2015년 6월 30일

코웨이(021240)

Equity Research

Earnings Preview

환경가전 렌탈 시장 절대적 우위 지속

2Q 영업이익 YoY 9% 증가 전망

2분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 2.3%, 9% 성장한 5,350억원과 1,060억원 수준이 가능할 전망이다. 렌탈 부문 매출이 YoY 7.6% 성장함에도 불구하고, 중국 ODM 부진으로 수출이 32% 역신장하면서 전반적인 매출 성장률을 제한할 것으로 예상한다. 영업이익률은 전년 동기대비 1.2%p 상승할 것으로 예상되는데, ARPU상승과 해약률 안정화, 고마진 렌탈 사업부문 매출 비중 상승과 판관비 효율화 때문이다. 렌탈 계정 순증은 YoY 24.7만(QoQ 6.8만)에 이를 것으로 추산한다. 신규 채널 기여도 확대와 코디 인력 충원 및 전년도 낮은 베이스 때문이다. 전년도 상반기 소유권 도래 건수 증가로 상대적으로 신규 렌탈 영업이 미진했었다.

환경가전 렌탈 사업부문 경쟁력 지속적 개선

정수기를 비롯 환경 렌탈 부문 코웨이의 경쟁력은 여전히 압도적이다. 쿠쿠전자, 바디프렌드 등 신규 사업자 증가와 경쟁 심화에도 불구하고도 렌탈 계정 순증은 전년도 2분기 이후 오히려 추세적 증가세로 전환했다. 소비 트렌드를 선도하는 지속적인 신상품 출시(R&D 능력), 높은 서비스 관리 능력에 의한 고객 충성도 때문으로 분석한다. 신상품 확대는 ARPU 상승에도 긍정적이다. 올해 계정 순증 목표 24.8만 달성은 무리 없을 것으로 본다. 중국 정수기 렌탈 시장 진출 가능성은 또 하나의 기대 요인이다. 다만, 화장품과 중국 환경가전 ODM 판매 등에 대한 지나친 기대는 금물이다. 화장품 리엔케이의 브랜드 인지도는 제한적이며, 중국 환경가전 ODM은 현지 경쟁심화와 낮은 진입장벽으로 고성장을 논하기 쉽지 않다.

적정주가 10.3만원 유지, 투자의견 '매수'로 상향

적정주가 10.3만원은 12MF PER 22배다. 단기 주가 하락에 의한 괴리율 확대로 투자의견을 '매수'로 상향 조정한다. 현재 주가는 12MF PER 19배 수준이다. 1) 가전 렌탈 시장 절대적 MS 1위 업체로서 계정 순증의 추세적 회복이 긍정적이며, 2) 3분기 이후 기저효과에 의한 외형성장률 회복 가능성도 기대된다. 3) 연간 2,000억원 이상의 안정적인 순현금흐름과 3%의 시가배당 수익률(2015년 연결 당기순익, 배당성향 60% 기준 DPS 2,600원)과 4) 최근 시장 밸류에이션의 상승(MSCI Korea 12MF PER 2013년 6월 7.6배 → 현재 9.5배)과 이자율 하락을 감안할 때, 12MF PER 20배 이하는 저평가 저점 매수 구간으로 판단한다.

BUY(상향)

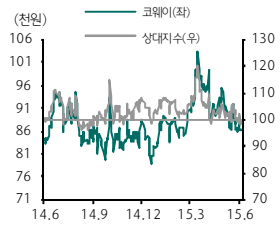
| TP(12M): 103,000원 | CP(6월 29일): 86,400원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,060.49
52주 최고/최저(원)	103,500/78,900
시가총액(십억원)	6,663.6
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균 거래량(천주)	163.3
60일 평균 거래대금(십억원)	15.1
15년 배당금(예상,원)	2,000
15년 배당수익률(예상,%)	2.31
외국인지분율(%)	54.29
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스 외 9 인	30.97
Lazard Asset Management LLC 외 39 인	5.21

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.6)	0.2	3.8
상대	(3.1)	(6.2)	0.2

Consensus Data	2015	2016
매출액(십억원)	2,116.7	2,241.4
영업이익(십억원)	421.2	456.8
순이익(십억원)	318.4	345.8
EPS(원)	4,129	4,422
BPS(원)	16,262	18,692

Stock Price



Financial Data

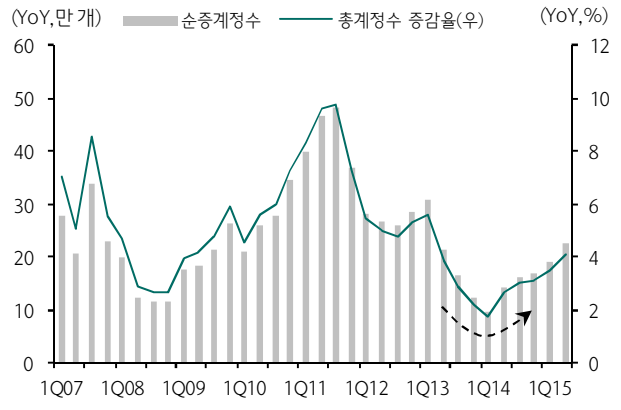
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,933.7	2,013.6	2,101.3	2,218.6	2,334.4
영업이익	십억원	333.2	377.5	414.2	437.1	464.4
세전이익	십억원	350.5	329.7	400.0	424.2	452.9
순이익	십억원	253.2	242.9	301.3	318.2	339.7
EPS	원	3,283	3,150	3,907	4,125	4,404
증감률	%	111.4	(4.1)	24.0	5.6	6.8
PER	배	20.23	26.73	22.12	20.94	19.62
PBR	배	4.78	5.46	4.97	4.41	3.91
EV/EBITDA	배	10.06	11.37	11.40	11.20	10.74
ROE	%	28.61	23.98	26.53	24.53	23.00
BPS	원	13,878	15,412	17,395	19,594	22,072
DPS	원	2,710	2,000	2,000	2,000	2,000

Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 이찬휘
02-3771-7785
ch.lee@hanafn.com

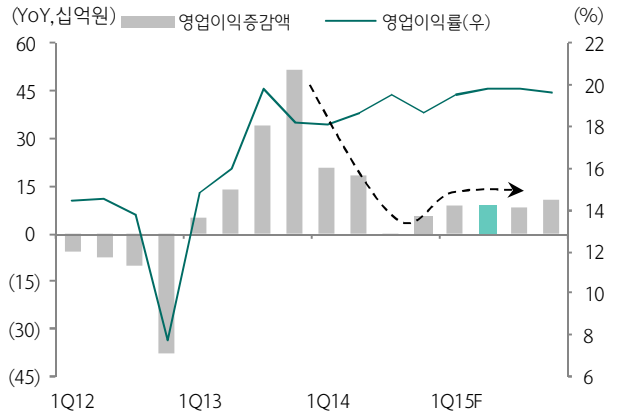
하나대투증권

그림 1. 코웨이 총계정수 증감율과 순증 계정수 추이



주: 각 년도 동일 기준에 의한 증감
자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 2. 코웨이 영업이익 증감액과 영업이익률 추이와 전망



자료: 코웨이, 하나대투증권

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014년	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2015년
매출	495	523	496	500	2,014	506	535	530	530	2,101
렌탈	342	347	353	359	1,401	363	373	378	381	1,495
멤버쉽	44	46	47	47	183	46	48	49	49	191
일시불판매	28	37	32	27	123	30	41	33	28	132
화장품	21	22	17	20	80	23	22	17	20	83
수출	45	56	33	33	167	33	38	38	38	147
기타(수처리 등)	15	15	15	14	58	11	14	15	14	53
영업이익	90	98	97	93	377	99	106	105	104	414
세전이익	88	87	88	67	330	98	100	102	99	400
순이익	66	65	66	45	243	75	75	77	74	301
영업이익률(%)	18.1	18.7	19.5	18.7	18.7	19.5	19.9	19.8	19.6	19.7
경상이익률(%)	17.8	16.6	17.8	13.4	16.4	19.4	18.8	19.3	18.7	19.0
순이익률(%)	13.4	12.5	13.4	9.1	12.4	14.8	14.1	14.5	14.0	14.3

자료: 코웨이, 하나대투증권

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준) (단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,101	2,219	2,334
렌탈	1,333	1,401	1,495	1,582	1,667
멤버쉽	172	183	191	200	206
일시불판매	149	123	132	137	146
화장품	76	80	83	83	83
수출	145	167	147	162	177
기타(수처리 등)	58	58	53	55	57
영업이익	333	377	414	437	464
세전이익	351	330	400	424	453
순이익	253	243	301	318	340
수정순익(연결기준)	245	250	332	365	400
적정시가총액	5,392	5,493	7,303	8,029	8,800
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	69,908	71,225	94,692	104,098	114,096
적정PER	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
EPS(원)	3,178	3,237	4,304	4,732	5,186
영업이익률(%)	17.2	18.7	19.7	19.7	19.9
매출액(YoY,%)	7.0	4.1	4.4	5.6	5.2
영업이익(YoY,%)	46.3	13.3	9.7	5.5	6.2
순이익(YoY,%)	160.6	1.9	32.9	9.9	9.6

자료: 코웨이, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	**1,933.7**	**2,013.6**	**2,101.3**	**2,218.6**	**2,334.4**
매출원가	651.7	673.4	665.5	703.8	742.8
매출총이익	1,282.0	1,340.2	1,435.8	1,514.8	1,591.6
판관비	948.9	962.8	1,021.6	1,077.7	1,127.2
영업이익	**333.2**	**377.5**	**414.2**	**437.1**	**464.4**
금융손익	(13.7)	(8.6)	(2.8)	(1.7)	(0.2)
종속/관계기업손익	40.1	(30.6)	(2.9)	(2.5)	(2.5)
기타영업외손익	(9.1)	(8.5)	(8.6)	(8.7)	(8.8)
세전이익	**350.5**	**329.7**	**400.0**	**424.2**	**452.9**
법인세	97.4	86.8	98.7	106.1	113.2
계속사업이익	253.2	242.9	301.3	318.2	339.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**253.2**	**242.9**	**301.3**	**318.2**	**339.7**
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	**253.2**	**242.9**	**301.3**	**318.2**	**339.7**
지배주주포괄이익	252.6	235.2	301.3	318.2	339.7
NOPAT	240.7	278.2	312.0	327.9	348.3
EBITDA	521.9	577.0	564.9	551.0	550.5
성장성(%)					
매출액증가율	7.0	4.1	4.4	5.6	5.2
NOPAT증가율	42.4	15.6	12.1	5.1	6.2
EBITDA증가율	30.6	10.6	(2.1)	(2.5)	(0.1)
(조정)영업이익증가율	46.3	13.3	9.7	5.5	6.2
(지분법제외)순익증가율	111.5	(4.1)	24.0	5.6	6.8
(지분법제외)EPS증가율	111.4	(4.1)	24.0	5.6	6.8
수익성(%)					
매출총이익률	66.3	66.6	68.3	68.3	68.2
EBITDA이익률	27.0	28.7	26.9	24.8	23.6
(조정)영업이익률	17.2	18.7	19.7	19.7	19.9
계속사업이익률	13.1	12.1	14.3	14.3	14.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	3,907	4,125	4,404
BPS	13,878	15,412	17,395	19,594	22,072
CFPS	7,789	8,462	7,191	6,979	6,944
EBITDAPS	6,767	7,482	7,325	7,145	7,138
SPS	25,073	26,109	27,245	28,767	30,268
DPS	2,710	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	20.2	26.7	22.1	20.9	19.6
PBR	4.8	5.5	5.0	4.4	3.9
PCFR	8.5	10.0	12.0	12.4	12.4
EV/EBITDA	10.1	11.4	11.4	11.2	10.7
PSR	2.6	3.2	3.2	3.0	2.9
재무비율(%)					
ROE	28.6	24.0	26.5	24.5	23.0
ROA	15.1	15.1	18.2	17.3	16.7
ROIC	23.8	26.8	31.4	37.6	44.4
부채비율	69.6	48.8	43.7	39.6	35.9
순부채비율	13.5	6.2	(18.6)	(35.6)	(47.9)
이자보상배율(배)	19.0	34.8	56.2	59.3	63.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	**642.5**	**573.1**	**884.5**	**1,178.4**	**1,465.8**
금융자산	201.6	105.8	396.8	663.4	924.0
현금성자산	201.3	105.5	396.6	663.2	923.8
매출채권 등	290.0	294.9	307.7	324.9	341.9
재고자산	40.9	41.8	43.6	46.0	48.4
기타유동자산	110.0	130.6	136.4	144.1	151.5
비유동자산	**998.6**	**1,002.9**	**857.6**	**750.9**	**671.8**
투자자산	154.0	123.2	128.6	135.8	142.9
금융자산	53.0	52.9	55.2	58.3	61.3
유형자산	596.8	617.6	473.3	364.9	283.3
무형자산	**150.9**	**147.8**	**141.4**	**135.9**	**131.4**
기타비유동자산	**96.9**	**114.3**	**114.3**	**114.3**	**114.2**
자산총계	**1,641.1**	**1,576.0**	**1,742.1**	**1,929.2**	**2,137.7**
유동부채	**636.8**	**468.0**	**479.4**	**494.5**	**509.5**
금융부채	325.1	162.8	162.8	162.8	162.8
매입채무 등	201.6	211.0	220.2	232.5	244.6
기타유동부채	110.1	94.2	96.4	99.2	102.1
비유동부채	**36.9**	**49.0**	**50.7**	**53.1**	**55.4**
금융부채	**7.1**	**8.2**	**8.2**	**8.2**	**8.2**
기타비유동부채	29.8	40.8	42.5	44.9	47.2
부채총계	**673.7**	**517.0**	**530.1**	**547.6**	**564.9**
지배주주지분	**967.3**	**1,059.0**	**1,212.0**	**1,381.6**	**1,572.7**
자본금	**40.7**	**40.7**	**40.7**	**40.7**	**40.7**
자본잉여금	130.8	131.1	131.1	131.1	131.1
자본조정	(94.4)	(114.5)	(114.5)	(114.5)	(114.5)
기타포괄이익누계	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	890.4	1,001.8	1,154.7	1,324.4	1,515.5
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**967.3**	**1,059.0**	**1,212.0**	**1,381.6**	**1,572.7**
순금융부채	130.5	65.3	(225.8)	(492.4)	(753.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	**517.6**	**498.5**	**448.7**	**422.5**	**412.8**
당기순이익	253.2	242.9	301.3	318.2	339.7
조정	306.2	312.2	154.6	114.0	82.7
감가상각비	188.7	199.5	150.7	113.9	86.1
외환거래손익	(0.1)	(4.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(40.1)	30.6	0.0	0.0	0.0
기타	157.7	86.3	3.9	0.1	(3.4)
자산/부채의 변동	(41.8)	(56.6)	(7.2)	(9.7)	(9.6)
투자활동현금흐름	**(58.4)**	**(268.9)**	**(1.9)**	**0.0**	**3.7**
투자자산감소(증가)	4.3	30.8	(5.4)	(7.2)	(7.1)
유형자산감소(증가)	(239.6)	(267.5)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	176.9	(32.2)	3.5	7.2	10.8
재무활동현금흐름	**(376.8)**	**(325.3)**	**(155.7)**	**(155.9)**	**(155.9)**
금융부채증가(감소)	(260.1)	(161.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.6)	(40.8)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
배당지급	(78.4)	(123.6)	(148.3)	(148.5)	(148.5)
현금의 증감	**82.4**	**(95.8)**	**291.0**	**266.6**	**260.6**
Unlevered CFO	600.7	652.6	554.6	538.2	535.6
Free Cash Flow	271.9	222.7	448.7	422.5	412.8

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

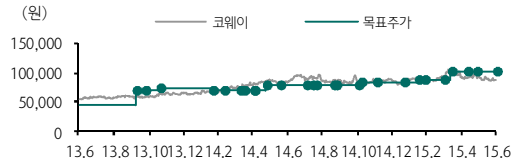
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이

날짜	투자의견	목표주가
15.6.30	BUY	103,000
15.5.26	Neutral	103,000
15.5.10	Neutral	103,000
15.4.12	Neutral	103,000
15.3.30	Neutral	89,000
15.2.24	Neutral	89,000
15.2.13	Neutral	89,000
15.1.19	Neutral	85,000
14.12.2	Neutral	85,000
14.11.5	Neutral	85,000
14.10.31	Neutral	80,000
14.9.22	Neutral	80,000
14.9.18	Neutral	80,000
14.8.18	Neutral	80,000
14.8.12	Neutral	80,000
14.8.1	Neutral	80,000
14.6.16	Neutral	80,000
14.5.23	Neutral	80,000
14.5.2	Neutral	71,000
14.5.1	Neutral	71,000
14.4.14	Neutral	71,000
14.4.7	Neutral	71,000
14.3.10	Neutral	71,000
14.2.18	Neutral	71,000
13.11.18	BUY	75,000
13.10.23	BUY	71,000
13.10.7	BUY	71,000



투자의견 분류 및 적용

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**

- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	83.3%	16.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2015년 3월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 6월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2015년 6월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.