

Earnings preview

Korea / Consumer

18 March 2016 **BUY**

목표주가 **121,000** 원
현재주가 (16 Mar 2016) **97,200** 원

Upside/downside (%) 24.5
KOSPI 1,974.90
시가총액 (십억원) 7,497
52 주 최저/최고 79,200 - 105,500
일평균거래대금 (십억원) 13.91
외국인 지분율 (%) 53.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-14	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,486	2,595
영업이익 (십억원)	364.4	463.3	508.7	555.1
당기순이익 (십억원)	249.7	343.1	377.0	412.1
수정순이익 (십억원)	249.7	343.1	377.0	412.1
EPS (원)	3,237	4,449	4,888	5,344
EPS 성장률 (%)	1.9	37.4	9.9	9.3
P/E (x)	26.0	19.3	19.9	18.2
EV/EBITDA (x)	11.3	9.6	10.0	9.1
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.4	4.0
P/B (x)	6.2	5.4	5.3	4.8
ROE (%)	25.2	30.2	28.6	27.7
순차입금/자기자본 (%)	2.5	(9.7)	(16.6)	(22.8)

Performance

Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	0.2	12.5	13.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.4)	12.2	14.3

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

매력적인 방어주

코웨이의 2016년 실적 및 배당 전망을 검토함. 대주주 지분 매각 관련 불확실성에도 불구하고, 동사의 안정적인 2016년 실적 및 배당수익률(3.4%) 전망을 감안할 때, 현 주가 대비 하방경직성이 높다고 판단함. 동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지함.

2016년 높은 이익 가시성

코웨이의 당기순이익은 2015년 전년 대비 37% 증가한 이후, 2016년에도 전년 대비 10% 성장할 것으로 전망됨. 국내 환경가전 렌탈 매출의 전년 대비 3.7% 증가에 힘입어 동사의 영업이익이 전년 대비 9.8% 성장할 것으로 예상되고, ARPU 증가 및 신제품(렌탈) 출시에 따라 영업이익률 역시 전년 대비 0.5%p 개선될 것으로 추정되기 때문임. 우리의 2016년 영업이익 전망치 5,087 억원은 회사가 제시하는 영업이익 가이드선스 4,990 억원에 거의 부합하는 수준임.

2016년 견조한 배당 기대

안정적인 실적 개선 및 제한적인 설비투자 증가에 힘입어 2016년 코웨이의 잉여현금흐름은 14% 증가할 것으로 전망. 동사의 순현금 포지션을 고려 시, 잉여현금의 증가세는 지속적인 배당성향 상승에 의한 주주 가치 증대로 이어질 전망. 코웨이의 2016년 주당 배당금은 3,300 원으로 예상되며, 이는 배당수익률 3.4%에 해당함(2015년 주당 배당금은 2,800 원).

1분기 실적 예상 부합 기대

코웨이의 연결기준 1분기 영업이익은 1,156 억원(+15.2% YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상하며, 1) 지속적인 ARPU 증가세 및 국내 환경가전 사업부(매출비중 62%)의 렌탈 계정 증가, 2) 기저효과에 따른 수출 회복세(+15% YoY)에 기인함. 지속적인 ARPU 증가세(+1.2% YoY) 및 안정적인 렌탈 계정 증가(+2.5% YoY)에 따라, 동사의 국내 환경가전 렌탈 사업부의 1분기 매출은 전년 대비 3.7% 증가한 3,768 억원으로 예상됨. 수출(매출비중 7%) 또한 신제품 출시 및 기저효과(2015년 1분기 수출 전년대비 27% 감소 기록)에 힘입어 점진적 회복세를 기대함.

투자 의견 및 목표주가 KRW121,000 을 유지함

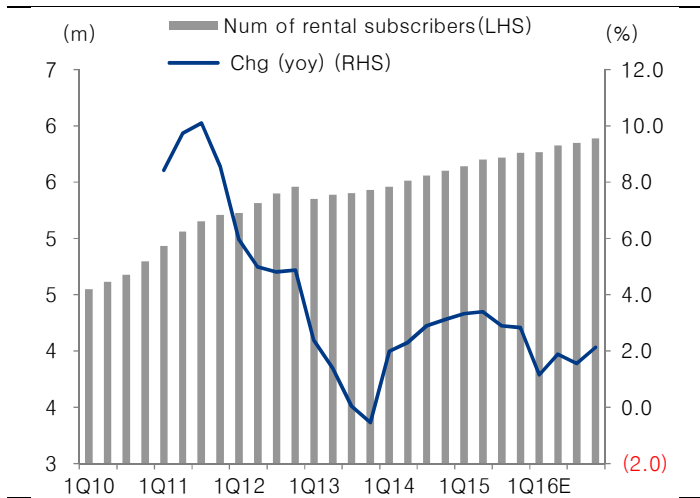
지난 3개월 동안 동사의 주가는 예상을 상회한 4분기 실적 및 견조한 배당 수익률에 힘입어 12.5% 상승하며, KOSPI 대비 12.2% 아웃퍼폼했음. 동사의 안정적인 2016년 실적 전망 및 배당수익률(3.4%)을 감안할 때, 현 주가 대비 하방경직성이 높다고 판단함. 현 주가는 2016년 기준 P/E 19.9배로 거래되고 있으며, 이는 동사의 과거 5년 평균 수준임.

Figure 1 1Q16 프리뷰 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	YoY (%)	QoQ (%)	4Q15 (Cons.)	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	548.2	555.3	580.4	631.3	602.7	9.9	(4.5)	593.8	1.5	602.7	0.0
영업이익	100.3	110.5	123.9	128.6	115.6	15.2	(10.1)	117.3	(1.5)	121.2	(4.6)
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	114.1	12.8	(7.0)	118.6	(3.8)	119.7	(4.7)
당기순이익 (지배주주)	77.6	82.7	92.4	90.5	85.6	10.3	(5.4)	89.7	(4.6)	89.8	(4.7)
영업이익률 (%)	18.3	19.9	21.4	20.4	19.2	0.9	(1.2)	19.8	(0.6)	20.1	(0.9)
세전이익률 (%)	18.4	19.6	21.0	19.4	18.9	0.5	(0.5)	20.0	(1.0)	19.9	(0.9)
당기순이익률 (%)	14.2	14.9	15.9	14.3	14.2	0.0	(0.1)	15.1	(0.9)	14.9	(0.7)

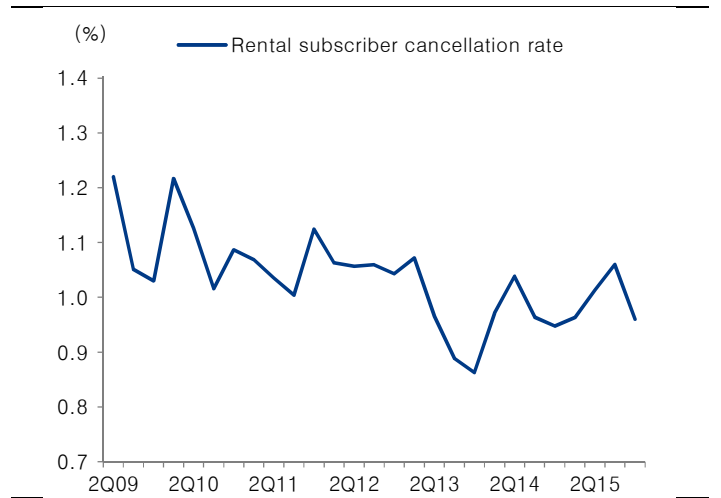
자료: 코웨이, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 렌탈 멤버십 계정 수



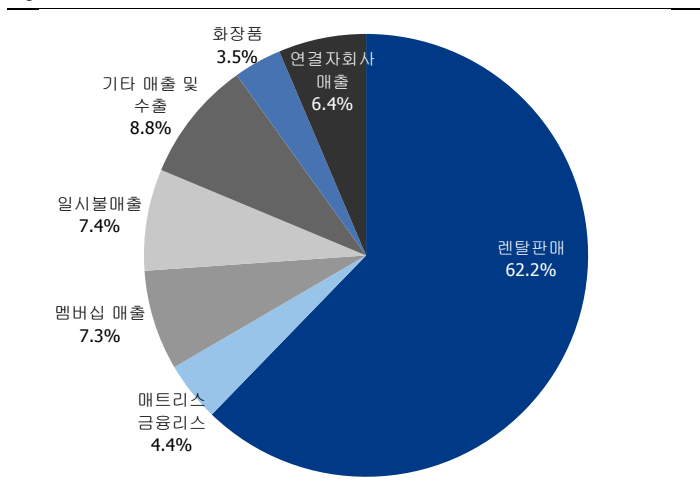
자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 렌탈 해약률 추이



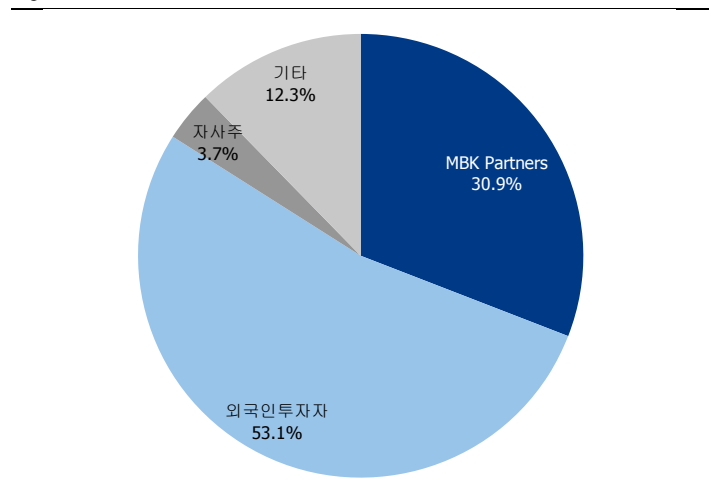
자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 코웨이 매출 구성 (2016년)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 코웨이 주주구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 12M forward P/E band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 12M forward EV/EBITDA band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 분기 실적 추정

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	535.0	556.9	525.5	542.9	2,160.3	548.2	555.3	580.4	631.3	2,315.2	602.7	612.4	617.2	653.5	2,485.8
영업이익	90.3	97.2	95.3	81.7	364.4	100.3	110.5	123.9	128.6	463.3	115.6	126.8	132.1	134.2	508.7
경상이익	88.4	86.5	85.9	71.5	332.4	101.1	108.9	121.7	122.7	454.5	114.1	125.3	130.6	132.7	502.7
법인세	22.4	20.2	22.0	18.2	82.8	23.5	26.2	29.4	32.3	111.3	28.5	31.3	32.7	33.2	125.7
법인세율 (%)	25.3	23.4	25.6	25.4	24.9	23.3	24.1	24.1	26.3	24.5	25.0	25.0	25.0	25.0	100.0
당기순이익 (지배주주)	66.1	66.3	63.9	53.4	249.7	77.6	82.7	92.4	90.5	343.1	85.6	94.0	98.0	99.5	377.0
증가율 (% YoY)															
매출액	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.0	2.5	(0.3)	10.4	16.3	7.2	9.9	10.3	6.4	3.5	7.4
영업이익	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	7.5	11.1	13.7	30.1	57.4	27.1	15.2	14.8	6.6	4.3	9.8
경상이익	17.4	6.8	6.9	(20.9)	1.6	14.3	25.9	41.6	71.5	36.7	12.8	15.0	7.3	8.1	10.6
당기순이익 (지배주주)	15.2	11.1	6.4	(21.4)	1.9	17.4	24.8	44.4	69.5	37.4	10.3	13.6	6.1	10.0	9.9
이익률 (%)															
영업이익률	16.9	17.4	18.1	15.0	16.9	18.3	19.9	21.4	20.4	20.0	19.2	20.7	21.4	20.5	20.5
경상이익률	16.5	15.5	16.4	13.2	15.4	18.4	19.6	21.0	19.4	19.6	18.9	20.5	21.2	20.3	20.2
당기순이익률 (지배주주)	12.4	11.9	12.2	9.8	11.6	14.2	14.9	15.9	14.3	14.8	14.2	15.3	15.9	15.2	15.2

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	2,160	2,315	2,486	2,595
매출원가	727	729	779	812
매출총이익	1,434	1,586	1,707	1,783
판매비와관리비	1,069	1,123	1,198	1,227
영업이익 (조정)	364	463	509	555
영업이익	364	463	509	555
순이자손익	(9)	(3)	3	6
지분법손익	0	0	0	0
기타	(23)	(6)	(9)	(11)
세전계속사업손익	332	454	503	549
법인세비용	83	111	126	137
당기순이익	250	343	377	412
당기순이익 (지배주주지분)	250	343	377	412
EPS (지배주주지분, 원)	3,237	4,449	4,888	5,344

증가율&마진 (%)	2014	2015	2016E	2017E
매출액증가율	2.0	7.2	7.4	4.4
매출총이익증가율	2.6	10.6	7.6	4.4
영업이익증가율	7.5	27.1	9.8	9.1
당기순이익증가율	1.9	37.4	9.9	9.3
EPS 증가율	1.9	37.4	9.9	9.3
매출총이익율	66.4	68.5	68.7	68.7
영업이익률	16.9	20.0	20.5	21.4
당기순이익률	11.6	14.8	15.2	15.9

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
영업현금	524	551	590	640
당기순이익	250	343	377	412
유무형자산상각비	214	210	216	230
기타	103	46	47	46
운전자본증감	(42)	(49)	(50)	(48)
투자현금	(287)	(271)	(271)	(271)
자본적지출	(296)	(270)	(270)	(270)
기타	9	(1)	(1)	(1)
재무현금	(328)	(313)	(206)	(245)
배당금	(124)	(149)	(206)	(245)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(162)	(164)	0	0
기초현금	239	154	121	234
기말현금	147	121	234	359

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주: *단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	597	595	744	891
현금및현금성자산	147	93	124	130
단기금융자산	0	28	110	229
매출채권	229	224	240	251
재고자산	62	66	71	74
기타유동자산	158	185	198	207
비유동자산	1,025	1,084	1,138	1,179
유형자산	675	743	804	853
투자자산	2	2	2	2
기타비유동자산	347	339	331	323
자산총계	1,622	1,680	1,882	2,069
유동부채	526	388	416	434
매입채무	220	63	68	71
단기금융부채	164	0	0	0
기타유동부채	142	324	348	363
비유동부채	56	59	61	63
장기금융부채	9	1	1	1
기타비유동부채	47	58	61	62
부채총계	582	446	478	498
지배주주지분	1,039	1,234	1,405	1,572
비지배주주지분	1	0	0	0
자본총계	1,039	1,234	1,405	1,572
BVPS (원)	13,477	15,995	18,214	20,380

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E
자기자본이익률 (%)	25.2	30.2	28.6	27.7
총자산이익률 (%)	15.2	20.8	21.2	20.9
재고자산보유기간 (일)	10.8	10.1	10.1	10.2
매출채권회수기간 (일)	40.4	35.7	34.1	34.5
매입채무결제기간 (일)	34.9	22.3	9.6	9.8
순차입금/자기자본 (%)	2.5	(9.7)	(16.6)	(22.8)
이자보상배율 (x)	41.3	158.9	(149.5)	(96.0)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20160229) BUY (매수) : 85.9% HOLD (중립/보유) : 12.9% REDUCE (매도) : 1.2% 합계 : 100%
Compliance Notice		
·동 자료의 금융투자분석사와 배유자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. ·당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.		
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [작성자 : 정우창]		

Target Price and Recommendation Chart

