

코웨이 (021240)

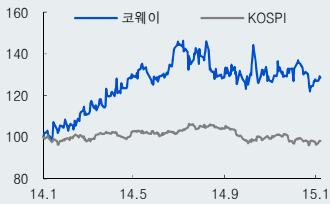
한층 견고해지는 수익성 관리 능력

생활소비재

Earnings preview
2015.1.23

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	120,000
현재주가(15/01/22,원)	83,200
상승여력	44%

영업이익(14F,십억원)	372		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	380		
EPS 성장률(14F,%)	6.6		
MKT EPS 성장률(14F,%)	-1.5		
P/E(14F,x)	24.8		
MKT P/E(14F,x)	13.2		
KOSPI	1,920.82		
시가총액(십억원)	6,417		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.2		
외국인 보유비중(%)	54.5		
베타(12M) 일간수익률	-0.21		
52주 최저가(원)	64,000		
52주 최고가(원)	94,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	-12.1	26.6
상대주가	-4.1	-7.1	29.9



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

4Q14 Preview: 별도 영업이익 935억원(+6.8% YoY), 영업이익률 18.5%

코웨이의 4Q14 별도기준 실적은 매출액 5,062억원(+4.9% YoY), 영업이익 935억원(+6.8% YoY), 영업이익률 18.5%를 기록할 것으로 추정된다. 컨센서스(매출액 5,184억원, 영업이익 1,004억원)와 비교하면 다소 낮은 수준이다. 당사 추정치가 상대적으로 보수적인 이유는 2Q14를 기점으로 한 신규 렌탈 계정의 급속한 증가 영향을 반영했기 때문이다.

렌탈 시스템의 특성상 렌탈 매출은 장기간에 걸쳐 분할 인식되지만 신규 판매와 관련한 수수료는 당기에 일시적으로 유출된다. 즉, 신규 판매의 증가는 단기 실적의 측면에서는 부담 요인이다. 현재의 시장 기대치는 렌탈 시스템의 기본 속성에 대한 이해가 충분히 반영되지 않은 모습으로 보인다. 시스템적 특성을 감안하면 전년동기대비 큰 폭의 마진 개선은 현실적으로 기대하기 어렵다.

“그럼에도 불구하고” 근원의 수익성 개선은 지속

코웨이의 2014년 연간 신규 렌탈 판매량은 133만 계정을 기록할 전망이다. 기존 가이드스 125만 계정을 +6.4% 아웃퍼폼하고 2013년 실적 대비 +14.1% 증가한 수치이다. 전반적으로 렌탈 판매의 외형성장을 주축으로 한 기초의 전략이 기대 이상의 성과로 귀결되는 모습이 예상된다.

큰 폭의 렌탈 판매 증가에도 불구하고 수익성 보전이 가능할 것으로 보인다. 신규 판매와 관련한 수수료 증가가 불가피하지만, 원가 효율화와 인건비, 마케팅 비용 등을 포괄하는 기타 판매비 항목에서의 비용 절감 노력이 꾸준히 이어지고 있기 때문이다. 매출원가율은 전년동기대비 -0.7%p 개선되고 전사 판매비율은 49.3%(+0.4%p) 수준에서 효율적으로 관리될 전망이다.

일반적으로 핵심 사업의 외형 성장과 수익성 추가 개선은 공존하기 쉽지 않다. 외형 성장을 기초 목표로 달성하는 과정에서 점진적인 수익성 개선까지 수반되는 모습은 코웨이의 독보적인 시스템적 강점을 다시 한 번 입증하는 것으로 해석된다.

투자의견 매수와 목표주가 120,000원 유지

코웨이에 대한 “매수” 투자의견과 목표주가 120,000원을 유지한다. 렌탈 시스템과 자체 개발/생산/판매되는 고기능성 환경 가전제품의 결합은 안정적인 중장기 성장에 연속성을 부여한다. 하지만 렌탈 판매는 기본적으로 한국 시장에 기반하고 있고, 점차 악화되는 내수 소비 환경은 어느 형태의 소비재 기업에게나 무거운 과제일 수 밖에 없다. 따라서 동사의 “지속적인 실적 호조”는 당위적으로 받아들여지기 보다 고평가와 프리미엄의 요인으로 평가되어야 한다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,157	2,326	2,489
영업이익 (십억원)	235	226	339	372	424	480
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	17.2	18.2	19.3
순이익 (십억원)	167	94	245	261	302	349
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,389	3,921	4,526
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	26.2	26.7	26.7
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	24.8	21.2	18.4
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.5	4.8	4.2

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

4Q14 Preview

표 1. 별도기준 4Q14F 실적 전망표

(십억원, %)

	4Q13	3Q14	4Q14F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	482	496	506	518	4.9	2.0
영업이익	88	97	94	100	6.8	-3.5
영업이익률 (%)	18.2	19.5	18.5	19.4		
세전이익	72	88	87	101	20.9	-1.6
순이익	50	66	65	75	30.2	-1.6

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 연결기준 4Q14F 실적 전망표

(십억원, %)

	4Q13	3Q14	4Q14F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	524	526	540	548	3.0	2.7
영업이익	91	95	89	96	-1.8	-6.1
영업이익률 (%)	17.4	18.1	16.6	17.6		
세전이익	90	86	86	96	-4.4	0.6
순이익	68	64	65	71	-4.2	1.7

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 분기실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F
매출액	507	556	531	524	535	557	526	540
영업이익	70	82	96	91	90	97	95	89
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	18.1	16.6
순이익(지배)	57	60	60	68	66	66	64	65
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	12	12
렌탈자산 폐기손실	12	10	9	8	10	11	10	10
(%, 별도 렌탈매출 대비)	4	3	3	2	3	3	3	3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	2,171	2,354	2,157	2,326	-0.6	-1.2	일시불 실적 조정
영업이익	373	426	372	424	-0.2	-0.7	
세전이익	342	391	347	402	1.6	3.0	영업외수지 조정
순이익	258	295	261	302	1.2	2.5	

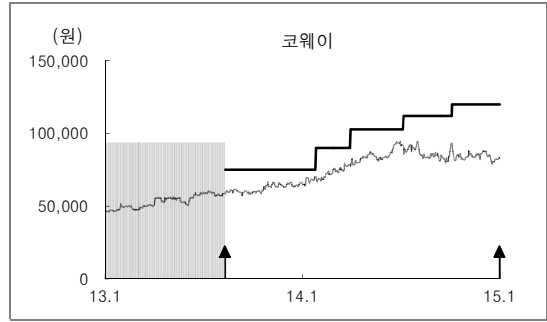
자료: KDB대우증권 리서치센터

코웨이

한층 견고해지는 수익성 관리 능력

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 추가하락이 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.