

Target price lowered / Company update

Korea / Consumer

5 September 2014

BUY

목표주가 **105,000** 원
현재주가 (2 Sep 2014) **82,800** 원

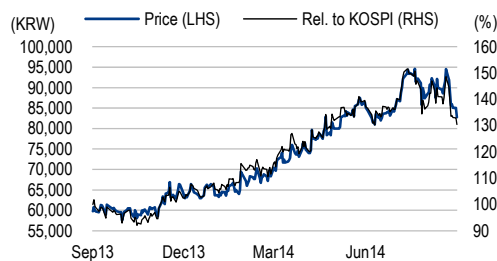
Upside/downside (%) 26.8
KOSPI 2,051.58
시가총액 (십억원) 6,386
52주 최저/최고 57,500 - 94,600
일평균거래대금 (십억원) 17.30
외국인 지분율 (%) 55.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	2,118	2,235	2,398	2,536
영업이익 (십억원)	339.0	388.4	474.3	534.6
당기순이익 (십억원)	245.1	284.9	355.8	403.3
수정순이익 (십억원)	245.1	284.9	355.8	403.3
EPS (원)	3,178	3,694	4,613	5,229
EPS 성장률 (%)	160.6	16.2	24.9	13.4
P/E (x)	20.9	22.4	17.9	15.8
EV/EBITDA (x)	9.7	10.7	8.9	7.9
배당수익률 (%)	2.5	2.5	3.5	4.2
P/B (x)	5.4	5.8	4.9	4.3
ROE (%)	12.3	28.4	27.9	29.6
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.4)	(13.6)	(22.1)

Change to EPS	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
변경후 (원)	3,178	3,694	4,613	5,229
변경전 (원)	3,178	3,947	4,692	5,321

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(5.3)	(4.2)	42.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.2)	(6.6)	35.4

정우창, Analyst
3774 6753 wchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

견조한 영업흐름

코웨이의 3분기 영업이익은 신제품 출시에 따른 광고 판촉비 증가에 따라 전년 대비 1.7% 감소한 946 억원으로 추정됨. 그러나 동사의 전년대비 영업이익 성장률은 광고 판촉비 절감 노력 및 견조한 외형 성장에 힘입어 4분기부터 회복될 것으로 판단됨. 3분기 실적 우려로 인한 최근 주가 부진을 매수 기회로 삼을 것을 권고하며, 동사에 대한 투자의견 BUY 유지하며 및 목표주가는 105,000 원임.

3분기 영업이익의 부진 예상, 4분기부터 회복 기대

코웨이의 3분기 연결영업이익은 신제품 출시에 따른 광고 판촉비 증가에 따라 전년 대비 1.7% 감소한 946 억원으로 추정되며, 이는 당사 및 컨센서스 전망치를 각각 16%와 7% 하회하는 수준임. 동사의 매출 대비 광고 판촉비 비중이 3분기 3.2% 대비 4 분기에는 5%로 증가할 것으로 예상하기 때문임. 그러나, 전년동기대비 영업이익 증가율은 광고판촉비 감소 및 견조한 외형 성장에 힘입어 4분기부터 회복될 것으로 판단됨. 핵심 렌탈 부분의 시장 경쟁 안정화와 동사의 신제품 출시 및 판촉활동 강화에 힘입어 코웨이의 3분기 렌탈판매량은 전년 대비 20% 증가할 것으로 추정됨.

Figure 1 코웨이 3Q14 실적 프리뷰

(십억원)	3Q14E	3Q13	증가율 (% YoY)	2Q14 (Con)	차이 (%)	3Q14E (previous)	차이 (%)
매출액	574.9	530.5	8.4	558.5	2.9	574.9	0.0
영업이익	94.6	96.3	(1.7)	101.8	(7.0)	112.2	(15.6)
영업이익률 (%)	16.5	18.1		18.2		19.5	
당기순이익	72.4	60.1	20.5	69.1	4.8	84.1	(13.9)
당기순이익률 (%)	12.6	11.3		12.4		14.6	

자료: 코웨이, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

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 파트너스로의 대주주 변경은 주주 배당금 정책에 유리하게 작용할 것임. 동사의 주당배당금은 2014년 2,100 원, 2015년 2,900 원까지 증가할 것으로 예상됨.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 105,000 원으로 소폭 조정

3분기 광고판촉비 증가 및 2분기에 발생한 외환관련 손실 약 70 억원을 반영하여 당사의 2014년 및 2015년 EPS 전망치를 각각 6.4%와 1.7% 하향조정하고, 이에 따라 당사의 배당할인모형을 적용한 목표주가를 기존 107,000 원에서 105,000 원으로 소폭 하향조정함. 동사의 주가는 8월 22일 94,500 원으로 고점을 찍은 후 3분기에는 실적 관련 시장 우려로 12% 하락함. 이에 따라 3분기 실적 관련 우려는 동사의 현재 주가 수준에 이미 대부분 반영되어 있다는 판단임. 코웨이는 현재 2015년 기준 P/E 17.9 배(과거 5년 평균 수준)로 거래되고 있음. 1) MBK 파트너스로의 대주주 변경 이후 기업지배구조 개선, 2) 향후 양호한 EPS 및 EBITDA 성장 전망 및 3) 향후 수익성 및 배당성향 개선 전망 등을 감안할 때, 현재 주가는 심하게 저평가된 수준이라는 판단임.

Figure 2 코웨이: 이익추정변경

	신규		기존		차이 (%)	
	FY14E	FY15E	FY14E	FY15E	FY14E	FY15E
(십억원)						
매출	2,235	2,398	2,266	2,432	(1.4)	(1.4)
영업이익	388	474	406	481	(4.3)	(1.4)
당기순이익 (지배주주분)	285	356	304	362	(6.4)	(1.7)
EPS (원)	3,694	4,613	3,947	4,692	(6.4)	(1.7)
이익률 (%)						
영업이익률	17.4	19.8	17.9	19.8		
당기순이익률	12.7	14.8	13.4	14.9		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 DDM 밸류에이션

(원)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
DPS (a)	2,100	2,900	3,500	4,200	4,900
자기자본비용 (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
할인율 (b)	1.06	1.13	1.19	1.27	1.34
DPS 현가 (a/b=i)	1,979	2,576	2,931	3,315	3,645
잔여가치					121,355
영구성장률					3%
잔여가치 현가 (ii)					90,283
적정 주당가치 (i+ii)					105,000
총 주식 수 (백만)					77.1
적정 시가총액 (십억원)					8,098
자기자본비용 산출					
무위험 수익률 (%)	2.8				
베타 (x)	0.5				
국가 리스크 프리미엄 (%)	6.1				
자기자본비용 (%)	6.1				

민감도 분석

자기자본비용	내재 배당성장률				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
5.1%	109,000	127,000	155,000	200,000	285,000
5.6%	93,000	107,000	125,000	152,000	196,000
6.1%	82,000	92,000	105,000	123,000	149,000
6.6%	73,000	81,000	90,000	103,000	120,000
7.1%	66,000	72,000	79,000	89,000	101,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 분기 수익 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013E	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	2,118.3	535.0	556.9	574.9	567.7	2,234.5	572.4	597.9	617.5	610.3	2,398.0
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	339.0	90.3	97.2	94.6	106.3	388.4	124.1	114.0	112.0	124.2	474.3
경상이익	75.3	81.0	80.4	90.4	327.1	88.4	86.5	94.5	110.4	379.9	124.1	114.0	112.1	124.2	474.4
법인세	17.9	21.3	20.3	22.5	82.1	22.4	20.2	22.1	30.3	95.0	31.0	28.5	28.0	31.1	118.6
법인세율 (%)	23.8	26.3	25.3	24.9	25.1	25.3	23.4	23.4	27.4	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
당기순이익	57.4	59.7	60.1	67.9	245.1	66.1	66.3	72.4	80.1	284.9	93.1	85.5	84.0	93.2	355.8
증가율 (% YoY)															
매출액	6.2	13.7	4.7	0.9	6.3	5.4	0.1	8.4	8.3	5.5	7.0	7.4	7.4	7.5	7.3
영업이익	7.7	27.7	53.2	165.0	49.9	29.5	18.6	(1.7)	16.7	14.6	37.4	17.3	18.4	16.8	22.1
경상이익	21.4	1,724.1	44.5	282.5	124.4	17.4	6.8	17.5	22.1	16.1	40.3	31.8	18.6	12.5	24.9
당기순이익	25.0	T/N	40.4	402.6	160.6	15.2	11.0	20.5	18.0	16.2	40.9	29.0	16.1	16.3	24.9
이익률 (%)															
Operating margin	13.7	14.7	18.1	17.4	16.0	16.9	17.4	16.5	18.7	17.4	21.7	19.1	18.1	20.4	19.8
Recurring margin	14.8	14.6	15.2	17.3	15.4	16.5	15.5	16.4	19.4	17.0	21.7	19.1	18.1	20.4	19.8
Net margin	11.3	10.7	11.3	13.0	11.6	12.4	11.9	12.6	14.1	12.7	16.3	14.3	13.6	15.3	14.8

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,118	2,235	2,398	2,536
매출원가	721	761	812	864
매출총이익	1,397	1,473	1,586	1,672
판매비와관리비	1,058	1,085	1,111	1,137
영업이익 (조정)	339	388	474	535
영업이익	339	388	474	535
순이자손익	(14)	(3)	(2)	1
지분법손익	0	0	0	0
기타	3	(6)	2	2
세전계속사업손익	327	380	474	538
법인세비용	82	95	119	134
당기순이익	245	285	356	403
당기순이익 (지배주주지분)	245	285	356	403
EPS (지배주주지분, 원)	3,178	3,694	4,613	5,229

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	6.3	5.5	7.3	5.8
매출총이익증가율	6.3	5.4	7.6	5.4
영업이익증가율	49.9	14.6	22.1	12.7
당기순이익증가율	160.6	16.2	24.9	13.4
EPS 증가율	160.6	16.2	24.9	13.4
매출총이익율	66.0	65.9	66.1	65.9
영업이익률	16.0	17.4	19.8	21.1
당기순이익률	11.6	12.7	14.8	15.9

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	537	534	578	638
당기순이익	245	285	356	403
유무형자산상각비	198	207	223	235
기타	135	48	43	43
운전자본증감	(41)	(6)	(44)	(44)
투자현금	(74)	(301)	(271)	(271)
자본적지출	(268)	(300)	(270)	(270)
기타	194	(1)	(1)	(1)
재무현금	(373)	(332)	(157)	(213)
배당금	(78)	(124)	(157)	(213)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(262)	(208)	0	0
기초현금	156	245	147	296
기말현금	245	147	296	449

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	691	573	754	933
현금및현금성자산	239	112	120	127
단기금융자산	6	35	176	323
매출채권	213	213	229	242
재고자산	66	58	62	66
기타유동자산	168	155	166	176
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	1,642	1,870	2,085
유동부채	677	368	395	418
매입채무	37	39	41	44
단기금융부채	328	0	0	0
기타유동부채	312	329	353	374
비유동부채	50	172	174	176
장기금융부채	0	120	120	120
기타비유동부채	50	52	54	56
부채총계	727	540	569	594
지배주주지분	941	1,102	1,301	1,491
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	941	1,102	1,301	1,491
BVPS (원)	12,200	14,291	16,873	19,334

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	12.3	28.4	27.9	29.6
총자산이익률 (%)	14.3	17.2	20.3	20.4
재고자산보유기간 (일)	11.8	10.1	9.2	9.2
매출채권회수기간 (일)	38.4	34.8	33.6	33.9
매입채무결제기간 (일)	7.1	6.2	6.1	6.1
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.4)	(13.6)	(22.1)
이자보상배율 (x)	23.4	137.2	286.7	(388.7)

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

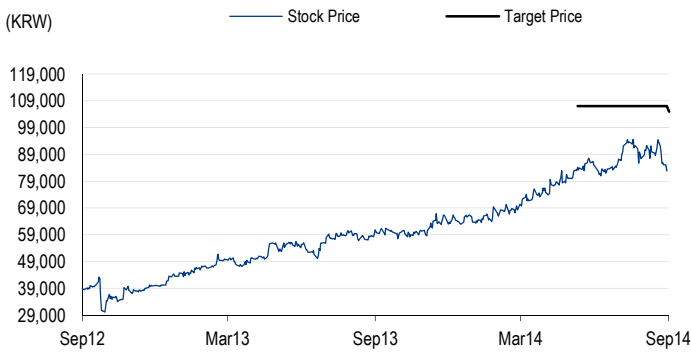
Compliance Notice

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
2014-09-05	BUY	105,000 (Down)