

코웨이 (021240)

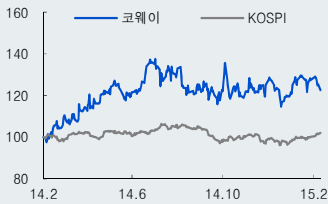
Asia NDR 후기: 2015년 전략에 대한 우호적 feedback 확인

생활소비재

Company Report
2015.3.3

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	130,000
현재주가(15/03/02,원)	84,400
상승여력	54%

영업이익(14F,십억원)	364		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	379		
EPS 성장률(14F,%)	2.0		
MKT EPS 성장률(14F,%)	-2.0		
P/E(14F,x)	26.0		
MKT P/E(14F,x)	13.7		
KOSPI	1,996.81		
시가총액(십억원)	6,509		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.2		
외국인 보유비중(%)	54.2		
베타(12M) 일간수익률	-0.14		
52주 최저가(원)	68,300		
52주 최고가(원)	94,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	1.9	23.6
상대주가	-6.8	4.7	22.5



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

2월 마지막 주 홍콩/싱가폴 NDR 진행, 2015년 가이드نس 공유

당사는 코웨이와 지난 2월 마지막 주에 홍콩/싱가폴 지역 NDR을 진행하였다. 2014년 연간 실적과 2015년 경영 가이드نس를 공유하기 위한 목적이었다.

지난 2월 12일 실적발표 IR 미팅 과정에서 4분기 일회성 비용이 충분히 시장에 설명되지 못한 가운데 주가가 급락하는 이례적인 경우가 발생했다. 해외 투자자들의 선제적인 관심도 일회성 비용 내역에 집중되었다(중국 화장품, 태국 법인, 그린엔텍 자산 재평가 손실을 반영한 306억원 손실 발생). 비현금성이며 신중한 회계 처리로 인해 발생한 비용이었다는 점이 충분히 설명되고 난 뒤의 분기, 연간 실적에 대한 반응은 매우 긍정적이었다 (2014년 연간 영업이익률 18.7% 기록, 기존 가이드نس 17.4% 대비 초과 달성).

2015년 가이드نس는 충분히 공격적. 컨센서스가 지나치게 높은 점이 문제

코웨이는 2015년의 연간 별도기준 가이드نس로 +8.3%의 매출 성장과 +11.3%의 영업이익 증가, +0.6%p (19.3%)의 영업이익률 개선을 제시하였다. 부문별로 +7.2%의 환경가전 렌탈매출 증가와 +6.7%의 렌탈계정 성장, +10.5%의 수출 매출 증가 목표 등을 포괄한다.

컨센서스가 사측 가이드نس 대비 지나치게 높아 단순한 시각에서는 보수적인 목표로 비춰져 왔던 것으로 보인다. 부문별로 상세한 설명이 수반된 이후, 대부분의 투자자들은 충분히 공격적인 성장 목표가 반영된 가이드نس로 인지하는 모습이었다.

전체 매출 내 70%의 절대적 비중을 차지하는 핵심인 렌탈사업 성장률은 1~2%의 ARPU 성장과 2~3%의 계정성장으로 구성된다. 따라서 기본 성장률 밴드 상단인 6%를 상회하는 가이드نس는 공격적인 목표일 수 밖에 없다. 이는 2014년부터 추진하고 있는 채널 확장 전략(Cody 네트워크 확대, 홈쇼핑/온라인/오프라인 채널 추가 진출)과 고기능성 신제품 출시로 인한 자연스러운 ARPU 상승 노력이 계획 이상으로 원활히 추진되고 있음을 입증한다. 이미 충분히 시장의 기대를 상회하는 퍼포먼스가 충분히 반영되어 있다는 것이다.

당사의 희망을 현실화하는 모습 지속. 최적의 투자 대안으로 추천

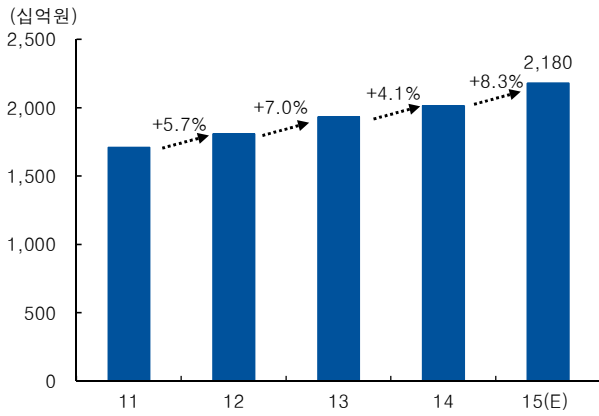
당사는 2014년 이후의 확장 전략이 우호적으로 전개되고 있다는 점을 확인하는 중요한 indicator로 매출 성장 가이드نس를 제시해왔다. 코웨이의 렌탈 시스템적 속성을 고려할 경우 8% 이상의 매출 성장 가이드نس는 상당히 공격적이며, 당사가 기대한 최적의 시나리오를 현실화하는 수치이다.

성장성과 수익성을 동시에 견인하는 모습은 현재 한국 시장 내에서 매우 이례적이며, 이에 대한 프리미엄 부여는 당위적이다. 투자 의견 매수와 목표주가 13만원을 유지하며 당사 생활소비재/화장품 유니버스 내 최적의 투자 대안으로 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	21.0	18.4
P/B (배)	3.3	3.8	4.9	5.5	4.9	4.4

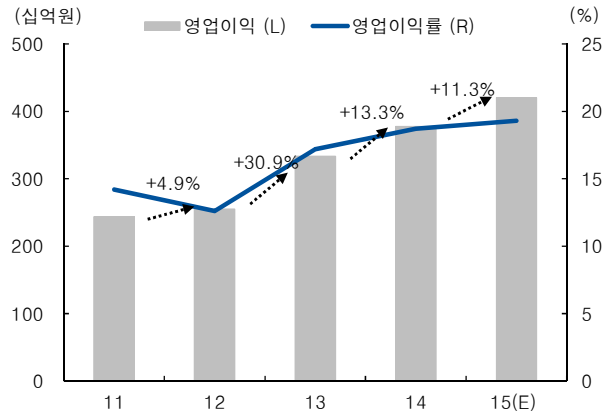
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 2015년 별도 매출 가이드스



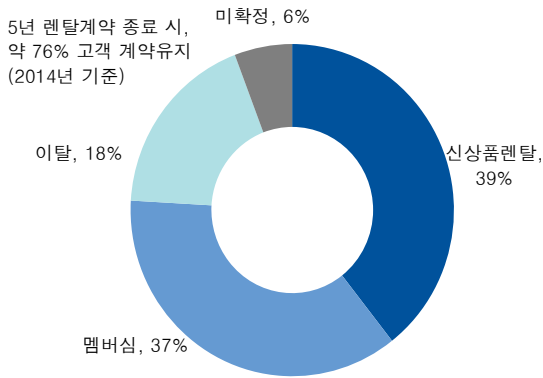
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 2015년 영업이익 가이드스



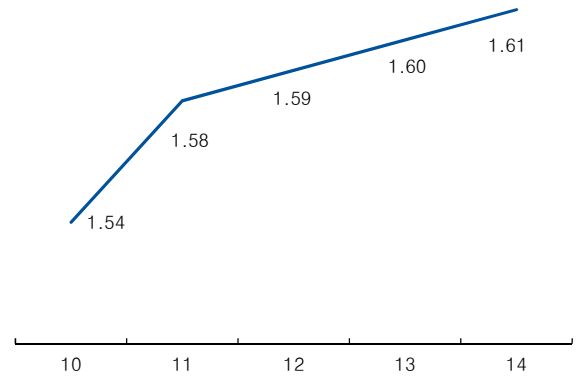
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 높은 Retention rate 유지 (76%)



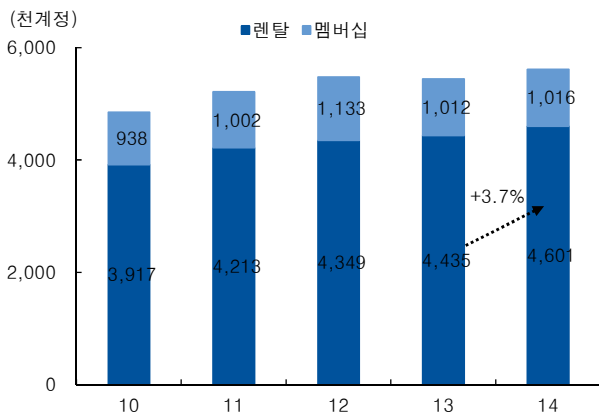
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 연간 PPC(Product Per Consumer) 추이



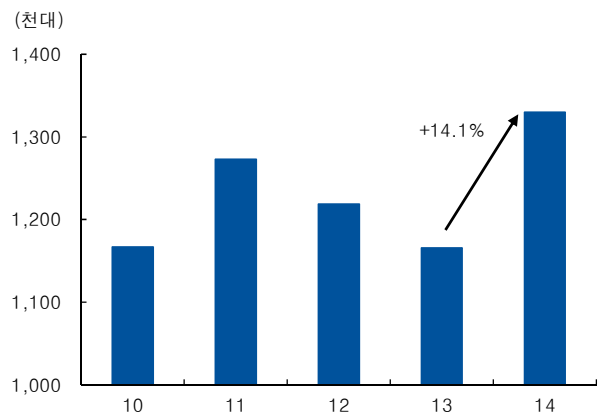
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 렌탈+멤버십 계정 추이



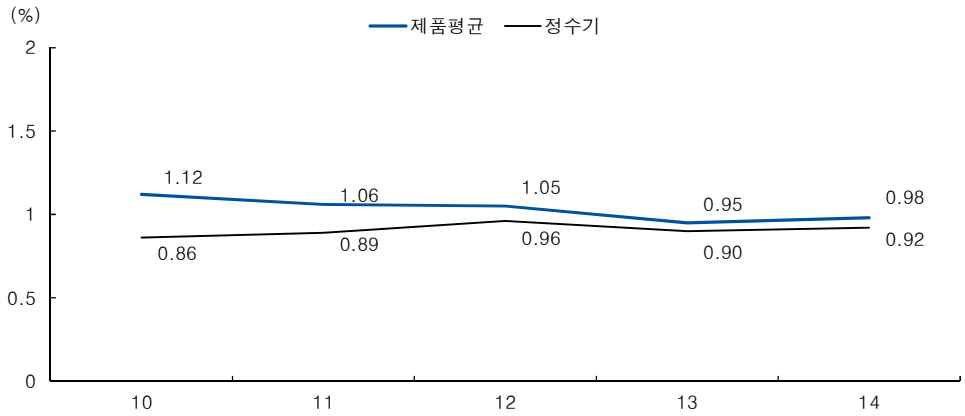
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 신규 렌탈 판매량 추이



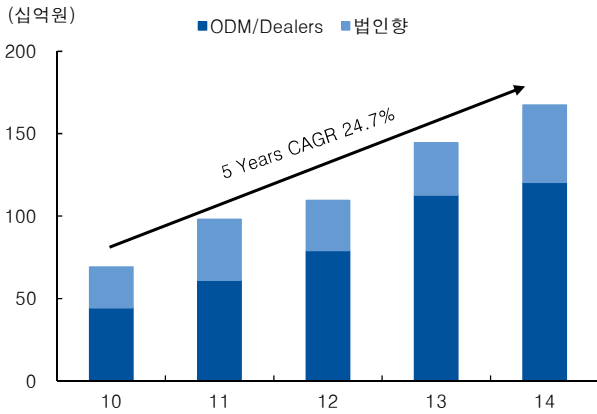
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 연간 해약률 추이



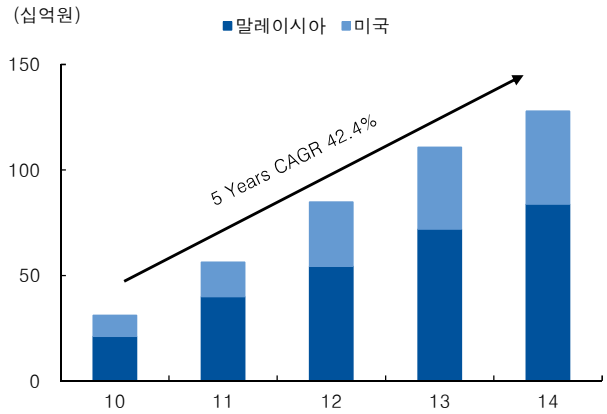
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 해외사업 매출실적 추이



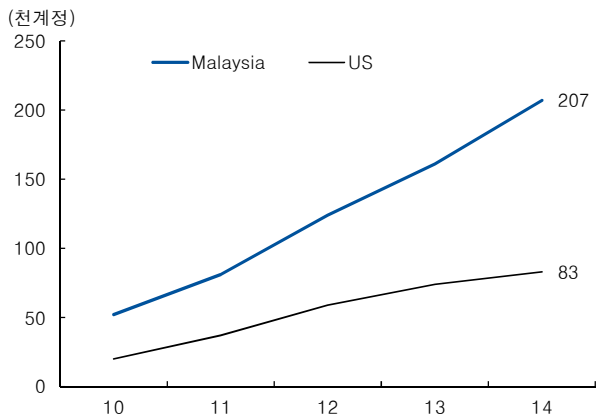
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 해외 법인 매출 추이



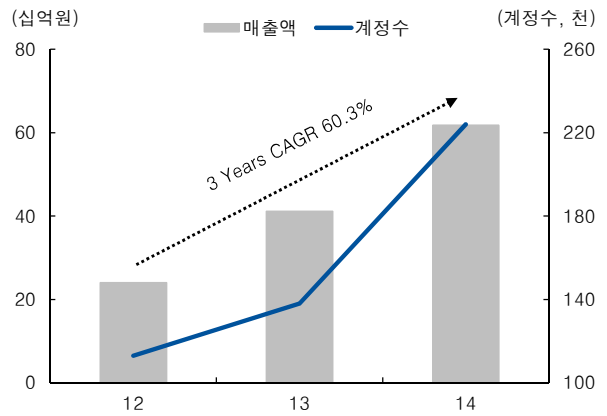
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주요 해외법인 관리계정 추이(천계정)



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 홈케어 매출 추이



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	2,118	2,160	2,347	2,514
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
총포괄이익	244	246	310	354
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
영업활동으로 인한 현금흐름	537	468	452	515
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
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-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
투자활동으로 인한 현금흐름	-76	-275	-237	-243
유형자산처분(취득)	-258	-275	-250	-258
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-2	-6	-5
기타투자활동	188	2	19	20
재무활동으로 인한 현금흐름	-373	-251	-217	-208
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
현금의 증가	86	-57	-2	64
기초현금	152	239	182	180
기말현금	239	182	180	243

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

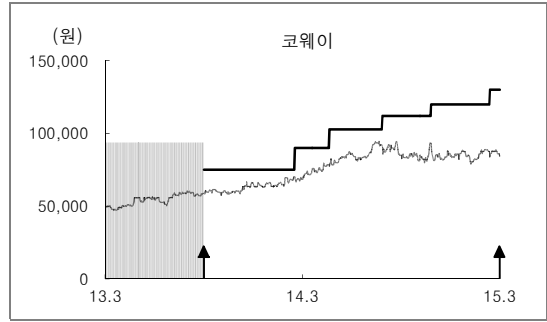
(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	691	654	689	786
현금 및 현금성자산	239	182	180	243
매출채권 및 기타채권	227	227	249	267
재고자산	66	77	85	91
기타유동자산	159	168	175	185
비유동자산	976	1,021	1,086	1,146
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	638	672	739	801
무형자산	177	173	166	159
자산총계	1,668	1,674	1,775	1,932
유동부채	677	557	490	476
매입채무 및 기타채무	191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

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	20.9	26.0	21.0	18.4
P/CF (x)	8.3	10.7	11.0	9.8
P/B (x)	4.9	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA (x)	9.7	11.5	10.5	9.4
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	3.0	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

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.