

코웨이 (021240)

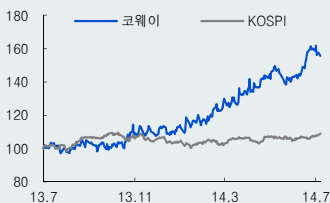
사상 최대의 분기 렌탈 판매량을 기록

생활소비재

Results Comment
2014.7.29

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	112,000
현재주가(14/07/28,원)	91,100
상승여력	23%

영업이익(14F,십억원)	377		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	390		
EPS 성장률(14F,%)	9.0		
MKT EPS 성장률(14F,%)	16.5		
P/E(14F,x)	26.3		
MKT P/E(14F,x)	12.0		
KOSPI	2,048.81		
시가총액(십억원)	7,026		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.3		
외국인 보유비중(%)	54.3		
베타(12M) 일간수익률	0.37		
52주 최고가(원)	56,800		
52주 최저가(원)	94,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	40.2	54.4
상대주가	6.3	31.1	44.0



[호텔/레저, 패션, 생활소비재]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

2Q14 review: 별도기준 영업이익 976억원(+23.0%) 기록, 컨센서스 4.2% 상회

코웨이의 2Q14 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 5,233억원(+5.3% YoY), 976억원(+23.0% YoY)으로, 매출액은 기대에 부합하는 수준이었고 영업이익은 시장 예상 대비 4.2% 높았다.

신규 계정 유입 가속화로 전분기대비 판매수수료율이 소폭 상승했지만 전반적인 비용구조 합리화의 영향은 지속되어 영업이익률은 당사 예상(17.2%)과 컨센서스(17.7%)를 모두 상회하는 18.7%를 기록했다.

영업이익이 고성장을 지속한 반면 순이익은 +7.7% YoY 성장하는데 그쳤는데, 이는 수출 물량에 대한 외화 매출채권 평가손실이 영업외손익에 반영되었기 때문이다(외환손실 약 71억원). 해약률은 만기도래계정이 상반기에 집중되고 렌탈 밸런스 내 미확정 계정을 조정한 영향으로 전분기 0.97% 대비 소폭 상승한 1.04%를 기록하였다. 렌탈자산폐기손실율은 3.1%로, 3% 내외에서 효율적으로 관리되는 모습이 유지되었다.

Catalysts: 1) 신규 렌탈 판매 서프라이즈 기록, 2) 수출/해외법인 실적 호조 지속

2Q14 실적에 있어 가장 눈에 띈 부분은 렌탈 신규계정 고성장의 재개였다. 13년에는 지나치게 비효율적이었던 비용 구조 개선에 초점을 맞추었기 때문에 신규 판매에 집중하기는 어려운 상황이었고, 따라서 수익성이 강화되는 모습과 대비해 렌탈 사업 성장성은 미진했다.

14년부터 현장인력 확대와 신규채널 확보 등을 통해 영업력과 판매 네트워크를 본격적으로 강화시켜왔는데, 2Q14에 신규 렌탈 판매량 37.1만대라는 분기 사상 최대 실적을 기록하며 놀라운 수준의 역량을 입증하였다. 전년동기대비 +24.4% 급증한 서프라이즈였으며 시장 일부에서 제기되었던 성장성에 대한 논란을 완전히 불식시키는 모습이었다.

해외 법인항 매출과 ODM제품 수출을 포괄하는 수출사업부문은 +25.2% YoY 성장해 전체 매출 내 비중이 10.6%로 확대되었다(13년 연간 7.5%). 홈케어 사업 부문도 핵심 아이템인 매트리스 판매량이 +191% YoY 급증하고 매출액은 +48.0% YoY 증가해 강한 성장세를 유지했다. 신규 서비스 관련 아이템의 렌탈 판매 호조는 코웨이의 핵심이 되는 렌탈 특유의 시스템적 강점을 입증하는 결과로 분석된다.

투자 의견: 매수 유지, 목표주가 112,000원으로 +8.7% 상향

코웨이에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 적정주가는 기존 103,000원에서 112,000원으로 +8.7% 상향하여 제시한다. 기존의 목표주가 산출법인 DCF valuation을 준용하였으나 장기 실적 전망치를 소폭 조정하였다. 소비 경기 회복에 대한 신뢰도가 낮은 현 시점에서 코웨이의 효율적인 렌탈 사업 모델에 대한 프리미엄은 어느 시기보다 당위적이라고 판단한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,223	2,419	2,619
영업이익 (십억원)	235	226	339	377	432	492
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	17.0	17.9	18.8
순이익 (십억원)	167	94	245	267	311	364
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,462	4,034	4,720
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	26.5	26.8	26.9
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	26.3	22.6	19.3
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.9	5.2	4.5

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

2Q14 Review

표 1. 코웨이 2Q14 별도기준 잠정실적

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	497	495	523	532	531	5.3	5.8
영업이익	79	90	98	91	94	23.0	8.7
영업이익률 (%)	16.0	18.1	18.7	17.2	17.7	2.7	0.5
세전이익	81	88	87	89	91	7.4	-1.3
순이익	61	66	65	67	68	7.7	-1.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 코웨이 1Q14 연결기준 잠정실적

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	556	535	557	592	578	0.1	4.1
영업이익	82	90	97	96	98	18.6	7.7
영업이익률 (%)	14.7	16.9	17.5	16.2	17.0	18.5	3.4
세전이익	81	88	87	93	97	6.8	-2.2
순이익	60	66	66	69	73	11.1	0.3

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	2,271	2,458	2,223	2,419	-2.1	-1.6	말레이시아, 미국 외
영업이익	383	431	377	432	-1.5	0.2	해외법인 실적 하향
세전이익	372	421	353	411	-5.0	-2.3	외화환산손실 반영
순이익	278	314	267	310	-4.0	-1.2	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 분기실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F
매출액	507	556	531	524	535	557	568	563
영업이익	70	82	96	91	90	97	95	94
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	16.7	16.7
순이익	57	60	60	68	66	66	67	67
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	12	12
렌탈자산 폐기손실	12	10	9	8	10	11	11	11
(%, 별도 렌탈매출 대비)	4	3	3	2	3	3	3	3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이

사상 최대의 분기 렌탈 판매량을 기록

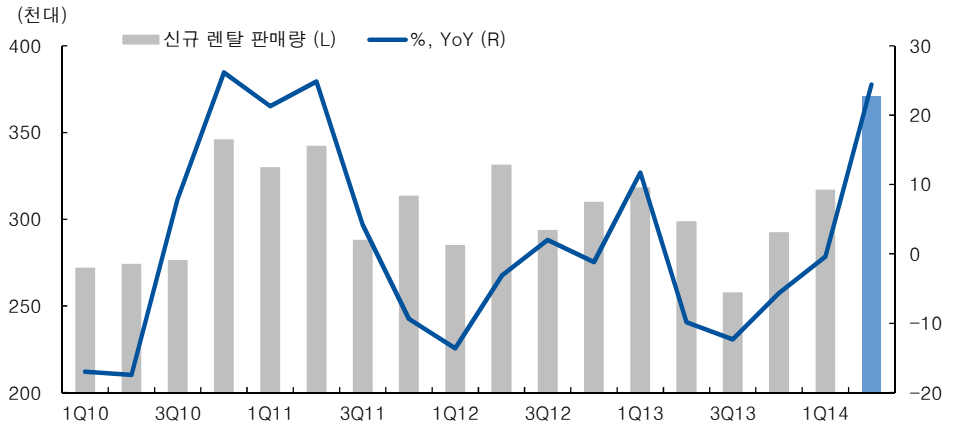
표 5. 코웨이 DCF 밸류에이션 내역

(십억원, %, 천주)

	14F	15F	16F	17F	18F
EBIT	377	432	492	502	512
- EBIT에 대한 세금	92	106	120	123	125
- CAPEX	249	253	263	268	273
- 순운전자본 증가(감소)	-86	73	62	63	65
+ 감가상각비	131	187	198	202	206
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	42	45	48	48	49
FCFF	302	240	301	306	312
추정마지막년도 FCFF	290				
Terminal Value	9,352				
Terminal Growth	2.0%				
NPV of FCFF		1,227			
PV of Terminal Value		7,269			
Enterprise Value		8,496			
Cash & Equivalents		364			
Other Investment		6			
Interest Bearing Debt		257			
Minority Interest		0			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		8,610			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		112,000			
현재주가 (원)		91,100			
Upside (%)		22.9%			

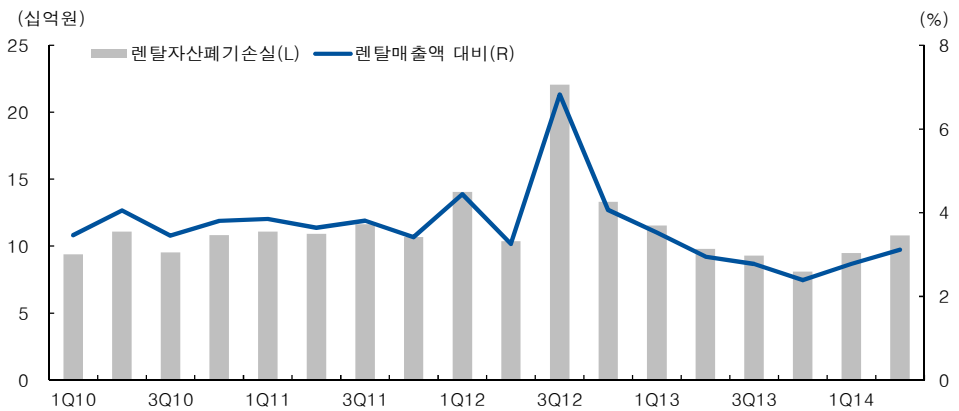
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 2Q14 사상 최대의 분기 렌탈 판매량을 기록



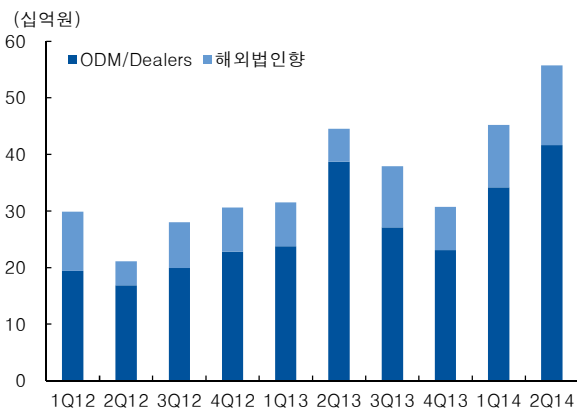
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈자산폐기손실과 렌탈매출대비 비중 추이



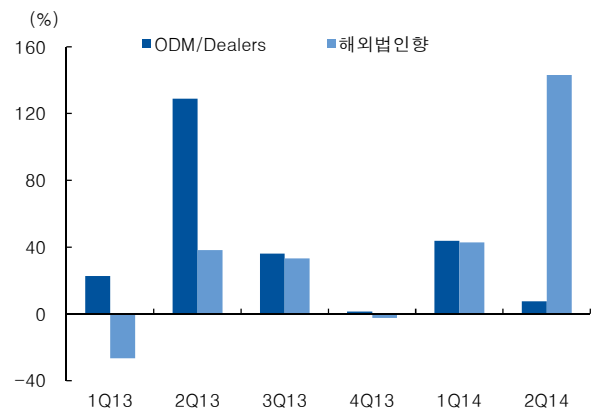
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 분기별 수출실적 추이



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 분기별 수출실적 성장률



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이

사상 최대의 분기 렌탈 판매량을 기록

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	2,118	2,223	2,419	2,619
매출원가	721	754	817	892
매출총이익	1,397	1,469	1,602	1,727
판매비와관리비	1,058	1,093	1,169	1,235
조정영업이익	339	377	432	492
영업이익	339	377	432	492
비영업손익	-12	-23	-20	-10
금융손익	-14	-7	-5	-3
관계기업등 투자손익	18	0	0	0
세전계속사업손익	327	354	412	482
계속사업법인세비용	82	87	101	118
계속사업이익	245	267	311	364
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	267	311	364
지배주주	245	267	311	364
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	244	262	311	364
지배주주	244	262	311	364
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	537	508	619	690
FCF	269	192	177	241
EBITDA 마진율 (%)	25.4	22.9	25.6	26.3
영업이익률 (%)	16.0	17.0	17.9	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	12.0	12.9	13.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	537	441	430	504
당기순이익	245	267	311	364
비현금수익비용가감	374	301	288	314
유형자산감가상각비	191	131	187	198
무형자산상각비	8	0	0	0
기타	175	170	101	116
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-35	-68	-56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	67	-33	-19	-18
재고자산 감소(증가)	19	-7	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	0	3	3
법인세납부	-41	-91	-101	-118
투자활동으로 인한 현금흐름	-76	-220	-204	-209
유형자산처분(취득)	-258	-211	-208	-215
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-4	-5	-4
기타투자활동	188	-5	9	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-373	-97	-173	-193
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	-78	-28	-28
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-78	0	-134	-157
기타재무활동	-35	-19	-11	-8
현금의 증가	86	125	54	102
기초현금	152	239	364	417
기말현금	239	364	417	520

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	691	860	949	1,085
현금 및 현금성자산	239	364	417	520
매출채권 및 기타채권	227	258	279	298
재고자산	66	71	77	82
기타유동자산	159	167	176	185
비유동자산	976	1,004	1,030	1,051
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	655	677	693
무형자산	177	179	179	179
자산총계	1,668	1,864	1,978	2,135
유동부채	677	728	661	605
매입채무 및 기타채무	191	196	211	226
단기금융부채	335	257	228	201
기타유동부채	151	275	222	178
비유동부채	50	62	67	73
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	50	62	67	73
부채총계	727	791	728	678
지배주주지분	941	1,073	1,250	1,457
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	868	1,007	1,184	1,391
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	941	1,073	1,250	1,457

예상 주당가치 및 valuation (요약)

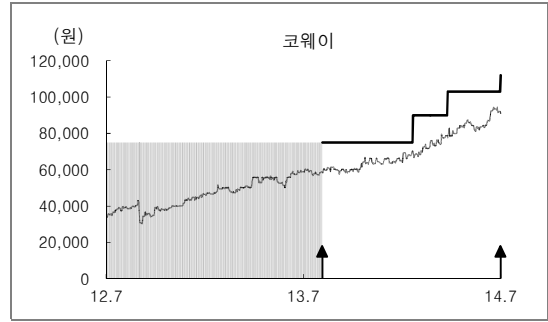
	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	26.3	22.6	19.3
P/CF (x)	8.3	12.4	11.7	10.4
P/B (x)	4.9	5.9	5.2	4.5
EV/EBITDA (x)	9.7	13.6	11.0	9.7
EPS (원)	3,178	3,462	4,034	4,720
CFPS (원)	8,030	7,360	7,766	8,793
BPS (원)	13,535	15,345	17,638	20,327
DPS (원)	2,710	1,809	2,108	2,466
배당성향 (%)	82.4	50.3	50.3	50.3
배당수익률 (%)	4.1	2.0	2.3	2.7
매출액증가율 (%)	6.3	5.0	8.8	8.3
EBITDA증가율 (%)	31.0	-5.4	21.9	11.5
조정영업이익증가율 (%)	50.0	11.2	14.6	13.9
EPS증가율 (%)	160.7	8.9	16.5	17.0
매출채권 회전을 (회)	9.5	9.8	9.6	9.6
재고자산 회전을 (회)	30.8	32.5	32.7	33.0
매입채무 회전을 (회)	17.4	20.6	21.4	21.8
ROA (%)	14.3	15.1	16.2	17.7
ROE (%)	28.4	26.5	26.8	26.9
ROIC (%)	23.0	29.3	33.1	34.6
부채비율 (%)	77.3	73.7	58.3	46.5
유동비율 (%)	102.2	118.1	143.5	179.3
순차입금/자기자본 (%)	9.5	-10.6	-15.7	-22.4
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	34.4	44.3	57.7

코웨이

사상 최대의 분기 렌탈 판매량을 기록

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2014.07.28	매수	112,000원
	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.