

코웨이 (021240)

매수 (유지)

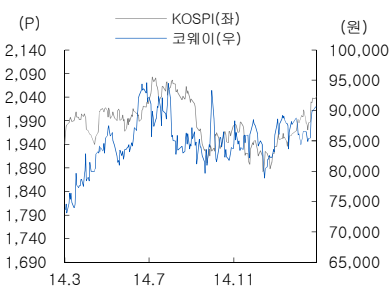
목표주가	130,000원
현재가 (3/24)	90,600원
KOSPI (3/24)	2,041.37pt
시가총액	6,988십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	94,600원
최저가	73,100원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	54.6%
배당수익률 (2014F)	2.4%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 9 인	30.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	8%	22%
절대기준	-1%	7%	17%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(14)	3,148	3,148	-
EPS(15)	4,356	4,356	-

코웨이 추가추이



안지영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

성장의 기본은 530만 계정 기반 재구매율 75%

- 밸류에이션과 가이던스에 대한 우려? 동사 수익 모델에 대한 정확한 이해 부족
- 안정 성장의 기본과 경쟁우위는 530만 계정과 재구매율 75%(10년 평균)에 근거
- 1분기 베이스 부담 최소 시점, 2분기 중국 내 청정기 ODM을 넘어 정수기 사업 구체화 전망
- 지난 2년, 선택과 집중을 통한 수익성 기반 확보, 2015년 성장성 확대에 주력
- 업종 내 성장성과 수익성 그리고 안정적 현금흐름을 기반 주주환원 정책에서 독보적 밸류 유지

이 불경기에 렌탈 판매량 142만대 가이던스의 근거는?

2015년 가이던스 기준, 동사가 제시하는 렌탈 판매량은 142만대(+6.7%)로 2년 연속 최고치 경신을 이어가는 수준이다. 이를 반영한 2015년 매출액은 21,800억원(+8.3%), 영업이익 4,200억원(+11.3%), 영업이익률은 19.3%(+0.6%p)이다. IBK의 추정치는 동사 가이던스가 높다는 우려를 뒤로하고 매출액은 가이던스를 2.7% 상회하는 22,401억원(+11.2%), 영업이익은 2.2% 상회하는 4,293억원(+13.7%)을 영업이익은 19.2%(+0.5%p)를 제시한다. 장기화 되는 내수 부진과 저가 렌탈 업체들의 경쟁 심화 속에서도 차별적인 사업 모델을 강화할 것으로 판단하는 기본적인 근거는 1)국내 350만(국내 전체 1,700만 가구)가구, 2)총 562만 계정(렌탈 460만) 그리고 3) 5년 기간 도래 시점에서의 10년 평균 재구매율(retention rate) 75%에 있다. 한편 2015년 시장 컨센서스는 매출액과 영업이익 모두 가이던스 대비 6.7%, 1.3%를 상회하는 수준이다.

선택과 집중을 통한 수익성을 기반, 15년 성장의 한 해

15.1Q 개별기준 동사 추정치는 매출액은 +6.3%(yoy), 영업이익 9.6%(yoy)이며 컨센서스 대비 매출액은 8.1% 하회하며, 영업이익은 11% 낮은 수준이다. 이는 동사의 2015년 성장 근거 중 하나가 2013년 신규 고객에 대한 가격인상 시점이 2분기 였던 점에 근거할 때 ARPU상승 효과가 본격화 되는 시점은 2015년 2분기 이후로 추정하기 때문이다. 동사는 2014년 렌탈 판매량이 133만대(+14.1%)로 역대 최고치를 경신에도 전체 성장성이 4%에 그친 이유는 일시불, 국내화장품, 수처리, 해외수출 등의 일회성 요인에서 확인된다. 2015년에는 핵심사업의 고성장뿐만 아니라 1)신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 면세점) 확장으로 기타 부문의 턴어라운드도 충분할 것이다. 또한 2)코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 서비스 경쟁 우위제고 3) 청정기의 IOT탑재 등 혁신 신제품 확대와 중국 정수기 사업 진출 등이 구체화될 전망이다. 2015년 다소 공격적이지만 외형성장률과 수익성개선을 바탕으로 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,014	2,240	2,397
영업이익	228	333	378	430	461
세전이익	161	351	330	458	480
당기순이익	120	253	243	336	350
EPS(원)	1,553	3,283	3,148	4,356	4,543
증가율(%)	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	19.2	19.2
순이익률(%)	6.6	13.1	12.1	15.0	14.6
ROE(%)	15.4	28.6	23.9	27.8	24.4
PER	28.0	20.2	26.7	20.8	19.9
PBR	4.2	5.3	6.1	5.2	4.6
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.3	10.6	10.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

동사 가이던스 높다는 우려? 시장컨센서스는 가이던스 상회

15.1분기 기저도 충분 매출액 6.3%, 영업이익 9.6% 추정

2015년 시장 컨센서스
동사 가이던스 대비
매출액 6.7%, 영업이익 1.3% 상회

당사 15년 추정치는 가이던스 대비
매출액 2.7%, 영업이익 2.2% 상회

2015년 시판 채널확대
(홈쇼핑,하이마트,할인점에서
면세점까지 확대)

멀티형 고가 신제품 확대
최근 IOT탑재한 청정기로
가구별 특화 서비스 준비

기타 성장요인
국내 IOT탑재 혁신신제품 출시
해외 말레이시아 수익성 강화 본격
중국 정수기 사업 진출 가시화

15.1Q 개별기준 동사 추정치는 매출액은 +6.3%(yoy), 영업이익 9.6%(yoy)이며 컨센서스 대비 매출액은 8.1% 하회하며, 영업이익은 11% 낮은 수준이다. 이는 동사의 2015년 성장 근거 중 하나가 2013년 신규 고객에 대한 가격인상 시점이 2분기 였던 점에 근거할 때 2.2%의 ARPU상승 효과가 본격화 되는 시점은 2015년 2분기 이후로 추정하기 때문이다. 지난해 동사의 분기별 실적은 분기별로 계절적 요인이 축소되는 점을 보이고 있다.

2014년 렌탈 판매량이 133만대(+14.1%)로 역대 최고치를 경신에도 전체 성장성이 4%에 그친 이유는 일시불, 국내화장품, 수처리, 해외수출 등의 일회성 요인에 서 확인된다. 2015년에는 핵심사업의 고성장뿐만 아니라

- 1) 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장으로 기타 부문의 턴어라운드는 충분할 것이다. 특히 홈쇼핑은 기존 1개 채널에서 3개로 확대, 할인점은 전담 판매 사원이 2,000명에서 3,000명으로 증가했다. 또한 하이마트 입점 매장은 기존 50여개에서 100여개 확대와 일시불 위주의 판매 강화가 예상되며 하반기 면세점 입점을 통해 중국인 대상 소형 청정기 판매도 가능해질 전망이다.
- 2) 또한 코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 서비스 경쟁측면에서 타업체 대비 우위를 유지할 것이다. 2014년 대대적인 코디 인력 보강이 있었는데 기존 렌탈부문은 13,000명(+800명), 홈케어닥터(매트리스) 1,000명(+430명), 판매전담원 3,000명(+1,000명)로 총 2,230명의 충원이 있었다. 이는 2015년 기존 채널과 신규 채널 부문의 전체적으로 판매와 서비스 강화가 구체화 될 것으로 판단한다.
- 3) 청정기의 IOT탑재 등 혁신 신제품 확대와 중국 정수기 사업 진출 등이 구체화될 전망이다. 특히 말레이시아는 해외 사업의 성공적인 케이스로 렌탈 10만계정과 코디 인력 1,000명으로 2014년 8%에의 영업이익률을 시현에 이어 2015년엔 10%대로 상승이 충분할 전망이다. 해외 사업의 성공과 실패사례를 종합적 근거로 중국 정수기 사업(JV설립) 진출도 고려하고 있어, 해외 사업 전체적인 턴어라운드와 전략 구체화가 예상된다.

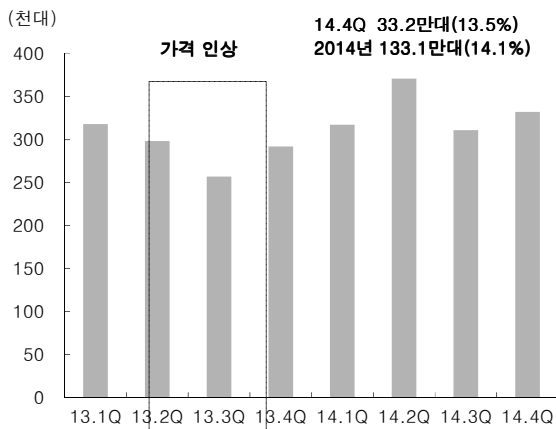
표 1. 2014년 및 2015년 전망- 연간 가이던스 매출액 8.3%, 영업이익 +11.3%(영업이익률 19.3%) 제시

(단위: 억원, %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q(P)	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	2013	2014(P)	YoY	2015(F)	YoY
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,260	5,808	5,635	5,698	19,337	20,137	4.1	22,401	11.2
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,628	3,757	3,829	3,893	13,334	14,006	5.0	15,107	7.9
멤버십	439	457	469	469	440	473	480	495	1,723	1,834	6.4	1,888	3.0
일시불	276	374	318	267	310	393	355	345	1,492	1,235	-17.3	1,403	13.6
화장품	210	223	172	200	251	261	254	273	764	804	5.2	1,039	29.2
수출	452	557	330	335	510	639	451	476	1,446	1,674	15.7	2,076	24.1
기타(수처리)	148	154	146	136	121	285	266	216	578	584	1.0	888	52.2
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,389	3,841	3,724	3,759	12,821	13,403	4.9	14,713	9.4
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	64.4	66.1	66.1	66.0	66.3	66.6	0.5	65.7	-1.1
영업이익	898	976	970	932	984	1,084	1,144	1,081	3,332	3,776	13.3	4,293	13.7
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	18.7	18.7	20.3	19.0	17.2	18.8	1.5	19.2	0.4
당기순이익	661	652	664	453	871	783	770	702	2,532	2,430	-4.0	3,126	28.6

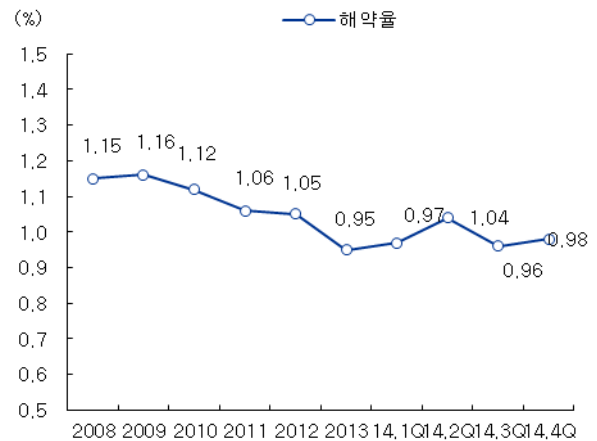
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.4Q 최대 판매량 경신



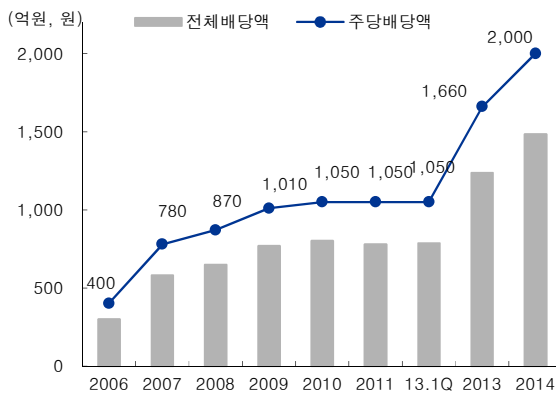
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 2013년 이후 해약률 1%대 이하로 안정화



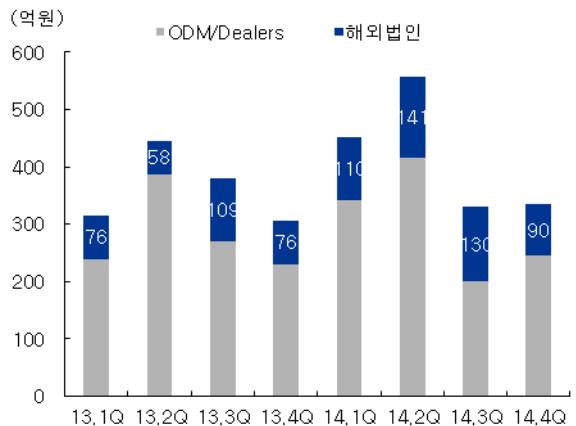
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업-중국청정기 ODM, 말레이시아 현지법인 강화



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 목표주가 130,000원 상향 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	유지
실적 추정치	14년 EPS 3,148원(일회성 반영) 15년 추정 EPS 4,356	14년 EPS 3,148원(일회성 반영) 15년 추정 EPS 4,356
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E 적용 30배(화장품 Forward 평균)	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E 적용 30배(화장품 Forward 평균)
14년 예상 순현금	100	100
주식수	77,124	77,124
목표주가	130,000원	130,000원

자료: IBK투자증권

목표주가 130,000원
매수유지

선택과 집중을 통한 수익성을 기반, 15년 성장의 한 해

목표주가 130,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 Forward P/E 및 에스원의 Trailing P/E 평균유지)를 적용했다. 최근 주가는 4분기 어닝쇼크를 일시적으로 반영했지만, 15년 가이던스에 대한 이해 부족으로 모멘텀을 크게 반영하지 못한 것으로 판단된다. 그러나 2014년 렌탈판매량 최고치 시현과 영업인력의 생산성 확대를 통해 펀더멘털 입증과 2015년 기존 모델을 뛰어 넘는 사업 강화에 근거할 때 밸류에이션 우려는 충분히 상쇄할 것으로 생각된다. 특히 2015년 다소 공격적이지만 핵심사업의 고성장뿐만 아니라 1)신체널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 면세점) 확장으로 기타 부문의 턴어라운드 충분히 기대할 것이다. 또한 2)코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 서비스 경쟁 우위제고 3) 청정기의 IOT탑재 등 혁신 신제품 확대와 중국 정수기 사업 진출 등이 구체화될 전망이다. 종합해볼 때 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,014	2,240	2,397
증가율(%)	5.7	7.0	4.2	11.2	7.0
매출원가	605	652	675	769	815
매출총이익	1,201	1,282	1,339	1,471	1,582
매출총이익률 (%)	66.5	66.3	66.5	65.7	66.0
판매비	974	949	962	1,048	1,122
판매비율(%)	53.9	49.1	47.8	46.8	46.8
영업이익	228	333	378	430	461
증가율(%)	-6.0	46.3	13.4	13.7	7.4
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	19.2	19.2
순금융손익	-58	-14	1	59	19
이자손익	-27	-14	-9	-5	7
기타	-31	0	10	64	12
기타영업외손익	-5	-9	-54	-31	-5
중속/관계기업손익	-3	40	5	0	5
세전이익	161	351	330	458	480
법인세	42	97	87	122	130
법인세율	25.8	27.8	26.4	26.6	27.0
계속사업이익	120	253	243	336	350
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	243	336	350
증가율(%)	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
당기순이익률 (%)	6.6	13.1	12.1	15.0	14.6
지배주주당기순이익	120	253	243	336	350
기타포괄이익	-2	-1	-3	106	0
총포괄이익	118	253	240	442	350
EBITDA	400	522	635	638	665
증가율(%)	1.2	30.6	21.7	0.5	4.1
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	31.5	28.5	27.7

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,148	4,356	4,543
BPS	10,408	12,543	13,747	17,554	19,693
DPS	0	2,710	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	26.7	20.8	19.9
PBR	4.2	5.3	6.1	5.2	4.6
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.3	10.6	10.0
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	7.0	4.2	11.2	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.4	2.9	2.9
ROE	15.4	28.6	23.9	27.8	24.4
ROA	7.3	15.1	14.8	20.5	20.4
ROIC	13.7	29.0	27.2	36.4	36.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	54.6	21.1	17.9
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	3.1	-16.2	-22.1
이자보상배율(배)	7.9	19.0	33.2	63.8	-155.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.3	7.4	7.2
재고자산회전율	31.6	47.0	47.9	48.4	47.0
총자산회전율	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	690	716	884
현금및현금성자산	119	201	217	177	307
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	283	323	345
재고자산	41	41	43	49	53
비유동자산	1,010	999	949	924	907
유형자산	594	597	573	546	533
무형자산	158	151	134	116	100
투자자산	158	154	155	162	167
자산총계	1,702	1,641	1,639	1,640	1,791
유동부채	720	637	514	226	208
매입채무및기타채무	29	30	37	42	45
단기차입금	296	172	250	57	72
유동성장기부채	110	146	0	-100	-100
비유동부채	179	37	65	60	64
사채	118	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0
부채총계	899	674	579	286	272
지배주주지분	803	967	1,060	1,354	1,519
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-85	-94	-118	-118	-118
기타포괄이익누계액	-1	0	0	106	106
이익잉여금	717	890	1,006	1,194	1,359
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	1,060	1,354	1,519
비이자부채	345	356	329	329	300
총차입금	553	318	250	-43	-28
순차입금	435	117	33	-220	-335

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	510	469	520
당기순이익	120	253	243	336	350
비현금성 비용 및 수익	382	348	423	175	184
유형자산감가상각비	165	181	236	191	188
무형자산감가상각비	7	7	21	18	15
운전자본변동	-38	-42	-56	-37	-21
매출채권증감	-55	-8	-27	-39	-23
재고자산감소	25	11	-1	-6	-3
매입채무증감	0	1	7	5	3
기타 영업현금흐름	-35	-41	-100	-5	7
투자활동 현금흐름	-301	-58	-639	-140	-186
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-246	-260	-169	-179
유형자산의 감소	3	6	6	5	4
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	179	33	57	8
기타	2	4	-413	-33	-19
재무활동 현금흐름	-74	-377	-269	-369	-374
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-269	-369	-374
기타 및 조정	-1	0	413	0	0
현금의 증가	54	82	15	-40	-40
기초현금	65	119	201	217	177
기말현금	119	201	217	177	137

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익전 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (▨) Not Rated / 담당자 변경

