

2016. 6. 27

Company Update



박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com
02 2020 7850

코웨이 (021240)

불확실성의 시기에 안정적인 투자 대안

- Brexit로 투자심리가 크게 위축 된 상황에서 상대적으로 안정적일 수 있는 투자대안에 대한 시장 관심 높아질 것으로 전망. 코웨이 추천.
- 2Q16 실적도 시장 기대를 상회하며 투자심리에 긍정적 영향 미칠 것으로 기대.
- 중국 Haier과 중국 사업 협력에 따른 성장 잠재력도 아직 주가에 미 반영된 상태로 판단.

WHAT'S THE STORY

불확실성 시대의 top pick 추천: Brexit로 투자심리가 크게 위축 된 상황에서 상대적으로 안정적일 수 있는 투자대안에 대한 시장 관심 높아질 것으로 전망. 코웨이를 불안정한 시장의 안정적인 투자 대안으로 추천. 코웨이는 국내에서 압도적인 시장 지배력과 독특한 비즈니스 모델을 바탕으로 안정적인 성장세를 향유하고 있는 기업. 외부 환경에 큰 영향 받지 않는 높은 실적 가시성, 뛰어난 현금 창출 능력, 3.0% 수준의 배당수익률에 주목하며 목표주가 135,000원 제시. 이는 DCF밸류에이션 기준 (WACC=5.9%, g=0.5%), 혹은 2016년 P/E 27배 기준.

2Q16 preview- 안심되는 실적: 2Q16 매출액과 영업이익은 각각 6,378억원, 1,313억원으로 전망되는데, 이는 전년대비 15%, 19% (전분기대비 2%, 6%) 성장한 것이며, 시장 기대치를 3%씩 뛰어 넘는 것. 렌탈 매출이 전년대비 5.5% 증가하며 언제나와 같이 견조한 성장 흐름을 견인할 전망. 1Q16보다 성장 모멘텀이 개선될 것으로 예상되는데, 1Q16에 집중되었던 정수기 만기 event가 소멸된 한편, 매트리스와 공기청정기 렌탈 판매가 호조를 보였기 때문. 3Q15 시작된 강한 일시불 판매 성장 기조도 계속되고 있는 것으로 보이고 (전년대비 30% 성장 전망), 1Q16에 시장이목을 집중시킨 수출 성장세도 강세를 이어가고 있을 것으로 예상 (전년대비 50% 성장 전망). 미국과 말레이시아 법인 매출이 30%에 달하는 높은 매출 성장세 지속하고 있는 것으로 보이고, 신규 ODM 파트너로부터의 수주도 증가하고 있기 때문.

중국 사업 본격화에 대한 기대감은 아직 미반영: 지난 5월 31일 동사는 중국 가전업체 하이얼 (Haier)과 중국 내 판매 협력을 위한 양해각서(MOU)를 체결. 현재로서는 코웨이 브랜드로 프리머엄 정수기를 판매한다는 원칙만 서 있을 뿐 금년말 본격약 체결이 임박해서야 구체적인 협력 조건이 드러날 것으로 보여 현 주가엔 아직 이에 대한 기대감이 충분히 반영되지 않은 것으로 판단. 하지만 당사 판단에 코웨이와 Haier Electronics와의 협력은 시장이 기대할 수 있는 최선의 조합이라 판단되어, 이와 관련하여 선제적으로 관심을 가져도 좋을 것으로 생각. 코웨이 입장에서선 가전 '유통' 자체에 관심이 높은 기업과 손잡음으로 써 기술 유출의 위험 없이 중국 내 브랜드 인지도를 개선시킬 수 있는 방안을 마련했기 때문.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2015	2016E	2017E	2018E
매출액 (십억원)	2,315	2,560	2,766	2,990
순이익 (십억원)	343	388	426	463
EPS (adj) (원)	4,492	5,071	5,558	6,037
EPS (adj) growth (%)	39.3	12.9	9.6	8.6
EBITDA margin (%)	29.8	29.7	30.0	30.3
ROE (%)	30.1	29.2	28.2	27.1
P/E (adj) (배)	22.7	20.1	18.4	16.9
P/B (배)	6.6	5.7	5.0	4.5
EV/EBITDA (배)	11.2	10.2	9.2	8.3
Dividend yield (%)	2.7	3.1	3.4	3.7

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 135,000원 (32.4%)

현재주가 102,000원

시가총액	7.9조원
Shares (float)	77,124,796주 (65.4%)
52주 최저/최고	79,200원/113,000원
60일-평균거래대금	152.7억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	2.0	13.7	14.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.7	17.6	23.5

KEY CHANGES

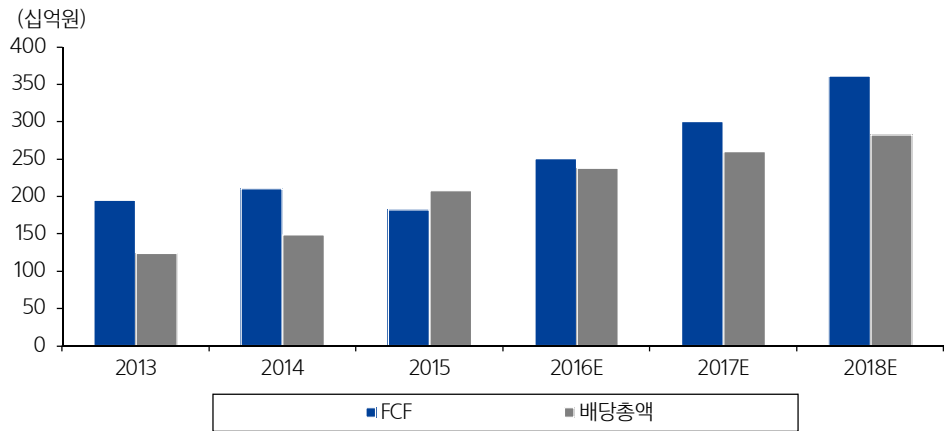
(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2016E EPS	5,071	5,025	0.9%
2017E EPS	5,558	5,503	1.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	125,154
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

FCF와 배당총액 전망



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

코웨이 DCF 밸류에이션 테이블

(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	463	524	574	622	678	520	546	573	601	632	663	696
- EBIT에 대한 세금	114	130	143	155	168	129	136	142	150	157	165	173
- CAPEX	329	342	356	356	356	0	0	0	0	0	0	0
- 순운전자본 증가(감소)	54	25	19	21	23	(89)	(89)	(89)	(90)	(90)	(91)	(91)
+ 감가상각비	220	227	249	275	304	49	49	49	50	50	50	50
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8	3	3	3	3	3	3	3
Free cash flow	195	261	312	373	442	531	551	572	595	618	642	668
Terminal Value	11,614											
Terminal Growth (%)	0.5%											
NPV of FCFF	3,440											
PV of Terminal Value	6,450											
Enterprise Value	9,890											
Equity Value (adjusted)	10,706											
Shares Outstanding	77,125											
Fair value per share (KRW)	138,814											
현재주가 (KRW)*	102,000											
업사이드 (%)	36.1%											

참고: *6월 27일 종가 기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2013	2,118	339	327	245	3,222	47.5	31.7	9.1	28.4	14.4	83
2014	2,160	364	332	250	3,225	0.1	31.6	7.9	25.2	13.4	12
2015	2,315	463	454	343	4,492	39.3	22.7	6.6	30.1	11.2	(38)
2016E	2,560	524	518	388	5,071	12.9	20.1	5.7	29.2	10.2	(107)
2017E	2,766	574	568	426	5,558	9.6	18.4	5.0	28.2	9.2	(199)
2018E	2,990	622	617	463	6,037	8.6	16.9	4.5	27.1	8.3	(330)

참고: *일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

부문별 실적 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E	2018E
실적 요약												
매출액	548.2	555.3	580.4	631.3	623.7	637.8	631.4	667.5	2,315.2	2,560.3	2,765.8	2,990.1
매출총이익	373.0	384.7	402.3	426.4	416.6	435.4	438.8	450.2	1,586.4	1,741.0	1,894.6	2,048.2
영업이익	100.3	110.5	123.9	128.6	123.6	131.3	134.7	134.9	463.3	524.4	573.8	622.1
세전이익	101.1	108.9	121.7	122.7	125.3	128.4	131.8	132.1	454.5	517.6	567.7	616.9
당기순이익	77.6	82.7	92.4	90.5	95.2	95.9	98.4	98.6	343.1	388.2	425.7	462.7
(이익률, %)												
매출총이익	68.0	69.3	69.3	67.5	66.8	68.3	69.5	67.4	68.5	68.0	68.5	68.5
영업이익	18.3	19.9	21.4	20.4	19.8	20.6	21.3	20.2	20.0	20.5	20.7	20.8
세전이익	18.4	19.6	21.0	19.4	20.1	20.1	20.9	19.8	19.6	20.2	20.5	20.6
당기순이익	14.1	14.9	15.9	14.3	15.3	15.0	15.6	14.8	14.8	15.2	15.4	15.5
(전년 대비, %)												
매출액	2.5	(0.3)	10.4	16.3	13.8	14.8	8.8	5.7	7.2	10.6	8.0	8.1
매출총이익	5.8	4.3	12.6	20.2	11.7	13.2	9.1	5.6	10.6	9.7	8.8	8.1
영업이익	11.1	13.7	30.1	57.4	23.2	18.8	8.7	4.9	27.1	13.2	9.4	8.4
세전이익	14.3	25.9	41.6	71.5	23.9	17.9	8.3	7.6	36.7	13.9	9.7	8.7
당기순이익	17.4	24.8	44.5	69.6	22.7	15.9	6.6	9.0	37.4	13.1	9.7	8.7
(전분기 대비, %)												
매출액	1.0	1.3	4.5	8.8	(1.2)	2.3	(1.0)	5.7				
매출총이익	5.2	3.1	4.6	6.0	(2.3)	4.5	0.8	2.6				
영업이익	22.8	10.1	12.2	3.8	(3.9)	6.2	2.6	0.2				
세전이익	41.3	7.8	11.7	0.8	2.1	2.5	2.6	0.2				
당기순이익	45.4	6.6	11.7	(2.0)	5.2	0.7	2.6	0.2				
부문별 매출												
(십억원)												
환경가전	439.3	457.9	481.3	504.3	495.0	514.4	517.3	529.1	1,882.9	2,055.8	2,187.2	2,322.5
일시불	30.0	41.4	45.6	54.2	50.5	53.8	55.6	57.3	171.2	217.2	247.9	281.9
렌탈	363.3	371.2	376.4	380.2	380.1	391.6	393.3	402.9	1,491.1	1,567.9	1,639.2	1,715.0
멤버십	46.0	45.4	44.5	43.7	42.9	44.0	43.2	42.3	179.6	172.4	172.4	172.4
금융리스			14.8	26.1	21.5	25.0	25.2	26.5	40.9	98.2	127.7	153.2
수출	33.0	39.0	35.8	41.4	56.7	58.5	50.1	51.1	149.3	216.5	259.7	311.7
화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	20.1	21.1	19.5	18.2	83.1	78.9	86.8	95.5
기타 (수처리 등)	10.6	9.4	10.0	16.1	5.8	7.6	8.0	15.5	46.1	36.9	36.9	36.9
연결 대상 기타	42.1	27.9	34.7	49.3	46.1	36.2	36.4	53.6	194.9	172.3	195.2	223.5
(전년 대비, %)												
환경가전	6.2	6.5	11.6	16.6	12.7	12.3	7.5	4.9	10.3	9.2	6.4	6.2
일시불	8.8	10.7	43.5	102.9	68.2	30.0	22.0	5.7	38.6	26.9	14.1	13.7
렌탈	6.1	7.0	6.7	6.0	4.6	5.5	4.5	5.9	6.5	5.2	4.5	4.6
멤버십	4.9	(0.8)	(5.0)	(6.7)	(6.8)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(2.0)	(4.0)	0.0	0.0
금융리스							70.0	1.7			30.0	20.0
수출	(27.0)	(30.0)	8.5	23.9	71.8	50.0	40.0	23.3	(10.8)	45.0	20.0	20.0
화장품	10.5	(5.3)	8.3	1.1	(13.1)	0.0	5.0	(10.2)	3.3	(5.0)	10.0	10.0
기타 (수처리 등)	(28.2)	(38.6)	(31.7)	18.1	(45.3)	(20.0)	(20.0)	(3.3)	(21.0)	(20.0)	0.0	0.0
연결 대상 기타	4.7	(17.1)	17.7	13.6	9.4	30.0	5.0	8.8	32.9	(11.6)	13.3	14.5
(매출비중, %)												
환경가전	80.1	82.5	82.9	79.9	79.4	80.7	81.9	79.3	79.9	80.3	79.1	77.7
일시불	5.5	7.5	7.9	8.6	8.1	8.4	8.8	8.6	7.3	8.5	9.0	9.4
렌탈	66.3	66.8	64.9	60.2	60.9	61.4	62.3	60.4	63.3	61.2	59.3	57.4
멤버십	8.4	8.2	7.7	6.9	6.9	6.9	6.8	6.3	7.6	6.7	6.2	5.8
금융리스			2.6	4.1	3.4	3.9	4.0	4.0	1.7	3.8	4.6	5.1
수출	6.0	7.0	6.2	6.6	9.1	9.2	7.9	7.7	6.3	8.5	9.4	10.4
화장품	4.2	3.8	3.2	3.2	3.2	3.3	3.1	2.7	3.5	3.1	3.1	3.2
기타 (수처리 등)	1.9	1.7	1.7	2.5	0.9	1.2	1.3	2.3	2.0	1.4	1.3	1.2
연결 대상 기타	7.7	5.0	6.0	7.8	7.4	5.7	5.8	8.0	8.3	6.7	7.1	7.5

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160	2,315	2,560	2,766	2,990
매출원가	727	729	819	871	942
매출총이익	1,434	1,586	1,741	1,895	2,048
(매출총이익률, %)	66.4	68.5	68.0	68.5	68.5
판매 및 일반관리비	1,069	1,123	1,217	1,321	1,426
영업이익	364	463	524	574	622
(영업이익률, %)	16.9	20.0	20.5	20.7	20.8
영업외손익	(32)	(9)	(7)	(6)	(5)
금융수익	3	1	2	2	4
금융비용	12	4	3	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(23)	(6)	(5)	(5)	(5)
세전이익	332	454	518	568	617
법인세	83	111	129	142	154
(법인세율, %)	24.9	24.5	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	250	343	388	426	463
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	250	343	388	426	463
(순이익률, %)	11.6	14.8	15.2	15.4	15.5
지배주주순이익	250	343	388	426	463
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	578	691	759	830	905
(EBITDA 이익률, %)	26.8	29.8	29.7	30.0	30.3
EPS (지배주주)	3,237	4,449	5,034	5,521	5,999
EPS (연결기준)	3,237	4,449	5,034	5,520	5,999
수정 EPS (원)*	3,225	4,492	5,071	5,558	6,037

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동에서의 현금흐름	537	513	620	685	747
당기순이익	250	343	388	426	463
현금유출입이없는 비용 및 수익	240	231	263	286	313
유형자산 감가상각비	206	220	227	249	275
무형자산 상각비	8	8	8	8	8
기타	27	3	28	29	30
영업활동 자산부채 변동	47	(61)	(31)	(26)	(28)
투자활동에서의 현금흐름	(299)	(329)	(342)	(356)	(356)
유형자산 증감	(296)	(317)	(342)	(356)	(356)
장단기금융자산의 증감	0	1	0	0	0
기타	(3)	(13)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(328)	(213)	(208)	(229)	(256)
차입금의 증가(감소)	(163)	(77)	0	9	4
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(124)	(148)	(208)	(238)	(260)
기타	(42)	12	0	(0)	0
현금증감	(91)	(31)	70	100	135
기초현금	239	147	116	186	286
기말현금	147	116	186	286	421
Gross cash flow	490	574	651	711	776
Free cash flow	211	182	251	301	361

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	597	653	755	880	1,041
현금 및 현금등가물	147	116	186	286	421
매출채권	229	283	313	339	366
재고자산	62	70	77	83	90
기타	158	184	178	171	164
비유동자산	1,025	1,122	1,207	1,284	1,335
투자자산	81	78	78	78	78
유형자산	675	700	785	862	913
무형자산	171	169	169	169	169
기타	98	176	176	176	176
자산총계	1,622	1,775	1,962	2,164	2,376
유동부채	526	473	480	493	503
매입채무	59	60	66	71	77
단기차입금	16	8	8	9	9
기타 유동부채	451	405	406	413	417
비유동부채	56	64	64	64	64
사채 및 장기차입금	1	8	8	8	8
기타 비유동부채	55	56	56	56	56
부채총계	582	537	544	558	567
지배주주지분	1,039	1,237	1,418	1,606	1,808
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	127	127	127	127
이익잉여금	986	1,177	1,357	1,545	1,748
기타	(114)	(108)	(108)	(108)	(108)
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	1,039	1,238	1,418	1,606	1,809
순부채	12	(38)	(107)	(199)	(330)

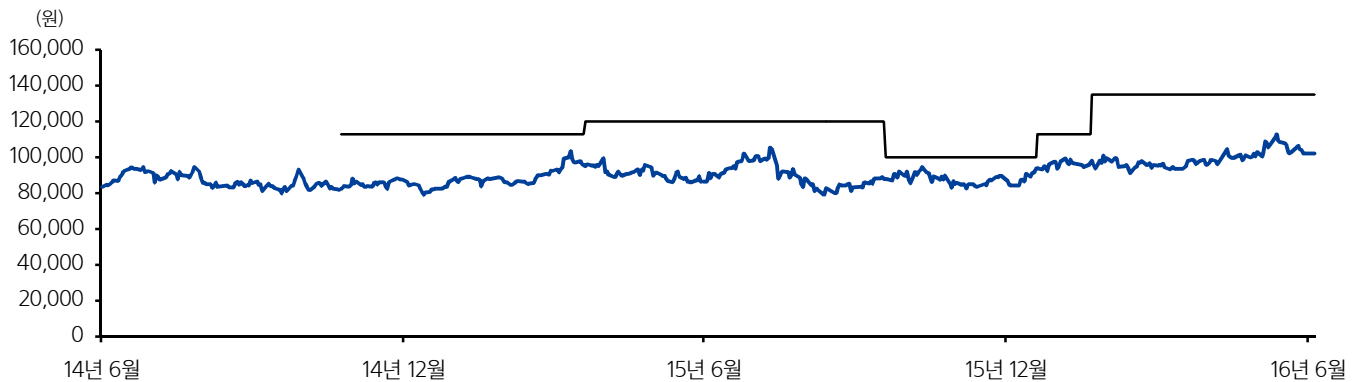
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016E	2017E	2018E
증감률 (%)					
매출액	2.0	7.2	10.6	8.0	8.1
영업이익	7.5	27.1	13.2	9.4	8.4
순이익	11.6	14.8	15.2	15.4	15.5
수정 EPS**	0.1	39.3	12.9	9.6	8.6
주당지표					
EPS (지배주주)	3,237	4,449	5,034	5,521	5,999
EPS (연결기준)	3,237	4,449	5,034	5,520	5,999
수정 EPS**	3,225	4,492	5,071	5,558	6,037
BPS	12,934	15,465	17,802	20,239	22,866
DPS (보통주)	2,000	2,800	3,200	3,500	3,800
Valuations (배)					
P/E***	31.6	22.7	20.1	18.4	16.9
P/B***	7.9	6.6	5.7	5.0	4.5
EV/EBITDA	13.4	11.2	10.2	9.2	8.3
비율					
ROE (%)	25.2	30.1	29.2	28.2	27.1
ROA (%)	15.2	20.2	20.8	20.6	20.4
ROIC (%)	22.8	31.1	31.3	31.6	32.3
배당성향 (%)	59.4	60.6	61.2	61.1	61.0
배당수익률 (보통주, %)	2.0	2.7	3.1	3.4	3.7
순부채비율 (%)	1.1	(3.0)	(7.6)	(12.4)	(18.2)
이자보상배율 (배)	31.6	106.8	173.6	180.8	183.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/6/27	11/19	2015/4/16	10/15	2016/1/15	2/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	46,000	113,000	120,000	100,000	113,000	135,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2016년 3월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)