



코웨이 (021240)

BUY (유지)

기타 소비재 Analyst **강재성**
02-6114-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

코웨이 4Q15 Review

주가(2/17)	98,300원
목표주가	110,000원

- 연결기준 4Q15 컨센서스 상회하는 호실적 달성
- 환경가전 사업부 렌탈부분 호조로 고성장세 유지
- 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

그림 1> 환경가전 부분 호조로 4Q15 컨센서스 크게 상회

(십억원)	4Q15P	증감률(%)		당사 기존주정	시장 컨센서스
		YoY	QoQ		
매출액	631.3	16.3	8.8	583.8	582.3
영업이익	128.5	57.3	3.6	105.3	99.2
세전이익	122.7	71.5	0.8	101.9	91.5
순이익	90.5	69.6	(2.0)	77.2	72.3

자료: FnGuide, 코웨이, 현대증권

연결기준 4Q15 컨센서스 상회하는 호실적 달성

동사의 연결기준 4Q15 매출액과 영업이익은 각각 +16.3%YoY, +57.3%YoY 성장하며 컨센서스를 크게 상회하였다. 환경가전 부분이 렌탈사업부의 고성장(계정 5.3만 순증 및 ARPU +2.1%YoY 상승)과 일시불 매출의 실적 개선(신규 아이템 판매 호조와 고가제품 판매 비중 증가)로 성장세를 이어갔으며, ASP 상승으로 인한 레버리지 효과, 해약률 관리(3Q15 1.06% -> 4Q15 0.96%), 렌탈자산폐기손실 감소(3Q15 108억원 -> 4Q15 98억원)로 수익성관리도 지속되는 모습을 보였다(영업이익률 2014년 16.9% -> 2015년 20%).

그림 2> 4분기 렌탈 판매 등 영업 호조세 지속

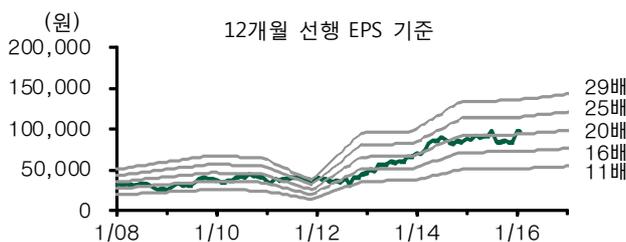
(십억원)	4Q15P	증감률(%)		4Q14	3Q15
		YoY	QoQ		
매출액	631.3	16.3	8.8	542.9	580.5
환경가전	509.2	16.2	4.7	438.3	486.5
화장품	20.2	1.2	8.9	20.0	18.6
수출	41.4	23.6	15.6	33.5	35.8
기타	60.4	18.2	52.5	51.1	39.6
렌탈판매대수(만대)	35.9	8.4	6.5	33.2	33.8
총계정(만건)	577.1	2.8	0.8	561.7	572.3

자료: 코웨이, 현대증권

환경가전 사업부 렌탈부분 호조로 고성장세 유지

4분기 영업 현황은 호조세를 유지하였다. 프리미엄 제품군 확대에 의한 경쟁력 강화와 코디(방판)의 생산성 향상으로 4분기 렌탈 판매량은 35.9만대(+8.4%YoY, +6.5%QoQ)를 기록하였고, 렌탈 계정순증은 5.3만대로 확대되었다(3Q15 3.2만). 특히 홈케어(매트리스)의 관리계정이 +21.1%YoY 성장하며 환경가전 사업부의 호조세를 이끌었다. 수출부분은 ODM부분의 부진을 해외법인의 고성장이 상쇄했고(4Q15 말레이시아 매출 +19.5%YoY, 미국 +29.9%YoY), 연결법인 그린엔텍도 해외 수주로 인해 매출이 크게 개선되었다(4Q +135.7%YoY)

그림 3> 4Q15 호실적 전망으로 반등하는 모습 보이는 중

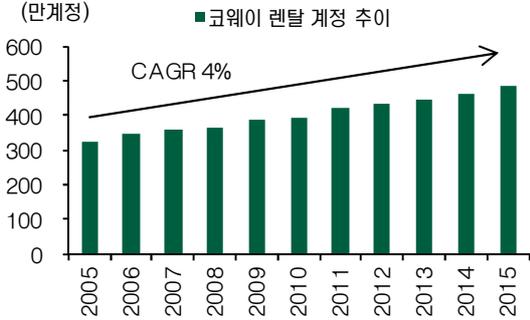


자료: Quantwise, 현대증권

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

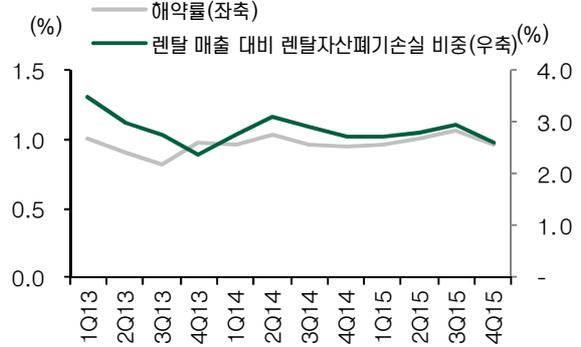
동사의 주가는 호실적 전망으로 반등하는 모습을 보이고 있다. 2016년에도 국내 렌탈시장의 성장이 지속될 가능성이 높지만, 대주주 매각 이슈가 해소되기 전까지 보수적인 접근을 추천한다(매각시 수익성 관리 지속 불확실). 현주가는 2016년 기준 PER 21배로 valuation 부담이 있다. 다만 대주주 MBK파트너스의 매각이 마무리 되기 전까지 trading 관점에서 접근을 추천한다. 투자의견 BUY와 목표주가 110,000만원 유지를 유지한다.

그림 1) 렌탈계정 지속적인 성장 보이는 중



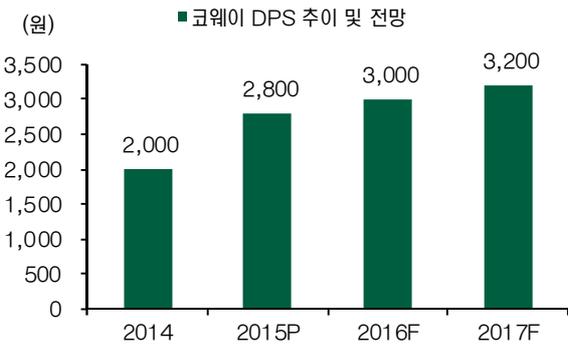
자료: 코웨이, 현대증권

그림 2) 해약률과 렌탈자산폐기손실 관리 지속



자료: 코웨이, 현대증권

그림 3) DPS 추이 및 전망



자료: 코웨이, 현대증권

그림 4) 배당수익률 점진적 상승 전망



자료: 코웨이, 현대증권

그림 5> 코웨이 실적전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2014	2015F	2016F	2017F
렌탈 계정	4,454,812	4,487,175	4,537,691	4,600,582	4,666,185	4,747,355	4,779,581	4,832,434	4,600,582	4,832,434	5,073,499	5,310,908
멤버십 계정	1,014,264	1,052,055	1,033,789	1,016,086	994,392	967,025	950,400	938,872	1,016,086	938,872	894,141	851,542
연결 매출액	535.0	556.9	525.5	542.9	548.2	555.3	580.5	631.3	2,160.3	2,315.3	2,425.3	2,553.4
환경가전 매출액	419.1	436.5	431.3	438.3	444.6	463.5	486.5	509.2	1,725.2	1,903.8	2,037.8	2,138.7
렌탈 매출액	342.4	346.7	352.7	358.8	363.3	371.2	376.4	380.2	1,400.6	1,491.1	1,603.2	1,706.9
멤버십 매출액	43.9	45.8	46.8	46.9	46.0	45.3	59.3	69.8	183.4	220.4	240.9	247.5
일시불 매출액	27.6	37.4	31.8	32.6	35.3	47.0	50.8	59.2	129.3	192.3	193.7	184.3
외장품	21.0	22.3	17.2	20.0	23.1	21.1	18.6	20.2	80.5	83.0	83.9	86.5
수출	45.2	55.7	33.0	33.5	33.0	39.0	35.8	41.4	167.4	149.2	168.9	198.3
ODM/Dealers	34.2	41.6	20.0	24.5	24.8	18.8	15.9	22.7	120.3	82.2	88.1	96.9
해외법인양	11.0	14.1	13.0	9.0	8.2	20.2	19.9	18.7	47.1	67.0	80.8	101.3
기타	49.7	42.4	44.0	51.1	47.5	31.7	39.6	60.4	187.2	179.2	134.6	129.9
매출원가	182.3	187.9	168.2	188.2	175.2	170.6	178.1	205.0	726.6	728.9	776.3	819.3
매출원가율	34.1	33.7	32.0	34.7	32.0	30.7	30.7	32.5	33.6	31.5	32.0	32.1
매출총이익	352.7	369.0	357.3	354.7	373.0	384.7	402.4	426.3	1,433.7	1,586.4	1,649.0	1,734.1
매출총이익률	65.9	66.3	68.0	65.3	68.0	69.3	69.3	67.5	66.4	68.5	68.0	67.9
판매비	262.4	271.9	262.0	273.0	272.7	274.2	278.4	297.8	1,069.3	1,123.1	1,181.5	1,241.8
판매비율	49.1	48.8	49.9	50.3	49.7	49.4	48.0	47.2	49.5	48.5	48.7	48.6
영업이익	90.3	97.1	95.3	81.7	100.3	110.5	124.0	128.5	364.4	463.3	467.5	492.2
CPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.0	18.3	19.9	21.4	20.4	16.9	20.0	19.3	19.3
세전이익	88.4	86.5	85.9	71.5	101.1	108.9	121.7	122.7	332.4	454.4	459.3	484.6
당기순이익	66.1	66.3	63.9	53.4	77.6	82.7	92.4	90.5	249.7	343.1	345.5	364.1

(% YoY)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2014	2015F	2016F	2017F
연결 매출액	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.5	(0.3)	10.5	16.3	2.0	7.2	4.8	5.3
환경가전 매출액	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	12.8	16.2	4.2	10.4	7.0	4.9
렌탈 매출액	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	6.0	5.1	6.5	7.5	6.5
멤버십 매출액	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	26.6	48.9	5.6	20.2	9.3	2.7
일시불 매출액	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	59.7	81.6	(14.5)	48.7	0.7	(4.9)
외장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	(5.4)	8.1	1.2	5.4	3.2	1.0	3.1
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(30.0)	8.5	23.6	15.8	(10.9)	13.2	17.4
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(7.3)	6.7	(31.7)	7.2	10.0
해외법인양	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	43.3	53.1	107.8	47.6	42.3	20.5	25.5
기타	(2.9)	(37.1)	(29.5)	(16.7)	(4.5)	(25.2)	(10.0)	18.2	(22.7)	(4.3)	(24.9)	(3.5)
매출원가	8.8	(2.5)	(8.7)	6.7	(3.9)	(9.2)	5.9	8.9	0.8	0.3	6.5	5.5
매출총이익	3.8	1.5	3.2	2.0	5.7	4.3	12.6	20.2	2.6	10.6	3.9	5.2
판매비	(2.8)	(3.5)	4.8	6.5	3.9	0.9	6.2	9.1	1.0	5.0	5.2	5.1
영업이익	29.4	18.6	(1.0)	(10.4)	11.1	13.7	30.1	57.3	7.5	27.1	0.9	5.3
세전이익	17.5	6.8	6.9	(20.9)	14.3	25.9	41.6	71.5	1.6	36.7	1.1	5.5
당기순이익	15.2	11.0	6.4	(21.4)	17.4	24.8	44.5	69.6	1.9	37.4	0.7	5.4

자료: 코웨이, 현대증권

결산기말	12/13A	12/14A	12/15P	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	2,118.3	2,160.3	2,315.2	2,425.3	2,553.4
영업이익 (십억원)	339.0	364.4	463.2	467.5	492.2
순이익 (십억원)	245.1	249.7	343.1	345.5	364.1
자배기업순이익 (십억원)	245.1	249.7	343.2	345.6	364.1
EPS (원)	3,288	3,360	4,622	4,651	4,901
수정EPS (원)	3,288	3,360	4,622	4,651	4,901
PER* (배)	20.5-13.1	28.2-18.7	23.1-16.2	21.1	20.1
PBR (배)	5.3	6.0	5.0	5.3	4.8
EV/EBITDA (배)	9.7	11.3	9.2	10.7	10.3
배당수익률 (%)	4.1	2.4	3.3	3.1	3.3
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	26.4	25.2
ROIC (%)	25.1	27.3	33.4	31.1	29.5

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15P (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	2,118.3	2,160.3	2,315.2	2,425.3	2,553.4
매출원가	721.0	726.6	728.9	776.3	819.3
매출총이익	1,397.4	1,433.7	1,586.3	1,649.0	1,734.1
판매비와관리비	1,058.3	1,069.3	1,123.1	1,181.5	1,241.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	339.0	364.4	463.2	467.5	492.2
EBITDA	537.2	578.0	690.8	698.0	722.4
영업외손익	(11.9)	(32.0)	(8.8)	(8.2)	(7.7)
금융손익	(14.5)	(8.9)	(3.0)	(2.6)	(2.6)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.0)	(23.1)	(5.8)	(5.6)	(5.0)
세전이익	327.1	332.4	454.4	459.3	484.6
법인세비용	82.1	82.8	111.3	113.8	120.4
당기순이익	245.1	249.7	343.1	345.5	364.1
지배기업순이익	245.1	249.7	343.2	345.6	364.1
총포괄이익	243.8	241.1	337.3	345.5	364.1
지배기업총포괄이익	243.8	241.1	337.3	345.6	364.1
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	245.1	249.7	343.2	345.6	364.1

업금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15P	12/16F	12/17F
당기순이익	245.1	249.7	343.1	345.5	364.1
유무형자산상각비	198.2	213.6	227.6	230.5	230.2
기타비현금손익 조정	176.0	201.7	187.1	113.8	120.4
운전자본투자	(41.1)	(29.1)	(76.2)	(0.9)	1.4
기타영업현금흐름	(41.5)	(99.1)	(118.2)	(114.0)	(120.3)
영업활동 현금흐름	536.8	536.7	563.3	575.0	595.8
설비투자	(258.3)	(296.2)	(244.7)	(300.0)	(320.0)
무형자산투자	(2.4)	(6.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
단기금융자산 증감	(3.1)	0.2	(0.6)	1.0	0.5
투자자산증감	183.0	0.1	3.1	(1.7)	0.9
기타투자현금흐름	4.6	2.7	(15.5)	(36.1)	(43.9)
투자활동 현금흐름	(76.3)	(299.2)	(262.7)	(341.8)	(367.5)
금융부채 증감	(261.6)	(169.1)	(11.6)	(1.5)	(1.5)
자본의 증감	(13.9)	(27.6)	5.2	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(78.4)	(123.6)	(148.3)	(208.0)	(222.9)
기타재무현금흐름	(19.0)	(7.6)	(12.6)	(0.2)	0.1
재무활동 현금흐름	(372.9)	(327.9)	(167.3)	(209.8)	(224.2)
기타현금흐름	(1.3)	(0.9)	(0.5)	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	86.3	(91.3)	132.8	23.4	4.0
기초 현금 및 현금성자산	152.4	238.7	147.4	280.2	303.5
기말 현금 및 현금성자산	238.7	147.4	280.2	303.5	307.6
총영업현금흐름	448.0	485.6	576.3	582.1	600.2
영업외현금흐름	135.3	134.3	179.6	240.0	232.8
순현금흐름	341.7	70.0	149.9	23.9	5.0
순현금 (순지급금)	(91.2)	(21.2)	119.7	143.5	148.5

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15P	12/16F	12/17F
매출액 성장률	6.3	2.0	7.2	4.8	5.3
영업이익 성장률	49.9	7.5	27.1	0.9	5.3
EBITDA 성장률	31.1	7.6	19.5	1.0	3.5
지배기업순이익 성장률	160.7	1.9	37.4	0.7	5.4
수정순이익 성장률	160.7	1.9	37.4	0.7	5.4
영업이익률	16.0	16.9	20.0	19.3	19.3
EBITDA 이익률	25.4	26.8	29.8	28.8	28.3
당기순이익률	11.6	11.6	14.8	14.2	14.3
수정순이익률	11.6	11.6	14.8	14.2	14.3

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (당분기 수정 평균외식주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말외손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-I =개별재무제표, IFRS-S =별도재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15P (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	238.7	147.4	280.2	303.5	307.6
단기금융자산	6.5	6.4	3.5	2.5	2.0
매출채권	212.6	208.8	227.9	227.9	227.9
재고자산	65.8	61.9	65.5	65.5	65.5
기타유동자산	167.9	172.4	189.3	189.3	189.3
유동자산	691.4	596.8	766.3	788.7	792.2
투자자산	81.8	81.4	78.0	79.7	78.9
유형자산	638.3	675.2	633.4	710.0	806.7
무형자산	176.8	170.6	167.2	165.0	163.2
이연법인세자산	0.3	0.9	2.4	2.4	2.4
기타비유동자산	79.3	96.7	167.5	203.7	247.5
비유동자산	976.4	1,024.8	1,048.5	1,160.8	1,298.6
자산총계	1,667.9	1,621.6	1,814.9	1,949.5	2,090.9

매입채무	36.7	59.0	60.2	60.8	61.4
단기금융부채	328.0	164.5	148.0	146.5	145.1
단기충당부채	4.2	1.4	1.4	1.4	1.4
기타유동부채	307.8	301.1	304.1	302.6	303.3
유동부채	676.7	526.0	513.8	511.4	511.3
장기금융부채	8.3	10.4	16.0	16.0	16.0
장기충당부채	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
퇴직급여부채	8.4	16.0	16.3	16.1	16.2
이연법인세부채	21.4	20.1	20.5	20.3	20.4
기타비유동부채	11.5	9.0	9.2	9.1	9.2
비유동부채	50.2	56.2	62.5	62.1	62.3
부채총계	727.0	582.2	576.3	573.5	573.6

자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	126.5	126.5	126.5
기타자본명목	(94.4)	(114.5)	(104.2)	(104.2)	(104.2)
기타포괄손익누계액	0.4	(0.0)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
이익잉여금	868.0	985.9	1,180.2	1,317.7	1,458.9
지배기업 자본총계	940.9	1,038.5	1,237.7	1,375.2	1,516.5
비지배지분	0.0	0.9	0.9	0.9	0.8
자본총계	940.9	1,039.4	1,238.6	1,376.1	1,517.3
부채와자본총계	1,667.9	1,621.6	1,814.9	1,949.6	2,090.9

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15P	12/16F	12/17F
EPS	3,288	3,360	4,622	4,651	4,901
수정EPS	3,288	3,360	4,622	4,651	4,901
주당순자산(BPS)	12,635	14,001	16,659	18,510	20,411
주당매출액(SPS)	28,421	29,068	31,187	32,643	34,367
주당총영업현금흐름(GCFPS)	6,011	6,534	7,763	7,834	8,079
주당배당금	2,710	2,000	2,800	3,000	3,200
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	54.0	12.3	13.4	4.2	5.7

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15P	12/16F	12/17F
ROE	28.4	25.2	30.2	26.4	25.2
ROA	15.1	15.7	20.2	18.5	18.2
ROIC	25.1	27.3	33.4	31.1	29.5
WACC	7.2	3.9	7.2	7.9	7.9
ROIC/WACC(배)	3.5	7.0	4.6	3.9	3.7
경제적이익(EP, 십억원)	176.7	233.9	275.7	266.3	275.9
부채비율	77.3	56.0	46.5	41.7	37.8
순금융부채비율	9.7	2.0	순현금	순현금	순현금
이자보상배율(배)	28.9	50.1	158.3	165.3	173.6

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
코웨이	14/03/04	BUY	90,000
	14/04/28	BUY	100,000
	15/12/03	BUY	110,000

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 투자등급 비율 (2015. 12. 31 기준)

매수	중립	매도
86.4	13.2	0.3

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.