

Earnings review

Korea / Consumer

24 October 2014

**BUY**

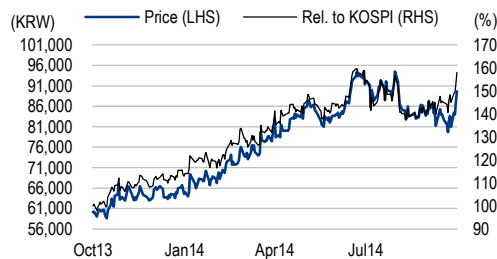
목표주가 **105,000** 원  
현재주가 (23 Oct 2014) **89,600** 원

Upside/downside (%) 17.2  
KOSPI 1,931.65  
시가총액 (십억원) 6,910  
52주 최저/최고 58,600 - 94,600  
일평균거래대금 (십억원) 16.48  
외국인 자본율 (%) 54.8

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	24.3	19.4	17.1
EV/EBITDA (x)	9.7	11.6	9.7	8.6
배당수익률 (%)	2.5	2.3	3.2	3.9
P/B (x)	5.4	6.3	5.3	4.6
ROE (%)	12.3	28.4	27.9	29.6
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.4)	(13.6)	(22.1)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	6.0	(2.0)	50.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	10.8	2.8	55.7

정우창, Analyst  
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

# 코웨이 (021240 KS)

## 3분기 부진 후 4분기 회복 전망

코웨이는 예상과 유사한 3분기 실적을 발표함. 4분기부터 실적 회복 및 배당금 지급액 증가를 통한 현금관리 개선 등이 동사 주가에 긍정적인センチ먼트로 작용할 것으로 기대. 코웨이에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 105,000 원을 유지함.

### 3분기 영업이익의 성장을 둔화

코웨이는 10월 24일 장중 부진한 3분기 실적을 발표함. 동사의 3분기 실적은 매출 5,255 억원(-1% YoY), 영업이익 953 억원(-1% YoY), 순이익 639 억원(+6.3% YoY)로 영업이익은 컨센서스 전망치에 부합함.

Figure 1 코웨이 3Q14 실적 리뷰

(십억원)	3Q14	3Q13	증가율 (% YoY)	2Q14 (Cons.)	차이 (%)	3Q14E (previous)	차이 (%)
매출액	525.5	530.5	(0.9)	552.1	(4.8)	574.9	(8.6)
영업이익	95.3	96.3	(1.0)	96.9	(1.7)	94.6	0.7
영업이익률 (%)	18.1	18.1		17.6		16.5	
당기순이익	63.9	60.1	6.4	71.9	(11.1)	72.4	(11.7)
당기순이익률 (%)	12.2	11.3		13.0		12.6	

자료: 코웨이, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### 4분기 이익성장 재개 전망

3분기 영업이익 부진은 1) 수출(-13% YoY, 매출의 6.7%) 및 일시불매출(-10% YoY, 매출의 6.4%) 둔화, 2) 신제품 출시에 따른 지급수수료 상승(+40% YoY, 매출의 6.3%) 때문임. 3분기 순이익은 639 억원(+6.4% YoY)으로 컨센서스 전망치를 11% 하회함. 그러나 이는 상당부분 26 억원의 비현금 외환손실에 기인함. 이를 제외하면 3분기 순이익은 컨센서스에 부합함. 영업이익 성장률(YoY)은 지급수수료 비용절감 및 수출 회복에 힘입어 4분기부터 회복할 전망이다.

3분기 수출액(ODM 및 해외계열사로의 매출)은 330 억원(-13% YoY)으로 약세였는데 이는 중국향 ODM 매출의 일시적 둔화에 기인함. 동사 경영진은 3분기 중국향 ODM 매출 감소는 현지 달러들의 재고조정에 따른 것으로 재고조정이 3분기에 완료됨에 따라 4분기부터 회복세를 보일 것으로 예상함.

한편, 핵심 렌탈 부분의 시장 경쟁 안정화와 동사의 신제품 출시 및 판촉활동 강화에 힘입어 코웨이의 3분기 렌탈판매량은 전년 대비 21%의 견조한 성장을 보임.

### 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 및 목표주가는 105,000 원 유지

코웨이는 현재 2015년 기준 P/E 19.4배(과거 5년 평균 수준대비 소폭 프리미엄)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, 과거 대비 프리미엄은 지속적으로 확대될 것으로 전망함.

Figure 2 분기 실적 추정

(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	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
<b>증가율 (% YoY)</b>															
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
<b>이익률 (%)</b>															
영업이익률	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
경상이익률	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
당기순이익률	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

주: \*3Q14 숫자는 당사 추정치임

## 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

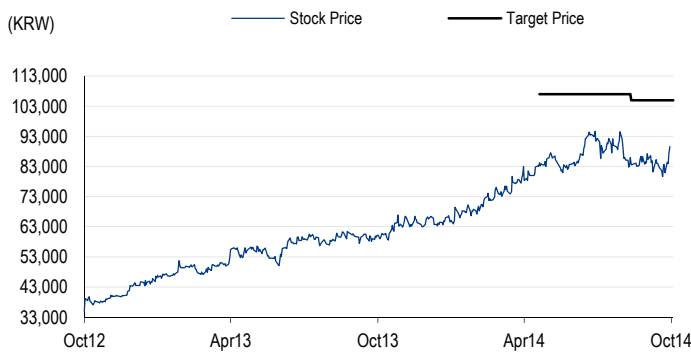
**Compliance Notice**

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 기관투자자 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)
2014-10-24	BUY	105,000