

Company Update

Analyst 안지영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	130,000원
현재가 (5/3)	96,000원

KOSPI (5/3)	1,986.41pt
시가총액	7,404십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	105,500원
최저가	79,200원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	53.6%
배당수익률 (2016F)	2.9%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 9인	31.06%
국민연금	6.04%
추가상승률	1M 6M 12M
상대기준	1% 10% 14%
절대기준	2% 7% 6%
	현재 직전 변동
투자이견	매수 매수 -
목표주가	130,000 130,000 -
EPS(16)	4,841 4,730 ▲
EPS(17)	5,183 5,092 ▲



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

펀더멘탈은 손색없지만 모멘텀의 아쉬움

Review: 매출액 14%, 영업이익 28%, 순이익 23% 증가

2016년 1분기(yoy) 개별실적은 매출액 14.1%, 매출총이익 11.7%, 영업이익 28.3%, 순이익 22.8% 증가로 IBK추정치와 컨센서스를 상회했다. 매출액은 기대치에 부합했지만, 영업이익은 각각 16%, 12% 상회했다. 실적 전체적으로 가장 큰 변수는 *매트리스 판매 관련 회계기준 변경에서 확인된다. 운용리스에서 금융리스로 전환함에 따라 1분기 매출액과 매출총이익 증가에 각각 30% 수준의 효과를 준 것으로 추정되기 때문이다. 환경가전은 12.2%의 두 자리 수 성장성을 유지했는데 IoCare 중심의 프리미엄 제품 강화를 바탕으로 방판과 시판 채널로 판매량이 확대되었기 때문이다. 한편 1)렌탈 계정의 순증은 최근 5개 분기 사이 가장 낮은 수준인 2.2만대(15.1Q 6.6만대, 15.2Q 8.1만대, 15.3Q 3.2만대, 15.4Q 5.3만대)에 그쳤다. 이는 1분기에 만기 도래가 집중된 시점으로 2분기 이후 신규고객과 재렌탈을 중심으로 계정 순증이 확대될 전망이다. 2)일시불은 전분기에 이어 고가의 전기레인지, 안마의자에 이어 연수기의 일시불 전환 효과로 68%의 매출 성장을 시현했다. 3)수출은 중국 고객사의 턴어라운드 수요를 반영하며 매출액 567억원(+72% YoY, +37% QoQ)를 시현했다.

사업모델의 효율성 해외사업까지 강화, 수출 72% 성장

해외는 개별기준의 수출(중국 고객사 ODM모델)과 연결기준의 해외법인(말레이시아, 미국)관련 수출 모두 매출액이 전년대비 각각 46%, 150% 증가하며 분기 최고치를 시현했다. 또한 2014년 2분기 이후 약 2년만의 의미 있는 성장으로 판단된다. 중국 ODM사업은 고객사 영업에 직접적인 영향이 불가피하다. 그러나 주문기간 최소화 전략을 도입함에 따라 과거와 같은 재고 이슈는 반복되지 않을 전망이다. 또한 말레이시아와 미국은 현지에서의 브랜드 인지도 상승과 계정수가 각각 30만, 10만을 상회함에 따라 기반을 구축한 것으로 판단된다.

매각 속도 지연에 따른 모멘텀 약화

코웨이는 금번 분기에도 핵심사업과 수출 및 해외부문으로 사업모델의 펀더멘탈을 굳건히 하는 동시에 저변 확대도 확인 되었다. 다만 최대주주의 매각관련 막연한 우려감이 추가 상승 모멘텀을 약화시키는 부담 요인으로 작용하고 있다. 그럼에도 내수 업종의 단기적인 실적 모멘텀 속에서 코웨이는 4년 연속 성장성과 수익성 개선을 시현하고 있어 기존 밸류에이션 수준과 목표주가 130,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,370	2,485	2,655
영업이익	377	463	511	536	571
세전이익	330	461	498	533	569
지배주주순이익	243	349	373	400	426
EPS(원)	3,150	4,531	4,841	5,183	5,529
증가율(%)	-4.1	43.8	6.9	7.1	6.7
영업이익률(%)	18.7	21.4	21.6	21.6	21.5
순이익률(%)	12.1	16.2	15.8	16.1	16.1
ROE(%)	24.0	30.0	27.6	26.1	24.6
PER	26.7	18.6	19.8	18.5	17.4
PBR	6.1	5.1	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	11.4	9.6	10.9	10.3	9.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Review: 핵심사업 모델은 국내에서 해외까지 펀더멘탈 개선

-별도기준

매출액 +14.1%
 영업이익 +28.3%
 순이익 +22.8%
 *매출과 수익성 매트릭스의
 금융리스 전환 영향 30%수준 추정/
 16.2Q까지 지속
 *중국 ODM수출 급격한 개선
 -연결기준은
 매출액 +13.8%
 영업이익 +23.2%
 순이익 +22.7%
 *해외법인(말레이시아, 미국)
 평균 20~30%의 외형성장성 지속,
 현지 계정수 각각 30만, 10만

표 1. 코웨이 IFRS 개별 16.1Q 실적

(단위: 억원, %, p)

	15.1Q	15.4Q	16.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	5,061	5,821	5,776	-0.8	14.1	5,565	3.8	5,726	0.9
렌탈	3,633	3,802	3,801	0.0	4.6	3,800	0.0	-	-
*금융리스	-	261	215	-17.6	-	265	-	-	-
멤버십	460	437	429	-1.8	-6.7	395	8.6	-	-
일시불	300	542	505	-6.8	68.3	505	0.0	-	-
화장품	231	202	201	-0.5	-13.0	225	-10.7	-	-
수출	330	414	567	37.0	71.8	280	102.5	-	-
기타(수처리)	106	111	58	-47.7	-45.3	95	-38.9	-	-
매출총이익	3,468	3,973	3,873	-2.5	11.7	3,710	4.4	3,991	-3.0
영업이익	989	1,268	1,269	0.1	28.3	1,093	16.1	1,136	11.7
GPM	68.5	68.3	67.1	-1.2	-1.5	66.7	0.4	-	-
OPM	19.5	21.8	22.0	0.2	2.4	19.6	2.3	19.8	2.1
순이익	751	889	922	3.7	22.8	820	12.4	859	7.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

* 매트릭스 판매 부분에서 내용연수를 재평가, 15.3Q부터 운용리스에서 금융리스로 변경 신규 매출 인식

표 2. 코웨이 IFRS 개별실적 추이

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	2014	YoY	2015	YoY	2016F		YoY
													기존	변경	
매출액	5,059	5,275	5,457	5,821	5,776	5,854	5,945	6,125	20,137	4.1	21,613	7.3	23,205	23,700	9.7
렌탈	3,633	3,712	3,764	3,802	3,801	3,905	3,981	4,053	14,006	5.0	14,911	6.5	15,560	15,740	5.6
금융리스	-	-	148	261	215	231	263	270	-	-	409	-	1,105	979	139.4
멤버십	460	454	445	437	429	429	433	440	1,834	6.4	1,796	-2.1	1,810	1,731	-3.6
일시불	300	414	456	542	505	495	505	557	1,235	-17.3	1,712	38.7	1,825	2,062	20.4
화장품	230	211	186	202	201	215	195	219	804	5.2	829	3.1	850	830	-0.1
수출	330	390	358	414	567	500	473	495	1,674	15.7	1,492	-10.9	1,605	2,035	36.3
기타(수처리)	106	95	100	111	58	79	95	91	584	1.0	462	-20.9	450	323	-29.8
매출총이익	3,468	3,607	3,770	3,770	3,873	3,885	4,016	4,105	13,403	4.9	14,818	10.6	15,925	15,879	7.2
GPM	68.6	68.4	69.1	68.3	67.1	66.4	67.6	67.0	66.6	0.5	68.6	2.0	68.6	67.0	-1.6
영업이익	989	1,117	1,256	1,268	1,269	1,211	1,341	1,291	3,776	13.3	4,630	22.6	4,782	5,112	10.4
OPM	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	20.7	22.6	21.1	18.8	1.5	21.4	2.7	20.6	21.6	0.1
순이익	751	850	1,004	889	922	876	988	945	2,430	-4.0	3,494	43.8	3,654	3,731	6.8

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 및 밸류에이션 - 목표주가 130,000원 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	15년 추정 EPS 4,534 16년 추정 EPS 4,730 16년 추정 Forward EPS 5,161	16년 추정 EPS 4,845 16년 추정 Forward EPS 4,984
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 25배
15년 예상 순현금 주식수	500	1,000
목표주가	77,124 130,000원	77,124 130,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,014	2,161	2,370	2,485	2,655
증가율(%)	4.1	7.3	9.6	4.9	6.8
매출원가	673	679	781	814	876
매출총이익	1,340	1,482	1,588	1,671	1,779
매출총이익률(%)	66.6	68.6	67.0	67.2	67.0
판매비	963	1,019	1,077	1,137	1,208
판매비율(%)	47.8	47.1	45.5	45.7	45.5
영업이익	377	463	511	536	571
증가율(%)	13.3	22.6	10.4	4.8	6.5
영업이익률(%)	18.7	21.4	21.6	21.6	21.5
순금융손익	-9	-3	-1	-1	6
이자손익	-9	-3	-1	-1	1
기타	0	0	0	0	5
기타영업외손익	-9	1	-12	-2	-8
중속/관계기업손익	-31	0	0	0	0
세전이익	330	461	498	533	569
법인세	87	111	124	133	142
법인세율	26.3	24.2	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	243	349	373	400	426
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	349	373	400	426
증가율(%)	-4.1	43.8	6.9	7.1	6.7
당기순이익률(%)	12.1	16.2	15.8	16.1	16.1
지배주주당기순이익	243	349	373	400	426
기타포괄이익	-8	-4	0	0	0
총포괄이익	235	346	373	400	426
EBITDA	577	675	668	696	736
증가율(%)	10.6	16.9	-1.0	4.3	5.6
EBITDA마진율(%)	28.7	31.2	28.2	28.0	27.7

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,150	4,531	4,841	5,183	5,529
BPS	13,732	16,459	18,603	21,089	23,921
DPS	2,000	2,800	2,800	2,800	2,800
밸류에이션(배)					
PER	26.7	18.6	19.8	18.5	17.4
PBR	6.1	5.1	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	11.4	9.6	10.9	10.3	9.6
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	7.3	9.6	4.9	6.8
EPS증가율	-4.1	43.8	6.9	7.1	6.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	3.3	2.9	2.9	2.9
ROE	24.0	30.0	27.6	26.1	24.6
ROA	15.1	21.1	20.3	19.8	19.6
ROIC	27.0	36.2	36.0	36.5	36.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	48.8	37.3	35.0	29.2	21.5
순차입금 비율(%)	5.4	-0.5	-7.8	-15.1	-19.6
이자보상배율(배)	34.8	108.3	240.2	209.3	273.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.5	6.9	6.5	6.6	6.7
재고자산회전율	48.7	48.0	47.9	48.3	49.1
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	573	658	836	991	1,103
현금및현금성자산	106	87	235	371	441
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	274	354	372	383	410
재고자산	42	48	51	52	56
비유동자산	1,003	1,084	1,101	1,111	1,138
유형자산	618	625	656	662	675
무형자산	148	146	143	141	138
투자자산	123	122	125	126	130
자산총계	1,576	1,742	1,937	2,102	2,241
유동부채	468	422	448	430	347
매입채무및기타채무	47	48	50	52	55
단기차입금	163	80	122	126	80
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	51	54	45	49
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	517	473	502	476	396
지배주주지분	1,059	1,269	1,435	1,627	1,845
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	132	132	132	132
자본조정등	-114	-103	-103	-103	-103
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,002	1,199	1,365	1,556	1,775
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,269	1,435	1,627	1,845
비이자부채	354	393	379	350	316
총차입금	163	80	122	126	80
순차입금	57	-7	-112	-245	-361

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	498	475	524	549	569
당기순이익	243	349	373	400	426
비현금성 비용 및 수익	410	422	170	161	167
유형자산감가상각비	192	204	154	158	162
무형자산상각비	8	7	3	3	2
운전자본변동	-57	-214	-18	-11	-25
매출채권등의 감소	-17	-90	-18	-12	-26
재고자산의 감소	1	-4	-2	-2	-4
매입채무등의 증가	17	1	2	2	4
기타 영업현금흐름	-98	-82	-1	-1	1
투자활동 현금흐름	-269	-264	-182	-177	-199
유형자산의 증가(CAPEX)	-276	-271	-185	-169	-179
유형자산의 감소	8	9	0	5	4
무형자산의 감소(증가)	-6	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	2	1	21	-2	1
기타	2	1	-17	-11	-25
재무활동 현금흐름	-325	-230	-194	-236	-470
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-325	-230	-194	-236	-470
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-96	-19	148	136	-100
기초현금	201	106	87	235	371
기말현금	106	87	235	371	271

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.04.01~2016.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	119	93.7
중립	8	6.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (▨) Not Rated / 담당자 변경

