

# 코웨이 (021240)

## 가뭇에 단비 같은 어닝 서프라이즈

### 생활소비재

Results Comment  
2015.11.4

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가(원,12M)	<b>130,000</b>
현재주가(15/11/03,원)	<b>90,000</b>
상승여력	<b>44%</b>

영업이익(15F,십억원)	449		
Consensus 영업이익(15F,십억원)	425		
EPS 성장률(15F,%)	33.9		
MKT EPS 성장률(15F,%)	20.1		
P/E(15F,x)	20.8		
MKT P/E(15F,x)	11.9		
KOSPI	2,048.40		
시가총액(십억원)	6,941		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.4		
외국인 보유비중(%)	52.1		
베타(12M) 일간수익률	0.73		
52주 최저가(원)	78,900		
52주 최고가(원)	105,500		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	4.7	-0.3	7.5
상대주가	0.6	3.5	2.5



[화장품, 호텔/레저, 패션]

**함승희**  
02-768-4172  
regina.hahm@dwsec.com

**박치영**  
02-768-4156  
chiyoung.park@dwsec.com

### 3Q15 Review: 역대 최대 실적 기록, 연결 영업이익 컨센서스 14% 상회

코웨이의 3Q15 연결기준 잠정실적은 매출액 5,804억원(+10.4% YoY), 영업이익 1,239억원(+30.1% YoY), 영업이익률 21.3%로 발표되었다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 4%, 14% 상회했고 매출액, 영업이익, 순이익 모두 사상 최대 실적이었다. 내수 소비의 계절적 비수기와 메르스 영향이 겹치며 대부분의 소비재 기업들이 기대 이하의 3분기 실적을 발표하는 가운데 단연 돋보이는 어닝 서프라이즈였다.

환경가전 매출액은 4,865억원으로 전년동기대비 +11.1%의 고성장을 시현했다. 렌탈 판매량은 +8.7% YoY 증가했고 ARPU 상승세는 강화되었다(1Q +1.7% → 2Q +1.9% → 3Q +2.5%). 상당기간 위축되어왔던 일시불 및 기타 실적도 고기능성 제품 중심으로 포트폴리오를 재편한 뒤 +32% YoY의 매출 성장을 기록했다.

혜약률은 당 분기 1.07%로 다소 높은 수치였다. 2012년 공격적인 프로모션으로 판매된 계정들의 의무사용기간 만료가 2분기에 이어 영향을 미쳤다. 렌탈자산폐기손실의 렌탈매출 대비 비중은 2.9%를 기록하며 안정적으로 관리되었다. 제품, 서비스 역량 강화가 근원의 고객 만족도 개선과 조기 이탈 계정 축소 등의 순기능으로 연계되고 있기 때문이다.

### 매출 고성장 재개는 코웨이의 독보적인 내재 역량을 입증

당 분기 실적에서 가장 주목해야 할 부분은 매출 성장률이다. 두 자리 수 매출 성장을 기록한 것은 2Q13 이후 처음이다. 렌탈 시스템은 계약 기간 동안 점진적으로 실적을 인식하기 때문에 성숙기 시장에서 매출 고성장을 기대하기 어렵다. 당사의 예상(+7.6% YoY)을 크게 상회하는 매출 성장은 코웨이의 제품과 서비스에 대한 근원적인 신뢰와 선호 강화에 근거한다. 특히 독보적인 신제품 라인업이 소비자의 긍정적인 호응을 얻고 있는 것으로 보인다.

신제품 판매 호조는 매출 성장률을 강화시킬 뿐 아니라 구조적인 수익성 향상 효과도 견인하고 있다. 3Q15 별도기준 매출원가율은 30.9%(-1.9%p YoY)로 2009년 이후 최저 수준이었다. 향후 고기능성 제품과 IoT 기술을 활용한 혁신적인 제품 중심의 신제품 출시가 예정되어 있어 수익성 추가 개선에 대한 기대는 중장기적으로 지속될 전망이다.

### 불변의 핵심 가치가 내재하는 근원의 프리미엄

코웨이의 핵심 가치는 창의적인 제품 구상 능력과 R&D 역량, 소비자의 니즈에 선제적으로 대응하는 전략적 방향성 등 soft skill에 있다. 최근 대주주 지분 매각과 관련한 노이즈로 주가 변동성이 높아지고 있지만, 코웨이만이 유지, 강화시킬 수 있는 사업 포트폴리오에 내재된 근원의 프리미엄이 저해될 요인은 아니다. 코웨이에 대한 “매수” 투자의견과 목표주가 130,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	1,993	2,118	2,160	2,257	2,443	2,655
영업이익 (십억원)	226	339	364	449	501	608
영업이익률 (%)	11.3	16.0	16.9	19.9	20.5	22.9
순이익 (십억원)	94	245	250	334	366	444
EPS (원)	1,219	3,178	3,237	4,336	4,750	5,762
ROE (%)	12.3	28.4	25.2	29.5	28.1	30.2
P/E (배)	35.7	20.9	26.0	20.8	18.9	15.6
P/B (배)	3.8	4.9	5.6	5.1	4.6	4.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

## 3Q15 Review

표 1. 3Q15 연결기준 잠정실적 Review

(십억원, %)

	3Q14	2Q15	3Q15P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	526	555	580	565	557	10.4	4.5
영업이익	95	110	124	106	109	30.0	12.1
영업이익률 (%)	18.1	19.9	21.3	18.7	19.5		
세전이익	86	109	122	103	105	41.6	11.7
순이익	64	83	92	78	79	44.5	11.7

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	2,246	2,437	2,257	2,443	0.5	0.2	매출원가, 판관비 하향조정 외환손익 조정
영업이익	441	498	449	501	1.7	0.6	
세전이익	428	480	439	485	2.6	1.2	
순이익	326	365	334	366	2.5	0.4	

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

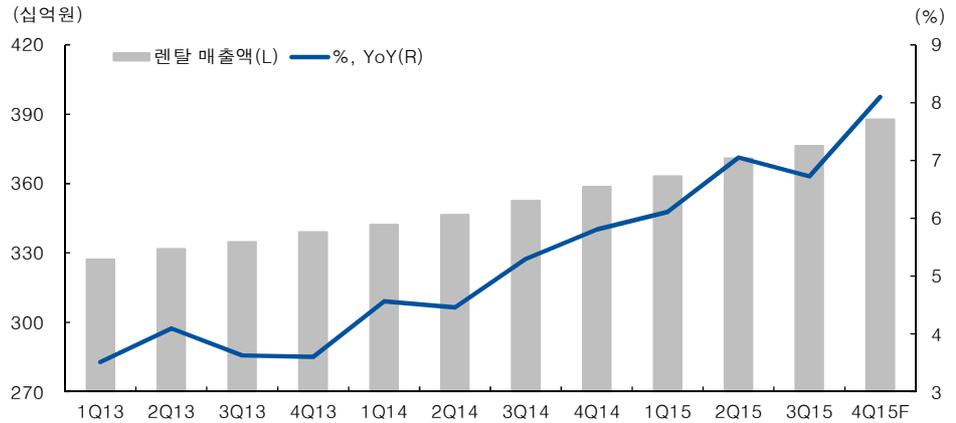
표 3. 별도기준 분기 상세 실적

(십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15F
매출액	495	523	496	500	506	527	546	525
렌탈	342	347	353	359	363	371	376	388
%, YoY								
매출액	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	0.8	10.0	5.1
렌탈	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.0	6.7	8.1
매출원가	169	180	162	160	159	167	169	160
(%, 매출대비)	34.2	34.5	32.8	32.1	31.5	31.6	30.9	30.5
(%, YoY)	9.4	7.5	-4.4	0.6	-5.9	-7.7	3.7	0.0
판매관리비	236	245	237	245	248	249	251	263
(%, 매출대비)	47.6	46.9	47.7	49.1	49.0	47.2	46.1	50.1
렌탈자산폐기손실	10	11	10	10	10	10	10	11
(%, 렌탈매출대비)	2.8	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.9	2.9
영업이익	90	98	97	94	99	112	126	102
(%, 매출대비)	18.1	18.7	19.5	18.8	19.5	21.2	23.0	19.4
(%, YoY)	29.7	23.0	-0.1	7.4	10.1	14.4	29.6	8.1
[Key indicators]								
렌탈순주문(천대)	317	371	311	332	341	371	338	371
총 렌탈계정(천계정)	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,747	4,780	4,865
해약률(%)	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0

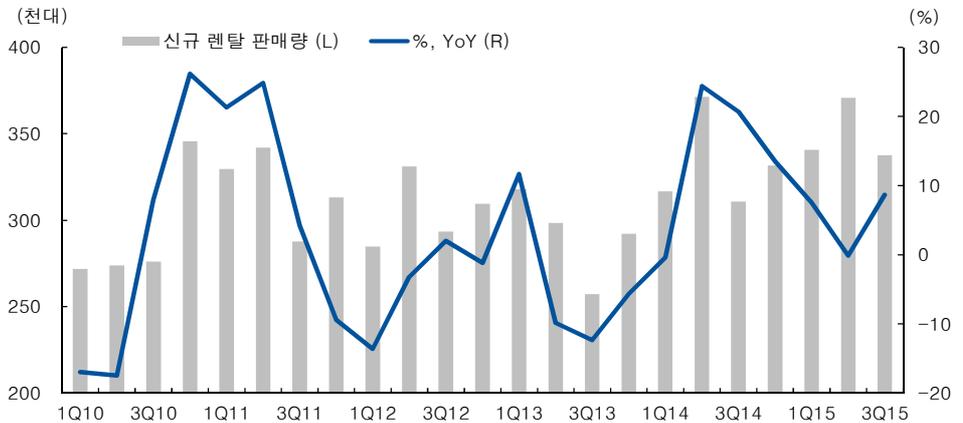
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 렌탈 매출 실적: 성장성 강화



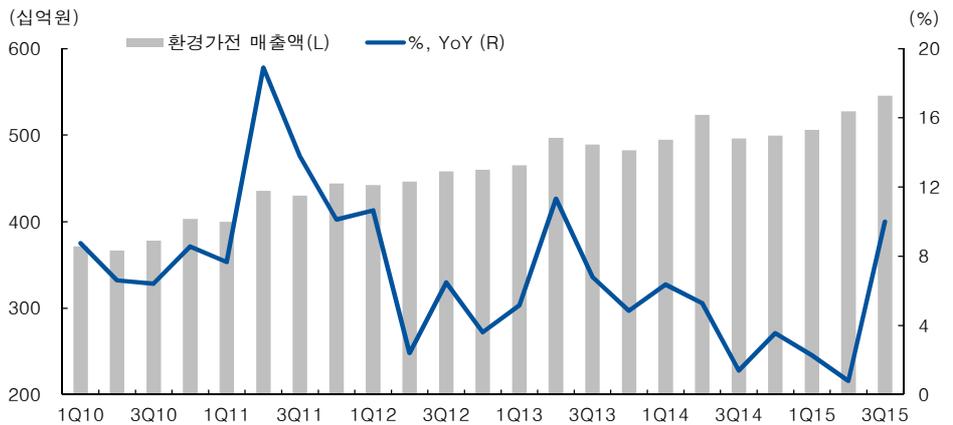
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 신규 렌탈 판매: 고객 충성도 강화로 호조 지속



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 환경가전 매출 실적: 고성장 재개



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>2,160</b>	<b>2,257</b>	<b>2,443</b>	<b>2,655</b>
매출원가	727	706	760	820
매출총이익	1,433	1,551	1,683	1,835
판매비와관리비	1,069	1,102	1,182	1,228
조정영업이익	364	449	501	608
영업이익	364	449	501	608
비영업손익	-32	-10	-16	-19
금융손익	-9	-5	-6	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	332	439	485	589
계속사업법인세비용	83	105	119	144
계속사업이익	250	334	366	444
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	250	334	366	444
지배주주	250	334	366	444
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>241</b>	<b>329</b>	<b>366</b>	<b>444</b>
지배주주	241	329	366	444
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	578	651	696	818
FCF	231	147	253	344
EBITDA 마진율 (%)	26.8	28.8	28.5	30.8
영업이익률 (%)	16.9	19.9	20.5	22.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	14.8	15.0	16.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>537</b>	<b>400</b>	<b>563</b>	<b>654</b>
당기순이익	250	334	366	444
비현금수익비용가감	415	354	314	353
유형자산감가상각비	206	195	188	204
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	201	152	119	143
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	-187	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	1	-8	-19
재고자산 감소(증가)	-3	-14	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	-8	4	5
법인세납부	-99	-101	-119	-144
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-299</b>	<b>-248</b>	<b>-265</b>	<b>-258</b>
유형자산처분(취득)	-296	-237	-266	-261
무형자산감소(증가)	-6	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	3	-5	-6
기타투자활동	3	-11	6	9
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-328</b>	<b>-134</b>	<b>-223</b>	<b>-275</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-168	7	-10	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	-124	-148	-207	-269
기타재무활동	-36	6	-6	-6
<b>현금의 증가</b>	<b>-91</b>	<b>17</b>	<b>75</b>	<b>121</b>
기초현금	239	147	164	239
기말현금	147	164	239	360

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

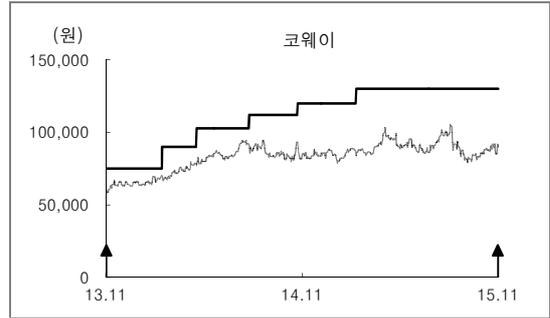
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>597</b>	<b>601</b>	<b>699</b>	<b>846</b>
현금 및 현금성자산	147	164	239	360
매출채권 및 기타채권	225	223	233	253
재고자산	62	64	69	75
기타유동자산	163	150	158	158
<b>비유동자산</b>	<b>1,025</b>	<b>1,076</b>	<b>1,153</b>	<b>1,208</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	675	682	760	816
무형자산	171	166	159	153
<b>자산총계</b>	<b>1,622</b>	<b>1,677</b>	<b>1,851</b>	<b>2,054</b>
<b>유동부채</b>	<b>526</b>	<b>369</b>	<b>376</b>	<b>395</b>
매입채무 및 기타채무	215	199	216	235
단기금융부채	164	169	159	159
기타유동부채	147	1	1	1
<b>비유동부채</b>	<b>56</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>96</b>
장기금융부채	10	13	13	13
기타비유동부채	46	68	75	83
<b>부채총계</b>	<b>582</b>	<b>450</b>	<b>464</b>	<b>492</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,038</b>	<b>1,226</b>	<b>1,386</b>	<b>1,562</b>
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	127	127	127
이익잉여금	986	1,171	1,331	1,506
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,039</b>	<b>1,227</b>	<b>1,387</b>	<b>1,563</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	26.0	20.8	18.9	15.6
P/CF (x)	9.8	10.1	10.2	8.7
P/B (x)	5.6	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA (x)	11.3	10.7	9.9	8.3
EPS (원)	3,237	4,336	4,750	5,762
CFPS (원)	8,622	8,922	8,821	10,339
BPS (원)	15,146	17,521	19,593	21,872
DPS (원)	2,000	2,781	3,615	5,061
배당성향 (%)	59.4	61.8	73.3	84.6
배당수익률 (%)	2.4	3.1	4.0	5.6
매출액증가율 (%)	2.0	4.5	8.2	8.7
EBITDA증가율 (%)	7.6	12.6	6.9	17.5
조정영업이익증가율 (%)	7.4	23.4	11.6	21.4
EPS증가율 (%)	1.9	34.0	9.5	21.3
매출채권 회전을 (회)	10.3	10.9	11.6	11.9
재고자산 회전을 (회)	33.8	35.9	36.8	36.8
매입채무 회전을 (회)	15.2	12.7	14.0	13.9
ROA (%)	15.2	20.3	20.8	22.8
ROE (%)	25.2	29.5	28.1	30.2
ROIC (%)	27.0	30.3	29.9	34.4
부채비율 (%)	56.0	36.7	33.5	31.5
유동비율 (%)	113.5	162.8	185.6	214.0
순차입금/자기자본 (%)	2.0	1.4	-4.9	-12.1
조정영업이익/금융비용 (x)	31.6	73.7	75.5	96.2

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
	2013.09.27	매수	75,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상  
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상  
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상  
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승  
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준  
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

\* 2015년 9월 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.