

# 코웨이 (021240.KS)

## 핵심 사업 지표 여전히 견고

해외 법인 관련 손상차손으로 순이익 기대치 하회했으나, 핵심 실적 지표 견고. 장기적 고배당 정책 유지에 문제 없는 펀더멘털. 보수적인 재무 상태나 안정적 현금흐름으로 보아 2015년까지 배당성향 60% 가능하고, 기대 배당 수익률은 3% 수준

### 4분기 대규모 투자주식 손상차손 발생

- 코웨이의 4분기 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4,995억원(+3.6% y-y)과 932억원(+6.4% y-y)으로 시장 기대치와 크게 다르지 않았으나, 당기순이익은 454억원(-9.8% y-y)으로 예상치 큰 폭 하회. 영업 적자를 내고 있던 중국 화장품(228억원)과 태국(47억원) 법인 등에 대한 투자주식 손상차손이 약 306억원 발생했기 때문
- 두 법인 모두 지금까지의 가치 손상분을 100% 반영한 것이어서, 미래에 추가적인 대규모 손실 발생 가능성은 높지 않음. 반면에 환경가전 렌탈 매출액이 5.8%의 안정적인 성장 이어간 가운데, 해약률은 1% 미만에서 통제되었고, 렌탈자산폐기손실 비율도 2%대에서 안정적으로 유지되는 등 핵심 사업 지표는 견조

### 2015년 환경가전의 견고한 성장과 수익성 확대 지속 예상

- 올해 동사의 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조1,903억원(+8.8% y-y)과 4,248억원(+12.5% y-y)으로 전망됨. 환경가전 렌탈 비즈니스의 신규 채널 확대 및 고급화 전략이 견인하는 매출 성장이 지속될 수 있고, ARPU(가입자당 평균매출액) 상승과 타이트한 비용 통제로 추가적인 수익성 개선 가능할 전망. 회사의 2015년 가이드는 매출액과 영업이익 각각 2조1,800억원(+8.3% y-y)과 4,200억원(+11.3% y-y)

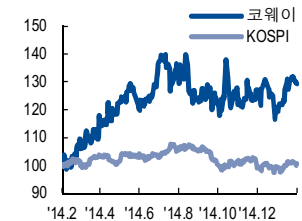
### Buy 투자의견과 목표주가 10만원 유지

- 동사에 대한 기존 Buy 투자의견과 목표주가 10만원을 유지함. 동사의 현재 주가는 2015년 기준 PER 20배 수준으로 낮지 않으나, 밸류에이션 프리미엄 지속될 전망
- 1) 가입자 기반 렌탈 사업 특유의 실적 및 현금창출력, 2) 경기 순환적 요인으로부터 상대적으로 자유로운 실적, 3) 장기적으로 의미있게 높아질 수 있는 배당이 그 근거
- 과거 50% 수준에서 유지되던 동사의 배당 성향은 2015년 약 60%, 2016년에는 약 70%로 높아질 것으로 추정. 2015년 기준 기대 배당 수익률은 약 3%

## Buy (유지)

목표주가	100,000원 (유지)
현재가 ('15/02/12)	83,700원
업종	기타 소비재
KOSPI	1,941.63
KOSDAQ	602.24
시가총액(보통주)	6,455.33억원
발행주식수(보통주)	77.1백만주
52주 최고가('14/07/22)	94,600원
최저가('14/02/18)	66,700원
평균거래대금(60일)	20.0십억원
배당수익률(2014)	2.4%
외국인지분율	54.0%

### Price Trend



### 코웨이 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P					1Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	482	495	523	496	500	3.6	0.7	553	550	536
영업이익	88	90	98	97	93	6.4	2.5	79	96	103
영업이익률	18.2	18.1	18.7	19.5	18.7			14.2	17.5	19.2
세전이익	72	88	87	88	67	-6.2	-23.6	115	100	101
순이익	50	66	65	66	45	-9.8	-32.2	85	65	72

주: IFRS 별도기준, 자료: 코웨이, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

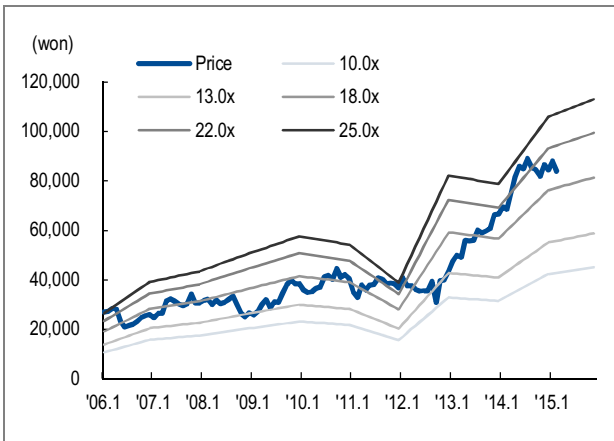
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014P	2015E	2016F
매출액	- 수정 후	1,933.7	2,013.6	2,190.3	2,280.1
	- 수정 전		2,108.4	2,345.6	2,583.8
	- 변동률		-4.5	-6.6	-11.8
영업이익	- 수정 후	333.2	377.5	424.8	458.8
	- 수정 전		363.7	409.0	457.8
	- 변동률		3.8	3.9	0.2
영업이익률(수정후)		17.2	18.7	19.4	20.1
EBITDA		521.9	540.7	606.4	648.2
(지배지분)순이익		253.2	242.4	326.3	350.1
EPS	- 수정 후	3,283	3,142	4,230	4,539
	- 수정 전		3,732	4,145	4,605
	- 변동률		-15.8	2.1	-1.4
PER		20.2	26.8	19.8	18.4
PBR		5.3	6.1	5.4	4.9
EV/EBITDA		10.0	12.2	10.7	9.9
ROE		28.6	23.9	28.9	27.9

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판관비)임

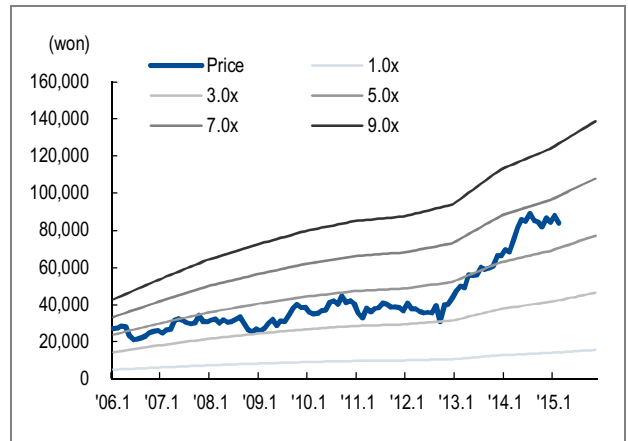
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

코웨이의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

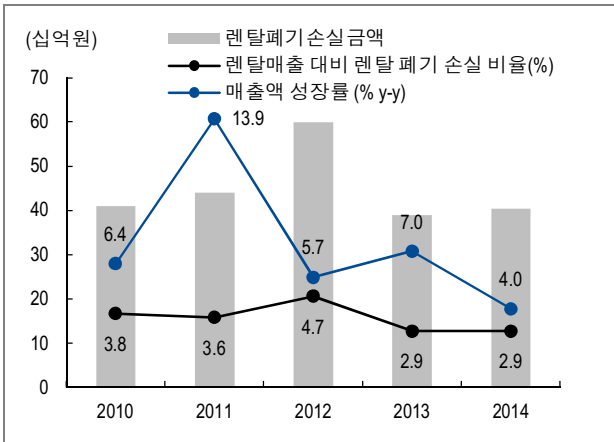
코웨이의 부문별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P	2013	2014P	2015E
<b>매출액</b>	<b>465</b>	<b>497</b>	<b>489</b>	<b>482</b>	<b>495</b>	<b>523</b>	<b>496</b>	<b>500</b>	<b>1,934</b>	<b>2,014</b>	<b>2,190</b>
렌탈 매출액	327	332	335	339	342	347	353	359	1,333	1,401	1,564
멤버십 매출액	43	43	43	44	44	46	47	47	172	183	195
일시불 매출액	37	48	35	29	26	37	32	27	149	122	124
수출 매출액	31	45	38	31	45	56	33	33	145	167	176
화장품 매출액	18	22	17	20	21	22	17	20	76	80	83
기타	9	8	21	20	15	15	15	14	58	58	49
<b>매출액 성장률</b>	<b>5.2</b>	<b>11.3</b>	<b>6.8</b>	<b>4.9</b>	<b>6.4</b>	<b>5.3</b>	<b>1.4</b>	<b>3.6</b>	<b>7.0</b>	<b>4.1</b>	<b>8.8</b>
렌탈 매출액	3.5	4.1	3.6	3.6	4.6	4.5	5.3	5.8	3.7	5.0	11.7
멤버십 매출액	10.4	9.1	5.1	3.2	2.6	7.0	8.6	7.4	6.8	6.4	6.6
일시불 매출액	11.9	18.1	-9.3	-9.3	-29.6	-21.8	-10.4	-9.1	3.2	-18.5	1.5
수출 매출액	5.0	111.4	35.6	0.2	43.6	25.1	-13.0	9.3	32.0	15.8	5.0
화장품 매출액	6.3	35.5	-4.2	18.1	17.4	0.5	3.6	1.1	13.6	5.3	2.6
기타	16.1	-25.8	125.6	85.0	63.4	98.4	-31.0	-31.1	50.7	1.1	-15.5
<b>매출총이익</b>	<b>311</b>	<b>329</b>	<b>319</b>	<b>323</b>	<b>326</b>	<b>343</b>	<b>334</b>	<b>338</b>	<b>1,282</b>	<b>1,340</b>	<b>1,461</b>
매출총이익률	66.8	66.2	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	67.7	66.3	66.6	66.7
<b>영업이익</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>97</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>93</b>	<b>333</b>	<b>377</b>	<b>425</b>
영업이익 성장률	7.9	21.9	54.2	145.7	29.7	23.0	-0.1	6.4	46.3	13.3	12.5
영업이익률	14.9	16.0	19.8	18.2	18.1	18.7	19.5	18.7	17.2	18.7	19.4

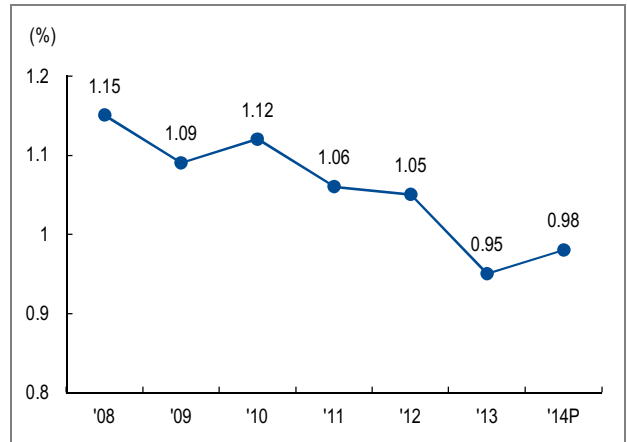
자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 매출성장률 및 렌탈 폐기 손실 금액 및 비율



자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터

코웨이 해약률 추이



자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터

**STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME**

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
매출액	1,934	2,014	2,190	2,280
증감률 (%)	7.0	4.1	8.8	4.1
매출원가	652	673	729	756
매출총이익	1,282	1,340	1,461	1,524
Gross 마진 (%)	66.3	66.6	66.7	66.8
판매비와 일반관리비	949	963	1,036	1,065
영업이익 (GP-SG&A)	333	377	424.8	459
증감률 (%)	46.3	13.3	12.5	8.0
OP 마진 (%)	17.2	18.7	19.4	20.1
EBITDA	522	541	606	648
영업외손익	17	-48	19	17
금융수익(비용)	-14	12	11	11
기타영업외손익	-9	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	40	-60	8	6
세전계속사업이익	351	330	444	476
법인세비용	97	87	118	126
계속사업이익	253	242	326	350
당기순이익	253	242	326	350
증감률 (%)	111.4	-4.3	34.6	7.3
Net 마진 (%)	13.1	12.0	14.9	15.4
지배주주지분 순이익	253	242	326	350
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	253	242	326	350

**VALUATION INDEX**

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
PER (X)	20.2	26.8	19.8	18.4
PER (High,X)	20.6	30.2	21.2	19.8
PER (Low,X)	13.1	20.0	17.7	16.5
PBR (X)	5.3	6.1	5.4	4.9
PBR (High,X)	5.4	6.9	5.8	5.3
PBR (Low,X)	3.4	4.6	4.8	4.4
PCR (X)	8.5	11.4	10.2	9.6
PSR (X)	2.6	3.2	2.9	2.8
PEG (X)	1.8	1.7	2.4	2.3
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.8	2.8	2.3	2.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.7	3.0	2.5	2.4
EV/EBITDA (X)	10.0	12.2	10.7	9.9
EV/EBIT (X)	15.7	17.5	15.3	14.0
Enterprise Value	5,238	6,587	6,483	6,410
EPS CAGR (3년) (%)	11.4	15.9	8.2	7.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	11.3	9.7	8.7	8.2
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	7.5	9.0	8.1	7.8
주당EBIT (W)	4,320	4,895	5,508	5,949
주당EBITDA (W)	6,767	7,011	7,863	8,405
EPS (W)	3,283	3,142	4,230	4,539
BPS (W)	12,543	13,761	15,551	17,034
CFPS (W)	7,789	7,400	8,200	8,703
SPS (W)	25,073	26,109	28,400	29,564
DPS (W)	1,660	2,000	2,538	3,178

**CASH FLOW STATEMENT**

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	518	443	473	487
당기순이익	253	242	326	350
+ 유무형자산상각비	189	163	182	189
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-40	70	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	39	0	0	0
Gross Cash Flow	601	571	632	671
- 운전자본의증가(감소)	-42	-41	-42	-58
투자활동 현금흐름	-58	-292	-246	-212
+ 유형자산의감소	6	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-246	-199	-248	-216
+ 투자자산의매각(취득)	4	-74	-4	-4
Free Cash Flow	272	244	224	270
Net Cash Flow	459	151	227	275
재무활동 현금흐름	-377	-116	-148	-188
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-377	-116	-148	-188
현금의증가	82	35	79	87
기말현금 및 현금성자산	201	236	315	402
기말 순부채(순현금)	116	94	28	-45

**RIM & EVA**

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
<b>RIM</b>				
Spread (FROE-COE) (%)	20.8	15.1	20.6	19.6
Residual Income	184.2	165.3	240.4	254.6
12M RIM Target Price (W)	90,859			
<b>EVA</b>				
투자자본	952.2	1,030.9	1,102.7	1,143.8
세후영업이익	253.7	278.6	313.4	338.5
투자자본이익률 (%)	24.5	28.1	29.4	30.1
투자자본이익률 - WACC (%)	18.7	21.6	23.2	23.9
EVA	177.9	223.2	255.5	273.4
<b>DCF</b>				
EBIT	333.2	377.5	424.8	458.8
+ 유무형자산상각비	189	163	182	189
- CAPEX	-245.7	-199.1	-248.2	-216.4
- 운전자본증가(감소)	164.4	-18.6	-5.2	-14.1
Free Cash Flow for Firm	19.2	260.2	250.8	324.3
<b>WACC</b>				
타인자본비용 (COD)	2.9	2.9	2.9	2.9
자기자본비용 (COE)	7.8	8.8	8.3	8.3
WACC(%)	5.8	6.4	6.2	6.2

**STATEMENT OF FINANCIAL POSITION**

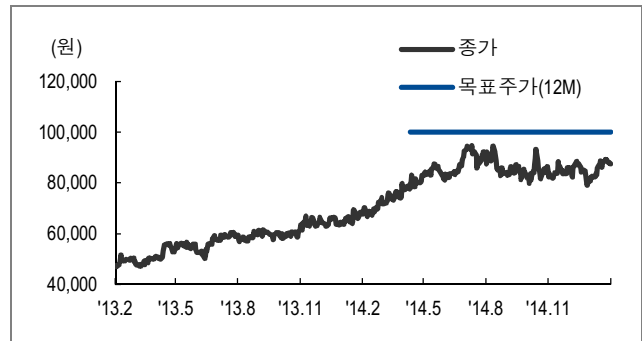
(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	201	236	315	402
매출채권	266	283	308	321
유동자산	642	712	833	950
유형자산	597	636	706	736
투자자산	154	158	162	166
비유동자산	999	1,062	1,133	1,164
자산총계	1,641	1,774	1,966	2,114
단기성부채	325	338	351	365
매입채무	30	31	35	36
유동부채	637	665	717	748
장기성부채	0	8	8	8
장기충당부채	7	8	8	9
비유동부채	37	47	50	53
부채총계	674	713	767	801
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	890	984	1,122	1,237
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	967	1,061	1,199	1,314

**PROFITABILITY & STABILITY**

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	28.6	23.9	28.9	27.9
총자산이익률 (ROA) (%)	15.1	14.2	17.4	17.2
투자자본이익률 (ROIC) (%)	24.5	28.1	29.4	30.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	54.0	50.9	50.6	49.3
EBITDA/ 총자산 (%)	31.8	30.5	30.8	30.7
배당수익률 (%)	2.5	2.4	3.0	3.8
배당성향 (%)	79.8	61.2	57.7	67.3
총현금배당금 (십억원)	202	148	188	236
보통주 주당현금배당금(W)	1,660	2,000	2,538	3,178
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	12.0	8.8	2.3	-3.4
중부채/ 자기자본 (%)	69.6	67.1	63.9	60.9
순이자비용/ 매출액 (%)	0.9	0.6	0.6	0.6
EBIT/ 순이자비용 (X)	19.0	29.1	31.5	32.8
유동비율 (%)	100.9	107.0	116.3	127.1
당좌비율 (%)	94.5	99.8	108.4	118.7
총발행주식수 (mn)	77	77	77	77
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	66,400	84,200	83,700	83,700
시가총액 (십억원)	5,121	6,494	6,455	6,455

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코웨이	021240.KS	2014.04.22	Buy	100,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자의견을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코웨이'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.