



코웨이 (021240)

BUY (유지)

기타 소비재 Analyst **강재성**
02-6114-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

1Q16 실적 Review

주가(5/3)	96,000원
목표주가	110,000원

- 매출액과 영업이익 각각 +13.8%YoY, +23.2%YoY 성장
- 컨센서스에 부합하는 실적 달성
- 환경가전 부분 성장 지속 + 해외사업 회복
- 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지. 매각 이슈 고려하여 접근 권고

그림 1> 전 부분 양호한 성장으로 컨센서스 부합

(십억원)	1Q16P	증감율(%)		당사 기존추정	시장 컨센서스
		YoY	QoQ		
매출액	623.7	13.8	(1.2)	605.0	607.0
영업이익	123.6	23.2	(3.9)	118.2	120.9
세전이익	125.3	23.9	2.1	118.3	123.2
순이익	95.2	22.7	5.2	89.4	93.1

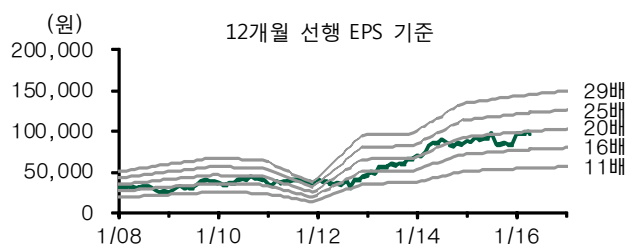
자료: 코웨이, 현대증권
참조: 연결기준

그림 2> 환경가전 부분 성장 지속, 해외 부분 성장세 전환

(십억원)	1Q16P	증감율(%)		1Q15	4Q15
		YoY	QoQ		
매출액	623.7	13.8	(1.2)	548.2	631.3
환경가전	499.3	12.3	(2.0)	444.6	509.3
화장품	20.1	(13.0)	(0.7)	23.1	20.2
수출	56.7	71.8	37.0	33.0	41.4
기타	47.6	0.3	(21.2)	47.5	60.4
렌탈판매대수(만대)	35.1	3.0	(2.4)	34.1	35.9
총계정(만건)	579.4	2.4	0.4	566.1	577.1

자료: 코웨이, 현대증권
참조: 연결기준

그림 3> 매각 이슈로 주가 박스권 횡보 지속 중



자료: Quantwise, 현대증권

큰 이번 없는 컨센서스에 부합하는 실적 달성

동사의 매출액과 영업이익은 각각 +13.8%YoY, +23.2%YoY 성장하며 컨센서스에 부합했다. 전 제품군에서 판매 호조세가 유지되며 렌탈/일시불 모두 안정적인 성장세를 보였다(총계정 579만, +2.4%YoY). 해약률 관리가 지속되었고(2015년 1%→1Q16 1%), 렌탈자산폐기손실도 유지되며(렌탈매출 대비 비중 4Q15 2.6%→1Q16 2.6%) 수익성 관리도 지속되는 모습이다(영업이익률 2015년 20%→1Q16 19.8%)

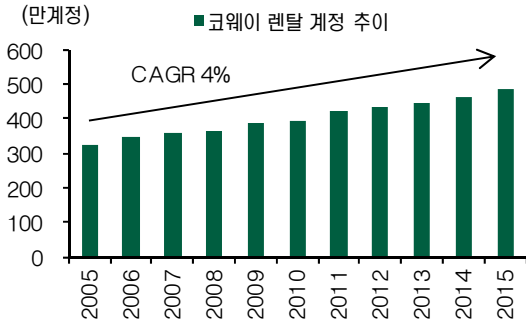
환경가전 부분 성장 지속 + 해외사업 회복

1분기 영업 현황은 안정적이었다. 환경가전 부분이 렌탈과 일시불 성장으로 +12.3%YoY 증가했다. 계절적 비수기임에도 프리미엄 제품군 판매와 코디의 생산성 향상(인당 한달 렌탈 판매량 15년 8.3 → 1Q16 8.7) 및 판매 인력 충원(15년 말 대비 200명 추가)로 역대 1분기 최대 렌탈 판매량을 달성했다(35.1만대). 일시불/기타 부분도 기저효과가 있었지만 미세먼지로 인한 청정기 판매량 증가, 연수기, 전기레인지, 안마의자 등 비주력 품목 판매호조가 이어져 +68.2%YoY 성장했다. 해외 부분도 중국 공기질 악화에 따른 청정기 ODM 성장세 전환(+46.1%YoY)과 말레이시아 렌탈 및 미국법인 일시불 판매 호조(해외법인 +149.1%YoY)로 +71.8%YoY 성장했다.

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

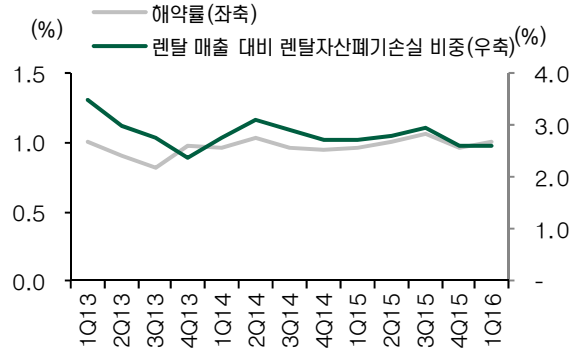
동사의 주가는 연이은 실적 호조에 박스권에 머물러 있다. 최대주주의 지분매각이 예정되어 있어, 매각이 마무리 되기 전까지 실적 성장에 따른 추가 상승은 어려워 보인다. 동사의 지속적인 비용 관리 및 높은 배당성향(61%)이 매각 시 유지되기 어려울 수 있다는 점과 매각 대상에 대한 불확실성 또한 해결이 필요한 시점이다. 다만 동사의 실적 성장세를 감안하여 투자의견 BUY와 목표주가 110,000원을 유지한다.

그림 1> 렌탈계정 안정적인 성장세 유지



자료: 코웨이, 현대증권

그림 2> 해약을 및 렌탈자산폐기손실 관리 지속



자료: 코웨이, 현대증권

그림 3> 코웨이 실적 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	Consen	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	Consen	2017F
렌탈 계정	4,666,185	4,747,355	4,779,581	4,832,434	4,861,338		4,909,951	4,949,231	4,993,774	4,600,582	4,832,434	4,993,774		5,135,070
멤버십 계정	994,392	967,025	950,400	938,872	932,928		927,022	921,153	915,321	1,016,086	938,872	915,321		892,360
연결 매출액	548.2	555.3	580.5	631.3	623.7	607.0	618.1	623.6	656.5	2,160.3	2,315.2	2,521.9	2,522.5	2,618.8
환경가전 매출액	444.6	463.5	486.5	509.3	499.4		502.3	500.5	509.2	1,725.2	1,903.8	2,011.4		2,094.1
렌탈 매출액	363.3	371.2	376.4	380.2	380.1		381.9	385.4	393.0	1,400.6	1,491.1	1,540.4		1,628.5
멤버십 매출액	46.0	45.3	44.5	43.7	42.9		46.3	45.7	45.9	183.4	179.5	180.8		184.4
일시불 매출액	30.0	41.4	45.6	54.2	50.5		46.8	42.3	43.4	123.5	171.2	183.0		172.0
화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	20.1		20.0	20.5	21.3	80.5	83.0	81.9		84.4
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	56.7		40.3	40.1	48.6	167.4	149.2	185.7		217.2
ODM/Dealers	24.8	18.8	15.9	22.7	36.2		18.0	20.0	28.3	120.3	82.2	102.5		112.8
해외법인양	8.2	20.2	19.9	18.7	20.5		22.2	20.1	20.4	47.1	67.0	83.2		104.4
기타	47.5	31.7	39.6	60.4	47.5		55.4	62.5	77.4	187.2	179.2	242.9		223.1
매출원가	175.2	170.6	178.1	204.9	207.0		200.1	204.5	216.2	726.6	728.8	827.9	801.7	846.8
매출원가율	32.0	30.7	30.7	32.5	33.2		32.4	32.8	32.9	33.6	31.5	32.8	31.8	32.3
매출총이익	373.0	384.7	402.4	426.4	416.6		418.0	419.1	440.4	1,433.7	1,586.4	1,694.1	1,720.8	1,771.9
매출총이익률	68.0	69.3	69.3	67.5	66.8		67.6	67.2	67.1	66.4	68.5	67.2	68.2	67.7
판매비	272.7	274.2	278.4	297.8	293.0		296.2	300.1	312.7	1,069.3	1,123.1	1,201.9	1,209.6	1,258.4
판매비율	49.7	49.4	48.0	47.2	47.0		47.9	48.1	47.6	49.5	48.5	47.7	48.0	48.1
영업이익	100.3	110.4	124.0	128.6	123.6	120.9	121.8	119.0	127.7	364.4	463.3	492.1	507.1	513.5
OPM(%)	18.3	19.9	21.4	20.4	19.8	19.9	19.7	19.1	19.5	16.9	20.0	19.5	20.1	19.6
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	125.3	123.2	120.9	116.9	122.3	332.4	454.5	485.4	502.7	507.6
당기순이익	77.6	82.7	92.4	90.5	95.2	93.1	91.1	88.0	91.9	249.7	343.1	366.2	377.7	382.2
(% YoY)														
연결 매출액	2.5	(0.3)	10.5	16.3	13.8		11.3	7.4	4.0	2.0	7.2	8.9	9.0	3.8
환경가전 매출액	6.1	6.2	12.8	16.2	12.3		8.4	2.9	(0.0)	4.2	10.4	5.7		4.1
렌탈 매출액	6.1	7.1	6.7	6.0	4.6		2.9	2.4	3.4	5.1	6.5	3.3		5.7
멤버십 매출액	4.8	(1.0)	(5.0)	(6.8)	(6.7)		2.2	2.8	5.0	5.6	(2.1)	0.8		1.9
일시불 매출액	8.8	10.7	43.5	102.9	68.2		13.1	(7.1)	(19.9)	(17.4)	38.6	6.9		(6.0)
화장품	10.0	(5.4)	8.1	1.2	(12.8)		(5.0)	10.0	5.0	5.4	3.2	(1.4)		3.1
수출	(27.0)	(30.0)	8.5	23.6	71.8		3.3	12.1	17.5	15.8	(10.9)	24.5		16.9
ODM/Dealers	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(7.3)	46.0		(4.0)	25.8	24.5	6.7	(31.7)	24.7		10.0
해외법인양	(25.5)	43.3	53.1	107.8	150.0		10.0	1.2	8.9	47.6	42.3	24.2		25.5
기타	(4.5)	(25.2)	(10.0)	18.2	0.0		74.9	57.9	28.2	(22.7)	(4.3)	35.6		(8.1)
매출원가	(3.9)	(9.2)	5.9	8.9	18.2		17.3	14.8	5.5	0.8	0.3	13.6	10.0	2.3
매출총이익	5.7	4.2	12.6	20.2	11.7		8.7	4.2	3.3	2.6	10.6	6.8		8.5
판매비	3.9	0.9	6.2	9.1	7.5		8.0	7.8	5.0	1.0	5.0	7.0		7.7
영업이익	11.1	13.7	30.1	57.4	23.3	20.6	10.3	(4.0)	(0.7)	7.5	27.1	6.2		9.5
세전이익	14.3	25.9	41.6	71.5	23.9	21.9	11.0	(4.0)	(0.3)	1.6	36.7	6.8		10.6
당기순이익	17.4	24.8	44.5	69.6	22.7	21.9	10.2	(4.8)	1.5	1.9	37.4	6.7		4.4

자료: 코웨이, 현대증권

결산기말	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	2,160.3	2,315.2	2,521.9	2,618.8	2,736.5
영업이익 (십억원)	364.4	463.3	492.1	513.5	537.0
순이익 (십억원)	249.7	343.1	366.2	382.2	400.5
지배기업순이익 (십억원)	249.7	343.1	366.2	382.3	400.5
EPS (원)	3,360	4,622	4,926	5,139	5,384
수정EPS (원)	3,360	4,622	4,926	5,139	5,384
PER* (배)	28.2-18.7	23.1-16.2	19.5	18.7	17.8
PBR (배)	6.0	5.0	5.1	4.6	4.2
EV/EBITDA (배)	11.3	9.3	10.2	9.8	9.0
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.1	3.3	3.3
ROE (%)	25.2	30.2	27.8	25.9	24.5
ROIC (%)	27.4	32.6	30.2	28.6	31.0

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
 자료: 코웨이, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/14A (IFRS-C)	12/15A (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)	12/18F (IFRS-C)
매출액	2,160.3	2,315.2	2,521.9	2,618.8	2,736.5
매출원가	726.6	728.8	827.9	846.8	885.7
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,694.1	1,771.9	1,850.8
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,201.9	1,258.4	1,313.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	364.4	463.3	492.1	513.5	537.0
EBITDA	578.0	691.0	722.4	742.7	765.3
영업외손익	(32.0)	(8.9)	(6.7)	(6.0)	(5.1)
금융손익	(8.9)	(2.9)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(23.1)	(6.0)	(4.6)	(3.7)	(2.9)
세전이익	332.4	454.5	485.4	507.6	531.9
법인세비용	82.8	111.3	119.2	125.3	131.4
당기순이익	249.7	343.1	366.2	382.2	400.5
지배기업순이익	249.7	343.1	366.2	382.3	400.5
총포괄이익	241.1	334.3	366.2	382.2	400.5
지배기업총포괄이익	241.1	334.3	366.2	382.3	400.5
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	249.7	343.1	366.2	382.3	400.5

연금흐름표 (십억원)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
당기순이익	249.7	343.1	366.2	382.2	400.5
유무형자산상각비	213.6	227.7	230.3	229.2	228.3
기타비연금손익 조정	201.7	220.8	119.2	125.3	131.4
운전자본투자	(29.1)	(195.3)	(14.6)	8.2	0.0
기타영업연금흐름	(99.1)	(83.4)	(120.8)	(124.6)	(131.4)
영업활동 현금흐름	536.7	512.8	580.4	620.4	628.8
설비투자	(296.2)	(320.4)	(300.0)	(320.0)	0.0
무형자산투자	(6.0)	(5.4)	(5.0)	(5.0)	0.0
단기금융자산 증감	0.2	0.0	6.7	0.5	0.0
투자자산증감	0.1	3.3	(1.9)	0.9	(0.5)
기타투자연금흐름	2.7	(7.0)	(37.8)	(45.9)	0.0
투자활동 현금흐름	(299.2)	(329.5)	(337.9)	(369.5)	(0.5)
금융부채 증감	(169.1)	(77.3)	(0.8)	(0.8)	0.0
자본의 증감	(27.6)	5.2	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(123.6)	(148.3)	(208.0)	(223.2)	(238.0)
기타재무연금흐름	(7.6)	7.0	1.7	(0.8)	0.0
재무활동 현금흐름	(327.9)	(213.4)	(207.1)	(224.8)	(238.0)
기타연금흐름	(0.9)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(91.3)	(31.1)	35.3	26.1	390.3
기초 현금 및 현금성자산	238.7	147.4	116.3	151.6	177.7
기말 현금 및 현금성자산	147.4	116.3	151.6	177.7	568.0
총영업연금흐름	485.6	580.6	600.0	616.7	632.6
영여연금흐름	142.5	(17.4)	242.6	254.0	632.6
순연금흐름	78.2	49.2	29.4	26.4	390.3
순연금 (순자입금)	(13.0)	36.3	65.6	92.0	482.3

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 성장률	2.0	7.2	8.9	3.8	4.5
영업이익 성장률	7.5	27.1	6.2	4.3	4.6
EBITDA 성장률	7.6	19.6	4.5	2.8	3.0
지배기업순이익 성장률	1.9	37.4	6.7	4.4	4.8
수정순이익 성장률	1.9	37.4	6.7	4.4	4.8
영업이익률	16.9	20.0	19.5	19.6	19.6
EBITDA이익률	26.8	29.8	28.6	28.4	28.0
당기순이익률	11.6	14.8	14.5	14.6	14.6
수정순이익률	11.6	14.8	14.5	14.6	14.6

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/14A (IFRS-C)	12/15A (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)	12/18F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	147.4	116.3	151.6	177.7	568.0
단기금융자산	6.4	9.2	2.5	2.0	2.0
매출채권	208.8	256.0	256.0	256.0	256.0
자고자산	61.9	69.8	69.8	69.8	69.8
기타유동자산	172.4	202.0	202.0	202.0	202.0
유동자산	596.8	653.3	681.9	707.5	1,097.8
투자자산	81.4	77.7	79.5	78.6	79.1
유형자산	675.2	699.5	775.8	872.1	648.4
무형자산	170.6	168.8	167.2	166.7	162.1
이연법인세자산	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타비유동자산	96.7	175.2	213.0	258.9	258.9
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,236.4	1,377.2	1,149.4
자산총계	1,621.6	1,775.4	1,918.3	2,084.7	2,247.1

부채총계	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
매입채무	59.0	59.8	60.4	61.0	61.0
단기금융부채	164.5	80.1	79.3	78.5	78.5
단기충당부채	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
기타유동부채	301.1	331.4	316.3	323.8	323.8
유동부채	526.0	472.9	457.5	464.9	464.9
장기금융부채	2.2	9.2	9.2	9.2	9.2
장기충당부채	0.7	2.1	2.1	2.1	2.1
퇴직급여부채	16.0	12.4	14.2	13.3	13.3
이연법인세부채	20.1	23.1	21.6	22.4	22.4
기타비유동부채	17.2	17.4	17.3	17.4	17.4
비유동부채	56.2	64.3	64.5	64.4	64.4
부채총계	582.2	537.2	522.0	529.3	529.3

부채와자본총계	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.5	127.5	127.5	127.5	127.5
기타자본잉여금	(114.5)	(102.6)	(102.6)	(102.6)	(102.6)
기타포괄손익누계액	(0.0)	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
이익잉여금	985.9	1,177.0	1,335.2	1,494.4	1,656.9
지배기업 자본총계	1,038.5	1,237.4	1,395.5	1,554.7	1,717.2
비지배지분	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,396.4	1,555.4	1,717.9
부채와자본총계	1,621.6	1,775.4	1,918.4	2,084.7	2,247.2

주당지표 (원)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
EPS	3,360	4,622	4,926	5,139	5,384
수정EPS	3,360	4,622	4,926	5,139	5,384
주당순자산(BPS)	14,001	16,654	18,761	20,900	23,084
주당매출액(SPS)	29,068	31,188	33,923	35,204	36,787
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	6,534	7,821	8,071	8,291	8,505
주당배당금	2,000	2,800	3,000	3,200	3,200
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	14.4	15.2	5.2	4.8	4.8

주주가지 및 재무구조 (%)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
ROE	25.2	30.2	27.8	25.9	24.5
ROA	15.7	20.4	20.0	19.2	18.6
ROIC	27.4	32.6	30.2	28.6	31.0
WACC	3.9	8.0	7.3	8.0	8.0
ROIC/WACC (배)	7.0	4.1	4.2	3.6	3.9
경제적이익 (EP, 십억원)	233.9	272.4	285.5	284.6	290.8
부채비율	56.0	43.4	37.4	34.0	30.8
순금융부채비율	1.3	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	50.1	159.3	210.3	212.8	219.3

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균외식주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

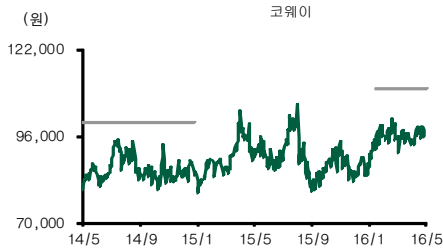
순비경상손익: 세무 비경상영역의 손익(지배기업에 귀속된 비경상영역으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말외손익, 증권사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-I =개별재무제표, IFRS-S =별도재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
코웨이	15/12/03	BUY	110,000

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함
- 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)
- 투자등급 비율 (2016. 03. 31 기준)

매수	중립	매도
88.0	11.7	0.3

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.