

Company Update



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

김영호
Research Associate
youngho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

코웨이 (021240)

이미 예견된 경쟁보단 동사 경쟁력에 주목

WHAT'S THE STORY?

Event: 1Q15 매출액은 전년대비 6% 성장한 5,684억원으로 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 예상되나 영업이익은 전년대비 10% 성장한 996억원에 그치며 시장 기대치를 4% 하회할 것으로 전망.

Impact: 마케팅 비용 증가로 수익성이 하락하며 영업이익이 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상되는데 불구, 시장점유율 증대를 통해 진입장벽을 강화하려는 동사의 전략은 합리적이라 판단. 다만 쿠크전자에 이어 현대홈쇼핑까지 본격적으로 렌탈 시장에 뛰어들기로 결정함에 따라 경쟁 심화에 대한 우려로 단기 투자 심리는 위축 될 수 있어 보임.

Action: 경쟁 심화 가능성은 이미 당사 추정치에 반영되어 있어 기존 실적 전망 유지. 다만 최근 금리 하락에 따른 기업가치 상승을 반영하여 (DCF 방식) 목표주가를 기존 113,000원에서 120,000원으로 상향조정하며 (2015년 P/E 31배 수준) BUY 투자의견 유지. 1) 신규 사업자의 등장은 경쟁 심화를 의미하나, 한편으로 그 만큼 시장 전망이 긍정적임을 의미할 수도 있음. 2) 동사가 지난 20여년간 과반의 시장점유율을 유지한 데에는 '렌탈'보단 '케어'의 역할이 컸음을 감안하면 신규 진입자가 단기간 내 동사 실적을 위협할 수 있을 것론 보지 않음. 3) 중장기적인 어닝 모델은 다소 미묘해 보일 수 있으나 현금이 쌓이는 만큼의 주가 상승이 가능할 장기투자주식. 단기적인 투자심리 악화는 좋은 매수 기회로 활용할 것을 권유.

THE QUICK VIEW

1Q15 preview - 마케팅 비용 증가와 시장점유율의 함수: 1Q15 매출액은 전년대비 6% 성장한 5,684억원으로 시장 기대치를 1% 상회할 것으로 예상. 이는 다소 공격적으로 보였던 동사의 7% y-y 렌탈 매출 증대 계획이 달성되고 있음에 따른 결과. 다만 이러한 렌탈 매출 목표를 달성하기 위해 2013~2014년 마케팅 비용 긴축 집행 기조에서 벗어나 마케팅 비용 확대 기조로 전환하며 영업이익은 전년대비 8% 성장한 978억원에 그치며 시장 기대치를 6% 하회할 것으로 전망. 마케팅 비용 증가에 따른 수익성을 부정적으로만 보진 않는데, 시장점유율 증대를 통해 진입장벽을 강화하려는 동사의 전략이 장기적으로 합리적이라 판단하기 때문. 월평균 해약률은 1% 미만이며, 5년 계약 만기 뒤 고객 유지율은 75%를 상회.

현대홈쇼핑의 렌탈시장 진출, 단기 투자심리엔 부정적이나 장기적으로 렌탈 시장의 성장세에 주목: 지난 4월 14일 현대홈쇼핑은 자회사 현대렌탈케어를 설립하며 6월부터 렌탈·케어 사업에 본격 진출할 것을 공시. 현대백화점그룹은 이미 계열사 현대H&S를 통해 2008년부터 정수기 판매사업을 (브랜드명: 위가드) 영위하고 있었으며 2014년엔 케어 서비스도 조직 구축. 2009년 렌탈케어 시장에 뛰어들던 쿠크전자가 2014년에 1,200억원을 달성하였고, 현대백화점그룹의 판매·서비스 조직망은 쿠크전자보다 우위에 있을 가능성이 높음을 감안하면 주목할 만한 신규 진입자임은 분명. 다만 1) 성장 시장에서 사업자수가 증가하는 것은 자연스러운 현상이라는 점, 2) 지난 20여년간 끊임없는 경쟁 속에서도 줄곧 과반 이상의 시장점유율을 유지한 데에는 '렌탈'보단 복제가 어려운 '케어'의 역할이 컸다는 점, 3) 그리고 쿠크전자와 현대백화점그룹이 모두 공격적으로 판매원을 증원했던 2014년에도 동사 판매원수가 전년대비 14% 증가하며 브랜드 파워를 과시하였음을 감안하면 (16.2만명'18.5만명), 동사가 장기적으로 시장 성장 수준의 성장세를 유지할 수 있을 것이란 당사 의견을 바꿀 필요는 없다 생각.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	2,160	2,308	2,474	2,626
순이익 (십억원)	250	299	328	370
EPS (adj) (원)	3,223	3,864	4,229	4,785
EPS (adj) growth (%)	0.0	19.9	9.4	13.1
EBITDA margin (%)	26.8	28.0	28.2	29.3
ROE (%)	25.2	26.6	25.5	25.7
P/E (adj) (배)	29.7	24.8	22.7	20.0
P/B (배)	7.4	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA (배)	12.6	11.3	10.4	9.3
Dividend yield (%)	1.7	2.6	2.8	3.2

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	120,000원(25.3%)
현재주가	95,800원
Bloomberg code	021240 KS
시가총액	7.4조원
Shares (float)	77,124,796주 (65.3%)
52주 최저/최고	77,500원/103,500원
60일-평균거래대금	165억원
One-year performance	1M 6M 12M
코웨이 (%)	+12.2 +16.1 +23.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	+5.4 +6.1 +17.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	113,000	6.2
2015E EPS	3,864	3,866	(0.1)
2016E EPS	4,229	4,173	1.3
2017E EPS	4,785	4,707	1.7

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	9
Target price vs I/B/E/S mean	8.1%
Estimates up/down (4 weeks)	1/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	1.2%
Estimates up/down (4 weeks)	0/1
I/B/E/S recommendation	Buy

부문별 실적 전망 (1)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q1E	2014	2015E	2016E	2017E
매출												
(십억원)												
환경가전	413.8	429.9	431.3	432.4	440.6	457.7	459.0	459.4	1,707.4	1,816.7	1,920.0	2,001.3
일시불	27.6	37.4	31.8	26.7	30.3	41.0	33.0	27.7	123.5	132.1	137.8	137.8
렌탈	342.4	346.7	352.7	358.8	366.3	371.0	379.1	384.8	1,400.6	1,501.2	1,598.8	1,680.1
멤버십	43.9	45.7	46.9	46.9	43.9	45.7	46.9	46.9	183.4	183.4	183.4	183.4
수출	45.2	55.7	33.0	33.5	52.0	64.1	38.0	38.5	167.4	192.5	231.0	277.2
화장품	21.0	22.3	17.2	20.0	22.0	23.4	18.0	21.0	80.4	84.4	88.7	93.1
기타 (수처리 등)	14.8	15.4	14.6	13.6	14.8	15.4	14.6	13.6	58.4	58.4	58.4	58.4
연결 대상 기타	40.2	33.6	29.5	43.4	39.1	38.7	35.3	42.7	146.7	155.8	176.0	196.1
(전년 대비, %)												
환경가전	1.7	1.7	4.3	4.9	6.5	6.5	6.4	6.2	3.2	6.4	5.7	4.2
일시불	(24.7)	(21.8)	(10.4)	(9.1)	10.0	9.6	4.0	3.7	(17.3)	7.0	4.3	0.0
렌탈	4.6	4.5	5.3	5.8	7.0	7.0	7.5	7.2	5.0	7.2	6.5	5.1
멤버십	2.6	7.0	8.6	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.4	0.0	0.0	0.0
수출	43.6	25.1	(13.0)	9.3	15.0	15.0	15.0	15.0	15.8	15.0	20.0	20.0
화장품	17.4	0.5	3.6	1.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.3	5.0	5.0	5.0
기타 (수처리 등)	63.4	98.4	(31.1)	(31.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
연결 대상 기타	(4.7)	(43.5)	(28.7)	4.3	(2.8)	15.0	20.0	(1.6)	(20.6)	6.2	12.9	11.5
(매출비중, %)												
환경가전	77.4	77.2	82.1	79.7	77.5	76.4	81.3	79.9	79.0	78.7	77.6	76.2
일시불	5.2	6.7	6.0	4.9	5.3	6.8	5.8	4.8	5.7	5.7	5.6	5.2
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	64.4	61.9	67.1	66.9	64.8	65.0	64.6	64.0
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	7.7	7.6	8.3	8.1	8.5	7.9	7.4	7.0
수출	8.5	10.0	6.3	6.2	9.1	10.7	6.7	6.7	7.7	8.3	9.3	10.6
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	3.9	3.9	3.2	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5
기타 (수처리 등)	2.8	2.8	2.8	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4	2.7	2.5	2.4	2.2
연결 대상 기타	7.5	6.0	5.6	8.0	6.9	6.5	6.3	7.4	6.8	6.8	7.1	7.5
상품별 매출												
(십억원)												
정수기	231.6	235.6	239.7	242.2	242.1	246.7	253.0	259.8	949.2	1,001.6	1,060.9	1,102.8
비데	68.5	69.0	69.1	70.3	70.7	71.3	71.7	72.6	276.9	286.4	296.2	307.8
공기청정기	63.6	64.3	63.8	65.5	67.7	68.8	68.8	69.6	257.3	274.9	286.2	300.2
연수기	21.4	20.9	20.5	20.3	20.8	20.3	19.9	19.7	83.1	80.7	78.3	76.0
매트리스	11.1	13.1	15.3	16.7	15.7	17.5	19.2	20.6	56.3	73.0	89.1	105.2
기타	17.6	26.9	22.8	17.4	23.5	33.1	26.4	17.1	84.7	100.1	109.3	109.3
(전년대비, %)												
정수기	2.5	1.9	4.6	4.6	4.5	4.7	5.5	7.3	3.4	5.5	5.9	3.9
비데	2.7	3.2	3.8	3.8	3.2	3.4	3.8	3.3	3.4	3.4	3.4	3.9
공기청정기	4.8	7.7	7.3	7.0	6.6	6.9	7.8	6.2	6.7	6.9	4.1	4.9
연수기	(10.2)	(8.0)	(6.4)	(6.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(7.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
매트리스	38.1	46.0	59.1	55.4	41.2	33.0	25.4	23.1	50.4	29.6	22.0	18.1
기타	(18.1)	(18.6)	(14.9)	(8.6)	33.2	23.1	15.9	(1.9)	(15.6)	18.2	9.2	0.0
(매출비중, %)												
정수기	43.3	42.3	45.6	44.6	42.6	41.2	44.8	45.2	43.9	43.4	42.9	42.0
비데	12.8	12.4	13.2	12.9	12.4	11.9	12.7	12.6	12.8	12.4	12.0	11.7
공기청정기	11.9	11.6	12.1	12.1	11.9	11.5	12.2	12.1	11.9	11.9	11.6	11.4
연수기	4.0	3.8	3.9	3.7	3.7	3.4	3.5	3.4	3.8	3.5	3.2	2.9
매트리스	2.1	2.4	2.9	3.1	2.8	2.9	3.4	3.6	2.6	3.2	3.6	4.0
기타	3.3	4.8	4.3	3.2	4.1	5.5	4.7	3.0	3.9	4.3	4.4	4.2

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2014	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	2,160	2,308	2,474	2,298	2,444	0.4	1.2
영업이익	364	414	451	408	439	1.4	2.8
세전계속사업이익	332	399	437	398	429	0.4	1.8
순이익	250	299	328	298	322	0.4	1.8
EBITDA	578	646	698	660	704	(2.2)	(0.8)
EPS (원)	3,223	3,864	4,229	3,866	4,173	(0.1)	1.3

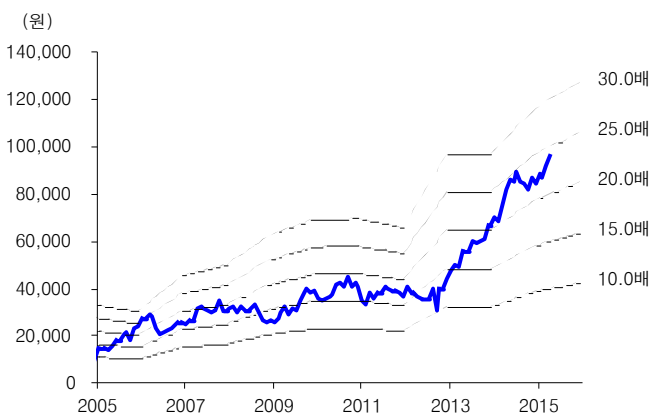
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

DCF valuation

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF												
NOPLAT	256	256	303	331	373	415	457	480	504	529	556	583
(전년대비, %)	127.4	0.1	18.3	9.0	12.7	11.3	10.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
EBIT	342	341	404	441	497	553	610	640	672	706	741	778
(전년대비, %)	95.9	(0.1)	18.5	9.0	12.7	11.3	10.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Taxes on EBIT	86	85	101	110	124	138	152	160	168	176	185	194
Tax rate (%)	25.1	24.9	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Depreciation and amortization	198.2	213.6	231.8	247.0	262.5	282.6	306.6	306.6	306.6	306.6	306.6	306.6
Capex	261	302	318	331	344	344	344	344	344	344	344	344
Net working capital Change	41	29	16	18	16	18	19	19	19	19	19	19
PV of FCF			194	210	239	278	314	315	316	317	318	319
Terminal value	10,450											
Sum of PV	3,104											
PV of TV	6,007											
Total enterprise value	9,110											
Value of debt	(83)											
Value of equity	9,269											
Equity value/shr (Won)	120,180											
Current price (Won)	95,900											
Potential (%)	25.3											

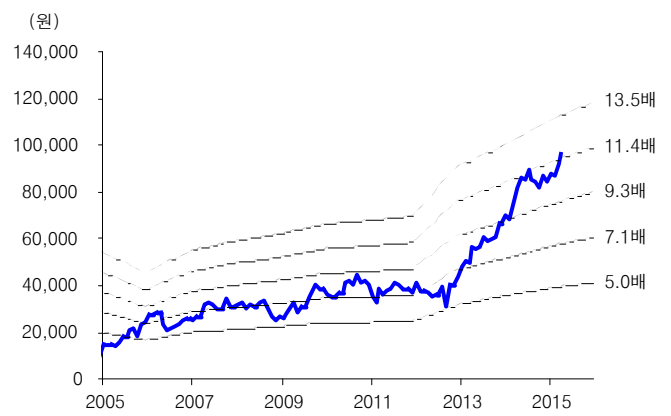
자료: 삼성증권 추정

Forward P/E 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Valuation Summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDAR (배)	순부채 (십억원)
2012	1,824	235	218	167	2,184	(5.6)	43.9	11.2	22.5	18.5	446
2013	2,118	339	327	245	3,222	47.5	29.7	8.5	28.4	13.6	83
2014	2,160	364	332	250	3,223	0.0	29.7	7.4	25.2	12.6	12
2015E	2,308	414	399	299	3,864	19.9	24.8	6.3	26.6	11.3	(83)
2016E	2,474	451	437	328	4,229	9.4	22.7	5.6	25.5	10.4	(145)
2017E	2,626	507	494	370	4,785	13.1	20.0	5.0	25.7	9.3	(240)

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118	2,160	2,308	2,474	2,626
환경가전	1,655	1,707	1,817	1,920	2,001
수출	145	167	193	231	277
화장품	76	80	84	89	93
기타	58	58	58	58	58
연결대상 기타	185	147	156	176	196
매출원가	721	727	781	854	906
매출총이익	1,397	1,434	1,527	1,620	1,720
(매출총이익률, %)	66.0	66.4	66.2	65.5	65.5
판매 및 일반관리비	1,058	1,069	1,113	1,170	1,213
영업이익	339	364	414	451	507
(영업이익률, %)	16.0	16.9	18.0	18.2	19.3
순금융이익	(14)	(9)	(5)	(4)	(3)
순외환이익	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	6	(23)	(10)	(10)	(10)
세전이익	327	332	399	437	494
법인세	82	83	100	109	123
(법인세율, %)	25.1	24.9	25.0	25.0	25.0
순이익	245	250	299	328	370
(순이익률, %)	11.6	11.6	13.0	13.2	14.1
영업순이익*	245	250	299	328	370
(영업순이익률, %)	248	249	298	326	369
EBITDA	537	578	646	698	769
(EBITDA 이익률, %)	25.4	26.8	28.0	28.2	29.3
EPS (원)	3,178	3,237	3,882	4,247	4,803
수정 EPS (원)**	3,222	3,223	3,864	4,229	4,785
주당배당금 (보통, 원)	1,660	1,661	2,500	2,700	3,050
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	50.4	49.3	61.9	61.1	61.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	537	537	536	578	639
순이익	245	250	299	328	370
유·무형자산 상각비	198	214	232	247	262
순외환관련손실 (이익)	0	0	(2)	(2)	(2)
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	528	490	552	596	655
순운전자본감소 (증가)	9	47	(16)	(18)	(16)
기타	(0)	0	(0)	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	(76)	(299)	(318)	(331)	(344)
설비투자	(258)	(296)	(318)	(331)	(344)
Free cash flow	195	211	201	229	275
투자자산의 감소(증가)	(1)	0	0	0	0
기타	183	(3)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(373)	(328)	(118)	(187)	(205)
차입금의 증가(감소)	(260)	(163)	5	(2)	(5)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(78)	(124)	(123)	(185)	(200)
기타	(34)	(42)	0	0	0
현금증감	86	(91)	100	60	90
기초현금	152	239	147	247	307
기말현금	239	147	247	307	397

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 희석, 일회성 항목 제외
 자료: 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691	597	718	801	912
현금 및 현금등가물	245	154	254	314	404
매출채권	250	229	245	262	279
재고자산	66	62	66	71	75
기타	131	152	154	154	154
비유동자산	976	1,025	1,089	1,151	1,210
투자자산	82	81	81	81	81
(지분법증권)	0	0	0	0	0
유형자산	638	675	739	801	860
무형자산	177	171	171	171	171
기타	80	98	98	98	98
자산총계	1,668	1,622	1,807	1,952	2,122
유동부채	677	526	535	538	538
매입채무	37	59	63	68	72
단기차입금	182	164	170	168	163
기타 유동부채	458	303	303	303	303
비유동부채	50	56	56	56	56
사채 및 장기차입금	0	1	1	1	1
기타 장기부채	50	55	55	55	55
부채총계	727	582	592	594	594
지배주주지분	941	1,039	1,215	1,357	1,527
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
이익잉여금	868	986	1,162	1,304	1,474
기타	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,216	1,358	1,528
순부채	83	12	(83)	(145)	(240)
주당장부가치 (원)	11,242	12,934	15,219	17,062	19,268

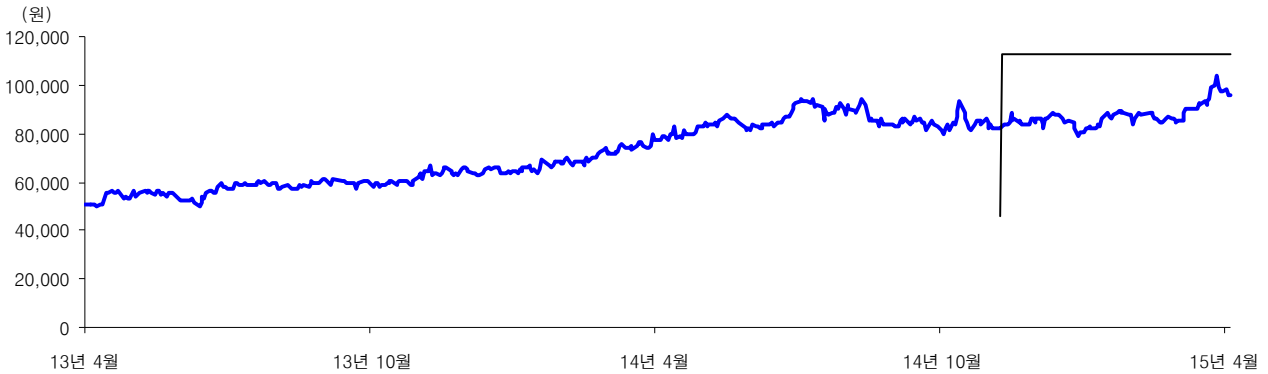
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	6.3	2.0	6.8	7.2	6.1
영업이익	49.9	7.5	13.7	8.8	12.4
세전이익	124.4	1.6	20.1	9.4	13.1
순이익	160.6	1.9	19.9	9.4	13.1
EBITDA	31.1	7.6	11.8	8.0	10.2
수정 EPS**	169.1	0.0	19.9	9.4	13.1
비율 및 회전					
ROE (%)	28.4	25.2	26.6	25.5	25.7
ROA (%)	14.3	15.2	17.5	17.4	18.2
ROIC (%)	23.2	22.8	28.2	28.6	30.2
순부채비율 (%)	8.8	1.1	(6.8)	(10.7)	(15.7)
이자보상배율 (배)	18.3	29.6	51.5	55.6	63.8
매출채권 회수기간 (일)	44.1	40.4	37.5	37.4	37.6
매입채무 결제기간 (일)	7.1	8.1	9.7	9.6	9.7
재고자산 보유기간 (일)	11.8	10.8	10.1	10.1	10.2
Valuations (배)					
P/E	29.7	29.7	24.8	22.7	20.0
P/B	8.5	7.4	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA	13.6	12.6	11.3	10.4	9.3
EV/EBIT	21.4	21.4	18.1	16.4	14.4
배당수익률 (보통, %)	1.7	1.7	2.6	2.8	3.2

■ Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/11/19	2015/04/16
투자 의견	BUY	BUY
TP (원)	113,000	120,000

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

기업

- 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

산업

- 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