KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

기대를 뛰어넘는 질적 개선의 지속

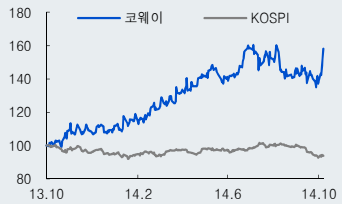
생활소비재

Results comment
2014.10.27

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	120,000
현재주가(14/10/24,원)	93,300
상승여력	29%

영업이익(14F,십억원)	373
Consensus 영업이익(14F,십억원)	384
EPS 성장률(14F,%)	5.4
MKT EPS 성장률(14F,%)	5.4
P/E(14F,x)	27.9
MKT P/E(14F,x)	11.9
KOSPI	1,925.69
시가총액(십억원)	7,196
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.1
외국인 보유비중(%)	55.0
베타(12M) 일간수익률	0.50
52주 최저가(원)	58,600
52주 최고가(원)	94,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.8	12.5	55.2
상대주가	17.1	16.8	65.0



[호텔/레저, 화장품, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

3Q14 review: 영업이익 970억(+0.0%), 영업이익률 19.6%으로 수익성 호조 지속

코웨이의 3Q14 별도기준 잠정실적은 **매출액 4,961억원(+1.4% YoY), 영업이익 970억원(+0.0% YoY), 영업이익률 19.6%**로 매출 성장률은 기대를 소폭 하회하였으나 수익성은 예상을 또 한번 상회하였다. **매출 성장률이 기대보다 미약했던 가장 큰 원인은 환경가전 일시불 판매 약세였다.** 금년은 작년과 대조적으로 건조한 날씨가 이어지며 제습기 판매 실적이 기대를 크게 하회하였고 환경가전 일시불 매출액은 전년동기대비 -10.4% 감소하였다.

전반적으로 실적의 퀄리티와 중장기 성장에 결정적인 영향을 미치는 주요 지표는 기대 이상의 호조를 보였다. **3분기 신규 렌탈 판매량은 31.1만대로 전년동기대비 +20.7% 증가하였고 연간 누적 판매량은 99.9만대로 사상 최고 수준이었다 (연간 목표 80% 달성).** 매트리스 판매 강세로 홈케어 사업 매출액은 +57.8% YoY 급증했고, 화장품 사업도 비수기임에 불구하고 +3.6% YoY의 매출 증가를 기록하였다.

기대를 뛰어넘는 비용 컨트롤 능력을 또 다시 입증

코웨이는 13년 수익성 개선 목표를 충분히 달성한 이후 14년부터 신규 렌탈 판매 증가에 기반한 성장 중심의 전략을 추진하고 있다. 3분기까지 평균 분기 판매량은 33만대로 사상 최고 수준의 오더 증가를 기록하여 전략적 방향성에 부합하는 모습이었다.

렌탈 사업 모델은 기본 특성상 신규 오더의 유입이 중장기 성장 지속을 위한 핵심 요건이 된다. 그러나 렌탈 매출이 계약 기간 동안 배분되어 유입되는 반면 수수료 등 판관비는 일시에 유출되어 단기 수익성은 자연적으로 약화될 수 밖에 없다.

3분기 판관비율은 신규 판매 증가에 따라 기존 예상과 유사하게 2.3%p YoY 상승하였다. 하지만 **신제품 판매 호조와 원가 절감 노력의 효과로 동 기간 원가율이 2.0%p 개선되었고, 전체 영업이익률은 당사 예상을 또 다시 상회하여 뛰어난 비용 컨트롤 능력을 재입증 하였다.**

투자의견 매수 유지, 목표주가 7% 상향한 120,000원 제시

코웨이 사업의 핵심인 렌탈시스템의 품질과 관련된 핵심 지표는 지속적으로 개선되는 모습이다. 2Q14에 11년 프로모션으로 유입된 저가 계정의 만기가 일시에 도래하며 해약률이 전분기 대비 상승하였으나, 3Q14에 다시 최저점 수준인 0.96%로 하락하였다. 렌탈자산폐기손실의 렌탈 매출 대비 비중은 2.9%로 역사적 저점 수준에서 안정적으로 유지되었다.

코웨이의 능동적인 역량과 가장 직접적으로 연계된 렌탈 실적과 신규 계정 증가 추세가 장기 성장성에 대한 신뢰를 높이는 시점으로 보인다. **코웨이에 대한 매수 투자의견을 유지하고, 16F 이후 실적 전망을 소폭 상향하며 목표주가는 기존 대비 7% 상향한 120,000원을 제시한다.**

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,171	2,354	2,541
영업이익 (십억원)	235	226	339	373	426	484
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	17.2	18.1	19.0
순이익 (십억원)	167	94	245	258	295	346
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,348	3,827	4,489
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	25.9	26.0	26.3
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	27.9	24.4	20.8
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	6.1	5.4	4.7

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

3Q14 Review

표 1. 3Q14P 별도 실적 (십억원, %)

	3Q13	2Q14	3Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	489	523	496	532	519	1.4	-5.2
영업이익	97	98	97	91	99	0.0	-0.6
영업이익률 (%)	19.8	18.7	19.6	17.2	19.1		
세전이익	83	87	88	89	96	6.2	1.7
순이익	62	65	66	67	71	6.7	1.8

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 3Q14P 연결 실적 (십억원, %)

	3Q13	2Q14	3Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	531	557	526	568	552	-0.9	-5.6
영업이익	96	97	95	95	97	-1.0	-1.9
영업이익률 (%)	18.1	17.4	18.1	16.7	17.6		
세전이익	80	87	86	86	90	6.8	-0.7
순이익	60	66	64	65	68	6.3	-3.6

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실적추정 변경내역 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	2,223	2,419	2,171	2,354	-2.4	-2.7	- 3Q14 잠정실적 반영
영업이익	377	432	373	426	-1.1	-1.4	
세전이익	354	412	342	391	-3.3	-5.2	- 외환손익 조정
순이익	267	311	258	295	-3.3	-5.1	

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 분기실적 전망 (십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14P	4Q14F
매출액	507	556	531	524	535	557	526	554
영업이익	70	82	96	91	90	97	95	90
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	18.1	16.2
순이익	57	60	60	68	66	66	65	61
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	12	11
렌탈자산 폐기손실	12	10	9	8	10	11	10	10
(%, 별도 렌탈매출 대비)	3.5	3.0	2.8	2.4	2.8	3.1	2.9	2.9

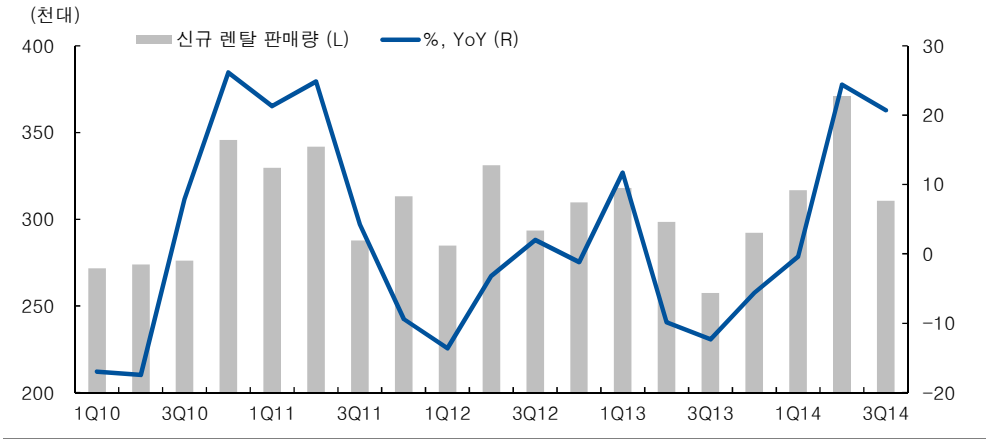
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 코웨이 DCF 밸류에이션 내역 (십억원, %, 천주)

	14F	15F	16F	17F	18F
EBIT	373	426	484	495	505
- EBIT에 대한 세금	91	104	118	121	123
- CAPEX	280	281	292	298	304
- 순운전자본 증가(감소)	46	40	36	36	37
+ 감가상각비	187	184	195	199	203
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	41	44	46	47	47
FCFF	192	236	287	293	299
추정마지막년도 FCFF	279				
Terminal Value	10,329				
Terminal Growth	2%				
NPV of FCFF		1,189			
PV of Terminal Value		8,135			
Enterprise Value		9,324			
Cash & Equivalents		225			
Other Investment		6			
Interest Bearing Debt		277			
Minority Interest		0			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		9,278			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		**120,000**			
현재주가 (원)		93,300			
Upside (%)		28.6%			

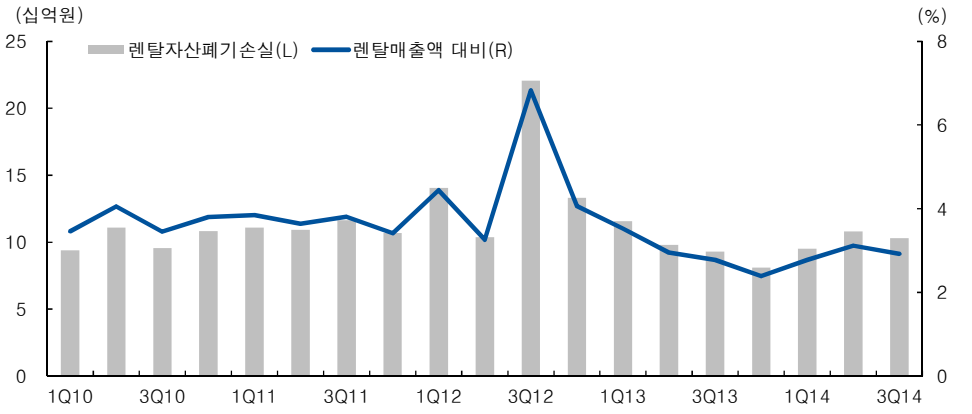
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 신규 렌탈 판매 호조 지속



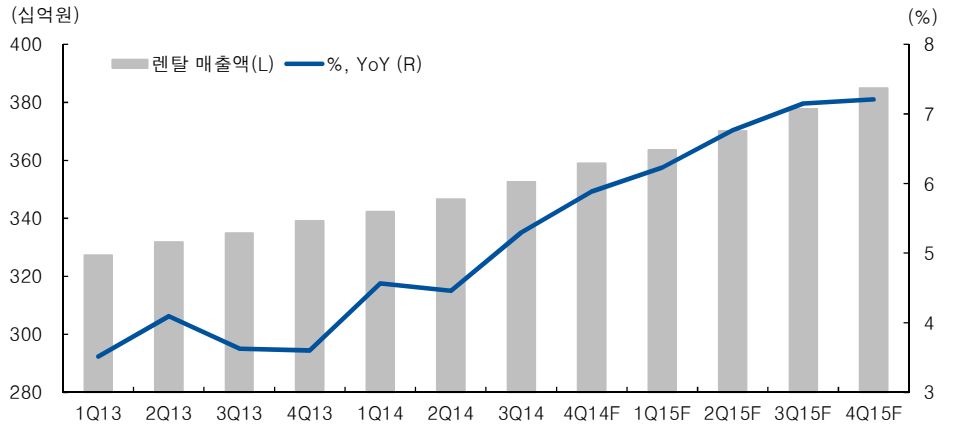
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈자산폐기손실과 렌탈매출대비 비중 추이



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 분기별 렌탈 실적 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	**2,118**	**2,171**	**2,354**	**2,541**
매출원가	**721**	**719**	**774**	**842**
매출총이익	**1,397**	**1,452**	**1,580**	**1,699**
판매비와관리비	**1,058**	**1,079**	**1,154**	**1,214**
조정영업이익	**339**	**373**	**426**	**484**
영업이익	**339**	**373**	**426**	**484**
비영업손익	**-12**	**-31**	**-35**	**-26**
금융손익	-14	-10	-10	-8
관계기업등 투자손익	18	0	0	0
세전계속사업손익	327	342	391	458
계속사업법인세비용	82	84	95	112
계속사업이익	245	258	295	346
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**245**	**258**	**295**	**346**
지배주주	245	258	295	346
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**244**	**247**	**295**	**346**
지배주주	244	247	295	346
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	537	568	618	686
FCF	269	187	188	244
EBITDA 마진율 (%)	25.4	26.2	26.3	27.0
영업이익률 (%)	16.0	17.2	18.1	19.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	11.9	12.5	13.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	**691**	**691**	**795**	**929**
현금 및 현금성자산	239	225	297	401
매출채권 및 기타채권	227	228	245	262
재고자산	66	72	77	82
기타유동자산	159	166	176	184
비유동자산	**976**	**1,017**	**1,068**	**1,117**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	669	722	773
무형자산	177	173	166	159
자산총계	**1,668**	**1,709**	**1,863**	**2,046**
유동부채	**677**	**578**	**560**	**536**
매입채무 및 기타채무	191	187	202	216
단기금융부채	335	269	260	240
기타유동부채	151	122	98	80
비유동부채	**50**	**78**	**85**	**94**
장기금융부채	0	9	9	9
기타비유동부채	50	69	76	85
부채총계	**727**	**656**	**645**	**630**
지배주주지분	**941**	**1,051**	**1,217**	**1,415**
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	868	993	1,158	1,356
비지배주주지분	**0**	**1**	**1**	**1**
자본총계	**941**	**1,052**	**1,218**	**1,416**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	**537**	**466**	**469**	**535**
당기순이익	245	258	295	346
비현금수익비용가감	374	344	302	328
유형자산감가상각비	191	187	184	195
무형자산상각비	8	8	7	7
기타	175	149	111	126
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-33	-33	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	67	-12	-17	-16
재고자산 감소(증가)	19	-8	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	3	3	3
법인세납부	-41	-103	-95	-112
투자활동으로 인한 현금흐름	**-76**	**-264**	**-247**	**-253**
유형자산처분(취득)	-258	-253	-238	-246
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-3	-5	-4
기타투자활동	188	-8	-4	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	**-373**	**-214**	**-151**	**-179**
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	-57	-9	-19
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-78	-124	-130	-148
기타재무활동	-35	-33	-12	-12
현금의 증가	**86**	**-13**	**72**	**104**
기초현금	152	239	225	297
기말현금	239	225	297	401

예상 주당가치 및 valuation (요약)

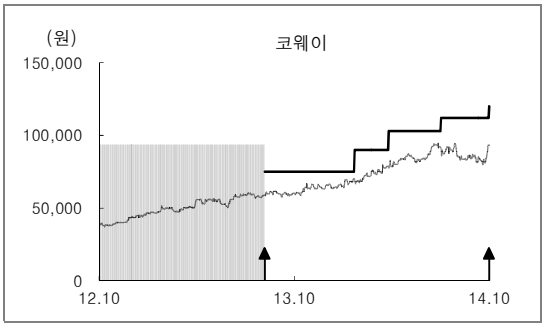
	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	27.9	24.4	20.8
P/CF (x)	8.3	12.0	12.0	10.7
P/B (x)	4.9	6.1	5.4	4.7
EV/EBITDA (x)	9.7	12.8	11.6	10.3
EPS (원)	3,178	3,348	3,827	4,489
CFPS (원)	8,030	7,807	7,748	8,739
BPS (원)	13,535	15,172	17,317	19,884
DPS (원)	2,710	1,749	1,999	2,345
배당성향 (%)	82.4	50.2	50.2	50.2
배당수익률 (%)	4.1	1.9	2.1	2.5
매출액증가율 (%)	6.3	2.5	8.4	7.9
EBITDA증가율 (%)	31.0	5.8	8.8	11.0
조정영업이익증가율 (%)	50.0	10.0	14.2	13.6
EPS증가율 (%)	160.7	5.3	14.3	17.3
매출채권 회전율 (회)	9.5	10.2	10.6	10.7
재고자산 회전율 (회)	30.8	31.6	31.6	31.8
매입채무 회전율 (회)	17.4	19.8	20.7	21.0
ROA (%)	14.3	15.3	16.5	17.7
ROE (%)	28.4	25.9	26.0	26.3
ROIC (%)	23.0	26.9	28.5	30.2
부채비율 (%)	77.3	62.4	53.0	44.5
유동비율 (%)	102.2	119.6	142.0	173.5
순차입금/자기자본 (%)	9.5	4.4	-2.9	-11.2
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	29.0	35.1	42.2

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이
기대를 뛰어넘는 질적 개선의 지속

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2014.10.26	매수	120,000원
	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 주가하락이 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(◆), 주가(—), 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.