

2014년 12월 2일

코웨이(021240)

저성장 국면 진입

3분기 영업이익 YoY -0.1% 감익

3분기 별도기준 매출은 전년동기대비 1.4% 성장한 4,960억원을 기록했으나, 영업이익은 970억원으로 YoY 0.1% 감익했다. 국내 환경가전 부문이 YoY 2.3% 성장했으나 해외수출이 13% 감소한 것이 매출 성장률 둔화의 주 원인으로 작용했다. 렌탈 판매량은 YoY 21% 증가했으나, 총계정 순증은 YoY 1%에 그쳤다. 영업이익은 전년도 높은 베이스가 부담으로 작용했다. 매출 성장에 제한적인 상황에서 추가적인 판관비 효율화를 기대하기에는 무리가 있었다. 해약률은 0.96%로 안정적인 수준을 유지하고 있다.

4분기 영업이익 YoY 6.9% 성장 예상

4분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 5.9%, 6.9% 성장한 5,110억원과 940억원 수준이 가능할 전망이다. 3분기 다소 부진했던 ODM해외 수출 증가율이 YoY 20% 이상으로 회복되고, 렌탈 판매가 견조한 증가세를 지속하고 있기 때문이다. 추가적인 이익 개선을 위해서는 전체 매출의 80% 이상을 차지하고 있는 환경가전렌탈 부문 성장률이 회복되어야 하는데, 시장 포화와 경쟁심화로 이 부문 성장률 제고를 기대하기에는 무리가 있다.

적정주가 8.5만원, 투자이견 '중립' 유지

8.5만원은 12MF PER 20배로 환경가전렌탈 부문 독보적인 MS 1위 업체로서 높은 진입장벽과 현금 창출능력, 배당수익률(배당성향 50%, 2014년 순익 기준 DPS 2,000원 예상)은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 다만, 중장기 외형성장률 둔화로 인한 제한적인 이익 증가는 추가적인 밸류에이션 및 주가 상승 여력을 제한하는 요인이다. 2015년도 외형성장률 7%를 가정할 경우, ODM수출 2%p+ARPU 2%p+계정 순증 3%p로 성장률 기여도가 분해되는데, 계정 순증 기여도가 관건이 될 것으로 본다.

Equity Research

Coverage

Neutral

| TP(12M): 85,000원 | CP(12월1일): 84,500원

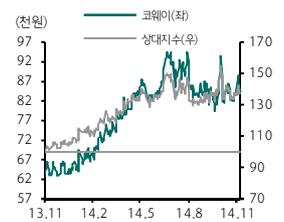
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,965.22	
52주 최고/최저(원)	94,600/63,000	
시가총액(십억원)	6,517.0	
시가총액비중(%)	0.54	
발행주식수(천주)	77,124.8	
60일 평균 거래량(천주)	191.7	
60일 평균 거래대금(십억원)	16.2	
14년 배당금(예상, 원)	2,710	
14년 배당수익률(예상, %)	3.21	
외국인지분율(%)	55.16	
주요주주 지분율(%)	코웨이홀딩스 외 11인 30.98	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	3.6	(1.5) 27.6
상대	3.5	(0.0) 32.8

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	2,031.4	2,170.9
영업이익(십억원)	382.6	411.9
순이익(십억원)	276.9	313.8
EPS(원)	3,590	4,069
BPS(원)	14,616	17,023

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	1,806.8	1,933.7	2,024.7	2,128.9	2,241.1
영업이익	십억원	227.8	333.2	377.9	390.9	417.4
세전이익	십억원	161.5	350.5	359.3	370.3	400.4
순이익	십억원	119.7	253.2	270.1	277.7	300.3
EPS	원	1,553	3,283	3,502	3,601	3,894
증감율	%	(32.4)	111.4	6.7	2.8	8.1
PER	배	28.05	20.23	24.27	23.60	21.83
PBR	배	3.76	4.78	5.76	5.39	4.99
EV/EBITDA	배	9.59	10.05	12.43	12.63	12.29
ROE	%	15.44	28.61	26.97	25.85	25.84
BPS	원	11,583	13,878	14,768	15,763	17,050
Net DER	%	58.9	12.8	(7.1)	(21.9)	(33.6)



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com



표 1. 쿠팡이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013년	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2014년
매출	465	497	489	482	1,934	495	523	496	511	2,025
렌탈	327	332	335	339	1,333	342	347	353	354	1,396
멤버십	43	43	43	44	172	44	46	47	45	182
일시불판매	37	48	35	29	149	28	37	32	26	123
화장품	18	22	17	20	76	21	22	17	20	81
수출	31	45	38	31	145	45	56	33	44	178
기타	9	8	21	20	58	15	15	15	20	65
영업이익	69	79	97	88	333	90	98	97	94	378
세전이익	115	81	83	72	351	88	87	88	97	359
순이익	80	61	62	50	253	66	65	66	72	270
영업이익률(%)	14.9	16.0	19.8	18.2	17.2	18.1	18.7	19.5	18.3	18.7
세전이익률(%)	24.7	16.2	17.0	14.9	18.1	17.8	16.6	17.8	18.9	17.7
순이익률(%)	17.2	12.2	12.7	10.4	13.1	13.4	12.5	13.4	14.2	13.3

자료: 쿠팡이, 하나대투증권

표 2. 쿠팡이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출	1,807	1,934	2,025	2,129	2,241
렌탈	1,286	1,333	1,396	1,459	1,524
멤버십	161	172	182	185	189
일시불판매	145	149	123	124	126
화장품	67	76	81	82	84
수출	110	145	178	213	251
기타	38	58	65	65	68
영업이익	228	333	378	391	417
세전이익	161	351	359	370	400
순이익	120	253	270	278	300
수정순이익(연결기준)	94	280	309	328	361
적정시가총액	1,881	5,605	6,173	6,553	7,228
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	24,386	72,673	80,040	84,963	93,716
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EPS(원)	1,219	3,634	4,002	4,248	4,686
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.7	18.4	18.6
매출 (YoY,%)	5.7	7.0	4.7	5.1	5.3
영업이익 (YoY,%)	(6.0)	46.3	13.4	3.4	6.8
순이익 (YoY,%)	(32.4)	111.4	6.7	2.8	8.1

자료: 쿠팡이, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,806.8	1,933.7	2,024.7	2,128.9	2,241.1
매출원가	605.4	651.7	684.4	720.0	758.5
매출총이익	1,201.4	1,282.0	1,340.3	1,408.9	1,482.6
판매비	973.6	948.9	962.4	1,018.0	1,065.3
영업이익	227.8	333.2	377.9	390.9	417.4
금융손익	(58.1)	(13.7)	(9.4)	(8.3)	(5.2)
중속/관계기업손익	(3.2)	40.1	0.0	(3.0)	(2.5)
기타영업외손익	(5.0)	(9.1)	(9.2)	(9.2)	(9.3)
세전이익	161.5	350.5	359.3	370.3	400.4
법인세	41.7	97.4	89.2	92.6	100.1
계속사업이익	119.7	253.2	270.1	277.7	300.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	119.7	253.2	270.1	277.7	300.3
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	119.7	253.2	270.1	277.7	300.3
지배주주표이익	118.2	252.6	270.1	277.7	300.3
NOPAT	169.0	240.7	284.1	293.2	313.1
EBITDA	399.7	521.9	521.3	499.8	500.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.7	7.0	4.7	5.1	5.3
NOPAT증가율	(11.6)	42.4	18.0	3.2	6.8
EBITDA증가율	1.0	30.6	(0.1)	(4.1)	0.1
(조정)영업이익증가율	(6.4)	46.3	13.4	3.4	6.8
(지분법제외)순이익증가율	(32.4)	111.5	6.7	2.8	8.1
(지분법제외)EPS증가율	(32.4)	111.4	6.7	2.8	8.1
수익성(%)					
매출총이익률	66.5	66.3	66.2	66.2	66.2
EBITDA이익률	22.1	27.0	25.7	23.5	22.3
(조정)영업이익률	12.6	17.2	18.7	18.4	18.6
계속사업이익률	6.6	13.1	13.3	13.0	13.4

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,502	3,601	3,894
BPS	11,583	13,878	14,768	15,763	17,050
CFPS	6,503	7,789	6,572	6,199	6,199
EBITDAPS	5,182	6,767	6,759	6,481	6,487
SPS	23,427	25,073	26,253	27,603	29,059
DPS	0	2,710	2,710	2,710	2,710
주가지표(배)					
PER	28.0	20.2	24.3	23.6	21.8
PBR	3.8	4.8	5.8	5.4	5.0
PCFR	6.7	8.5	12.9	13.7	13.7
EV/EBITDA	9.6	10.0	12.4	12.6	12.3
PSR	1.9	2.6	3.2	3.1	2.9
재무비율(%)					
ROE	15.4	28.6	27.0	25.9	25.8
ROA	7.3	15.1	16.8	17.1	17.4
ROIC	17.2	23.8	30.0	35.3	42.0
부채비율	112.0	69.6	52.3	50.1	47.4
순부채비율	58.9	12.8	(7.1)	(21.9)	(33.6)
이자보상배율(배)	7.9	19.0	39.3	57.1	60.8

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	11.4	9.5	9.7	(1.2)	19.5
Emerging Market	11.9	10.7	10.8	2.7	10.9
World	16.1	14.6	14.7	5.3	10.2

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691.3	642.5	714.9	908.2	1,098.5
금융자산	119.4	201.6	253.4	422.8	587.6
현금성자산	118.9	201.3	253.0	422.5	587.1
매출채권 등	291.9	290.0	303.7	319.3	336.1
재고자산	41.3	40.9	42.8	45.0	47.4
기타유동자산	238.7	110.0	115.0	121.1	127.4
비유동자산	1,010.2	998.6	862.5	761.9	688.0
투자자산	158.3	154.0	161.3	169.5	178.5
금융자산	56.6	53.0	55.5	58.4	61.5
유형자산	594.2	596.8	459.8	356.3	278.1
무형자산	157.5	150.9	144.5	139.1	134.5
기타비유동자산	100.2	96.9	96.9	97.0	96.9
자산총계	1,701.5	1,641.1	1,577.4	1,670.0	1,786.4
유동부채	719.6	636.8	502.9	516.8	531.7
금융부채	438.5	325.1	179.3	179.7	180.1
매입채무 등	205.3	201.6	211.1	222.0	233.7
기타유동부채	75.8	110.1	112.5	115.1	117.9
비유동부채	179.2	36.9	38.6	40.6	42.7
금융부채	153.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	25.5	36.9	38.6	40.6	42.7
부채총계	898.8	673.7	541.5	557.4	574.5
자본총계	802.7	967.3	1,036.0	1,112.7	1,212.0
자본배주주지분	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	130.6	130.8	130.8	130.8	130.8
자본조정	(84.6)	(94.4)	(94.4)	(94.4)	(94.4)
기타포괄이익누계	(0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	716.8	890.4	959.1	1,035.8	1,135.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	802.7	967.3	1,036.0	1,112.7	1,212.0
순금융부채	472.7	123.4	(74.0)	(243.2)	(407.5)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	429.1	517.6	410.4	377.2	369.1
당기순이익	119.7	253.2	270.1	277.7	300.3
조정	347.1	306.2	147.5	107.8	77.7
감가상각비	171.9	188.7	143.3	108.9	82.9
외환거래손익	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.2	(40.1)	0.0	0.0	0.0
기타	171.7	157.7	4.2	(1.1)	(5.2)
자산/부채의 변동	(37.7)	(41.8)	(7.2)	(8.3)	(8.9)
투자활동현금흐름	(300.9)	(58.4)	(1.8)	(0.3)	3.1
투자자산감소(증가)	126.8	4.3	(7.2)	(8.3)	(8.9)
유형자산감소(증가)	(291.5)	(239.6)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(136.2)	176.9	5.4	8.0	12.0
재무활동현금흐름	(73.6)	(376.8)	(356.9)	(207.5)	(207.5)
금융부채증가(감소)	50.1	(267.1)	(145.8)	0.4	0.4
자본증가(감소)	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.6)	(31.6)	(9.6)	(6.9)	(6.9)
배당지급	(77.8)	(78.4)	(201.5)	(201.0)	(201.0)
현금의 증감	54.0	82.4	51.7	169.5	164.7
Unlevered CFO	501.5	600.7	506.9	478.1	478.1
Free Cash Flow	134.1	271.9	410.4	377.2	369.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	11.0	10.0	10.0	(0.8)	10.4
Emerging Market	17.7	15.5	15.5	1.8	13.9
World	24.2	20.9	21.2	9.1	16.0

