

코웨이 (021240.KS)

불황에 더 돋보이는 이익 창출력

Company Note | 2016. 2. 18

프리미엄 비중 증가, 신제품 일시불 판매 호조 등에 힘입어 견조한 매출 성장 보임. 제품 믹스 개선과 비용 효율화로 영업이익률 큰 폭 개선. 비즈니스 모델 성격상 2016년에도 꾸준한 현금 흐름 증가 기대. Buy 유지

4분기 실적 예상 큰 폭 상회

코웨이의 4분기 별도 매출액과 영업이익은 5,821억원(+17%)과 1,268억원(+36%)으로 당사 예상치와 컨센서스를 큰 폭 상회. 일부 사업부문의 리스 관련 회계 처리 변화에 따른 효과 제거 시 매출 성장률은 8% 수준

핵심 사업인 환경 가전 부문에서 꾸준한 렌탈 증가(+6.0%, y-y)와 신규 아이템 일시불 판매 호조, 프리미엄 제품 비중 확대에 따른 ARPU^(주1) 증가 등에 힘입어 높은 매출 성장 달성한 것이 실적 호조의 주요 동인. 믹스 개선에 따라 원가율 50bps 하락, 효율적 비용 집행으로 영업이익률 310bps 상승. 해약률 다시 1% 미만으로 하락한 점 또한 긍정적

동사 특유의 견고한 현금흐름 창출력 발휘되면서, 순현금 상태로 전환. 실적 호조로 주당 배당금도 예상(2,647원)보다 높은 2,800원으로 결정. 이 배당 수준 유지된다면 현주가 대비 수익률은 약 2.9% 수준

2016년에도 꾸준한 성장 전망

코웨이의 2016년 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조3,193억원(+7.3%, y-y)과 5,124억원(+10.7%, y-y)에 달할 전망. 렌탈 사업의 특성상 동사는 거시환경 변화의 영향에서 비교적 자유로움. 공유경제 확산, 건강 관련 아이템의 수요 증가는 구조적으로 진행되는 소비 트렌드. 꾸준한 환경가전, 렌탈, 프리미엄 건강 제품 수요 확대를 기반으로 2016년에도 견조한 성장 예상. 시판 채널 확대 지속, 해외 사업 공략 등도 추가적인 성장 동인이 될 수 있을 것. 코웨이에 대한 기존 목표주가 12만5,000원(DCF^{주2)}로 산출)과 Buy 투자 의견 지속함. 현 주가는 2016년 기준 PER 20배 수준

주1) ARPU: 가입자당 평균 매출액, 주2) DCF: 현금흐름할인법

코웨이 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P				1Q16E	
					발표치	y-y	q-q	당사 추정		컨센서스
매출액	500	506	527	546	582	16.5	6.7	543	551	572
영업이익	93	99	112	126	127	36.1	2.5	103	117	99
영업이익률	18.7	19.5	21.2	23.0	21.8			19.1	21.3	17.3
세전이익	67	98	111	132	147	119.2	11.5	111	128	98
(지배)순이익	45	75	85	100	89	96.3	-11.5	71	92	73

주: IFRS 별도기준. 자료: 코웨이, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가 125,000원 (유지)

현재가 ('16/02/17) 98,300원

업종	기타 소비재
KOSPI / KOSDAQ	1,883.94 / 623.49
시가총액(보통주)	7,581.4십억원
발행주식수(보통주)	77.1백만주
52주 최고가('15/11/07)	105,500원
최저가('15/06/04)	79,200원
평균거래대금(60일)	13,556백만원
배당수익률(2016E)	3.1%
외국인지분율	52.8%

주요주주	
코웨이홀딩스 외 10인	31.1%
국민연금	6.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	12.6	7.3	12.1
상대수익률 (%)p	17.4	12.1	16.7

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	2,014	2,161	2,319	2,456
증감률	4.1	7.3	7.3	5.9
영업이익	377	463	512	550
영업이익률	18.7	21.4	22.1	22.4
(지배지분)순이익	243	349	382	407
EPS	3,150	4,531	4,957	5,283
증감률	-4.1	43.8	9.4	6.6
PER	26.7	18.6	19.8	18.6
PBR	6.1	5.4	5.6	5.0
EV/EBITDA	11.4	10.4	10.9	10.1
ROE	24.0	30.9	29.9	28.2
부채비율	48.8	45.1	42.0	40.0
순차입금	57	17	-53	-105

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhwm.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhwm.com

매출과 이익 모두 고른 성장

코웨이의 4분기 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,821억원(+16.5%)과 1,268억원(+36.1%)으로 당사 예상치와 컨센서스를 큰 폭 상회하였다. 매트리스 사업부의 리스 관련 회계 처리 변화에 따른 효과가 3분기부터 포함되었는데, 이를 제거하면 매출 성장률은 7.9% 수준으로 추산된다.

핵심 사업인 환경 가전 부문에서 꾸준한 렌탈 증가(+4.9%, y-y)와 신규 프리미엄 아이템(탄산 정수기 등) 판매 호조에 따른 ARPU 개선 등에 힘입어 높은 매출 성장 달성한 것이 실적 호조의 주요 동인이었다. 제품 믹스 개선이 힘을 발휘하면서 4분기 원가율은 전년동기 대비 60bps 하락하였다. 효율적 비용 집행으로 판관비율이 낮아지면서 영업이익률은 이보다 더 큰 310bps의 상승폭을 보였다. 3분기에 일시적으로 높아졌던 해약률도 다시 1% 미만으로 하락하면서 안정화되었다.

전반적으로 동사 특유의 견고한 현금흐름 창출력이 발휘되면서, 2015년 말 기준 순 현금 상태로 전환되었다. 실적 호조로 주당 배당금도 예상(2,647원)보다 높은 2,800원으로 결정되었다. 배당성향은 약 60%로 높아졌다. 이 배당 수준이 유지된다면 현 주가 대비 수익률은 약 2.9%이다.

코웨이의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2014	2015P	2016E
매출액	495	523	496	500	506	527	546	582	2,014	2,161	2,319
렌탈 매출액	342	347	353	359	363	371	376	376	1,401	1,491	1,634
멤버십 매출액	44	46	47	47	46	45	45	46	183	180	202
일시불 매출액	28	37	32	27	30	41	46	46	123	171	190
수출 매출액	45	56	33	33	33	39	36	36	167	149	158
화장품 매출액	21	22	17	20	23	21	19	19	80	83	87
기타	5	7	7	6	5	6	5	5	25	21	48
매출액 성장률	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	0.8	10.0	16.5	4.1	7.3	7.3
렌탈 매출액	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.0	6.7	4.9	5.0	6.5	9.6
멤버십 매출액	2.6	7.0	8.6	7.4	4.9	-0.8	-5.0	-2.9	6.4	-2.0	12.7
일시불 매출액	-24.7	-21.8	-10.4	-9.1	8.8	10.7	43.5	70.5	-17.3	38.6	10.8
수출 매출액	43.6	25.1	-13.0	9.3	-27.0	-30.0	8.5	7.0	15.8	-10.8	6.0
화장품 매출액	17.4	0.5	3.6	1.1	10.5	-5.3	8.3	-7.0	5.3	3.3	4.4
기타	-41.4	-14.5	-68.5	-70.1	0.2	-16.1	-22.2	-12.2	-57.5	-14.1	129.3
매출총이익	326	343	334	338	347	361	377	397	1,340	1,482	1,563
매출총이익률	65.8	65.5	67.2	67.7	68.5	68.4	69.1	68.3	66.6	68.6	67.4
영업이익	90	98	97	93	99	112	126	127	377	463	512
영업이익 성장률	29.7	23.0	-0.1	6.4	10.2	14.4	29.5	36.1	13.3	22.6	10.7
영업이익률	18.1	18.7	19.5	18.7	19.5	21.2	23.0	21.8	18.7	21.4	22.1

자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터 전망

2016년에도 안정적인 성장을 기대

코웨이의 2016년 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조3,193억원(+7.3%, y-y)과 5,124억원(+10.7%, y-y)에 달할 전망이다. 환경 가전 렌탈 사업의 특성상 동사는 거시 환경 변화의 영향에서 비교적 자유로운 실적을 보여왔다. 최근에도 공유 경제 확산, 건강 관련 아이템의 수요 증가 등은 구조적으로 진행되는 소비 트렌드로 자리잡고 있다. 환경가전, 렌탈, 프리미엄 건강 제품에 대한 꾸준한 수요 확대를 기반으로 2016년에도 동사는 견조한 성장세를 보일 전망이다.

또한 시장 지배력 추가 강화를 위한 시판 채널 확대도 긍정적이고, 해외 특히 중국 지역 공략도 추가적인 성장 동인이 될 수 있을 것으로 판단한다. 순현금 상태로 설비투자 필요성도 높지 않아 높은 배당 성향도 지속될 가능성이 높아 보인다.

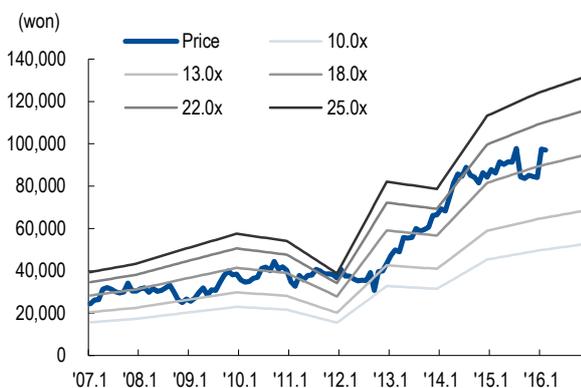
코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015P	2016E	2017F
매출액	- 수정 후	2,013.6	2,161.3	2,319.3	2,456.4
	- 수정 전		2,111.3	2,240.5	2,343.9
	- 변동률		2.4	3.5	4.8
영업이익	- 수정 후	377.5	463.0	512.4	549.8
	- 수정 전		426.4	479.1	512.8
	- 변동률		8.6	7.0	7.2
영업이익률(수정 후)		18.7	21.4	22.1	22.4
EBITDA		577.0	626.0	691.7	739.0
(지배지분)순이익		242.9	349.4	382.3	407.4
EPS	- 수정 후	3,150	4,531	4,957	5,283
	- 수정 전		4,305	4,775	5,074
	- 변동률		5.2	3.8	4.1
PER		26.7	18.6	19.8	18.6
PBR		6.1	5.4	5.6	5.0
EV/EBITDA		11.4	10.4	10.9	10.1
ROE		24.0	30.9	29.9	28.2

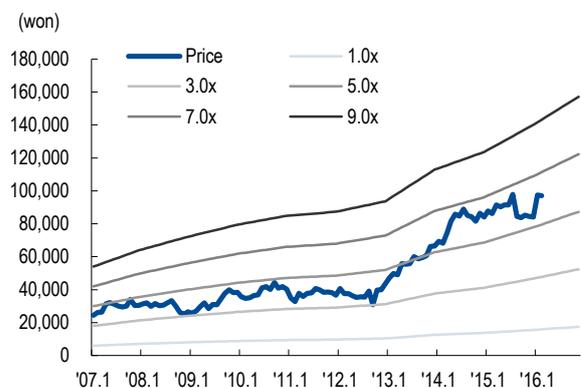
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

코웨이 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
매출액	2,014	2,161	2,319	2,456
증감률 (%)	4.1	7.3	7.3	5.9
매출원가	673	679	756	801
매출총이익	1,340	1,482	1,563	1,655
Gross 마진 (%)	66.6	68.6	67.4	67.4
판매비와 일반관리비	963	1,019	1,051	1,105
영업이익	377	463	512	550
증감률 (%)	13.3	22.6	10.7	7.3
OP 마진 (%)	18.7	21.4	22.1	22.4
EBITDA	577	626	692	739
영업외손익	-48	25	22	19
금융수익(비용)	-9	15	14	13
기타영업외손익	-9	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-31	10	8	6
세전계속사업이익	330	488	534	569
법인세비용	87	139	152	162
계속사업이익	243	349	382	407
당기순이익	243	349	382	407
증감률 (%)	-4.1	43.8	9.4	6.6
Net 마진 (%)	12.1	16.2	16.5	16.6
지배주주지분 순이익	243	349	382	407
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	0	0	0
총포괄이익	235	349	382	407

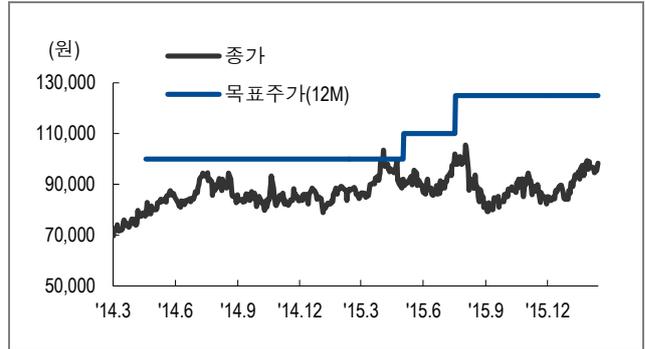
Valuation Profitability Stability				
	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
PER(배)	26.7	18.6	19.8	18.6
PBR(배)	6.1	5.4	5.6	5.0
PCR(배)	10.0	9.9	10.6	9.9
PSR(배)	3.2	3.0	3.3	3.1
EV/EBITDA(배)	11.4	10.4	10.9	10.1
EV/EBIT(배)	17.4	14.0	14.7	13.6
EPS(원)	3,150	4,531	4,957	5,283
BPS(원)	13,732	15,565	17,632	19,832
SPS(원)	26,109	28,023	30,072	31,850
자기자본이익률(ROE, %)	24.0	30.9	29.9	28.2
총자산이익률(ROA, %)	15.1	21.1	21.0	20.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	28.5	31.1	32.1	32.8
배당수익률(%)	2.4	3.3	3.1	3.3
배당성장률(%)	61.1	59.5	58.3	58.4
총현금배당금(십억원)	148	208	223	238
보통주 주당배당금(원)	2,000	2,800	3,000	3,200
순부채(현금)/자기자본(%)	5.4	1.4	-3.9	-6.9
총부채/ 자기자본(%)	48.8	45.1	42.0	40.0
이자발생부채	171	178	185	193
유동비율(%)	122.5	132.4	147.4	153.5
총발행주식수(백만주)	77	77	77	77
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	84,200	84,100	98,300	98,300
시가총액(십억원)	6,494	6,486	7,581	7,581

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
현금및현금성자산	106	153	230	289
매출채권	274	290	311	329
유동자산	573	649	763	856
유형자산	618	636	675	736
투자자산	123	125	128	130
비유동자산	1,003	1,093	1,130	1,191
자산총계	1,576	1,742	1,894	2,047
단기성부채	163	170	177	184
매입채무	47	49	52	57
유동부채	468	490	518	558
장기성부채	8	9	9	9
장기충당부채	14	15	16	16
비유동부채	49	51	53	55
부채총계	517	541	571	612
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	1,002	1,143	1,303	1,472
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,200	1,360	1,530

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
영업활동 현금흐름	498	446	536	586
당기순이익	243	349	382	407
+ 유/무형자산상각비	200	163	179	189
+ 종속, 관계기업관련손익	31	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-4	0	0	0
Gross Cash Flow	653	656	718	762
- 운전자본의증가(감소)	-57	-72	-30	-14
투자활동 현금흐름	-269	-251	-215	-246
+ 유형자산 감소	8	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-276	-178	-215	-248
+ 투자자산의매각(취득)	31	-2	-2	-2
Free Cash Flow	223	267	321	339
Net Cash Flow	230	195	322	340
재무활동현금흐름	-325	-148	-208	-223
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-325	-148	-208	-223
현금의증가	-96	47	114	117
기말현금 및 현금성자산	106	153	266	383
기말 순부채(순현금)	57	17	-53	-105

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
코웨이	021240.KS	2015.08.05	Buy	125,000원(12개월)
		2015.05.07	Buy	110,000원(12개월)
		2014.04.22	Buy	100,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2016년 2월 12일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
72.4%	26.5%	1.1%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코웨이' 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.