Earnings preview

Korea / Consumer

11 December 2014

BUY

목표주가	**105,000** 원
현재주가 (9 Dec 2014)	**85,800** 원

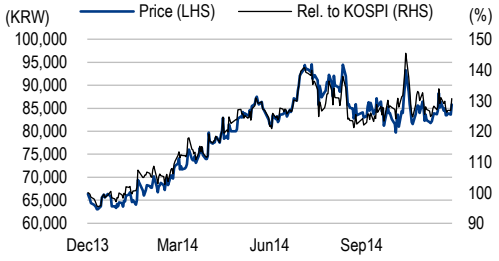
Upside/downside (%)	22.4
KOSPI	1,970.95
시가총액 (십억원)	6,617
52주 최저/최고	63,000 - 94,600
일평균거래대금 (십억원)	14.97
외국인 지분율 (%)	55.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	**2,118**	**2,176**	**2,330**	**2,460**
영업이익 (십억원)	339.0	382.6	466.3	525.2
당기순이익 (십억원)	**245.1**	**280.6**	**349.8**	**396.2**
수정순이익 (십억원)	245.1	280.5	349.7	396.2
EPS (원)	3,178	3,637	4,535	5,137
EPS 성장률 (%)	160.6	14.5	24.7	13.3
P/E (x)	**20.9**	**23.6**	**18.9**	**16.7**
EV/EBITDA (x)	9.7	11.2	9.4	8.3
배당수익률 (%)	2.5	2.4	3.3	4.1
P/B (x)	5.4	6.0	5.1	4.5
ROE (%)	**28.4**	**27.5**	**29.3**	**28.6**
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.1)	(13.1)	(21.6)

Change to EPS	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
변경후 (원)	3,178	3,637	4,535	5,137
변경전 (원)	3,178	3,694	4,613	5,229
증감 (%)	-	(1.5)	(1.7)	(1.8)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	2.1	2.8	32.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.5	6.6	33.7

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

순조로운 4분기

최근 코웨이 탐방을 통해 동사의 4 분기 국내 렌탈 비즈니스 부문의 견조한 펀더멘탈과 수출 성장률 회복을 확인함. 동사의 견조한 4분기 실적 및 배당금 지급액 증가를 통한 현금관리 개선 등을 고려, 투자의견 BUY 및 목표주가 105,000 원을 유지함.

4분기 이익 성장 회복

동사의 4분기 연결 영업이익은 전년 대비 9.6% 증가한 999 억원으로 컨센서스에 부합하는 수준으로 예상. 동사의 4분기 실적이 전년 대비 증가하는 것은 1) 2013 년 4월 렌탈 서비스 수수료 5% 인상의 효과, 2) 수출 성장률 회복 (전년동기 대비 20% 이상 증가), 및 3) 경영진의 비용절감 노력 지속에 기인함. 또한, 4분기에 신규 렌탈 가입자 수도 견조한 성장을(전년동기 대비 20% 이상)지속할 것으로 예상. 양호한 실적 성장세가 내년까지 지속될 것으로 기대됨. 한편, 지난 3분기 수출액(ODM 및 해외계열사로의 매출)은 330 억원(-13% YoY)으로 약세였는데 이는 현지 딜러들의 재고조정에 따른 중국향 ODM 매출의 일시적 둔화에 기인함. 재고조정이 3 분기에 완료됨에 따라 4분기부터 공기 청정기 중국 ODM 수출 및 전체 수출이 전년동기 대비 20% 이상 성장하면서 회복세를 보일 것으로 예상함.

Figure 1 코웨이 4Q14 실적 프리뷰

(십억원)	4Q14	4Q13	증가율 (% YoY)	4Q14 (Cons.)	차이 (%)
매출액	558.5	524.0	6.6	551.8	1.2
영업이익	99.9	91.1	9.6	97.4	2.6
영업이익률 (%)	*17.9*	*17.4*		*17.7*	
당기순이익	84.2	67.9	24.1	76.8	9.7
당기순이익률 (%)	*15.1*	*13.0*		*13.9*	

자료: 코웨이, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2015 년에도 성장은 지속

코웨이의 EPS 는 2015 년 25% 증가할 것으로 추정. 주요 동인으로는 1) 2013 년 4월 렌탈 서비스 수수료 인상에 따른 연 1-1.5%의 ARPU(가입자당 평균렌탈요금) 상승, 2) 해지율 하락에 따라 렌탈 계정이 2015 년 3-4% 증가, 3) 2014 년에 빠른 신규 렌탈 가입자 수 증가, 및 4) 경영진의 꾸준한 판관비 절감 노력 등을 들 수 있음.

효율적인 현금관리

코웨이는 영업이익 성장과 Capex 의 안정화를 바탕으로 잉여현금흐름이 2015-16 년 연평균 25%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 2016 년 3,500 원까지 증가할 것으로 예상됨.

투자의견 BUY 및 목표주가 105,000 원유지

코웨이는 현재 2015 년 기준 P/E 18.9 배(과거 5 년 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 저평가되어 있다고 판단. 매수 투자의견과 목표주가 105,000 원 유지.

Figure 2 분기 실적 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	2,118.3	535.0	556.9	525.5	558.5	2,175.9	572.4	597.6	560.4	600.0	2,330.4
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	339.0	90.3	97.2	95.3	99.9	382.6	124.1	114.0	111.0	117.2	466.3
경상이익	75.3	81.0	80.4	90.4	327.1	88.4	86.5	85.9	113.2	374.1	124.1	114.0	111.0	117.2	466.3
법인세	17.9	21.3	20.3	22.5	82.1	22.4	20.2	22.0	28.9	93.5	31.0	28.5	27.7	29.3	116.6
법인세율 (%)	23.8	26.3	25.3	24.9	25.1	25.3	23.4	25.6	25.6	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	63.9	84.2	280.6	93.1	85.5	83.2	87.9	349.8
증가율 (%, YoY)															
매출액	6.2	13.7	4.7	0.9	6.3	5.4	0.1	(0.9)	6.6	2.7	7.0	7.3	6.6	7.4	7.1
영업이익	7.7	27.7	53.2	165.0	49.9	29.5	18.6	(1.0)	9.6	12.9	37.4	17.4	16.5	17.3	21.9
경상이익	21.4	1,724.1	44.5	282.5	124.4	17.4	6.8	6.9	25.1	14.3	40.3	31.8	29.1	3.6	24.7
당기순이익	25.0	T/N	40.4	402.6	160.6	15.2	11.0	6.4	24.1	14.5	40.8	29.0	30.2	4.4	24.7
이익률 (%)															
영업이익률	13.7	14.7	18.1	17.4	16.0	16.9	17.4	18.1	17.9	17.6	21.7	19.1	19.8	19.5	20.0
경상이익률	14.8	14.6	15.2	17.3	15.4	16.5	15.5	16.4	20.3	17.2	21.7	19.1	19.8	19.5	20.0
당기순이익률	11.3	10.7	11.3	13.0	11.6	12.4	11.9	12.2	15.1	12.9	16.3	14.3	14.9	14.7	15.0

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	**2,118**	**2,176**	**2,330**	**2,460**
매출원가	721	717	763	809
매출총이익	**1,397**	**1,459**	**1,568**	**1,651**
판매비와관리비	1,058	1,076	1,101	1,126
영업이익 (조정)	**339**	**383**	**466**	**525**
영업이익	**339**	**383**	**466**	**525**
순이자손익	(14)	(3)	(2)	1
지분법손익	0	0	0	0
기타	3	(6)	2	2
세전계속사업손익	**327**	**374**	**466**	**528**
법인세비용	82	94	117	132
당기순이익	**245**	**281**	**350**	**396**
당기순이익 (지배주주지분)	**245**	**281**	**350**	**396**
EPS (지배주주지분, 원)	3,178	3,637	4,535	5,137

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	6.3	2.7	7.1	5.5
매출총이익증가율	6.3	4.4	7.5	5.3
영업이익증가율	49.9	12.9	21.9	12.6
당기순이익증가율	160.6	14.5	24.7	13.3
EPS 증가율	160.6	14.5	24.7	13.3
매출총이익율	66.0	67.0	67.3	67.1
영업이익률	16.0	17.6	20.0	21.4
당기순이익률	11.6	12.9	15.0	16.1

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	**691**	**558**	**734**	**908**
현금및현금성자산	239	109	117	123
단기금융자산	6	34	173	316
매출채권	213	208	222	235
재고자산	66	57	61	64
기타유동자산	168	151	161	170
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**	**1,627**	**1,850**	**2,059**
유동부채	**677**	**358**	**384**	**405**
매입채무	37	38	40	43
단기금융부채	328	0	0	0
기타유동부채	312	321	343	362
비유동부채	**50**	**171**	**173**	**175**
장기금융부채	0	120	120	120
기타비유동부채	50	51	53	55
부채총계	**727**	**529**	**557**	**580**
지배주주지분	941	1,098	1,293	1,480
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**941**	**1,098**	**1,293**	**1,480**
BVPS (원)	12,200	14,234	16,769	19,185

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	**537**	**531**	**572**	**631**
당기순이익	245	281	350	396
유무형자산상각비	198	207	223	235
기타	135	52	48	47
운전자본증감	(41)	(9)	(48)	(48)
투자현금	**(74)**	**(301)**	**(271)**	**(271)**
자본적지출	(268)	(300)	(270)	(270)
기타	194	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(373)**	**(332)**	**(154)**	**(210)**
배당금	(78)	(124)	(154)	(210)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(262)	(208)	0	0
기초현금*	156	245	143	289
기말현금*	245	143	289	439

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
주: *단기금융자산 포함

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	28.4	27.5	29.3	28.6
총자산이익률 (%)	14.3	17.0	20.1	20.3
재고자산보유기간 (일)	11.8	10.3	9.2	9.3
매출채권회수기간 (일)	38.4	35.2	33.7	33.9
매입채무결재기간 (일)	7.1	6.2	6.1	6.2
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.1)	(13.1)	(21.6)
이자보상배율 (x)	23.4	133.5	264.6	(438.5)

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

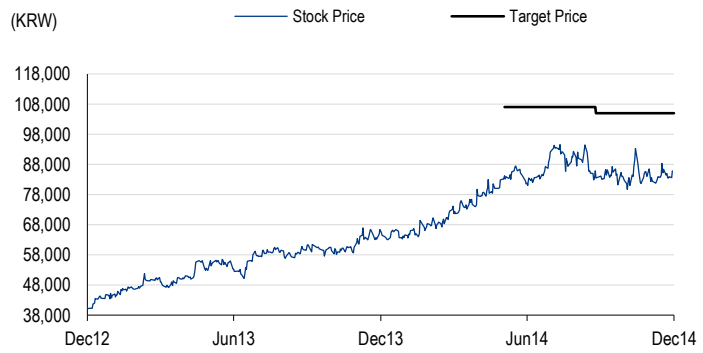
Compliance Notice

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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 정우창]

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

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
2014-12-11	BUY	105,000