

코웨이(021240/KS)

불황에 더욱 빛나는 실적

매수(유지)

T.P 130,000 원(유지)

Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

Company Data

자본금	407 억원
발행주식수	7,712 만주
자사주	319 만주
액면가	500 원
시가총액	74,040 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외)	31.06%
국민연금공단	6.04%
외국인지분률	53.60%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(16/05/03)	96,000 원
KOSPI	1986.41 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	105,500 원
52주 최저가	79,200 원
60일 평균 거래대금	143 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.8%	1.1%
6개월	6.7%	10.0%
12개월	6.3%	13.8%

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 6,237 억원, 1,236 억원을 기록. 1 분기 최대 렌탈 판매 달성, 주요 해외법인 성장 및 홈케어 사업 매출의 증가가 1 분기 실적을 견인한 것으로 판단. 대주주 매각 이슈라는 불확실성에도 불구하고 해외사업 및 신규사업을 바탕으로 성장 모멘텀이 지속될 것으로 예상. 이에 더해 수익성 중심의 영업전략과 배당 등 주주친화적인 정책은 여전히 매력적인 투자포인트로 판단

2016 1Q Review

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 6,237 억원(+ 13.8%, YoY), 1,236 억원(+ 23.2%, YoY)을 기록했다. ①. 역대 1 분기 최대 렌탈 판매 달성, ②. 안정적인 해약을 관리, ③. 주요 해외 법인 성장 및 홈케어 사업 매출 및 계정의 증가가 1 분기 돋보이는 실적을 견인한 것으로 판단된다.

영업 패러다임 혁신을 바탕으로 지속되는 성장추세

동사는 프리미엄 및 IoCare 제품군의 라인업 확대와 제품군간 IoT 연동, 맞춤형 홈케어 사업 확장을 통해 '라이프케어 회사'로 발돋움할 계획을 가지고 있다. 이를 위해 방문판매 채널 강화 및 유통채널의 차별화, 현장 영업력 및 서비스 강화, 전용 제품 개발에 박차를 가하고 있다. 이에 더해 말레이시아와 미국 등 해외법인과 ODM 사업의 매출 성장을 바탕으로 수익성이 개선될 것으로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 유지

2016 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 24,657 억원(+ 6.5%, yoy), 5,306 억원(+ 14.5%, yoy)으로 추정한다. 대주주의 매각 이슈라는 불확실성이 상존하나 해외사업 및 신규사업을 바탕으로 성장모멘텀이 지속될 것으로 판단된다. 이에 더해 수익성 중심의 영업전략과 배당 등 주주친화적인 정책은 2016 년에도 동사의 매력적인 투자포인트로 작용할 것이다. 이에 따라 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	21,183	21,603	23,152	24,657	25,890	27,185
yoy	%	6.3	2.0	7.2	6.5	5.0	5.0
영업이익	억원	3,390	3,644	4,633	5,306	5,054	5,306
yoy	%	49.9	7.5	27.1	14.5	-4.8	5.0
EBITDA	억원	5,372	5,780	6,910	7,689	8,361	7,432
세전이익	억원	3,271	3,324	4,545	5,362	5,131	5,410
순이익(지배주주)	억원	2,451	2,497	3,431	4,048	3,875	4,085
영업이익률%	%	16.0	16.9	20.0	21.5	19.5	19.5
EBITDA%	%	25.4	26.8	29.9	31.2	32.3	27.3
순이익률	%	11.6	11.6	14.8	16.4	15.0	15.0
EPS	원	3,178	3,238	4,449	5,249	5,024	5,297
PER	배	20.9	26.0	18.9	18.3	19.1	18.1
PBR	배	5.4	6.3	5.2	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	배	9.7	11.3	9.4	9.4	8.4	8.9
ROE	%	28.4	25.2	30.2	30.4	25.8	24.5
순차입금	억원	968	118	-375	-2,040	-4,058	-7,757
부채비율	%	77.3	56.0	43.4	36.9	32.4	30.6

1. 2016 1Q Review

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 6,237 억원(+ 13.8%, YoY), 1,236 억원(+ 23.2%, YoY)을 기록했다. 매트리스 사업부의 리스 관련 회계 처리 변경에 따른 효과가 지난 해 3 분기부터 반영된 가운데, 이를 제거하면 매출 성장은 8.8% 수준으로 추정된다. 역대 1 분기 최대 렌탈 판매 달성, 안정적인 해약률 관리, 주요 해외 법인 성장 및 홈케어 사업 매출 및 계정의 증가가 1 분기 호 실적을 견인한 것으로 판단된다.

1 분기 실적 Review

(단위 % 억원)

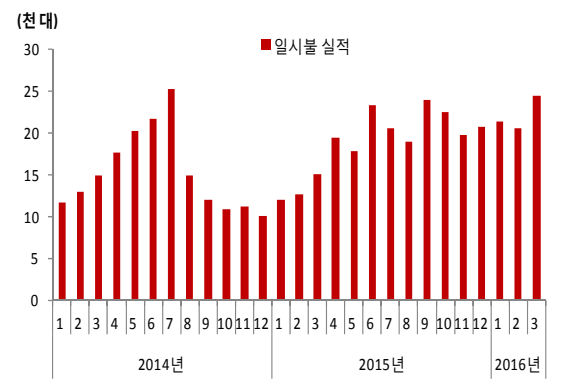
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	5,482	5,553	5,804	6,313	6,237	138	-1.2	6,070	5,838	68
영업이익	1,003	1,105	1,239	1,286	1,236	232	-3.9	1,209	1,159	67
세전이익	1,011	1,089	1,217	1,227	1,253	239	2.1	1,232	1,194	5.0
지배주주순이익	776	827	924	905	952	227	5.2	901	901	5.6
영업이익률	18.3	19.9	21.4	20.4	19.8	1.5	-0.6	19.9	19.8	0.0
세전이익률	18.4	19.6	21.0	19.4	20.1	1.6	0.7	20.3	20.4	-0.4
지배주주순이익률	14.2	14.9	15.9	14.3	15.3	1.1	0.9	14.8	15.4	-0.2

자료: 코웨이 SK 증권

1 분기 렌탈판매는 전년동기대비 2.9% 증가한 35 만대를 기록하였다. 정수기, 비데, 공기청정기, 매트리스 모두 고른 성장을 나타냈다. 특히 IoT 기술을 적용한 IoCare 등 프리미엄 제품의 비중이 확대되었으며, 방판 채널의 지역화 전략확대 및 시판 채널의 경쟁력 강화를 판매량 증대가 돋보였다. 렌탈계정의 순증도 지속되었다. 1 분기 5 년 만기 소유권 도래 계정이 집중되었음에도 불구하고 재렌탈 중심의 판매 전략에 힘입어 계정 순증은 2 만 9 천대를 나타냈으며, 2 분기부터는 신규고객 중심의 판매 전략으로 계정순증이 확대될 것으로 기대된다. 사업의 안정성을 나타내는 해약률은 지난해에 이어 1% 수준을 유지하고 있으며 렌탈자산폐기손실금액은 97 억원으로 품질 및 해약 관리에 따른 평균사용시간 증가 영향으로 렌탈 매출액 대비 안정적으로 하락하고 있다.

월별 일시불 실적 추이

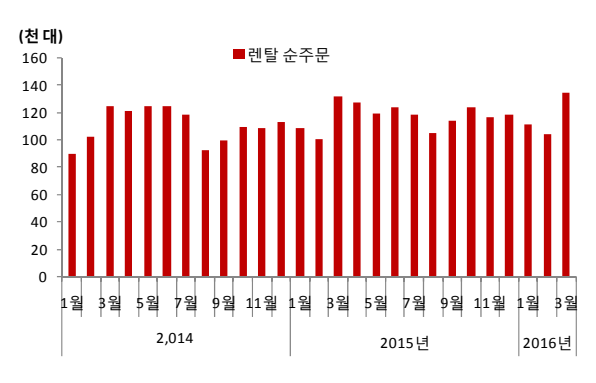
(단위: 천대)



자료: 코웨이 SK 증권

월별 렌탈 실적 추이

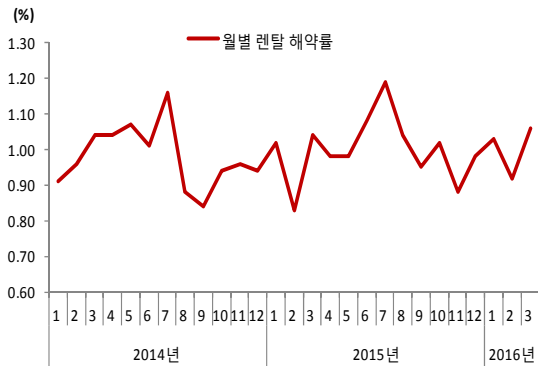
(단위: 천대)



자료: 코웨이 SK 증권

월별 렌탈 해약률 추이

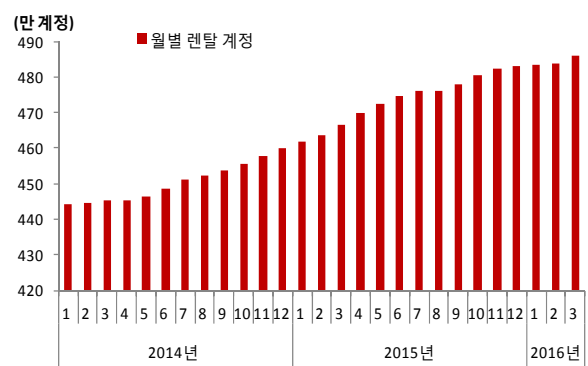
(단위: %)



자료: 코웨이, SK 증권

월별 렌탈 계정추이

(단위: 만 계정)



자료: 코웨이, SK 증권

해외 사업의 성장도 돋보였다. 말레이시아 법인과 미국 법인의 매출은 각각 전년동기 대비 26%, 23.5% 증가하였다. 청정기 ODM/Dealer 사업은 중국의 공지길 악화 영향으로 전년동기 대비 46.1% 성장하였으며, 올해 해외 전략적 파트너 발굴을 통한 성장이 기대된다.

분기별 실적 추이

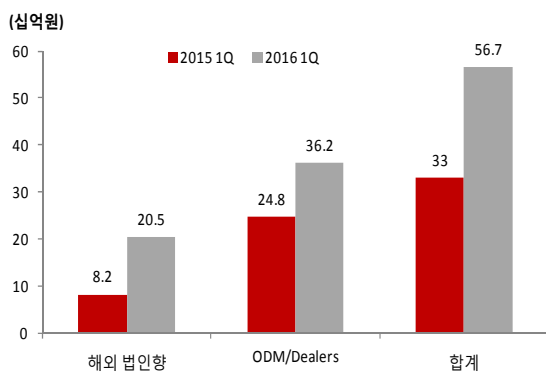
(단위: % 억원)

	1Q15		2Q15		3Q15		4Q15		2015		1Q16	
	금액	YoY	금액	YoY	금액	YoY	금액	YoY	금액	YoY	금액	YoY
매출액	5,482	2.5	5,553	-0.3	5,804	10.4	6,313	16.3	23,152	7.2	6,237	13.8
제품매출	318	-26.2	350	-34.2	344	10.4	426	19.1	1,437	-11.9	560	76.0
상품매출	601	-2.4	584	-13.9	567	11.9	652	18.8	2,405	2.3	642	6.7
렌탈매출	4,370	6.8	4,448	6.8	4,662	9.6	4,827	11.7	18,307	8.8	4,815	10.2
건설형매출	93	51.9	87	113.9	158	320.4	288	334.3	625	204.4	118	26.9
용역매출	1	386.4	0	109.2	0	-16.7	3	3601.3	4	453.7	1	-20.1
기타매출	99	-33.4	85	-45.1	72	-51.0	118	-13.6	373	-36.3	102	2.8
판매비	2,727	3.9	2,742	0.9	2,784	6.2	2,978	9.1	11,231	5.0	2,930	7.5
영업이익	1,003	11.1	1,105	13.7	1,239	30.1	1,286	57.4	4,633	27.1	1,236	23.2
당기순이익	776	17.4	827	24.8	924	44.5	905	69.6	3,431	37.4	952	22.7

자료: 코웨이, SK 증권

해외 사업 매출 추이

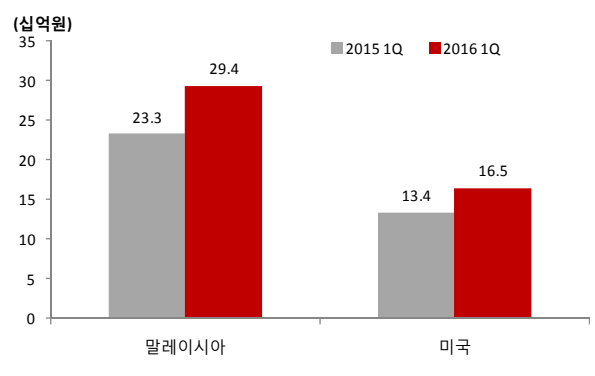
(단위: 십억원)



자료: 코웨이, SK 증권

말레이시아 VS 미국 법인 매출 추이

(단위: 십억원)



자료: 코웨이, SK 증권

2. 영업 패러다임 혁신을 바탕으로 지속되는 성장추세

2016 년 동사는 프리미엄 및 IoCare 제품군의 라인업 확대와 제품군간 IoT 연동과 맞춤형 홈케어 사업 확장을 통해 ‘라이프 케어 회사’로 발돋움할 계획을 가지고 있다. 이를 위해 IoT 관련 신제품 및 라인업 확장을 통한 제품 경쟁력을 강화하고 있다. 판매채널의 경우 방문판매 채널 강화 및 유통채널의 차별화, 현장 영업력 및 서비스 강화가 예상된다. 이에 더해 말레이시아와 미국 등 해외법인과 ODM 사업의 매출 성장을 바탕으로 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 중국 정부는 미세먼지 관련 공기청정기 기준이 점차 엄격해지고 있는 가운데 제품 경쟁력을 바탕으로 청정기 ODM 사업의 높은 성장이 기대된다.

3. 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 유지

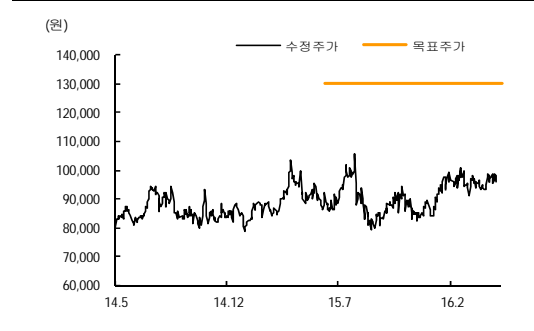
2016 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 24,657 억원(+6.5%, yoy), 5,306 억원(+14.5%, yoy)으로 추정한다. 대주주 매각 이슈라는 불확실성이 상존하나 해외사업 및 신규사업을 바탕으로 성장모멘텀이 지속될 것으로 판단된다. 이에 더해 수익성 중심의 영업전략과 배당 등 주주친화적인 정책은 2016 년에도 동사의 매력적인 투자포인트로 작용할 것이다. 이에 따라 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원을 유지한다.

코웨이 실적 추이 및 전망

(단위 십억원 %)

	2015 1Q	2015 2Q	2015 3Q	2015 4Q	2015	2016 1Q	2016 2QE	2016 3QE	2016 4QE	2016
매출액	548	555	580	631	2,315	624	581	603	657	2,466
영업이익	100	110	124	129	463	124	127	134	147	531
조정영업이익	100	110	124	129	463	124	127	134	147	531
세전계속사업이익	101	109	122	123	454	125	128	137	146	536
순이익	78	83	92	90	343	95	96	103	110	405
YoY (%)										
매출액	2.5	-0.3	10.4	16.3	7.2	13.8	6.5	6.5	6.5	6.5
영업이익	11.1	13.7	30.1	57.4	27.1	23.2	14.7	13.9	14.2	14.7
세전계속사업이익	14.3	25.9	41.6	71.5	36.7	23.6	17.1	17.5	19.1	14.7
순이익	17.4	24.8	44.5	69.6	37.4	23.6	16.5	16.9	22.0	18.1

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.04	매수	130,000원
	2016.02.18	매수	130,000원
	2015.11.04	매수	130,000원
	2015.10.13	매수	130,000원
	2015.08.11	매수	130,000원
	2015.06.10	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 4일 기준)

매수	97.14%	중립	2.86%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,968	6,533	8,142	10,041	14,035
현금및현금성자산	1,474	1,163	2,429	4,046	7,746
매출채권및기타채권	2,292	2,834	3,018	3,169	3,328
재고자산	619	698	744	781	820
비유동자산	10,248	11,221	11,381	10,917	8,960
장기금융자산	147	432	432	432	432
유형자산	6,752	6,995	7,044	6,272	4,183
무형자산	1,706	1,688	1,710	1,730	1,748
자산총계	16,216	17,754	19,523	20,958	22,995
유동부채	5,260	4,729	4,584	4,393	4,613
단기금융부채	1,645	801	401	1	1
매입채무 및 기타채무	2,200	2,237	2,383	2,502	2,627
단기충당부채	14	16	17	18	19
비유동부채	562	643	677	735	774
장기금융부채	10	80	80	80	80
장기매입채무 및 기타채무	9	9	9	9	9
장기충당부채	7	21	23	26	27
부채총계	5,822	5,372	5,261	5,128	5,387
지배주주지분	10,385	12,374	14,253	15,822	17,600
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,265	1,275	1,275	1,275	1,275
기타자본구성요소	-1,145	-1,026	-1,026	-1,026	-1,026
자기주식	-1,296	-1,242	-1,242	-1,242	-1,242
이익잉여금	9,859	11,771	13,738	15,395	17,262
비지배주주지분	9	9	8	8	8
자본총계	10,394	12,382	14,262	15,830	17,608
부채외자본총계	16,216	17,754	19,523	20,958	22,995

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,417	5,450	6,174	6,774	5,929
당기순이익(손실)	2,497	3,431	4,048	3,874	4,085
비현금성항목등	4,153	4,484	3,641	4,487	3,347
유형자산감가상각비	2,057	2,201	2,351	3,273	2,089
무형자산상각비	79	76	32	35	36
기타	1,120	1,030	-52	-52	-52
운전자본감소(증가)	-241	-1,632	-232	-330	-177
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-579	-184	-151	-158
재고자산감소(증가)	-34	-50	-45	-37	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	179	58	145	119	125
기타	-353	-1,060	-148	-261	-105
법인세납부	-991	-834	-1,283	-1,257	-1,326
투자활동현금흐름	-3,047	-3,712	-2,409	-2,528	-10
금융자산감소(증가)	-52	-416	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,962	-3,204	-2,400	-2,500	0
무형자산감소(증가)	-60	-54	-54	-54	-54
기타	27	-38	46	27	44
재무활동현금흐름	-3,283	-2,038	-2,500	-2,629	-2,220
단기금융부채증가(감소)	-1,629	-748	-400	-400	0
장기금융부채증가(감소)	9	70	0	0	0
자본의증가(감소)	-276	52	0	0	0
배당금의 지급	-1,236	-1,483	-2,080	-2,218	-2,218
기타	-151	70	-20	-11	-2
현금의 증가(감소)	-913	-311	1,266	1,618	3,699
기초현금	2,387	1,474	1,163	2,429	4,046
기말현금	1,474	1,163	2,429	4,046	7,746
FCF	1,949	1,505	3,739	4,239	5,900

자료 : 코웨이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,603	23,152	24,657	25,890	27,185
매출원가	7,266	7,288	7,762	8,150	8,558
매출총이익	14,337	15,864	16,895	17,740	18,627
매출총이익률 (%)	66.4	68.5	68.5	68.5	68.5
판매비와관리비	10,693	11,231	11,589	12,686	13,321
영업이익	3,644	4,633	5,306	5,054	5,306
영업이익률 (%)	16.9	20.0	21.5	19.5	19.5
비영업손익	-320	-89	55	78	104
순금융비용	88	29	6	-16	-42
외환관련손익	-1	-29	9	9	9
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3,324	4,545	5,362	5,131	5,410
세전계속사업이익률 (%)	15.4	19.6	21.7	19.8	19.9
계속사업법인세	828	1,113	1,314	1,257	1,326
계속사업이익	2,497	3,431	4,048	3,874	4,085
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,497	3,431	4,048	3,874	4,085
순이익률 (%)	11.6	14.8	16.4	15.0	15.0
지배주주	2,497	3,431	4,048	3,875	4,085
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.56	14.82	16.42	14.97	15.03
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	2,411	3,343	3,960	3,786	3,996
지배주주	2,411	3,343	3,960	3,786	3,997
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	5,780	6,910	7,689	8,361	7,432

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	20	72	6.5	5.0	5.0
영업이익	7.5	27.1	14.5	-4.8	5.0
세전계속사업이익	1.6	36.7	18.0	-4.3	5.4
EBITDA	7.6	19.5	11.3	8.7	-11.1
EPS(계속사업)	1.9	37.4	18.0	-4.3	5.4
수익성 (%)					
ROE	25.2	30.2	30.4	25.8	24.5
ROA	15.2	20.2	21.7	19.1	18.6
EBITDA마진	26.8	29.9	31.2	32.3	27.3
안정성 (%)					
유동비율	113.5	138.2	177.6	228.5	304.3
부채비율	56.0	43.4	36.9	32.4	30.6
순차입금/자기자본	1.1	-3.0	-14.3	-25.6	-44.1
EBITDA/이자비용(배)	50.1	159.3	394.5	786.0	4,163.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,238	4,449	5,249	5,024	5,297
BPS	13,466	16,044	18,481	20,514	22,821
CFPS	6,007	7,401	8,339	9,312	8,053
주당 현금배당금	2,000	2,800	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	29.2	23.7	19.2	20.1	19.1
PER(최저)	19.6	17.7	16.0	16.7	15.9
PBR(최고)	7.0	6.6	5.5	4.9	4.4
PBR(최저)	4.7	4.9	4.6	4.1	3.7
PCR	14.0	11.4	11.5	10.3	11.9
EV/EBITDA(최고)	12.7	11.7	9.9	8.8	9.5
EV/EBITDA(최저)	8.5	8.8	8.2	7.3	7.7