

코웨이 (021240)

3분기 외형 성장률 회복 가능성 긍정적

3분기 별도 매출 YoY 5.7% 성장 전망

3분기 별도기준 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 5.7%, 15% 성장한 5,240억원과 1,120억원 수준이 가능할 전망이다. 렌탈 부문 매출이 YoY 6.8% 성장하면서 전반적인 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다. 일시불 판매가 전년도 기저효과와 MD 개선으로 YoY 8%, 수출이 전년도 낮은 베이스와 말레이시아 등 해외법인 향 매출 증가로 YoY 15% 성장하면서 6분기 만에 매출 성장률 회복세를 지지할 것으로 기대한다. 영업이익률은 21.3%의 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. ARPU상승과 해약률 안정화, 고마진 렌탈 사업부문 매출 비중 상승과 판관비 효율화 때문이다.

해외 브랜드/유통업체로 피인수는 긍정적

코웨이 매각은 골드만삭스가 주관하고 있는데, 필립스가 티저레터(teaser letter)에 대해서 추가 정보 요청을 했으며, 중국 가전업체 칸자그룹이 적극적으로 나서고 있다고 한다. 국내 업체는 현재까지 관심 갖는 회사 없다. 해외 특히, 중국 브랜드/유통회사에 피인수될 경우 중국 사업 확대 가능성으로 주가 측면에서는 긍정적이다. 당분간 실적 모멘텀도 양호하다. 계정 순증은 회복세에 있으며 전년도 기저효과로 매출 성장률은 YoY 5% 이상 지속할 것으로 보인다. 영업이익률 역시 영업레버리지 효과로 21% 내외 지속 가능하다.

목표주가 12만원, 비중확대 유효

12만원은 12MF PER 24.5배다. 1) 가전 렌탈 시장 절대적 MS 1위 업체로서 계정 순증의 추세적 회복, 2) 3분기 이후 외형성장률 회복 가능성이 고무적이다. 3) 지속적인 외형성장률과 수익성 개선으로 연간 2,000억원 이상의 안정적인 순현금흐름이 가능하며, 3%의 시가배당 수익률(2015년 연결 당기순익, 배당성향 60% 기준 DPS 2,600원)을 감안하면 현재 주가 12MF PER 17.6배는 지나친 저평가다. 그 동안 코웨이 주가는 양호한 실적 모멘텀에도 불구하고, 매각 불확실성 때문에 고점 대비 20% 이상 하락하였다. 매각 우려보다는 회사의 펀더멘탈 개선에 중점을 둔 비중확대 전략이 유효하다.

Update

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(10월 2일): 86,000원

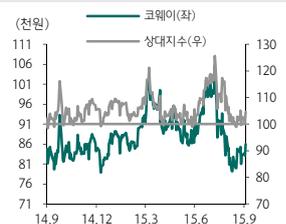
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,969.68	
52주 최고/최저(원)	105,500/78,900	
시가총액(십억원)	6,632.7	
시가총액비중(%)	0.55	
발행주식수(천주)	77,124.8	
60일 평균 거래량(천주)	224.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	20.1	
15년 배당금(예상, 원)	2,000	
15년 배당수익률(예상, %)	2.33	
외국인지분율(%)	52.53	
주요주주 지분율(%)	30.97	
코웨이홀딩스 외 9인	6.04	
국민연금	6.04	
추가상승률	1M	6M 12M
절대	6.3	(8.9) 5.9
상대	3.4	(6.2) 6.3

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	2,104.6	2,261.4
영업이익(십억원)	429.3	473.5
순이익(십억원)	327.2	361.1
EPS(원)	4,244	4,625
BPS(원)	16,352	18,928

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,933.7	2,013.6	2,083.8	2,208.8	2,336.2
영업이익	십억원	333.2	377.5	431.8	464.7	502.8
세전이익	십억원	350.5	329.7	417.5	451.8	491.3
순이익	십억원	253.2	242.9	315.9	338.9	368.5
EPS	원	3,283	3,150	4,096	4,394	4,778
증감률	%	111.4	(4.1)	30.0	7.3	8.7
PER	배	20.23	26.73	20.99	19.57	18.00
PBR	배	4.78	5.46	4.89	4.29	3.75
EV/EBITDA	배	10.06	11.37	10.97	10.55	9.88
ROE	%	28.61	23.98	27.64	25.64	24.13
BPS	원	13,878	15,412	17,585	20,052	22,904
DPS	원	2,710	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박종대
02-3771-8544

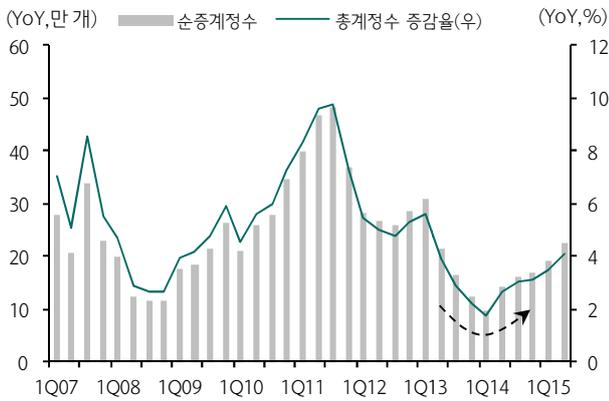
forsword@hanafn.com

RA 유민선

02-3771-8108

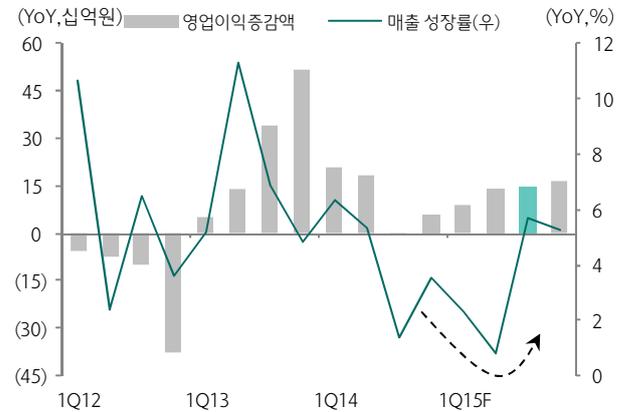
ms.yoo@hanafn.com

그림 1. 코웨이 총계정수 증감율과 순증 계정수 추이



주: 각 년도 동일 기준에 의한 증감
자료: 코웨이, 하나금융투자

그림 2. 코웨이 영업이익 증감액과 매출성장률 추이와 전망



자료: 코웨이, 하나금융투자

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

3분기 별도기준 매출과 영업이익은
전년 동기대비 각각 5.7%, 15% 성장
한 5,240억원과 1,120억원 수준이 가
능할 전망

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014년	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	2015년
매출	495	523	496	500	2,014	506	527	524	526	2,084
렌탈	342	347	353	359	1,401	363	371	376	379	1,490
멤버십	44	46	47	47	183	46	45	48	48	188
일시불판매	28	37	32	27	123	30	41	34	29	135
화장품	21	22	17	20	80	23	21	17	20	82
수출	45	56	33	33	167	33	39	38	38	148
기타	15	15	15	14	58	11	9	10	11	41
영업이익	90	98	97	93	377	99	112	112	110	432
세전이익	88	87	88	67	330	98	111	108	101	418
순이익	66	65	66	45	243	75	85	81	76	317
영업이익률(%)	18.1	18.7	19.5	18.7	18.7	19.5	21.2	21.3	20.9	20.7
순이익률(%)	13.4	12.5	13.4	9.1	12.1	14.8	16.1	15.4	14.4	15.2

자료: 코웨이, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

1) 가전 렌탈 시장 절대적 MS 1위 업체로서 계정 순증의 추세적 회복, 2) 3분기 이후 외형성장을 회복 가능성이 고무적, 3) 3%의 시가배당 수익률 감안시 현재 주가 12MF PER 17.6배는 지나친 저평가

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출	1,934	2,014	2,084	2,209	2,336
렌탈	1,333	1,401	1,490	1,578	1,667
멤버십	172	183	188	200	214
일시불판매	149	123	135	143	152
화장품	76	80	82	83	83
수출	145	167	148	163	178
기타	58	58	41	42	42
영업이익	333	377	432	465	503
세전이익	351	330	418	449	489
순이익	253	243	317	337	367
수정순익(연결기준)	245	250	347	384	427
적정시가총액	6,127	6,242	8,683	9,588	10,672
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	79,441	80,937	112,586	124,313	138,367
적정PER	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
EPS(원)	3,178	3,237	4,503	4,973	5,535
YoY %					
매출액	7.0	4.1	3.5	6.0	5.8
영업이익	46.3	13.3	14.4	7.6	8.2
당기순이익	160.6	1.9	39.1	10.4	11.3
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.7	21.1	21.5

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,933.7	2,013.6	2,083.8	2,208.8	2,336.2
매출원가	651.7	673.4	657.5	700.6	743.4
매출총이익	1,282.0	1,340.2	1,426.3	1,508.2	1,592.8
판매비	948.9	962.8	994.6	1,043.4	1,090.0
영업이익	333.2	377.5	431.8	464.7	502.8
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	417.5	451.8	491.3
법인세	97.4	86.8	101.6	113.0	122.8
계속사업이익	253.2	242.9	315.9	338.9	368.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	253.2	242.9	315.9	338.9	368.5
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	253.2	242.9	315.9	338.9	368.5
지배주주포괄이익	252.6	235.2	315.9	338.9	368.5
NOPAT	240.7	278.2	326.7	348.5	377.1
EBITDA	521.9	577.0	582.5	578.6	588.9
성장성(%)					
매출액증가율	7.0	4.1	3.5	6.0	5.8
NOPAT증가율	42.4	15.6	17.4	6.7	8.2
EBITDA증가율	30.6	10.6	1.0	(0.7)	1.8
(조정)영업이익증가율	46.3	13.3	14.4	7.6	8.2
(지분법제외)순이익증가율	111.5	(4.1)	30.1	7.3	8.7
(지분법제외)EPS증가율	111.4	(4.1)	30.0	7.3	8.7
수익성(%)					
매출총이익률	66.3	66.6	68.4	68.3	68.2
EBITDA이익률	27.0	28.7	28.0	26.2	25.2
(조정)영업이익률	17.2	18.7	20.7	21.0	21.5
계속사업이익률	13.1	12.1	15.2	15.3	15.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,096	4,394	4,778
BPS	13,878	15,412	17,585	20,052	22,904
CFPS	7,789	8,462	7,417	7,332	7,433
EBITDAPS	6,767	7,482	7,552	7,502	7,636
SPS	25,073	26,109	27,019	28,639	30,292
DPS	2,710	2,000	2,000	2,000	2,000
주기지표(배)					
PER	20.2	26.7	21.0	19.6	18.0
PBR	4.8	5.5	4.9	4.3	3.8
PCFR	8.5	10.0	11.6	11.7	11.6
EV/EBITDA	10.1	11.4	11.0	10.5	9.9
PSR	2.6	3.2	3.2	3.0	2.8
재무비율(%)					
ROE	28.6	24.0	27.6	25.6	24.1
ROA	15.1	15.1	19.0	18.2	17.7
ROIC	23.8	26.8	32.9	40.0	48.1
부채비율	69.6	48.8	43.0	38.5	34.5
순부채비율	13.5	6.2	(19.8)	(37.3)	(49.9)
이자보상배율(배)	19.0	34.8	58.5	63.0	68.2

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642.5	573.1	897.6	1,212.8	1,530.1
금융자산	201.6	105.8	414.0	700.2	987.9
현금성자산	201.3	105.5	413.7	699.9	987.6
매출채권 등	290.0	294.9	305.2	323.5	342.1
재고자산	40.9	41.8	43.2	45.8	48.5
기타유동자산	110.0	130.6	135.2	143.3	151.6
비유동자산	998.6	1,002.9	856.5	750.3	672.0
투자자산	154.0	123.2	127.5	135.2	143.0
금융자산	53.0	52.9	54.7	58.0	61.4
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	114.3
자산총계	1,641.1	1,576.0	1,754.1	1,963.1	2,202.1
유동부채	636.8	468.0	477.1	493.3	509.7
금융부채	325.1	162.8	162.8	162.8	162.8
매입채무 등	201.6	211.0	218.4	231.4	244.8
기타유동부채	110.1	94.2	95.9	99.1	102.1
비유동부채	36.9	49.0	50.4	52.9	55.5
금융부채	7.1	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	29.8	40.8	42.2	44.7	47.3
부채총계	673.7	517.0	527.5	546.2	565.2
지배주주지분	967.3	1,059.0	1,226.6	1,416.9	1,636.9
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	1,169.4	1,359.7	1,579.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	967.3	1,059.0	1,226.6	1,416.9	1,636.9
순금융부채	130.5	65.3	(242.9)	(529.2)	(816.9)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	517.6	498.5	464.7	442.2	439.9
당기순이익	253.2	242.9	315.9	338.9	368.5
조정	306.2	312.2	154.6	113.6	81.9
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	(0.3)	(4.2)
자산/부채의 변동	(41.8)	(56.6)	(5.8)	(10.3)	(10.5)
투자활동현금흐름	(58.4)	(268.9)	(0.8)	(0.1)	3.7
투자자산감소(증가)	4.3	30.8	(4.3)	(7.6)	(7.8)
유형자산감소(증가)	(239.6)	(267.5)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	176.9	(32.2)	3.5	7.5	11.5
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)	308.2	286.2	287.7
Unlevered CFO	600.7	652.6	572.0	565.5	573.3
Free Cash Flow	271.9	222.7	464.7	442.2	439.9

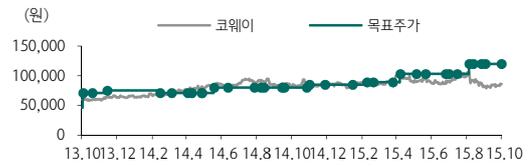
Sector Aggregates

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

투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이

날짜	투자이견	목표주가
15.10.5	BUY	120,000
15.9.7	BUY	120,000
15.8.31	BUY	120,000
15.8.17	BUY	120,000
15.8.10	BUY	120,000
15.7.20	BUY	103,000
15.7.6	BUY	103,000
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



투자이견 분류 및 적용

- 투자이견의 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 (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	83.1%	13.0%	4.0%	100.1%

* 기준일: 2015년 10월 3일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 10월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2015년 10월 5일 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 책임소재 의 증명자료로 사용될 수 없습니다.