

## 코웨이 (BUY / TP: 114,000원)

1Q15 매출액 5,668억원 (+5.9% YoY), 영업이익 992억원 (+9.9% YoY)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스 대비 충족 예상

표 7. 코웨이 1Q15 Preview Summary

### 1Q15 Preview 코멘트

- KB투자증권 추정에 따르면 1Q15 매출액 5,668억원 (+5.9% YoY), 영업이익은 992억원 (+9.9% YoY)로 시장 컨센서스 (매출액 5,684억원, 영업이익 1,037억원)를 충족할 전망
- 1Q 환경가전 렌탈사업 연초 목표 수준의 성장을 무난하게 달성할 전망, 환경가전 렌탈 부문의 매출액은 2014년 전년대비 5.0% 성장했으며, 2015에는 6.4%로 성장을 강화될 전망. 매트리스 등 신규 품목 계정수가 늘어나면서 중복 사용률이 상승하고 있으며, 시판채널 (홈쇼핑, 이마트, 롯데하이마트 등)에서의 렌탈 판매 확대 긍정적
- 지난해 부진했던 일시불 매출액 성장률이 플러스로 전환되고, 해외 자회사의 손익도 크게 개선될 전망

### 2015년 전망

- 2015년 매출액 2,29조원 (+6.1% YoY), 영업이익 4,031억원 (+10.6% YoY) 예상
- 렌탈 부문의 계정 수가 전년대비 4.1%, ARPU는 전년대비 2.2% 상승해 렌탈 매출액은 전년대비 6.4% 성장할 전망. 특히 멀티 기능의 프리미엄 신제품 출시와 사물인터넷 (IoT)를 접목한 Total Care Service (미세먼지 제거 효과 체크 및 스마트 케어 서비스 가능)를 강화하여 추가 ARPU 증가에 기여할 것으로 기대됨.
- 해외 수출 매출액 또한 전년대비 12% 성장할 전망이며, 상반기 중 중국 정수기 사업 가시화될 예정. 하반기부터 중국인 수요가 많은 공기청정기의 면세점 입점 (온라인 면세 포함)으로 중국 소비 확장 모멘텀 강화될 전망

### 투자전략

- 1Q 양호한 실적 달성 전망. 투자의견 BUY 유지하고, 실적 추정치 상향 조정 반영하여, 목표주가 97,000원에서 114,000원으로 상향
- 목표주가는 렌탈 비즈니스의 양호한 현금 흐름 가시성을 감안하여 현금흐름할인모형 (DCF) 통해 산출 (영구성장률 3%)
- 핵심 사업부인 렌탈 부문의 탄탄한 성장세가 이어지고 있는 가운데, 해외 수출 및 일시불, 화장품 등 기타 사업 부문의 성장률이 회복되고 있어, 양호한 주가 상승 흐름 지속될 전망
- 우수한 현금 창출력 바탕으로 높은 배당성향 54% (배당수익률 2.4%) 또한 매력적

자료: KB투자증권 추정

표 8. 코웨이 2015~2016년 추정치 변경

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	2,291.5	2,440.5	2,285.6	2,422.8	0.3	0.7
영업이익	403.1	445.5	390.0	424.3	3.4	5.0
영업이익률 (%)	17.6	18.3	17.1	17.5		
순이익	312.3	340.3	301.7	328.7	3.5	3.5
순이익률 (%)	13.6	13.9	13.2	13.6		
지배주주지분 순이익	312.8	340.3	301.7	328.7	3.7	3.5
순이익률 (지배주주, %)	13.7	13.9	13.2	13.6		

자료: KB투자증권 추정

표 9. 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	535.0	556.9	525.5	542.9	566.8	591.5	557.1	576.1
증감률 (YoY %)	6.2	13.7	4.7	0.9	5.4	0.1	(0.9)	3.6	5.9	6.2	6.0	6.1
기타자회사 (해외 등)	42.2	59.5	41.3	41.6	40.2	33.6	29.3	43.4	41.4	34.6	30.2	44.7
증감률 (YoY %)	19.4	38.7	(14.8)	(29.8)	(4.7)	(43.6)	(29.1)	4.3	3.0	3.0	3.0	3.0
코웨이 (개별)	465.2	496.9	489.2	482.4	494.8	523.3	496.2	499.5	525.4	556.9	526.9	531.4
증감률 (YoY %)	5.2	11.3	6.8	4.9	6.4	5.3	1.4	3.6	6.2	6.4	6.2	6.4
렌탈	327.4	331.9	334.9	339.1	342.4	346.7	352.7	358.8	363.9	370.3	374.5	381.8
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.6	4.5	5.3	5.8	6.3	6.8	6.2	6.4
계정수 (월)	4,315	4,366	4,383	4,417	4,448	4,468	4,524	4,578	4,626	4,669	4,705	4,761
증감률 (YoY %)	(3.5)	(3.1)	(3.5)	(3.7)	3.1	2.3	3.2	3.6	4.0	4.5	4.0	4.0
ARPU (월)	25,290	25,340	25,469	25,592	25,659	25,864	25,988	26,128	26,223	26,433	26,534	26,729
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	1.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.3
멤버십	42.8	42.8	43.2	43.6	43.9	45.7	46.9	46.9	46.5	48.4	49.6	49.6
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6	6.8	8.6	7.5	5.8	5.8	5.8	5.8
일시불	36.6	47.8	35.4	29.4	27.6	37.4	31.8	26.7	29.0	38.5	32.8	27.3
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	(24.6)	(21.8)	(10.2)	(9.1)	5.0	3.0	3.0	2.0
화장품	17.9	22.1	16.6	19.8	21.0	22.3	17.2	20.0	23.1	24.5	18.9	22.0
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	17.3	0.9	3.6	1.1	10.0	10.0	10.0	10.0
수출	31.5	44.6	38.0	30.6	45.2	55.7	33.0	33.5	49.7	61.3	38.0	38.5
증감률 (YoY %)	n/a	n/a	n/a	n/a	43.5	24.9	(13.2)	9.3	10.0	10.0	15.0	15.0
기타	9.0	7.7	21.1	19.9	14.7	15.5	14.6	13.6	13.2	14.0	13.1	12.2
매출원가	167.6	192.8	184.2	176.4	182.3	187.9	168.2	188.2	191.0	197.0	178.3	193.0
증감률 (YoY %)	7.2	22.1	8.1	(8.9)	8.8	(2.5)	(8.7)	6.7	4.8	4.8	6.0	2.5
매출원가율 (%)	33.0	34.6	34.7	33.7	34.1	33.7	32.0	34.7	33.7	33.3	32.0	33.5
매출총이익	339.8	363.7	346.3	347.5	352.7	369.0	357.3	354.7	375.8	394.5	378.8	383.1
증감률 (YoY %)	5.7	9.7	3.0	6.7	3.8	1.5	3.2	2.1	6.5	6.9	6.0	8.0
매출총이익률 (%)	67.0	65.4	65.3	66.3	65.9	66.3	68.0	65.3	66.3	66.7	68.0	66.5
판매비	270.1	281.8	250.0	256.4	262.4	271.9	262.0	273.0	276.6	286.8	276.9	288.9
증감률 (YoY %)	5.2	5.4	(8.5)	(11.9)	(2.8)	(3.5)	4.8	6.5	5.4	5.5	5.7	5.8
판매비율 (%)	53.2	50.6	47.1	48.9	49.1	48.8	49.9	50.3	48.8	48.5	49.7	50.1
인건비	78.7	72.1	68.8	69.0	76.7	69.4	69.1	67.2	78.2	70.8	71.1	69.2
증감률 (YoY %)	16.2	5.4	0.3	(19.6)	(2.6)	(3.6)	0.4	(2.6)	2.0	2.0	3.0	3.0
매출액대비 (%)	15.5	12.9	13.0	13.2	14.3	12.5	13.1	12.4	13.8	12.0	12.8	12.0
판매수수료	85.6	89.3	82.5	79.9	72.3	80.0	78.7	78.7	77.3	85.6	84.2	84.2
증감률 (YoY %)	2.1	1.3	(6.5)	(7.2)	(15.6)	(10.4)	(4.6)	(1.5)	7.0	7.0	7.0	7.0
매출액대비 (%)	16.9	16.0	15.5	15.2	13.5	14.4	15.0	14.5	13.6	14.5	15.1	14.6
렌탈자산폐기손실 (별도)	11.6	9.8	9.3	8.1	9.5	10.8	10.3	9.7	10.5	11.9	11.3	10.7
증감률 (YoY %)	(17.7)	12.6	(56.3)	(48.4)	(18.1)	10.2	10.8	19.8	10.0	10.0	10.0	10.0
매출액대비 (%)	2.3	1.8	1.8	1.5	1.8	1.9	2.0	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9
광고선전비	11.8	15.0	10.9	12.5	10.1	11.9	10.7	10.5	10.4	12.2	11.2	10.8
증감률 (YoY %)	0.9	(12.8)	(10.7)	(9.3)	(14.7)	(21.1)	(2.4)	(16.3)	3.0	3.0	5.0	3.0
매출액대비 (%)	2.3	2.7	2.1	2.4	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	2.1	2.0	1.9
지급수수료	24.0	29.2	25.5	31.4	38.2	39.2	34.7	42.7	44.0	45.1	39.9	49.1
증감률 (YoY %)	6.7	25.9	15.5	26.5	59.4	34.2	36.1	35.9	15.0	15.0	15.0	15.0
매출액대비 (%)	4.7	5.3	4.8	6.0	7.1	7.0	6.6	7.9	7.8	7.6	7.2	8.5
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	90.3	97.2	95.3	81.7	99.2	107.7	101.9	94.2
증감률 (YoY %)	7.7	27.6	53.2	165.0	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	9.9	10.9	6.9	15.3
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.5	18.1	15.0	17.5	18.2	18.3	16.4

자료: 코웨이, KB투자증권 추정

표 10. 코웨이 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	2,160	2,292	2,440	2,614	2,799	2,998	3,211	3,439	3,683	3,945	4,225
EBIT	364	403	446	493	542	595	642	688	737	789	845
(-) 법인세율 (%)	24.9	22.5	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
NOPLAT	274	312	339	375	412	452	488	523	560	600	642
(+) 자산상각비	214	209	227	211	226	242	274	289	303	326	351
Gross Cash Flow	487	521	565	586	638	694	762	812	863	926	993
(-) 운전자본 증감	(23)	(41)	(0)	10	4	6	(1)	5	6	5	5
(-) 설비투자	312	282	251	268	287	307	337	354	380	407	437
Free Cash Flow	n/a	280	314	307	347	381	426	452	477	513	551
Cost of Equity (%)	n/a	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
Risk Free (%)	n/a	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Beta (%)	n/a	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Risk Premium (%)	n/a	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Cost of Debt (%)	n/a	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
WACC (%)	n/a	6.1	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
Invested Capital	1,057	1,095	1,125	1,198	1,269	1,346	1,477	1,569	1,677	1,794	1,923
ROIC (%)	n/a	29.0	30.5	32.3	33.4	34.6	34.6	34.3	34.5	34.5	34.6
EVA	n/a	251	274	313	345	382	419	441	474	508	544
NPV of FCF		3,019									
NPV of CV		5,805									
Enterprise Value		8,824									
Non-Operating Value		156									
Cash & equivalent		147									
Financial Goods		6									
Marketable securities		n/a									
Investment securities		2									
Debt		174									
Net Enterprise Value		8,806									
Market.cap -Preferred		0									
Equity Value		8,806									
발행주식수 (천주)		77,125									
<b>목표주가 (원)</b>		<b>114,178</b>									

자료: KB투자증권 추정

주: WACC = 무위험수익률 3.0%, 베타 0.5 (과거 1년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

손익계산서

	[십억원]				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118	2,160	2,292	2,440	2,614
증감률 (YoY %)	6.3	2.0	6.1	6.5	7.1
매출원가	721	727	759	798	852
판매 및 일반관리비	1,058	1,069	1,129	1,197	1,269
기타	(0)	0	0	0	(0)
영업이익	339	364	403	446	493
증감률 (YoY %)	49.9	7.5	10.6	10.5	10.6
EBITDA	537	578	612	672	704
증감률 (YoY %)	31.1	7.6	5.8	9.9	4.7
이자수익	4	3	2	2	3
이자비용	19	12	7	6	5
지분법손익	18	0	11	12	12
기타	(15)	(23)	(7)	(6)	(7)
세전계속사업손익	327	332	403	448	496
증감률 (YoY %)	124.4	1.6	21.2	11.1	10.8
법인세비용	82	83	91	107	119
당기순이익	245	250	312	340	377
증감률 (YoY %)	160.6	1.9	25.1	8.9	10.8
순이익의 귀속					
자배주주	245	250	313	340	377
비배주주	0	(0)	(0)	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	16.0	16.9	17.6	18.3	18.9
EBITDA마진	25.4	26.8	26.7	27.5	26.9
세전이익률	15.4	15.4	17.6	18.3	19.0
순이익률	11.6	11.6	13.6	13.9	14.4

재무상태표

	[십억원]				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
자산총계	1,668	1,622	1,844	2,010	2,201
유동자산	691	597	738	873	999
현금성자산	245	154	297	417	514
매출채권	250	229	221	229	252
재고자산	66	62	66	73	76
기타	131	152	154	155	157
비유동자산	976	1,025	1,106	1,137	1,203
투자자산	161	179	186	194	202
유형자산	638	675	750	775	833
무형자산	177	171	170	169	168
부채총계	727	582	615	613	613
유동부채	677	526	564	560	558
매입채무	194	220	210	224	239
유동성이자부채	335	164	164	144	124
기타	148	142	190	192	194
비유동부채	50	56	51	53	55
비유동이자부채	7	9	2	2	2
기타	43	47	49	51	53
자본총계	941	1,039	1,228	1,397	1,588
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
이익잉여금	868	986	1,175	1,344	1,535
자본조점	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
자배주주지분	941	1,039	1,227	1,396	1,587
순차입금	97	20	(131)	(270)	(388)
이자지급성부채	342	174	167	147	127

현금흐름표

	[십억원]				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	548	524	552	557	568
당기순이익	245	250	312	340	377
자산상각비	198	214	209	227	211
기타비현금성손익	176	202	(9)	(10)	(10)
운전자본증감	(30)	(42)	41	0	(10)
매출채권감소 (증가)	67	(3)	8	(8)	(23)
재고자산감소 (증가)	19	(3)	(4)	(6)	(3)
매입채무증가 (감소)	(82)	18	(10)	14	16
기타	(34)	(53)	47	0	0
투자현금	(87)	(287)	(278)	(247)	(264)
단기투자자산감소 (증가)	(14)	12	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	11	12	12
설비투자	(268)	(306)	(275)	(244)	(261)
유무형자산감소 (증가)	7	4	(7)	(7)	(7)
재무현금	(374)	(328)	(131)	(191)	(206)
차입금증가 (감소)	(262)	(162)	(7)	(20)	(20)
자본증가 (감소)	(78)	(124)	(124)	(171)	(186)
배당금지급	78	124	124	171	186
현금 증감	86	(91)	143	119	97
총현금흐름 (Gross CF)	619	665	512	557	578
(-) 운전자본증가 (감소)	(201)	(23)	(41)	(0)	10
(-) 설비투자	268	306	275	244	261
(+) 자산매각	7	4	(7)	(7)	(7)
Free Cash Flow	559	386	270	306	299
(-) 기타투자	(0)	0	(11)	(12)	(12)
잉여현금	559	386	281	318	311

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Multiples (X, %, 원)					
PER	20.9	26.0	23.6	21.7	19.6
PBR	5.4	6.3	6.0	5.3	4.7
PSR	2.4	3.0	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.7	11.3	11.9	10.6	9.9
배당수익률	4.1	2.4	2.4	2.6	2.8
EPS	3,178	3,237	4,056	4,412	4,888
BPS	12,200	13,466	15,913	18,107	20,583
SPS	27,466	28,011	29,712	31,643	33,890
DPS	2,710	2,000	2,300	2,500	2,700
수익성지표 (%)					
ROA	14.3	15.2	18.0	17.7	17.9
ROE	28.4	25.2	27.6	25.9	25.3
ROIC	22.5	26.2	29.0	30.5	32.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	77.3	56.0	50.1	43.9	38.6
순차입비율	10.3	1.9	n/c	n/c	n/c
유동비율	102.2	113.5	130.8	155.9	179.0
이자보상배율	23.4	41.3	87.2	134.4	206.4
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
매출채권회전율	8.3	9.0	10.2	10.9	10.9
재고자산회전율	30.8	33.8	35.7	35.1	35.3
자산/자본구조 (%)					
투자자본	71.8	76.1	69.4	64.8	62.6
차입금	26.7	14.3	12.0	9.5	7.4

주: EPS는 완전회석 EPS