

코웨이 (021240)



1Q16 Preview: 일시불 부문 경쟁력 재확인 될 듯

소비재/화장품 김영욱
nick.kim@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	120,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(3/31)	96,500원
예상 증가상승률	24.4%
시가총액	74,425억원
비중(KOSPI내)	0.59%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	79,200 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	145억원
외국인 지분율	53.1%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)와 9인	31.0
국민연금공단	6.0
Lazard Asset Management LLC	5.2

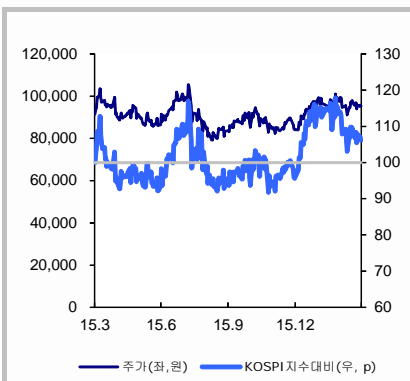
Valuation wide

	2015	2016E	2017E
PER(배)	18.9	19.9	18.4
PBR(배)	6.1	5.1	4.6
EV/EBITDA(배)	9.3	9.3	8.5
배당수익률(%)	3.3	3.3	3.8

Performance

	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	(1.0)	15.3	5.5	14.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	(5.2)	13.6	7.7	13.0

Price Trend



▶ Issue

코웨이 1Q16 실적 Preview

▶ Pitch

투자의견 BUY 및 목표주가 120,000원 유지. 1)렌탈 부문의 꾸준함과 더불어 2)일시불 부문의 카테고리 확장 긍정적. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였으며, 2016년 추정치 기준 implied PER, EV/EBITDA는 각각 24.8, 9.3배

▶ Rationale

- **1Q16 실적전망:** IFRS 연결기준 매출액 6,108억원(YoY +11.4%), 영업이익 1,266억원(YoY +26.2%), 순이익 962억원(YoY +24.0%) 추정
- **환경가전:** 매출액 4,997억원(YoY +12.4%) 전망. 멤버십 계정이 905천대(YoY - 9.5%, QoQ -3.7%) 수준으로 감소 할 것으로 예상하나, 상대적으로 ARPU 기여도가 높은 렌탈 부문 매출액이 YoY +8.7% 증가할 것으로 전망되어 멤버십 계정 감소에 대한 우려 가질 필요 없다고 판단. 또한, 일시불 부문에서 청소기, 주스프레소, 안마의자, 전기레인지 등 카테고리 확장 효과로 인해 1Q16 매출 증가율은 YoY +85.4%(매출액 기준 655억원)에 달할 전망. 특히, 청소기는 기존의 다이슨 'DC52 musclehead(진공청소기)' 외 최고 인기 품목인 'DC74(무선 핸디 청소기)' 판매가 개시되면서 일시불 판매 모멘텀 강화에 일조할 것으로 예상
- **화장품 및 수출:** 화장품은 1Q16 기준 매출액 251억원(YoY +8.7%) 전망. 리엔케이의 포지셔닝 강화와 홈쇼핑 및 면세점 채널 성장으로 충분히 달성 가능한 수준이라고 판단. 한편, 수출은 해외법인(말레이시아와 미국) 및 ODM/Dealers 공급이 증가하면서 매출액 483억원(YoY +46.3%) 전망
- 최대주주 지분 매각 이슈가 불거질 경우 단기 주가 변동성 확대로 이어질 risk는 상존하나, 현재 밸류에이션(2016년 기준 PER 19.9배)은 2015년 하반기 매각이슈 제기 때 따른 주가 하락 시기와 비슷한 수준. 따라서, 안정적 실적 제고 능력 감안 시 추가 상승 여력 충분하다는 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,160	2,315	2,494	2,697	2,926	3,127	3,372
영업이익	364	463	502	546	596	627	681
EBITDA	578	691	760	811	869	910	976
순이익	250	343	373	405	443	465	506
자산총계	1,622	1,775	2,177	2,391	2,582	2,760	2,995
자본총계	1,039	1,238	1,612	1,770	1,927	2,100	2,312
순차입금	12	(37)	(409)	(532)	(653)	(781)	(936)
매출액증가율	2.0	7.2	7.7	8.1	8.5	6.9	7.8
영업이익률	16.9	20.0	20.1	20.2	20.4	20.1	20.2
순이익률	11.6	14.8	15.0	15.0	15.1	14.9	15.0
EPS증가율	1.9	37.4	8.9	8.4	9.3	5.2	8.6
ROE	25.2	30.2	26.2	24.0	24.0	23.1	22.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권



Fig. 01: 코웨이 부문별 실적 요약

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
연결 매출액(억원)	5,482	5,553	5,804	6,313	6,108	6,460	6,070	6,305	23,152	24,943
환경가전	4,446	4,635	4,865	5,093	4,997	5,276	5,192	5,201	19,038	20,666
렌탈	3,633	3,712	3,764	3,802	3,948	4,073	4,046	4,116	14,911	16,182
멤버십	460	453	593	437	395	398	390	387	1,943	1,571
일시불	353	470	508	592	655	806	755	698	1,923	2,914
화장품	231	211	186	202	251	235	212	204	830	902
수출	330	390	358	414	483	484	513	523	1,492	2,002
ODM/Dealers	248	188	159	227	280	273	290	293	822	1,136
해외법인향	82	202	199	187	203	210	223	230	670	866
YoY(%)										
연결 매출액	2.5	(0.3)	10.4	16.3	11.4	16.3	4.6	(0.1)	7.2	7.7
환경가전	6.1	6.2	12.8	16.2	12.4	13.8	6.7	2.1	10.4	8.6
렌탈	6.1	7.1	6.7	6.0	8.7	9.7	7.5	8.3	6.5	8.5
멤버십	4.8	(1.0)	26.6	(6.7)	(14.0)	(12.2)	(34.2)	(11.5)	6.0	(19.2)
일시불	28.1	25.7	59.7	81.7	85.4	71.5	48.7	17.8	48.7	51.5
화장품	10.0	(5.4)	8.1	1.0	8.7	11.2	14.0	1.1	3.1	8.7
수출	(27.0)	(30.0)	8.5	23.6	46.3	24.0	43.3	26.3	(10.9)	34.2
ODM/Dealers	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(7.3)	12.8	45.4	82.7	29.0	(31.7)	38.3
해외법인향	(25.5)	43.3	53.1	107.8	147.4	4.1	11.9	23.0	42.3	29.2
연결 매출액 대비 비중(%)										
환경가전	81.1	83.5	83.8	80.7	81.8	81.7	85.5	82.5	82.2	82.9
렌탈	66.3	66.8	64.8	60.2	64.6	63.0	66.7	65.3	64.4	64.9
멤버십	8.4	8.2	10.2	6.9	6.5	6.2	6.4	6.1	8.4	6.3
일시불	6.4	8.5	8.8	9.4	10.7	12.5	12.4	11.1	8.3	11.7
화장품	4.2	3.8	3.2	3.2	4.1	3.6	3.5	3.2	3.6	3.6
수출	6.0	7.0	6.2	6.6	7.9	7.5	8.5	8.3	6.4	8.0
ODM/Dealers	4.5	3.4	2.7	3.6	4.6	4.2	4.8	4.6	3.6	4.6
해외법인향	1.5	3.6	3.4	3.0	3.3	3.3	3.7	3.6	2.9	3.5
매출원가	1,752	1,706	1,781	2,050	1,955	2,022	1,906	2,068	7,288	7,951
매출총이익	3,730	3,847	4,023	4,264	4,154	4,438	4,164	4,237	15,864	16,992
판매비	2,727	2,742	2,784	2,978	2,888	3,132	2,918	3,032	11,231	11,969
영업이익	1,003	1,105	1,239	1,286	1,266	1,306	1,247	1,205	4,633	5,023
OPM(%)	18.3	19.9	21.4	20.4	20.7	20.2	20.5	19.1	20.0	20.1
YoY(%)	11.1	13.7	30.1	57.4	26.2	18.2	0.6	(6.3)	27.1	8.4
당기순이익	776	827	924	905	962	982	925	866	3,431	3,735
NPM(%)	14.2	14.9	15.9	14.3	15.7	15.2	15.2	13.7	14.8	15.0
YoY(%)	17.4	24.8	44.5	69.6	24.0	18.7	0.1	(4.2)	37.4	8.8

Note : K-IFRS 연결기준
Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

Fig. 02: 코웨이 실적 추정치 변경 내역(연간)

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	2,485.6	2,690.5	2,916.8	2,494.3	2,697.4	2,925.9	0.3	0.3	0.3
영업이익	509.5	552.6	601.2	502.3	545.5	595.9	(1.4)	(1.3)	(0.9)
영업이익률(%)	20.5	20.5	20.6	20.1	20.2	20.4	(0.4)	(0.3)	(0.2)
EBITDA	765.2	819.2	882.8	759.9	811.3	868.9	(0.7)	(1.0)	(1.6)
EBITDA이익률(%)	30.8	30.4	30.3	30.5	30.1	29.7	(0.3)	(0.4)	(0.6)
순이익	381.0	412.9	450.1	373.5	405.0	442.6	(2.0)	(1.9)	(1.7)

Note : K-IFRS 연결기준
Source: 코웨이, KTB투자증권



Fig. 03: 코웨이 실적 추정치 변경 내역(분기)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2016.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2016.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2016.12E
매출액	597.9	632.1	608.6	647.0	610.8	646.0	607.0	630.5	2.2	2.2	(0.3)	(2.6)
영업이익	122.1	135.7	126.3	125.4	126.6	130.6	124.7	120.5	3.7	(3.8)	(1.3)	(3.9)
영업이익률(%)	20.4	21.5	20.8	19.4	20.7	20.2	20.5	19.1	0.3	(1.2)	(0.2)	(0.3)
EBITDA	184.9	199.3	190.5	190.4	190.0	194.8	189.3	185.8	2.7	(2.3)	(0.6)	(2.4)
EBITDA이익률(%)	30.9	31.5	31.3	29.4	31.1	30.2	31.2	29.5	0.2	(1.4)	(0.1)	0.0
순이익	94.0	102.8	94.1	90.1	96.2	98.2	92.5	86.6	2.3	(4.5)	(1.7)	(3.9)

Note : K-IFRS 연결기준
Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 04: 코웨이 Valuation

(단위: 억원, %, 원)

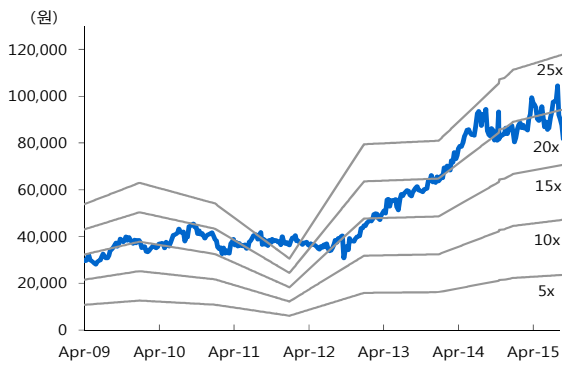
DCF Valuation	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
EBIT	4,633	5,023	5,455	5,959	6,272	6,809	
NOPLAT	3,498	3,793	4,119	4,499	4,735	5,140	
Depr. & amort.	2,277	2,576	2,658	2,730	2,825	2,956	
Capex	3,347	2,824	2,836	2,898	3,095	3,335	
Free Cash Flow		3,563	3,837	4,207	4,375	4,643	
Discount Factor		1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	
PV of FCF		3,563	3,524	3,548	3,387	3,298	
Sum of PV	33,573						
NPV of EVA	28,148						
NPV of CV	28,303						
Enterprise Value	95,150						
Equity Value	95,549						
Fair Price - EVA	123,889						

Key assumptions
 Risk Free = 3.0%
 Beta = 0.9
 Risk Premium = 7.0%
 g = 1.0%

Source: KTB투자증권

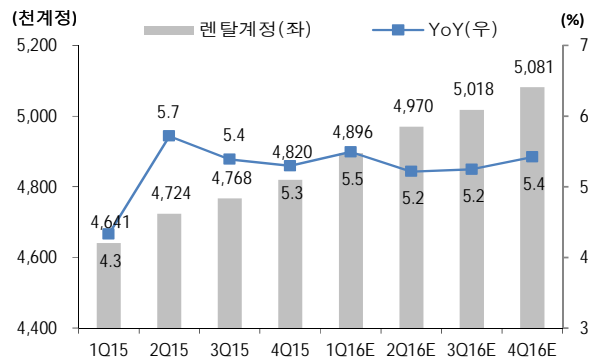


Fig. 05: PER Band Chart



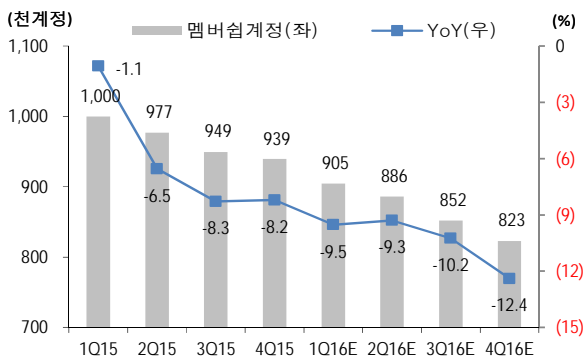
Source: KTB투자증권

Fig. 06: 렌탈계정 추이 및 전망



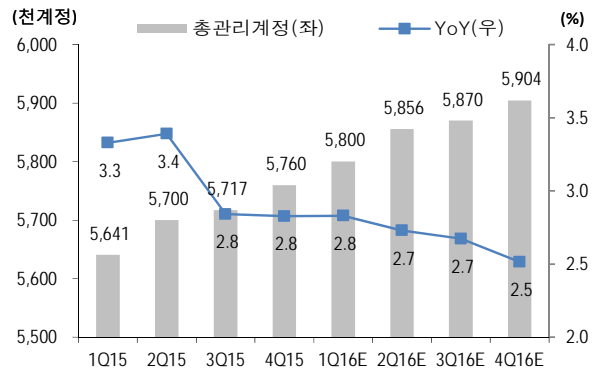
Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 07: 멤버십계정 추이 및 전망



Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 08: 총관리계정 추이 및 전망



Source: 코웨이, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	1,048.8	1,235.7	1,400.3
현금성자산	153.7	125.5	539.4	697.7	828.3
매출채권	229.2	283.4	265.5	287.0	312.6
재고자산	61.9	69.8	67.6	73.1	79.6
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,128.0	1,155.3	1,182.0
투자자산	179.0	225.6	234.8	244.3	254.3
유형자산	675.2	699.5	728.8	750.8	771.8
무형자산	170.6	168.8	164.3	160.1	156.0
자산총계	1,621.6	1,775.4	2,176.7	2,391.0	2,582.4
유동부채	526.0	472.9	498.5	552.2	583.9
매입채무	220.0	223.7	205.6	222.2	242.0
유동성이자부채	164.5	80.1	122.2	157.6	167.7
비유동부채	56.2	64.3	66.5	68.9	71.3
비유동이자부채	1.0	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	582.2	537.2	565.0	621.1	655.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.5	127.5	127.5	127.5	127.5
이익잉여금	985.9	1,177.0	1,550.5	1,708.7	1,866.0
자본조정	(114.5)	(107.8)	(107.8)	(107.8)	(107.8)
자기주식	(129.6)	(124.2)	(124.2)	(124.2)	(124.2)
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,611.7	1,769.9	1,927.2
투하자본	1,048.8	1,170.2	1,200.0	1,235.2	1,271.8
순차입금	11.8	(37.5)	(409.2)	(532.1)	(652.6)
ROA	15.2	20.2	18.9	17.7	17.8
ROE	25.2	30.2	26.2	24.0	24.0
ROIC	26.3	31.5	32.0	33.8	35.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	541.7	545.0	663.4	662.8	705.6
당기순이익	249.7	343.1	373.5	405.0	442.6
자산상각비	213.6	227.7	257.6	265.8	273.0
운전자본증감	(24.1)	(163.2)	1.9	(10.4)	(12.4)
매출채권감소(증가)	(3.4)	(57.9)	17.9	(21.5)	(25.6)
재고자산감소(증가)	(3.4)	(5.0)	2.2	(5.5)	(6.5)
매입채무증가(감소)	17.9	5.8	(18.2)	16.6	19.9
투자현금	(304.7)	(371.2)	(292.0)	(293.5)	(300.1)
단기투자자산감소	(5.3)	(41.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(305.8)	(329.3)	(279.4)	(280.5)	(286.7)
유무형자산감소	3.5	3.4	(3.1)	(3.1)	(3.1)
재무현금	(327.4)	(203.8)	42.1	(211.4)	(275.3)
차입금증가	(162.0)	(67.8)	42.1	35.4	10.1
자본증가	(123.6)	(148.3)	(205.6)	(246.8)	(285.4)
배당금지급	123.6	148.3	205.6	246.8	285.4
현금 증감	(91.3)	(31.1)	413.5	157.9	130.2
총현금흐름(Gross CF)	665.0	791.5	661.5	673.2	718.0
(-) 운전자본증가(감소)	(22.9)	53.4	(1.9)	10.4	12.4
(-) 설비투자	305.8	329.3	279.4	280.5	286.7
(+) 자산매각	3.5	3.4	(3.1)	(3.1)	(3.1)
Free Cash Flow	385.6	412.3	380.9	379.2	415.8
(-) 기타투자	0.0	(0.0)	0.1	0.1	0.1
잉여현금	385.6	412.3	380.8	379.1	415.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,494.3	2,697.4	2,925.9
증가율 (Y-Y,%)	2.0	7.2	7.7	8.1	8.5
영업이익	364.4	463.3	502.3	545.5	595.9
증가율 (Y-Y,%)	7.5	27.1	8.4	8.6	9.2
EBITDA	578.0	691.0	759.9	811.3	868.9
영업외손익	(32.0)	(8.9)	(7.7)	(9.1)	(9.7)
순이자수익	(8.8)	(2.9)	(1.3)	(2.1)	(2.1)
외화관련손익	(0.1)	(2.9)	(3.4)	(3.9)	(4.5)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	332.4	454.5	494.7	536.4	586.2
당기순이익	249.7	343.1	373.5	405.0	442.6
지배기업당기순이익	249.7	343.1	373.5	405.0	442.6
증가율 (Y-Y,%)	1.9	37.4	8.8	8.4	9.3
NOPLAT	273.7	349.8	379.3	411.9	449.9
(+) Dep	213.6	227.7	257.6	265.8	273.0
(-) 운전자본투자	(22.9)	53.4	(1.9)	10.4	12.4
(-) Capex	305.8	329.3	279.4	280.5	286.7
OpCF	204.4	194.8	359.4	386.8	423.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.8	5.1	5.6	7.7	8.1
영업이익증가율(3Yr)	15.8	27.0	14.0	14.4	8.8
EBITDA증가율(3Yr)	13.6	19.0	12.3	12.0	7.9
순이익증가율(3Yr)	14.3	53.9	15.1	17.5	8.9
영업이익률(%)	16.9	20.0	20.1	20.2	20.4
EBITDA마진(%)	26.8	29.8	30.5	30.1	29.7
순이익률(%)	11.6	14.8	15.0	15.0	15.1

주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Per share Data					
EPS	3,237	4,449	4,843	5,252	5,740
BPS	11,253	13,855	18,755	20,862	22,953
DPS	2,000	2,800	3,200	3,700	3,800
Multiples(x, %)					
PER	26.0	18.9	19.9	18.4	16.8
PBR	7.5	6.1	5.1	4.6	4.2
EV/ EBITDA	11.3	9.3	9.3	8.5	7.8
배당수익률	2.4	3.3	3.3	3.8	3.9
PCR	9.8	8.2	11.3	11.1	10.4
PSR	3.0	2.8	3.0	2.8	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	56.0	43.4	35.1	35.1	34.0
Net debt/Equity	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	113.5	138.2	210.4	223.8	239.8
이자보상배율	41.3	158.9	389.4	254.5	277.7
이자비용/매출액	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	75.9	76.9	60.8	56.7	54.0
현금+투자자산(%)	24.1	23.1	39.2	43.3	46.0
자본구조					
차입금(%)	13.7	6.6	7.5	8.6	8.4
자기자본(%)	86.3	93.4	92.5	91.4	91.6



▶ 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 12개월간 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 :	79%	HOLD :	21%	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 마제시.

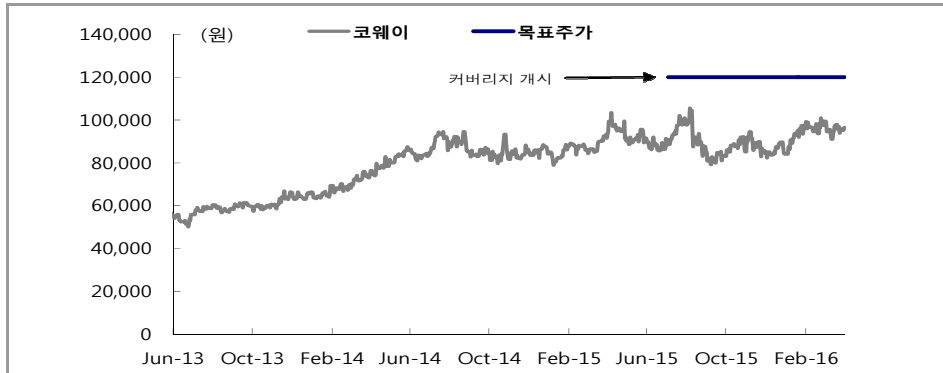
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- 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 투자이전 및 목표주가 변경내용

코웨이 (021240)



일자	2015.07.13
투자이전	BUY
목표주가	120,000원
일자	
투자이전	
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 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사는 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.