

# Company Update

## 코웨이 (021240)

### 핵심사업의 안정적 이익 성장이 돋보인 2Q15



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

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

- \* 2Q15 매출액은 전년대비 0.3% 감소하며 당사 기대를 5% 하회하였으나, 영업이익은 전년대비 14% 증가하며 당사 예상에 부합. 사상 최대 영업이익 및 이익률 달성
- \* 안정적인 투자릿수 영업이익 성장이 가능한 회사로 주목 받을 수 있을 것으로 전망
- \* 목표주가 12만원에 BUY 투자의견 유지

#### WHAT'S THE STORY

**핵심 사업의 안정적 이익 성장이 돋보인 2Q15 실적:** 8월4일 장 종료 후 2Q15 실적 발표. 매출액은 전년대비 0.3% 감소한 5,553억원에 그치며 당사 기대치를 5% 하회하였으나, 영업이익은 전년대비 14% 증가한 1,105억원을 달성하며 당사 예상에 부합 (이익률은 전년대비 2.5%pts 개선된 19.9%). 렌탈서비스 사업 매출이 전년대비 6% 증가하며 시장의 경쟁심화 우려를 불식 시킬만한 양호한 성장세를 시현하였는데, 이는 방판 영업력 개선 덕에 렌탈 계정이 전년대비 6% 증가했기 때문 (특히 매트리스 계정이 전년대비 43% 증가). 일시불 매출도 1Q15부터 본격화된 제품 다변화 효과로 전년대비 11% 증가. 하지만 해외(수출), 화장품, 수처리 매출이 각각 전년대비 30%, 5%, 39% 감소하며 2Q15 매출액이 당초 당사 기대를 하회하게 됨. 해외(수출)의 경우 중국 공기청정기 시장의 성장이 둔화되고 경쟁이 치열해진 것이 부진의 주 이유. 그럼에도 불구하고, 핵심사업의 (렌탈서비스 및 일시불판매) 매출이 호조를 보이고 이익 기여도가 미미한 사업들의 매출만 부진한 모습을 보임에 따라 당초 예상했던 수준의 영업이익은 무난히 달성.

**안정성이 매력인 회사...:** 경쟁 심화 우려에도 불구하고, 핵심 사업인 국내 렌탈서비스 사업 매출이 전년대비 6% 증가하며 안정적 성장세를 유지하고 있다는 점, 그리고 그 성장이 꾸준한 수익성 관리 가운데 달성되며 2Q15에 역사상 최고의 영업이익과 이익률을 달성했다는 점을 긍정적으로 평가. 렌탈서비스 및 일시불 판매 매출 전망은 유지하나 비핵심사업인 해외(수출), 화장품, 그리고 수처리 사업에 대한 매출 전망치를 하향 조정하며 2015~2016년 매출액을 각각 2%씩 하향조정. 그리고 이것이 오히려 영업이익엔 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상되어 2015~2016년 영업이익은 각각 1%, 3% 상향 조정. 실적 추정치를 미세 조정하는데 그침에 따라 목표주가 12만원을 유지하며 (DCF 방식, 2015년 P/E 30배 수준) BUY 투자의견 유지. 하반기 프리미엄 환경가전 제품 출시에 따른 렌탈서비스 판매 및 ARPU 개선, 일시불판매 품목 확대에 따른 일시불 판매 호조세 지속, 그리고 면세점, 하이마트 등 시판채널 판매 확대 등으로 단기 성장 모멘텀이 견조하게 유지될 것으로 예상되는 한편, 거시경제 변수에 대한 불확실성이 높아지고 있는 상황에선 대내외 변수에 크게 영향을 받지 않는 렌탈서비스 사업이 안정적으로 성장하고 있는 동사의 가치가 한층 돋보일 수 있을 것으로 생각.

**...하지만 신-성장동력 발굴에 대한 요구 높아질 전망:** 2000년대 이후 신-성장동력으로 추진되었던 사업들이 동반 부진에 빠지며, 향후 기업가치를 한단계 끌어올릴만한 케털리스트에 대한 시장의 요구가 높아지고 있는 상황. 이에 시장에선 특히 동사의 해외 매출 증대 방안을 주목하고 있음. 현재 동사는 기존 ODM 파트너와의 지역 다변화, 신규 ODM 파트너 추가 등을 통한 해법을 모색 중인 한편, 중국 내 정수기 유통에 도움을 줄 수 있는 파트너 선정에 공을 들이고 있는 상황.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	120,000원	(21.7%)
현재주가	98,600원	
시가총액	7,6조원	
Shares (local)	77,124,796주 (65.3%)	
52주 최저/최고	78,900원/103,500원	
60일-평균거래대금	135,0억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	+8.6	+11.0	+11.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	+12.7	+7.5	+14.3

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	120,000	0.0%
2015E EPS	4,007	3,932	1.9
2016E EPS	4,425	4,205	5.2

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	118,091
Recommendation	4.0

BUY\*\*\*: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL\*\*\*: 1

#### 분기 실적

(십억원)	2Q15	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	555.3	(0.3)	1.3	(4.6)	(5.9)
영업이익	110.5	13.7	10.1	1.6	2.4
세전계속사업이익	108.9	25.9	7.8	3.2	2.8
순이익	82.7	24.8	6.6	5.3	3.8
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	19.9				
세전계속사업이익	19.6				
순이익	14.9				

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2014	2015E	2016E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	30.6	24.6	22.3
P/B	7.6	6.4	5.7
EV/EBITDA	13.0	11.6	10.5
Div yield (%)	1.7	2.5	2.7
EPS 증가율 (%)	0.0	24.3	10.4
ROE (%)	25.2	27.3	26.2
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	3,223	4,007	4,425
BVPS	12,934	15,343	17,363
DPS	1,661	2,500	2,700

부문별 실적 전망

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E	2017E
실적 요약												
매출액	535.0	556.9	525.5	542.9	548.2	555.3	576.3	582.7	2,160.3	2,262.6	2,416.4	2,538.7
매출총이익	352.7	369.0	357.3	354.7	373.0	384.7	397.7	386.9	1,433.7	1,542.3	1,642.3	1,720.4
영업이익	90.3	97.2	95.3	81.7	100.3	110.5	107.4	99.0	364.4	417.2	458.6	493.8
세전이익	88.4	86.5	85.9	71.5	101.1	108.9	105.2	96.8	332.4	412.0	455.0	491.7
당기순이익	66.1	66.3	63.9	53.4	77.6	82.7	77.6	71.1	249.7	309.0	341.2	368.7
(이익률, %)												
매출총이익	65.9	66.3	68.0	65.3	68.0	69.3	69.0	66.4	66.4	68.2	68.0	67.8
영업이익	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	18.6	17.0	16.9	18.4	19.0	19.5
세전이익	16.5	15.5	16.4	13.2	18.4	19.6	18.3	16.6	15.4	18.2	18.8	19.4
당기순이익	12.4	11.9	12.2	9.8	14.1	14.9	13.5	12.2	11.6	13.7	14.1	14.5
(전년 대비, %)												
매출액	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.5	(0.3)	9.7	7.3	2.0	4.7	6.8	5.1
매출총이익	3.8	1.5	3.2	2.1	5.8	4.3	11.3	9.1	2.6	7.6	6.5	4.8
영업이익	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	11.1	13.7	12.7	21.2	7.5	14.5	9.9	7.7
세전이익	17.5	6.8	6.9	(20.9)	14.3	25.9	22.4	35.3	1.6	23.9	10.4	8.1
당기순이익	15.2	11.0	6.4	(21.4)	17.4	24.8	21.4	33.3	1.9	23.8	10.4	8.1
(전분기 대비, %)												
매출액	2.1	4.1	(5.6)	3.3	1.0	1.3	3.8	1.1				
매출총이익	1.5	4.6	(3.2)	(0.7)	5.2	3.1	3.4	(2.7)				
영업이익	(0.9)	7.6	(1.9)	(14.3)	22.8	10.1	(2.8)	(7.8)				
세전이익	(2.2)	(2.2)	(0.6)	(16.8)	41.3	7.8	(3.4)	(8.0)				
당기순이익	(2.7)	0.3	(3.5)	(16.6)	45.4	6.6	(6.2)	(8.3)				
매출												
(십억원)												
환경가전	413.8	429.9	431.3	432.4	439.3	457.9	461.3	465.7	1,707.4	1,824.3	1,933.8	2,016.2
일시불	27.6	37.4	31.8	26.7	30.0	41.4	36.5	31.8	123.5	139.7	151.7	152.7
렌탈	342.4	346.7	352.7	358.8	363.3	371.2	375.6	383.9	1,400.6	1,493.9	1,591.4	1,672.7
멤버십	43.9	45.7	46.9	46.9	46.0	45.4	49.2	50.1	183.4	190.7	190.7	190.7
수출	45.2	55.7	33.0	33.5	33.0	39.0	42.9	37.4	167.4	152.3	167.6	184.3
화장품	21.0	22.3	17.2	20.0	23.1	21.1	20.6	21.2	80.4	86.0	94.6	99.4
기타 (수처리 등)	14.8	15.4	14.6	13.6	10.6	9.4	10.2	10.6	58.4	40.9	40.9	40.9
연결 대상 기타	40.2	33.6	29.5	43.4	42.1	27.9	41.2	47.8	146.7	159.0	179.4	198.0
(전년 대비, %)												
환경가전	1.7	1.7	4.3	4.9	6.2	6.5	7.0	7.7	3.2	6.8	6.0	4.3
일시불	(24.7)	(21.8)	(10.4)	(9.1)	8.8	10.7	15.0	18.9	(17.3)	13.1	8.6	0.7
렌탈	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.0	6.5	7.0	5.0	6.7	6.5	5.1
멤버십	2.6	7.0	8.6	7.4	4.9	(0.8)	5.0	6.8	6.4	4.0	0.0	0.0
수출	43.6	25.1	(13.0)	9.3	(27.0)	(30.0)	30.0	11.8	15.8	(9.0)	10.0	10.0
화장품	17.4	0.5	3.6	1.1	10.5	(5.3)	20.0	6.0	5.3	7.0	10.0	5.0
기타 (수처리 등)	63.4	98.4	(31.1)	(31.1)	(28.2)	(38.6)	(30.0)	(22.2)	1.1	(30.0)	0.0	0.0
연결 대상 기타	(4.7)	(43.5)	(28.7)	4.3	4.7	(17.1)	40.0	10.1	(20.6)	8.4	12.9	10.3
(매출비중, %)												
환경가전	77.4	77.2	82.1	79.7	80.1	82.5	80.1	79.9	79.0	80.6	80.0	79.4
일시불	5.2	6.7	6.0	4.9	5.5	7.5	6.3	5.5	5.7	6.2	6.3	6.0
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	66.8	65.2	65.9	64.8	66.0	65.9	65.9
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	8.5	8.6	8.5	8.4	7.9	7.5
수출	8.5	10.0	6.3	6.2	6.0	7.0	7.4	6.4	7.7	6.7	6.9	7.3
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9
기타 (수처리 등)	2.8	2.8	2.8	2.5	1.9	1.7	1.8	1.8	2.7	1.8	1.7	1.6
연결 대상 기타	7.5	6.0	5.6	8.0	7.7	5.0	7.2	8.2	6.8	7.0	7.4	7.8

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

계정수 추이

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E	2017E
계정수 (천 개)												
총계	5,469	5,539	5,571	5,617	5,661				5,617	5,801	5,992	6,191
(증감율,%)	0.0	1.2	1.8	2.1	3.5				2.1	3.3	3.3	3.3
렌탈 계정	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666				4,601	4,785	4,976	5,175
(증감율,%)	2.8	2.6	3.4	3.7	4.7				3.7	4.0	4.0	4.0
멤버십 계정	1,014	1,052	1,034	1,016	994				1,016	1,016	1,016	1,016
(증감율,%)	(10.7)	(4.3)	(5.0)	(4.7)	(2.0)				(4.7)	0.0	0.0	0.0
렌탈 해약	129	139	130	130	134				528	552	574	597
(월간 해지율,%)	0.90	1.04	0.97	0.95	0.97				0.92	1.00	1.00	1.00
렌탈 계정 증가	317	371	311	332	341				1,330	1,330	1,330	1,330
(증감율,%)	(0.4)	24.4	20.7	13.5	7.5				14.1	0.0	0.0	0.0
일시불 계정 증가	40	60	52	32	40				183	150	135	129
(증감율, %)	(35.3)	(26.9)	(16.2)	(19.6)	0.1				(25.1)	(18.0)	(10.0)	(5.0)

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2014	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	2,160	2,263	2,416	2,303	2,454	(1.8)	(1.5)
영업이익	364	417	459	413	447	0.9	2.6
세전계속사업이익	332	412	455	403	434	2.3	4.8
순이익	250	309	341	302	326	2.3	4.8
EBITDA	578	649	706	645	694	0.6	1.6
EPS (원)	3,223	4,007	4,425	3,932	4,205	1.9	5.2

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

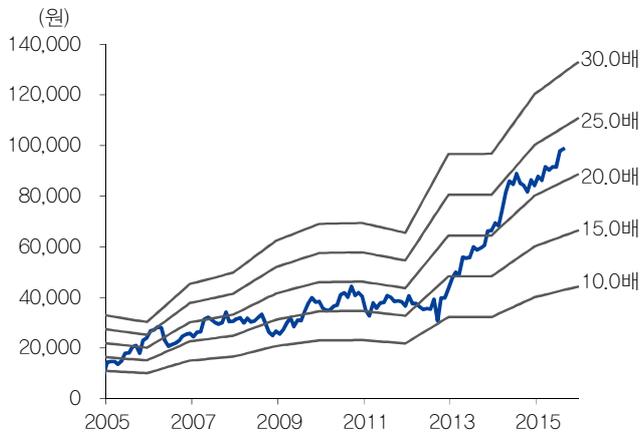
Valuation Summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROEEV/EBITDAR (%)	순부채 (십억원)	
2012	1,824	235	218	167	2,184	(5.6)	45.1	11.5	22.5	19.0	446
2013	2,118	339	327	245	3,222	47.5	30.6	8.8	28.4	14.0	83
2014	2,160	364	332	250	3,223	0.0	30.6	7.6	25.2	13.0	12
2015E	2,263	417	412	309	4,007	24.3	24.6	6.4	27.3	11.6	(99)
2016E	2,416	459	455	341	4,425	10.4	22.3	5.7	26.2	10.5	(178)
2017E	2,539	494	492	369	4,782	8.1	20.6	5.0	25.2	9.7	(276)

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

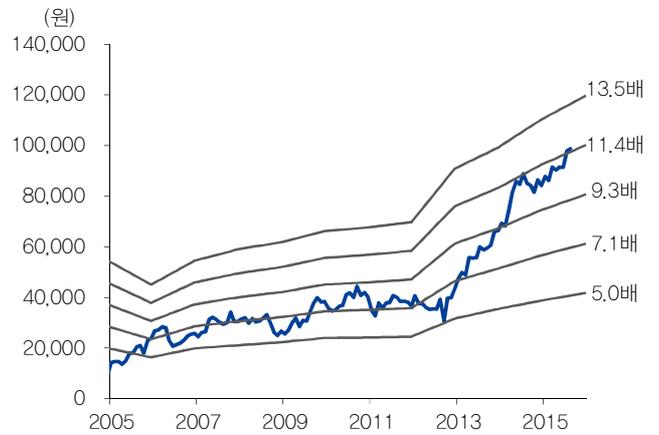
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward P/E 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118	2,160	2,263	2,416	2,539
매출원가	721	727	720	774	818
매출총이익	1,397	1,434	1,542	1,642	1,720
(매출총이익률, %)	66.0	66.4	68.2	68.0	67.8
판매 및 일반관리비	1,058	1,069	1,125	1,184	1,227
영업이익	339	364	417	459	494
(영업이익률, %)	16.0	16.9	18.4	19.0	19.5
영업외손익	(12)	(32)	(5)	(4)	(2)
금융수익	4	3	3	4	5
금융비용	19	12	6	5	5
지분법손익	18	0	0	0	0
기타	(15)	(23)	(2)	(2)	(2)
세전이익	327	332	412	455	492
법인세	82	83	103	114	123
(법인세율, %)	25.1	24.9	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	245	250	412	455	492
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	245	250	309	341	369
(순이익률, %)	11.6	11.6	13.7	14.1	14.5
지배주주순이익	245	250	309	341	369
비지배주주순이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	540	555	647	703	754
(EBITDA 이익률, %)	25.5	25.7	28.6	29.1	29.7
EPS (지배주주)	3,178	3,237	4,007	4,425	4,782
EPS (연결기준)	3,178	3,237	4,007	4,425	4,782
수정 EPS (원)*	3,222	3,223	4,007	4,425	4,782

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	537	537	552	595	642
당기순이익	245	250	309	341	369
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유형자산 감가상각비	191	206	224	239	255
무형자산 상각비	8	8	8	8	8
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업활동 자산부채 변동	(41)	(29)	(11)	(17)	(13)
투자활동에서의 현금흐름	(76)	(299)	(318)	(331)	(344)
유형자산 증감	(258)	(296)	(318)	(331)	(344)
장단기금융자산의 증감	(1)	(0)	(26)	0	0
기타	183	(3)	26	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(373)	(328)	(134)	(204)	(208)
차입금의 증가(감소)	(262)	(162)	(11)	(19)	(8)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(78)	(124)	0	0	0
기타	(33)	(42)	(123)	(185)	(200)
현금증감	86	(91)	100	60	90
기초현금	152	239	147	247	307
기말현금	239	147	247	307	397
Gross cash flow	619	665	563	612	655
Free cash flow	278	241	214	242	274

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691	597	710	790	894
현금 및 현금등가물	239	147	247	307	397
매출채권	213	209	240	256	269
재고자산	66	62	65	69	73
기타	174	179	158	157	155
비유동자산	976	1,025	1,089	1,151	1,210
투자자산	55	55	81	81	81
유형자산	638	675	739	801	860
무형자산	177	171	171	171	171
기타	106	124	98	98	98
자산총계	1,668	1,622	1,799	1,940	2,104
유동부채	677	526	518	503	499
매입채무	37	59	62	66	69
단기차입금	182	164	153	135	127
기타 유동부채	458	303	303	303	303
비유동부채	50	56	56	56	56
사채 및 장기차입금	0	1	1	1	1
기타 비유동부채	50	55	55	55	55
부채총계	727	582	574	559	555
지배주주지분	941	1,039	1,224	1,380	1,549
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
이익잉여금	868	986	1,172	1,327	1,496
기타	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,225	1,381	1,550
순부채	89	18	(99)	(178)	(276)

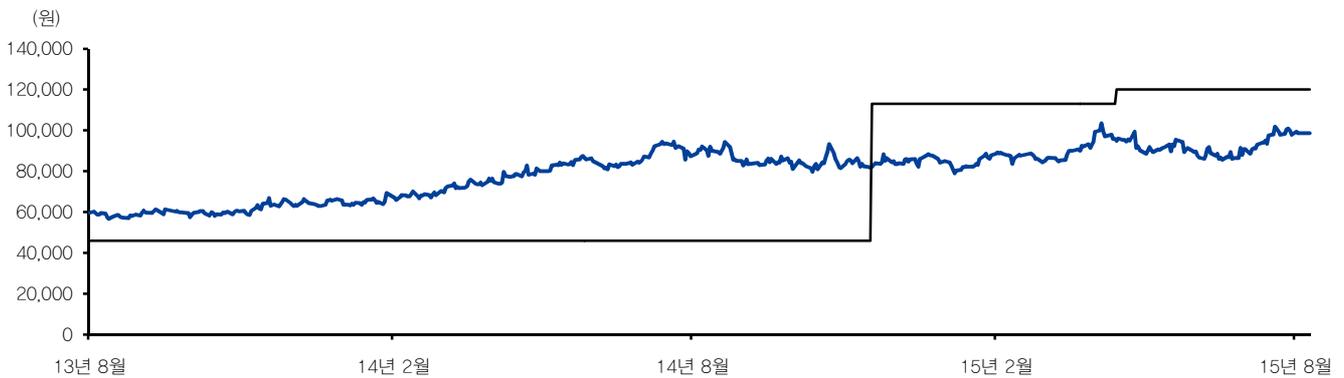
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	6.3	2.0	4.7	6.8	5.1
영업이익	49.9	7.5	14.5	9.9	7.7
순이익	160.6	1.9	23.8	10.4	8.1
수정 EPS**	10.7	0.5	(5.6)	47.5	0.0
주당지표					
EPS (지배주주)	3,178	3,237	4,007	4,425	4,782
EPS (연결기준)	3,178	3,237	4,007	4,425	4,782
수정 EPS**	3,222	3,223	4,007	4,425	4,782
BPS	11,242	12,934	15,343	17,363	19,548
DPS (보통주)	1,660	1,661	2,500	2,700	3,050
Valuations (배)					
P/E***	30.6	30.6	24.6	22.3	20.6
P/B***	8.8	7.6	6.4	5.7	5.0
EV/EBITDA	14.0	13.0	11.6	10.5	9.7
비율					
ROE (%)	28.4	25.2	27.3	26.2	25.2
ROA (%)	14.3	15.2	18.1	18.2	18.2
ROIC (%)	23.2	22.8	29.0	29.8	30.2
배당성향 (%)	50.4	49.3	60.0	58.7	61.4
배당수익률 (보통주, %)	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
순부채비율 (%)	1.7	1.7	2.5	2.7	3.1
이자보상배율 (배)	18.3	29.6	74.2	89.9	106.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/11/19	2015/4/16
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	113,000	120,000

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

기업	산업
<b>BUY★★★ (매수★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% <b>SELL★★★ (매도★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 6월 30일 기준

매수 (68.9%) | 중립 (31.1%) | 매도 (0%)