. 금번 3분기에 의무사용기간이 만기도래 함에 따라 일시적인 해약률 상승을 보였다. 9월 이후 1% 이하로 관리되고 있어 4분기 안정화가 예상된다.

최상의 체력과 배당 정책으로 모멘텀 강화

3분기 결과 2015년 영업은 연간 가이드نس를 충분히 충족할 전망이며, IBK추정치에도 무리가 없을 전망이다. 다만 새로운 최대주주의 자본력과 사업 배경에 따라 2016년 코웨이의 영업 전망에도 변동성이 존재 한다. 코웨이는 2006년 이후 본격적인 사업 확장과 수익성 개선의 성과를 주주환원 정책에 반영해왔다. 특히 2012년말 최대주주 교체 이후 2013년과 2014년 평균 배당성향과 주당배당액은 각각 55%, 1,800원 수준이다. 업종 내 경기 방어적이고 독자적인 수익모델과 높은 영업이익률 및 배당정책 등에 근거할 때 기존 밸류에이션 수준과 목표주가 130,000원을 유지한다.

(단위:십억원배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,128	2,338	2,522
영업이익	333	377	444	476	518
세전이익	351	330	462	542	535
당기순이익	253	243	351	412	390
EPS(원)	3,283	3,150	4,553	5,345	5,063
증가율(%)	111.4	-4.1	44.5	17.4	-5.3
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.9	20.4	20.5
순이익률(%)	13.1	12.1	16.5	17.6	15.5
ROE(%)	28.6	24.0	30.2	28.4	22.4
PER	20.2	26.7	19.8	16.8	17.8
PBR	5.3	6.1	5.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	10.0	11.4	10.8	10.2	9.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

Review: 핵심 가전 관련 렌탈과 일시불 판매 호조

표 1. 코웨이 IFRS 개별 15.3Q 실적

(단위: 억원, %)

	14.3Q	15.2Q	15.3Q(F)	QoQ	YoY	IBK	차/이	컨센서스	차이
-별도기준은									
매출액 +10.0%	4,961	5,275	5,457	3.5	10.0	5,360	1.8	5,302	2.9
-화장품 부진	3,527	3,712	3,764	1.4	6.7	3,829	-1.7	-	-
-중국 ODM수출 둔화			148						
영업이익 +29.5%	469	454	445	-2.0	-5.1	480	-7.3	-	-
순이익 +51.3%	318	414	456	10.1	43.5	355	28.5	-	-
	172	211	186	-11.8	8.3	205	-9.3	-	-
	330	390	358	-8.2	8.5	371	-3.5	-	-
-연결기준은									
매출액 +10.4%	3,336	3,607	3,770	4.5	13.0	3,724	1.2	3,667	2.8
영업이익 +30.1%	970	1,117	1,256	12.4	29.5	1,144	9.8	1,122	11.9
순이익 +44.5%	67.2	68.4	69.1	0.7	1.8	69.5	-0.4	69.2	-0.1
*해외법인(미국, 말레이시아)	19.6	21.2	23.0	1.8	3.5	21.3	1.7	21.2	1.9
내부거래 관련	664	850	1,004	18.1	51.2	845	18.8	884	13.6
외화수지개선									

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 2014년 및 2015년 개별실적 전망

(단위: 억원, %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q(P)	15.4Q(F)	2014	YoY	2015F		YoY
											기존	변경	
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,059	5,275	5,457	5,489	20,137	4.1	21,193	21,280	5.7
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,764	3,893	14,006	5.0	15,067	15,002	7.1
금융리스							148						
멤버십	439	457	469	469	460	454	445	495	1,834	6.4	1,889	1,854	1.1
일시불	276	374	318	267	300	414	456	345	1,235	-17.3	1,414	1,515	22.7
화장품	210	223	172	200	230	211	186	255	804	5.2	931	882	9.7
수출	452	557	330	335	330	390	358	366	1,674	15.7	1,437	1,444	-13.7
기타(수처리)	148	154	146	136	106	95	100	135	584	1.0	456	436	-25.4
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,468	3,607	3,770	3,759	13,403	4.9	14,558	14,604	9.0
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	68.6	68.4	69.1	68.5	66.6	0.5	68.7	68.6	2.1
영업이익	898	976	970	932	989	1,117	1,256	1,081	3,776	13.3	4,331	4,443	17.7
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	19.5	21.2	23.0	19.7	18.8	1.5	20.4	20.9	2.1
순이익	661	652	664	453	751	850	1,004	905	2,430	-4.0	3,361	3,510	44.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

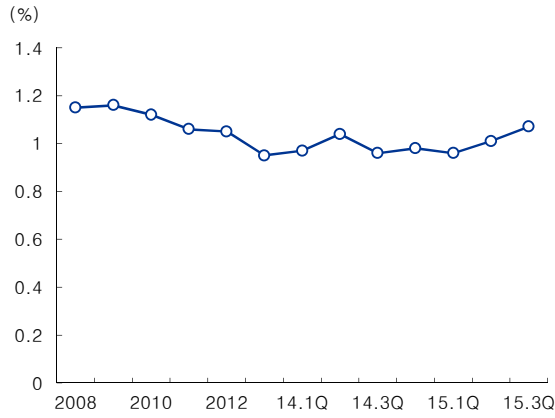
표 3. 목표주가 및 밸류에이션 - 목표주가 130,000원 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	15년 추정 EPS 4,361 16년 추정 EPS 4,839	15년 추정 EPS 4,553 16년 추정 EPS 5,345 15년 추정 Forward EPS 5,279
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 30배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 24.5배
15년 예상 순현금	100	500
주식수	77,124	77,124
목표주가	130,000원	130,000원

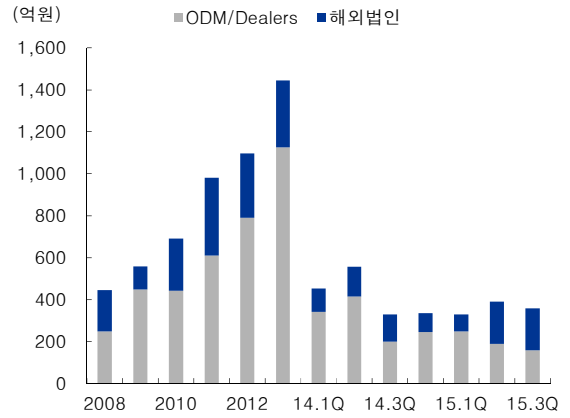
자료: IBK투자증권

그림 1. 코웨이 해약률 추이 15.3분기 1.07%



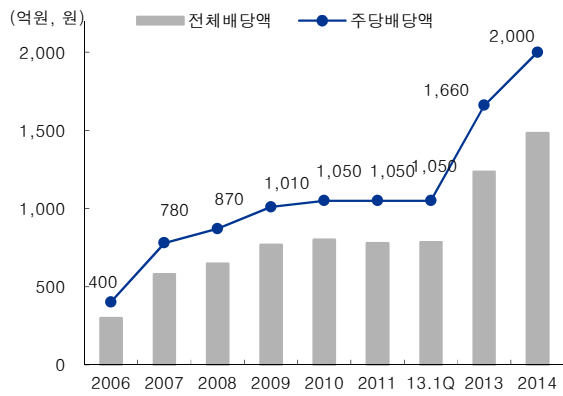
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 코웨이의 해외 사업 매출 추이



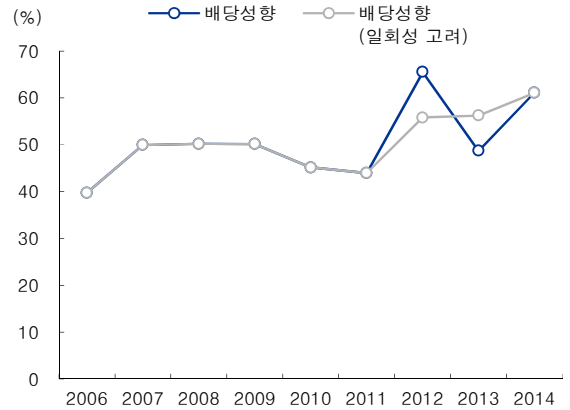
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 코웨이 배당성향 추이(12년 배당의 13년 1분기배당 조정)



자료: 코웨이, IBK투자증권

참고: 2012년은 2013년 1분기에 배당. 2012년 당기순이익은 일회성 비용 274억원 조정 (성과급 156억원, 불용재고 폐기 118억원), 2013년 당기순이익은 용진케미칼 매각차익 340억 조정

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,128	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	5.7	9.9	7.9
매출원가	652	673	667	800	883
매출총이익	1,282	1,340	1,461	1,538	1,639
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	68.7	65.8	65.0
판매비	949	963	1,017	1,069	1,122
판매비율(%)	49.1	47.8	47.8	45.7	44.5
영업이익	333	377	444	476	518
증가율(%)	46.3	13.3	17.6	7.3	8.8
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.9	20.4	20.5
순금융손익	-14	-9	6	62	17
이자손익	-14	-9	-4	-2	5
기타	0	0	10	64	12
기타영업외손익	-9	-9	1	4	-5
중속/관계기업손익	40	-31	11	0	5
세전이익	351	330	462	542	535
법인세	97	87	111	130	144
법인세율	27.8	26.3	24.0	24.0	27.0
계속사업이익	253	243	351	412	390
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	351	412	390
증가율(%)	111.4	-4.1	44.5	17.4	-5.3
당기순이익률 (%)	13.1	12.1	16.5	17.6	15.5
지배주주당기순이익	253	243	351	412	390
기타포괄이익	-1	-8	-1	106	0
총포괄이익	253	235	350	518	390
EBITDA	522	577	638	652	696
증가율(%)	30.6	10.6	10.6	2.1	6.8
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	30.0	27.9	27.6

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,553	5,345	5,063
BPS	12,543	13,732	16,434	21,227	23,882
DPS	2,710	2,000	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	19.8	16.8	17.8
PBR	5.3	6.1	5.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	10.0	11.4	10.8	10.2	9.3
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	4.1	5.7	9.9	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	44.5	17.4	-5.3
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	2.2	2.7	2.7
ROE	28.6	24.0	30.2	28.4	22.4
ROA	15.1	15.1	21.1	22.7	19.4
ROIC	29.0	27.0	36.3	39.1	35.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	37.7	15.5	16.4
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-5.0	-19.1	-26.8
이자보상배율(배)	19.0	34.8	82.7	141.3	-240.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.5	7.6	7.6
재고자산회전율	47.0	48.7	48.5	48.7	48.6
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

Compliance Notice

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642	573	675	816	1,056
현금및현금성자산	201	106	173	272	469
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	294	318	343
재고자산	41	42	46	50	54
비유동자산	999	1,003	1,070	1,075	1,088
유형자산	597	618	663	661	668
무형자산	151	148	139	129	119
투자자산	154	123	125	130	134
자산총계	1,641	1,576	1,745	1,891	2,144
유동부채	637	468	408	193	237
매입채무및기타채무	30	47	51	55	60
단기차입금	172	163	110	60	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	70	60	65
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	478	254	302
지배주주지분	967	1,059	1,267	1,637	1,842
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	132	132	132
자본조정등	-94	-114	-109	-109	-109
기타포괄이익누계액	0	0	0	106	106
이익잉여금	890	1,002	1,203	1,467	1,672
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,267	1,637	1,842
비이자부채	356	354	368	294	327
총차입금	318	163	110	-41	-24
순차입금	117	57	-64	-312	-493

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	497	491	533
당기순이익	253	243	351	412	390
비현금성 비용 및 수익	348	410	269	102	160
유형자산감가상각비	181	192	183	166	168
무형자산상각비	7	8	11	10	10
운전자본변동	-42	-57	-77	-22	-22
매출채권등의 감소	-8	-17	-29	-25	-25
재고자산의 감소	11	1	-3	-4	-4
매입채무등의 증가	1	17	4	4	4
기타 영업현금흐름	-41	-98	-47	-2	5
투자활동 현금흐름	-58	-269	-527	-130	-194
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-263	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	4	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	32	59	7
기타	4	2	-297	-26	-26
재무활동 현금흐름	-377	-325	-189	-262	-313
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-189	-262	-313
기타 및 조정	0	0	286	0	0
현금의 증가	82	-96	68	99	27
기초현금	119	201	106	173	272
기말현금	201	106	173	272	299

동 자료에 기재된 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												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	122	89.7
중립	14	10.3
매도	0	0.0

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

