

코웨이 (021240)

완전무결함으로 진화

생활소비재

Results Comment
2016.2.18

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	140,000
현재주가(16/02/17,원)	98,300
상승여력	42%

영업이익(15F,십억원)	463
Consensus 영업이익(15F,십억원)	440
EPS 성장률(15F,%)	37.5
MKT EPS 성장률(15F,%)	19.8
P/E(15F,x)	18.9
MKT P/E(15F,x)	11.1
KOSPI	1,883.94
시가총액(십억원)	7,581
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.2
외국인 보유비중(%)	52.8
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	79,200
52주 최고가(원)	105,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	7.3	12.1
상대주가	4.5	12.1	16.7



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

박치영
02-768-4156
chiyoung.park@dwsec.com

4Q15 Review: 역대 최대 실적 경신, 연결 영업이익 컨센서스 23% 상회

코웨이의 4Q15 연결기준 잠정실적은 매출액 6,313억원(+16.3% YoY), 영업이익 1,286억원(+57.4% YoY), 영업이익률 20.4%로 발표되었다. 영업이익이 당사 추정치와 컨센서스를 각각 13%, 23% 상회한 어닝 서프라이즈였다. 매출 실적은 매트리스 사업 수익 인식법과 관련한 회계 기준 변화 요인(261억원)을 감안할 경우 컨센서스 대비 약 3% 높았다. 매출액과 영업이익, 순이익 모두 3분기에 이어 또 한 번 분기 사상 최대 실적을 경신하였다.

환경가전 매출 실적은 당 분기 +16.2% YoY 성장했다. 홈케어 사업 내 금융리스 실적을 제거한 기준으로도 +10.2% YoY 증가해 악화되는 내수 경기와 대조되는 모습이었다. 신규 렌탈 판매량 +8.4% YoY 성장한 가운데 프리미엄 제품 비중도 2014년 27%에서 2015년 30%로 확대되었다. 고기능성 제품군의 구조적 비중 확대는 추가 ARPU 상승과 수익성 개선에 대한 기대를 높인다. 3Q13부터 1년 반 이상 구조조정 과정을 거친 일시불 판매도 당 분기 +103% YoY 매출 신장을 기록해 재편된 포트폴리오의 힘을 입증했다.

핵심 지표의 가시적인 회복, 그리고 한층 진화할 미래

직전분기 의무사용기간 만기 도래 계정의 일시적 증가로 다소 악화되었던 해약률과 렌탈자산 폐기손실 지표는 당 분기 사상 최저 수준으로 재차 개선되었다(해약률 0.96%, 렌탈자산 폐기손실비율 2.6%). 고객 서비스와 만족도, 판매 조직의 효율성 등을 포괄하는 독보적인 핵심 역량의 강화가 기대 이상의 복원력으로 연계된 것으로 판단한다.

2016년 사업 계획은 연결 매출액과 영업이익 각각 +10.6%, +7.7%의 성장을 목표로 하고 있다(영업이익률 19.5%). 2015년 다소 미진했던 해외 ODM 수출과 국내 화장품 사업도 각각 +37.5%, +14.3%의 높은 성장을 타겟하고 있는데, 주력 채널과 브랜드 인지도 강화 작업이 이미 상당부분 진행되어온 점을 감안하면 충분히 실현 가능할 것으로 보인다.

여전히 저평가되어있는 무형의 핵심 가치

코웨이가 국내외 소비재 시장에서 차별화될 수 있는 핵심 근거는 soft skill의 영역에 있다. 소비자가 감응할 수 있는 혁신적인 제품 개발 능력, 그리고 전체 소비 여력 확대 여부와 무관하게 안정적인 수요를 뒷받침하는 렌탈 시스템, 섬세하고 전략적으로 운영되는 서비스 조직 관리 등과 관련한 독보적인 역량은 다수의 정량적 강점(풍부한 현금흐름, 순현금 재무구조, 주주 친화적인 배당정책 등) 이상의 가치를 정당화한다.

코웨이에 대한 매수 투자 의견을 유지하고, 일부 조정된 수익 전망을 반영하여 목표주가는 기존 13만원 대비 7.7% 상향 조정된 14만원을 제시한다(DCF Valuation 기법 유지). 한국 시장 내 가장 독보적인 포트폴리오를 지닌 소비재 업체로 중장기 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	1,993	2,118	2,160	2,315	2,536	2,748
영업이익 (십억원)	226	339	364	463	502	540
영업이익률 (%)	11.3	16.0	16.9	20.0	19.8	19.7
순이익 (십억원)	94	245	250	343	361	389
EPS (원)	1,219	3,178	3,237	4,451	4,681	5,044
ROE (%)	12.3	28.4	25.2	30.2	27.5	26.5
P/E (배)	35.7	20.9	26.0	18.9	21.0	19.5
P/B (배)	3.8	4.9	5.6	4.8	5.0	4.6

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

4Q15 Review

표 1. 4Q15 Review

(십억원, %)

	4Q14	3Q15	4Q15P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	543	580	631	573	589	16.3	8.8
영업이익	82	124	129	114	105	57.4	3.8
영업이익률 (%)	15.1	21.4	20.4	19.9	17.8		
세전이익	72	122	123	105	104	71.5	0.8
순이익	53	92	91	79	75	69.6	-2.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	2,257	2,443	2,315	2,536	2.6	3.8	- 일시불 판매실적 상향
영업이익	449	501	463	502	3.3	0.0	- 매출원가, 판관비 하향조정
세전이익	439	485	454	488	3.4	0.5	
순이익	334	366	343	361	2.6	-1.5	- 세율 조정

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. DCF Valuation 내역

(십억원, %)

	15P	16F	17F	18F	19F
EBIT	463	502	540	552	564
- EBIT에 대한 세금	113	130	141	143	147
- CAPEX	312	310	310	317	323
- 순운전자본 증가(감소)	60	23	20	21	21
+ 감가상각비	208	185	200	204	209
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	41	44	60	60	61
FCFF	235	275	337	344	350
추정마지막년도 FCFF		322			
Terminal Value		11,899			
Terminal Growth		2%			
NPV of FCFF		1,389			
PV of Terminal Value		9,372			
Enterprise Value		10,762			
Cash & Equivalents		116			
Other Investment		3			
Interest Bearing Debt		97			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		10,782			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		140,000			
현재주가 (원)		98,300			
Upside (%)		42.4%			

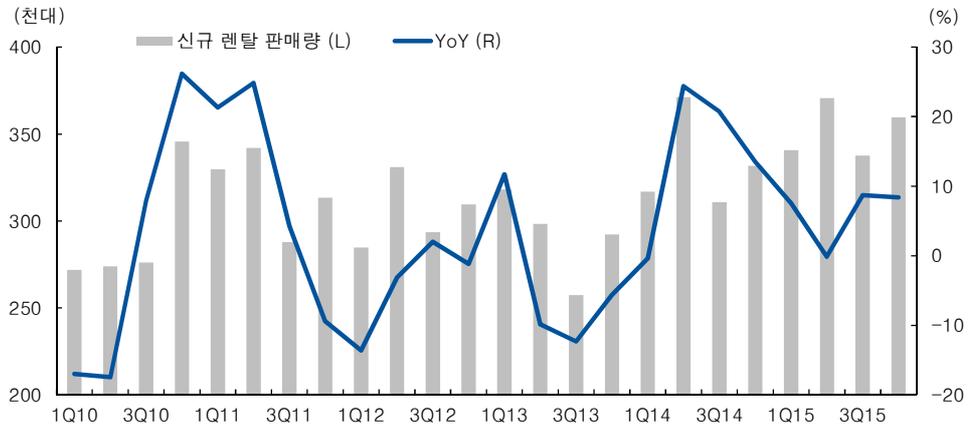
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 분기별 환경가전 매출액 추이



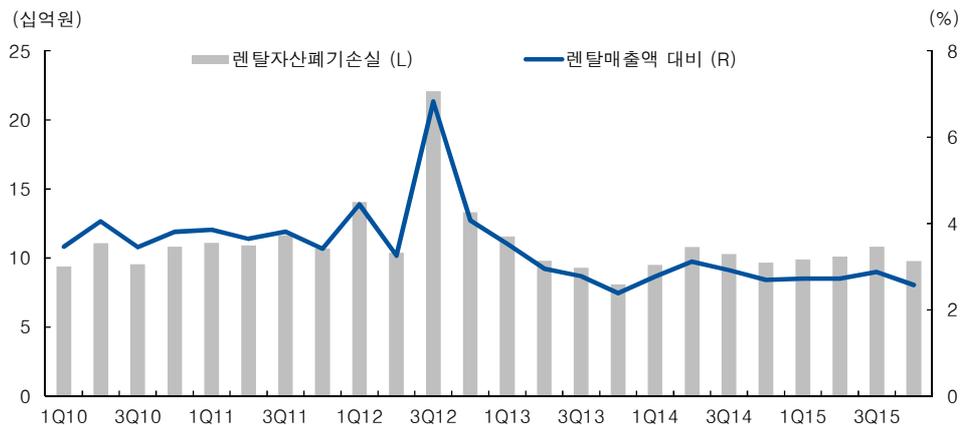
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 신규 렌탈 판매량 추이



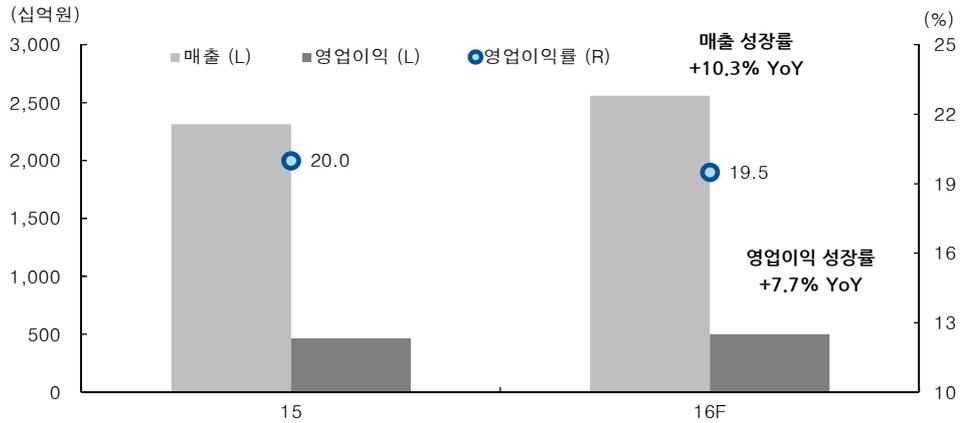
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 렌탈자산폐기손실 추이



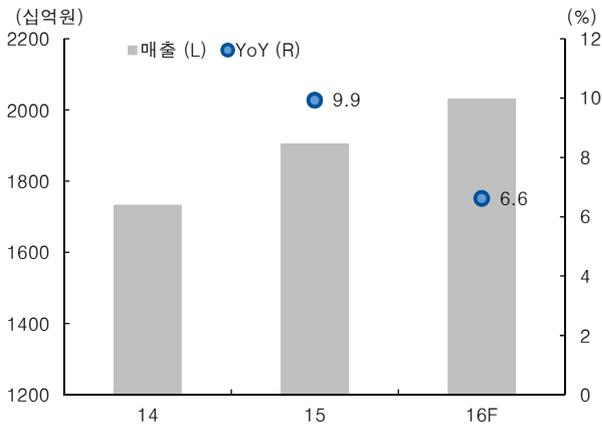
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 2016년 실적 가이드스



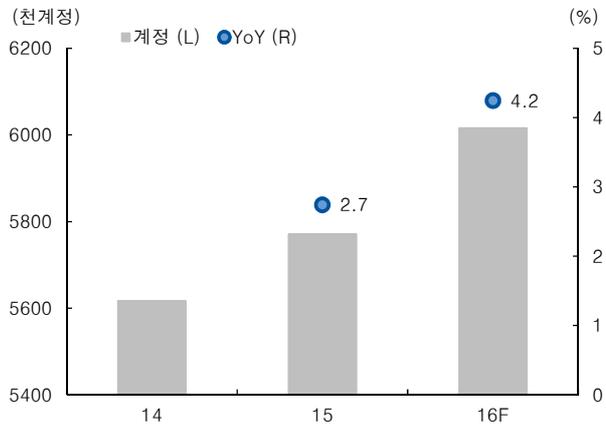
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 환경가전사업 매출 가이드스



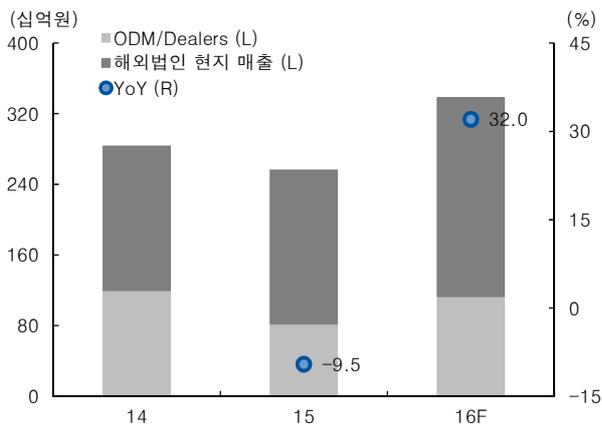
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 환경가전사업 관리계정 목표



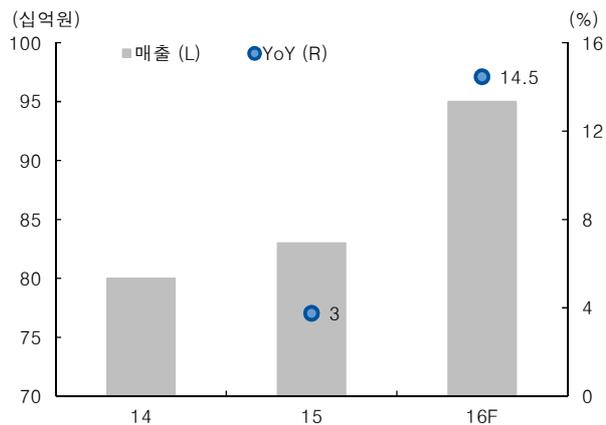
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 해외사업 실적 가이드스



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 국내 화장품 실적 가이드스



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,160	2,315	2,536	2,748
매출원가	727	729	768	834
매출총이익	1,433	1,586	1,768	1,914
판매비와관리비	1,069	1,123	1,266	1,373
조정영업이익	364	463	502	540
영업이익	364	463	502	540
비영업손익	-32	-9	-14	-14
금융손익	-9	-3	-1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	332	454	488	526
계속사업법인세비용	83	111	127	137
계속사업이익	250	343	361	389
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	250	343	361	389
지배주주	250	343	361	389
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	241	337	361	389
지배주주	241	337	361	389
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	578	678	693	747
FCF	231	199	230	264
EBITDA 마진율 (%)	26.8	29.3	27.3	27.2
영업이익률 (%)	16.9	20.0	19.8	19.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	14.8	14.2	14.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	537	511	540	574
당기순이익	250	343	361	389
비현금수익비용가감	415	405	319	342
유형자산감가상각비	206	208	185	200
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	201	190	127	136
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	-124	-14	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-53	-9	-22
재고자산 감소(증가)	-3	-11	-2	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	20	2	5
법인세납부	-99	-114	-127	-137
투자활동으로 인한 현금흐름	-299	-325	-254	-265
유형자산처분(취득)	-296	-295	-268	-263
무형자산감소(증가)	-6	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-5	-2	-5
기타투자활동	3	-20	16	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-328	-217	-220	-240
장단기금융부채의 증가(감소)	-168	-77	-10	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-124	-148	-208	-238
기타재무활동	-36	8	-2	-2
현금의 증가	-91	-31	65	69
기초현금	239	147	116	182
기말현금	147	116	182	250

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

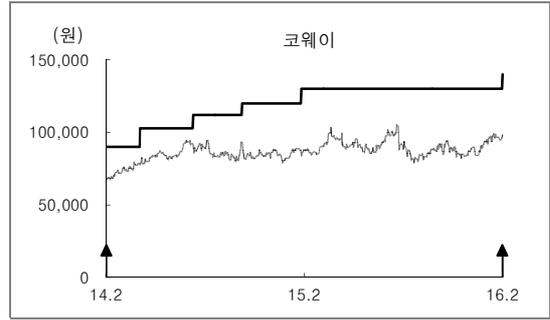
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	597	653	739	837
현금 및 현금성자산	147	116	182	250
매출채권 및 기타채권	225	275	285	308
재고자산	62	70	73	78
기타유동자산	163	192	199	201
비유동자산	1,025	1,122	1,186	1,248
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	675	696	779	842
무형자산	171	167	161	154
자산총계	1,622	1,775	1,925	2,086
유동부채	526	472	460	469
매입채무 및 기타채무	215	209	216	234
단기금융부채	164	80	70	70
기타유동부채	147	183	174	165
비유동부채	56	64	74	74
장기금융부채	10	18	18	18
기타비유동부채	46	46	56	56
부채총계	582	536	534	543
지배주주지분	1,038	1,238	1,391	1,542
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	986	1,180	1,333	1,485
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,039	1,239	1,392	1,543

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	26.0	18.9	21.0	19.5
P/CF (x)	9.8	8.7	11.1	10.4
P/B (x)	5.6	4.8	5.0	4.6
EV/EBITDA (x)	11.3	9.5	10.8	9.9
EPS (원)	3,237	4,451	4,681	5,044
CFPS (원)	8,622	9,702	8,821	9,474
BPS (원)	15,146	17,647	19,631	21,592
DPS (원)	2,000	2,800	3,200	3,600
배당성향 (%)	59.4	60.6	65.9	68.8
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.3	3.7
매출액증가율 (%)	2.0	7.2	9.5	8.4
EBITDA증가율 (%)	7.6	17.3	2.2	7.8
조정영업이익증가율 (%)	7.4	27.2	8.4	7.6
EPS증가율 (%)	1.9	37.5	5.2	7.8
매출채권 회전을 (회)	10.3	10.0	9.7	10.0
재고자산 회전을 (회)	33.8	35.1	35.5	36.4
매입채무 회전을 (회)	15.2	12.5	13.2	13.5
ROA (%)	15.2	20.2	19.5	19.4
ROE (%)	25.2	30.2	27.5	26.5
ROIC (%)	27.0	31.8	30.5	30.8
부채비율 (%)	56.0	43.3	38.3	35.2
유동비율 (%)	113.5	138.3	160.7	178.5
순차입금/자기자본 (%)	2.0	-1.7	-7.0	-10.7
조정영업이익/금융비용 (x)	31.6	108.7	238.2	282.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2016.02.17	매수	140,000원
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.28	매수	112,000원
	2014.04.21	매수	103,000원
	2014.02.16	매수	90,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.08%	11.76%	17.16%	0.00%

* 2015년 12월 31일 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.