

코웨이 (021240)

군계일학(群鷄一鶴)

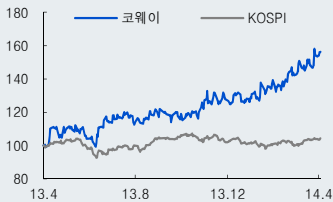
생활소비재

Company Report
2014.4.21

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	103,000
현재주가(14/04/18,원)	78,700
상승여력	31%

영업이익(14F,십억원)	383
Consensus 영업이익(14F,십억원)	377
EPS 성장률(14F,%)	12.6
MKT EPS 성장률(14F,%)	28.0
P/E(14F,x)	22.0
MKT P/E(14F,x)	10.8
KOSPI	2,004.28
시가총액(십억원)	6,070
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	53.9
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	49,950
52주 최고가(원)	79,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.0	33.4	55.2
상대주가	5.5	36.6	47.2



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

1Q14 preview: 별도 매출액 4,964억원(+6.7%), 영업이익 859억원(+24.1%) 예상

코웨이의 1Q14 별도기준 실적은 매출액 4,964억원(+6.7% YoY), 영업이익 859억원(+24.1% YoY), 영업이익률 17.3%를 기록할 것으로 예상된다. **전반적인 실적은 대체로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다, 영업이익률은 시장 기대치 16.9%를 상회할 것으로 보인다.** 13년 적극적으로 전개되었던 비용 효율화 노력의 성과로 판매비율이 안정적으로 합리화되었기 때문이다.

1분기 신규 렌탈계정은 전년대비 -0.8% 소폭 감소하고 전분기 대비로는 +8.0% 증가한 수치를 기록할 것으로 예상된다. **전년대비 약세의 원인은 지난해 1분기에 렌탈과 멤버십 가격 인상 직전 선수가 급증했기 때문으로 분석된다.** 매출기여도가 가장 높은 정수기와 청정기의 1Q13 전년동기대비 주문 증가율은 각각 +10.3%와 +17.8%였다.

청정기의 구조적 수요 확대에 대한 기대와 확신이 동시에 강해지는 시점

당사는 청정기 사업이 코웨이의 중장기 성장을 주도할 것으로 예상된다. 코웨이는 02년 청정기 브랜드를 런칭한 이후 10여년간 사업을 전개해왔지만, 한국 내에서 청정기의 필수성에 대한 인식은 아직 미약한 수준에 머물러있는 것으로 보인다. 특히 과거 환절기의 계절적 수요가 강해 12년 청정기의 연평균 해약률은 1.43%로, 전체 평균 1.01% 대비 크게 높았다.

하지만 최근 중국발 스모그에 한국이 직접적인 영향을 받으며 청정기의 필수성에 대한 인식 변화가 본격화되고 있다고 판단한다. **청정기의 2013년 분기별 해약률은 1분기 1.32%에서 4분기 0.98%까지 개선되며 분기 사상 최저치를 기록했다.**

현재 코웨이 사업 포트폴리오의 중심인 정수기는 약 25년간의 구조적 수요 성장을 경험한 아이টে็ม으로 추가 성장이 제한될 수 밖에 없다. **정수기의 매출기여도는 2013년 47.5%에서 2015년 44.5%로 축소되고 동기간 청정기의 기여도는 12.5%에서 13.3%로 확대될 전망이다.**

투자이견 매수를 유지하고 목표주가 103,000원으로 상향 제시

최근 급격하게 심화되고 있는 중국 내 환경오염문제는 코웨이에게 또 다른 기회가 될 수 있다. 현재 중국 내 공기청정기 보급률은 0.2%에 불과하지만, 환경 변화가 청정기의 필수성을 이례적으로 강화시키고 있기 때문이다. 청정기는 고소득층의 수요 잠재력이 높아 전체 시장이 급성장하는 가운데 코웨이 제품에 대한 상대적 수요 강세를 기대할 수 있다.

견고한 포트폴리오와 실적 안정성, 그리고 해외 진출 본격화 가능성은 코웨이의 상대적 프리미엄을 정당화하는 요인이다. **코웨이에 대해 투자이견 매수를 유지하고 목표주가는 90,000원에서 103,000원으로 14.4% 상향 제시한다.**

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,291	2,496	2,718
영업이익 (십억원)	235	226	339	383	446	470
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	16.7	17.9	17.3
순이익 (십억원)	167	94	245	276	324	345
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,578	4,205	4,471
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	27.1	27.3	25.0
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	22.0	18.7	17.6
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.1	4.4	3.8

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

1Q14 preview

표 1. 1Q14 별도 기준 실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	4Q13	1Q14		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	465	482	496	504	6.7	2.9
영업이익	69	88	86	85	24.1	-1.9
영업이익률 (%)	14.9	18.2	17.3	16.9	16.3	-4.7
세전이익	115	72	82	90	-29.0	13.7
순이익	80	50	61	68	-23.6	22.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 1Q14 연결 기준 실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	4Q13	1Q14		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	507	524	539	544	6.1	2.8
영업이익	70	91	85	87	21.2	-7.2
영업이익률 (%)	13.7	17.4	15.7	16.0	14.2	-9.7
세전이익	75	90	81	86	7.6	-10.3
순이익	57	68	61	65	5.9	-10.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실적 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	2,272	2,495	2,291	2,496	0.8	0.0	- 판매수수료를 상향조정 - 관계기업 관련 손실 축소
영업이익	392	462	383	446	-2.1	-3.5	
세전이익	343	415	369	434	7.5	4.6	
순이익	257	310	276	324	7.5	4.5	
EPS (KRW)	333	402	358	421	7.5	4.5	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 분기 실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	507	556	531	524	539	602	581	569
영업이익	70	82	96	91	85	92	106	100
영업이익률 (%)	14	15	18	17	16	15	18	18
순이익(지배)	57	60	60	68	61	66	77	72
순이익률 (%)	11	11	11	13	11	11	13	13
렌탈자산 폐기손실 (%, 별도 매출액 대비)	12	10	9	8	9	10	10	9
	2	2	2	2	2	2	2	2

자료: KDB대우증권 리서치센터

Valuation

DCF valuation에 기반해 산출한 목표주가 103,000원, 기존 대비 14% 상향

코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하고 DCF valuation(Rf 2.5%, WACC 5.3%, g 2.0%)으로 산출한 목표 주가 103,000원을 제시한다. 2014년과 2015년의 실적 추정치에는 큰 변화가 없었으나 2016년 이후의 전망이 소폭 상향 조정되었고, 순부채 축소가 반영되며 목표주가가 상향되었다.

새롭게 제시된 적정주가의 2014F 연결 EPS 기준 implied P/E는 28.8배로, 2013년 평균 P/E대비 38% 높은 수치이다. 절대적인 기준의 P/E 배수는 상당히 높아 보일 수 있지만, 2013년 4분기 연속 어닝 서프라이즈와 청정기의 구조적 수요 증가 모멘텀 등을 고려할 때 프리미엄이 당위적인 구간으로 보인다. 또한 코웨이의 사업 모델은 직접적으로 비교 가능한 기업이 없고 현금흐름의 가시성이 높아 상대평가보다는 절대 가치평가의 신뢰도가 높다고 판단한다.

표 5. 코웨이 DCF 밸류에이션 내역

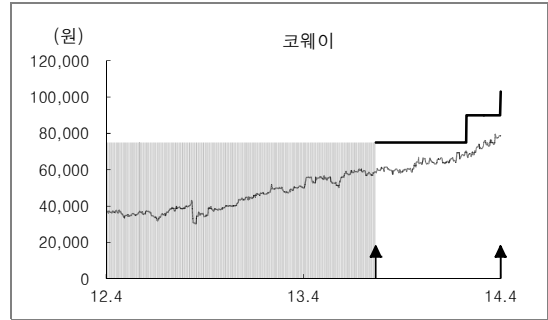
(십억원, %, 천주)

	14F	15F	16F	17F	18F
EBIT	383	446	470	480	489
- EBIT에 대한 세금	97	112	118	121	123
- CAPEX	256	267	277	283	288
- 순운전자본 증가(감소)	60	42	42	43	44
+ 감가상각비	174	189	205	209	214
+ 무형자산상각비	7	7	6	7	7
+ 렌탈자산 폐기손실	38	41	45	46	46
FCFF	190	262	289	295	300
추정마지막년도 FCFF	280				
Terminal Value	8,743				
Terminal Growth	2.0%				
NPV of FCFF		1,207			
PV of Terminal Value		6,763			
Enterprise Value		7,970			
Cash & Equivalents		267			
Other Investment		7			
Interest Bearing Debt		336			
Minority Interest		0			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		7,908			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		103,000			
현재주가 (원)		78,700			
Upside (%)		30.9%			

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2014.04.20	매수	103,000원
	2014.02.16	매수	90,000원
	2013.09.01	매수	75,000원
		분석 대상 제외	



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(◆), 추가(—), 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.