

코웨이 (021240)

핵심사업을 중심으로 순항

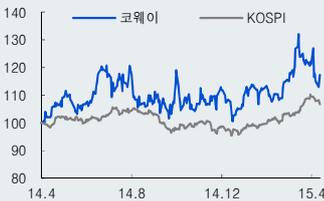
생활소비재

Results Comment
2015.5.7

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	130,000
현재주가(15/05/06,원)	92,000
상승여력	41%

영업이익(15F,십억원)	431
Consensus 영업이익(15F,십억원)	427
EPS 성장률(15F,%)	24.9
MKT EPS 성장률(15F,%)	38.7
P/E(15F,x)	22.8
MKT P/E(15F,x)	11.0
KOSPI	2,104.58
시가총액(십억원)	7,095
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	54.6
베타(12M) 일간수익률	0.07
52주 최저가(원)	78,900
52주 최고가(원)	103,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.0	7.6	15.0
상대주가	-10.5	-1.0	7.1



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

1Q15 Review: 연결 영업이익 1,003억원(+11%), 당사 기대에 부합

코웨이의 1Q15 연결기준 잠정실적은 매출액 5,482억원(+2.5% YoY), 영업이익 1,003억원(+11.1%), 영업이익률 18.3%로 발표되었다. 매출액은 당사 예상을 소폭 하회했지만(-4%) 영업이익은 추정치(1,025억원)에 부합했다.

핵심 역량인 환경가전 렌탈 사업은 우호적인 성장을 지속했고 일부 수출 실적이 예상보다 저조했다. 수요처(고객사, 해외법인) 재고조정 영향이었다. 당 분기에도 사상 최저 수준의 해약률을 유지하며 기대 이상의 신규 렌탈 판매 기록을 수립한 결과 영업이익률이 또 한 번 큰 폭으로 개선되었다(+1.4%p YoY).

더 할 나위 없는 질적 성장의 지속

렌탈판매량: 1Q15 신규 렌탈판매량은 34.1만대(+7.5%)로 1분기 사상 최대 실적을 기록했다. 당사 기대치(33.6만대)를 1.5% 상회하는 수치였고, 1분기가 환경가전 판매에 있어 성수기가 아님을 감안하면 상당히 우호적인 실적으로 판단된다. 렌탈은 코웨이 사업의 핵심이며 중장기 성장의 결정적 요인이기에 기대 이상의 성장은 장기 전망에 대한 신뢰를 높인다.

렌탈계정순증: 당 분기 6.6만대의 계정 순증을 기록하며 4분기제 분기별 성장을 지속하였다. 계정 순증은 신규 유입과 만기 도래, 중도 해약분을 포괄하는 indicator로 양정, 질적 성장을 총체적으로 판단하는 기준이 된다. 낮은 해약률을 유지(0.96%)하는 가운데 신규 판매 성장을 도모하고 렌탈자산폐기손실률을 사상 최저점에서 관리(2.7%)하는 모습은 코웨이의 내재 역량이 견고하게 향상되고 있음을 반영한다.

Software의 강점이 더욱 빛을 발하는 시기, “매수” 유지

당사가 판단하는 코웨이의 최대 강점은 “렌탈 시스템”과 “소프트웨어”와 관련된 정성적 역량으로 압축된다. 올해로 18년차에 접어드는 렌탈사업은 초기 고객 부담을 크게 낮춰 자사 제품에 대한 수요를 효율적으로 창출하고, 견고한 현금흐름의 기반이 된다. 이와 함께 타 경쟁사가 고안하지 못하는 창의적인 신제품을 지속적으로 개발, 출시하는 역량은 반드시 인지되어야 할 정성적 가치이다. 두 가지 능력의 시너지는 현실적인 진입 장벽을 형성한다.

당 분기에도 획기적인 환경가전을 신규 출시하는 한 편 차세대 IoT 기술이 환경가전과 결합된 독창적인 서비스 출시 준비를 마무리하고 있다. 그 누구도 선제적으로 고안하지 못하는 아이디어, 그리고 지속적인 혁신을 도모할 수 있는 내재 역량은 코웨이의 뚜렷한 프리미엄 요인이다. 목표주가 130,000원을 유지하며 한국 시장에서 가장 독보적인 소비재 업체 중 하나로 중장기 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	1,993	2,118	2,160	2,289	2,461	2,627
영업이익 (십억원)	226	339	364	431	493	542
영업이익률 (%)	11.3	16.0	16.9	18.8	20.0	20.6
순이익 (십억원)	94	245	250	312	357	396
EPS (원)	1,219	3,178	3,237	4,042	4,628	5,138
ROE (%)	12.3	28.4	25.2	27.8	27.8	27.0
P/E (배)	35.7	20.9	26.0	22.8	19.9	17.9
P/B (배)	3.8	4.9	5.6	5.3	4.7	4.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

1Q15 Review

표 1. 1Q15 연결 실적 Review

(십억원, %)

	1Q14	4Q14	1Q15P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	535	543	548	573	573	2.5	1.0
영업이익	90	82	100	103	107	11.1	22.8
영업이익률 (%)	16.9	15.1	18.3	17.9	18.7		
세전이익	88	72	101	96	103	14.3	41.3
순이익	66	53	78	72	78	17.4	45.4

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	2,316	2,480	2,289	2,461	-1.2	-0.8	해외 수출 수익 전망 조정
영업이익	437	506	431	493	-1.3	-2.6	
세전이익	408	483	411	472	0.8	-2.3	1Q15 자산처분이익 반영
순이익	306	362	312	357	1.8	-1.4	

자료: KDB대우증권 리서치센터

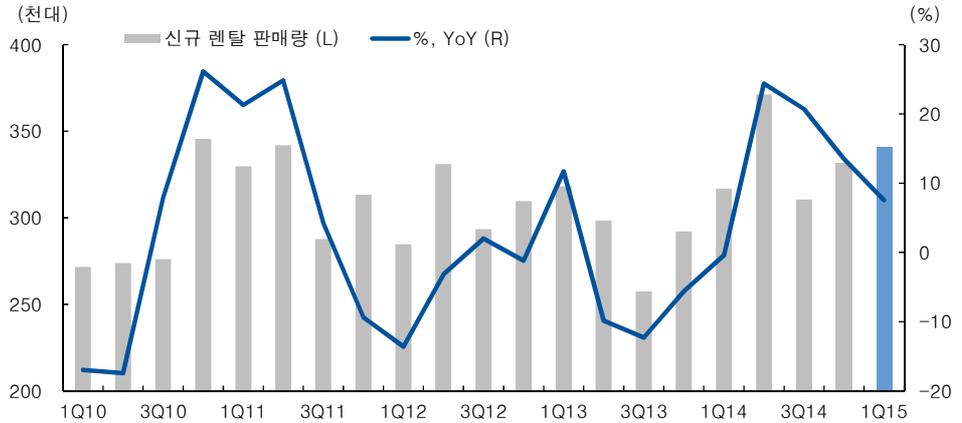
표 3. 별도실적 상세 전망

(십억원, %, 천대, 천계정)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P	2Q15F	3Q15F	4Q15F
매출액	465	497	489	482	495	523	496	500	506	546	540	529
렌탈	327	332	335	339	342	347	353	359	363	371	381	386
멤버십	43	43	43	44	44	46	47	47	46	48	49	47
일시불	37	48	35	29	28	37	32	27	30	39	33	26
기타	58	74	76	70	81	93	65	67	67	88	77	71
% , YoY												
매출액	5.2	11.3	6.8	4.9	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	4.3	8.8	6.0
렌탈	3.5	4.1	3.6	3.6	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.1	8.0	7.6
멤버십	10.4	9.1	5.1	3.2	2.6	7.0	8.6	7.4	4.9	4.0	4.0	-0.1
일시불	11.9	18.1	-9.3	-9.3	-24.7	-21.8	-10.4	-9.1	8.8	5.1	5.1	-4.3
기타	7.0	55.6	38.4	21.0	38.7	25.4	-14.4	-4.4	-17.5	-6.0	18.2	5.8
매출원가	155	168	170	159	169	180	162	160	159	181	176	168
(%, 매출대비)	33.2	33.8	34.7	33.0	34.2	34.5	32.8	32.1	31.5	33.2	32.6	31.6
(%, YoY)	6.3	18.1	12.1	-4.2	9.4	7.5	-4.4	0.6	-5.9	0.5	8.4	4.6
판매관리비	241	250	222	236	236	245	237	248	248	261	260	261
(%, 매출대비)	51.9	50.2	45.4	48.8	47.6	46.9	47.7	49.6	49.0	47.8	48.2	49.3
렌탈자산폐기손실	12	10	9	8	10	11	10	10	10	10	10	11
(%, 렌탈매출대비)	3.5	3.0	2.8	2.4	2.8	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
영업이익	69	79	97	88	90	98	97	91	99	104	103	101
(%, 매출대비)	14.9	16.0	19.8	18.2	18.1	18.7	19.5	18.3	19.5	19.0	19.2	19.1
(%, YoY)	7.9	21.9	54.3	145.6	29.7	23.0	-0.1	4.3	10.2	6.3	6.7	10.4
[Key indicators]												
렌탈순주문(천대)	318	298	257	292	317	371	311	332	341	397	330	348
총 렌탈계정(천계정)	4,332	4,374	4,387	4,435	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,724	4,794	4,856
해약률(%)	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

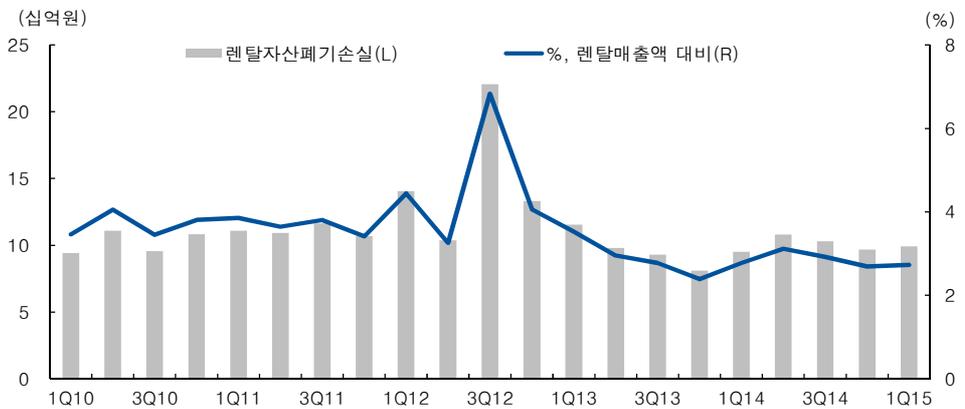
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매: 우호적인 성장을 지속



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 렌탈자산폐기손실: 사상 최저점 수준에서 지속적으로 관리



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 화장품 매출 실적: 상표권 분쟁 해결 이후 성장 재개



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,160	2,289	2,461	2,627
매출원가	727	716	772	848
매출총이익	1,433	1,573	1,689	1,779
판매비와관리비	1,069	1,141	1,196	1,237
조정영업이익	364	431	493	542
영업이익	364	431	493	542
비영업손익	-32	-20	-21	-18
금융손익	-9	-2	-1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	332	411	472	524
계속사업법인세비용	83	100	115	128
계속사업이익	250	312	357	396
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	250	312	357	396
지배주주	250	312	357	396
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	241	312	357	396
지배주주	241	312	357	396
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	578	621	697	761
FCF	231	265	221	281
EBITDA 마진율 (%)	26.8	27.1	28.3	29.0
영업이익률 (%)	16.9	18.8	20.0	20.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	13.6	14.5	15.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	537	435	531	591
당기순이익	250	312	357	396
비현금수익비용가감	415	284	315	340
유형자산감가상각비	206	183	197	213
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	201	94	111	121
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	-60	-26	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-20	-17	-16
재고자산 감소(증가)	-3	-11	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	-7	4	4
법인세납부	-99	-100	-115	-128
투자활동으로 인한 현금흐름	-299	-137	-264	-256
유형자산처분(취득)	-296	-139	-267	-262
무형자산감소(증가)	-6	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-4	-4	-4
기타투자활동	3	6	7	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-328	-172	-206	-196
장단기금융부채의 증가(감소)	-168	-20	-10	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-124	-148	-192	-192
기타재무활동	-36	-4	-4	-4
현금의 증가	-91	130	61	139
기초현금	239	147	277	338
기말현금	147	277	338	477

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	597	767	860	1,030
현금 및 현금성자산	147	277	338	477
매출채권 및 기타채권	225	245	264	281
재고자산	62	73	79	84
기타유동자산	163	172	179	188
비유동자산	1,025	978	1,045	1,093
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	675	632	701	751
무형자산	171	164	157	150
자산총계	1,622	1,744	1,905	2,123
유동부채	526	482	474	483
매입채무 및 기타채무	215	205	221	235
단기금융부채	164	144	134	134
기타유동부채	147	133	119	114
비유동부채	56	60	64	69
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	46	50	54	59
부채총계	582	542	538	552
지배주주지분	1,038	1,202	1,366	1,570
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	986	1,149	1,314	1,518
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,039	1,203	1,367	1,571

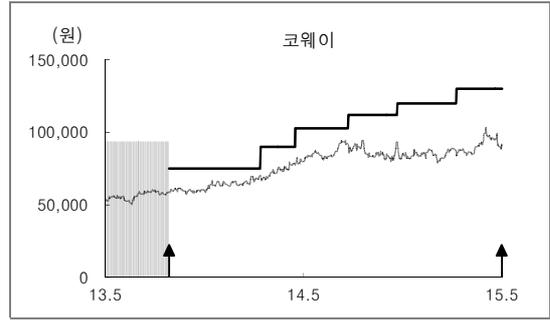
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	26.0	22.8	19.9	17.9
P/CF (x)	9.8	11.9	10.6	9.6
P/B (x)	5.6	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA (x)	11.3	11.2	9.9	8.9
EPS (원)	3,237	4,042	4,628	5,138
CFPS (원)	8,622	7,717	8,710	9,544
BPS (원)	15,146	17,265	19,398	22,041
DPS (원)	2,000	2,592	3,370	4,718
배당성향 (%)	59.4	61.7	70.1	88.4
배당수익률 (%)	2.4	2.8	3.7	5.1
매출액증가율 (%)	2.0	6.0	7.5	6.7
EBITDA증가율 (%)	7.6	7.4	12.2	9.2
조정영업이익증가율 (%)	7.4	18.4	14.4	9.9
EPS증가율 (%)	1.9	24.9	14.5	11.0
매출채권 회전을 (회)	10.3	10.5	10.4	10.4
재고자산 회전을 (회)	33.8	33.9	32.5	32.4
매입채무 회전을 (회)	15.2	12.8	14.2	14.5
ROA (%)	15.2	18.5	19.6	19.7
ROE (%)	25.2	27.8	27.8	27.0
ROIC (%)	27.0	31.7	34.4	35.2
부채비율 (%)	56.0	45.0	39.4	35.1
유동비율 (%)	113.5	159.0	181.3	213.2
순차입금/자기자본 (%)	2.0	-10.7	-14.6	-21.6
조정영업이익/금융비용 (x)	31.6	112.3	133.6	155.9

투자이전 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자이전	목표주가(원)
코웨이(021240)	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.28	매수	112,000원
	2014.04.21	매수	103,000원
	2014.02.16	매수	90,000원
	2013.09.01	매수	75,000원

분석 대상 제외



투자이전 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.