

Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	130,000원
현재가 (2/17)	98,300원

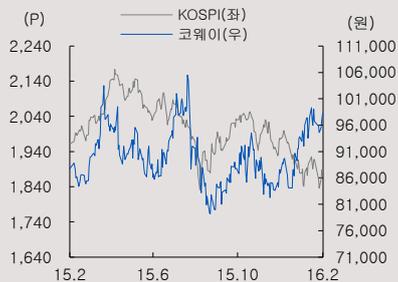
KOSPI (2/17)	1,883.94pt
시가총액	7,581십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	105,500원
최저가	79,200원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	52.8%
배당수익률 (2015F)	3.3%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 10인	31.09%
국민연금	6.04%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	12%	17%
절대기준	5%	7%	12%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(15)	4,534	4,498	▲
EPS(16)	5,078	4,888	▲

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)

불황 속 완벽한 펀더멘털 강조

Review: 매출액 17%, 영업이익 36%, 순이익 96% 증가

코웨이의 개별기준 2015년 4분기(yoy) 실적은 매출액 16.5%, 매출총이익 17.4%, 영업이익 36.1%, 순이익 96.4% 증가하며 IBK추정치와 컨센서스를 상회했다. 추정치와 컨센서스 대비 매출액은 6% 상회했으며, 영업이익은 각각 17%, 9% 상회했다. 환경가전이 16.2%의 고성장을 시현한 이유는 1)렌탈: 탄산음료정수기, IoCare 청정기 등 고가 제품의 라인업으로 5만원대(평균 25,000원)의 ARPU 출연과 렌탈판매량 최고치인 141만대 경신 2)일시불: 고가의 전기레인지, 진공청소기 판매 급증 및 연수기의 일시불 판매 전환 3)홈케어: 매트리스의 내용연수 재평가로 금융리스 전환 효과 261억원 반영에 있다. 그 외에 부진했던 수처리와 수출까지 전년대비 각각 44%, 24% 성장했기 때문이다. 한편 순이익은 전년동기 약 100억원(손상차손 24억원, 외화환산손 68억원, 유효법인세율 16억원 등의) 일회성 이슈를 반영했다.

해약률 4분기 0.96%로 2분기, 3분기 1%에서 안정화

해약률은 2013년 이후 1% 미만을 유지했는데 지난해 1분기 0.96%에서 2분기 1.01%, 3분기 1.07%로 2분기와 3분기 급격하게 상승했다. 주된 이유는 2012년 3분기 혁신 신제품(얼음정수기, 한뼘정수기)의 의무사용기간을 2년에서 3년으로 연장하는 마케팅이 있었으며 2015년 만기도래 시점에서 영향을 받았기 때문이다. 4분기 해약률은 집중적인 고객 관리를 통해 0.96%로 하락하며 최근의 우려감도 씻어냈다.

매각 지연에 따른 부담은 존재하지만 완벽한 펀더멘털 강조

코웨이는 2015년 주당 배당액 2,800원(배당성향 60%)을 결정했다. 2014년(DPS 2,000원 배당성향 61%) 대비 긍정적 수준으로 판단된다. 2015년 완벽한 펀더멘털이 확인 되었지만, 최대주주의 코웨이 매각 지연으로 막연한 우려감은 여전히 존재한다. 그럼에도 업종 내 경기 방어적이고 독자적인 수익모델과 높은 영업이익률 및 배당정책 등에 근거할 때 기존 밸류에이션 수준과 목표주가 130,000원을 유지한다. 또한 2015년의 국내 환경가전 관련 포트폴리오의 경쟁력 강화에 근거할 때 2016년 가이던스인 매출액 8.5%, 영업이익 8.8%의 성장성은 충분히 시현 가능할 전망이다.

(단위:십억원 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,161	2,338	2,522
영업이익	333	377	463	506	552
세전이익	351	330	460	515	566
당기순이익	253	243	350	392	430
EPS(원)	3,283	3,150	4,534	5,078	5,576
증가율(%)	111.4	-4.1	43.9	12.0	9.8
영업이익률(%)	17.2	18.7	21.4	21.6	21.9
순이익률(%)	13.1	12.1	16.2	16.8	17.1
ROE(%)	28.6	24.0	30.0	28.8	27.5
PER	20.2	26.7	18.6	19.1	17.4
PBR	5.3	6.1	5.1	5.1	4.5
EV/EBITDA	10.0	11.4	9.7	10.7	9.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Review: 평균 ARPU 25,000원을 상회하는 프리미엄의 라인업

-별도기준은

매출액 +16.5%

-전 부문 판매 호조

-중국 ODM수출 둔화

영업이익 +36.1%

순이익 +96.2%

외화환산손 68억원

14.4Q 금형 등 손상차손 24억원

유효법인세율 차이 16억원

-연결기준은

매출액 +16.3%

영업이익 +57.4%

순이익 +69.6%

*해외법인(미국,말레이시아)

평균 20~30%의 외형성장성

지속

표 1. 코웨이 IFRS 개별 15.4Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	14.4Q	15.3Q	15.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	4,995	5,457	5,821	6.7	16.5	5,489	6.0	5,475	6.3
렌탈	3,588	3,764	3,802	1.0	6.0	3,893	-2.3	-	-
*금융리스		148	261	76.4	-	-	-	-	-
멤버십	469	445	437	-1.8	-6.8	495	-11.7	-	-
일시불	267	456	542	18.9	103.0	345	57.1	-	-
화장품	200	186	202	8.6	1.0	255	-20.8	-	-
수출	335	358	414	15.6	23.6	366	13.1	-	-
기타(수처리)	59	100	111	11.0	88.1	135	-17.8	-	-
매출총이익	3,384	3,770	3,973	5.4	17.4	3,759	5.7	-	-
영업이익	932	1,256	1,268	1.0	36.1	1,081	17.3	1,163	9.0
GPM	67.7	69.1	68.3	-0.8	0.5	68.5	-0.2	-	-
OPM	18.7	23.0	21.8	-1.2	3.1	19.7	2.1	21.2	0.5
순이익	453	1,004	889	-11.5	96.2	905	-1.8	871	2.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

표 2. 2015년 개별실적 및 2016년 전망

(단위: 억원, %, p)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q(P)	2014	YoY	2015F		YoY	2016	YoY
											기존	변경			
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,059	5,275	5,457	5,821	20,137	4.1	21,280	21,613	7.3	23,379	8.2
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,764	3,802	14,006	5.0	15,002	14,911	6.5	15,684	5.2
금융리스							148	261				409	-	1,105	170.2
멤버십	439	457	469	469	460	454	445	437	1,834	6.4	1,854	1,796	-2.1	1,810	0.8
일시불	276	374	318	267	300	414	456	542	1,235	-17.3	1,515	1,712	38.7	1,825	6.6
화장품	210	223	172	200	230	211	186	202	804	5.2	882	829	3.1	850	2.5
수출	452	557	330	335	330	390	358	414	1,674	15.7	1,444	1,492	-10.9	1,605	7.6
기타(수처리)	148	154	146	136	106	95	100	111	584	1.0	436	462	-20.9	500	8.3
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,468	3,607	3,770	3,770	13,403	4.9	14,604	14,818	10.6	15,489	4.5
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	68.6	68.4	69.1	68.3	66.6	0.5	68.6	68.6	2.0	66.3	-2.3
영업이익	898	976	970	932	989	1,117	1,256	1,268	3,776	13.3	4,443	4,630	22.6	5,064	9.4
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	19.5	21.2	23.0	21.8	18.8	1.5	20.9	21.4	2.7	21.7	0.2
순이익	661	652	664	453	751	850	1,004	889	2,430	-4.0	3,510	3,494	43.8	3,921	12.2

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 4,498 16년 추정 EPS 4,888	15년 추정 EPS 4,534 16년 추정 EPS 5,078 16년 추정 Forward EPS 5,161
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배
15년 예상 순현금 주식수	100 77,124	500 77,124
목표주가	130,000원	130,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,161	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	7.3	8.2	7.9
매출원가	652	673	680	789	883
매출총이익	1,282	1,340	1,482	1,549	1,639
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	68.5	66.2	65.0
판매비	949	963	1,022	1,046	1,097
판매비율(%)	49.1	47.8	47.3	44.7	43.5
영업이익	333	377	463	506	552
증가율(%)	46.3	13.3	22.5	9.4	9.1
영업이익률(%)	17.2	18.7	21.4	21.6	21.9
순금융손익	-14	-9	-3	-2	14
이자손익	-14	-9	-3	-2	2
기타	0	0	0	0	12
기타영업외손익	-9	-9	1	11	-5
중속/관계기업손익	40	-31	0	0	5
세전이익	351	330	460	515	566
법인세	97	87	110	124	136
법인세율	27.8	26.3	24.0	24.0	24.0
계속사업이익	253	243	350	392	430
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	350	392	430
증가율(%)	111.4	-4.1	43.9	12.0	9.8
당기순이익률 (%)	13.1	12.1	16.2	16.8	17.1
지배주주당기순이익	253	243	350	392	430
기타포괄이익	-1	-8	0	0	0
총포괄이익	253	235	349	392	430
EBITDA	522	577	670	686	733
증가율(%)	30.6	10.6	16.1	2.3	6.9
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	31.0	29.3	29.1

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,534	5,078	5,576
BPS	12,543	13,732	16,468	18,849	21,728
DPS	2,710	2,000	2,800	2,800	2,800
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	18.6	19.1	17.4
PBR	5.3	6.1	5.1	5.1	4.5
EV/EBITDA	10.0	11.4	9.7	10.7	9.8
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	4.1	7.3	8.2	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	43.9	12.0	9.8
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	3.3	2.9	2.9
ROE	28.6	24.0	30.0	28.8	27.5
ROA	15.1	15.1	20.9	21.7	22.5
ROIC	29.0	27.0	35.3	36.6	38.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	39.5	26.5	18.0
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-0.1	-9.2	-15.6
이자보상배율(배)	19.0	34.8	104.8	181.6	-27,278.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.1	6.8	6.9
재고자산회전율	47.0	48.7	48.5	48.0	48.5
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642	573	669	739	866
현금및현금성자산	201	106	117	156	238
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	334	352	380
재고자산	41	42	47	50	54
비유동자산	999	1,003	1,102	1,099	1,112
유형자산	597	618	673	668	671
무형자산	151	148	140	130	120
투자자산	154	123	126	129	133
자산총계	1,641	1,576	1,771	1,838	1,978
유동부채	637	468	425	318	230
매입채무및기타채무	30	47	46	49	53
단기차입금	172	163	116	123	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	76	67	72
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	501	385	302
지배주주지분	967	1,059	1,270	1,454	1,676
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-94	-114	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	890	1,002	1,203	1,386	1,608
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,270	1,454	1,676
비이자부채	356	354	385	362	327
총차입금	318	163	116	23	-24
순차입금	117	57	-1	-133	-262

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	481	540	564
당기순이익	253	243	350	392	430
비현금성 비용 및 수익	348	410	356	167	157
유형자산감가상각비	181	192	196	169	171
무형자산상각비	7	8	11	10	10
운전자본변동	-42	-57	-145	-17	-25
매출채권등의 감소	-8	-17	-65	-19	-28
재고자산의 감소	11	1	-4	-3	-4
매입채무등의 증가	1	17	0	3	4
기타 영업현금흐름	-41	-98	-80	-2	2
투자활동 현금흐름	-58	-269	-717	-186	-195
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-300	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	7	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	-5	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	21	-3	7
기타	4	2	-440	-19	-28
재무활동 현금흐름	-377	-325	-172	-315	-457
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-172	-315	-457
기타 및 조정	0	0	420	0	0
현금의 증가	82	-96	12	39	-89
기초현금	119	201	106	117	156
기말현금	201	106	117	156	68

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												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2015.01.01~2015.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	123	91.8
중립	11	8.2
매도	0	0.0

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

