

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

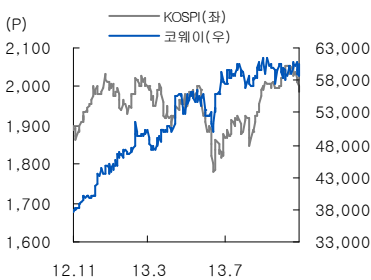
목표주가	75,000원
현재가 (11/8)	60,500원
KOSPI (11/8)	1,984.87pt
시가총액	4,666십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	61,400원
최저가	37,700원
60일 일평균거래대금	11십억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률 (12.12월)	1.8%

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) 그침
- 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

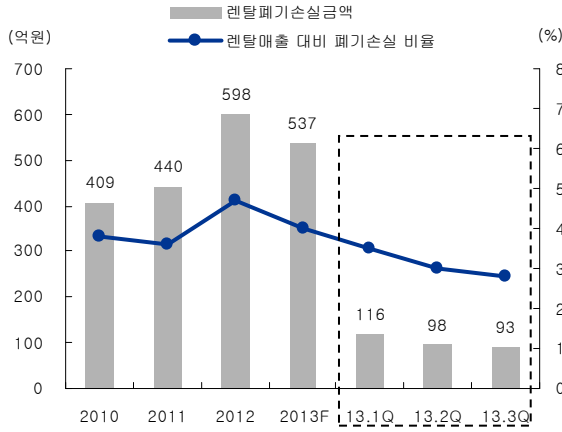
표 3. 연결종속회사 실적 요약

(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

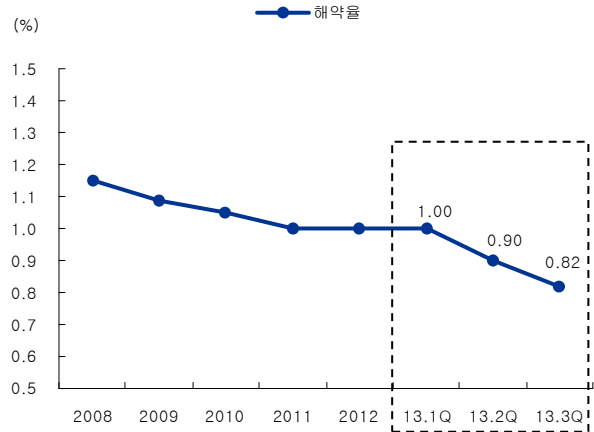
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



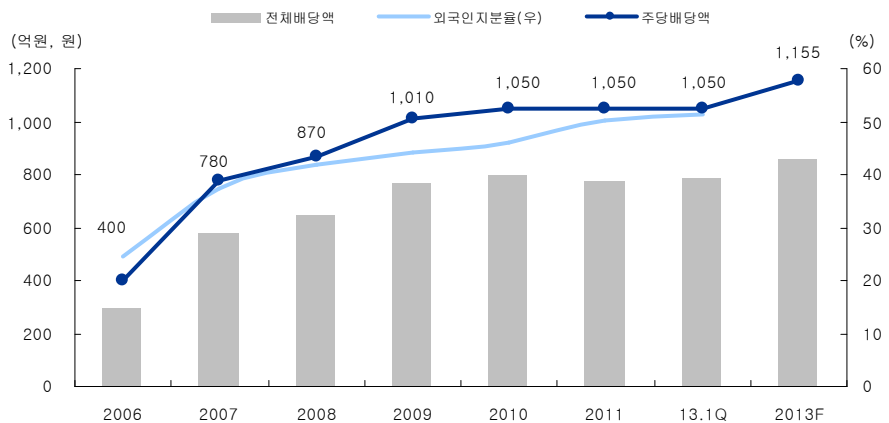
자료: 코웨이, IBK투자증권

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 배우자는 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

