

# 코웨이 (021240)



## 3Q15 Review: 중심을 잃지 않는 펀더멘털

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

### BUY

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>120,000</b>		<b>유지</b>
Earnings			<b>유지</b>

#### Stock Information

현재가(11/3)	90,000원
예상 증가상승률	33.3%
시가총액	69,412억원
비중(KOSPI내)	0.54%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	78,900 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	198억원
외국인 지분율	52.1%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 10인	34.7
국민연금공단	6.0
Lazard Asset Management LLC	5.2

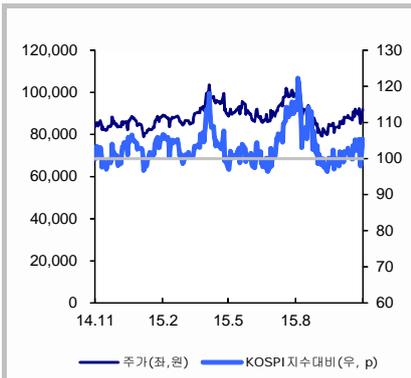
#### Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	26.0	21.4	20.3
PBR(배)	7.5	6.6	5.8
EV/EBITDA(배)	11.3	10.3	9.5
배당수익률(%)	2.4	2.8	3.2

#### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	4.7	(0.3)	7.5	6.9
KOSPI대비 상대수익률(%)	0.7	3.4	2.6	(0.0)

#### Price Trend



#### ▶ Highlight

IFRS 연결기준 매출액 5,804억원(YoY +10.4%), 영업이익 1,239억원(YoY +30.1%), 순이익 924억원(YoY +44.5%) 기록. 당사 추정치 및 시장 컨센서스 상회하는 호실적 시현

#### ▶ Pitch

투자의견 BUY 및 목표주가 120,000원 유지. 지속적인 원가율 개선 및 판매비 통제 능력이 역대 최대 실적 견인. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였으며, 2015년 추정치 기준 implied PER, EV/EBITDA는 각각 28.5, 10.3배

#### ▶ In detail

- **국내 환경가전 사업:** 정수기, 청정기 등 주력 제품에 대한 렌탈 매출액이 꾸준히 성장을 유지하는 가운데, 일시불 부문의 포트폴리오 다변화(전기레인지, 안마의자, 진공청소기 등)가 top-line 성장에 일조. 한편, 홈케어 사업에서는 매트리스 신판매 제도를 도입하였으며, 기존 운용리스 방식에서 금융리스 방식으로의 변경에 의해 매출액 148억원 추가 인식

- **관리 지표:** 해약률 측면에서는 렌탈자산에 대한 3년 의무사용 기간 약정 도래에 따라 단기적으로 정수기 해약률 높아지며 1.07% 기록. 하지만, 9월 이후부터는 다시 내부적으로 목표하는 1.0% hurdle 미만으로 유지되고 있는 것으로 파악. 한편, 렌탈자산폐신손실 비율 또한 전분기의 2.7% 대비 소폭 상승한 2.9%였으나, 렌탈자산의 폐기 시점 내용연수가 길어짐(의무사용기간 도래 전 해약 방어)에 따라 미상각처리 비용 부담에 대한 충격은 완화되는 구조

- **철저한 수익성 관리:** 3Q15 기준 매출원가율은 전분기와 동일한 30.7% 기록. 2014년 대비 올해 지속적으로 원가율이 개선(원재료: 컴프레샤, 멤브레인, assembly 등 원재료가 하락 요인도 있음)되어 왔으며, 특히 판매비율이 48.0%를 기록하면서 눈에 띄게 개선(YoY 1.9%pt, QoQ 1.4%pt 개선)

- **해외사업:** 주력 거점인 말레이시아와 미국은 각각 YoY +13.7%, +35.0%의 외형성장을 기록(관리계정 또한 각각 YoY +35.1%, 13.5% 증가)하면서 시장 지배력 확대 중. 중국 청정기 ODM 사업은 4분기 성수기 시즌이 도래하고 파트너사의 재고물량 감소 추세에 따라 공급 물량 증대 예상

#### ▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '15.09P	당사 추정치 대비 '15.09E	차이(%)	전년 동기 대비 '14.09A	차이(%)	전분기 대비 '15.06A	차이(%)	시장 컨센서스 대비 '15.09E	차이(%)
매출액	580.4	565.6	2.6	525.5	10.4	555.3	4.5	561.4	3.4
영업이익	123.9	109.2	13.5	95.3	30.0	110.5	12.2	108.7	14.0
순이익	92.4	81.6	13.2	63.9	44.5	82.7	11.7	80.8	14.4
이익률(%)									
영업이익	21.4	19.3		18.1		19.9		19.4	
순이익	15.9	14.4		12.2		14.9		14.4	
차이(%p)									
영업이익률		2.0		3.2		1.5		2.0	
매출액		1.5		3.7		1.0		1.5	



Fig. 01: 코웨이 부문별 실적 요약

(단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>연결 매출액(억원)</b>	5,350	5,569	5,255	5,429	5,482	5,553	5,804	5,845	5,789	6,332	6,050	6,269	21,603	22,684	24,440
환경가전	4,191	4,365	4,313	4,383	4,446	4,635	4,865	4,720	4,708	5,142	4,984	4,860	17,252	18,665	19,694
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,764	3,817	3,847	4,118	4,029	4,029	14,006	14,925	16,024
멤버십	439	458	468	469	460	453	593	471	473	505	493	492	1,834	1,977	1,962
일시불	276	374	318	326	353	470	508	432	388	519	462	338	1,293	1,763	1,707
화장품	210	223	172	200	231	211	186	206	232	262	223	188	805	834	906
수출	452	557	330	335	330	390	358	404	384	416	441	415	1,674	1,482	1,656
ODM/Dealers	342	416	200	245	248	188	159	204	208	223	237	198	1,203	799	866
해외법인항	110	141	130	90	82	202	199	200	176	193	204	217	471	683	790
YoY(%)															
환경가전	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	12.8	7.7	5.9	10.9	5.6	3.0	4.2	8.2	5.5
렌탈	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	6.4	5.9	10.9	5.6	5.6	5.1	6.6	7.4
멤버십	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	26.6	0.4	2.8	11.4	4.6	4.5	5.6	7.8	(0.7)
일시불	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	59.7	32.5	9.8	10.5	7.1	(21.7)	(14.5)	36.3	(3.1)
화장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	(5.4)	8.1	3.0	0.3	24.4	8.4	(8.7)	5.4	3.6	8.6
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(30.0)	8.5	20.6	16.5	6.7	9.1	2.6	15.8	(11.5)	11.8
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(16.8)	(16.0)	18.7	16.0	(2.9)	6.7	(33.6)	8.4
해외법인항	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	43.3	53.1	122.6	114.9	(4.4)	2.0	8.2	47.6	45.1	15.7
<b>연결 매출액 대비 비중(%)</b>															
환경가전	78.3	78.4	82.1	80.7	81.1	83.5	83.8	80.7	81.3	81.2	82.4	77.5	79.9	82.3	80.6
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	66.8	64.8	65.3	66.5	65.0	66.6	64.3	64.8	65.8	65.6
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	10.2	8.1	8.2	8.0	8.1	7.8	8.5	8.7	8.0
일시불	5.2	6.7	6.1	6.0	6.4	8.5	8.8	7.4	6.7	8.2	7.6	5.4	6.0	7.8	7.0
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	3.8	3.2	3.5	4.0	4.1	3.7	3.0	3.7	3.7	3.7
수출	8.4	10.0	6.3	6.2	6.0	7.0	6.2	6.9	6.6	6.6	7.3	6.6	7.7	6.5	6.8
ODM/Dealers	6.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.4	2.7	3.5	3.6	3.5	3.9	3.2	5.6	3.5	3.5
해외법인항	2.1	2.5	2.5	1.7	1.5	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.4	3.5	2.2	3.0	3.2
매출원가	1,823	1,879	1,682	1,882	1,752	1,706	1,781	1,976	1,904	2,061	2,039	2,113	7,266	7,215	8,117
매출총이익	3,527	3,690	3,573	3,547	3,730	3,847	4,023	3,870	3,884	4,272	4,011	4,157	14,337	15,470	16,324
판매비	2,624	2,719	2,620	2,730	2,727	2,742	2,784	2,905	2,738	2,951	2,920	3,169	10,693	11,158	11,778
영업이익	903	972	953	817	1,003	1,105	1,239	965	1,146	1,321	1,090	988	3,644	4,312	4,545
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	21.4	16.5	19.8	20.9	18.0	15.8	16.9	19.0	18.6
당기순이익	661	663	639	534	776	827	924	718	880	1,001	810	723	2,497	3,244	3,414
NPM(%)	12.4	11.9	12.2	9.8	14.2	14.9	15.9	12.3	15.2	15.8	13.4	11.5	11.6	14.3	14.0

Note : K-IFRS 연결기준

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

Fig. 02: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2015.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2015.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E	2015.12E	2016.03E	2016.06E	2016.09E
매출액	586.5	580.8	633.2	609.5	584.5	578.9	633.2	605.0	(0.3)	(0.3)	0.0	(0.7)
영업이익	98.8	108.7	132.1	115.8	96.5	114.6	132.1	109.0	(2.4)	5.5	0.0	(5.8)
영업이익률(%)	16.9	18.7	20.9	19.0	16.5	19.8	20.9	18.0	(0.3)	1.1	0.0	(1.0)
EBITDA	160.6	170.9	195.1	179.4	158.3	176.9	195.2	172.7	(1.4)	3.5	0.0	(3.7)
EBITDA이익률(%)	27.4	29.4	30.8	29.4	27.1	30.6	30.8	28.5	(0.3)	1.1	0.0	(0.9)
순이익	73.1	83.1	99.4	85.9	71.8	88.0	100.1	81.0	(1.8)	6.0	0.6	(5.7)

Source: KTB투자증권



Fig. 03: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	2,255.6	2,448.3	2,630.7	2,268.5	2,444.0	2,630.2	0.6	(0.2)	(0.0)
영업이익	418.8	458.2	508.6	431.2	454.5	497.1	3.0	(0.8)	(2.3)
영업이익률(%)	18.6	18.7	19.3	19.0	18.6	18.9	0.4	(0.1)	(0.4)
EBITDA	653.4	711.3	771.9	666.0	707.9	760.5	1.9	(0.5)	(1.5)
EBITDA이익률(%)	29.0	29.1	29.3	29.4	29.0	28.9	0.4	(0.1)	(0.4)
순이익	315.0	342.3	379.3	324.4	341.4	373.2	3.0	(0.3)	(1.6)

Source: KTB투자증권

Fig. 04: 코웨이 Valuation

(단위: 억원, %, 원)

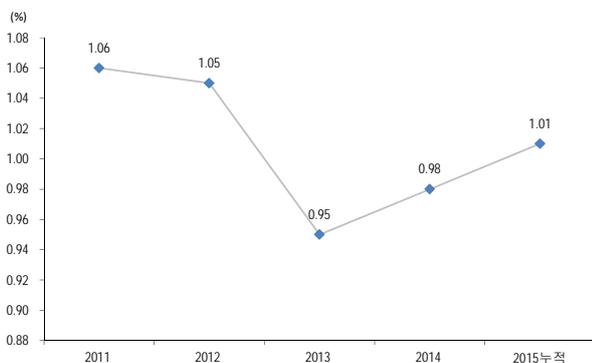
DCF Valuation	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	3,644	4,312	4,545	4,971	5,666	5,848
NOPLAT	2,737	3,281	3,449	3,772	4,300	4,437
Depr. & amort.	2,136	2,348	2,534	2,634	2,770	3,044
Capex	3,118	3,027	2,808	2,920	3,199	4,027
Free Cash Flow		2,391	3,093	3,455	3,784	3,388
Discount Factor		1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		2,391	2,874	2,981	3,031	2,519
Sum of PV	26,763					
NPV of EVA	24,743					
NPV of CV	27,084					
Enterprise Value	88,923					
Equity Value	88,748					
Fair Price - EVA	115,070					

**Key assumptions**

Risk Free = 3.0%  
 Beta = 0.8  
 Risk Premium = 6.5%  
 g = 2.0%

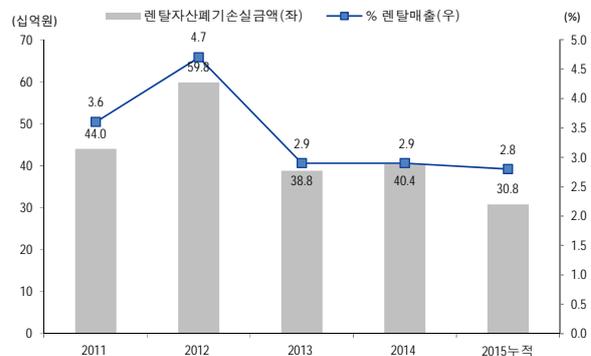
Source: KTB투자증권

Fig. 05: 해약률 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 06: 렌탈자산 폐기손실 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권



## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	691.4	596.8	722.1	847.1	970.4
현금성자산	245.1	153.7	261.3	351.3	446.8
매출채권	249.5	229.2	240.0	268.6	289.2
재고자산	65.8	61.9	67.3	72.1	77.8
비유동자산	976.4	1,024.8	1,101.6	1,137.9	1,175.8
투자자산	161.3	179.0	229.5	238.8	248.5
유형자산	638.3	675.2	704.7	734.8	765.4
무형자산	176.8	170.6	167.5	164.3	161.9
<b>자산총계</b>	1,667.9	1,621.6	1,823.7	1,985.0	2,146.2
<b>유동부채</b>	676.7	526.0	527.2	539.1	546.2
매입채무	193.6	220.0	215.0	240.5	263.6
유동성이자부채	334.9	164.5	169.2	154.2	136.7
비유동부채	50.2	56.2	79.5	82.2	85.1
비유동이자부채	7.1	9.2	11.7	11.7	11.7
<b>부채총계</b>	727.0	582.2	606.7	621.3	631.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	127.4	127.4	127.4
이익잉여금	868.0	985.9	1,160.8	1,307.5	1,458.8
자본조정	(94.0)	(114.5)	(112.8)	(112.8)	(112.8)
자기주식	(103.0)	(129.6)	(125.2)	(125.2)	(125.2)
<b>자본총계</b>	940.9	1,039.4	1,217.0	1,363.7	1,514.9
투하자본	1,035.2	1,057.0	1,134.1	1,175.7	1,213.8
순차입금	96.8	20.0	(80.4)	(185.4)	(298.5)
ROA	14.3	15.2	18.8	17.9	18.1
ROE	28.4	25.2	28.8	26.5	25.9
ROIC	22.5	26.2	30.0	29.9	31.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업현금</b>	548.2	524.2	553.7	589.3	636.3
당기순이익	245.1	249.7	324.4	341.4	373.2
자산상각비	198.2	213.6	234.8	253.4	263.4
운전자본증감	(29.6)	(41.7)	(57.2)	(8.2)	(3.1)
매출채권감소(증가)	67.3	(3.4)	(13.4)	(28.7)	(20.6)
재고자산감소(증가)	19.0	(3.4)	(17.9)	(4.9)	(5.6)
매입채무증가(감소)	(82.4)	17.9	4.3	25.5	23.2
<b>투자현금</b>	(86.9)	(287.0)	(305.5)	(289.7)	(301.3)
단기투자자산감소	(13.8)	12.4	4.2	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(268.0)	(305.8)	(297.4)	(276.2)	(286.7)
유무형자산감소	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
<b>재무현금</b>	(373.8)	(327.6)	(134.1)	(209.7)	(239.4)
차입금증가	(262.4)	(162.1)	3.5	(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)	113.7	89.9	95.6
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	619.3	665.0	656.5	597.5	639.4
(-) 운전자본증가(감소)	(200.6)	(22.9)	21.2	8.2	3.1
(-) 설비투자	268.0	305.8	297.4	276.2	286.7
(+) 자산매각	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
<b>Free Cash Flow</b>	559.1	385.6	337.5	309.0	344.7
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	559.1	385.6	337.4	308.9	344.6

자료: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	2,118.3	2,160.3	2,268.5	2,444.0	2,630.2
증가율 (Y-Y,%)	6.3	2.0	5.0	7.7	7.6
<b>영업이익</b>	339.0	364.4	431.2	454.5	497.1
증가율 (Y-Y,%)	49.9	7.5	18.3	5.4	9.4
<b>EBITDA</b>	537.2	578.0	666.0	707.9	760.5
<b>영업외손익</b>	(11.9)	(32.0)	(4.9)	(4.6)	(5.3)
순이자수익	(14.5)	(8.8)	(2.7)	(0.8)	(0.5)
외환관련손익	(3.6)	(0.1)	(0.1)	(1.7)	(2.7)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	327.1	332.4	426.3	449.9	491.8
<b>당기순이익</b>	245.1	249.7	324.4	341.4	373.2
지배기업당기순이익	245.1	249.7	324.4	341.4	373.2
증가율 (Y-Y,%)	160.6	1.9	29.9	5.2	9.3
<b>NOPLAT</b>	254.0	273.7	328.1	344.9	377.2
(+) Dep	198.2	213.6	234.8	253.4	263.4
(-) 운전자본투자	(200.6)	(22.9)	21.2	8.2	3.1
(-) Capex	268.0	305.8	297.4	276.2	286.7
OpFCF	384.8	204.4	244.4	313.9	350.8
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.8	4.4	4.9	6.8
영업이익증가율(3Yr)	10.7	15.8	24.0	10.3	10.9
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	13.6	17.6	9.6	9.6
순이익증가율(3Yr)	8.3	14.3	51.1	11.7	14.3
영업이익률(%)	16.0	16.9	19.0	18.6	18.9
EBITDA마진(%)	25.4	26.8	29.4	29.0	28.9
순이익률(%)	11.6	11.6	14.3	14.0	14.2

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,178	3,237	4,207	4,427	4,840
BPS	9,907	11,253	13,597	15,540	17,532
DPS	2,710	2,000	2,520	2,880	3,390
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	20.9	26.0	21.4	20.3	18.6
PBR	6.7	7.5	6.6	5.8	5.1
EV/ EBITDA	9.7	11.3	10.3	9.5	8.7
배당수익률	4.1	2.4	2.8	3.2	3.8
PCR	8.3	9.8	10.6	11.6	10.9
PSR	2.4	3.0	3.1	2.8	2.6
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	77.3	56.0	49.8	45.6	41.7
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	137.0	157.1	177.7
이자보상배율	23.4	41.3	162.7	560.1	1,032.9
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	71.8	76.1	69.8	66.6	63.6
현금+투자자산(%)	28.2	23.9	30.2	33.4	36.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	26.7	14.3	12.9	10.8	8.9
자기자본(%)	73.3	85.7	87.1	89.2	91.1



▶ 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 주권으로 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 :	74%	HOLD :	26%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

- 이래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
  - BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
  - REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
  - HOLD: 추천기준일 종가대비 +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.