# 코웨이(021240/KS)

# 대한민국 렌탈업계 최강자

**2015 년 4 분기 국내 환경가전 사업의 초과성장을 통한 이익 믹스 개선으로 전사 수익성이 개선, 원가율 개선을 위한 노력, 신규 렌탈 제품의 판매 호조로 ARPU 상승에 힘입어 가상 최고의 실적을 달성하였다. 대주주의 매각 이슈라는 불확실성이 상존해 있으나 해외사업 및 신규사업을 바탕으로 성장모멘텀이 지속될 것으로 판단된다. 이에 더해 수익성 중심의 영업전략과 더불어 배당 등의 주주친화적인 정책은 2016 년에도 동사의 매력적인 투자포인로 작용할 것으로 판단된다.**

## 매수(유지)

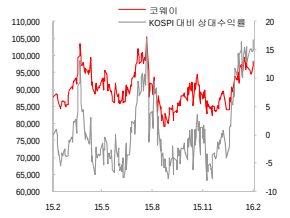
## T.P 130,000 원(유지)

***Analyst***
**이승욱**
sulee@sk.com
02-3773-9015

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 407 억원 |
| 발행주식수 | 7,712 만주 |
| 자사주 | 319 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 74,811 억원 |
| 주요주주 | |
| 코웨이홀딩스 | 31.09% |
| 국민연금공단 | 6.04% |
| 외국인지분률 | 52.80% |
| 배당수익률 | 2.10% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(16/02/17) | 98,300 원 |
| KOSPI | 1883.94 pt |
| 52주 Beta | 0.52 |
| 52주 최고가 | 105,500 원 |
| 52주 최저가 | 79,200 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 136 억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 3.4% | 2.9% |
| 6개월 | 5.4% | 10.7% |
| 12개월 | 10.0% | 14.1% |

### 2015 4Q Review: 사상 최고의 실적 달성

2015 년 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 5,821 억원(+16.5%, yoy), 1,268 억원(+36.1%)으로 사상 최고의 실적을 달성했다. 돋보이는 실적의 배경으로는 ①. 국내 환경가전 사업의 초과성장을 통한 이익 믹스 개선으로 전사 수익성이 개선되었으며, ②. 원가율 개선을 위한 노력, ③. 원화 약세로 인한 해외 수출에 대한 환율효과 및 ④. 전자레인지 등 렌탈 신규 제품의 판매 호조로 ARPU 상승이 실적 개선에 기여한 것으로 판단된다.

### 영업 패러다임 혁신을 바탕으로 지속되는 성장추세

2016 년 동사는 프리미엄 및 IoCare 제품군의 라인업 확대와 제품군간 IoT 연동과 맞춤형 홈케어 사업 확장을 통해 '라이프 케어 회사'로 발돋움할 계획을 가지고 있다. 이를 위해 방문판매 채널 강화 및 유통채널의 차별화, 현장 영업력 및 서비스 강화, 전용 제품 개발에 박차를 가할 예정된다. 이에 더해 말레이시아와 미국 등 해외법인과 ODM 사업의 매출 성장을 바탕으로 수익성이 개선될 것으로 판단된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 유지

2016 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 24,388 억원(+6.5%, yoy), 5,000 억원(+12%, yoy)으로 추정한다. 대주주의 매각 이슈라는 불확실성이 상존해 있으나 해외사업 및 신규사업을 바탕으로 성장모멘텀이 지속될 것으로 판단된다. 이에 더해 수익성 중심의 영업전략과 더불어 배당 등의 주주친화적인 정책은 2016 년에도 동사의 매력적인 투자포인로 작용할 것으로 판단된다. 이에 따라 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원을 유지한다

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 억원 | 19,928 | 21,183 | 21,603 | 22,899 | 24,388 | 25,607 |
| yoy | % | 9.2 | 6.3 | 2.0 | 6.0 | 6.5 | 5.0 |
| 영업이익 | 억원 | 2,261 | 3,390 | 3,644 | 4,465 | 5,000 | 4,737 |
| yoy | % | -3.7 | 49.9 | 7.5 | 22.5 | 12.0 | -5.2 |
| EBITDA | 억원 | 4,098 | 5,372 | 5,780 | 6,786 | 7,570 | 8,185 |
| 세전이익 | 억원 | 1,458 | 3,271 | 3,324 | 4,397 | 5,001 | 4,760 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 940 | 2,451 | 2,497 | 3,346 | 3,806 | 3,622 |
| 영업이익률% | % | 11.4 | 16.0 | 16.9 | 19.5 | 20.5 | 18.5 |
| EBITDA% | % | 20.6 | 25.4 | 26.8 | 29.6 | 31.0 | 32.0 |
| 순이익률 | % | 4.7 | 11.6 | 11.6 | 14.6 | 15.6 | 14.1 |
| EPS | 원 | 1,219 | 3,178 | 3,238 | 4,339 | 4,934 | 4,696 |
| PER | 배 | 35.7 | 20.9 | 26.0 | 19.4 | 19.9 | 20.9 |
| PBR | 배 | 4.3 | 5.4 | 6.3 | 5.3 | 5.5 | 5.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 9.3 | 9.7 | 11.3 | 9.4 | 9.7 | 8.7 |
| ROE | % | 12.4 | 28.4 | 25.2 | 29.6 | 29.3 | 25.2 |
| 순차입금 | 억원 | 4,388 | 968 | 200 | -1,442 | -3,026 | -5,086 |
| 부채비율 | % | 123.6 | 77.3 | 56.0 | 48.2 | 43.0 | 38.8 |

*Analyst* **이승욱** sulee@sk.com / 02-3773-9015

**코웨이 분기실적 Review** (단위: %, 억원)

| | 4Q14A | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A(a) | Y-Y | Q-Q | 컨센서스 | SK(b) | 차이(a/b) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 5,429 | 5,482 | 5,553 | 5,804 | 6,313 | 16.3 | 8.8 | 5,899 | 6,060 | 4.2 |
| 영업이익 | 817 | 1,003 | 1,105 | 1,239 | 1,286 | 57.4 | 3.8 | 1,069 | 1,118 | 15.0 |
| 세전이익 | 715 | 1,011 | 1,089 | 1,217 | 1,227 | 71.5 | 0.8 | 951 | 1,080 | 13.6 |
| 지배주주순이익 | 534 | 776 | 827 | 924 | 905 | 69.6 | -2.0 | 721 | 820 | 10.4 |
| 영업이익률 | 15.1 | 18.3 | 19.9 | 21.4 | 20.4 | 5.3 | -1.0 | 18.1 | 18.4 | 1.9 |
| 세전이익률 | 13.2 | 18.4 | 19.6 | 21.0 | 19.4 | 6.3 | -1.5 | 16.1 | 17.8 | 1.6 |
| 지배주주순이익률 | 9.8 | 14.2 | 14.9 | 15.9 | 14.3 | 4.5 | -1.6 | 12.2 | 13.5 | 0.8 |

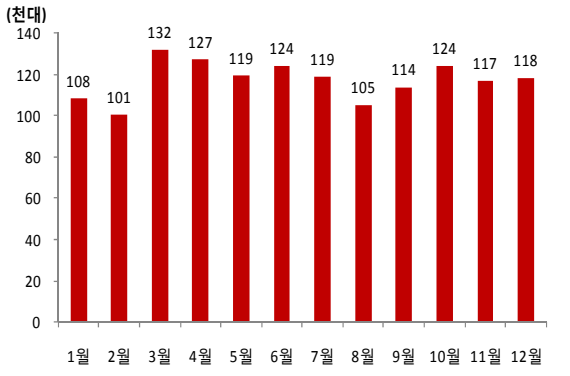
자료: 코웨이, SK 증권

**코웨이 실적 분석 (별도기준)** (단위: 억원)

| | | 2013 | 2014 | 2015 1Q | 2015 2Q | 2015 3Q | 2015 4Q | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 렌탈 | 13,334 | 14,006 | 3,633 | 3,712 | 3,764 | 3,802 | 14,911 |
| | 금융리스 | - | - | - | - | 148 | 261 | 409 |
| | 멤버쉽 | 1,723 | 1,834 | 460 | 454 | 445 | 437 | 1,796 |
| | 일시불 | 1,495 | 1,235 | 300 | 414 | 456 | 542 | 1,712 |
| | 수출 | 1,446 | 1,674 | 330 | 390 | 358 | 414 | 1,493 |
| | 화장품 | 764 | 804 | 231 | 211 | 186 | 202 | 831 |
| | 수처리 | 370 | 339 | 53 | 39 | 48 | 111 | 250 |
| | 기타 | 205 | 245 | 53 | 56 | 52 | 50 | 210 |
| | 합계 | 19,337 | 20,136 | 5,061 | 5,275 | 5,457 | 5,821 | 21,613 |
| 영업이익 | | 3,332 | 3,775 | 989 | 1,117 | 1,256 | 1,268 | 4,630 |
| 당기순이익 | | 2,532 | 2,429 | 751 | 850 | 1,004 | 889 | 3,494 |

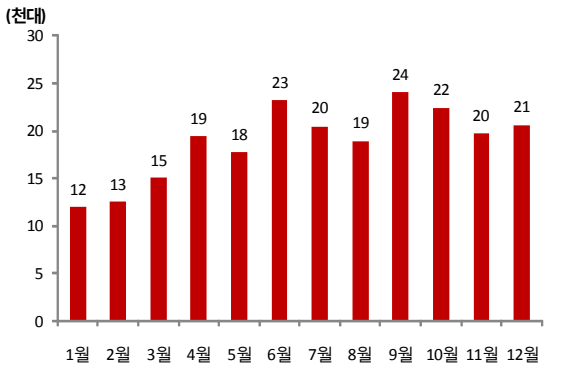
자료: 코웨이, SK 증권

**월별 렌탈실적 추이** (단위: 천 대)



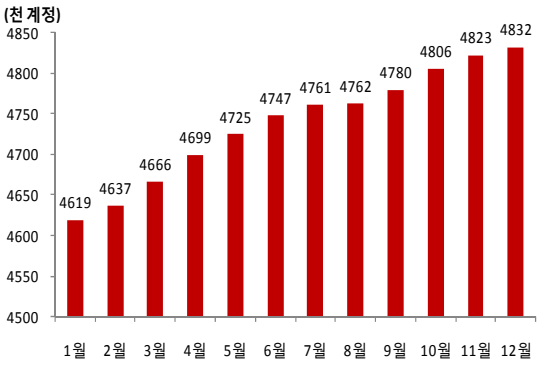

자료: 코웨이, SK 증권

**월별 일시불 실적 추이** (단위: 천 대)



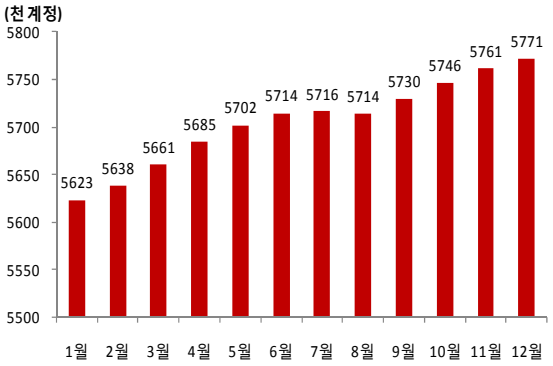

자료: 코웨이, SK 증권

**월별 렌탈계정 추이** (단위: 천 계정)



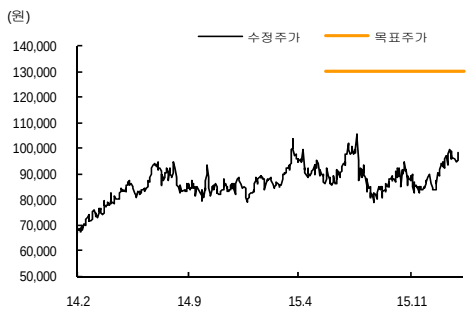

자료: SK 증권

**월별 총계정 추이** (단위: 천 계정)




자료: SK 증권

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|---|
| | 2016.02.18 | 매수 | 130,000원 |
| | 2015.11.04 | 매수 | 130,000원 |
| | 2015.10.13 | 매수 | 130,000원 |
| | 2015.08.11 | 매수 | 130,000원 |
| | 2015.06.10 | 매수 | 130,000원 |




## Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 2 월 18 일 기준)**

| 매수 | 95.33% | 중립 | 4.67% | 매도 | 0% |
|---|---|---|---|---|---|

*Analyst* **이승욱** sulee@sk.com / 02-3773-9015

**대차대조표**

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 6,914 | 5,968 | 7,661 | 9,167 | 11,090 |
| 현금및현금성자산 | 2,387 | 1,474 | 2,686 | 3,870 | 5,530 |
| 매출채권및기타채권 | 2,495 | 2,292 | 2,558 | 2,725 | 2,861 |
| 재고자산 | 658 | 619 | 691 | 736 | 773 |
| **비유동자산** | 9,764 | 10,248 | 10,496 | 10,476 | 9,774 |
| 장기금융자산 | 157 | 147 | 230 | 230 | 230 |
| 유형자산 | 6,383 | 6,752 | 6,790 | 6,753 | 5,932 |
| 무형자산 | 1,768 | 1,706 | 1,685 | 1,616 | 1,554 |
| **자산총계** | 16,679 | 16,216 | 18,156 | 19,642 | 20,864 |
| **유동부채** | 6,767 | 5,260 | 5,162 | 5,024 | 4,839 |
| 단기금융부채 | 3,349 | 1,645 | 1,125 | 725 | 325 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,936 | 2,200 | 2,455 | 2,615 | 2,746 |
| 단기충당부채 | 42 | 14 | 16 | 17 | 18 |
| **비유동부채** | 502 | 562 | 740 | 881 | 989 |
| 장기금융부채 | 71 | 92 | 147 | 147 | 147 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 6 | 9 | 11 | 13 | 13 |
| 장기충당부채 | 6 | 7 | 7 | 8 | 9 |
| **부채총계** | 7,270 | 5,822 | 5,902 | 5,905 | 5,827 |
| **지배주주지분** | 9,409 | 10,385 | 12,246 | 13,729 | 15,029 |
| 자본금 | 407 | 407 | 407 | 407 | 407 |
| 자본잉여금 | 1,262 | 1,265 | 1,265 | 1,265 | 1,265 |
| 기타자본구성요소 | -944 | -1,145 | -1,042 | -1,042 | -1,042 |
| 자기주식 | -1,030 | -1,296 | -1,232 | -1,232 | -1,232 |
| 이익잉여금 | 8,680 | 9,859 | 11,716 | 13,304 | 14,708 |
| 비지배주주지분 | 0 | 9 | 9 | 8 | 8 |
| **자본총계** | 9,409 | 10,394 | 12,255 | 13,738 | 15,037 |
| **부채와자본총계** | 16,679 | 16,216 | 18,156 | 19,642 | 20,864 |

**손익계산서**

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 21,183 | 21,603 | 22,899 | 24,388 | 25,607 |
| **매출원가** | 7,210 | 7,266 | 7,442 | 7,926 | 8,322 |
| **매출총이익** | 13,974 | 14,337 | 15,457 | 16,462 | 17,285 |
| 매출총이익률 (%) | 66.0 | 66.4 | 67.5 | 67.5 | 67.5 |
| **판매비와관리비** | 10,583 | 10,693 | 10,992 | 11,462 | 12,548 |
| 영업이익 | 3,390 | 3,644 | 4,465 | 5,000 | 4,737 |
| 영업이익률 (%) | 16.0 | 16.9 | 19.5 | 20.5 | 18.5 |
| 비영업손익 | -119 | -320 | -68 | 2 | 23 |
| **순금융비용** | 145 | 88 | 35 | 8 | -13 |
| 외환관련손익 | -36 | -1 | -20 | -20 | -20 |
| **관계기업투자등 관련손익** | 176 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 3,271 | 3,324 | 4,397 | 5,001 | 4,760 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 15.4 | 15.4 | 19.2 | 20.5 | 18.6 |
| 계속사업법인세 | 821 | 828 | 1,051 | 1,196 | 1,138 |
| **계속사업이익** | 2,451 | 2,497 | 3,346 | 3,805 | 3,622 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,451 | 2,497 | 3,346 | 3,805 | 3,622 |
| **순이익률 (%)** | 11.6 | 11.6 | 14.6 | 15.6 | 14.1 |
| 지배주주 | 2,451 | 2,497 | 3,346 | 3,806 | 3,622 |
| **지배주주귀속 순이익률(%)** | 11.57 | 11.56 | 14.61 | 15.6 | 14.14 |
| **비지배주주** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **총포괄이익** | 2,438 | 2,411 | 3,241 | 3,701 | 3,517 |
| **지배주주** | 2,438 | 2,411 | 3,242 | 3,701 | 3,518 |
| **비지배주주** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 5,372 | 5,780 | 6,786 | 7,570 | 8,185 |

**현금흐름표**

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 5,482 | 5,242 | 6,487 | 6,240 | 6,830 |
| 당기순이익(손실) | 2,451 | 2,497 | 3,346 | 3,805 | 3,622 |
| 비현금성항목등 | 3,742 | 4,153 | 4,167 | 3,765 | 4,563 |
| 유형자산감가상각비 | 1,906 | 2,057 | 2,244 | 2,437 | 3,321 |
| 무형자산상각비 | 76 | 79 | 76 | 134 | 126 |
| 기타 | 938 | 1,120 | 735 | -31 | -31 |
| 운전자본감소(증가) | -296 | -417 | 115 | -103 | -217 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 673 | -34 | -323 | -166 | -136 |
| 재고자산감소(증가) | 190 | -34 | -97 | -45 | -37 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -824 | 179 | 686 | 160 | 131 |
| 기타 | -336 | -528 | -152 | -51 | -175 |
| 법인세납부 | -415 | -991 | -1,141 | -1,227 | -1,138 |
| **투자활동현금흐름** | -869 | -2,870 | -3,159 | -2,407 | -2,529 |
| 금융자산감소(증가) | -90 | 125 | -110 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -2,583 | -2,962 | -2,947 | -2,400 | -2,500 |
| 무형자산감소(증가) | -24 | -60 | -64 | -64 | -64 |
| 기타 | 1,828 | 27 | -38 | 57 | 35 |
| **재무활동현금흐름** | -3,738 | -3,285 | -2,111 | -2,649 | -2,640 |
| 단기금융부채증가(감소) | -2,624 | -1,631 | -772 | -400 | -400 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 9 | 48 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -139 | -276 | 52 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -784 | -1,236 | -1,483 | -2,218 | -2,218 |
| 기타 | -190 | -151 | 43 | -31 | -23 |
| 현금의 증가(감소) | 863 | -913 | 1,212 | 1,184 | 1,660 |
| 기초현금 | 1,524 | 2,387 | 1,474 | 2,686 | 3,870 |
| 기말현금 | 2,387 | 1,474 | 2,686 | 3,870 | 5,530 |
| FCF | 2,249 | 1,867 | 2,465 | 3,759 | 4,271 |

자료 : 코웨이, SK증권 추정

**주요투자지표**

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 6.3 | 2.0 | 6.0 | 6.5 | 5.0 |
| 영업이익 | 49.9 | 7.5 | 22.5 | 12.0 | -5.2 |
| 세전계속사업이익 | 124.4 | 1.6 | 32.3 | 13.7 | -4.8 |
| EBITDA | 31.1 | 7.6 | 17.4 | 11.6 | 8.1 |
| EPS(계속사업) | 160.6 | 1.9 | 34.0 | 13.7 | -4.8 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE | 28.4 | 25.2 | 29.6 | 29.3 | 25.2 |
| ROA | 14.3 | 15.2 | 19.5 | 20.1 | 17.9 |
| EBITDA마진 | 25.4 | 26.8 | 29.6 | 31.0 | 32.0 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 102.2 | 113.5 | 148.4 | 182.5 | 229.2 |
| 부채비율 | 77.3 | 56.0 | 48.2 | 43.0 | 38.8 |
| 순차입금/자기자본 | 10.3 | 1.9 | -11.8 | -22.0 | -33.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 28.9 | 50.1 | 134.2 | 230.5 | 363.5 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,178 | 3,238 | 4,339 | 4,934 | 4,696 |
| BPS | 12,200 | 13,466 | 15,878 | 17,801 | 19,486 |
| CFPS | 5,748 | 6,007 | 7,347 | 8,268 | 9,166 |
| 주당 현금배당금 | 2,710 | 2,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER(최고) | 21.1 | 29.2 | 24.3 | 20.1 | 21.1 |
| PER(최저) | 13.7 | 19.6 | 18.2 | 17.0 | 17.9 |
| PBR(최고) | 5.5 | 7.0 | 6.6 | 5.6 | 5.1 |
| PBR(최저) | 3.6 | 4.7 | 5.0 | 4.7 | 4.3 |
| PCR | 11.6 | 14.0 | 11.5 | 11.9 | 10.7 |
| EV/EBITDA(최고) | 9.8 | 12.7 | 11.8 | 9.8 | 8.8 |
| EV/EBITDA(최저) | 6.4 | 8.5 | 8.8 | 8.2 | 7.3 |