

코웨이 (021240KS | Buy 신규 | TP 120,000원 신규)

한국 렌탈업계의 정점에 서 있는 대표 기업

- 이익은 국내에서, 매출은 해외에서: [국내] 매출 6%대, 이익 8%대 / [해외] 매출 30%대 성장 전망.
- 국내: 프리미엄전략 지속, 면세점/온라인 등 신규채널확장, 화장품 시판채널강화 등 성장노력.
- 해외: 중국 필립스 ODM제휴 파트너십 강화, 말레이시아 법인확대, 미국방판 확대 등 공격적 경영

2016년 국내사업은 수익성 극대화 기반 하에 외형성장은 다양한 실험을 통한 개선모색 예상.

- 전략: 프리미엄 전략 지속 추진, 면세점, 온라인 등 신규채널 확장, 화장품 신성장 시판채널 육성 등
- 2014년부터 기존 경쟁자인 동양매직, 청호나이스, 교원 외에도, 쿠쿠전자, 대림, 노비타 등 신규 경쟁자가 늘어 경쟁이 심화되고 M/S 감소. 그러나 환경가전시장의 성장으로 신규가입자수는 계속 증가세.
- 5년마다 교체되는 비중이 늘어 재렌탈 풀이 커지고 있음. M/S유지를 위해선 기존 가입자 유지가 관건.
- IoT장착 공기청정기/정수기 등 프리미엄 신제품 출시로 기존 계정을 유지하고 계정당 가격(ALP) 높임.

2016년 해외사업 매출 30% 이상 성장이 목표

- 중국: 필립스 ODM제휴 파트너십 강화, ODM 추가 대형선 발굴, 브랜드사업 전략적 파트너 발굴 등
- 말레이시아 법인 조직 확대 및 브랜드 마케팅 강화, 미국 방판 확대, 시판 청정기 라인업 확대 등

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원으로, 렌탈업종 대표 기업인 코웨이 커버리지 개시

- 목표주가는 2016년 추정 NOPLAT을 사업부문별로 나눠, 환경가전, 화장품, 홈케어에 25배, 수출 등에 10배를 적용한 후, 보유 현금가치를 더해 산정. 당사는 순현금 구조로 차감할 순차입금이 없음.

Stock Data



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
매출액	(십억원)	1,934	2,014	2,161	2,326	2,480
영업이익	(십억원)	333	377	465	535	582
영업이익률	(%)	17.2	18.7	21.5	23.0	23.5
순이익	(십억원)	253	243	349	395	434
EPS	(원)	3,283	3,150	4,531	5,117	5,629
증감률	(%)	111.4	-4.1	43.8	12.9	10.0
PER	(배)	20.2	26.7	18.6	16.4	14.9
PBR	(배)	4.8	5.5	4.7	4.0	3.4
ROE	(%)	28.6	24.0	30.2	28.6	26.4
EV/EBITDA	(배)	10.1	11.4	9.4	9.6	8.7
순차입금	(십억원)	130	65	-43	-213	-416
부채비율	(%)	69.6	48.8	38.2	33.7	29.7

코웨이 | 한국 렌탈업계의 정점에 서 있는 대표 기업

분기별 실적추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
매출	519.3	544.0	576.4	617.1	597.6	616.8	626.9	663.5	2,035.0	2,256.8	2,504.8
1. 환경가전사업	444.6	463.5	486.5	509.3	490.7	496.3	510.8	529.1	1,725.3	1,903.9	2,027.0
2. 화장품	23.1	21.1	18.6	20.2	25.0	22.8	20.2	21.9	80.5	83.0	89.9
3. 홈케어	18.6	20.4	35.5	46.2	45.9	55.5	56.8	67.8	61.8	120.7	226.0
4. 수출	33.0	39.0	35.8	41.4	36.0	42.1	39.0	44.7	167.4	149.2	161.8
5. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	346.8	360.7	377.0	426.4	399.1	409.0	410.0	458.5	1,340.3	1,510.9	1,676.5
영업이익	98.9	111.7	125.6	126.8	111.9	125.3	136.8	138.7	377.6	463.0	512.8
성장률											
매출	4.4	4.1	14.1	21.1	15.1	13.4	8.8	7.5	3.2	10.9	11.0
1. 환경가전사업	6.1	7.8	11.1	16.2	10.4	7.1	5.0	3.9	3.9	10.4	6.5
2. 화장품	10.0	-5.4	8.1	1.0	8.4	8.1	8.7	8.3	5.4	3.1	8.3
3. 홈케어	52.5	36.9	108.8	161.0	146.5	172.3	60.1	46.7	91.3	95.3	87.2
4. 수출	-27.0	-30.0	8.5	23.6	9.0	8.0	9.0	8.0	15.8	-10.9	8.5
5. 기타											
매출총이익	6.5	5.2	13.0	26.0	15.1	13.4	8.8	7.5	4.5	12.7	11.0
영업이익	10.1	14.4	29.5	36.1	13.2	12.2	9.0	9.4	13.3	22.6	10.8
수익률											
매출총이익률	66.8	66.3	65.4	69.1	66.8	66.3	65.4	69.1	65.9	65.9	66.9
영업이익률	19.5	21.2	23.0	21.8	20.1	21.8	23.7	22.4	14.3	14.1	14.2

자료: 코웨이, LIG투자증권

코웨이 사업 관련 비율과 계정수

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
해약률		0.97	1.04	0.96	0.98	0.96	1.01
렌탈자산폐기손실비율		2.8	3.1	2.9	2.9	2.7	2.7
총계정수		5,469,000	5,539,000	5,571,000	5,617,000	5,661,000	5,714,000
렌탈		4,819,420	4,487,000	4,542,519	4,604,000	4,670,000	4,751,000
멤버십		1,010,790	1,086,300	1,065,000	1,020,000	990,000	970,000
렌탈판매 대수		317,000	371,000	311,000	332,000	341,000	371,000

자료: 코웨이, LIG투자증권

코웨이 | 한국 렌탈업계의 정점에 서 있는 대표 기업

SOTP Valuation

(단위: 원, 억원, 배, %)

	주당가치(원)	적정가치(십억원)	12MF NOPLAT	적용 배수	비고
영업가치	123,783	9,546.7	397.3	24.0	
1. 환경가전사업	104,212	8,037.4	321.5	25.0	
2. 화장품	4,623	356.6	14.3	25.0	NOPLAT을
3. 홈케어	11,619	896.1	35.8	25.0	매출 비중으로 배분
4. 수출	3,328	256.7	25.7	10.0	
순차입금	0	0.0			
자산가치	2,623	202.3	할인전 가치	할인율(%)	
보유현금	2,623	202.3	684.1	0.0	
목표주가	126,406	9,749.0	영업가치-순차입금+자산가치		
1. 영업가치	123,783	9,546.7	영업가치(환경가전,홈케어,화장품,수출)-순차입금		
2. 기업가치	126,406	9,749.0	영업가치-순차입금+자산가치(보유현금)		
주식수 (천주)	77,125				
현재주가 (원)	99,500	7,673.9	현재 시가총액		
주가상승 여력(%)	27.0				

자료: LIG투자증권

코웨이 | 한국 렌탈업계의 정점에 서 있는 대표 기업

대차대조표

(십억원)	2014A	2015E	2016E	2017E
유동자산	573	668	887	1,145
현금및현금성자산	106	152	319	519
매출채권 및 기타채권	295	330	369	413
재고자산	42	45	48	51
비유동자산	1,003	1,070	1,119	1,169
투자자산	123	162	182	205
유형자산	618	641	666	689
무형자산	148	152	157	161
자산총계	1,576	1,738	2,006	2,314
유동부채	468	428	449	468
매입채무 및 기타채무	211	226	244	260
단기차입금	163	100	96	92
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	49	53	57	61
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	517	481	506	529
지배기업소유지분	1,059	1,257	1,501	1,785
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	1,002	1,203	1,449	1,734
기타자본	-114	-117	-120	-121
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,257	1,501	1,785
총차입금	171	109	106	103
순차입금	65	-43	-213	-416

현금흐름표

(십억원)	2014A	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	498	546	589	622
영업에서 창출된 현금흐름	596	657	728	771
이자 수취	0	0	0	0
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-98	-111	-139	-149
투자활동 현금흐름	-269	-283	-266	-266
유동자산의 감소(증가)	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	31	-35	-16	-18
유형자산 감소(증가)	-267	-240	-243	-245
무형자산 감소(증가)	-5	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	-325	-216	-156	-156
사채및차입금증가(감소)	-161	-62	-3	-3
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-124	-148	-149	-149
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-96	47	166	201
기초현금	201	106	152	319
기말현금	106	152	319	519
FCF	223	306	346	377

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2014A	2015E	2016E	2017E
매출액	2,014	2,161	2,326	2,480
증가율(%)	4.1	7.3	7.6	6.6
매출원가	673	651	650	666
매출총이익	1,340	1,511	1,677	1,814
매출총이익률(%)	66.6	69.9	72.1	73.1
판매비와 관리비	963	1,046	1,141	1,232
영업이익	377	465	535	582
영업이익률(%)	18.7	21.5	23.0	23.5
EBITDA	577	683	757	806
EBITDA M%	28.7	31.6	32.5	32.5
영업외손익	-48	-4	-1	1
지분법관련손익	-31	4	4	4
금융손익	-9	-8	-5	-3
기타영업외손익	-9	0	0	0
세전이익	330	461	534	583
법인세비용	87	111	139	149
당기순이익	243	349	395	434
지배주주순이익	243	349	395	434
지배주주순이익률(%)	12.1	16.2	17.0	17.5
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	-2	-3	-1
총포괄이익	235	347	392	433
EPS 증가율(%, 지배)	-4.1	43.8	12.9	10.0
이자손익	-9	-4	-1	1
총외화관련손익	2	0	0	0

주요지표

	2014A	2015E	2016E	2017E
총발행주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125
시가총액(십억원)	6,494	6,486	7,450	7,450
주가(원)	84,200	84,100	96,600	96,600
EPS(원)	3,150	4,531	5,117	5,629
BPS(원)	15,412	17,984	21,138	24,825
DPS(원)	2,000	2,000	2,000	2,000
PER(X)	26.7	18.6	16.4	14.9
PBR(X)	5.5	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA(X)	11.4	9.4	8.3	7.5
ROE(%)	24.0	30.2	28.6	26.4
ROA(%)	15.1	21.1	21.1	20.1
ROIC(%)	23.2	27.8	29.4	30.3
배당수익률(%)	2.4	2.4	2.1	2.1
부채비율(%)	48.8	38.2	33.7	29.7
순차입금/자기자본(%)	6.2	-3.4	-14.2	-23.3
유동비율(%)	122.5	156.1	197.8	244.7
이자보상배율(X)	34.8	76.9	115.2	128.7
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.1
매출채권 회전율	6.9	6.9	6.7	6.3
재고자산 회전율	48.7	49.9	50.0	49.7
매입채무 회전율	3.3	3.0	2.8	2.6