

## 코웨이 (021240KS | Buy 유지 | TP 120,000원 유지)

### 고밸류에이션에 걸맞는 양호한 실적 달성

- 1분기 실적 Review: 회계기준 변경의 영향으로 매출, 영업이익, 순이익 모두 시장컨센서스를 상회
- 2분기 실적 Preview: IoT라인업 확장, 중국 미세먼지 이슈 재부각에 의한 ODM회복으로 견조한 성장 예상
- 소비불황기 최고의 방어산업은 렌탈업종! 소유하지 않고 사용료를 내는 미래사회 구조변화의 주도기업

#### 1분기 실적 Review: 매출, 영업이익, 순이익 모두 시장컨센서스를 아웃퍼폼!

- 연결기준: 매출 +13.8%y-y, 영업이익 +23.2%y-y, 순이익 +22.7%y-y
- 별도기준: 매출 +14.1%y-y, 영업이익 +28.3%y-y, 순이익 +22.9%y-y
- 2015년 8월부터 렌탈 의무사용기간이 기존 3년에서 5~6년으로 길어짐에 따라 회계기준이 기존 운용리스에서 금융리스로 바뀌면서 회계상 착시효과 발생. 변경 전 기준으로 성장이 기대에 미치지 못함을 알 필요는 있지만, 어쨌든 투자자가 보는 실적은 올해 7월까지 지속적인 고성장을 보일 것이므로 긍정적.

#### 2분기 실적 Preview: 국내 상품 라인업 확장과 해외법인의 고성장 지속으로 견조한 실적성장 예상

- 국내: IoT신제품 라인업 확장(2Q 정수기 3개), 일시불 전용상품 라인업 확장으로 상품경쟁력 강화.
- 해외: 최근 중국 미세먼지 이슈가 다시 부각되어 중국 ODM사업전망 긍정적. 3월 미국법인은 공기청정기 시판채널을 런칭해 2분기부터는 판매확대 본격화. 추가적인 해외 전략적 ODM파트너 발굴 중.

#### 소비불황기의 방어주는 렌탈업! 업종대표주 코웨이. 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 계속 유지

- 경기침체로 소비자의 주머니가 닫혀 있는 소비불황기의 최고 방어산업은 렌탈업임.
- 중장기적으로도 갈수록 소유는 줄고, 사용료를 내고 상품을 이용하는 방식으로 사회구조가 변화할 것임.

#### Stock Data



#### 경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	2,014	2,161	2,308	2,460	2,639
영업이익	(십억원)	377	463	519	564	617
영업이익률	(%)	18.7	21.4	22.5	22.9	23.4
순이익	(십억원)	243	349	379	416	459
EPS	(원)	3,150	4,531	4,914	5,395	5,945
증감률	(%)	-4.1	43.8	8.5	9.8	10.2
PER	(배)	26.7	18.6	19.5	17.8	16.1
PBR	(배)	5.5	4.7	4.7	4.2	3.7
ROE	(%)	24.0	30.0	28.0	27.0	26.0
EV/EBITDA	(배)	11.4	9.6	9.9	8.9	8.0
순차입금	(십억원)	66	-6	3	-60	-179
부채비율	(%)	48.8	37.3	35.1	28.8	25.5

코웨이 | 고밸류에이션에 걸맞는 양호한 실적 달성

1Q16실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출	506.1	527.5	545.7	582.1	577.6	14.1	-0.8	572.5	1.01
영업이익	98.9	111.7	125.6	128.6	126.9	28.3	-1.3	110.0	1.15
영업이익률	19.0	20.5	21.8	20.8	20.6				

자료: Wisefn, LIG투자증권

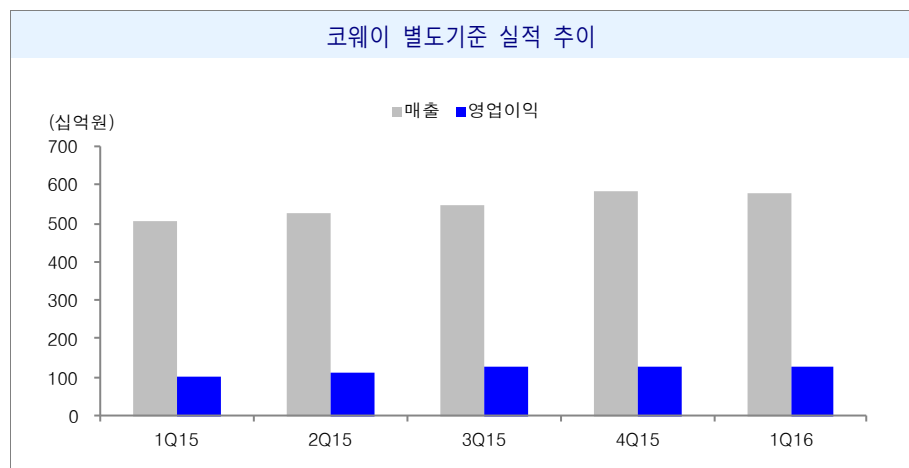
분기별 실적추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16A	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
매출	506.1	527.5	545.7	582.1	577.6	562.3	562.5	605.5	2,013.7	2,161.4	2,307.8
매출총이익	346.8	360.7	377.0	426.4	387.3	428.4	426.6	480.6	1,340.3	1,510.9	1,722.9
영업이익	98.9	111.7	125.6	128.6	126.9	127.6	138.7	140.6	377.6	464.8	533.8
<b>성장률</b>											
매출	2.3	0.8	10.0	16.5	14.1	6.6	3.1	4.0	4.1	7.3	6.8
매출총이익	6.5	5.2	13.0	26.0	11.7	18.8	13.2	12.7	4.5	12.7	14.0
영업이익	10.1	14.4	29.5	38.0	28.3	14.3	10.4	9.3	13.3	23.1	14.9
<b>수익률</b>											
매출총이익률	68.5	68.4	69.1	73.3	67.1	76.2	75.8	79.4	66.6	69.9	74.7
영업이익률	19.5	21.2	23.0	21.8	22.0	21.8	23.7	22.4	18.8	21.5	23.1

자료: 코웨이, LIG투자증권

주: 회계기준 변경으로 공시 숫자와 자료상 숫자가 다를 수 있음(조정 중)



자료: 코웨이, LIG투자증권

코웨이 | 고밸류에이션에 걸맞는 양호한 실적 달성

실적발표회 내용 요약

항목	내용
메트리스 렌탈제도 변경	- 작년 8월부터 메트리스 렌탈 기간을 3년에서 5-6년으로 연장, 의무사용기간을 만기와 맞추고 중간 해약 가능 - 회계법인이 기존 환경가전 렌탈처럼 매달 렌탈료 인식(운용리스)이 아닌 금융리스처리 것을 권고 - 금융리스로 처리시 판매량에 따라 매출 변동폭이 심해지는 단점에도 불구하고, 금융리스 기준을 따르게 됨
1분기 매출 세부사항	- 이번 분기 매출이 전분기 대비 0.8% 빠진 것은 금융리스 처리로 인한 매출감소 영향 - 국내 환경가전 매출의 y-y 성장률은 기존 회계기준 적용시 12.3%가 아닌 6.2%
렌탈 계정 순증	- 렌탈 및 금융리스, 일시불 및 기타 매출액도 기존 회계기준 적용하면 q-q로 1-2% 성장 중 - 렌탈 계정 순증은 29k로 전년(66k) 대비 매우 작은 숫자
해외(말레이시아, 미국)	- 2011년 1분기 렌탈 판매 굉장히 높았음(일본 방사능, 구제역 등) → 그때 가입한 계정 만기가 2016년 1분기 - 따라서 연간으로 볼 때 2015년 순증과 2016년 목표 순증이 같은 것은 저조한 1Q 렌탈순증 감안한 것 - 해외사업은 예상보다 크게 성장 중 - 말레이시아에서는 1위로서의 입지를 굳히기 위해 공격적인 마케팅 시작(TV 광고 등) - 미국은 이번 분기 일시불 매출 증가, 코웨이 브랜드로 프리미엄 라인 제품 런칭

자료: 코웨이, LIG투자증권

질의응답 주요 내용 요약

항목	내용
Q1. 리텐션 비율은?	만기 도래 고객 발생시 재렌탈 혹은 멤버십으로 돌리는데, retention rate는 77-78%로 꾸준히 유지중
Q2. 말레이시아 영업이익이 많이 빠지는 이유는?	보유계정 대비 판매가 많아지면 비용도 함께 증가. 국내의 경우 판매수수료를 3년으로 나눠 비용 인식하는 반면, 말레이시아에서는 그 기간이 1-2년으로 더 짧음. 말레이시아에서의 판매 증가 및 공격적 마케팅 감안해 올해 OPM 목표치는 8-9% 수준
Q3. ARPU 상승 추이	지난 3년간 정수기와 청정기의 ARPU는 평균적으로 1-2%씩 상승. 고가제품 출시도 많으나 저가제품 라인업도 여전히 존재하고, 기존 고객은 기존에 쓰던 제품을 계속해서 쓰기 때문에 급격한 ARPU상승은 없음. 가격인상은 2009년과 2013년에 1회씩 약 5% 정도 조정되었으며 가격인상의 영향은 약 5년간 영향을 주는 것으로 파악됨 첫 번째로 2-3년 전부터 홈쇼핑, 할인점 등으로 신 판매채널을 발굴한 것에 대한 효과가 나타나는 것으로 보임.
Q4. 1분기 렌탈 판매량이 역대 최대인 이유는?	2015년 렌탈 판매 중 신채널 비중이 4.1%였는데 1분기에는 4.7%로 상승. 두 번째로는 방판에서 코디 숫자는 유지 중이나 판매만 전문으로 하는 인력이 3,500명에서 3,700명으로 늘었고, 코디 영업생산성 또한 8.3대에서 8.7대로 증가(한달 판매 렌탈 개수)

자료: 코웨이, LIG투자증권

코웨이 | 고밸류에이션에 걸맞는 양호한 실적 달성

대차대조표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	658	694	737	878
현금및현금성자산	87	84	86	180
매출채권 및 기타채권	372	397	423	454
재고자산	48	51	55	59
비유동자산	1,084	1,248	1,380	1,488
투자자산	122	126	129	134
유형자산	625	787	917	1,023
무형자산	146	144	142	141
자산총계	1,742	1,942	2,117	2,366
유동부채	422	450	414	417
매입채무 및 기타채무	224	239	255	274
단기차입금	80	85	25	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	51	55	59	63
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	473	505	473	481
지배기업소유지분	1,269	1,437	1,644	1,886
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	1,199	1,370	1,578	1,828
기타자본	-103	-105	-107	-115
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	1,269	1,437	1,644	1,886
총차입금	90	96	37	13
순차입금	-6	3	-60	-179

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	475	598	667	729
영업에서 창출된 현금흐름	557	732	809	884
이자 수취	0	0	0	0
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-82	-134	-143	-155
투자활동 현금흐름	-264	-396	-394	-402
유동자산의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	1	-4	-4	-4
유형자산 감소(증가)	-262	-390	-390	-390
무형자산 감소(증가)	-6	0	0	0
재무활동 현금흐름	-230	-205	-269	-233
사채및차입금증가(감소)	-82	6	-59	-24
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0
배당금 지급	-148	-208	-208	-208
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-19	-3	3	94
기초현금	106	87	84	86
기말현금	87	84	86	180
FCF	205	208	277	339

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	2,161	2,308	2,460	2,639
증가율(%)	7.3	6.8	6.6	7.3
매출원가	679	585	607	658
매출총이익	1,482	1,723	1,853	1,981
매출총이익률(%)	68.6	74.7	75.3	75.1
판매비와 관리비	1,019	1,204	1,290	1,364
영업이익	463	519	564	617
영업이익률(%)	21.4	22.5	22.9	23.4
EBITDA	675	748	826	903
EBITDA M%	31.2	32.4	33.6	34.2
영업외손익	-2	-6	-5	-3
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-3	-6	-5	-3
기타영업외손익	1	0	0	0
세전이익	461	513	559	613
법인세비용	111	134	143	155
당기순이익	349	379	416	459
지배주주순이익	349	379	416	459
지배주주순이익률(%)	16.2	16.4	16.9	17.4
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-3	-1	-8
총포괄이익	346	376	415	450
EPS 증가율(%, 지배)	43.8	8.5	9.8	10.2
이자손익	-3	-2	-1	1
총외환관련손익	7	0	0	0

주요지표

	2015A	2016E	2017E	2018E
총발행주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125
시가총액(십억원)	6,486	7,404	7,404	7,404
주가(원)	84,100	96,000	96,000	96,000
EPS(원)	4,531	4,914	5,395	5,945
BPS(원)	18,070	20,246	22,925	26,063
DPS(원)	2,800	2,800	2,800	2,800
PER(X)	18.6	19.5	17.8	16.1
PBR(X)	4.7	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA(X)	9.6	9.9	8.9	8.0
ROE(%)	30.0	28.0	27.0	26.0
ROA(%)	21.1	20.6	20.5	20.5
ROIC(%)	36.9	35.6	34.0	33.7
배당수익률(%)	3.3	2.9	2.9	2.9
부채비율(%)	37.3	35.1	28.8	25.5
순차입금/자기자본(%)	-0.4	0.2	-3.6	-9.5
유동비율(%)	156.1	154.3	178.1	210.5
이자보상배율(X)	108.3	171.0	259.9	755.9
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.2
매출채권 회전율	6.5	6.0	6.0	6.0
재고자산 회전율	48.0	46.3	46.3	46.4
매입채무 회전율	3.1	2.5	2.5	2.5

코웨이 | 고밸류에이션에 걸맞는 양호한 실적 달성

Compliance Notice | 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역

▶ 코웨이(021240)

▶ 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016.02.29	2016.05.04				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	120,000원	120,000원				
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

▶ Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2016.03.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(92.16%) · 매도(0%) · 중립(7.84%)	

▶ Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 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 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.