

코웨이 (021240)

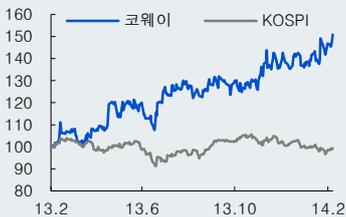
Good to Great

생활소비재

Company Report
2014.2.17

| | |
|------------------|---------------|
| (Maintain) | 매수 |
| 목표주가(원,12M) | 90,000 |
| 현재주가(14/02/14,원) | 70,200 |
| 상승여력 | 28% |

| | | | |
|-------------------------|------------|------------|-------------|
| 영업이익(13P,십억원) | 339 | | |
| Consensus 영업이익(13P,십억원) | 328 | | |
| EPS 성장률(13P, %) | 161.4 | | |
| MKT EPS 성장률(13P,%) | 3.2 | | |
| P/E(13P,x) | 20.8 | | |
| MKT P/E(13P,x) | 12.4 | | |
| KOSPI | 1,940.28 | | |
| 시가총액(십억원) | 5,414 | | |
| 발행주식수(백만주) | 77 | | |
| 유동주식비율(%) | 65.6 | | |
| 외국인 보유비중(%) | 53.2 | | |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.84 | | |
| 52주 최저가(원) | 46,950 | | |
| 52주 최고가(원) | 70,200 | | |
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | 10.4 | 23.6 | 49.5 |
| 상대주가 | 10.7 | 22.5 | 52.6 |



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

4Q13 review: 별도기준 영업이익 885억원(+148%), 다시 한번 컨센서스 상회

코웨이의 4Q13 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4,824억원(+4.9% YoY), 885억원(+148.1% YoY)으로 당사 추정치 4,807억원, 808억원과 비교해 매출액은 유사했지만 영업이익은 9.5% 높았다. 발표 영업이익은 당사 추정치보다 보수적이었던 컨센서스 790억원 대비 12.0% 높았고, 이로써 3분기 연속 컨센서스를 상회하는 성과를 기록하였다.

자산건진성과 고객만족도와 직접적으로 연계되는 렌탈자산 폐기손실율은 1.7%를 기록하며 다시 한 번 사상 최저치를 기록하였다. 2013년 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +7.0%, +30.9% 성장하였고 영업이익률은 전년도 14.7%에서 17.3%로 크게 개선되었다.

비교 불가한 사업 포트폴리오의 힘, 그리고 강화되는 해외 성장 모멘텀

코웨이는 2014년 경영계획으로 매출 성장률 7.6%, 영업이익률 17.4%를 제시하였다. 수익성은 2013에 크게 개선되었던 수준을 유지하며 탑라인 성장에 보다 드라이브를 건다는 전략이다. 2013년은 MBK파트너스가 경영하는 첫 번째 해였던 만큼 비용구조 효율화와 제품품질, 고객 만족도 등의 지표 개선에 우선적으로 초점이 맞춰져 있었다.

2014년에는 코디와 홈케어덕터를 중심으로 영업력을 강화하고 신제품과 고기능성 제품 출시를 지속하며 렌탈판매 성장 재개를 목표로 하고 있다. 상대적으로 보급율이 높은 정수기는 제품군 다양화와 판매채널 다변화로 대응할 예정이다. 아직 한국 내 보급률이 17% 수준인 청정기는 사계절 이용 가능 제품군을 확대하고 있어 렌탈계정 증가와 함께 제품믹스 개선에 따른 ARPU 상승도 수반될 것으로 보인다.

신규사업과 해외수출 성장에 대한 기대감도 여전히 높다. 해외사업은 ODM 주문량 확대와 해외법인 실적 개선으로 20%를 상회하는 고성장을 지속할 것으로 보인다. 2013년 하반기부터 뚜렷한 성장 재개를 보여주고 있는 매트리스 사업은 제품군 다양화와 기타 서비스 관련 사업(에어컨 세척 등) 추가 런칭으로 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 20% 상향

2012년까지 코웨이에 있어 가장 큰 리스크는 옹진그룹과 관련한 외재적 요인이었다. 2013년 경영권과 계열사와 관련한 리스크가 완전히 해소된 뒤 코웨이의 실적과 재무구조 개선 성과는 그야말로 눈부시다. 독보적인 R&D 역량, 뛰어난 제품 품질과 서비스 네트워크, 그리고 사업 포트폴리오의 중심이 되는 렌탈시스템은 근원적인 프리미엄 요인이다.

한국뿐 아니라 아시아 소비재 섹터에서 가장 독보적인 포트폴리오를 보유하고 있는 코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 75,000원에서 20% 상향한 90,000원을 제시한다.

| 결산기 (12월) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13P | 12/14F | 12/15F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 2,531 | 1,824 | 1,993 | 2,118 | 2,272 | 2,495 |
| 영업이익 (십억원) | 282 | 235 | 226 | 339 | 392 | 462 |
| 영업이익률 (%) | 11.1 | 12.9 | 11.3 | 16.0 | 17.3 | 18.5 |
| 순이익 (십억원) | 177 | 167 | 94 | 246 | 257 | 310 |
| EPS (원) | 2,301 | 2,166 | 1,219 | 3,187 | 3,329 | 4,023 |
| ROE (%) | 24.6 | 22.2 | 12.3 | 28.2 | 25.0 | 26.2 |
| P/E (배) | 17.5 | 16.9 | 35.7 | 20.8 | 21.1 | 17.4 |
| P/B (배) | 3.9 | 3.3 | 3.8 | 4.9 | 4.6 | 4.0 |

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

4Q13 Review

4Q13 review: 별도기준 영업이익 885억원(+148%), 컨센서스 12% 상회

코웨이의 4Q13 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4,824억원(+4.9% YoY), 885억원(+148.1% YoY)으로 당사 추정치 4,807억원, 808억원과 비교해 매출액은 유사했지만 영업이익은 9.5% 높았다. 발표 영업이익은 당사 추정치보다 보수적이었던 컨센서스 790억원 대비 12.0% 높았고, 이로써 3분기 연속 컨센서스를 상회하는 성과를 기록하였다.

자산건전성과 고객만족도와 직접적으로 연계되는 렌탈자산 폐기손실율은 1.7%를 기록하며 다시 한번 사상 최저치를 기록하였다. 2013년 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +7.0%, +30.9% 성장하였고 영업이익률은 지난해 14.7%에서 17.3%로 크게 개선되었다.

연결기준 실적은 매출액 5,240억원, 영업이익 905억원으로 전년대비 각각 +0.9%, +163.3% 증가한 수치를 기록했다. 적자를 지속했던 일본법인을 매각하고 말레이시아와 미국 사업이 호조를 지속하며 큰 폭의 이익 증가를 시현할 수 있었던 것으로 보인다.

표 1. 4Q13 별도기준 잠정실적

(십억원, %)

| | 4Q12 | 3Q13 | 4Q13P | | | 성장률 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 잠정실적 | KDB대우 | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 460.1 | 489.2 | 482.4 | 480.7 | 486.7 | 4.9 | -1.4 |
| 영업이익 | 35.7 | 97.0 | 88.5 | 80.8 | 79.0 | 148.1 | -8.8 |
| 영업이익률 | 7.8 | 19.8 | 18.3 | 16.8 | 16.2 | 136.6 | -7.5 |
| 세전이익 | 31.7 | 83.0 | 72.8 | 78.9 | 76.0 | 129.4 | -12.3 |
| 순이익 | 21.6 | 62.3 | 50.9 | 59.2 | 58.6 | 135.8 | -18.2 |

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 4Q13 연결기준 잠정실적

(십억원, %)

| | 4Q12 | 3Q13 | 4Q13P | | 성장률 | |
|-------|------|------|-------|------|-------|------|
| | | | 잠정실적 | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 519 | 531 | 524 | 512 | 0.9 | -1.2 |
| 영업이익 | 34 | 96 | 91 | 80 | 163.3 | -6.0 |
| 영업이익률 | 6.6 | 18.1 | 17.3 | 15.7 | 161.3 | -4.7 |
| 세전이익 | 24 | 80 | 91 | 87 | 286.2 | 13.5 |
| 순이익 | 14 | 60 | 69 | 79 | 407.8 | 14.1 |

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 코웨이 수익예상 변경표

(십억원, %)

| | 변경전 | | 변경후 | | 변경률 | | 변경 이유 |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|---------------------|
| | 13F | 14F | 13F | 14F | 13F | 14F | |
| 매출액 | 1,932 | 2,053 | 2,118 | 2,272 | 9.6 | 10.7 | 청정기, 매트리스, 수출 실적 상향 |
| 영업이익 | 326 | 344 | 339 | 392 | 3.7 | 14.0 | |
| 세전이익 | 358 | 339 | 328 | 343 | -8.3 | 1.1 | 2013년 태국법인 총당금 반영 |
| 순이익 | 262 | 255 | 246 | 257 | -6.3 | 0.9 | |

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

Valuation

DCF valuation에 기반해 산출한 목표주가 90,000원, 기존 대비 20% 상향

코웨이에 대해 투자 의견 매수와 DCF valuation(Rf 2.5%, WACC 5.4%, g 2.0%)으로 산출한 목표주가 90,000원을 제시한다. 2014년부터 연결 실적으로 추정치 기반을 변경하였고, 청정기, 매트리스, 해외 사업 등에 대한 실적 전망을 상향 조정하여 적정가치가 자연스럽게 상승하였다.

새롭게 제시된 적정주가 90,000원의 2014년 기준 implied P/E는 27.0배로, 최근 4개년 평균 P/E 22.7배 대비 18.9% 할증된 수치이다. 2013년이 웅진그룹에서 분리된 첫 해였음에 불구하고 코웨이의 경영 성과는 매 분기 시장 기대치를 크게 상회하였다. 향후 신제품 라인업 확대와 해외매출 증가로 탐라인 성장성이 강화되고 비용구조 합리화 작업도 지속될 것으로 보여 그 어느 시기보다 밸류에이션 프리미엄이 정당화될 수 있다고 판단한다.

표 4. 코웨이 DCF 밸류에이션 내역

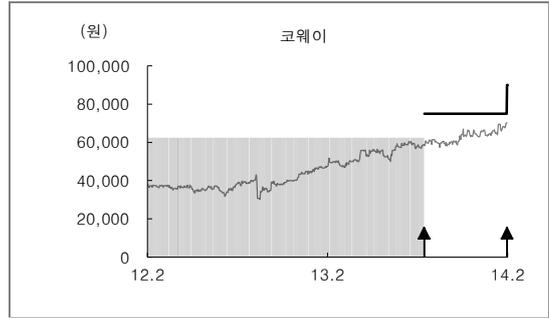
(십억원, %, 천주)

| | 14F | 15F | 16F | 17F | 18F |
|-----------------------|-------|---------------|-----|-----|-----|
| EBIT | 392 | 462 | 471 | 481 | 490 |
| - EBIT에 대한 세금 | 99 | 116 | 119 | 121 | 123 |
| - CAPEX | 269 | 278 | 284 | 289 | 295 |
| - 순운전자본 증가(감소) | 43 | 47 | 48 | 49 | 50 |
| + 감가상각비 | 173 | 189 | 193 | 197 | 201 |
| + 무형자산상각비 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| + 렌탈자산 폐기손실 | 37 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| FCFF | 198 | 257 | 261 | 266 | 270 |
| 추정마지막년도 FCFF | 270 | | | | |
| Terminal Value | 8,068 | | | | |
| Terminal Growth | 2.0% | | | | |
| NPV of FCFF | | 1,236 | | | |
| PV of Terminal Value | | 5,880 | | | |
| Enterprise Value | | 7,115 | | | |
| Cash & Equivalents | | 201 | | | |
| Other Investment | | 45 | | | |
| Interest Bearing Debt | | 382 | | | |
| Minority Interest | | 0 | | | |
| Preferred Stock | | 0 | | | |
| Current Equity Value | | 6,979 | | | |
| Shares Outstanding | | 77,125 | | | |
| 추정주당가치 (원) | | 90,000 | | | |
| 현재주가 (원) | | 70,200 | | | |
| Upside (%) | | 28.2% | | | |

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 종목명(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) |
|-------------|------------|----------------|---------|
| 코웨이(021240) | 2014.02.16 | 매수 | 90,000원 |
| | 2013.09.01 | 매수 분석 대상 제외 | 75,000원 |



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.