

Earnings review

Korea / Consumer

13 February 2015

**BUY**

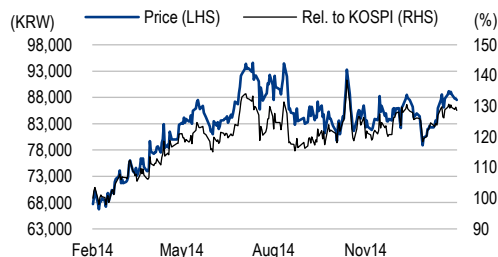
목표주가 **105,000** 원  
현재주가 (12 Feb 2015) **83,700** 원

Upside/downside (%)	25.4
KOSPI	1,941.63
시가총액 (십억원)	6,455
52주 최저/최고	66,700 - 94,600
일평균거래대금 (십억원)	13.32
외국인 자본율 (%)	54.3

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	23.1	18.5	16.3
EV/EBITDA (x)	9.7	11.0	9.1	8.1
배당수익률 (%)	2.5	2.5	3.3	4.2
P/B (x)	5.4	5.9	5.0	4.4
ROE (%)	28.4	27.5	29.3	28.6
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(2.1)	(13.1)	(21.6)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	8.4	6.3	29.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.3	7.6	28.9

정우창, Analyst  
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

# 코웨이 (021240 KS)

## 4Q14 실적 리뷰

코웨이의 4분기 연결실적은 총 354억원의 해외 자회사 관련 자산손상차손(순자산 가치와 장부가치의 차이)을 제외하면 시장기대치에 부합하는 견조한 수준임. 또한 2014년 주당 2,000원의 현금 배당을 결의하였는데, 이는 시장 기대치와 유사한 수준임. 경영진은 향후 추가 자회사 관련 자산손상차손은 없다고 밝힘. 2014년에 보여 주었던 이익 및 배당 성장은 2015년에도 지속될 것으로 판단하여, 동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지함.

### 4분기 실적 리뷰

코웨이는 2월 12일 장중 4분기 실적을 발표함. 동사의 4분기 실적은 매출 5,429억원(3.6% YoY), 영업이익 817억원(-10.3% YoY), 세전이익 715억원(-20.9% YoY)로, 영업이익 및 세전이익은 우리 추정치 및 컨센서스 전망치를 하회함. 예상보다 저조한 이익의 주 요인은 총 354억원 규모의 해외 자회사 관련 자산손상차손이 영업 및 영업외 비용으로 반영되었기 때문임(157억원은 영업비용으로 197억원은 영업외 비용으로 계상됨).

경영진에 따르면, 중국 화장품 자회사 및 태국 자회사의 순자산가치와 장부가치의 차이를 이번 회계 감사를 통해서 전액 비용으로 계상하였으며, 향후 추가로 자산손상차손이 발생할 가능성은 매우 낮다고 밝힘. 비현금성, 일회성 성격의 자회사 자산손상차손을 제외하면, 4분기 연결 영업이익 및 세전이익은 각각 974억원(+6.9% YoY)과 1,069억원(+18.2% YoY)으로 우리 예상치 및 시장 기대치를 충족하는 수준임. 한편, 핵심 렌탈 부문의 시장 경쟁 안정화와 동사의 판촉활동 강화에 힘입어 코웨이의 4분기 렌탈판매량은 전년 대비 31% 증가하는 견조한 모습을 보였다.

### 2015년에도 성장 기대는 유효

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

### 증가하는 배당 매력도

동사의 2014년 주당 현금 배당액은 2,000원으로 결정되었음. 배당성향 57% (비현금성, 일회성 비용을 제외한 순이익 기준) 수준으로 우리 및 시장 기대치인 주당 2,050~2,100원과 유사한 수준임. 코웨이는 영업이익 성장과 Capex의 안정화를 바탕으로 잉여현금흐름이 2015~16년 연평균 25%씩 증가할 것으로 기대됨. 동사의 순 현금 포지션을 고려 시, 향후 배당금 지급액 증가에 의한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 예상됨. 동사의 주당배당금은 2016년 3,500원까지 증가할 것으로 예상됨.

### 투자 의견 BUY 및 목표주가 105,000 원유지

4분기 실적 우려로 동사 주가는 어제 4% 하락하였는데, 우리는 이러한 주가하락이 매수 기회라고 판단함. 코웨이는 현재 2015년 기준 P/E 18.5 배(과거 5년 평균 수준)로 거래되고 있음. 1) 향후 양호한 EPS 및 EBITDA 성장 전망 및 2) 향후 배당성향 개선 전망 등을 감안할 때, 현재 주가는 저평가되어 있다고 판단. 매수 투자 의견과 목표주가 105,000 원 유지.

Figure 1 4Q14 리뷰 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P	YoY (%)	QoQ (%)	4Q14 (미래)	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	524	535	557	526	543	3.6	3.3	558	(2.8)	550	(1.3)
영업이익	91	90	97	95	82	(10.3)	(14.3)	100	(18.2)	97	(15.3)
순자산손상차손환입 후 영업이익					97	6.9	2.2	100	(2.5)	97	0.9
세전이익	90	88	87	86	72	(20.9)	(16.8)	113	(36.8)	98	(27.1)
순자산손상차손환입 후 세전이익					107	18.2	24.4	113	(5.5)	98	9.0
당기순이익 (지배주주)	68	66	66	64	53	(21.4)	(16.5)	84	(36.6)	74	(28.1)
영업이익률 (%)	17.4	16.9	17.4	18.1	15.1	(2.3)	(3.1)	17.9	(2.8)	17.6	(2.5)
순자산손상차손환입 후 영업이익률 (%)					17.9			17.9		17.6	
세전이익률 (%)	17.3	16.5	15.5	16.4	13.2	(4.1)	(3.2)	20.3	(7.1)	17.8	(4.7)
순자산손상차손환입 후 세전이익률 (%)					19.7			20.3		17.8	
당기순이익률 (%)	13.0	12.4	11.9	12.2	9.8	(3.1)	(2.3)	15.1	(5.3)	13.5	(3.7)

자료: 코웨이, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

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
<b>증가율 (% YoY)</b>															
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
<b>이익률 (%)</b>															
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

주: 4Q14, 2014 수치는 미래에셋증권 예상치임

## 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

### 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

### 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

### 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
매입채무결제기간 (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

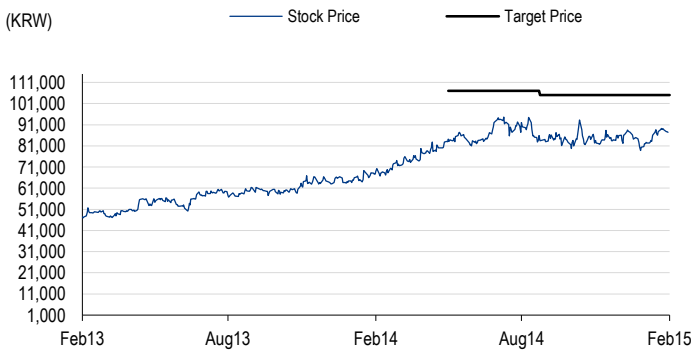
**Compliance Notice**

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 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
2014-12-10	BUY	105,000
2015-02-13	BUY	105,000