

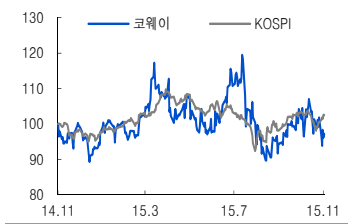
## 코웨이 (021240)

### 한국에 유일무이한 소비재 기업

#### 생활소비재

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	130,000
현재주가(15/11/27, 원)	85,800
상승여력	52%

영업이익(15F, 십억원)	449
Consensus 영업이익(15F, 십억원)	428
EPS 성장률(15F, %)	33.9
MKT EPS 성장률(15F, %)	22.7
P/E(15F, x)	19.8
MKT P/E(15F, x)	11.6
KOSPI	2,028.99
시가총액(십억원)	6,617
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.4
외국인 보유비중(%)	52.3
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	78,900
52주 최고가(원)	105,500
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b> <b>6개월</b> <b>12개월</b>
절대주가	-4.1 -4.1 0.7
상대주가	-3.4 -0.4 -1.6



#### 2016년 투자포인트: 저성장이 장기화될수록 빛나는 포트폴리오의 힘

코웨이의 독보적인 환경가전과 렌탈 시스템 중심 포트폴리오는 한국 소비시장의 저성장이 장기화되는 과정에서 건전하고 지속적인 소비 수요를 이끌고 있다. 환경가전제품은 필수성이 낮아 소비자가 스스로 필요성을 인지하기 전에 의미 있는 수요 발생을 기대하기 어렵다. 하지만 현재 한국 소비 시장의 트렌드를 주도하는 에코세대 소비자들(1979~85년생, 제3차 베이비부머)이 정성적 가치와 연계된 소비재에 대한 높은 소비 성향을 보이며 전체 소비 여력 확대 여부와 무관한 수요 증가가 지속되고 있다.

소득과 자산 가치 성장 잠재력은 여전히 미약하기 때문에 코웨이의 핵심 제품에 대한 높은 관심은 일시불 구매보다는 렌탈 모델로 더욱 원활히 연계되고 있다. 렌탈은 기업체의 초기 현금 부담이 커 신규 진입이나 기존 자금력이 약한 업체가 공격적으로 활용하기 어렵다. 1999년부터 렌탈시스템을 장기간 안착시켜온 코웨이만 유지 가능한 모델이며, 복제될 수 없는 경쟁력이 내재하는 프리미엄은 저성장이 장기화될수록 높아질 전망이다.

#### 매출 고성장 재개는 코웨이의 독보적인 내재 역량을 입증

지난 3Q15 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. 기대를 크게 상회하는 매출 성장은 코웨이의 제품과 서비스에 대한 근원적인 신뢰와 선호 강화에 근거한다. 특히 독보적인 신제품 라인업이 소비자의 긍정적인 반응을 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.

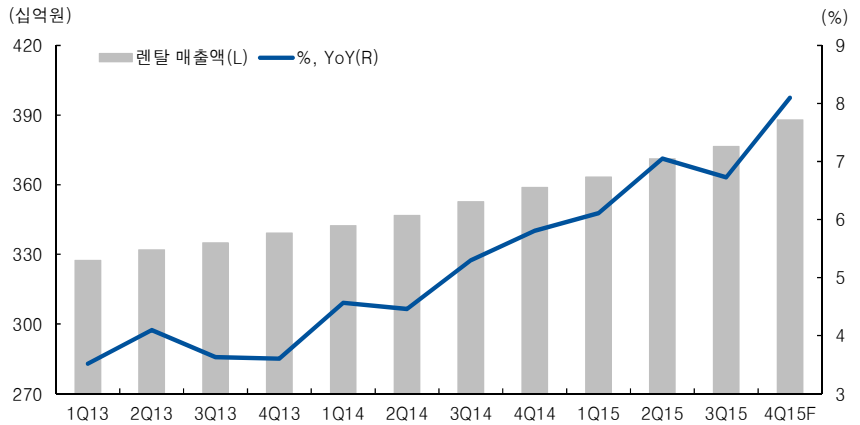
#### 불변의 핵심 가치가 내재하는 근원의 프리미엄

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” 투자 의견과 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	19.8	18.1	14.9
P/B (배)	3.8	4.9	5.6	4.9	4.4	3.9

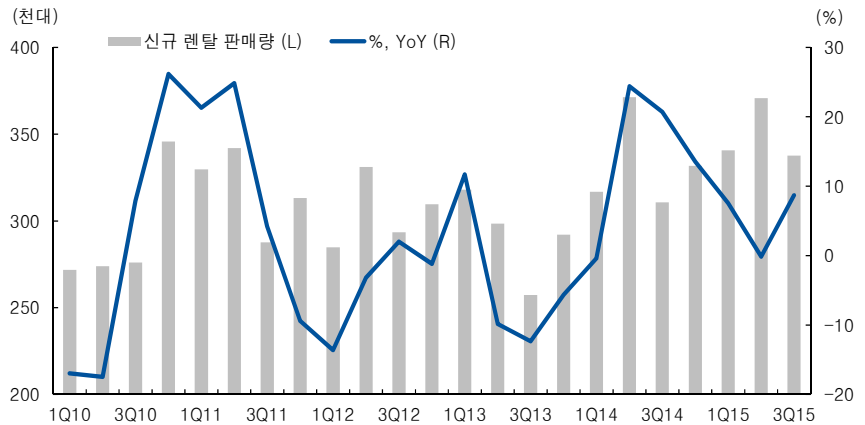
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 코웨이, KDB대우증권 리서처센터

그림 122. 렌탈 매출 실적: 성장성 강화



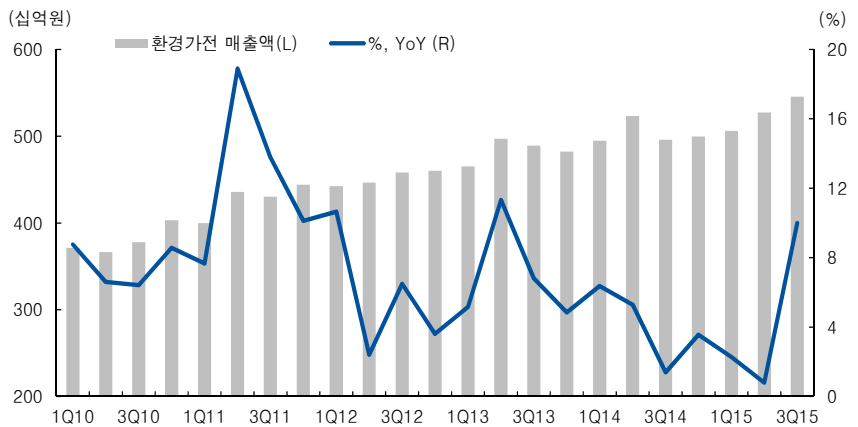
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 123. 신규 렌탈 판매: 고객 충성도 강화로 호조 지속



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 124. 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
<b>매출총이익</b>	<b>1,433</b>	<b>1,551</b>	<b>1,683</b>	<b>1,835</b>
판매비와관리비	1,069	1,102	1,182	1,228
<b>조정영업이익</b>	<b>364</b>	<b>449</b>	<b>501</b>	<b>608</b>
<b>영업이익</b>	<b>364</b>	<b>449</b>	<b>501</b>	<b>608</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-32</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>250</b>	<b>334</b>	<b>366</b>	<b>444</b>
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 마진을 (%)	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 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 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

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	26.0	19.8	18.1	14.9
P/CF (x)	9.8	9.6	9.7	8.3
P/B (x)	5.6	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA (x)	11.3	10.2	9.4	7.9
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	3.2	4.2	5.9
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

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터