KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

더욱 강해지는 렌탈시장의 독보적 리더

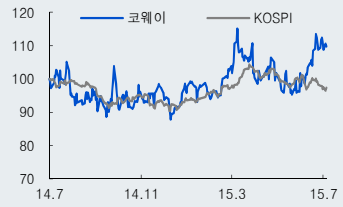
생활소비재

Results Comment
2015.8.5

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	130,000
현재주가(15/08/04,원)	98,600
상승여력	32%

영업이익(15F,십억원)	441
Consensus 영업이익(15F,십억원)	420
EPS 성장률(15F,%)	30.7
MKT EPS 성장률(15F,%)	27.6
P/E(15F,x)	23.3
MKT P/E(15F,x)	11.2
KOSPI	2,027.99
시가총액(십억원)	7,605
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	53.7
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	78,900
52주 최고가(원)	103,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	11.0	11.4
상대주가	12.7	7.5	14.3



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

2Q15 Review: 별도 영업이익 1,117억원(+14.4%), 컨센서스 상회

코웨이의 2Q15 별도기준 잠정실적은 매출액 5,275억원(+0.8% YoY), 영업이익 1,117억원(+14.4% YoY), 영업이익률 21.2%를 기록하였다. 영업이익은 당사 추정치와 컨센서스를 각각 7.7%, 4.6% 상회했고, 매출과 이익 모두 분기 사상 최대 규모였다.

환경가전 매출액은 4,635억원으로 전년동기대비 +6.2% 확대되었다. 성장성과 수익성의 주축이 되는 렌탈 매출실적은 3,712억원(+7.0% YoY)으로, 당사 추정치 (3,714억원, +7.1% YoY)에 부합하는 우호적인 성장을 기록했다. 렌탈 판매량은 37.1만 계정으로 전년동기와 유사했다. 지난해에는 만기도래계정의 일시 증가로 신규 제품에 대한 이전 고객이 많았기 때문에 순수한 신규 오더의 흐름은 당 분기에 훨씬 견조했던 것으로 추정된다.

자산건전성과 연계되는 지표인 해약률은 당 분기 1.01%를 기록해 직전 3분기 대비 소폭 상승하였다. 2012년 공격적인 프로모션으로 판매되었던 계정들의 의무사용기간(3년)이 집중된 영향이 컸다. 한편 렌탈자산폐기손실의 렌탈매출 대비 비중은 2.7%로 최저 수준에서 유지되었다. 고객 만족도가 근원적으로 개선되며 조기 이탈 계정이 축소되고 있기 때문이다. 제3자 수출 실적(매출액 188억원, -54.9% YoY)과 화장품 부문(매출액 211억원, -5.3% YoY)은 가시적으로 회복되지 못했지만, 전반적으로 비우호적인 외부적인 환경에서도 기대 이상의 결과를 시현한 것으로 보인다.

한층 강해져 가는 렌탈시장 내 경쟁력

코웨이의 핵심 경쟁력은 하이엔드 환경가전 라인업에 대한 근원의 R&D 역량과 렌탈 시스템으로 집중된다. 환경가전은 타 백색가전 대비 필수성이 낮아 소비자의 정성적인 니즈가 소비 수요 창출의 선제적인 조건이 된다. 또한 제품 퀄리티와 청결도, 유지/보수에 대한 신뢰가 지속적인 사용을 위한 결정적인 요인이 되기 때문에 세밀한 서비스 조직을 확립해놓지 못한 업체는 상대 경쟁력 확보에 어려움을 겪을 수 밖에 없다.

저가 제품군을 중심으로 한 신규 업체의 진입은 여전히 활발하지만, 코웨이는 신제품 출시와 오프라인 채널 진출을 가속화하며 시장 내 입지를 더욱 견고히 다지고 있다. 특히 하이엔드 제품에 대한 신규 렌탈판매 뿐 아니라 신규 일시불 품목 판매까지 동시에 호조를 보이는 모습에서 막강한 시스템적 경쟁력과 방어력을 재확인할 수 있다고 판단한다.

시스템적 강점과 신규 전략의 시너지가 기대되는 시점

코웨이에 대한 "매수" 투자의견과 목표주가 13만원을 유지한다. 지속적인 혁신을 도모하는 정성적 역량과 이를 뒷받침하는 강력한 시스템적 강점은 근원의 프리미엄 요인이다. 한국시장 내 가장 독보적인 포트폴리오를 구축한 소비재 업체로 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	2,246	2,437	2,612
영업이익 (십억원)	226	339	364	441	498	532
영업이익률 (%)	11.3	16.0	16.9	19.6	20.4	20.4
순이익 (십억원)	94	245	250	326	365	393
EPS (원)	1,219	3,178	3,237	4,230	4,733	5,092
ROE (%)	12.3	28.4	25.2	31.0	31.8	29.7
P/E (배)	35.7	20.9	26.0	23.3	20.8	19.4
P/B (배)	3.8	4.9	5.6	6.4	5.6	4.9

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

2Q15 Review

표 1. 2Q15 별도기준 잠정실적 (십억원, %)

	2Q14	1Q15	2Q15P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	523	506	528	546	539	0.8	4.2
영업이익	98	99	112	104	107	14.4	12.9
영업이익률 (%)	18.7	19.5	21.2	19.0	19.8		
세전이익	87	98	111	97	106	28.5	13.3
순이익	65	75	85	73	79	30.3	13.2

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2Q15 연결기준 잠정실적 (십억원, %)

	2Q14	1Q15	2Q15P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	557	548	555	586	590	-0.3	1.3
영업이익	97	100	111	106	108	13.7	10.2
영업이익률 (%)	17.4	18.3	19.9	18.1	18.3		
세전이익	87	101	109	97	106	25.9	7.7
순이익	66	78	83	74	80	24.8	6.6

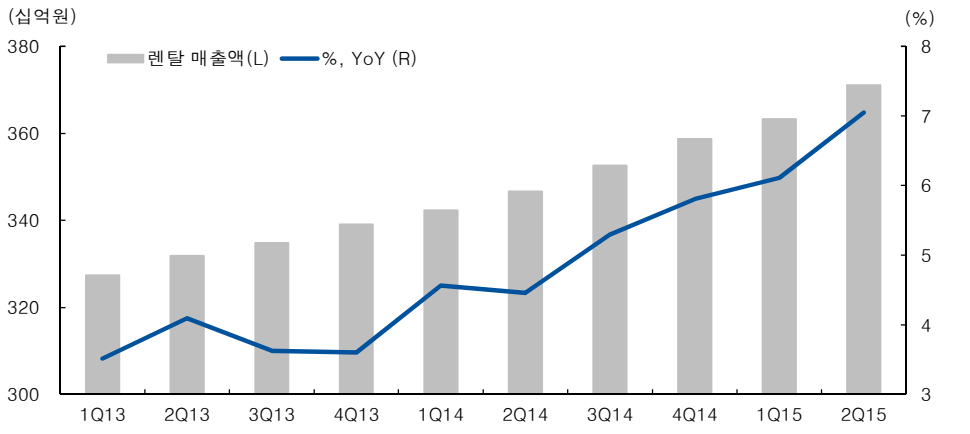
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실적변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	2,289	2,461	2,246	2,437	-1.9	-1.0	해외 수출, 화장품 실적 조정
영업이익	431	493	441	498	2.3	1.1	렌탈 매출원가율 하향
세전이익	411	472	428	480	4.1	1.6	영업외수익 조정
순이익	312	357	326	365	4.6	2.3	
EPS (KRW)	404	463	423	473	4.6	2.3	

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 렌탈 매출액 성장률 강화



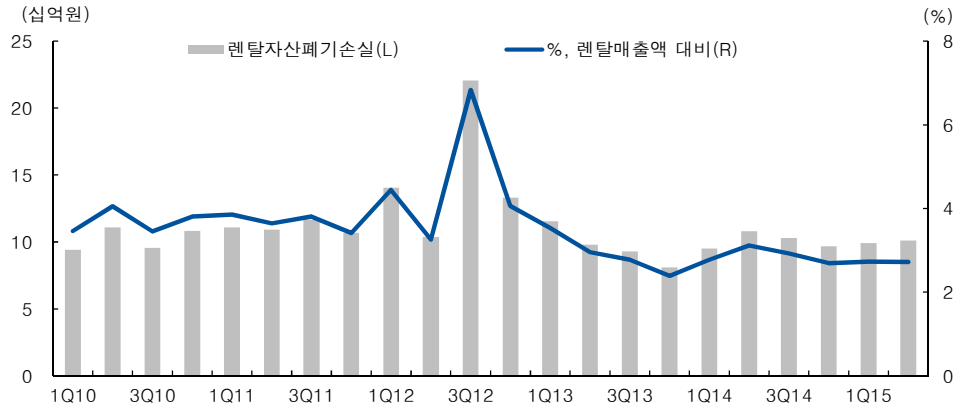
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 별도기준 분기 상세실적 전망 (십억원, %, 천대, 천계정)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15F	4Q15F
매출액	495	523	496	500	506	527	532	525
렌탈	342	347	353	359	363	371	383	388
%, YoY								
매출액	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	0.8	7.3	5.1
렌탈	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.0	8.6	8.1
매출원가	169	180	162	160	159	167	167	165
(%, 매출대비)	34.2	34.5	32.8	32.1	31.5	31.6	31.4	31.5
판매관리비	236	245	237	248	248	249	257	259
(%, 매출대비)	47.6	46.9	47.7	49.6	49.0	47.2	48.2	49.3
렌탈자산폐기손실	10	11	10	10	10	10	10	11
(%, 렌탈매출대비)	2.8	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
영업이익	90	98	97	91	99	112	109	101
(%, 매출대비)	18.1	18.7	19.5	18.3	19.5	21.2	20.4	19.2
(%, YoY)	29.7	23.0	-0.1	4.3	10.2	14.4	11.9	10.3
[Key indicators]								
렌탈순주문(천대)	317	371	311	332	341	371	330	348
총 렌탈계정(천계정)	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,747	4,817	4,878
해약률(%)	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

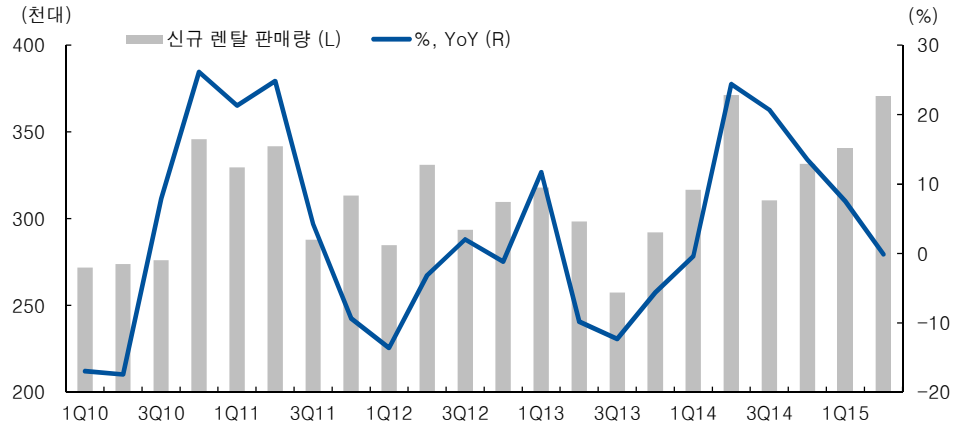
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 렌탈자산폐기손실: 사상 최저점 수준에서 관리



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 신규 렌탈 판매 호조 지속



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**2,160**	**2,246**	**2,437**	**2,612**
매출원가	**727**	**685**	**748**	**844**
매출총이익	**1,433**	**1,561**	**1,689**	**1,768**
판매비와관리비	**1,069**	**1,120**	**1,191**	**1,237**
조정영업이익	**364**	**441**	**498**	**532**
영업이익	**364**	**441**	**498**	**532**
비영업손익	**-32**	**-13**	**-18**	**-16**
금융손익	-9	-3	-1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	332	428	480	516
계속사업법인세비용	83	102	115	123
계속사업이익	250	326	365	393
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**250**	**326**	**365**	**393**
지배주주	250	326	365	393
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**241**	**320**	**365**	**393**
지배주주	241	320	365	393
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	578	641	704	754
FCF	231	233	323	283
EBITDA 마진율 (%)	26.8	28.5	28.9	28.9
영업이익률 (%)	16.9	19.6	20.4	20.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	14.5	15.0	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**597**	**635**	**807**	**958**
현금 및 현금성자산	147	222	366	487
매출채권 및 기타채권	225	223	235	245
재고자산	62	64	69	73
기타유동자산	163	126	137	153
비유동자산	**1,025**	**994**	**1,010**	**1,044**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	675	615	633	670
무형자산	171	165	158	152
자산총계	**1,622**	**1,628**	**1,817**	**2,002**
유동부채	**526**	**490**	**509**	**496**
매입채무 및 기타채무	215	208	224	240
단기금융부채	164	150	140	140
기타유동부채	147	132	145	116
비유동부채	**56**	**72**	**78**	**85**
장기금융부채	10	13	13	13
기타비유동부채	46	59	65	72
부채총계	**582**	**562**	**587**	**581**
지배주주지분	**1,038**	**1,065**	**1,229**	**1,420**
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	127	127	127
이익잉여금	986	1,014	1,177	1,369
비지배주주지분	**1**	**1**	**1**	**1**
자본총계	**1,039**	**1,066**	**1,230**	**1,421**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**537**	**404**	**583**	**583**
당기순이익	250	326	365	393
비현금수익비용가감	415	331	327	349
유형자산감가상각비	206	193	199	216
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	201	131	121	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	-155	6	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-4	-10	-9
재고자산 감소(증가)	-3	-8	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	-8	4	4
법인세납부	-99	-98	-115	-123
투자활동으로 인한 현금흐름	**-299**	**-165**	**-224**	**-256**
유형자산처분(취득)	-296	-148	-217	-252
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	3	-5	-4
기타투자활동	3	-18	-2	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-328**	**-164**	**-215**	**-205**
장단기금융부채의 증가(감소)	-168	-12	-10	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	-124	-148	-201	-201
기타재무활동	-36	-5	-4	-4
현금의 증가	**-91**	**75**	**144**	**122**
기초현금	239	147	222	366
기말현금	147	222	366	487

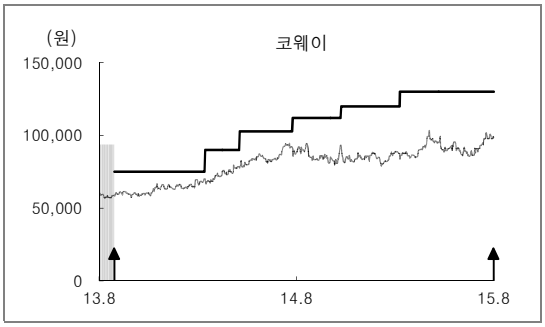
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	26.0	23.3	20.8	19.4
P/CF (x)	9.8	11.6	11.0	10.3
P/B (x)	5.6	6.4	5.6	4.9
EV/EBITDA (x)	11.3	11.8	10.5	9.6
EPS (원)	3,237	4,230	4,733	5,092
CFPS (원)	8,622	8,525	8,970	9,619
BPS (원)	15,146	15,455	17,576	20,056
DPS (원)	2,000	2,712	3,526	4,936
배당성향 (%)	59.4	61.8	71.8	93.4
배당수익률 (%)	2.4	2.8	3.6	5.0
매출액증가율 (%)	2.0	4.0	8.5	7.2
EBITDA증가율 (%)	7.6	10.9	9.8	7.1
조정영업이익증가율 (%)	7.4	21.2	12.9	6.8
EPS증가율 (%)	1.9	30.7	11.9	7.6
매출채권 회전율 (회)	10.3	10.8	11.5	11.8
재고자산 회전율 (회)	33.8	35.8	36.9	36.8
매입채무 회전율 (회)	15.2	12.3	13.8	14.5
ROA (%)	15.2	20.1	21.2	20.6
ROE (%)	25.2	31.0	31.8	29.7
ROIC (%)	27.0	33.5	38.4	39.3
부채비율 (%)	56.0	52.7	47.8	40.9
유동비율 (%)	113.5	129.5	158.5	193.0
순차입금/자기자본 (%)	2.0	-5.6	-17.3	-23.6
조정영업이익/금융비용 (x)	31.6	110.0	128.4	144.9

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	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	



투자의견 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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.36%	13.57%	14.07%	0.00%

* 2015년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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.