

Earnings review

Korea / Consumer

28 July 2014

BUY

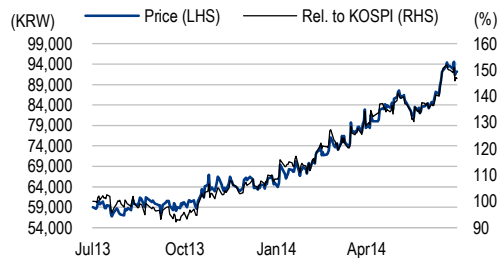
목표주가 **107,000 원**
현재주가 (25 July 2014) **92,200 원**

Upside/downside (%)	16.1
KOSPI	2,033.85
시가총액 (십억원)	7,111
52주 최저/최고	56,800 - 94,600
일평균거래대금 (십억원)	17.30
외국인 지분율 (%)	54.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	2,118	2,266	2,432	2,572
영업이익 (십억원)	339.0	405.9	481.2	542.9
당기순이익 (십억원)	245.1	304.4	361.9	410.4
수정순이익 (십억원)	245.1	304.4	361.9	410.3
EPS (원)	3,178	3,947	4,692	5,321
EPS 성장률 (%)	160.6	24.2	18.9	13.4
P/E (x)	20.9	23.4	19.7	17.3
EV/EBITDA (x)	9.7	11.5	9.8	8.7
배당수익률 (%)	2.5	2.4	3.1	3.9
P/B (x)	5.4	6.3	5.4	4.7
ROE (%)	28.4	29.5	29.7	29.0
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(4.1)	(14.5)	(23.0)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	9.8	17.6	56.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.1	14.4	50.3

정우창, Analyst
3774 6753 wchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

건조한 2분기 실적 및 향후 전망

코웨이는 건조한 2분기 실적을 발표함. 동사의 건조한 실적 성장 및 배당금 지급액 증가를 통한 현금관리 개선 등이 동사 주가에 긍정적인 센터먼트로 작용할 것으로 기대. 코웨이에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 107,000 원을 유지함.

렌탈 판매 호조로 2분기 양호한 실적 발표

코웨이는 7월 28일 장중 건조한 2분기 연결실적을 발표함. 동사의 2분기 연결 매출액은 5,569 억원(+0.1% YoY), 영업이익은 전년 대비 19% 증가한 972 억원, 순이익은 전년 대비 11% 증가한 663 억원임. 특히 동사의 영업이익은 당사 및 컨센서스 추정치에 부합하는 수준임. 동사의 2분기 실적이 전년 동기 대비 건조한 성장세를 보인 것은, 1) 동사 렌탈 판매량의 빠른 회복(전년 대비 24% 증가), 2) 2013년 4월 렌탈 서비스 수수료 5% 인상의 효과, 및 3) 지속적인 비용절감 노력 등에 기인함. 동사의 양호한 영업이익 성장세는 올해 하반기 및 내년까지 지속될 것으로 기대됨. 동사의 2분기 순이익이 당사 및 컨센서스 추정치를 하회한 것은 약 71 억원의 외화환산 손실이 발생했기 때문임. 동 손실분을 제외할 경우, 2분기 순이익 역시 당사 및 컨센서스 추정치에 부합함.

Figure 1 코웨이 2Q14 실적 리뷰

(십억원)	2Q14	2Q13	증가율 (% YoY)	2Q14 (Con)	차이 (%)	2Q14 (Mirae)	차이 (%)
매출액	556.9	556.5	0.1	568.1	(2.0)	588.5	(5.4)
영업이익	97.2	81.9	18.6	97.2	(0.1)	97.2	(0.0)
영업이익률 (%)	17.4	14.7		17.1		16.5	
당기순이익	66.3	59.7	11.0	71.0	(6.6)	72.9	(9.0)
당기순이익률 (%)	11.9	10.7		12.5		12.4	

자료: 코웨이, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

14년 하반기 및 15년의 건조한 실적 성장 모멘텀

코웨이의 영업이익은 2014년 하반기 17%, 2015년 19% 증가할 것으로 추정. 주요 동인으로는 1) 2013년 4월 렌탈 서비스 수수료 인상에 따른 연 1-1.5%의 ARPU(가입자당 평균렌탈요금) 상승, 2) 해지율 하락에 따라 렌탈 계정이 2014-2015년 3-4% 증가, 3) 경영진의 꾸준한 판관비 절감 노력 등을 들 수 있음.

효율적인 현금관리로 인한 기업가치 개선 가능성

코웨이는 영업이익 성장과 Capex의 안정화를 바탕으로 잉여현금흐름이 2014-16년 연평균 12%씩 증가할 것으로 기대됨. 동사의 순현금 포지션을 고려 시, 향후 배당금 지급액 증가에 의한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 예상됨. MBK 파트너스로서의 대주주 변경은 주주 배당금 정책에 유리하게 작용할 것임. 동사의 주당배당금은 2014년 2,200 원, 2015년 2,900 원까지 증가할 것으로 예상됨.

투자의견 BUY 및 목표주가 107,000 유지

코웨이는 현재 2015년 기준 P/E 19.7 배로 거래되고 있으며 이는 과거 5년 평균 대비 10% 할증 수준임. 1) MBK 파트너스로서의 대주주 변경 이후 기업지배구조 개선, 2) 향후 양호한 EPS 및 EBITDA 성장 전망, 3) 향후 수익성 및 배당성향 개선 전망 등을 감안할 때, 동사의 과거 평균 대비 밸류에이션 프리미엄은 확대될 것으로 판단됨.

Figure 2 코웨이 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14*	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	2,118.3	535.0	588.5	574.9	567.7	2,266.1	572.4	631.4	617.5	610.3	2,431.6
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	339.0	90.3	97.2	112.2	106.3	405.9	110.6	115.6	130.8	124.2	481.2
경상이익	75.3	81.0	80.4	90.4	327.1	90.3	97.2	112.2	106.3	405.9	110.9	115.9	131.2	124.5	482.5
법인세	17.9	21.3	20.3	22.5	82.1	22.6	24.3	28.0	26.6	101.5	27.7	29.0	32.8	31.1	120.6
법인세율 (%)	23.8	26.3	25.3	24.9	25.1	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
당기순이익	57.4	59.7	60.1	67.9	245.1	67.7	72.9	84.1	79.7	304.4	83.2	86.9	98.4	93.4	361.9
증가율 (% YoY)															
매출액	6.2	13.7	4.7	0.9	6.3	5.4	5.8	8.4	8.3	7.0	7.0	7.3	7.4	7.5	7.3
영업이익	7.7	27.7	53.2	165.0	49.9	29.5	18.6	16.5	16.7	19.7	22.4	19.0	16.6	16.8	18.5
경상이익	21.4	1,724.1	44.5	282.5	124.4	19.9	20.0	39.5	17.5	24.1	22.8	19.3	16.9	17.2	18.9
당기순이익	25.0	T/N	40.4	402.6	160.6	18.0	22.1	40.0	17.4	24.2	22.8	19.3	16.9	17.2	18.9
이익률 (%)															
Operating margin	13.7	14.7	18.1	17.4	16.0	16.9	16.5	19.5	18.7	17.9	19.3	18.3	21.2	20.4	19.8
Recurring margin	14.8	14.6	15.2	17.3	15.4	16.9	16.5	19.5	18.7	17.9	19.4	18.4	21.2	20.4	19.8
Net margin	11.3	10.7	11.3	13.0	11.6	12.7	12.4	14.6	14.0	13.4	14.5	13.8	15.9	15.3	14.9

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2Q14 숫자는 당사 추정치임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,118	2,266	2,432	2,572
매출원가	721	775	827	879
매출총이익	1,397	1,491	1,605	1,693
판매비와관리비	1,058	1,085	1,123	1,150
영업이익 (조정)	339	406	481	543
영업이익	339	406	481	543
순이자손익	(14)	(3)	(1)	2
지분법손익	0	0	0	0
기타	3	3	3	3
세전계속사업손익	327	406	483	547
법인세비용	82	101	121	137
당기순이익	245	304	362	410
당기순이익 (지배주주지분)	245	304	362	410
EPS (지배주주지분, 원)	3,178	3,947	4,692	5,321

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	6.3	7.0	7.3	5.8
매출총이익증가율	6.3	6.7	7.6	5.5
영업이익증가율	49.9	19.7	18.5	12.8
당기순이익증가율	160.6	24.2	18.9	13.4
EPS 증가율	160.6	24.2	18.9	13.4
매출총이익율	66.0	65.8	66.0	65.8
영업이익률	16.0	17.9	19.8	21.1
당기순이익률	11.6	13.4	14.9	16.0

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	537	553	584	645
당기순이익	245	304	362	410
유무형자산상각비	198	207	223	235
기타	135	44	44	44
운전자본증감	(41)	(2)	(45)	(44)
투자현금	(74)	(301)	(271)	(271)
자본적지출	(268)	(300)	(270)	(270)
기타	194	(1)	(1)	(1)
재무현금	(373)	(332)	(167)	(217)
배당금	(78)	(124)	(167)	(217)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(262)	(208)	0	0
기초현금*	156	245	166	311
기말현금*	245	166	311	467

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Note: * 단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	691	598	774	958
현금및현금성자산	239	113	122	129
단기금융자산	6	52	189	339
매출채권	213	216	232	245
재고자산	66	59	63	67
기타유동자산	168	157	168	178
비유동자산	976	1,069	1,117	1,152
유형자산	638	739	794	836
투자자산	2	2	2	2
기타비유동자산	336	328	320	313
자산총계	1,668	1,667	1,891	2,109
유동부채	677	373	400	424
매입채무	37	39	42	45
단기금융부채	328	0	0	0
기타유동부채	312	334	358	379
비유동부채	50	172	175	176
장기금융부채	0	120	120	120
기타비유동부채	50	52	55	56
부채총계	727	545	575	600
지배주주지분	941	1,122	1,316	1,509
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	941	1,122	1,316	1,509
BVPS (원)	12,200	14,544	17,065	19,571

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	28.4	29.5	29.7	29.0
총자산이익률 (%)	14.3	18.3	20.3	20.5
재고자산보유기간 (일)	11.8	10.1	9.2	9.2
매출채권회수기간 (일)	38.4	34.5	33.6	33.9
매입채무결제기간 (일)	7.1	6.1	6.1	6.1
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(4.1)	(14.5)	(23.0)
이자보상배율 (x)	23.4	153.8	364.9	(319.8)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과

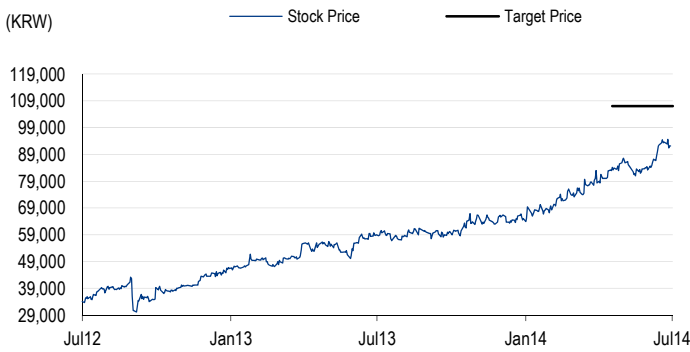
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 [작성자: 정우창]

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

Target Price and Recommendation Chart

코웨이 (021240 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2014-05-14	BUY (Initiate)	107,000
2014-06-19	BUY	107,000
2014-07-28	BUY	107,000