

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

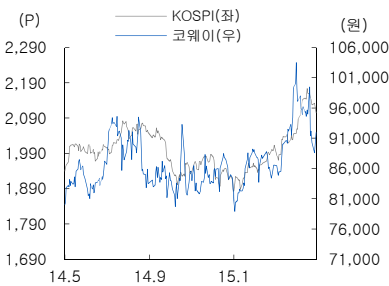
목표주가	130,000원
현재가 (5/6)	92,000원
KOSPI (5/6)	2,104.58pt
시가총액	7,095십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	103,500원
최저가	78,900원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	54.6%
배당수익률 (2015F)	2.3%

주주구성		
코웨이홀딩스 외 9 인	30.97%	
국민연금	5.02%	

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	8%	15%
절대기준	-11%	-1%	7%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(15)	4,356	4,356	-
EPS(16)	4,816	4,561	▲

코웨이 추가추이



### 안 지 영

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 모든 질문에 본업으로 대답한다

- 15.1Q(yoy)개별기준 매출액 +2.3%, 영업이익 +10.2%, 순이익 13.6% 시현
- 매출 둔화, 중국 청정기 ODM관련 고객사의 재고 문제에 따른 수출 감소가 원인
- 본업은 기대 충족, 국내 렌탈 판매량 최고치 경신 및 계정순증 확인, 일시불, 국내 화장품 회복
- 해외 선택과 집중, 중국 화장품 매각으로 세전이익 일회성 반영 그리고 말레이시아 및 미국 호조
- 안정 성장의 기반과 경쟁우위는 530만 계정과 재구매율 75%(10년 평균)에 근거 독보적 밸류 유지
- 매각설 등의 헤프닝에도 본업에 충실, 목표주가 130,000원과 매수의견 유지

### Review: 렌탈 판매와 계정 순증으로 본업은 충족

코웨이의 개별기준 15.1Q(yoy) 실적은 매출액 2.3%, 매출총이익 6.5%, 영업이익 10.2%, 순이익 13.6% 증가했다. 1분기 실적은 매출액에 대해서만 IBK추정치와 컨센서스를 각각 3.8%, 4.6% 하회한 반면 영업이익은 부합했다. 매출액은 렌탈 판매량이 34만대 (+7.5%yoy)로 1분기 중 최고치를 경신했으며, 렌탈 계정은 6만6천대(+3.5%yoy)로 연간 24만8천대 가이던스에도 호응한 결과이다. 또한 국내화장품과 일시불판매도 신제품과 시판채널 확대와 함께 영업 회복이 확인됨에 따라 회사의 전략은 충분히 시현되고 있는 것으로 판단된다. 그럼에도 전사 매출 성장률이 2.3%에 그친 이유는 청정기 ODM/Dealers 관련 중국 수출이 전년대비 27% 감소한 데 기인한다. 중국 청정기 시장점유율 1위인 코웨이의 고객사가 저가 업체들의 난립으로 재고를 소화하지 못했기 때문으로 판단된다.

### 중국 ODM영향에도 본업의 전략 강화, 매수유지

코웨이의 2015년 성장 근거 중 하나가 2013년 신규 고객에 대한 가격인상 시점이 2분기였던 점에 근거할 때 ARPU상승 효과가 본격화 되는 시점은 2015년 2분기 이후로 추정하기 때문이다. 동사는 2015년에도 핵심 사업인 렌탈 강화로 지난해 판매량 133만대 (+14.1%, 역대 최고치)에 이어 142만대 경신을 이어갈 전망이다. 또한 지난해와 달리 일시불, 국내화장품의 회복이 이미 확인되고 있으며 하반기엔 중국 고객사와의 협의를 통해 ODM 저가 제품 라인업을 통해 수출 부문 전략 제고가 가능할 것으로 생각된다. 금번 1분기엔 1)신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 면세점) 확장 2)코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 렌탈폐기손실률, 해약률 안정화 3) 해외 법인의 선택과 집중의 결과로 중국화장품 법인 청산과 말레이시아 및 미국법인 호조 등이 확인되었다. 2015년 다소 공격적이지만 외형성장률과 수익성개선을 바탕으로 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다. 2015년 매출액 하향 조정에도 영업이익과 순이익 전망치를 유지하며, 이에 근거한 목표주가 130,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,170	2,338	2,522
영업이익	333	377	429	475	518
세전이익	351	330	441	506	535
당기순이익	253	243	336	371	391
EPS(원)	3,283	3,150	4,356	4,816	5,064
증가율(%)	111.4	-4.1	38.3	10.6	5.1
영업이익률(%)	17.2	18.7	19.7	20.3	20.5
순이익률(%)	13.1	12.1	15.5	15.9	15.5
ROE(%)	28.6	24.0	29.1	26.3	23.3
PER	20.2	26.7	21.1	19.1	18.2
PBR	5.3	6.1	5.7	4.5	4.0
EV/EBITDA	10.0	11.4	12.4	11.0	10.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### Review: 해외 파트너 영향 고려하면 방향성 이상무

표 1. 코웨이 IFRS 별도 15.1Q 실적

(단위: 억원 %)

15.1Q 매출액 2.3%  
수출(중국향 청정기 ODM)  
관련 돌발 변수 외에  
  
본업에서 전략 확인  
이상무

	14.1Q	14.4Q	15.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차/이	컨센서스	차/이
매출액	4,948	4,995	5,059	1.3	2.3	5,260	-3.8	5,303	-4.6
렌탈	3,424	3,588	3,633	1.3	6.1	3,628	0.1	-	-
멤버십	439	469	460	-1.9	4.8	440	4.5	-	-
일시불	276	267	300	12.4	8.8	310	-3.2	-	-
화장품	210	200	230	15.0	9.8	251	-8.4	-	-
수출	452	335	330	-1.5	-27.0	510	-35.3	-	-
기타(수처리)	148	136	106	-22.1	-28.4	121	-12.4	-	-
매출총이익	3,255	3,384	3,468	2.5	6.5	3,389	2.3	3,389.0	2.3
영업이익	898	970	989	2.0	10.1	984	0.5	998	-0.9
GPM	65.8	67.7	68.6	0.8	2.8	64.4	4.1	63.9	4.6
OPM	18.1	19.4	19.5	0.1	1.4	18.7	0.8	18.8	0.7

자료: 코웨이, IBK투자증권

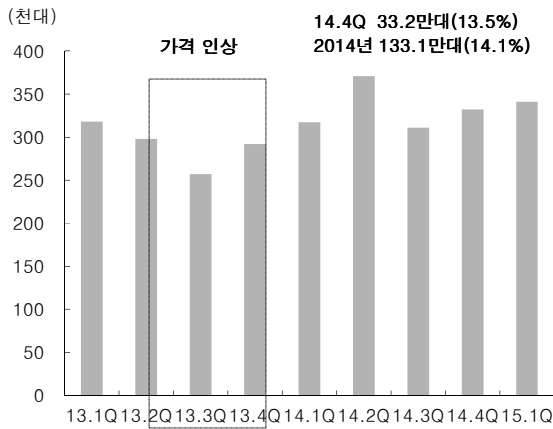
2015년 가이드스 기준, 동사가 제시하는 렌탈 판매량은 142만대(+6.7%)로 2년 연속 최고치 경신을 이어가는 수준이다. 이를 반영한 2015년 매출액은 21,800억원(+8.3%), 영업이익 4,200억원(+11.3%), 영업이익률은 19.3%(+0.6%p)이다. 2015년 IBK 추정치는 1분기 실적 반영과 향후 방향성을 고려하여 매출액을 기존 대비 3.3% 하향 조정한 반면 영업이익과 순이익은 기존 대비 각각 1.2%, 7.4% 상향 조정했다.

매출액만 하향 조정한 이유는 중국향 청정기 수출 때문이다. 1분기 결과에 근거하여 코웨이와 중국 고객사는 하반기를 겨냥 저가 청정기 라인업을 강화할 계획이다. 그러나 실질적인 매출 발생까지의 물리적인 시간을 고려하여 수출 관련 매출액을 기존 대비 하향했기 때문이다.

총계정 566만(+6.6만계정)  
국내 총 1,700만 가구 중  
350만 보유 가구를 바탕으로  
10년 평균 재구매율 75%가  
경쟁우위의 기본기

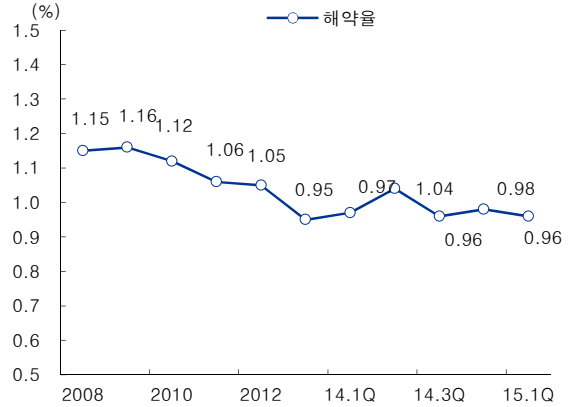
장기화 되는 내수 부진과 저가 렌탈 업체들의 경쟁 심화 속에서도 1분기 핵심사업은 경쟁우위를 다시 한 번 확인한 것으로 판단한다. 1)국내 350만(국내 전체 1,700만 가구)가구, 2)총 566만 계정(렌탈 460만) 그리고 3) 5년 기간 도래 시점에서의 10년 평균 재구매율(retention rate) 75%에 있다. 여기에 전년대비 고가의 일시불 제품 변화(기계절성이 강한 제습기에서 객단가가 2~3배 이상 높은 전기레인지,안마의자)와 화장품의 시판 채널 확대 등이 뒷받침되고 있기 때문이다. 이를 근거하여 매출액 대비 영업이익과 순이익 추정은 상향했다.

그림 1. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 15.1Q 최대 판매량 경신



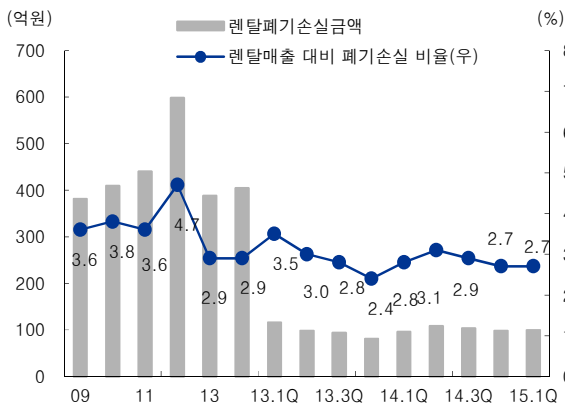
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 2013년 이후 해약률 1%대 이하로 안정화



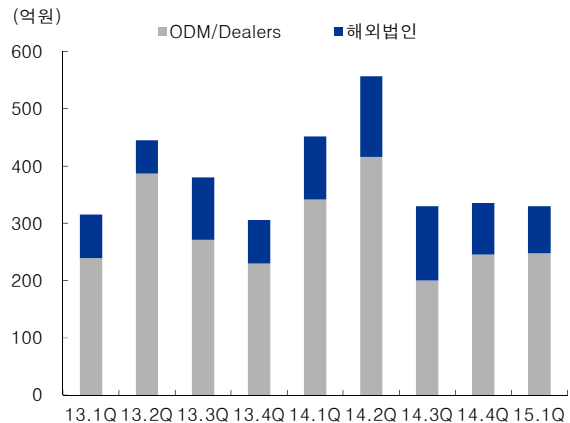
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 신제품 강화에도 꾸준한 렌탈폐기손실 비율 유지



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업-중국청정기 ODM부진, 말레이시아 현지법인 강화



자료: 코웨이, IBK투자증권

15년 1분기 실적 고려, 2015년 추정치 소폭 조정

2015년 IBK추정치  
 매출액 7.7%  
 영업이익 13.8%  
 순이익 38.1% 조정

코웨이의 개별기준 15.1Q(yoy) 실적은 매출액 2.3%, 매출총이익 6.5%, 영업이익 10.2%, 순이익 13.6% 증가했다. 1분기 실적은 매출액에 대해서만 IBK추정치와 컨센서스를 각각 3.8%, 4.6% 하회한 반면 영업이익은 부합했다. 매출액은 렌탈 판매량이 34만대 (+7.5%yoy)로 1분기 중 최고치를 경신했으며, 렌탈 계정은 6만6천대(+3.5%yoy)로 연간 24만8천대 가이드선에도 호응한 결과이다. 또한 회사가 2013년 신규 고객에 대해 가격인상을 실시한 시점이 2분기부터였다. 따라서 2.2%의 ARPU상승 효과가 본격화 되는 시점은 2015년 2분기 이후로 추정하기 때문이다. 지난해 동사의 분기별 실적은 분기별로 계절적 요인이 축소되는 점을 보이고 있다.

회사의 렌탈 판매량은 2014년 133만대(+14.1%)로 역대 최고치를 경신한 데 이어 2015년 가이드선은 142만대이다. 금번 1분기에 34만대를 판매했는데 2분기 이후 스프라링 아이스 정수기, 안심살균 비데 등의 신제품 출시 계획에 근거할 때 연간 142만대 시현은 충분히 가능할 전망이다. 고가의 고성능 신제품 출시뿐만 아니라 신제품 판매 증가를 뒷받침 하는 전략으로는

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

멀티형 고가 신제품 확대  
최근 IOT탑재한 청정기로  
가구별 특화 서비스 준비

해외 선택과 집중의 결과  
중국화장품 매각완료 및  
말레이시아 수익성 강화 본격  
중국 정수기 사업 진출 가시화

- 1) 시판 신채널(홈쇼핑,할인점,하이마트,온라인,면세점) 확장으로 일시불과 화장품의 턴어라운드도 가시화할 것이다. 특히 홈쇼핑은 기존 1개 채널에서 3개로 확대, 할인점은 전담 판매 사원이 2,000명에서 3,000명으로 증가했다. 또한 하이마트 입점 매장은 기존 50개에서 전점(440여개)으로 확대됨에 따라 일시불 위주의 판매 강화가 예상되며 하반기 면세점 입점을 통해 중국인 대상 소형 청정기 판매도 가능해질 전망이다. 한편 하반기엔 IOT탑재 청정기 출시를 통해 혁신 신제품 영역 확대를 보일 전망이다.
- 2) 코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 서비스 경쟁측면에서 타업체 대비 고가 경쟁력의 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) 해외 사업은 말레이시아와 미국 현지 법인을 성공적 사례로 근거하며 중국 청정기 시장 진출을 구체화할 계획에 있다. 해외 사업의 오랜 문제점 중 하나였던 중국 화장품을 완전히 매각하는 데 성공 했기 때문이다. 이를 근거로 2015년엔 해외 사업의 전체적인 턴어라운드가 가능할 전망이다. 금번 1분기 매출액에 있어서도 말레이시아는 전년대비 24%(관리계정 +28%), 미국은 25%(관리계정 +12%) 증가율을 시현했다. 반면에 중국 화장품은 드디어 매각에 성공하며 해외 사업에 대한 선택과 집중의 결과가 가시화 되고 있는 것으로 판단된다.

표 4. 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	15,1Q(P)	15,2Q	15,3Q	15,4Q	2014	YoY	2015(수정전)	2015(수정후)	YoY
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,059	5,508	5,535	5,588	20,137	4.1	22,401	21,690	7.7
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,757	3,829	3,893	14,006	5.0	15,107	15,112	7.9
멤버십	439	457	469	469	460	473	480	495	1,834	6.4	1,888	1,908	4.0
일시불	276	374	318	267	300	393	355	345	1,235	-17.3	1,403	1,393	12.8
화장품	210	223	172	200	230	261	254	273	804	5.2	1,039	1,018	26.6
수출	452	557	330	335	330	339	351	366	1,674	15.7	2,076	1,386	-17.2
기타(수처리)	148	154	146	136	106	285	266	216	584	1.0	888	873	49.6
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,468	3,841	3,724	3,759	13,403	4.9	14,713	14,792	10.4
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	68.6	69.7	67.3	67.3	66.6	0.5	65.7	68.2	1.6
영업이익	898	976	970	932	989	1,084	1,144	1,081	3,776	13.3	4,293	4,298	13.8
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	19.5	19.7	20.7	19.3	18.8	1.5	19.2	19.8	1.1
순이익	661	652	664	453	751	845	876	884	2,430	-4.0	3,126	3,356	38.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 130,000원 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	유지
실적 추정치	14년 EPS 3,148원(일회성 반영) 15년 추정 EPS 4,356 16년 추정 EPS 4,561	14년 EPS 3,148원(일회성 반영) 15년 추정 EPS 4,356 16년 추정 EPS 4,816
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 130,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 Foward P/E 및 에스원의 Trailing P/E 평균유지)를 적용했다. 최근 주가는 4분기 어닝쇼크를 일시적으로 반영했지만, 15년 가이드언스에 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 혁신 신제품 확대와 중국 정수기 사업 진출 등이 구체화될 전망이다. 종합해볼 때 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

**포괄손익계산서**

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,170	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	7.8	7.7	7.9
매출원가	652	673	719	800	883
매출총이익	1,282	1,340	1,451	1,538	1,639
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	66.8	65.8	65.0
판매비	949	963	1,023	1,069	1,122
판매비율(%)	49.1	47.8	47.1	45.7	44.5
영업이익	333	377	429	475	518
증가율(%)	46.3	13.3	13.5	10.7	9.2
영업이익률(%)	17.2	18.7	19.7	20.3	20.5
순금융손익	-14	-9	-8	62	17
이자손익	-14	-9	-5	-2	5
기타	0	0	-3	64	12
기타영업외손익	-9	-9	0	-31	-5
중속/관계기업손익	40	-31	20	0	5
세전이익	351	330	441	506	535
법인세	97	87	105	134	144
법인세율	27.8	26.3	23.8	26.6	27.0
계속사업이익	253	243	336	371	391
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	336	371	391
증가율(%)	111.4	-4.1	38.3	10.6	5.1
당기순이익률 (%)	13.1	12.1	15.5	15.9	15.5
지배주주당기순이익	253	243	336	371	391
기타포괄이익	-1	-8	0	106	0
총포괄이익	253	235	336	477	391
EBITDA	522	577	570	623	672
증가율(%)	30.6	10.6	-1.2	9.2	8.0
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	26.3	26.6	26.7

**투자지표**

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,356	4,816	5,064
BPS	12,543	13,732	16,164	20,429	23,089
DPS	2,710	2,000	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	21.1	19.1	18.2
PBR	5.3	6.1	5.7	4.5	4.0
EV/EBITDA	10.0	11.4	12.4	11.0	10.0
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	4.1	7.8	7.7	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	38.3	10.6	5.1
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	2.3	2.8	2.8
ROE	28.6	24.0	29.1	26.3	23.3
ROA	15.1	15.1	20.4	21.0	20.1
ROIC	29.0	27.0	34.4	34.1	33.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	37.7	15.2	16.2
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-3.4	-14.8	-22.0
이자보상배율(배)	19.0	34.8	67.8	144.2	-245.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율	47.0	48.7	49.0	48.5	48.8
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642	573	677	750	968
현금및현금성자산	201	106	154	193	367
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	306	326	352
재고자산	41	42	47	50	54
비유동자산	999	1,003	1,040	1,066	1,100
유형자산	597	618	664	682	706
무형자산	151	148	145	142	140
투자자산	154	123	130	133	138
자산총계	1,641	1,576	1,717	1,816	2,068
유동부채	637	468	415	193	237
매입채무및기타채무	30	47	52	55	60
단기차입금	172	163	112	60	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	55	47	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	470	240	288
지배주주지분	967	1,059	1,247	1,576	1,781
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-94	-114	-114	-114	-114
기타포괄이익누계액	0	0	0	106	106
이익잉여금	890	1,002	1,189	1,412	1,617
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,247	1,576	1,781
비이자부채	356	354	358	281	312
총차입금	318	163	112	-41	-24
순차입금	117	57	-42	-233	-392

**현금흐름표**

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	429	462	508
당기순이익	253	243	336	371	391
비현금성 비용 및 수익	348	410	129	111	136
유형자산감가상각비	181	192	139	145	152
무형자산감가상각비	7	8	3	3	3
운전자본변동	-42	-57	-30	-18	-24
매출채권증감	-8	-17	-33	-20	-26
재고자산감소	11	1	-5	-3	-4
매입채무증감	1	17	6	3	4
기타 영업현금흐름	-41	-98	-5	-2	5
투자활동 현금흐름	-58	-269	-200	-121	-191
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-185	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	0	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	14	60	7
기타	4	2	-29	-17	-23
재무활동 현금흐름	-377	-325	-181	-302	-313
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-181	-302	-313
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	82	-96	48	39	5
기초현금	119	201	106	154	193
기말현금	201	106	154	193	197

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

