

코웨이 (021240)

매수 (유지)

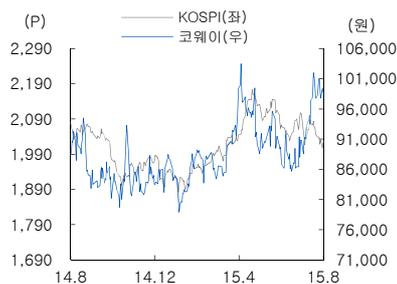
목표주가	130,000원
현재가 (8/4)	98,600원
KOSPI (8/4)	2,027.99pt
시가총액	7,605십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	103,500원
최저가	78,900원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	53.7%
배당수익률 (2015F)	2.0%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 9 인	30.97%
국민연금	6.04%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	11%	11%
절대기준	13%	7%	14%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(15)	4,361	4,356	▲
EPS(16)	4,839	4,816	▲

코웨이 추가추이



안 지 영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

중국 수출이 '옥에 티' 었을 뿐

- 15.2Q(yoy) 개별기준 매출액 +0.8%, 영업이익 +14.4%, 순이익 30.4% 시현
- 본업 매출액은, 환경가전 +6.2%, 렌탈 +7.0%, 일시불 +6.6%으로 기대 충족
- 매출 둔화의 이유는, 중국 청정기 수출 고객사의 영업부진과 국내 화장품 방문판매 부진 때문
- 하반기 성수기 혁신 신제품(IOT탑재) 출시로, 평균 ARPU 2%대 상승(2Q 1.7%) 및 수익성 강화 전망
- 내수의 불확실성 시기에 본업 강화를 통한 펀더멘털 모멘텀 지속, 목표주가 및 매수의견 유지

Review: 매출액 5,275억원, 영업이익 1,117억원 분기 최고치 시현

코웨이의 개별기준 2015년 2분기(yoy) 실적은 매출액 0.8%, 매출총이익 5.2%, 영업이익 14.4%, 순이익 30.4%가 증가했다. 매출액은 IBK추정치와 컨센서스를 각각 4.2%, 2.2% 하회한 반면 영업이익은 각각 3.0%, 4.6% 상회했다. 구체적으로 환경가전 매출액은 4,635억원으로 전년대비 6.2% 증가, 렌탈은 3,712억원으로 전년대비 7.0% 증가했다. 일시불 판매도 우려와 달리 전기레인지와 제습기의 판매호조로 6.6% 증가하며 환경가전은 전 부문 호실적을 시현했다. 렌탈 판매량도 지난 1분기 34만대(+7.5%yoy)에 이어 2분기 37만대(-0.1% yoy)를 시현했다. 다만 2분기 해약률이 일시적으로 1%를 넘었는데 이는 2014년 의무사용기간이 2년에서 3년으로 확대되는 프로모션 실시로 인한 일시적 영향으로 판단된다. 상반기 누적 렌탈 판매량은 71만대로 연간 가이드스 142만대 시현이 충분한 수준이다.

불확실성 시기에 안정적인 투자 메리트 부각

코웨이는 핵심 사업인 환경가전의 렌탈 강화로 지난해 판매량 133만대(+14.1%, 역대 최고치)에 이어 142만대 경신을 이어가기에 충분한 전망이다. 핵심 사업인 렌탈(정수기, 청정기+청소기)의 약진과 일시불(전기레인지, 제습기) 개선으로 수익성 확대가 구체적이다. 또한 하반기로 갈수록 1)채널확대(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 면세점)와 상품믹스 다양화(프리미엄 고가에서 저가채널 대응제품까지) 효과 2)코디 및 전문 판매조직의 인력확대, 커미션구조 강화로 꾸준한 렌탈폐기손실 및 해약률 관리 3) 해외 법인의 선택과 집중의 결과로 중국화장품 법인 청산(14.4Q)과 말레이시아 및 미국법인 실적 개선이등 집중될 것으로 판단하기 때문이다. 비록 중국 청정기의 수출 감소로 연간 매출액은 하향 조정이 불가피하다. 그럼에도 하반기 내수 경기의 불확실성 확대 기조 속에서 경기 방어적인 사업모델로 내수업종 내 독보적인 펀더멘털 우위를 유지하에 충분한 것으로 판단된다. 이에 목표주가 130,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,119	2,338	2,522
영업이익	333	377	429	475	518
세전이익	351	330	444	508	535
당기순이익	253	243	336	373	390
EPS(원)	3,283	3,150	4,361	4,839	5,061
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.3	20.3	20.5
순이익률(%)	13.1	12.1	15.9	16.0	15.5
ROE(%)	28.6	24.0	29.2	26.4	23.2
PER	20.2	26.7	22.6	20.4	19.5
PBR	5.3	6.1	6.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	10.0	11.4	11.9	11.0	10.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Review: 수출 부진에도 국내 환경가전 본업 판매 강화

표 1. 코웨이 IFRS 별도 15.2Q 실적

(단위: 억원 %)

	14.4Q	15.1Q	15.2Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이	
2015년 2분기										
본업은 기대 이상	매출액	5,233	5,060	5,275	4.3	0.8	5,508	-4.2	5,394	-2.2
국내 환경가전 매출액	렌탈	3,467	3,633	3,712	2.2	7.1	3,757	-1.2	-	-
+6.2%(yoy), 렌탈 매출	멤버십	457	460	454	-1.3	-0.7	473	-4.0	-	-
+7.0%, 일시불 +6.6%	일시불	374	300	414	38.0	10.7	393	5.3	-	-
	화장품	223	231	211	-8.7	-5.2	261	-19.2	-	-
	수출	557	330	390	18.2	-30.0	339	15.0	-	-
-혁신 신제품 확대와	기타(수처리)	154	106	95	-10.8	-38.6	285	-66.8	-	-
유통 채널 다양화	매출총이익	3,428	3,468	3,607	4.0	5.2	3,841	-6.1	3,696.0	-2.4
(정수기,비데,청정기 부분별	영업이익	976	989	1,117	12.9	14.4	1,084	3.0	1,068	4.6
렌탈 강화와	GPM	65.5	68.5	68.4	-0.2	2.9	69.7	-1.4	68.5	-0.1
채널별 가격대별 신제품	OPM	18.7	19.5	21.2	1.6	2.5	19.7	1.5	19.8	1.4
상품믹스 다각화)	순이익	652	751	850	13.2	30.4	845	0.6	788	7.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 2013년, 2014년 개별기준 실적 추이

(단위: 억원 %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	2013	2014	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,948	5,233	4,961	4,995	19,337	20,137	4.1
렌탈	3,274	3,319	3,349	3,391	3,424	3,467	3,527	3,588	13,334	14,006	5.0
멤버십	428	428	432	436	439	457	469	469	1,723	1,834	6.4
일시불	366	478	354	294	276	374	318	267	1,492	1,235	-17.3
화장품	179	221	166	198	210	223	172	200	764	804	5.2
수출	315	445	380	306	452	557	330	335	1,446	1,674	15.7
기타(수처리)	91	78	211	198	148	154	146	136	578	584	1.0
매출총이익	3,105	3,290	3,194	3,231	3,255	3,428	3,336	3,430	12,821	13,403	4.9
GPM	66.7	66.2	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	68.7	66.3	66.6	0.5
영업이익	692	794	970	876	898	976	970	932	3,332	3,776	13.3
OPM	14.9	16.0	19.8	18.2	18.1	18.7	19.6	18.7	17.2	18.8	1.5
순이익	802	606	623	502	661	652	664	453	2,532	2,430	-4.0

자료: 코웨이, IBK투자증권

2015년 안정성과 꾸준함으로 밸류 강화

2015년 IBK추정치
매출액 5.2% 조정
영업이익 13.8%과
순이익 38.1% 유지

코웨이의 개별기준 2015년 2분기(yoy) 실적은 매출액 0.8%, 매출총이익 5.2%, 영업이익 14.4%, 순이익 30.4%가 증가했다. 매출액은 IBK추정치와 컨센서스를 각각 4.2%, 2.2% 하회한 반면 영업이익은 각각 3.0%, 4.6% 상회했다. 구체적으로 환경가전 매출액은 4,635 억원으로 전년대비 6.2% 증가, 렌탈은 3,712억으로 전년대비 7.0% 증가했다. 일시불 판매도 우려와 달리 전기레인지와 제습기의 판매호조로 6.6% 증가하며 환경가전은 전 부문 호실적을 시현했다.

렌탈 판매량도 지난 1분기 34만대(+7.5%yoy)에 이어 2분기 37만대(-0.1% yoy)를 시현했다. 다만 2분기 해약률이 일시적으로 1%를 넘었는데 이는 2014년 의무사용기간이 2년에서 3년으로 확대되는 프로모션 실시로 인한 일시적 영향으로 판단된다. 상반기 누적 렌탈 판매량은 71만대로 연간 가이드스 142만대 시현이 충분한 수준이다.

한편 코웨이는 2013년 2분기 부터 신규 고객에 대해 가격인상을 실시했다. 만 2년이 도래한 2015년 2분기 평균 ARPU는 1.7% 상승했다. 이는 저가 업체들의 시장 진입과 저가 경쟁 심화에 대응하기 위한 저가 상품군 확대 이유가 일부 작용했기 때문으로 판단된다. 그러나 하반기 주요 핵심 상품에 IOT(사물인터넷)를 탑재한 고객 라이프 스타일 맞춤형제품 출시로 2% 이상의 ARPU상승이 가시화될 전망이다.

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

1) 시판 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인, 면세점) 확장 전략을 유지한다. 특히 2분기는 메르스 영향으로 오프라인 채널의 영업 자체가 부진했지만 홈쇼핑 내 렌탈 판매는 판매 호조가 이어졌다. 하반기 면세점 입점을 통해 중국인 대상 소형 청정기와 비데 판매도 적극적으로 확대할 전망이다. 한편 하반기엔 IOT탑재 청정기, 정수기 출시를 통해 신제품 영역 확대와 케어 서비스의 차별화가 예상된다.

멀티형 고가 신제품에서
저가 업체 대응 상품군까지
상품 다양성

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. 특히 2분기 판매 전담인력의 확충은 신제품 판매 강화에 직접적인 영향을 미치고 있는 것으로 확인된다.

IOT탑재한 청정기로 가구별
차별화된 서비스 예상

해외 선택과 집중의 결과
중국화품 매각완료 및
말레이시아,미국 수익성 강화
본격, 중국 외에 청정기ODM
수출 거래선 확대

3) 해외 사업은 2014년 4분기 중국 화장품 사업 매각을 완료했다. 손실의 중심이었던 중국 화장품의 정리만으로도 2015년 해외 사업의 턴어라운드 가능성이 충분히 가능한 상황이다. 다만 중국 청정기ODM 수출은 고객사의 영업 부진으로 성장에 대한 기대감은 제한적이다. 그러나 타지역으로 ODM수출 확대 계획과 말레이시아, 미국 현지법인의 사업 확대로 하반기 실적의 안정화는 충분할 전망이다.

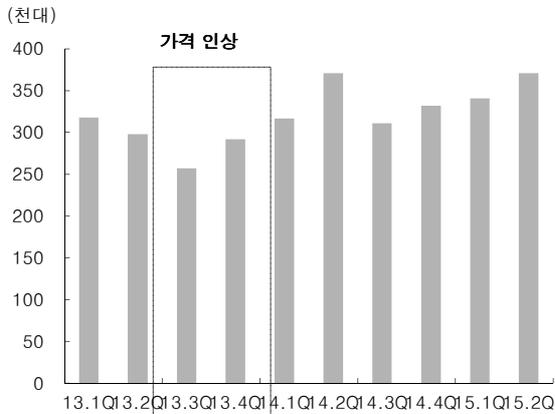
표 2. 2014년 및 2015년 전망- 비수의 사업부 매출 부진으로 매출액 하향조정에도 수익전망 유지

(단위: 억원, %)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	15.1Q	15.2Q(P)	15.3Q	15.4Q	2014	YoY	2015(수정전)	2015(수정후)	YoY
매출액	5,059	5,508	5,535	5,588	5,059	5,275	5,370	5,489	20,137	4.1	21,690	21,193	5.2
렌탈	3,633	3,757	3,829	3,893	3,633	3,712	3,829	3,893	14,006	5.0	15,112	15,067	7.6
멤버십	460	473	480	495	460	454	480	495	1,834	6.4	1,908	1,889	3.0
일시불	300	393	355	345	300	414	355	345	1,235	-17.3	1,393	1,414	14.5
화장품	230	261	254	273	230	211	235	255	804	5.2	1,018	931	15.8
수출	330	339	351	366	330	390	351	366	1,674	15.7	1,386	1,437	-14.1
기타(수처리)	106	285	266	216	106	95	120	135	584	1.0	873	456	-22.0
매출총이익	3,468	3,841	3,724	3,759	3,468	3,841	3,724	3,759	13,403	4.9	14,792	14,792	10.4
GPM	68.6	69.7	67.3	67.3	68.6	72.8	69.3	68.5	66.6	0.5	68.2	69.8	3.2
영업이익	989	1,084	1,144	1,081	989	1,084	1,144	1,081	3,776	13.3	4,298	4,298	13.8
OPM	19.5	19.7	20.7	19.3	19.5	20.5	21.3	19.7	18.8	1.5	19.8	20.3	1.5
순이익	751	845	876	884	751	845	876	884	2,430	-4.0	3,356	3,356	38.1

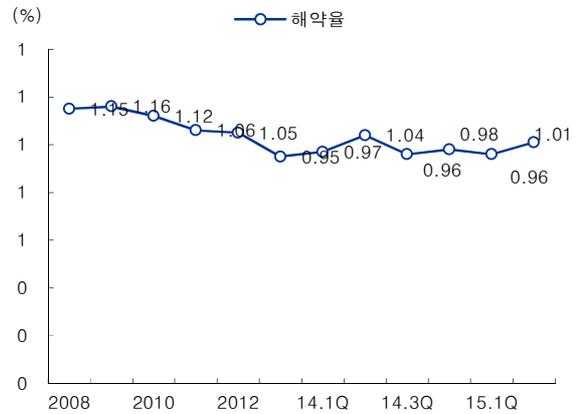
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 계정 순증



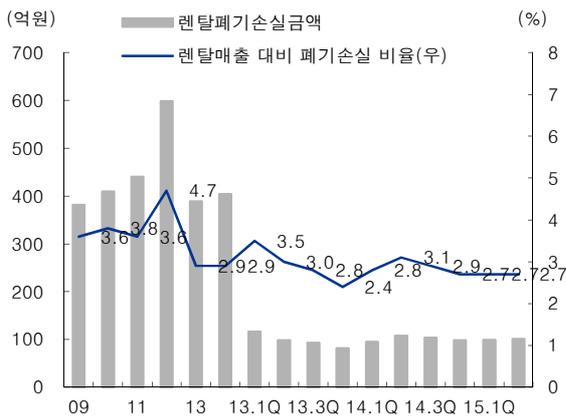
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 의무기간 2년에서 3년 프로모션 VS 혁신 신제품 재렌탈



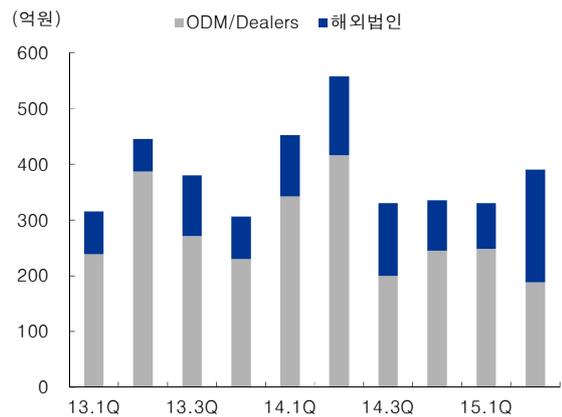
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 신제품 강화에도 꾸준한 렌탈폐기손실 비율 유지



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 중국청정기 ODM부진, 미국 및 말레이시아 해외법인 강화



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 4,816	15년 추정 EPS 4,361 16년 추정 EPS 4,839
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)
15년 예상 순현금	100	200
주식수	77,124	77,124
목표주가	130,000원	130,000원

자료: IBK투자증권

목표주가 130,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원에서 소폭 상향한 4,361 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 Forward P/E 및 에스원의 Trailing P/E 평균유지)를 적용을 유지한다. 상반기 코웨이의 주가 흐름은 2014년 4분기 어닝쇼크와 재무적 투자자인 대주주의 항시 매각 가능성에 대한 막연한 우려감으로 조정을 보였다. 그러나 2014년 렌탈판매량 최고치 시현과 펀더멘털의 레벨업 이후 2015년 상반기에도 기존 모델을 뛰어 넘는 사업 강화를 보여오고 있으며, 특히 2분기 내수 환경의 불확실성 확대 시점에서도 경기 방어 수익모델을 확인시켜 주었기 때문이다. 2015년 매출액은 중국 수출 이슈로 예상 보다 부진하지만 국내 렌탈 사업의 고성장이 구체적이며 중국 정수기 사업 진출을 위한 준비도 진행 중에 있어 외형 부진에 대한 새로운 방향도 확인될 전망이다. 또한 하반기 내수 경기의 불확실성 확대 기조 속에서 경기 방어적인 사업모델로 내수업종 내 독보적인 펀더멘털 우위를 유지하에 충분한 것으로 판단된다. 이에 목표주가 130,000원과 매수의견을 유지한다.

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,119	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	5.3	10.3	7.9
매출원가	652	673	641	800	883
매출총이익	1,282	1,340	1,478	1,538	1,639
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	69.7	65.8	65.0
판매비	949	963	1,049	1,069	1,122
판매비율(%)	49.1	47.8	49.5	45.7	44.5
영업이익	333	377	429	475	518
증가율(%)	46.3	13.3	13.7	10.5	9.2
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.3	20.3	20.5
순금융손익	-14	-9	-4	65	17
이자손익	-14	-9	-1	1	5
기타	0	0	-3	64	12
기타영업외손익	-9	-9	0	-31	-5
중속/관계기업손익	40	-31	19	0	5
세전이익	351	330	444	508	535
법인세	97	87	108	135	144
법인세율	27.8	26.3	24.3	26.6	27.0
계속사업이익	253	243	336	373	390
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	336	373	390
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
당기순이익률 (%)	13.1	12.1	15.9	16.0	15.5
지배주주당기순이익	253	243	336	373	390
기타포괄이익	-1	-8	-1	106	0
총포괄이익	253	235	335	479	390
EBITDA	522	577	634	666	708
증가율(%)	30.6	10.6	9.9	5.0	6.4
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	29.9	28.5	28.1

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,361	4,839	5,061
BPS	12,543	13,732	16,188	20,475	23,131
DPS	2,710	2,000	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	22.6	20.4	19.5
PBR	5.3	6.1	6.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	10.0	11.4	11.9	11.0	10.0
성장성지표(%)					
매출증강율	7.0	4.1	5.3	10.3	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	2.0	2.5	2.5
ROE	28.6	24.0	29.2	26.4	23.2
ROA	15.1	15.1	20.4	21.0	19.9
ROIC	29.0	27.0	35.3	36.7	36.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	38.1	16.0	16.9
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-5.9	-19.0	-27.6
이자보상배율(배)	19.0	34.8	145.9	308.5	-525.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.6	7.8	7.8
재고자산회전율	47.0	48.7	47.6	47.4	47.3
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	688	807	1,059
현금및현금성자산	201	106	183	259	469
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	288	312	336
재고자산	41	42	47	51	55
비유동자산	999	1,003	1,036	1,024	1,026
유형자산	597	618	639	624	619
무형자산	151	148	136	125	114
투자자산	154	123	127	132	137
자산총계	1,641	1,576	1,724	1,832	2,085
유동부채	637	468	412	198	242
매입채무및기타채무	30	47	55	60	64
단기차입금	172	163	110	60	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	64	55	59
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	475	252	301
지배주주지분	967	1,059	1,248	1,579	1,784
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	132	132	132
자본조정등	-94	-114	-112	-112	-112
기타포괄이익누계액	0	0	0	106	106
이익잉여금	890	1,002	1,188	1,413	1,618
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,248	1,579	1,784
비이자부채	356	354	366	293	325
총차입금	318	163	110	-41	-24
순차입금	117	57	-73	-300	-493

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	497	504	545
당기순이익	253	243	336	373	390
비현금성 비용 및 수익	348	410	236	151	172
유형자산감가상각비	181	192	192	180	179
무형자산감가상각비	7	8	13	12	11
운전자본변동	-42	-57	-55	-22	-22
매출채권증감	-8	-17	-23	-24	-25
재고자산감소	11	1	-6	-4	-4
매입채무증가	1	17	9	5	5
기타 영업현금흐름	-41	-98	-20	1	5
투자활동 현금흐름	-58	-269	-380	-130	-194
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-234	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	2	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	16	59	7
기타	4	2	-162	-25	-26
재무활동 현금흐름	-377	-325	-178	-297	-313
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-178	-297	-313
기타 및 조정	0	0	139	0	0
현금의 증가	82	-96	77	76	39
기초현금	119	201	106	183	259
기말현금	201	106	183	259	299

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								
해당사항없음											

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	117	89.3
중립	14	10.7
매도	0	0.0

◆ 적극매수 ▲ 매수 ● 중립 ■ 비중축소 ▨ Not Rated / 담당자 변경

