

코웨이 (021240.KS)

Company Comment | 2015. 5. 7

방어주로 손색없는 핵심 이익 성장

코웨이의 1분기 실적은 중국향 ODM 매출 급감으로 컨센서스 소폭 하회. 하지만 국내 환경 가전 사업은 약 7% 수준의 견고한 성장 지속. 덕분에 이익률도 소폭 상승. 해외 성장 동력은 당분간 부재하나, 핵심 사업 지표 견고하여 고배당 정책 유지에 문제 없다고 판단. Buy 의견 유지

1분기 실적: 해외 부진하나 국내는 견고

- 코웨이의 1분기 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,061억원(+2.3%, y-y)과 989억원(+10.2%, y-y)으로 컨센서스와 당사 예상치를 하회
- 매출액 증가율이 실망스러웠는데, 이는 주로 해외 사업 부진이 원인. 중국 공기청정기 시장 저가 경쟁 심화로 ODM(주문자개발생산) 매출이 크게 감소(-27.5%, y-y)한 것이 주요. 해외사업은 동사 매출액의 약 7%를 차지하나, 이익률은 렌탈 사업 대비 낮아 영업이익 기여도는 5% 미만으로 추정
- 반면 핵심사업인 국내 환경 가전 부문은 렌탈 판매 호조(+7.5%, y-y)와 신규 카테고리(전기레인지 등) 일시불판매 개선(+7.4%, y-y)으로 매출액 6.1% 성장. 또 핵심 이익 지표인 해약률, 렌탈자산 폐기손실 비율 안정화 지속되면서 해외 매출 감소에 따른 영업이익 하락을 상당 부분 방어

Buy 투자의견 유지, 목표주가 11만원으로 상향

- 코웨이에 대한 목표주가를 기존 10만원에서 11만원으로 상향하며, 현 주가 대비 약 20%의 상승 여력이 확보되어 Buy 투자의견을 유지함
- 목표주가 상향 조정은 1) 실적 전망치가 수출 부진을 반영하여 소폭 하향 조정되었으나, 2) DCF 밸류에이션 대상 기간 이동에 따른 미래 가치 상승분을 반영한 것
- 과거 50% 수준에서 유지되던 동사의 배당성향은 2015년에 약 60%로, 2016년에는 약 70%로 높아질 것으로 전망
- 매력적인 배당수익률(2.8% 예상)과 더불어, 가입자 기반 렌탈 사업 특유의 실적 및 현금 창출력과, 경기순환적 요인으로부터 상대적으로 자유로운 실적 구조가 방어주로서의 매력 충족

코웨이 1분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P					2Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	495	523	496	500	506	2.3	1.3	536	530	531
영업이익	90	98	97	93	99	10.2	2.5	103	100	109
영업이익률	18.1	18.7	19.5	18.7	19.5			19.2	18.9	20.5
세전이익	88	87	88	67	98	11.5	46.3	101	105	108
순이익	66	65	66	45	73	9.9	60.4	72	78	78

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

Buy (유지)

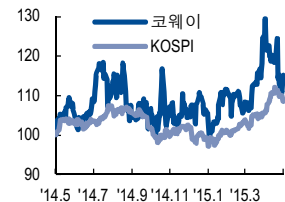
목표주가 110,000원 (상향)

현재가 ('15/05/06) 92,000원

업종 기타 소비재

KOSPI	2,104.58
KOSDAQ	665.94
시가총액(보통주)	7,095.5십억원
발행주식수(보통주)	77.1백만주
52주 최고가('15/04/07)	103,500원
최저가('15/01/08)	78,900원
평균거래대금(60일)	18.3십억원
배당수익률(2014)	2.4%
외국인지분율	54.6%

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhwm.com

DCF 방식으로 산출된 목표주가 11만원

	2014	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
EBIT	377	426	432	453	487	518	418
NOPLAT	281	314	318	334	359	382	308
DEP+AMOR	200	163	171	171	178	189	198
CAPEX	276	178	196	172	202	227	231
FCF	233	298	291	354	353	354	284
Discount factor		0.95	0.90	0.86	0.82	0.78	0.74
PV of FCF		283	263	304	288	275	209
Sum of PV	1,622						
Continuing Value							
Noplat as of 2019	308						
g	2.0						
ROIC	30.4						
CV at the end of 2019	9,007						
discount factor	0.74						
PV of Continuing Value	6,641						
Equity Value	8,319						
+net debt	57						
-minority interest	0						
-Preferred Stock	0						
mid-year adjust factor	1.02						
Current Equity Value	8,469						
Per share Value	109,809						
shares outstanding	77,125						
Present price	92,000						
Upside (%)	19.4						

[Key assumptions]
 g=2.0%
 Rf=2.0%
 Rp=6.0%
 Beta=0.7

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

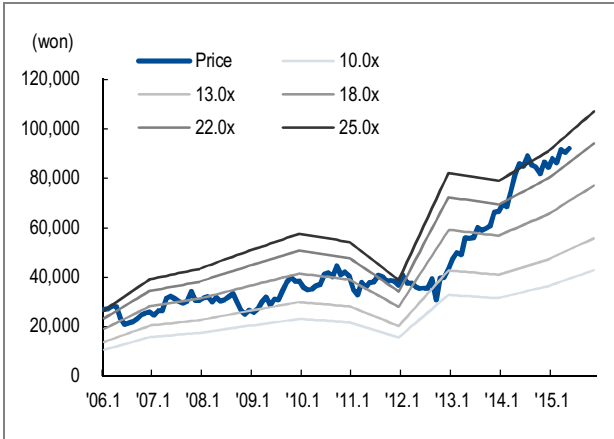
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	2,013.6	2,065.4	2,090.1	2,172.5
	- 수정 전		2,190.3	2,280.1	2,418.3
	- 변동률		-5.7	-8.3	-10.2
영업이익	- 수정 후	377.5	425.6	432.0	453.2
	- 수정 전		424.8	458.8	498.5
	- 변동률		0.2	-5.8	-9.1
영업이익률(수정후)		18.7	20.6	20.7	20.9
EBITDA		577.0	588.6	602.5	624.6
(지배지분)순이익		242.9	331.8	334.9	349.1
EPS	- 수정 후	3,150	4,303	4,342	4,526
	- 수정 전		4,230	4,539	4,893
	- 변동률		1.7	-4.4	-7.5
PER		26.7	21.4	21.2	20.3
PBR		6.1	5.7	5.1	4.7
EV/EBITDA		11.4	11.9	11.4	10.9
ROE		24.0	28.8	25.5	24.3

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임

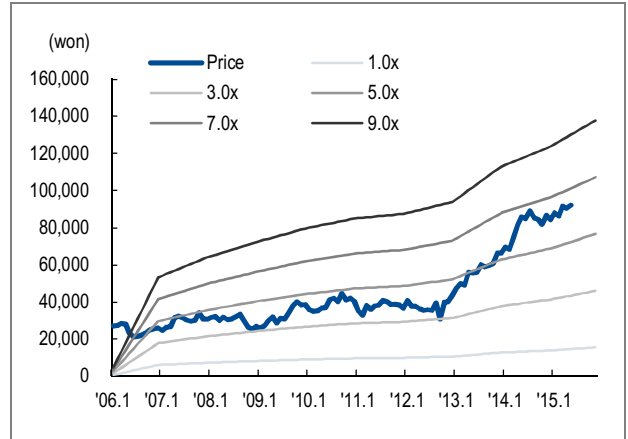
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

코웨이의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

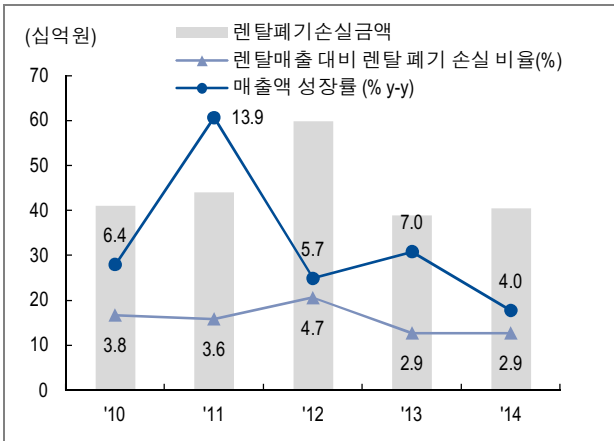
코웨이의 부문별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P	2014	2015E
매출액	465	497	489	482	495	523	496	500	506	2,014	2,065
렌탈 매출액	327	332	335	339	342	347	353	359	363	1,401	1,468
멤버십 매출액	43	43	43	44	44	46	47	47	46	183	195
일시불 매출액	37	48	35	29	26	37	32	27	26	122	124
수출 매출액	31	45	38	31	45	56	33	33	33	167	141
화장품 매출액	18	22	17	20	21	22	17	20	23	80	84
기타	9	8	21	20	15	15	15	14	11	58	50
매출액 성장률	5.2	11.3	6.8	4.9	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	4.1	2.6
렌탈 매출액	3.5	4.1	3.6	3.6	4.6	4.5	5.3	5.8	7.5	5.0	4.8
멤버십 매출액	10.4	9.1	5.1	3.2	2.6	7.0	8.6	7.4	4.9	6.4	6.2
일시불 매출액	11.9	18.1	-9.3	-9.3	-29.6	-21.8	-10.4	-9.1	7.4	-18.5	1.5
수출 매출액	5.0	111.4	35.6	0.2	43.6	25.1	-13.0	9.3	-27.5	15.8	-15.6
화장품 매출액	6.3	35.5	-4.2	18.1	17.4	0.5	3.6	1.1	10.5	5.3	4.7
기타	16.1	-25.8	125.6	85.0	63.4	98.4	-31.0	-31.1	-28.2	1.1	-15.1
매출총이익	311	329	319	323	326	343	334	338	347	1,340	1,392
매출총이익률	66.8	66.2	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	67.7	68.5	66.6	67.4
영업이익	69	79	97	88	90	98	97	93	99	377	426
영업이익 성장률	7.9	21.9	54.2	145.7	29.7	23.0	-0.1	6.4	10.2	13.3	12.7
영업이익률	14.9	16.0	19.8	18.2	18.1	18.7	19.5	18.7	19.5	18.7	20.6

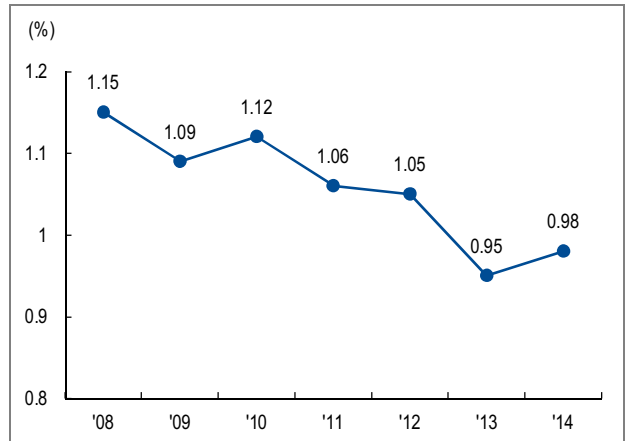
자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터 전망

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)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	2,014	2,065	2,090	2,172
증감률 (%)	4.1	2.6	1.2	3.9
매출원가	673	673	686	709
매출총이익	1,340	1,392	1,404	1,463
Gross 마진 (%)	66.6	67.4	67.2	67.4
판매비와 일반관리비	963	967	972	1,010
영업이익 (GP-SG&A)	377	426	432.0	453
증감률 (%)	13.3	12.7	1.5	4.9
OP 마진 (%)	18.7	20.6	20.7	20.9
EBITDA	577	589	603	625
영업외손익	-48	26	24	22
금융수익(비용)	-9	16	16	16
기타영업외손익	-9	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	-31	10	8	6
세전계속사업이익	330	451	456	475
법인세비용	87	120	121	126
계속사업이익	243	332	335	349
당기순이익	243	332	335	349
증감률 (%)	-4.1	36.6	0.9	4.3
Net 마진 (%)	12.1	16.1	16.0	16.1
지배주주지분 순이익	243	332	335	349
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	0	0	0
총포괄이익	235	332	335	349

VALUATION INDEX

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	26.7	21.4	21.2	20.3
PER (High,X)	30.1	24.6	24.4	23.4
PER (Low,X)	19.9	17.4	17.3	16.6
PBR (X)	6.1	5.7	5.1	4.7
PBR (High,X)	6.9	6.6	5.9	5.5
PBR (Low,X)	4.6	4.7	4.2	3.9
PCR (X)	10.0	11.5	11.3	11.0
PSR (X)	3.2	3.4	3.4	3.3
PEG (X)	2.1	5.6	3.7	-7.6
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	4.3	4.7	3.4	-7.6
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	10.0	5.1	3.9	-43.2
EV/EBITDA (X)	11.4	11.9	11.4	10.9
EV/EBIT (X)	17.4	16.4	15.9	15.0
Enterprise Value	6,551	6,995	6,882	6,793
EPS CAGR (3년) (%)	12.8	3.8	5.7	-2.7
EBITPS CAGR (3년) (%)	6.3	4.6	6.3	-2.7
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	2.7	4.2	5.5	-0.5
주당EBIT (W)	4,895	5,518	5,602	5,876
주당EBITDA (W)	7,482	7,632	7,813	8,098
EPS (W)	3,150	4,303	4,342	4,526
BPS (W)	13,732	16,109	17,901	19,374
CFPS (W)	8,462	8,021	8,150	8,397
SPS (W)	26,109	26,780	27,100	28,168
DPS (W)	2,000	2,000	2,648	3,173

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	498	500	462	463
당기순이익	243	332	335	349
+ 유무형자산상각비	200	163	171	171
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	31	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-4	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	40	0	0	0
Gross Cash Flow	653	619	629	648
- 운전자본의증가(감소)	-57	1	-45	-59
투자활동 현금흐름	-269	-188	-194	-169
+ 유형자산의감소	8	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-276	-178	-196	-172
+ 투자자산의매각(취득)	31	-2	-2	-2
Free Cash Flow	223	322	266	290
Net Cash Flow	230	312	268	294
재무활동 현금흐름	-325	-148	-148	-197
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-325	-148	-148	-197
현금의증가	-96	164	120	97
기말현금 및 현금성자산	106	269	389	487
기말 순부채(순현금)	57	-100	-213	-303

RIM & EVA

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	16.4	22.6	18.9	17.6
Residual Income	166.5	260.5	253.5	260.0
12M RIM Target Price (W)	104,683			
EVA				
투자자본	1,018.6	1,044.3	1,069.3	1,092.4
세후영업이익	280.9	313.6	318.3	334.0
투자자본이익률 (%)	28.5	30.4	30.1	30.9
투자자본이익률 - WACC (%)	22.3	25.2	24.6	25.3
EVA	227.6	263.0	262.9	276.2
DCF				
EBIT	377.5	425.6	432.0	453.2
+ 유무형자산상각비	200	163	171	171
- CAPEX	-275.7	-178.4	-196.4	-172.4
- 운전자본증가(감소)	-31.1	-0.3	0.9	-22.0
Free Cash Flow for Firm	233.1	297.8	290.8	354.1
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.3	2.9	2.9	2.9
자기자본비용 (COE)	7.5	6.2	6.6	6.7
WACC(%)	6.2	5.2	5.5	5.6

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

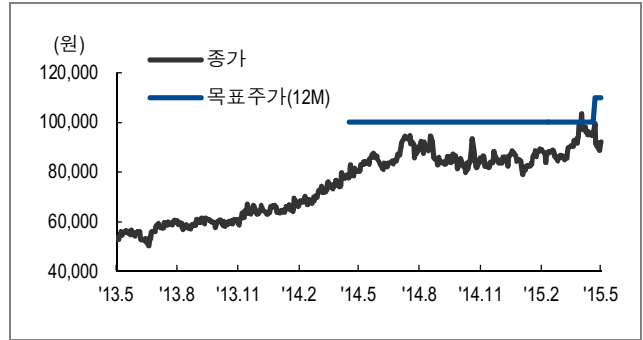
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	106	269	389	487
매출채권	274	277	280	291
유동자산	573	753	887	1,008
유형자산	618	636	665	669
투자자산	123	125	128	130
비유동자산	1,003	1,030	1,059	1,062
자산총계	1,576	1,783	1,946	2,070
단기성부채	163	170	177	184
매입채무	47	49	51	52
유동부채	468	490	513	522
장기성부채	8	8	8	8
장기충당부채	14	15	16	16
비유동부채	49	51	52	54
부채총계	517	541	565	576
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	1,002	1,185	1,323	1,437
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,242	1,381	1,494

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	24.0	28.8	25.5	24.3
총자산이익률 (ROA) (%)	15.1	19.8	18.0	17.4
투자자본이익률 (ROIC) (%)	28.5	30.4	30.1	30.9
EBITDA/ 자기자본 (%)	54.5	47.4	43.6	41.8
EBITDA/ 총자산 (%)	36.6	33.0	31.0	30.2
배당수익률 (%)	2.4	2.2	2.9	3.4
배당성향 (%)	61.1	44.7	58.7	67.5
총현금배당금 (십억원)	148	148	197	236
보통주 주당현금배당금(W)	2,000	2,000	2,648	3,173
순부채(현금) 자기자본 (%)	5.4	-8.1	-15.4	-20.3
중부채/ 자기자본 (%)	48.8	43.5	40.9	38.6
순이자비용/ 매출액 (%)	171	178	185	192
EBIT/ 순이자비용 (X)	0.5	0.3	0.3	0.3
유동비율 (%)	34.8	64.0	62.4	62.9
당좌비율 (%)	122.5	153.6	173.1	193.2
총발행주식수 (mn)	77	77	77	77
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	84,200	92,000	92,000	92,000
시가총액 (십억원)	6,494	7,095	7,095	7,095

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코웨이	021240.KS	2014.05.07	Buy	110,000원(12개월)
		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.