

# 코웨이 (021240)

## 더할 나위 없었다

### 생활소비재

Results Comment  
2015.2.13

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가(원,12M)	<b>130,000</b>
현재주가(15/02/12,원)	<b>83,700</b>
상승여력	<b>55%</b>

영업이익(14F,십억원)	364		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	379		
EPS 성장률(14F,%)	2.0		
MKT EPS 성장률(14F,%)	-1.9		
P/E(14F,x)	26.0		
MKT P/E(14F,x)	13.4		
KOSPI	1,941.63		
시가총액(십억원)	6,455		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.2		
외국인 보유비중(%)	54.0		
베타(12M) 일간수익률	-0.10		
52주 최저가(원)	66,700		
52주 최고가(원)	94,600		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	3.7	-4.3	23.6
상대주가	2.6	0.6	23.3



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희  
02-768-4172  
regina.hahm@dwsec.com

### 4Q14 review: 별도 영업이익 932억원(+6.4%), 당사 기대치에 부합

코웨이의 4Q14 별도기준 실적은 매출액 4,995억원(+3.6% YoY), 영업이익 932억원(+6.4% YoY), 영업이익률 18.7%로 발표되었다. 기존 당사 추정치(영업이익 935억원, 영업이익률 18.5%)에 부합하는 실적이었다. 신규 판매량 증가에 따른 판매비 부담 요인에도 불구하고 강력한 수익 관리 역량의 힘으로 우호적인 실적을 기록한 것으로 분석된다.

별도 세전이익이 예상보다 낮았던 이유는 당 분기에 계열회사 가치 재평가를 단행하고, 손상차손을 영업외손익에 반영했기 때문이다. 코웨이는 회계적인 자산 클린화 작업의 일환으로 손실이 발생하는 태국과 중국법인, 그린엔텍의 손상차손을 14년말에 전액 반영하였다. 비현금성 일회성비용을 감안한 실질 세전이익은 973억원으로 기대를 상회했다.

코웨이 제품의 품질과 고객 만족도를 확인하는 주요 지표인 렌탈자산폐기손실률과 해약률은 4분기에 각각 2.7%, 0.95%를 기록해 사상 최저점 수준에서 안정적으로 관리되었다.

### 성장성 강화에 대한 기대가 확신이 되는 사업계획 발표

코웨이는 15년 경영 목표로 매출액 +8.3% YoY, 영업이익 +11.3% YoY, 영업이익률 19.3%를 제시하였다. 렌탈 시스템의 특성상 렌탈 매출은 장기간에 걸쳐 분할 인식되지만 신규 판매와 관련한 수수료는 당기에 일시적으로 유출된다. 단기 비용 부담 요인을 감안하면 성장과 수익성의 목표치는 굉장히 고무적이다.

당사는 코웨이의 경영계획에 대한 신뢰도가 상당히 높다고 판단한다. 14년 신규 렌탈 판매량은 기존 가이던스(125만대)를 14.1% 초과 달성한 133만대를 기록했다. 14년 이후 신규 계정은 가격인상 효과가 온전히 반영되기 때문에 전사 ARPU의 직접적인 개선 요인이다. 또한 15년 렌탈 판매 목표로 사상 최대 수치인 142만대를 제시한 점에서 기존 코디 네트워크와 신규 오프라인 채널의 영업력에 대한 자신감을 재확인할 수 있었다. 즉, 타라인 성장 요인인 가격(P)과 물량(Q)변수에 대한 신뢰가 동시에 강화되었다는 뜻이다.

### 성장에 대한 Conviction 강화, 목표주가 130,000원으로 상향

당사는 코웨이의 14년 사업 결과와 향후 목표를 통해 렌탈 시스템 근원의 독보적인 강점과 동사 특유의 정성적인 제품 개발 역량, 그리고 코디 네트워크의 견고함과 서비스 품질 관리 능력 등을 동시에 재확인할 수 있었다.

코웨이에 대한 “매수” 투자 의견을 유지하고 목표주가는 수익전망 상향 요인을 반영하여 과거 대비 +8.3% 조정한 130,000원을 제시한다. 내수 소비에 대한 불확실성이 점차 고조되는 환경에서 더없이 확실한 투자 대안이라고 판단한다. 현재 당사 생활소비재/화장품 유니버스 내 Top pick으로 추천한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,824	1,993	2,118	2,160	2,347	2,514
영업이익 (십억원)	235	226	339	364	432	485
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	16.9	18.4	19.3
순이익 (십억원)	167	94	245	250	310	354
EPS (원)	2,166	1,219	3,178	3,241	4,014	4,588
ROE (%)	22.2	12.3	28.4	25.2	27.6	27.6
P/E (배)	16.9	35.7	20.9	26.0	20.9	18.2
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.5	4.8	4.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

## 4Q14 Review

표 1. 4Q14 별도실적 Review

(십억원, %)

	4Q13	3Q14	4Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	482	496	500	506	518	3.6	0.7
영업이익	88	97	93	94	100	6.4	-3.9
영업이익률 (%)	18.2	19.5	18.7	18.5	19.4		
세전이익	72	88	67	87	101	-6.7	-24.1
순이익	50	66	45	65	75	-9.7	-31.7

주: 당 분기 중 일회성 비용인 계열사 가치 재평가 손실 306억원이 영업외손실로 반영  
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 4Q14 연결실적 Review

(십억원, %)

	4Q13	3Q14	4Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	524	526	543	533	548	3.6	3.3
영업이익	91	95	82	89	96	-10.3	-14.3
영업이익률 (%)	17.4	18.1	15.0	16.8	17.6		
세전이익	90	86	72	86	96	-20.9	-16.8
순이익	68	64	53	65	71	-21.3	-16.5

주: 당 분기 중 일회성 비용인 계열사 가치 재평가 손실 157억원이 연결 영업이익에 반영, 이를 제외할 경우 실질 영업이익은 974억원  
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 분기별 연결 실적추이

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
매출액	507	556	531	524	535	557	526	543
영업이익	70	82	96	91	90	97	95	82
영업이익률 (%)	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	18.1	15.1
순이익(지배)	57	60	60	68	66	66	64	54
순이익률 (%)	11	11	11	13	12	12	12	10
렌탈자산 폐기손실	12	10	9	8	10	11	10	10
(%, 별도 렌탈매출 대비)	4	3	3	2	3	3	3	3

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	2,157	2,326	2,160	2,347	0.1	0.9	
영업이익	372	424	364	432	-2.1	1.9	- 14년 자산평가손상차손 반영
세전이익	347	402	333	413	-4.2	2.6	- 15년 비용 효율화 영향반영
순이익	261	302	250	310	-4.4	2.4	

자료: KDB대우증권 리서치센터

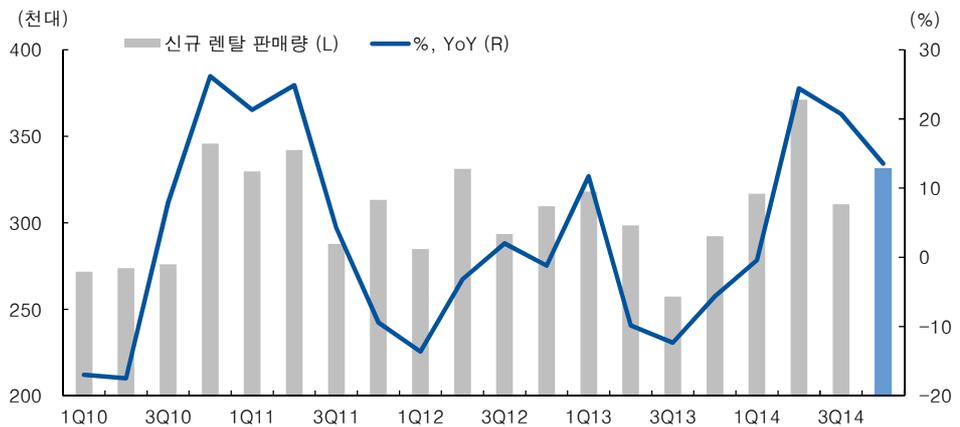
표 5. Valuation: DCF Valuation으로 산출한 적정주가 130,000원

(십억원, %)

	15F	16F	17F	18F
<b>EBIT</b>	<b>432</b>	<b>485</b>	<b>495</b>	<b>506</b>
- EBIT에 대한 세금	108	121	124	126
- CAPEX	290	301	308	314
- 순운전자본 증가(감소)	44	37	38	39
+ 감가상각비	183	196	200	204
+ 무형자산상각비	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	40	43	44	44
<b>FCFF</b>	<b>221</b>	<b>272</b>	<b>277</b>	<b>283</b>
추정마지막년도 FCFF	265			
Terminal Value	11,153			
Terminal Growth	2%			
NPV of FCFF		1,133		
PV of Terminal Value		8,926		
<b>Enterprise Value</b>		<b>10,060</b>		
Cash & Equivalents		182		
Other Investment		6		
Interest Bearing Debt		257		
Minority Interest		0		
Preferred Stock		0		
<b>Current Equity Value</b>		<b>9,991</b>		
Shares Outstanding		77,125		
<b>추정주당가치 (원)</b>		<b>130,000</b>		
현재주가 (원)		83,700		
Upside (%)		55.3%		

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 2014년 신규 렌탈 판매량은 역대 최고치인 133만대를 기록



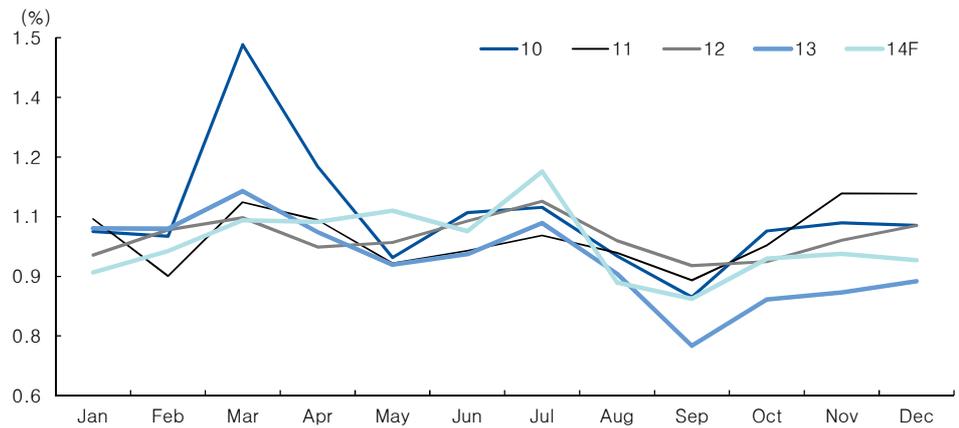
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 렌탈자산폐기손실은 역사적 최저점 수준에서 안정적으로 관리



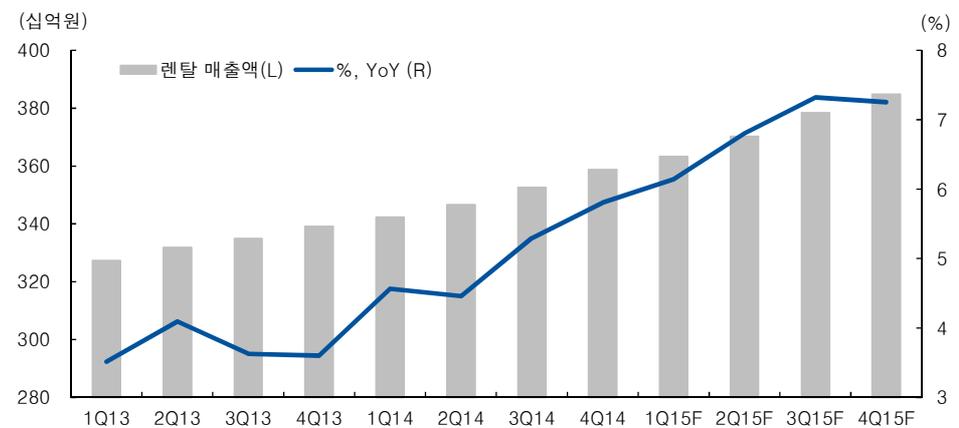
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 연도별/월별 렌탈 해약률 추이



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 렌탈 매출 증가율은 분기별로 강화될 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이  
더할 나위 없었다

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
<b>매출액</b>	<b>2,118</b>	<b>2,160</b>	<b>2,347</b>	<b>2,514</b>
매출원가	721	727	777	834
매출총이익	1,397	1,433	1,570	1,680
판매비와관리비	1,058	1,069	1,138	1,195
조정영업이익	339	364	432	485
영업이익	339	364	432	485
비영업손익	-12	-31	-19	-13
금융손익	-14	-9	-7	-5
관계기업등 투자손익	18	0	0	0
세전계속사업손익	327	333	413	472
계속사업법인세비용	82	83	103	118
계속사업이익	245	250	310	354
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	250	310	354
지배주주	245	250	310	354
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>244</b>	<b>246</b>	<b>310</b>	<b>354</b>
지배주주	244	246	310	354
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	537	569	621	687
FCF	269	177	162	214
EBITDA 마진율 (%)	25.4	26.3	26.5	27.3
영업이익률 (%)	16.0	16.9	18.4	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	11.6	13.2	14.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>537</b>	<b>468</b>	<b>452</b>	<b>515</b>
당기순이익	245	250	310	354
비현금수익비용가감	374	360	283	309
유형자산감가상각비	191	196	183	196
무형자산상각비	8	8	7	7
기타	175	156	93	106
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	-25	-37	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	67	-8	-20	-17
재고자산 감소(증가)	19	-10	-7	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	-1	3	3
법인세납부	-41	-117	-103	-118
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-76</b>	<b>-275</b>	<b>-237</b>	<b>-243</b>
유형자산처분(취득)	-258	-275	-250	-258
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-2	-6	-5
기타투자활동	188	2	19	20
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-373</b>	<b>-251</b>	<b>-217</b>	<b>-208</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	-78	-60	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-78	-124	-148	-191
기타재무활동	-35	-49	-9	-7
<b>현금의 증가</b>	<b>86</b>	<b>-57</b>	<b>-2</b>	<b>64</b>
기초현금	152	239	182	180
기말현금	239	182	180	243

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
<b>유동자산</b>	<b>691</b>	<b>654</b>	<b>689</b>	<b>786</b>
현금 및 현금성자산	239	182	180	243
매출채권 및 기타채권	227	227	249	267
재고자산	66	77	85	91
기타유동자산	159	168	175	185
<b>비유동자산</b>	<b>976</b>	<b>1,021</b>	<b>1,086</b>	<b>1,146</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	672	739	801
무형자산	177	173	166	159
<b>자산총계</b>	<b>1,668</b>	<b>1,674</b>	<b>1,775</b>	<b>1,932</b>
<b>유동부채</b>	<b>677</b>	<b>557</b>	<b>490</b>	<b>476</b>
매입채무 및 기타채무	191	183	201	216
단기금융부채	335	249	189	179
기타유동부채	151	125	100	81
<b>비유동부채</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>83</b>	<b>91</b>
장기금융부채	0	8	8	8
기타비유동부채	50	68	75	83
<b>부채총계</b>	<b>727</b>	<b>633</b>	<b>573</b>	<b>566</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>941</b>	<b>1,040</b>	<b>1,201</b>	<b>1,364</b>
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126
이익잉여금	868	991	1,152	1,315
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>941</b>	<b>1,041</b>	<b>1,202</b>	<b>1,365</b>

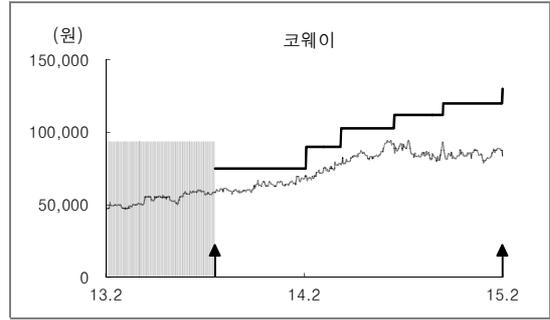
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	26.0	20.9	18.2
P/CF (x)	8.3	10.7	10.9	9.7
P/B (x)	4.9	5.5	4.8	4.3
EV/EBITDA (x)	9.7	11.5	10.4	9.3
EPS (원)	3,178	3,241	4,014	4,588
CFPS (원)	8,030	7,906	7,677	8,589
BPS (원)	13,535	15,190	17,280	19,395
DPS (원)	2,710	2,000	2,571	2,939
배당성향 (%)	82.4	59.4	61.6	61.6
배당수익률 (%)	4.1	2.4	3.1	3.5
매출액증가율 (%)	6.3	2.0	8.7	7.1
EBITDA증가율 (%)	31.0	6.0	9.1	10.6
조정영업이익증가율 (%)	50.0	7.4	18.7	12.3
EPS증가율 (%)	160.7	2.0	23.9	14.3
매출채권 회전을 (회)	9.5	10.2	10.6	10.5
재고자산 회전을 (회)	30.8	30.2	28.9	28.6
매입채무 회전을 (회)	17.4	20.2	21.0	20.8
ROA (%)	14.3	15.0	17.9	19.1
ROE (%)	28.4	25.2	27.6	27.6
ROIC (%)	23.0	26.1	28.1	29.1
부채비율 (%)	77.3	60.8	47.7	41.5
유동비율 (%)	102.2	117.4	140.6	165.1
순차입금/자기자본 (%)	9.5	6.6	0.8	-4.7
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	30.4	48.4	63.8

코웨이  
더할 나위 없었다

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2015.02.12	매수	130,000원
	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.