

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

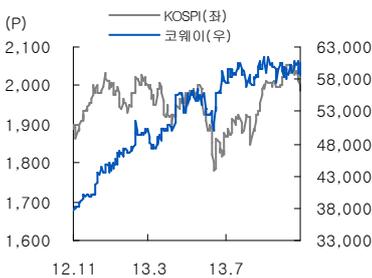
|                |            |
|----------------|------------|
| 목표주가           | 75,000원    |
| 현재가 (11/8)     | 60,500원    |
| KOSPI (11/8)   | 1,984.87pt |
| 시가총액           | 4,666십억원   |
| 발행주식수          | 77,125천주   |
| 액면가            | 500원       |
| 52주 최고가        | 61,400원    |
| 최저가            | 37,700원    |
| 60일 일평균거래대금    | 11십억원      |
| 외국인 지분율        | 53.3%      |
| 배당수익률 (12.12월) | 1.8%       |

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| 주주구성                        |        |
| 코웨이홀딩스 외 16인                | 31.05% |
| Lazard Asset Management LLC | 9.91%  |

|       |    |     |     |
|-------|----|-----|-----|
| 주가상승률 | 1M | 6M  | 12M |
| 상대기준  | 0% | 13% | 59% |
| 절대기준  | 1% | 11% | 53% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자이건    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 75,000 | 69,000 | ▲  |
| EPS(13) | 3,413  | 3,205  | ▲  |
| EPS(14) | 3,848  | 3,550  | ▲  |

코웨이 추가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 웅진에서 코웨이로 1년 만에 최고 수익성 시현

- 13.3Q(yoy) 매출액 4,892억원(+6.8%), 영업이익 970억원(+54.3%), 순이익 623억원(+56.4%)
- 환경가전은 가격인상과 무상서비스 종료 등 렌탈매출 +3.6%, 멤버십매출 +5.1%, 일시불매출 -9.3%
- 매트리스의 코웨이 브랜드 출시, 렌탈자산폐기손실을 개선, 해약을 최저로 영업이익률 19.8% 시현
- 해외수출 중국ODM 강화로 +35.6%(yoy), 해외법인은 중국화장품, 일본 축소로 -7.5%(yoy) 그림
- 13년 기대이상 실적 시현 및 중장기 전략 강화 전망 TP 75,000원(상향) 및 매수(유지)

### 렌탈사업 안정성+ 해외수출 강화로 3분기 매출액 +6.8%(yoy)

2013년 3분기 개별기준 매출액은 4,892억원(+6.8% yoy), 영업이익 970억원(+54.3% yoy), 순이익 623억원(+56.4% yoy)/일회성 포함하면 382% 증가 표1 참조)을 시현했다. 환경가전은 전년대비 가격인상과 무상서비스 종료를 반영하며 렌탈매출 3.6%(yoy), 멤버십매출이 5.1%(yoy)증가했다. 반면 국내 화장품의 프로모션 축소와 일시불판매와 관련된 무상서비스가 종료됨에 따라 일시불매출은 9.3%(yoy) 감소했다.

### 2가지 최저로 영업이익률 역대최고 19.8%시현

일부 품목에서의 매출감소에도 불구하고 핵심 제품군의 상품력 개선과 매출 증가를 바탕으로 영업이익률은 역사적 최고 수준인 19.8%를 시현했다. 구체적으로 1) 렌탈자산폐기 손실률 또한 역대 최저 수준인 2.8%(11년 3.6%, 12년 4.7%, 13.1Q 3.5%, 13.2Q 3.0%)로 낮아졌기 때문이다. 이는 전체적인 상품력과 서비스 개선으로 이어져 전사 해약을 또한 0.82%(10년 1.05%, 11년,12년,13.1Q 1%, 13.2Q 0.9%) 최저 시현으로 이어졌다.

### 핵심사업 강화와 비핵심 구조조정 지속, 목표주가 75,000원 상향

목표주가를 69,000원에서 75,000원으로 8.7% 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS 기준 Target P/E 22배와 2014년 수정 EPS 3,848원 기준 Target 19.5배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 20% Premium 적용)를 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심 사업 철화에 따른 판관비용 개선이 지속되는 데 있다. 특히 해외사업은 선택과 집중이 구체화됨에 따라 비선택(일본, 중국화장품) 부문 손실 축소가 예상되며, 매트리스도 코웨이의 브랜드로 프리미엄 제품 출시가 나타나고 있어 2014년에도 핵심 사업의 전략 강화는 지속될 전망이다. 한편 2013년 1분기 배당(DPS 1,050원)에 이어 연간 배당은 기존 DPS대비 상향 가능성도 높아 배당 모멘텀 또한 긍정적인 시점에 있는 것으로 판단된다.

| (단위:십억원,배) | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,710 | 1,807 | 1,941 | 2,102 | 2,249 |
| 영업이익       | 242   | 228   | 319   | 338   | 362   |
| 세전이익       | 225   | 161   | 358   | 389   | 404   |
| 당기순이익      | 177   | 120   | 263   | 297   | 307   |
| EPS(원)     | 2,296 | 1,553 | 3,413 | 3,848 | 3,982 |
| 증가율(%)     | 0.0   | -32.4 | 119.8 | 12.7  | 3.5   |
| 영업이익률(%)   | 14.2  | 12.6  | 16.4  | 16.1  | 16.1  |
| ROE(%)     | 23.4  | 15.4  | 29.3  | 26.6  | 23.4  |
| PER        | 15.9  | 28.0  | 17.7  | 15.7  | 15.2  |
| PBR        | 4.8   | 5.2   | 5.5   | 4.2   | 3.7   |
| EV/EBITDA  | 8.4   | 9.5   | 11.3  | 10.4  | 9.6   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별 기준

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 코웨이 13.3Q 실적 요약

(단위: 억원, %)

|         | 12.3Q | 13.2Q | 13.3Q(P) | QoQ   | YoY   | IBK   | 차이    | 컨센서스  | 차이   |
|---------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 매출액     | 4,580 | 4,969 | 4,892    | -1.6  | 6.8   | 4,800 | 1.9   | 4,950 | -1.2 |
| 렌탈      | 3,665 | 3,747 | 3,781    | 0.9   | 3.2   | 3,730 | 1.4   | -     | -    |
| 일시불     | 430   | 478   | 354      | -25.9 | -17.7 | 446   | -20.6 | -     | -    |
| 화장품     | 173   | 221   | 166      | -24.9 | -4.0  | 177   | -6.2  | -     | -    |
| 수출      | 300   | 445   | 380      | -14.6 | 26.7  | 324   | 17.3  | -     | -    |
| 기타(수처리) | 151   | 78    | 211      | 170.5 | 39.7  | 123   | 71.5  | -     | -    |
| 매출총이익   | 3,065 | 3,290 | 3,194    | -2.9  | 4.2   | 3,568 | -10.5 | -     | -    |
| 영업이익    | 629   | 794   | 970      | 22.3  | 54.3  | 739   | 31.3  | 769   | 26.2 |
| 당기순이익   | 129   | 606   | 623      | 2.8   | 382.2 | 570   | 9.2   | 573   | 8.6  |
| GPM     | 66.9  | 66.2  | 65.3     | -0.9p | -1.6p | 74.3  | -9.0p | -     | -    |
| OPM     | 13.7  | 16.0  | 19.8     | 3.9p  | 6.1p  | 15.4  | 4.4p  | 15.5  | 4.3p |

자료: 코웨이, IBK투자증권

참고: 12.3Q 일본법인 대손충당금 355억원, 13.1Q 웅진케미칼 매각차익 448억원 포함

표 2. 분기별 실적추이 및 2013년 전망

(단위: 억원, %)

|       | 12.1Q | 12.2Q | 12.3Q | 12.4Q | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q(P) | 13.4Q(F) | 2012   | YoY   | 2013F(기준) | 2013F(수정후) | YoY  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|--------|-------|-----------|------------|------|
| 매출액   | 4,424 | 4,464 | 4,580 | 4,601 | 4,652 | 4,969 | 4,892    | 4,894    | 18,069 | 5.7   | 19,315    | 19,407     | 7.4  |
| 렌탈    | 3,551 | 3,581 | 3,665 | 3,696 | 3,702 | 3,747 | 3,781    | 3,799    | 14,493 | -3.3  | 14,978    | 15,029     | 3.7  |
| 일시불   | 327   | 405   | 430   | 324   | 366   | 478   | 354      | 395      | 1,486  | -4.6  | 1,685     | 1,593      | 7.2  |
| 화장품   | 168   | 163   | 173   | 168   | 179   | 221   | 166      | 185      | 672    | -1.8  | 762       | 751        | 11.8 |
| 수출    | 300   | 211   | 300   | 305   | 315   | 445   | 380      | 330      | 1,116  | -6.6  | 1,414     | 1,470      | 31.7 |
| 기타    | 78    | 104   | 151   | 107   | 91    | 78    | 211      | 185      | 440    | -40.5 | 477       | 565        | 28.4 |
| 매출총이익 | 2,970 | 3,043 | 3,065 | 2,938 | 3,105 | 3,422 | 3,194    | 3,474    | 12,014 | 3.7   | 13,569    | 13,195     | 9.8  |
| GPM   | 67.1  | 68.2  | 66.9  | 63.9  | 66.7  | 68.9  | 65.3     | 71.0     | 66.5   | -1.2p | 70.3      | 68.0       | 1.5p |
| 영업이익  | 644   | 630   | 629   | 356   | 692   | 794   | 970      | 745      | 2,278  | -6.4  | 2,970     | 3,201      | 40.5 |
| OPM   | 14.6  | 14.1  | 13.7  | 7.7   | 14.9  | 16.0  | 19.8     | 15.2     | 12.6   | -1.6p | 15.4      | 16.5       | 3.9p |

자료: 코웨이, IBK투자증권

참고: 12.3Q 일본법인 대손충당금 355억원, 13.1Q 웅진케미칼 매각차익 448억원 포함

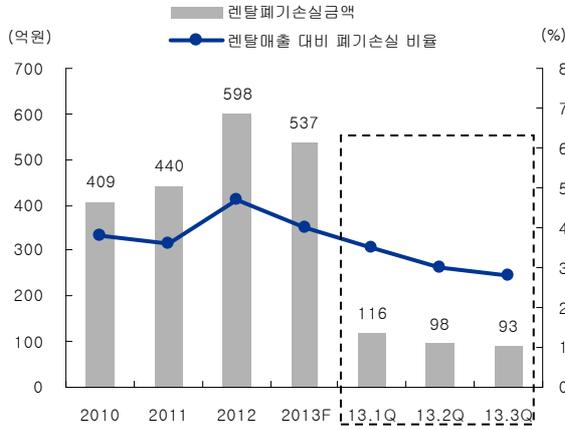
표 3. 연결종속회사 실적 요약

(단위: 억원, %)

| 구분      | 매출액   |          |       | 영업이익  |          |       |
|---------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|
|         | 12.3Q | 13.3Q(P) | YoY   | 12.3Q | 13.3Q(P) | YoY   |
| 말레이시아법인 | 145   | 184      | 26.9  | 7     | 14       | 100.0 |
| 중국법인    | 137   | 83       | -39.4 | -3    | -12      | 적지    |
| 미국법인    | 82    | 93       | 13.4  | -3    | -3       | 적지    |
| 태국법인    | 32    | 32       | 0.0   | -3    | 1        | 흑전    |
| 일본법인    | -26   | 5        | -     | 9     | -3       | 적전    |
| 그린엔텍    | 147   | 127      | -13.6 | -3    | 1        | 흑전    |
| 합계      | 517   | 524      | 1.4   | 4     | -2       | 적전    |

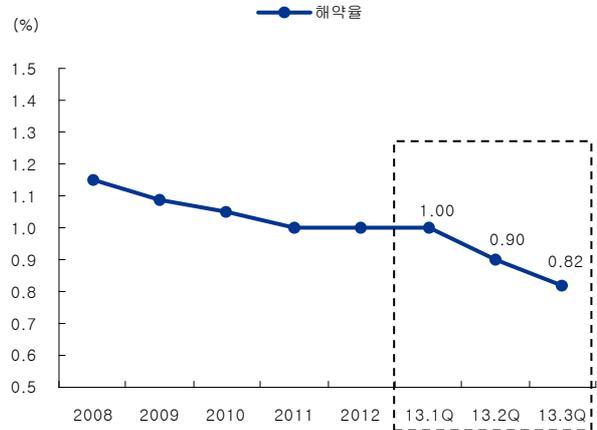
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



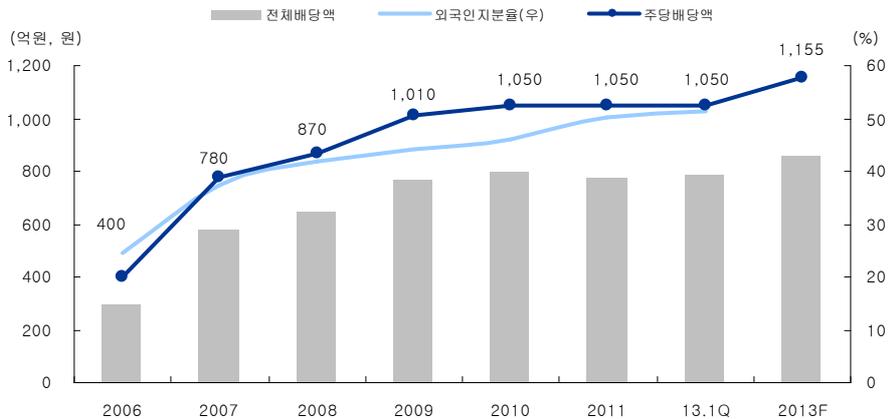
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 해약률 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 코웨이 배당금 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 4. 목표주가 상향 조정 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

|                      | 기존  | 변경  |
|----------------------|---|---|
| 실적 추정치               | 13년 예상 EPS 3,003원                                   | 13년 예상 EPS 3,413원/ 14년 예상 EPS 3,848                               |
| Target P/E valuation | 당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 10%premium 적용 23배 | 당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 20%premium 적용 22배(14년 기준 19.5배) |
| 13년 평균 순환금           | -2,100  | -1,000  |
| 주식수                  | 77,124  | 77,124  |
| 목표주가                 | 69,000원   | 75,000원   |

자료: IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배유자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명    | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상 보유여부 | 유가증권 발행관련 | 계열사 관계여부 | 공개매수 사무취급 | IPO | 회사채 지급보증 | 중대한 이해관계 | M&A 관련 |
|--------|-----|---------------|-----|-----|-----------|-----------|----------|-----------|-----|----------|----------|--------|
|        |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |           |           |          |           |     |          |          |        |
| 해당사항없음 |     |               |     |     |           |           |          |           |     |          |          |        |

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

|                    |             |                |               |             |
|--------------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
| 종목 투자이견 (절대수익률 기준) | 적극매수 40% ~  | 매수 15% ~       | 중립 -15% ~ 15% | 비중축소 ~ -15% |
| 업종 투자이견 (상대수익률 기준) | 비중확대 +10% ~ | 중립 -10% ~ +10% | 비중축소 ~ -10%   |             |

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

