KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

흔들리지 않는 포트폴리오의 힘

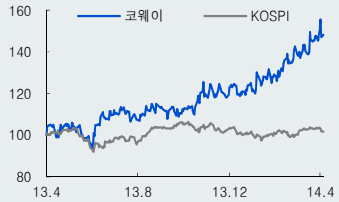
생활소비재

Results Comment
2014.4.29

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	103,000
현재주가(14/04/28,원)	79,000
상승여력	30%

영업이익(14F,십억원)	384
Consensus 영업이익(14F,십억원)	379
EPS 성장률(14F,%)	10.7
MKT EPS 성장률(14F,%)	26.8
P/E(14F,x)	22.5
MKT P/E(14F,x)	10.7
KOSPI	1,969.26
시가총액(십억원)	6,093
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	54.0
베타(12M) 일간수익률	0.64
52주 최저가(원)	50,100
52주 최고가(원)	82,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	33.9	41.8
상대주가	8.7	39.3	40.1



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

1Q14 review: 별도기준 영업이익 898억원(+29.7%) 기록, 컨센서스 상회

코웨이의 1Q14 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4,948억원(+6.4% YoY), 898억원(+29.7% YoY)으로, **매출액은 당사 추정치와 컨센서스에 부합하는 수준이었으나 영업이익은 시장 예상 대비 5.3% 높아 다시 한 번 기대치를 상회하는 실적을 기록하였다.** 당사가 기존에 예상했던 영업이익률은 17.3%로 시장 컨센서스 16.9%보다 높은 수익성을 전망하였는데, 실제 영업이익률은 18.1%을 기록해 탁월한 비용관리능력을 재차 입증하였다.

1Q14 신규 렌탈 판매량은 31.7만 계정으로 당사 추정치 31.5만 계정에 부합했다. **신규 렌탈 판매는 1Q13 가격인상 전 선수요 증가에 따른 기고효과로 전년대비 -0.4% 소폭 감소했지만 전분기대비 +8.4% 성장해 탑라인 성장 재개에 초점을 두고 있는 2014년 사업계획이 수월하게 전개되고 있음을 확인할 수 있었다.** 렌탈 제품과 서비스 등의 퀄리티를 확인하는 지표인 렌탈 자산폐기손실의 렌탈매출대비 비중은 2.8%로 지난해 개선된 수준에서 유지되었다.

해외법인향 매출과 ODM 실적을 포괄하는 수출실적은 전년대비 +43.6% 증가한 452억원을 기록해 당사 추정치를 19.7% 상회하였고, 전체 매출 내 비중은 전년동기 6.8%에서 9.1%로 크게 확대되었다. 장기간 수익성 확보에 고전해왔던 화장품 사업도 홈쇼핑 실적 호조와 신규 브랜드 런칭에 힘입어 전년대비 +17.4% 증가한 210억원의 매출액을 기록하였다.

2, 3분기는 수익성보다 탑라인 성장성에 주목해야 할 시점

2분기 이후에는 성장 중심 전략의 본격화로 분기 매출성장이 2Q13 이후 처음으로 8%를 상회할 것으로 추정된다. 2014년부터 환경가전의 시판채널을 대형마트와 가전 양판점, 홈쇼핑 채널 등으로 다변화하는 전략을 추진하고 있어 신규 소비층의 수요 흡수가 보다 원활하게 전개될 수 있을 것으로 보인다. 다만 당분간 탑라인 성장이 재개되는 구간에서 추가 수익성 개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 2014년 코웨이가 추진하고 있는 성장 중심의 전략에서 수익성 개선은 병립하기 쉽지 않은 요건이다. 반대로 2013년 수익성 중심 전략이 추진되는 기간 동안 탑라인 성장이 더딜 수 밖에 없었던 상황과 유사하다.

흔들리지 않는 포트폴리오의 힘을 재차 입증. 매수 의견과 목표주가 103,000원 유지

코웨이는 한국 소비재 유니버스 내에서 가장 강력하고 안정적인 수익 창출 능력을 지니고 있는 업체이다. 1998년부터 렌탈 사업을 시작하고, 뛰어난 R&D 능력을 기반으로 고품질의 신제품 출시를 지속해오며 장기간 확보한 견고한 수익창출 능력은 타 업체와 비교 불가한 포트폴리오를 형성하는 기반이 된다. 또한 2013년 경영진이 교체된 이후 실적으로 입증하는 수많은 성과들은 프리미엄을 당위시하는 요인이다. 투자의견 매수와 적정주가 103,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,285	2,487	2,704
영업이익 (십억원)	235	226	339	384	438	460
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	16.8	17.6	17.0
순이익 (십억원)	167	94	245	271	313	337
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,518	4,054	4,372
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	26.7	26.6	24.8
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	22.5	19.5	18.1
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.1	4.5	3.9

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

1Q14 잠정실적 review

표 1. 코웨이 1Q14 별도기준 잠정실적 (십억원, %)

	1Q13	4Q13	1Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	465	482	495	496	504	6.4	2.6
영업이익	69	88	90	86	85	29.7	2.5
영업이익률 (%)	14.9	18.2	18.1	17.3	16.9		
세전이익	115	72	88	82	90	-23.6	22.2
순이익	80	50	66	61	68	-17.6	31.7

주: K-IFRS 별도 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 코웨이 1Q14 연결기준 잠정실적 (십억원, %)

	1Q13	4Q13	1Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	507	524	535	539	544	5.4	2.1
영업이익	70	91	90	85	87	29.5	-0.9
영업이익률 (%)	13.7	17.4	16.9	15.7	16.0		
세전이익	75	90	88	73	86	17.4	-2.2
순이익	57	68	66	55	65	15.2	-2.6

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실적추정 변경내역 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	2,272	2,495	2,285	2,487	0.6	-0.3	
영업이익	392	462	384	438	-2.0	-5.2	판매수수료 상향조정
세전이익	343	415	363	418	5.8	0.8	금융비용 하향조정
순이익	257	310	271	312	5.6	0.7	

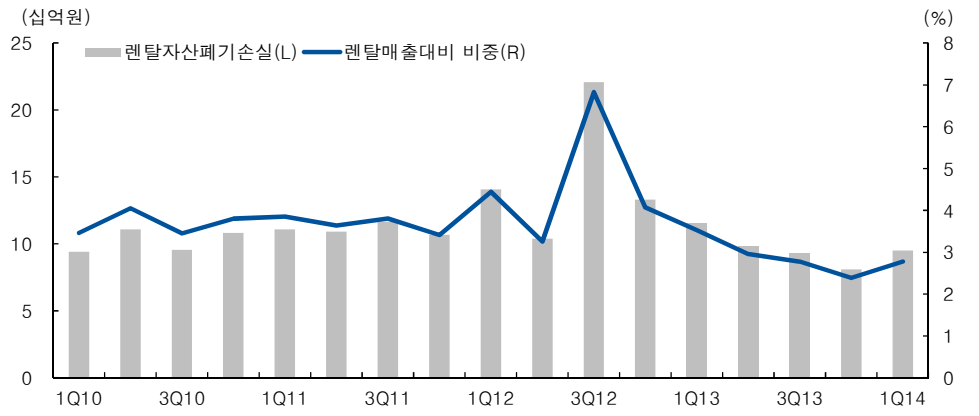
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 분기실적 전망 (십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	507	556	531	524	535	601	580	569
영업이익	70	82	96	91	90	103	96	94
영업이익률 (%)	14	15	18	17	17	17	17	17
순이익(지배)	57	60	60	68	66	71	66	68
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	11	12
렌탈자산 폐기손실	12	10	9	8	10	10	10	10
(%, 별도 렌탈매출 대비)	4	3	3	2	3	3	3	3

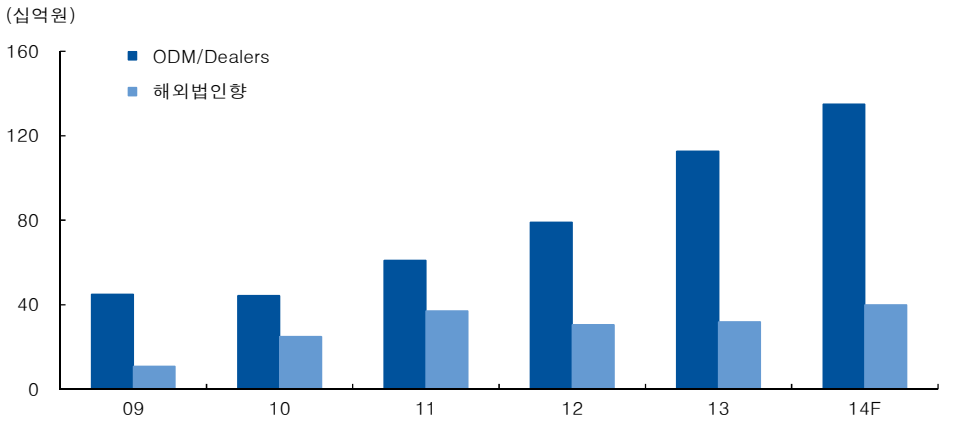
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 분기별 렌탈자산폐기손실과 렌탈매출대비 비중 추이



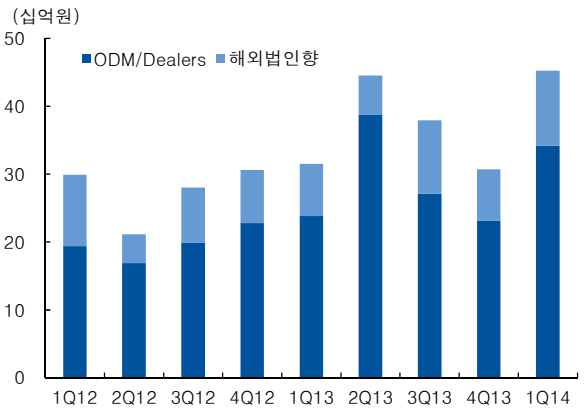
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 해외사업 연간실적 전망: 14F 매출성장률 21% 예상



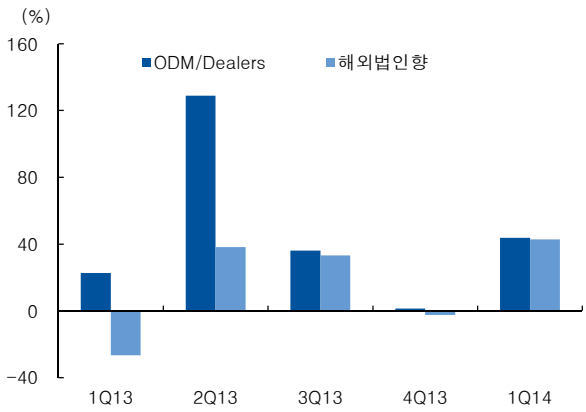
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 분기별 수출실적 추이



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 분기별 수출실적 성장률



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	**2,118**	**2,285**	**2,487**	**2,704**
매출원가	**721**	**801**	**883**	**988**
매출총이익	**1,397**	**1,484**	**1,604**	**1,716**
판매비와관리비	**1,058**	**1,100**	**1,166**	**1,257**
조정영업이익	**339**	**384**	**438**	**460**
영업이익	**339**	**384**	**438**	**460**
비영업손익	**-12**	**-21**	**-20**	**-9**
금융손익	-14	-6	-4	-1
관계기업등 투자손익	18	0	0	0
세전계속사업손익	327	363	418	451
계속사업법인세비용	82	92	106	114
계속사업이익	245	271	313	337
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**245**	**271**	**313**	**337**
지배주주	245	271	313	337
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**244**	**271**	**313**	**337**
지배주주	244	271	313	337
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	537	564	633	670
FCF	269	147	208	235
EBITDA 마진율 (%)	25.4	24.7	25.5	24.8
영업이익률 (%)	16.0	16.8	17.6	17.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	11.9	12.6	12.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	**691**	**792**	**937**	**1,099**
현금 및 현금성자산	239	287	394	517
매출채권 및 기타채권	227	262	284	308
재고자산	66	76	82	89
기타유동자산	159	167	177	185
비유동자산	**976**	**1,019**	**1,052**	**1,075**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	683	716	741
무형자산	177	171	164	158
자산총계	**1,668**	**1,812**	**1,989**	**2,174**
유동부채	**677**	**671**	**669**	**666**
매입채무 및 기타채무	191	191	195	198
단기금융부채	335	336	338	338
기타유동부채	151	144	136	130
비유동부채	**50**	**52**	**54**	**57**
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	50	52	54	57
부채총계	**727**	**723**	**723**	**723**
지배주주지분	**941**	**1,089**	**1,265**	**1,451**
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	868	1,016	1,192	1,378
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**941**	**1,089**	**1,265**	**1,451**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	**537**	**403**	**472**	**509**
당기순이익	245	271	313	337
비현금수익비용가감	374	281	304	325
유형자산감가상각비	191	173	188	204
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	175	101	109	115
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-57	-39	-39
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	67	-33	-21	-22
재고자산 감소(증가)	19	-10	-7	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	0	3	3
법인세납부	-41	-92	-106	-114
투자활동으로 인한 현금흐름	**-76**	**-221**	**-220**	**-223**
유형자산처분(취득)	-258	-217	-222	-228
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-5	-6	-5
기타투자활동	188	1	8	10
재무활동으로 인한 현금흐름	**-373**	**-134**	**-146**	**-163**
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	1	2	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-78	-124	-136	-151
기타재무활동	-35	-11	-12	-12
현금의 증가	**86**	**48**	**107**	**123**
기초현금	152	239	287	394
기말현금	239	287	394	517

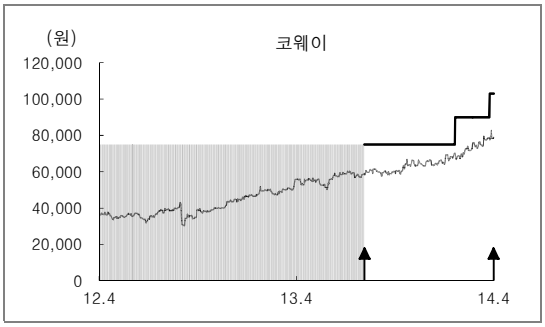
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	22.5	19.5	18.1
P/CF (x)	8.3	11.0	9.9	9.2
P/B (x)	4.9	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA (x)	9.7	10.9	9.5	8.8
EPS (원)	3,178	3,518	4,054	4,372
CFPS (원)	8,030	7,162	7,999	8,584
BPS (원)	13,535	15,450	17,741	20,151
DPS (원)	2,710	1,830	2,036	2,240
배당성향 (%)	82.4	50.1	48.4	49.4
배당수익률 (%)	4.1	2.3	2.6	2.8
매출액증가율 (%)	6.3	7.9	8.8	8.7
EBITDA증가율 (%)	31.0	5.0	12.2	5.8
조정영업이익증가율 (%)	50.0	13.3	14.1	5.0
EPS증가율 (%)	160.7	10.7	15.2	7.8
매출채권 회전율 (회)	9.5	10.0	9.7	9.7
재고자산 회전율 (회)	30.8	32.3	31.4	31.5
매입채무 회전율 (회)	17.4	21.7	22.9	23.6
ROA (%)	14.3	15.6	16.5	16.2
ROE (%)	28.4	26.7	26.6	24.8
ROIC (%)	23.0	27.3	28.9	28.7
부채비율 (%)	77.3	66.4	57.2	49.8
유동비율 (%)	102.2	118.1	140.0	165.0
순차입금/자기자본 (%)	9.5	3.9	-5.0	-12.9
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	32.5	37.5	39.3

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2014.04.21	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 주가하락이 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.