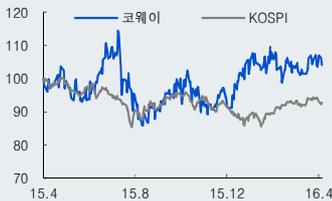


생활소비재

Results Comment
2016.5.4

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	140,000
현재주가(16/05/03, 원)	96,000
상승여력	46%

영업이익(16F,십억원)	527		
Consensus 영업이익(16F,십억원)	505		
EPS 성장률(16F,%)	12.5		
MKT EPS 성장률(16F,%)	15.8		
P/E(16F,x)	19.2		
MKT P/E(16F,x)	10.8		
KOSPI	1,986.41		
시가총액(십억원)	7,404		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.4		
외국인 보유비중(%)	53.6		
베타(12M) 일간수익률	0.58		
52주 최저가(원)	79,200		
52주 최고가(원)	105,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	6.7	6.3
상대주가	1.1	10.0	13.8



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

박치영
02-768-4156
chiyoung.park@dwsec.com

코웨이 (021240)

차별화된 행보

1Q16 Review: 연결 영업이익 1,236억원(+23%), 컨센서스 상회

코웨이의 1Q16 연결기준 잠정실적은 매출액 6,237억원(+13.8% YoY), 영업이익 1,236억원(+23.2% YoY), 영업이익률 19.8%를 기록했다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +3.2%, +4.7% 상회해 기대에 어긋나지 않는 실적 호조세를 이어갔다. 당사 추정치와 매출액의 괴리율은 0.9%에 불과했지만, 영업이익은 11.6% 높았다. 2H15를 기점으로 한 외형 성장 재개로 국내 사업의 판관비 효율화가 예상을 크게 뛰어넘는 수준이었던 점이 핵심 요인이었던 것으로 추정된다(판관비율 -3.9%p YoY). 렌탈 판매의 비수기로 판관비 내 판매수수료 부담이 일부 경감되었던 영향도 내재되어 있다.

환경가전 매출 실적은 +12.3% YoY의 고성장을 기록했다. 3Q15 이후 매트리스 판매분에 대한 회계적 인식 기준 변화 요인(금융리스로 인식, 렌탈 제도 변화로 의무사용기간과 렌탈 기간이 매칭된 것에 기인)을 제거한 기준으로는 +6.2% YoY 성장했다. 렌탈 판매 비수기에 달성한 견조한 판매 실적은 환경가전과 코웨이 특유의 고기능성 라인업에 대한 내국인 소비자의 근원적인 소비성향 강화에 기인하는 것으로 분석한다.

2Q14부터 성장 정체가 장기화되었던 ODM 수출 사업은 중국 정정기 시장 구조 재편과 제품 포트폴리오 재 정비 과정을 거치며 완전히 성장을 재개하는 모습이였다(1Q16 매출액 362억원, +46% YoY). 해외 법인향 매출 실적은 말레이시아 렌탈 사업과 미국 일시불 판매 호조로 +150% YoY의 고성장을 기록했다.

독보적 제품 경쟁력 + 복제 불가능한 렌탈 시스템 = 차별화의 핵심

내수 소비의 저성장기가 장기화되고 성장 재개에 대한 기대도 점차 낮아지는 근원적인 환경에서 뚜렷한 소비 효용을 제공하는 특정 재화에 대해서는 오히려 명료한 소비 고급화가 진행되고 있다. 준내구재와 비내구재 영역에서 이례적으로 강한 소비를 유인하는 제품군은 환경가전과 화장품이 대표적이는데, 이들은 평균 객단가가 낮고 필수성보다는 브랜드, 제품력에 대한 소비자의 정성적 인지가 차별화된 구매 수요를 유발시킨다는 특징을 지닌다.

코웨이가 정수기 렌탈을 시작한지 19년이 경과한 현재까지 신규 제품 수요와 ARPU 상승을 꾸준히 유도하는 모습은 소비자의 니즈를 선제적으로 분석, 대응하는 혁신적인 제품 개발 능력과 견고한 렌탈 시스템이 최적으로 융합된 결실이다. IoT 적용 제품군의 확대는 중장기적으로 한층 진화된 소비 수요를 유인하는 새로운 매개체가 될 전망이다.

코웨이에 대한 “매수” 투자 의견과 목표주가 14만원을 유지하여 제시한다. 한국 시장 내 가장 독보적인 포트폴리오를 지닌 소비재 업체로 지속해서 중장기 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,614	2,861	3,137
영업이익 (십억원)	339	364	463	527	564	609
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	20.2	19.7	19.4
순이익 (십억원)	245	250	343	386	405	438
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	5,004	5,257	5,685
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	29.1	27.5	27.7
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	19.2	18.3	16.9
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	4.8	4.5	4.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

1Q16 Review

표 1. 1Q16 Review

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	548	631	624	618	605	13.8	-1.2
영업이익	100	129	124	111	118	23.2	-3.9
영업이익률 (%)	18.3	20.4	19.8	17.9	19.5		
세전이익	101	123	125	107	115	23.9	2.1
순이익	78	90	95	79	79	22.7	5.2

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
	매출액	2,536	2,748	2,614	2,861	3.1	
영업이익	502	540	527	564	5.0	4.4	판매비 하향조정
세전이익	488	526	519	548	6.4	4.2	영업외손익 조정
순이익	361	389	386	405	6.9	4.2	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

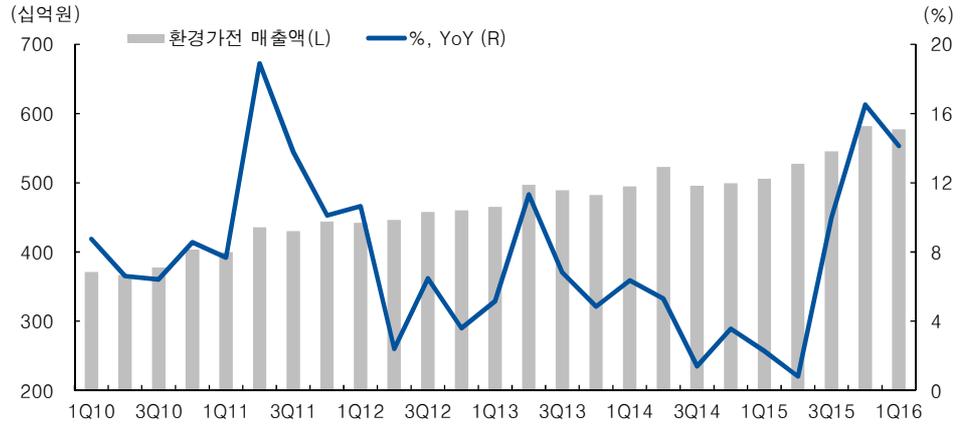
표 3. 별도기준 분기 실적 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F
매출액	506	527	546	582	578	585	588	619
렌탈	363	371	376	380	380	403	410	419
%, YoY								
매출액	2.3	0.8	10.0	16.5	14.1	11.0	7.8	6.3
렌탈	6.1	7.0	6.7	6.0	4.6	8.5	8.9	10.1
판매관리비	248	249	251	271	260	285	276	283
(%, 매출대비)	49.0	47.2	46.1	46.5	45.1	46.3	45.5	45.9
렌탈자산폐기손실	10	10	10	10	10	11	11	11
(%, 렌탈매출대비)	2.7	2.7	2.9	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
영업이익	99	112	126	127	127	127	135	137
(%, 매출대비)	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	20.5	22.3	22.2
(%, YoY)	10.1	14.4	29.6	34.7	28.4	13.4	7.7	7.8
[Key indicators]								
렌탈순주문(천대)	341	371	338	359	351	397	361	385
총 렌탈계정(천계정)	4,666	4,747	4,780	4,832	4,861	4,957	5,007	5,092
해약률(%)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9

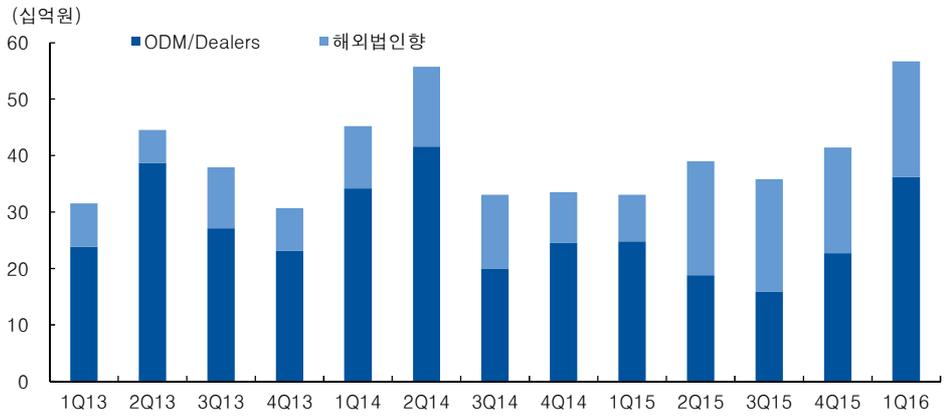
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 환경가전 분기 매출 추이



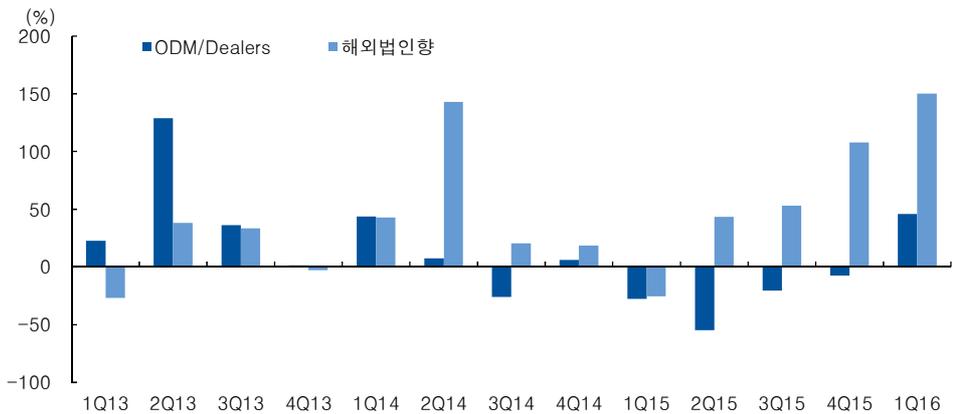
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 해외사업 매출 실적 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 해외사업 부문별 매출 성장률 추이



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,614	2,861	3,137
매출원가	729	841	924	1,012
매출총이익	1,586	1,773	1,937	2,125
판매비와관리비	1,123	1,246	1,373	1,517
조정영업이익	463	527	564	609
영업이익	463	527	564	609
비영업손익	-9	-8	-16	-17
금융손익	-3	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	519	548	592
계속사업법인세비용	111	133	142	154
계속사업이익	343	386	405	438
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	386	405	438
지배주주	343	386	405	438
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	334	386	405	438
지배주주	334	386	405	438
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	691	718	770	830
FCF	184	249	281	327
EBITDA 마진율 (%)	29.8	27.5	26.9	26.5
영업이익률 (%)	20.0	20.2	19.7	19.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	14.8	14.2	14.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	761	835	896
현금 및 현금성자산	116	211	252	275
매출채권 및 기타채권	271	273	299	329
재고자산	70	72	79	87
기타유동자산	196	205	205	205
비유동자산	1,122	1,177	1,237	1,281
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	783	844	887
무형자산	169	162	156	149
자산총계	1,775	1,937	2,072	2,177
유동부채	473	449	462	478
매입채무 및 기타채무	219	214	235	258
단기금융부채	80	70	70	70
기타유동부채	174	165	157	220
비유동부채	64	72	72	72
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	55	63	63	72
부채총계	537	521	534	549
지배주주지분	1,237	1,415	1,538	1,627
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,177	1,355	1,478	1,567
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,238	1,416	1,539	1,628

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	559	591	637
당기순이익	343	386	405	438
비현금수익비용가감	448	325	349	375
유형자산감가상각비	220	184	199	215
무형자산상각비	8	7	6	6
기타	220	134	144	154
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-19	-21	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-1	-25	-28
재고자산 감소(증가)	-5	-2	-7	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-2	6	6
법인세납부	-83	-133	-142	-154
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-244	-265	-262
유형자산처분(취득)	-320	-267	-261	-257
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-3	-6	-6
기타투자활동	-2	26	2	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	-220	-285	-352
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	-10	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	-208	-283	-350
기타재무활동	11	-2	-2	-2
현금의 증가	-31	94	41	24
기초현금	147	116	211	252
기말현금	116	211	252	275

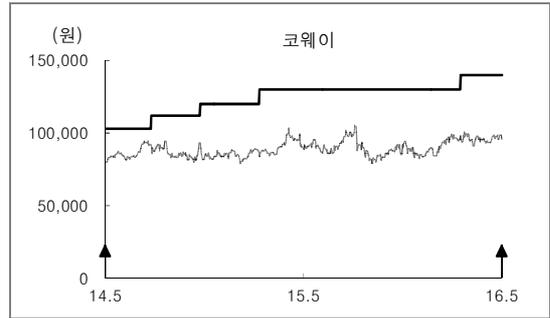
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	19.2	18.3	16.9
P/CF (x)	8.2	10.4	9.8	9.1
P/B (x)	4.8	4.8	4.5	4.2
EV/EBITDA (x)	9.3	10.1	9.4	8.7
EPS (원)	4,449	5,004	5,257	5,685
CFPS (원)	10,263	9,215	9,780	10,549
BPS (원)	17,654	19,960	21,552	22,704
DPS (원)	2,800	3,800	4,700	5,800
배당성향 (%)	60.6	73.3	86.2	98.4
배당수익률 (%)	3.3	4.0	4.9	6.0
매출액증가율 (%)	7.2	12.9	9.4	9.6
EBITDA증가율 (%)	19.6	3.9	7.2	7.8
조정영업이익증가율 (%)	27.2	13.8	7.0	8.0
EPS증가율 (%)	37.4	12.5	5.1	8.1
매출채권 회전을 (회)	10.0	10.2	10.6	10.6
재고자산 회전을 (회)	35.2	36.9	38.0	37.9
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.3	15.3	15.2
ROA (%)	20.2	20.8	20.2	20.6
ROE (%)	30.2	29.1	27.5	27.7
ROIC (%)	31.7	32.1	32.2	33.1
부채비율 (%)	43.4	36.8	34.7	33.8
유동비율 (%)	138.2	169.3	180.8	187.7
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	-9.9	-11.8	-12.6
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	239.0	284.3	306.8

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2016.02.17	매수	140,000원
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.28	매수	112,000원
	2014.04.29	매수	103,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.