

코웨이 (021240)



4Q15 Review: 차고 넘치는 공간

소비재/화장품 김영욱
nick.kim@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	120,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(2/17)	98,300원
예상 증가상승률	22.1%
시가총액	75,814억원
비중(KOSPI내)	0.64%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	79,200 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	135억원
외국인 지분율	52.8%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 10인	31.0
국민연금공단	6.0
Lazard Asset Management LLC	5.2

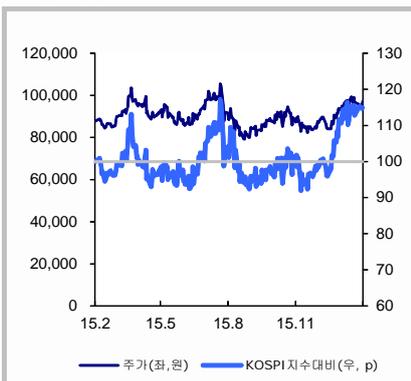
Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	26.0	22.1	19.9
PBR(배)	7.5	7.1	6.1
EV/EBITDA(배)	11.3	10.7	9.6
배당수익률(%)	2.4	2.8	3.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	4.8	7.3	12.1	16.9
KOSPI대비 상대수익률(%)	4.5	11.6	16.0	20.8

Price Trend



▶ Highlight

4Q15 IFRS 연결기준 매출액 6,313억원(YoY +16.3%), 영업이익 1,285억원(YoY +57.2%), 당기순이익 905억원(YoY +69.6%) 기록. 당사 추정치 및 시장 컨센서스 상회

▶ Pitch

투자의견 BUY 및 목표주가 120,000원 유지. 1)일시불 부문의 카테고리 확장 및 2)렌탈 부문의 프리미엄화 지속 그리고 3)타이트한 판관비 통제 능력이 역대 최대 실적 견인. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였으며, 2016년 추정치 기준 implied PER, EV/EBITDA는 각각 24.3, 9.6배. 매각 이슈는 잠재적 리스크 요인이나, 목표가의 내재 valuation 수준은 무리 없다고 판단

▶ In detail

- **국내 환경가전 사업:** 환경가전 매출액 5,093억원(YoY +16.2%) 기록. 렌탈부문의 외형 증가율(YoY +6.0%)이 꾸준함과 더불어 일시불 매출액 YoY +81.7% 증가. 전기레인지, 진공청소기 등 신규 아이템 판매 호조 및 금융리스 매출액(4Q15 기준 261억원) 반영에 의해 환경가전 부문의 투자리수 성장 견인
- **관리 지표:** 2015년 연중 지속적인 해약률 상승은 렌탈자산에 대한 3년 의무사용 기간 약정 도래에 따라 단기적 해약 건수가 증가했기 때문. 하지만 4Q15 기준 코웨이가 내부적 hurdle 기준으로 삼는 1% 미만인 0.96% 기록
- **해약 계정 또한 의무사용 기간 약정 도래 이후의 비중이 높아 렌탈자산폐기손실 측면에서 추가상각 부담 낮기 때문에 폐기손실 비율(4Q15 기준 2.6%) 통제 또한 안정적 수준**
- **해외사업:** 주력 거점인 말레이시아와 미국은 각각 YoY +19.5%, +29.9%의 외형증가를 기록(관리계정 또한 각각 YoY +47%, 14% 증가)하면서 시장 지배력 확대 중. 특히, 말레이시아의 경우 2016년부터 광고를 시작함에 따라 관리계정 증가 추세에 박차를 가할 것으로 예상

2016년 전망

- 2016년 기준 매출액 2조4,856억원(YoY +7.4%), 영업이익 5,095억원(YoY +10.0%), 당기순이익 3,810억원(YoY +11.0%) 전망

▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '15.12P	당사 추정치 대비 '15.12E	차이(%)	전년 동기 대비 '14.12A	차이(%)	전분기 대비 '15.09A	차이(%)	시장 컨센서스 대비 '15.12E	차이(%)
매출액	631.3	586.3	7.7	542.9	16.3	580.4	8.8	589.9	7.0
영업이익	128.5	100.9	27.4	81.7	57.2	123.9	3.7	106.9	20.2
순이익	90.5	75.1	20.5	53.4	69.6	92.4	(2.0)	77.8	16.3
이익률(%)									
영업이익	20.4	17.2		15.1		21.4		18.1	
순이익	14.3	12.8		9.8		15.9		13.2	
차이(%p)									
영업이익		3.1		5.3		(1.0)		2.2	
순이익		1.5		4.5		(1.6)		1.1	



Fig. 01: 코웨이 부문별 실적 요약

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015P	2016E
연결 매출액(억원)	5,482	5,553	5,804	6,313	5,979	6,321	6,086	6,470	23,152	24,856
환경가전	4,446	4,635	4,865	5,093	4,868	5,138	5,207	5,367	19,038	20,580
렌탈	3,633	3,712	3,764	3,802	4,063	4,196	4,145	4,316	14,911	16,720
멤버십	460	453	593	437	412	415	405	401	1,943	1,633
일시불	353	470	508	592	393	527	657	650	1,923	2,227
화장품	231	211	186	202	251	235	212	204	830	902
수출	330	390	358	414	436	437	459	448	1,492	1,780
ODM/Dealers	248	188	159	227	233	227	237	218	822	914
해외법인항	82	202	199	187	203	210	223	230	670	866
YoY(%)										
환경가전	6.1	6.2	12.8	16.2	9.5	10.8	2.2	5.4	10.4	8.1
렌탈	6.1	7.1	6.7	6.0	11.8	13.0	9.0	13.5	6.5	12.1
멤버십	4.8	(1.0)	26.6	(6.7)	(10.5)	(8.4)	(7.4)	(8.3)	6.0	(16.0)
일시불	28.1	25.7	59.7	81.7	11.3	12.1	11.0	9.7	48.7	15.8
화장품	10.0	(5.4)	8.1	1.0	8.7	11.2	5.0	1.1	3.1	8.7
수출	(27.0)	(30.0)	8.5	23.6	32.0	12.2	10.9	8.1	(10.9)	19.3
ODM/Dealers	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(7.3)	(6.1)	20.8	4.2	(4.2)	(31.7)	11.2
해외법인항	(25.5)	43.3	53.1	107.8	147.4	4.1	19.0	23.0	42.3	29.2
연결 매출액 대비 비중(%)										
환경가전	81.1	83.5	83.8	80.7	81.4	81.3	85.6	82.9	82.2	82.8
렌탈	66.3	66.8	64.8	60.2	68.0	66.4	68.1	66.7	64.4	67.3
멤버십	8.4	8.2	10.2	6.9	6.9	6.6	6.7	6.2	8.4	6.6
일시불	6.4	8.5	8.8	9.4	6.6	8.3	10.8	10.0	8.3	9.0
화장품	4.2	3.8	3.2	3.2	4.2	3.7	3.5	3.2	3.6	3.6
수출	6.0	7.0	6.2	6.6	7.3	6.9	7.5	6.9	6.4	7.2
ODM/Dealers	4.5	3.4	2.7	3.6	3.9	3.6	3.9	3.4	3.6	3.7
해외법인항	1.5	3.6	3.4	3.0	3.4	3.3	3.7	3.6	2.9	3.5
매출원가	1,752	1,706	1,781	2,050	1,908	1,972	1,905	2,122	7,289	7,908
매출총이익	3,730	3,847	4,023	4,263	4,070	4,349	4,181	4,348	15,863	16,948
판매비	2,727	2,742	2,784	2,978	2,850	2,992	2,918	3,094	11,231	11,853
영업이익	1,003	1,105	1,239	1,285	1,221	1,357	1,263	1,254	4,632	5,095
OPM(%)	18.3	19.9	21.4	20.4	20.4	21.5	20.8	19.4	20.0	20.5
당기순이익	776	827	924	905	940	1,028	941	901	3,432	3,810
NPM(%)	14.2	14.9	15.9	14.3	15.7	16.3	15.5	13.9	14.8	15.3

Note : K-IFRS 연결기준

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

Fig. 02: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2016.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2016.12E	2016.06E	2016.09E	2016.09E	2016.12E
매출액	580.6	633.2	605.0	628.9	597.9	632.1	608.6	647.0	3.0	(0.2)	0.6	2.9
영업이익	115.8	132.1	109.0	100.6	122.1	135.7	126.3	125.4	5.4	2.7	15.9	24.7
영업이익률(%)	19.9	20.9	18.0	16.0	20.4	21.5	20.8	19.4	0.5	0.6	2.7	3.4
EBITDA	178.1	195.3	172.7	165.0	184.9	199.3	190.5	190.4	3.8	2.1	10.3	15.4
EBITDA이익률(%)	30.7	30.8	28.6	26.2	30.9	31.5	31.3	29.4	0.3	0.7	2.8	3.2
순이익	88.9	100.1	81.0	73.7	94.0	102.8	94.1	90.1	5.7	2.7	16.2	22.3

Source: KTB투자증권



Fig. 03: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	2,447.7	2,634.2	2,838.8	2,485.6	2,690.5	2,916.8	1.5	2.1	2.7
영업이익	457.6	500.4	570.1	509.5	552.6	601.2	11.3	10.4	5.5
영업이익률(%)	18.7	19.0	20.1	20.5	20.5	20.6	1.8	1.5	0.5
EBITDA	711.1	764.0	847.3	765.2	819.2	882.8	7.6	7.2	4.2
EBITDA이익률(%)	29.1	29.0	29.8	30.8	30.4	30.3	1.7	1.4	0.4
순이익	343.7	375.6	428.6	381.0	412.9	450.1	10.9	9.9	5.0

Source: KTB투자증권

Fig. 04: 코웨이 Valuation

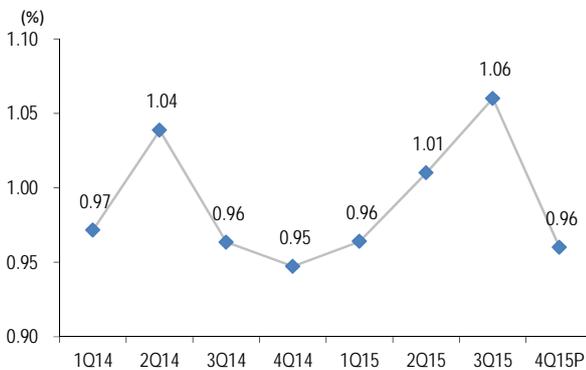
(단위: 억원, %, 원)

DCF Valuation	2014	2015P	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	3,644	4,632	5,095	5,526	6,012	6,333
NOPLAT	2,737	3,498	3,866	4,193	4,562	4,805
Depr. & amort.	2,136	2,353	2,557	2,667	2,816	3,111
Capex	3,118	3,085	2,855	2,986	3,291	4,166
Free Cash Flow		2,480	3,528	3,836	3,991	3,676
Discount Factor		1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		2,480	3,268	3,291	3,171	2,702
Sum of PV	28,835					
NPV of EVA	26,987					
NPV of CV	28,236					
Enterprise Value	93,387					
Equity Value	93,211					
Fair Price - EVA	120,857					

Key assumptions
 Risk Free = 3.0%
 Beta = 0.8
 Risk Premium = 6.5%
 g = 2.0%

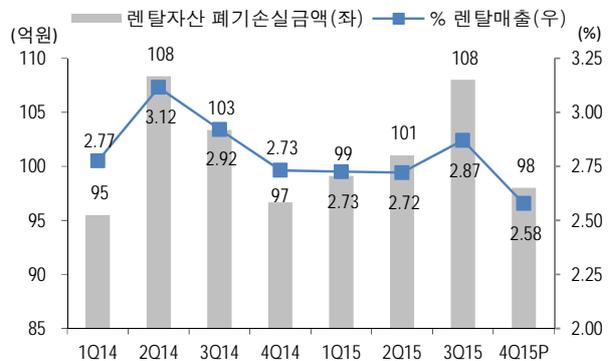
Source: KTB투자증권

Fig. 05: 해약률 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 06: 렌탈자산 폐기손실 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691.4	596.8	752.6	884.2	1,021.4
현금성자산	245.1	153.7	267.3	377.4	483.8
매출채권	249.5	229.2	259.2	277.3	300.3
재고자산	65.8	61.9	72.6	74.5	80.7
비유동자산	976.4	1,024.8	1,107.0	1,145.6	1,186.8
투자자산	161.3	179.0	229.5	238.8	248.5
유형자산	638.3	675.2	710.0	742.6	776.4
무형자산	176.8	170.6	167.5	164.3	161.9
자산총계	1,667.9	1,621.6	1,859.6	2,029.8	2,208.2
유동부채	676.7	526.0	544.4	546.8	556.3
매입채무	193.6	220.0	232.2	248.2	273.8
유동성이자부채	334.9	164.5	169.2	154.2	136.7
비유동부채	50.2	56.2	79.5	82.2	85.1
비유동이자부채	7.1	9.2	11.7	11.7	11.7
부채총계	727.0	582.2	623.9	629.0	641.4
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	127.4	127.4	127.4
이익잉여금	868.0	985.9	1,179.6	1,344.7	1,510.7
자본조정	(94.0)	(114.5)	(112.8)	(112.8)	(112.8)
자기주식	(103.0)	(129.6)	(125.2)	(125.2)	(125.2)
자본총계	940.9	1,039.4	1,235.7	1,400.8	1,566.9
투하자본	1,035.2	1,057.0	1,146.8	1,186.7	1,228.8
순차입금	96.8	20.0	(86.4)	(211.5)	(335.4)
ROA	14.3	15.2	19.7	19.6	19.5
ROE	28.4	25.2	30.2	28.9	27.8
ROIC	22.5	26.2	31.7	33.1	34.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	548.2	524.2	565.5	635.4	678.5
당기순이익	245.1	249.7	343.2	381.0	412.9
자산상각비	198.2	213.6	235.3	255.7	266.7
운전자본증감	(29.6)	(41.7)	(64.6)	(4.0)	(3.9)
매출채권감소(증가)	67.3	(3.4)	(32.6)	(18.1)	(23.0)
재고자산감소(증가)	19.0	(3.4)	(23.3)	(1.8)	(6.3)
매입채무증감(감소)	(82.4)	17.9	21.5	16.0	25.6
투자현금	(86.9)	(287.0)	(311.3)	(294.4)	(307.9)
단기투자자산감소	(13.8)	12.4	4.2	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(268.0)	(305.8)	(303.2)	(280.9)	(293.3)
유유형자산감소	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
재무현금	(373.8)	(327.6)	(134.1)	(230.9)	(264.3)
차입금증가	(262.4)	(162.1)	3.5	(15.0)	(17.5)
자본증가	(78.4)	(123.6)	(180.4)	(194.2)	(209.9)
배당금지급	78.4	123.6	180.4	194.2	209.9
현금 증감	86.3	(91.3)	119.7	110.1	106.4
총현금흐름(Gross CF)	619.3	665.0	675.7	639.4	682.4
(-) 운전자본증감(감소)	(200.6)	(22.9)	28.6	4.0	3.9
(-) 설비투자	268.0	305.8	303.2	280.9	293.3
(+) 자산매각	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
Free Cash Flow	559.1	385.6	343.5	350.4	380.4
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	559.1	385.6	343.4	350.3	380.3

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118.3	2,160.3	2,315.2	2,485.6	2,690.5
증가율 (Y-Y,%)	6.3	2.0	7.2	7.4	8.2
영업이익	339.0	364.4	463.2	509.5	552.6
증가율 (Y-Y,%)	49.9	7.5	27.1	10.0	8.5
EBITDA	537.2	578.0	698.5	765.2	819.2
영업외손익	(11.9)	(32.0)	(8.8)	(7.4)	(8.5)
순이자수익	(14.5)	(8.8)	(2.7)	(0.4)	(0.4)
외환관련손익	(3.6)	(0.1)	(1.2)	(2.1)	(3.1)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	327.1	332.4	454.4	502.1	544.1
당기순이익	245.1	249.7	343.2	381.0	412.9
지배기업당기순이익	245.1	249.7	343.2	381.1	413.0
증가율 (Y-Y,%)	160.6	1.9	37.4	11.0	8.4
NOPLAT	254.0	273.7	349.8	386.6	419.3
(+) Dep	198.2	213.6	235.3	255.7	266.7
(-) 운전자본투자	(200.6)	(22.9)	28.6	4.0	3.9
(-) Capex	268.0	305.8	303.2	280.9	293.3
OpFCF	384.8	204.4	253.3	357.4	388.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.8	5.1	5.5	7.6
영업이익증가율(3Yr)	10.7	15.8	27.0	14.5	14.9
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	13.6	19.5	12.5	12.3
순이익증가율(3Yr)	8.3	14.3	54.0	15.8	18.3
영업이익률(%)	16.0	16.9	20.0	20.5	20.5
EBITDA마진(%)	25.4	26.8	30.2	30.8	30.4
순이익률(%)	11.6	11.6	14.8	15.3	15.3

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	3,178	3,237	4,450	4,941	5,355
BPS	9,907	11,253	13,840	16,021	18,205
DPS	2,710	2,000	2,800	3,200	3,700
Multiples(x, %)					
PER	20.9	26.0	22.1	19.9	18.4
PBR	6.7	7.5	7.1	6.1	5.4
EV/ EBITDA	9.7	11.3	10.7	9.6	8.8
배당수익률	4.1	2.4	2.8	3.3	3.8
PCR	8.3	9.8	11.2	11.9	11.1
PSR	2.4	3.0	3.3	3.1	2.8
재무건전성 (%)					
부채비율	77.3	56.0	50.5	44.9	40.9
Net debt/Equity	10.3	1.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	18.0	3.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	102.2	113.5	138.3	161.7	183.6
이자보상배율	23.4	41.3	170.4	1,381.7	1,299.0
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	71.8	76.1	69.8	65.8	62.7
현금+투자자산(%)	28.2	23.9	30.2	34.2	37.3
자본구조					
차입금(%)	26.7	14.3	12.8	10.6	8.7
자기자본(%)	73.3	85.7	87.2	89.4	91.3



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	75%	HOLD :	25%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

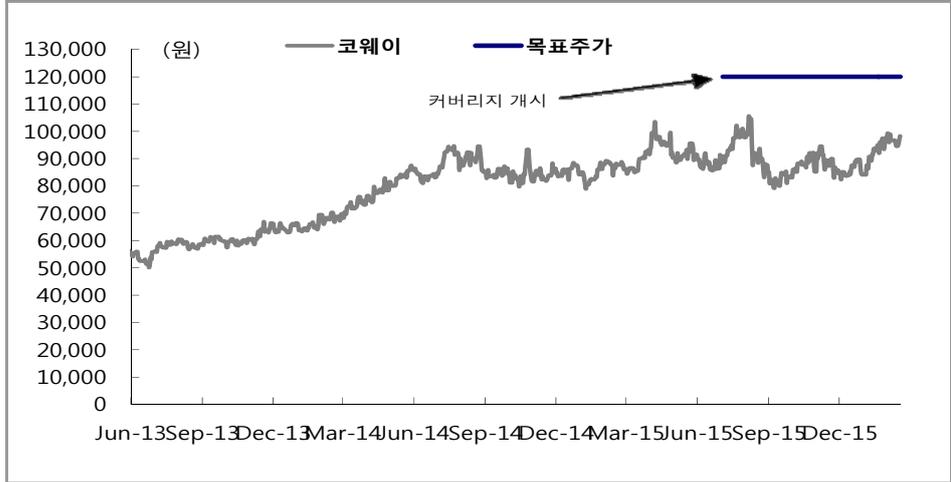
- 아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
 - BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
 - REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
 - HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
 - SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2015.07.13
투자의견	BUY
목표주가	120,000원
일자	
투자의견	
목표주가	

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.