

Earnings review / Target price raised

Korea / Consumer

5 August 2015

BUY

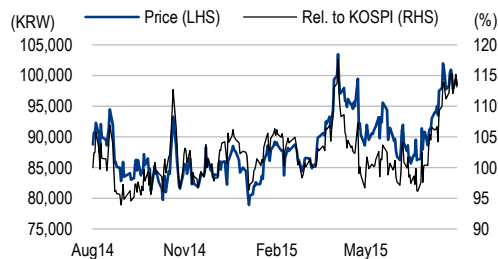
목표주가 **121,000** 원
현재주가 (4 Aug 2015) **98,600** 원

Upside/downside (%) 22.7
KOSPI 2,027.99
시가총액 (십억원) 7,605
52주 최저/최고 78,900 - 103,500
일평균거래대금 (십억원) 13.44
외국인 자본율 (%) 53.7

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-14	Dec-15 E	Dec-16 E	Dec-17 E
매출액 (십억원)	2,160	2,311	2,437	2,574
영업이익 (십억원)	364.4	430.8	486.3	533.1
당기순이익 (십억원)	249.7	324.2	366.3	403.1
수정순이익 (십억원)	249.7	324.2	366.3	403.1
EPS (원)	3,237	4,203	4,749	5,227
EPS 성장률 (%)	1.9	29.8	13.0	10.1
P/E (x)	26.0	23.5	20.8	18.9
EV/EBITDA (x)	11.3	11.7	10.4	9.4
배당수익률 (%)	2.4	2.6	3.4	4.4
P/B (x)	6.2	6.3	5.5	5.0
ROE (%)	25.2	28.8	28.2	5.9
순차입금/자기자본 (%)	1.1	(8.3)	(16.3)	(22.0)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	8.6	11.3	11.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	12.2	16.2	13.9

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

코웨이 (021240 KS)

2분기 실적 리뷰

코웨이는 견조한 2분기 실적을 발표함. 하반기에도 꾸준한 실적 회복 및 배당금 지급액 증가를 통한 현금관리 개선 등이 동사 주가에 긍정적인センチ먼트로 작용할 것으로 기대. 코웨이에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하며, 배당할인모형 (dividend discount model: DDM)에 근거한 목표주가를 121,000 원으로 상향 조정함.

2분기 실적 리뷰

코웨이는 8월 4일 장 종료 후, 2분기 연결 실적을 발표함. 동사의 2분기 연결 실적은 매출 5,553 억원(-0.3% YoY), 영업이익 1,105 억원 (+13.7% YoY), 당기순이익 827 억원 (+24.8% YoY)로, 영업이익은 우리 및 시장 기대치를 충족하였음. 전년동기 대비 2분기 영업이익의 성장은 견조한 국내 환경 렌탈 매출에 기인함. 국내 환경 렌탈 매출은 렌탈 계정의 전년동기 대비 5.8% 증가 및 ARPU 상승에 힘입어 전년동기 대비 6.2% 증가하는 견조한 모습을 보임. 또한 2분기 렌탈 판매량도 37 만대를 기록하여 작년 2분기의 기고효과에도 불구하고 전년동기 대비 유사한 수준을 기록함. 한편, 해외사업 (수출)은 1분기 전년동기 대비 28% 감소에 이어 2분기에도 여전히 부진하여 전년 동기 대비 30 % 감소를 기록하였음. 주요 감소 원인은 중국 청정기 시장 성장 둔화 및 현지 저가업체들의 경쟁 심화에 기인함. 경영진은 신제품 출시 및 중국 파트너와의 공동 프로모션으로 하반기 해외사업이 회복될 것으로 전망함. 3분기 영업이익은 국내 사업 부문 견조세 유지 및 해외사업 회복으로 전년동기 대비 15% 증가한 1,092 억원을 기록할 것으로 전망함.

확고한 현금 관리 능력

동사의 2014 년 주당 현금 배당액은 전년동기 대비 21% 증가하였음. 영업이익의 성장과 Capex 의 안정화를 바탕으로 동사의 잉여현금흐름이 2015-17 년 연평균 17%씩 증가할 것으로 전망됨. 동사의 순현금 포지션을 고려 시, 향후 배당금 지급액 증가에 의한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 보이며, 동사의 주당배당금은 2017 년 4,300 원까지 증가할 것으로 예상함.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 121,000 원으로 상향 조정

코웨이에 대한 투자 의견 BUY 를 유지함. 하반기에도 꾸준한 실적 회복 및 배당금 지급액 증가가 기대됨. 장기 주당 배당금 추정치 상향을 반영하여 동사의 목표주가를 기존 105,000 원에서 121,000 원으로 상향 조정함. 주요 밸류에이션 방법으로 배당할인모형 (dividend discount model: DDM)을 적용하였는데, 동 모형이 동사의 풍부한 현금흐름 및 빠르게 증가하고 있는 배당성향을 가장 잘 반영하고 있다고 판단하기 때문임. 신규 목표주가는 2016 년 P/E 25.5 배, EV/EBITDA 12.8 배로 환산되는데, 이는 동사의 과거 5년 밸류에이션 평균 대비 프리미엄에 해당. 프리미엄은 무리 없는 수준이라고 판단하는데, 향후 3년간 EPS 의 성장성 및 배당성향이 과거 5년 대비 높을 것으로 전망되기 때문.

Figure 1 2Q15 리뷰 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	YoY (%)	QoQ (%)	2Q15 (Cons.)	차이 (%)	2Q15(Mirae)	차이 (%)
매출액	556.9	525.5	542.9	572.4	555.3	(0.3)	(3.0)	593.1	(6.4)	597.6	(7.1)
영업이익	97.2	95.3	81.7	113.7	110.5	13.7	(2.8)	107.4	2.9	112.1	(1.4)
세전이익	86.5	85.9	71.5	114.0	108.9	25.9	(4.5)	104.4	4.3	112.4	(3.1)
당기순이익 (지배주주)	66.3	63.9	53.4	85.5	82.7	24.8	(3.3)	78.6	5.2	84.3	(1.9)
영업이익률 (%)	17.4	18.1	15.0	19.9	19.9	2.4	0.0	18.1	1.8	18.8	1.1
세전이익률 (%)	15.5	16.4	13.2	19.9	19.6	4.1	(0.3)	17.6	2.0	18.8	0.8
당기순이익률 (%)	11.9	12.2	9.8	14.9	14.9	3.0	(0.0)	13.3	1.6	14.1	0.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 DDM 밸류에이션

(KRW)	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
DPS forecast/share (a)	2,600	3,400	4,300	5,100	5,610
자기자본비용 (%)	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
할인율 (b)	1.06	1.13	1.19	1.27	1.34
DPS현가 (a/b=c)	2,451	3,021	3,601	4,025	4,174
잔여가치					138,939원

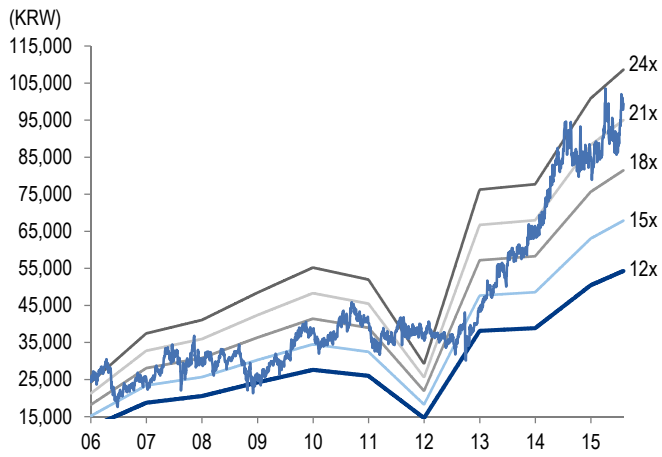
영구성장률	3%
잔여가치 현가 (d)	103,365원
적정주당가치 (c+d)	121,000원
총주식수 (백만주)	77.1
적정시가총액 (십억원)	9,332

자기자본비용 (%)	6.1
-------------------	------------

민감도분석	내재 배당성장률				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
자기자본비용					
5.1%	125,000	146,000	178,000	229,000	327,000
5.6%	108,000	123,000	144,000	175,000	225,000
6.1%	95,000	106,000	121,000	141,000	171,000
6.6%	84,000	93,000	104,000	118,000	139,000
7.1%	76,000	83,000	91,000	102,000	116,000

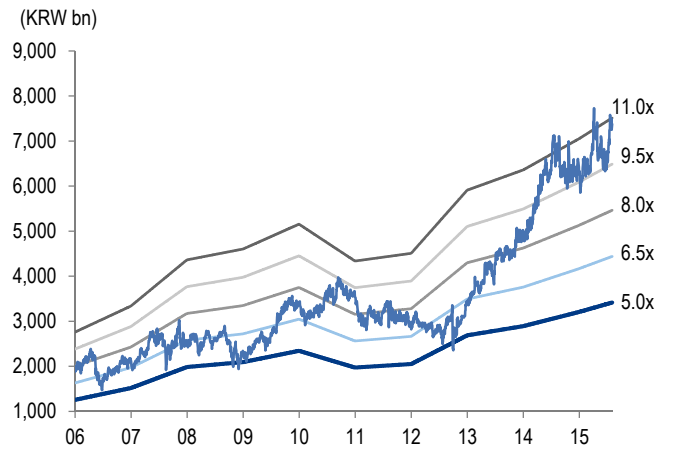
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 코웨이 12M forward P/E band



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 코웨이 12M forward EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 분기 실적 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15E*	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	2,118.3	535.0	556.9	525.5	542.9	2,160.3	572.4	597.6	560.4	580.7	2,311.1
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	339.0	90.3	97.2	95.3	81.7	364.4	113.7	112.1	109.2	95.9	430.8
경상이익	75.3	81.0	80.4	90.4	327.1	88.4	86.5	85.9	71.5	332.4	114.0	112.4	109.6	96.2	432.2
법인세	17.9	21.3	20.3	22.5	82.1	22.4	20.2	22.0	18.2	82.8	28.5	28.1	27.4	24.1	108.1
법인세율 (%)	23.8	26.3	25.3	24.9	25.1	25.3	23.4	25.6	25.4	24.9	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	53.4	249.7	85.5	84.3	82.2	72.2	324.2
증가율 (% YoY)															
매출액	6.2	13.7	4.7	0.9	6.3	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.0	7.0	7.3	6.6	7.0	7.0
영업이익	7.7	27.7	53.2	165.0	49.9	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	7.5	25.9	15.4	14.6	17.4	18.2
경상이익	21.4	1,724.1	44.5	282.5	124.4	17.4	6.8	6.9	(20.9)	1.6	28.9	29.9	27.5	34.5	30.0
당기순이익	25.0	T/N	40.4	402.6	160.6	15.2	11.1	6.4	(21.4)	1.9	29.4	27.2	28.5	35.2	30.5
이익률 (%)															
영업이익률	13.7	14.7	18.1	17.4	16.0	16.9	17.4	18.1	15.0	16.9	19.9	18.8	19.5	16.5	18.6
경상이익률	14.8	14.6	15.2	17.3	15.4	16.5	15.5	16.4	13.2	15.4	19.9	18.8	19.6	16.6	18.7
당기순이익률	11.3	10.7	11.3	13.0	11.6	12.4	11.9	12.2	9.8	11.6	14.9	14.1	14.7	12.4	14.0

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

주: *2Q15 수치는 미래에셋증권 예상치임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,160	2,311	2,437	2,574
매출원가	727	772	818	868
매출총이익	1,434	1,539	1,618	1,706
판매비와관리비	1,069	1,108	1,132	1,173
영업이익 (조정)	364	431	486	533
영업이익	364	431	486	533
순이자손익	(9)	2	3	5
지분법손익	0	0	0	0
기타	(23)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	332	432	488	538
법인세비용	83	108	122	134
당기순이익	250	324	366	403
당기순이익 (지배주주지분)	250	324	366	403
EPS (지배주주지분, 원)	3,237	4,203	4,749	5,227

증가율&마진 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액증가율	2.0	7.0	5.4	5.6
매출총이익증가율	2.6	7.3	5.2	5.4
영업이익증가율	7.5	18.2	12.9	9.6
당기순이익증가율	1.9	29.8	13.0	10.1
EPS 증가율	1.9	29.8	13.0	10.1
매출총이익율	66.4	66.6	66.4	66.3
영업이익률	16.9	18.6	20.0	20.7
당기순이익률	11.6	14.0	15.0	15.7

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	537	532	590	638
당기순이익	250	324	366	403
유무형자산상각비	214	210	226	238
기타	115	43	42	42
운전자본증감	(41)	(45)	(45)	(45)
투자현금	(300)	(270)	(270)	(270)
자본적지출	(306)	(270)	(270)	(270)
기타	6	(0)	(0)	(0)
재무현금	(328)	(313)	(194)	(256)
배당금	(124)	(149)	(194)	(256)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(163)	(164)	0	0
기초현금*	245	154	102	227
기말현금*	154	102	227	338

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주: *단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	597	576	726	866
현금및현금성자산	147	92	122	129
단기금융자산	6	9	105	209
매출채권	209	223	235	249
재고자산	62	66	70	74
기타유동자산	172	184	194	205
비유동자산	1,025	1,084	1,129	1,161
유형자산	675	743	795	835
투자자산	2	2	2	2
기타비유동자산	347	339	331	323
자산총계	1,622	1,660	1,855	2,027
유동부채	526	387	408	431
매입채무	59	63	67	70
단기금융부채	164	0	0	0
기타유동부채	303	324	341	361
비유동부채	56	59	61	63
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	55	58	60	62
부채총계	582	446	469	494
지배주주지분	1,039	1,215	1,386	1,533
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,039	1,215	1,386	1,533
BVPS (원)	13,477	15,749	17,977	19,879

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2014	2015E	2016E	2017E
자기자본이익률 (%)	25.2	28.8	28.2	5.9
총자산이익률 (%)	15.2	19.8	20.8	20.8
재고자산보유기간 (일)	10.8	10.1	10.2	10.2
매출채권회수기간 (일)	38.7	34.1	34.4	34.3
매입채무결제기간 (일)	21.3	9.7	9.7	9.7
순차입금/자기자본 (%)	1.1	(8.3)	(16.3)	(22.0)
이자보상배율 (x)	41.3	(178.9)	(155.0)	(96.9)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20150731) BUY (매수) : 79.3% HOLD (중립/보유) : 20% REDUCE (매도) : 0.7% 합계 : 100%
Compliance Notice		
· 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. · 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 E/W의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.		
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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [작성자: 정우창]		

Target Price and Recommendation Chart

