

코웨이 (021240)

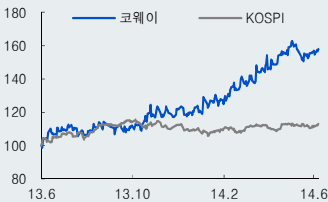
프리미엄을 당위시하는 호실적 지속

생활소비재

Earnings Preview
2014.7.3

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	103,000
현재주가(14/07/02,원)	84,900
상승여력	21%

영업이익(14F,십억원)	383
Consensus 영업이익(14F,십억원)	389
EPS 성장률(14F,%)	13.4
MKT EPS 성장률(14F,%)	20.2
P/E(14F,x)	23.6
MKT P/E(14F,x)	11.4
KOSPI	2,015.28
시가총액(십억원)	6,548
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.4
외국인 보유비중(%)	53.3
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	55,800
52주 최고가(원)	87,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.7 29.0 51.3
상대주가	-2.4 25.9 39.3



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

2Q14F preview: 별도 매출액 5,321억원(+7.1%), 영업이익 913억원(+15.0%) 예상

코웨이의 2Q14F 별도기준 실적은 매출액 5,321억원(+7.1% YoY, +7.5% QoQ)과 영업이익 913억원(+15.0% YoY, +1.7% QoQ), 영업이익률 17.2%을 기록할 것으로 추정된다. 매출액과 영업이익 모두 전년동기와 전분기 대비 증가할 것으로 예상되어 장기간의 실적 호조 행진이 무리 없이 지속될 전망이다.

당사의 매출액 전망치는 컨센서스를 소폭 상회하나 수익성에 대한 기대는 컨센서스 영업이익률 17.7% 대비 미약하다. 14년부터 추진되고 있는 외형 성장 중심 전략에 수반되는 인건비와 판매수수료 등 비용 증가를 반영했기 때문이다. 한편 렌탈 사업 성장성의 지표가 되는 신규 렌탈계정 유입량은 2Q13 이후 전년동기대비 역성장을 지속해왔으나 2Q14F +5.0% YoY 증가하며 성장이 재개될 것으로 기대된다.

원활히 전개되고 있는 P(제품 믹스 개선)와 Q(신규 고객 유입)의 동반 성장 전략

코웨이는 14년 이후 자산 건전성과 판관비 효율성이 충분히 합리화된 상황에서 신규 고객 유입과 제품 믹스 개선, 판매 채널 확대 등을 통한 외형 성장 중심 전략을 추진하고 있다. 대형 할인점과 가전 양판점, 홈쇼핑 등으로 신규 채널로의 확장이 가속화되며 14년 신규 렌탈계정 유입량은 전년대비 +4.9% 증가할 것으로 예상된다.

또한 과거 장기간 정수기 단일제품 수요의 고사양화와 ARPU 증가가 전체 실적 개선을 주도해왔던 것과는 달리, 2H13부터는 청정기와 매트리스 등 기타 제품에 대한 수요가 구조적인 강세를 보이며 고사양 제품 선호 현상이 비주류 제품 영역으로 확대되는 모습이 눈에 띈다. 13년 렌탈 ARPU 증가+0.4% YoY에 그쳤던 반면 1Q14에는 +7.7% YoY로 크게 상승하였고, ASP 인상과 제품 믹스 개선의 복합 효과는 14년 연간 지속될 전망이다.

상대/절대적 프리미엄 요인 강화 지속, "매수" 의견과 목표주가 103,000원 유지

코웨이는 당사의 자유소비재 유니버스 내에서 높은 밸류에이션에 대한 논란으로부터 자유롭지 못한 대표적인 종목 중 하나지만, 동사에 대한 단순 밸류에이션에 기반한 해석을 경계하는 입장을 견지한다. 그 이유는; 1) 직접적으로 비교 가능한 기업이 없어 상대 밸류에이션의 적합성 자체를 판단하기 어려우며, 2) 자체 개발-생산-렌탈 판매 시스템을 통한 효율적인 공급 체인은 동사의 견조한 성장성에 대한 신뢰와 높은 수익성을 뒷받침하는 독보적이고 근원적인 강점이기 때문이다.

현재와 같이 소비재 섹터 내 여타 종목들의 실적 흐름에 대한 불확실성이 높은 시기에 견조한 수익성과 현금 창출능력에서 기인하는 상대/절대적 프리미엄 강화는 당위적이다. 코웨이에 대한 "매수" 투자의견과 목표주가 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	2,271	2,458	2,651
영업이익 (십억원)	235	226	339	383	431	466
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	16.9	17.5	17.6
순이익 (십억원)	167	94	245	278	314	347
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,605	4,076	4,503
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	27.5	26.8	25.5
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	23.6	20.8	18.9
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.5	4.8	4.2

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

2Q14F preview

표 1. 2Q14F 별도 기준 실적 전망

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	497	495	532	531	7.1	7.5
영업이익	79	90	91	94	15.0	1.7
영업이익률 (%)	16.0	18.1	17.2	17.7		
세전이익	81	88	89	92	10.6	1.6
순이익	61	66	67	69	10.5	1.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2Q14F 연결 기준 실적 전망

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	556	535	592	598	6.3	10.6
영업이익	82	90	96	97	16.8	6.0
영업이익률 (%)	14.7	16.9	16.2	16.2		
세전이익	81	88	93	95	14.4	4.8
순이익	60	66	69	71	15.7	4.5

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	2,285	2,487	2,271	2,458	-0.6	-1.1	연결법인 실적 조정
영업이익	384	438	383	431	-0.4	-1.5	
세전이익	363	418	372	421	2.5	0.6	영업외수익 전망 상향
순이익	271	313	278	314	2.5	0.5	
EPS (KRW)	352	405	360	408	2.5	0.5	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 연결 기준 분기 실적 전망

(십억원, %)

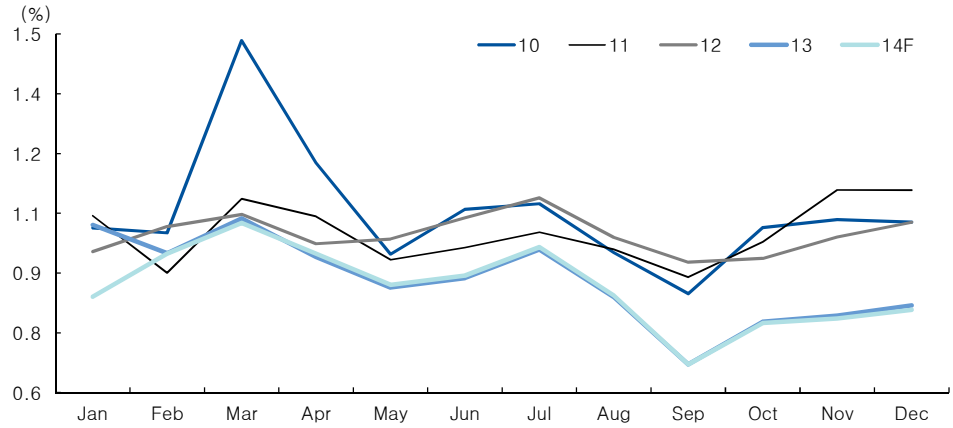
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	507	556	531	524	535	592	573	571
영업이익	70	82	96	91	90	96	102	95
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	16.2	17.7	16.6
순이익	57	60	60	68	66	69	74	69
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	13	12
렌탈자산 폐기손실 (%, 별도 렌탈매출 대비)	12	10	9	8	10	10	10	10
	4	3	3	2	3	3	3	3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

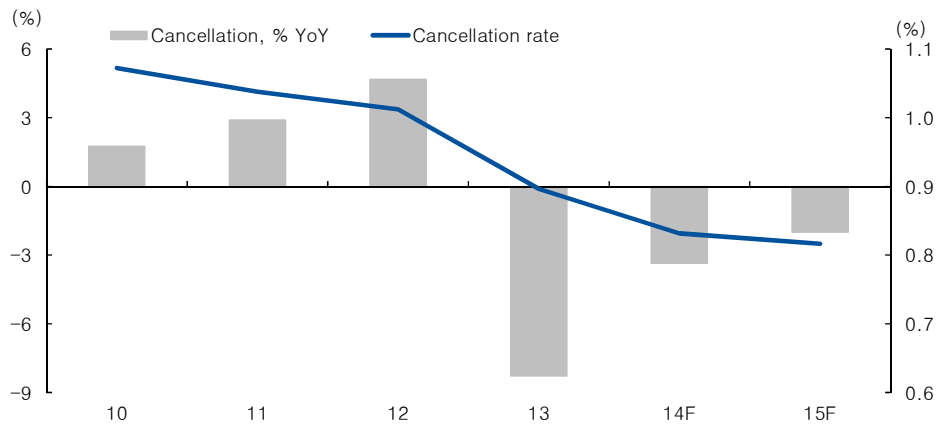
Key charts

그림 1. 연도별/월별 렌탈 해약률은 경영권 교체 이후 지속적으로 하락



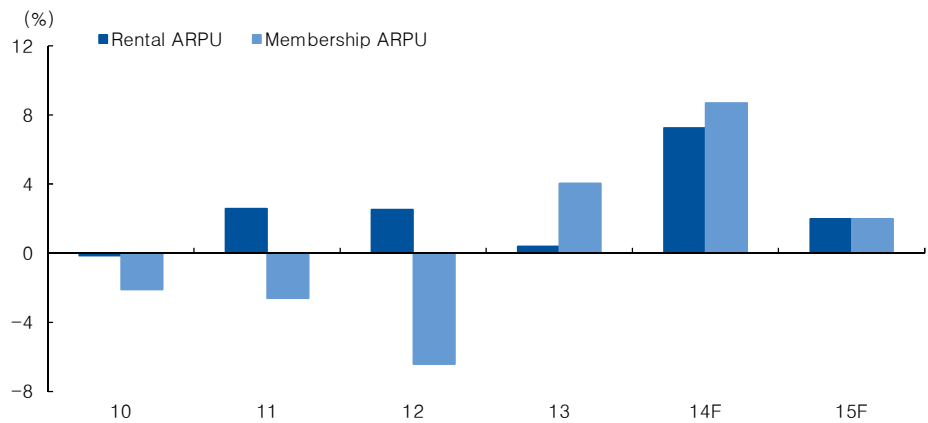
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 연도별 해약 계정 증감율과 해약률은 13년을 기점으로 크게 개선



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 렌탈과 멤버십 ARPU는 제품 믹스 개선과 ASP 인상 효과로 14년 큰 폭으로 향상될 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	2,118	2,271	2,458	2,651
매출원가	721	796	884	965
매출총이익	1,397	1,475	1,574	1,686
판매비와관리비	1,058	1,093	1,142	1,220
조정영업이익	339	383	431	466
영업이익	339	383	431	466
비영업손익	-12	-11	-10	-1
금융손익	-14	-7	-6	-5
관계기업등 투자손익	18	0	0	0
세전계속사업손익	327	372	421	465
계속사업법인세비용	82	94	106	117
계속사업이익	245	278	314	347
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	278	314	347
지배주주	245	278	314	347
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	244	273	314	347
지배주주	244	273	314	347
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	537	519	623	669
FCF	269	197	176	222
EBITDA 마진율 (%)	25.4	22.9	25.3	25.2
영업이익률 (%)	16.0	16.9	17.5	17.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	12.2	12.8	13.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	691	889	997	1,138
현금 및 현금성자산	239	387	460	569
매출채권 및 기타채권	227	262	283	301
재고자산	66	72	78	83
기타유동자산	159	168	176	185
비유동자산	976	1,009	1,045	1,076
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	665	703	736
무형자산	177	174	167	161
자산총계	1,668	1,897	2,042	2,214
유동부채	677	751	712	683
매입채무 및 기타채무	191	199	214	228
단기금융부채	335	276	276	276
기타유동부채	151	276	222	179
비유동부채	50	62	67	73
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	50	62	67	73
부채총계	727	813	779	755
지배주주지분	941	1,084	1,262	1,458
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	868	1,018	1,196	1,392
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	941	1,084	1,262	1,458

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	537	452	440	496
당기순이익	245	278	314	347
비현금수익비용가감	374	310	300	322
유형자산감가상각비	191	131	185	197
무형자산상각비	8	5	7	6
기타	175	174	108	119
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-37	-68	-56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	67	-37	-19	-18
재고자산 감소(증가)	19	-8	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	1	3	3
법인세납부	-41	-99	-106	-117
투자활동으로 인한 현금흐름	-76	-226	-220	-225
유형자산처분(취득)	-258	-220	-223	-230
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-5	-5	-4
기타투자활동	188	-1	8	9
재무활동으로 인한 현금흐름	-373	-78	-147	-162
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	-59	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-78	0	-136	-151
기타재무활동	-35	-19	-11	-11
현금의 증가	86	149	73	109
기초현금	152	239	387	460
기말현금	239	387	460	569

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

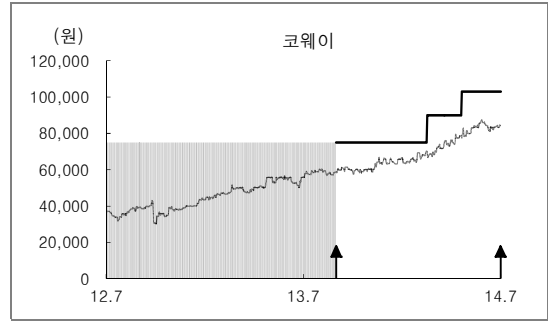
	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	23.6	20.8	18.9
P/CF (x)	8.3	11.1	10.7	9.8
P/B (x)	4.9	5.5	4.8	4.2
EV/EBITDA (x)	9.7	12.4	10.2	9.3
EPS (원)	3,178	3,605	4,076	4,503
CFPS (원)	8,030	7,620	7,970	8,677
BPS (원)	13,535	15,488	17,800	20,341
DPS (원)	2,710	1,830	2,036	2,240
배당성향 (%)	82.4	48.9	48.1	47.9
배당수익률 (%)	4.1	2.2	2.4	2.6
매출액증가율 (%)	6.3	7.2	8.2	7.9
EBITDA증가율 (%)	31.0	-3.4	20.0	7.4
조정영업이익증가율 (%)	50.0	13.0	12.5	8.1
EPS증가율 (%)	160.7	13.4	13.1	10.5
매출채권 회전을 (회)	9.5	9.9	9.6	9.6
재고자산 회전을 (회)	30.8	32.9	32.8	33.0
매입채무 회전을 (회)	17.4	21.5	22.9	23.3
ROA (%)	14.3	15.6	16.0	16.3
ROE (%)	28.4	27.5	26.8	25.5
ROIC (%)	23.0	29.3	32.3	31.8
부채비율 (%)	77.3	75.0	61.7	51.8
유동비율 (%)	102.2	118.4	140.0	166.7
순차입금/자기자본 (%)	9.5	-10.8	-15.1	-20.6
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	33.7	39.0	42.1

코웨이

프리미엄을 당위시하는 호실적 지속

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 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.