

코웨이 (021240)

2Q15 Review: 견조한 이익체력 과시



Analyst 김영욱

02) 2184-2311 / nick.kim@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	120,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (8/4)	98,600원
예상 주가상승률	21.7%
시가총액	76,045억원
비중(KOSPI내)	0.60%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가 / 최고가	78,900 - 103,500원
3개월 일평균거래대금	135억원
외국인 지분율	53.7%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스주외 10인	31.0
국민연금공단	6.0
Lazard asset management	5.2

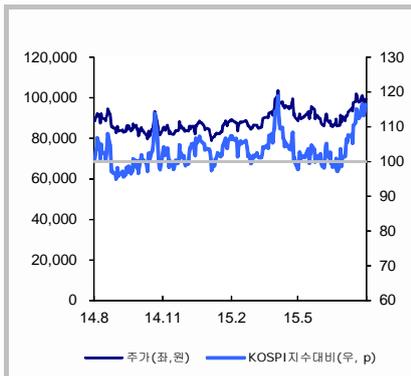
Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	26.0	24.2	22.2
PBR(배)	7.5	7.3	6.4
EV/EBITDA(배)	11.3	11.5	10.4
배당수익률(%)	2.4	2.5	2.9

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	8.6	11.0	11.4	17.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	12.2	7.7	13.9	11.2

Price Trend



▶ Highlight

IFRS 연결기준 2Q15 매출액 5,553억원(YoY -0.3%), 영업이익 1,105억원(YoY +13.7%), 당기순이익 827억원(YoY +24.8%) 기록. 영업이익과 순이익은 당사 추정치 및 시장 컨센서스 소폭 상회

▶ Pitch

투자의견 BUY 및 목표주가 120,000원 유지. 렌탈계정의 순증(2015기준 약 81,000계정 순증)이 지속되고 있으며, 경쟁심화에도 불구하고 ARPU가 점진적으로 상승중. 또한, 렌탈자산폐기손실 비율 안정화(2.7%)에 따라 이익 방어능력 또한 탁월. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였으며, 목표주가가 내재하는 2015년 추정치 기준 PER, EV/EBITDA는 각각 29.4배, 11.5배

▶ In detail

- **국내 환경가전 사업:** 환경가전 매출액은 4,635억원으로 전년동기대비 6.2% 증가. 한편, 렌탈 매출액은 3,712억원으로 전년동기대비 7.0% 증가. 중추 cash cow역할을 수행하는 렌탈 매출성장이 전체 환경가전 매출성장을 상회함은 수익성이 상대적으로 낮은 멤버십을 지양하고 렌탈 계정 성장에 역량을 집중하고 있다는 긍정적 signal이라고 판단

- **수익성 관리:** 해약율은 2Q15 기준 1.01%로 전년동기의 1.04%보다는 낮았지만, 전분기 0.96% 그리고 내부적으로 목표하는 1% 미만 hurdle 하회. 하지만, 렌탈자산폐기손실은 해약율이 상승했음에도 불구하고 렌탈매출 대비 2.7%수준(1Q15와 동일)을 유지. 이는 해약물량중 3년 의무약정 기간 이후 해약한 물량이 많아 이에 대한 폐기손실 인식 부담이 낮았기 때문

- **해외 사업:** 말레이시아와 미국 법인은 꾸준히 전년동기 대비 두 자릿수 이상의 매출 성장을 이어가고 있으며, 중국법인은 하반기부터 신규 청정기 제품 라인업(중가 및 고가 제품)을 ODM형태로 중국 내수 시장에 선보이는 만큼 외형 감소 추세는 일단락 될 것으로 전망

- **국내 사업에서 하반기 IoCare 제품(프리미엄급)을 필두로 일시불 전용상품 다수 출시 등 제품 경쟁력 강화를 위한 움직임은 나타날 것이나, 해외 신규 거래선 발굴 및 지역 다변화에 대한 숙제 상존**

▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '15.06P	당사 추정치 대비 '15.06E	차이(%)	전년 동기 대비 '14.06A	차이(%)	전분기 대비 '15.03A	차이(%)	시장 컨센서스 대비 '15.06E	차이(%)
매출액	555.3	580.7	(4.4)	556.9	(0.3)	548.2	1.3	585.5	(5.2)
영업이익	110.5	107.2	3.1	97.2	13.7	100.3	10.1	107.2	3.1
순이익	82.7	80.3	3.0	66.3	24.8	77.6	6.6	80.3	3.0
이익률(%)									
영업이익	19.9	18.5		17.4		18.3		18.3	
순이익	14.9	13.8		11.9		14.1		13.7	
차이(%p)									
영업이익률		1.4		2.4		1.6		1.6	
순이익률		1.1		3.0		0.7		1.2	



Fig. 1: 코웨이 부문별 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
연결 매출액(억원)	5,350	5,569	5,255	5,429	5,482	5,553	5,648	5,863	5,806	6,332	6,087	6,246	21,603	22,546	24,471
환경가전	4,191	4,365	4,313	4,383	4,446	4,635	4,671	4,737	4,725	5,142	5,021	4,999	17,252	18,489	19,888
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,783	3,820	3,848	4,097	4,038	3,981	14,006	14,948	15,964
멤버십	439	458	468	469	460	453	484	486	489	526	521	516	1,834	1,882	2,053
일시불	276	374	318	326	353	470	404	432	388	519	462	501	1,293	1,659	1,870
화장품	210	223	172	200	231	211	235	206	232	262	223	238	805	884	956
수출	452	557	330	335	330	318	309	339	343	338	326	318	1,674	1,297	1,326
ODM/Dealers	342	416	200	245	248	227	210	204	250	253	231	214	1,203	889	947
해외법인향	110	141	130	90	82	91	99	135	94	85	95	104	471	408	378
YoY(%)															
환경가전	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	8.3	8.1	6.3	10.9	6.0	5.5	4.2	7.2	7.6
렌탈	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	7.3	6.5	5.9	10.4	5.7	4.2	5.1	6.7	6.8
멤버십	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	3.2	3.6	6.5	16.2	7.3	6.3	5.6	2.7	9.1
일시불	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	27.0	32.5	9.8	10.5	7.1	16.1	(14.5)	28.2	12.8
화장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	(5.4)	36.9	3.0	0.3	24.4	8.4	15.7	5.4	9.8	8.2
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(42.9)	(6.2)	1.3	4.1	6.3	(3.8)	(6.4)	15.8	(22.5)	2.2
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(45.5)	5.0	(16.8)	0.7	11.5	13.4	5.0	6.7	(26.1)	6.6
해외법인향	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	(35.2)	(23.5)	50.5	14.4	(6.5)	(29.7)	(23.5)	47.6	(13.3)	(7.4)
연결 매출액 대비 비중(%)															
환경가전	78.3	78.4	82.1	80.7	81.1	83.5	82.7	80.8	81.4	81.2	82.5	80.0	79.9	82.0	81.3
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	66.8	67.0	65.1	66.3	64.7	66.3	63.7	64.8	66.3	65.2
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	8.6	8.3	8.4	8.3	8.6	8.3	8.5	8.3	8.4
일시불	5.2	6.7	6.1	6.0	6.4	8.5	7.2	7.4	6.7	8.2	7.6	8.0	6.0	7.4	7.6
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	3.8	4.2	3.5	4.0	4.1	3.7	3.8	3.7	3.9	3.9
수출	8.4	10.0	6.3	6.2	6.0	5.7	5.5	5.8	5.9	5.3	5.4	5.1	7.7	5.8	5.4
ODM/Dealers	6.4	7.5	3.8	4.5	4.5	4.1	3.7	3.5	4.3	4.0	3.8	3.4	5.6	3.9	3.9
해외법인향	2.1	2.5	2.5	1.7	1.5	1.6	1.8	2.3	1.6	1.3	1.6	1.7	2.2	1.8	1.5
매출원가	1,823	1,879	1,682	1,882	1,752	1,706	1,813	2,033	1,983	2,061	2,051	2,130	7,266	7,304	8,224
매출총이익	3,527	3,690	3,573	3,547	3,730	3,847	3,835	3,830	3,824	4,272	4,035	4,116	14,337	15,242	16,247
판매비	2,624	2,719	2,620	2,730	2,727	2,742	2,748	2,842	2,738	2,951	2,883	3,101	10,693	11,060	11,673
영업이익	903	972	953	817	1,003	1,105	1,087	987	1,086	1,321	1,152	1,015	3,644	4,182	4,574
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	19.2	16.8	18.7	20.9	18.9	16.2	16.9	18.5	18.7
당기순이익	661	663	639	534	776	827	813	730	830	993	855	739	2,497	3,146	3,417
NPM(%)	12.4	11.9	12.2	9.8	14.2	14.9	14.4	12.5	14.3	15.7	14.1	11.8	11.6	14.0	14.0

Note : K-IFRS 연결기준

Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 2: 코웨이 실적 추정치 변경 내역(연간)

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(% , P)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	2,280.1	2,447.1	2,629.4	2,254.6	2,447.1	2,629.4	(1.1)	0.0	0.0
영업이익	409.8	448.5	498.4	418.2	457.4	507.8	2.1	2.0	1.9
영업이익률(%)	18.0	18.3	19.0	18.5	18.7	19.3	0.6	0.4	0.4
EBITDA	649.5	703.8	763.2	657.2	712.0	772.1	1.2	1.2	1.2
EBITDA이익률(%)	28.5	28.8	29.0	29.1	29.1	29.4	0.7	0.3	0.3
순이익	307.5	333.3	371.4	314.6	341.7	380.9	2.3	2.5	2.6

Note : K-IFRS 연결기준

Source: 코웨이, KTB투자증권



Fig. 3: 코웨이 실적 추정치 변경 내역(분기)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2015.09E	2015.12E	2016.03E	2016.06E	2015.09E	2015.12E	2016.03E	2016.06E	2015.09E	2015.12E	2016.03E	2016.06E
매출액	564.8	586.3	580.6	633.2	564.8	586.3	580.6	633.2	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	103.5	98.7	108.6	123.2	108.7	98.7	108.6	132.1	5.0	0.0	0.0	7.2
영업이익률(%)	18.3	16.8	18.7	19.5	19.2	16.8	18.7	20.9	0.9	0.0	0.0	1.4
EBITDA	164.9	161.1	171.3	186.8	169.8	160.9	171.1	195.5	3.0	(0.1)	(0.1)	4.6
EBITDA이익률(%)	29.2	27.5	29.5	29.5	30.1	27.4	29.5	30.9	0.9	0.0	0.0	1.4
순이익	77.0	72.7	82.5	92.3	81.3	73.0	83.0	99.3	5.6	0.5	0.6	7.6

Note : K-IFRS 연결기준

Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 4: 코웨이 Valuation

(단위: 억원)

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	21,603	22,546	24,471	26,294	28,297	30,026	31,677	33,245	34,727	36,119	37,422
growth(%)		4.4	8.5	7.4	7.6	6.1	5.5	5.0	4.5	4.0	3.6
EBIT	3,644	4,182	4,574	5,078	5,754	5,913	6,238	6,547	6,839	7,113	7,370
growth(%)		14.8	9.4	11.0	13.3	2.8	5.5	5.0	4.5	4.0	3.6
Margin(%)	16.9	18.5	18.7	19.3	20.3	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7
Tax rate(%)	24.9	23.9	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
NOPLAT	2,737	3,184	3,474	3,857	4,370	4,491	4,738	4,973	5,194	5,402	5,597
Invested Capital	10,570	11,442	11,738	12,106	12,664	13,764	14,910	15,404	15,977	16,615	17,308
ROIC(%)		28.9	30.0	32.3	35.3	34.0	33.0	32.8	33.1	33.2	33.0
EVA		2,437	2,619	2,984	3,490	3,610	3,771	3,859	4,050	4,219	4,369
NPV of EVA		22,515									
NPV of CV		27,266									
EVA		4,457									
ROIC(%)		7.8									
WACC(%)		7.8									
Terminal Growth(%)		2.0									
CV		57,455									
Invested Capital(begin)		11,442									
CV of invested Capital inc.		26,717									
Enterprise Value		87,940									
Equity Value		87,750									
Fair Price - EVA(원)		113,777									

Key assumptions	
Risk Free(%)	3.0
Beta	0.8
Risk Premium(%)	6.5
Terminal Growth(%)	2.0
Forecast Period	10Y

Source: 코웨이, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691.4	596.8	692.6	820.6	952.0
현금성자산	245.1	153.7	217.8	326.0	430.4
매출채권	249.5	229.2	253.8	267.6	287.7
재고자산	65.8	61.9	67.5	71.9	77.4
비유동자산	976.4	1,024.8	1,092.1	1,127.0	1,163.3
투자자산	161.3	179.0	216.3	225.0	234.2
유형자산	638.3	675.2	708.7	738.0	767.5
무형자산	176.8	170.6	167.1	163.9	161.6
자산총계	1,667.9	1,621.6	1,784.7	1,947.5	2,115.3
유동부채	676.7	526.0	511.6	519.2	525.8
매입채무	193.6	220.0	218.5	239.6	262.3
유동성이자부채	334.9	164.5	150.1	135.1	117.6
비유동부채	50.2	56.2	70.3	72.7	75.1
비유동이자부채	7.1	9.2	11.5	11.5	11.5
부채총계	727.0	582.2	581.9	591.8	600.9
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	127.1	127.1	127.1
이익잉여금	868.0	985.9	1,150.6	1,303.6	1,462.3
자본조정	(94.0)	(114.5)	(116.5)	(116.5)	(116.5)
자기주식	(103.0)	(129.6)	(126.8)	(126.8)	(126.8)
자본총계	940.9	1,039.4	1,202.8	1,355.7	1,514.4
투하자본	1,035.2	1,057.0	1,144.2	1,173.8	1,210.6
순차입금	96.8	20.0	(56.1)	(179.3)	(301.2)
ROA	14.3	15.2	18.5	18.3	18.8
ROE	28.4	25.2	28.1	26.7	26.6
ROIC	22.5	26.2	28.9	30.0	32.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	548.2	524.2	384.2	601.5	644.7
당기순이익	245.1	249.7	314.6	341.7	380.9
자산상각비	198.2	213.6	239.0	254.6	264.3
운전자본증감	(29.6)	(41.7)	(197.7)	2.8	(2.9)
매출채권감소(증가)	67.3	(3.4)	(31.2)	(13.8)	(20.1)
재고자산감소(증가)	19.0	(3.4)	(11.6)	(4.4)	(5.5)
매입채무증가(감소)	(82.4)	17.9	12.6	21.1	22.7
투자현금	(86.9)	(287.0)	(296.5)	(289.5)	(300.7)
단기투자자산감소	(13.8)	12.4	2.8	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(268.0)	(305.8)	(282.5)	(276.5)	(286.6)
유형자산감소	7.2	3.5	(2.6)	(4.2)	(4.9)
재무현금	(373.8)	(327.6)	(16.9)	(203.8)	(239.7)
차입금증가	(262.4)	(162.1)	(16.5)	(15.0)	(17.5)
자본증가	(78.4)	(123.6)	(180.4)	(194.2)	(209.9)
배당금지급	78.4	123.6	180.4	194.2	209.9
현금 증감	86.3	(91.3)	70.1	108.2	104.3
총현금흐름(Gross CF)	619.3	665.0	601.9	598.7	647.6
(-) 운전자본증가(감소)	(200.6)	(22.9)	31.8	(2.8)	2.9
(-) 설비투자	268.0	305.8	282.5	276.5	286.6
(+) 자산매각	7.2	3.5	(2.6)	(4.2)	(4.9)
Free Cash Flow	559.1	385.6	285.1	320.8	353.2
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	559.1	385.6	285.0	320.7	353.1

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118.3	2,160.3	2,254.6	2,447.1	2,629.4
증가율 (Y-Y,%)	6.3	2.0	4.4	8.5	7.4
영업이익	339.0	364.4	418.2	457.4	507.8
증가율 (Y-Y,%)	49.9	7.5	14.8	9.4	11.0
EBITDA	537.2	578.0	657.2	712.0	772.1
영업외손익	(11.9)	(32.0)	(5.0)	(7.4)	(6.3)
순이자수익	(14.5)	(8.8)	(4.1)	(4.0)	(3.2)
외화관련손익	(3.6)	(0.1)	(0.5)	(3.0)	(2.6)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	327.1	332.4	413.1	450.0	501.5
당기순이익	245.1	249.7	314.6	341.7	380.9
지배기업당기순이익	245.1	249.7	314.6	341.8	381.0
증가율 (Y-Y,%)	160.6	1.9	26.0	8.6	11.5
NOPLAT	254.0	273.7	318.4	347.4	385.7
(+) Dep	198.2	213.6	239.0	254.6	264.3
(-) 운전자본투자	(200.6)	(22.9)	31.8	(2.8)	2.9
(-) Capex	268.0	305.8	282.5	276.5	286.6
OpFCF	384.8	204.4	243.2	328.2	360.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.8	4.2	4.9	6.8
영업이익증가율(3Yr)	10.7	15.8	22.7	10.5	11.7
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	13.6	17.1	9.8	10.1
순이익증가율(3Yr)	8.3	14.3	49.6	11.7	15.1
영업이익률(%)	16.0	16.9	18.5	18.7	19.3
EBITDA마진(%)	25.4	26.8	29.1	29.1	29.4
순이익률(%)	11.6	11.6	14.0	14.0	14.5

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	3,178	3,237	4,080	4,432	4,940
BPS	9,907	11,253	13,417	15,441	17,530
DPS	2,710	2,000	2,450	2,880	3,460
Multiples(x, %)					
PER	20.9	26.0	24.2	22.2	20.0
PBR	6.7	7.5	7.3	6.4	5.6
EV/ EBITDA	9.7	11.3	11.5	10.4	9.5
배당수익률	4.1	2.4	2.5	2.9	3.5
PCR	8.3	9.8	12.6	12.7	11.7
PSR	2.4	3.0	3.4	3.1	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	77.3	56.0	48.4	43.7	39.7
Net debt/Equity	10.3	1.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	18.0	3.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	102.2	113.5	135.4	158.1	181.1
이자보상배율	23.4	41.3	101.2	115.4	159.5
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.3	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	71.8	76.1	72.5	68.1	64.6
현금+투자자산(%)	28.2	23.9	27.5	31.9	35.4
자본구조					
차입금(%)	26.7	14.3	11.9	9.8	7.9
자기자본(%)	73.3	85.7	88.1	90.2	92.1



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	80%	HOLD :	20%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함

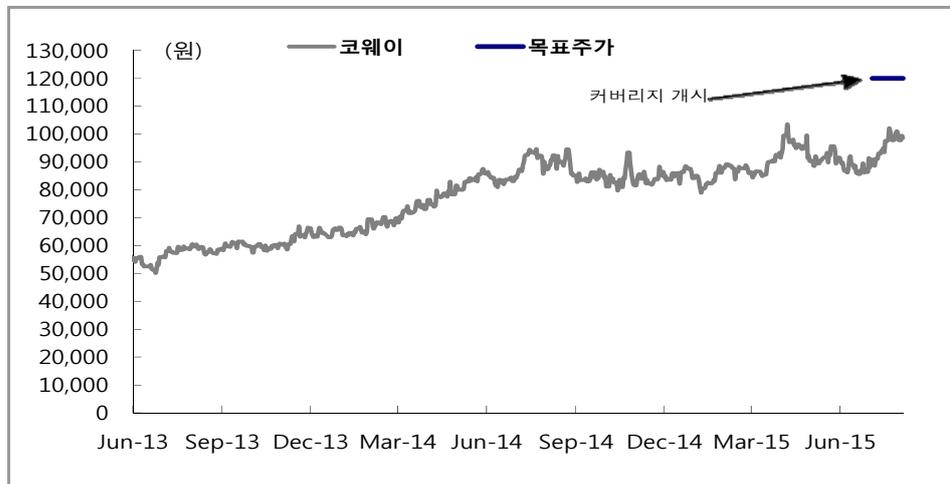
- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2015.07.13
투자의견	BUY
목표주가	120,000원
일자	
투자의견	
목표주가	

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.