

코웨이 (021240)

1QReview: 양호한 실적, 밸류에이션 부담 완화

1분기 별도 영업이익 YoY 28.3% 성장

1분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 14.1%, 28.3% 성장한 5,776억원과 1,269억원으로 예상치(OP 1,170억원)를 상회하는 양호한 실적을 보였다. 일시불 판매와 수출 부문 매출이 각각 YoY 68.2%, 71.8% 성장하면서 전반적인 외형 성장을 견인했다. 총계정수는 579만으로 YoY 2.4% 견조한 증가세를 이어갔다. 특히, 수출 증가가 돋보인다. 중국향 ODM 수출(매출 362억원) YoY 46.1%, 말레이시아 등 해외법인 향 수출(205억원)이 YoY 149.1% 큰 폭 증가했다. 지속적인 ARPU상승과 해약률 안정화, 판매비 효율화로 영업이익률은 22%(YoY +2.5%p) 높은 수준을 유지했다.

2분기 견조한 실적 모멘텀 지속

렌탈 판매 개선과 일시불 판매와 수출 호조로 2분기 실적 모멘텀 역시 긍정적이다. 매출과 영업이익이 각각 YoY 14.2%, 18% 성장한 6,020억원과 1,320억원 수준이 가능할 전망이다. 1분기는 렌탈 수요권 도래 계정이 집중 분포하면서 렌탈 판매 증가폭이 제한적(YoY 2.9%)이었는데, 2분기는 이러한 부담이 완화되면서 렌탈 판매 증가율 제고가 예상된다. 중국과 한국의 대기질 악화는 공기청정기 시장 MS 1위 업체로서 긍정적 사업 환경이다.

여유 있는 밸류에이션, 비중확대 유효

12만원엔 12MF PER 20배다. 1) 가전 렌탈 시장 절대적 MS 1위 업체로서 지속적인 계정 순증, 2) 중국과 말레이시아, 미국 등 해외 사업 확대가 고무적이다. 3) 실적 개선 대비 주가가 약 2년 동안 박스권 횡보하면서 밸류에이션 부담이 크게 완화되었다. 현재주가는 12MF PER 16배 수준에 불과하다. 지속적인 외형성장률과 수익성 개선으로 연간 2,000억원 이상의 안정적인 순현금흐름이 가능하며, 2.9%의 시가배당 수익률(2015년 DPS 2,800원)을 감안하면 현재 주가는 매각 불확실성을 감안하더라도 매수에 부담 없는 가격이다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 120,000원 | CP(5월 3일): 96,000원

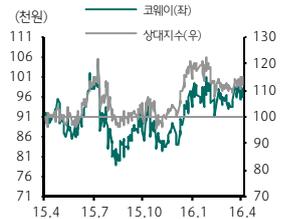
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,986.41
52주 최고/최저(원)	105,500/7,920
시가총액(십억원)	7,404.0
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균 거래량(천주)	149.3
60일 평균 거래대금(십억원)	14.3
16년 배당금(예상, 원)	2,800
16년 배당수익률(예상, %)	2.92
외국인지분율(%)	53.63
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 9인	31.06
국민연금	6.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.8 6.7 6.3
상대	1.1 10.0 13.8

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	2,376.9	2,558.0
영업이익(십억원)	507.0	546.5
순이익(십억원)	379.6	413.6
EPS(원)	4,947	5,398
BPS(원)	19,216	22,110

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	2,013.6	2,161.3	2,398.2	2,636.4	2,949.1
영업이익	십억원	377.5	463.0	530.3	593.1	695.8
세전이익	십억원	329.7	460.8	518.2	585.6	691.9
순이익	십억원	242.9	349.4	389.6	439.2	519.0
EPS	원	3,150	4,531	5,051	5,695	6,729
증감률	%	(4.1)	43.8	11.5	12.7	18.2
PER	배	26.73	18.56	19.01	16.86	14.27
PBR	배	5.46	4.65	4.70	4.10	3.50
EV/EBITDA	배	11.37	9.61	10.32	9.55	8.23
ROE	%	23.98	30.02	28.64	28.04	28.25
BPS	원	15,412	18,070	20,423	23,418	27,446
DPS	원	2,000	2,800	2,800	2,800	2,800



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

1분기 별도기준 매출과 영업이익은
전년 동기대비 각각 14.1%, 28.3%
성장한 5,776억원과 1,269억원 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015년	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016년
매출	506	527	546	582	2,161	578	602	594	624	2,398
렌탈	363	371	376	380	1,491	380	390	394	399	1,564
금융리스			15	26	41	21	22	22	22	87
멤버십	46	45	45	44	180	43	42	41	41	167
일시불판매	30	41	46	54	171	50	52	48	57	207
화장품	23	21	19	20	83	20	21	19	20	81
수출	33	39	36	41	149	57	66	60	69	253
기타	11	9	10	16	46	6	9	9	15	40
영업이익	99	112	126	127	463	127	132	136	136	530
세전이익	98	111	132	119	461	122	128	134	134	518
순이익	75	85	100	89	349	92	96	101	101	390
영업이익률(%)	19.5	21.2	23.0	21.8	21.4	22.0	21.9	22.9	21.8	22.1
순이익률(%)	14.8	16.1	18.4	15.3	16.2	16.0	15.9	17.0	16.1	16.2

자료: 코웨이, 하나금융투자

연간 2,000억원 이상 안정적 순현금
흐름과 2.9% 시가배당 수익률 감안
시 현재 주가는 매각 불확실성 감안
하더라도 매수에 부담 없는 가격

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출	2,014	2,161	2,398	2,636	2,949
렌탈	1,401	1,491	1,564	1,626	1,679
멤버십	183	180	167	158	150
일시불판매	123	171	207	228	246
화장품	80	83	81	81	82
수출	167	149	253	415	661
기타	58	46	40	38	36
영업이익	377	463	530	593	696
세전이익	330	461	518	586	692
순이익	243	349	390	439	519
수정순익(연결기준)	250	380	436	500	591
적정시가총액	4,994	7,602	8,727	9,990	11,829
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	64,750	98,571	113,151	129,535	153,377
적정PER	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EPS(원)	3,237	4,929	5,658	6,477	7,669
YoY %					
매출액	4.1	7.3	11.0	9.9	11.9
영업이익	13.3	22.6	14.5	11.9	17.3
당기순이익	1.9	52.2	14.8	14.5	18.4
영업이익률(%)	18.7	21.4	22.1	22.5	23.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,013.6	2,161.3	2,398.2	2,636.4	2,949.1
매출원가	673.4	679.5	769.8	848.8	952.4
매출총이익	1,340.2	1,481.8	1,628.4	1,787.6	1,996.7
판매비	962.8	1,018.9	1,098.2	1,194.5	1,300.9
영업이익	377.5	463.0	530.3	593.1	695.8
금융손익	(8.6)	(3.2)	(2.7)	(1.7)	(0.4)
종속/관계기업손익	(30.6)	0.1	(6.0)	(2.5)	0.0
기타영업외손익	(8.5)	0.9	(3.3)	(3.4)	(3.4)
세전이익	329.7	460.8	518.2	585.6	691.9
법인세	86.8	111.3	128.6	146.4	173.0
계속사업이익	242.9	349.4	389.6	439.2	519.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	242.9	349.4	389.6	439.2	519.0
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	242.9	349.4	389.6	439.2	519.0
지배주주표달이익	235.2	345.9	389.6	439.2	519.0
NOPAT	278.2	351.1	398.6	444.9	521.8
EBITDA	577.0	674.7	688.2	711.0	783.8
성장성(%)					
매출액증가율	4.1	7.3	11.0	9.9	11.9
NOPAT증가율	15.6	26.2	13.5	11.6	17.3
EBITDA증가율	10.6	16.9	2.0	3.3	10.2
(조정)영업이익증가율	13.3	22.6	14.5	11.8	17.3
(지분법제외)순이익증가율	(4.1)	43.8	11.5	12.7	18.2
(지분법제외)EPS증가율	(4.1)	43.8	11.5	12.7	18.2
수익성(%)					
매출총이익률	66.6	68.6	67.9	67.8	67.7
EBITDA이익률	28.7	31.2	28.7	27.0	26.6
(조정)영업이익률	18.7	21.4	22.1	22.5	23.6
계속사업이익률	12.1	16.2	16.2	16.7	17.6

투자지표

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,150	4,531	5,051	5,695	6,729
BPS	15,412	18,070	20,423	23,418	27,446
CFPS	8,462	10,003	8,769	9,080	10,025
EBITDAPS	7,482	8,748	8,923	9,219	10,162
SPS	26,109	28,023	31,095	34,184	38,238
DPS	2,000	2,800	2,800	2,800	2,800
주기지표(배)					
PER	26.7	18.6	19.0	16.9	14.3
PBR	5.5	4.7	4.7	4.1	3.5
PCFR	10.0	8.4	10.9	10.6	9.6
EV/EBITDA	11.4	9.6	10.3	9.6	8.2
PSR	3.2	3.0	3.1	2.8	2.5
재무비율(%)					
ROE	24.0	30.0	28.6	28.0	28.2
ROA	15.1	21.1	21.1	21.0	21.6
ROIC	26.8	30.6	34.1	41.9	52.4
부채비율	48.8	37.3	35.0	32.2	29.5
순부채비율	6.3	(0.4)	(21.0)	(36.4)	(48.0)
이자보상배율(배)	34.8	108.3	180.6	202.0	236.9

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	573.1	658.1	1,018.4	1,388.2	1,814.5
금융자산	105.8	95.8	394.5	702.3	1,047.2
현금성자산	105.5	86.6	384.3	691.1	1,034.7
매출채권 등	294.9	371.9	412.7	453.7	507.5
재고자산	41.8	48.2	53.5	58.8	65.8
기타유동자산	130.6	142.2	157.7	173.4	194.0
비유동자산	1,002.9	1,084.3	939.8	835.4	765.1
투자자산	123.2	122.1	135.5	149.0	166.6
금융자산	52.9	51.8	57.5	63.2	70.7
유형자산	617.6	624.9	473.1	360.4	276.8
무형자산	147.8	146.1	139.9	134.8	130.4
기타비유동자산	114.3	191.2	191.3	191.2	191.3
자산총계	1,576.0	1,742.4	1,958.2	2,223.6	2,579.6
유동부채	468.0	421.6	451.4	481.4	520.7
금융부채	162.8	80.0	80.0	80.0	80.0
매입채무 등	211.0	224.3	248.8	273.6	306.0
기타유동부채	94.2	117.3	122.6	127.8	134.7
비유동부채	49.0	51.3	55.8	60.4	66.3
금융부채	9.3	10.0	10.0	10.0	10.0
기타비유동부채	39.7	41.3	45.8	50.4	56.3
부채총계	517.0	472.9	507.2	541.7	587.0
지배주주지분	1,059.0	1,269.4	1,451.0	1,681.9	1,992.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	131.1	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	(114.5)	(102.6)	(102.6)	(102.6)	(102.6)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,001.8	1,199.3	1,380.8	1,611.8	1,922.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,059.0	1,269.4	1,451.0	1,681.9	1,992.6
순금융부채	66.4	(5.7)	(304.4)	(612.3)	(957.2)

현금흐름표

(단위: 십억원)

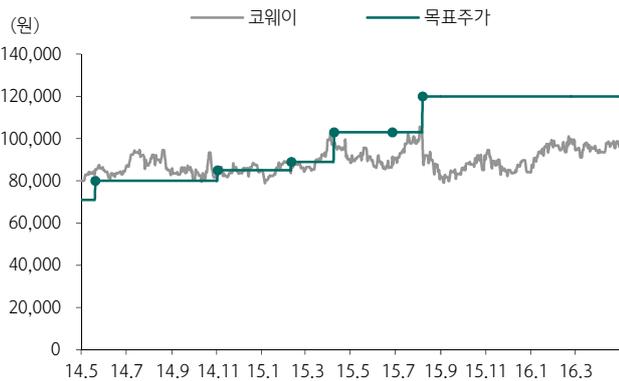
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	498.5	475.2	520.4	526.4	564.1
당기순이익	242.9	349.4	389.6	439.2	519.0
조정	312.2	340.1	158.1	114.7	81.2
감가상각비	199.5	211.7	157.9	117.8	88.0
외환거래손익	(4.2)	(6.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	30.6	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	86.3	134.7	0.2	(3.1)	(6.8)
자산/부채의 변동	(56.6)	(214.3)	(27.3)	(27.5)	(36.1)
투자활동현금흐름	(268.9)	(264.0)	(11.7)	(8.4)	(9.3)
투자자산감소(증가)	30.8	1.1	(13.4)	(13.5)	(17.7)
유형자산감소(증가)	(267.5)	(261.5)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(32.2)	(3.6)	1.7	5.1	8.4
재무활동현금흐름	(325.3)	(230.1)	(211.0)	(211.2)	(211.2)
금융부채증가(감소)	(160.0)	(82.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(41.9)	(0.7)	(3.0)	(2.9)	(2.9)
배당지급	(123.6)	(148.3)	(208.0)	(208.3)	(208.3)
현금의 증감	(95.8)	(18.9)	297.7	306.8	343.6
Unlevered CFO	652.6	771.5	676.3	700.3	773.2
Free Cash Flow	222.7	204.6	520.4	526.4	564.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
15.8.10	BUY	120,000			
15.6.30	BUY	103,000			
15.4.12	Neutral	103,000			
15.2.13	Neutral	89,000			
14.11.5	Neutral	85,000			
14.5.23	Neutral	80,000			

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효 기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	85.9%	11.6%	2.6%	100.1%

* 기준일: 2016년 5월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 5월 4일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2016년 5월 4일 현재 해당 회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사 자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명 자료로 사용될 수 없습니다.