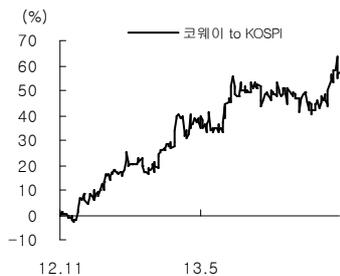


매수 (유지)

목표주가	75,000원		
현재가 (11/22)	63,800원		
KOSPI (11/22)	2,006.23pt		
시가총액	4,921십억원		
발행주식수	77,125천주		
액면가	500원		
52주 최고가	66,900원		
최저가	38,900원		
60일 일평균거래대금	12십억원		
외국인 지분율	53.7%		
배당수익률 (12.12월)	1.7%		
주주구성			
코웨이홀딩스 외 16인	31.05%		
Lazard Asset Management LLC 외 33인	9.91%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	14%	64%
절대기준	9%	13%	55%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	75,000	75,000	-

코웨이 상대주가 (%)



코웨이 (021240)

턴어라운드 2단계 기대

웅진에서 코웨이 1년차에 불과

동사는 독자적 턴어라운드 이슈를 바탕으로 소비 환경에 대한 방어력을 확인시켜주고 있다. 2013년 하반기 탈웅진그룹 1년차에 성공적 안착을 이뤘기 때문이다. 지난 3분기 실적 결과 역사적 최고 수준의 영업이익률 19.8%를 시현하며 오랜 우려감을 불식시켰다. 다만 지난 3분기 실적 턴어라운드는 12년 3분기 베이스 효과도 일조했다. 지난 하반기 웅진그룹 법정관리 이슈로 동사에 대한 우려감도 확산되며センチ먼트 악화를 가져왔기 때문이다. 2013년 3분기는 이에 대한 반사적 회복과 새로운 체제 정립의 성과가 동시에 나타난 것으로 분석된다. 4분기에도 3분기 대비 영업이익률 둔화는 불가피하지만 전년대비 전사적 개선 추이는 유지될 전망이다.

수익성 개선 기초 지속

2014년 사업 방향성은 기존 사업에 대한 선택과 집중을 구체화 하는데서 확인될 전망이다. 2013년 하반기 기대 이상의 성과로 인해 2014년 가이던스 조정이 이루어지지 않은 상황이지만 매년 안정적인 수준의 수익성 개선은 유효해 보인다.

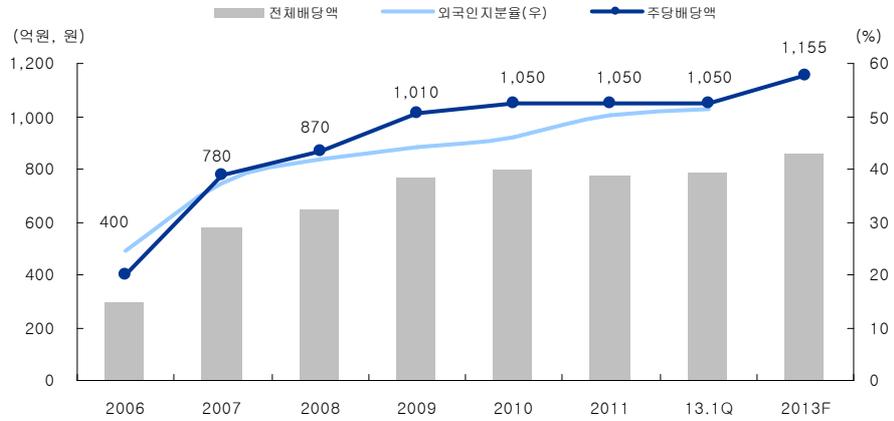
밸류에이션 프리미엄 정당성 확인, TP 75,000원 매수유지

동사에 대한 목표주가 75,000원과 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. 동사의 밸류에이션은 생활화장품 업종 내 절대적 비교가 제한적인 이유로 프리미엄의 근거에 대해 제한적으로 작용해 왔다. 그러나 2013년 성장성 유지와 연간 3%p의 영업이익률 개선은 프리미엄의 정당성을 확인시켜 주기에 충분하다. 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.

(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	405
지배주주순이익	177	120	263	297	308
EPS(원)	2,296	1,553	3,413	3,847	3,990
증가율(%)	0.0	-32.4	119.8	12.7	3.7
영업이익률(%)	14.2	12.6	16.4	16.1	16.1
순이익률(%)	10.4	6.6	13.6	14.1	13.7
ROE(%)	23.4	15.4	29.3	26.6	23.4
PER	15.9	28.0	18.4	16.3	15.8
PBR	4.8	5.2	5.7	4.4	3.8
EV/EBITDA	8.4	9.5	11.7	10.8	10.0

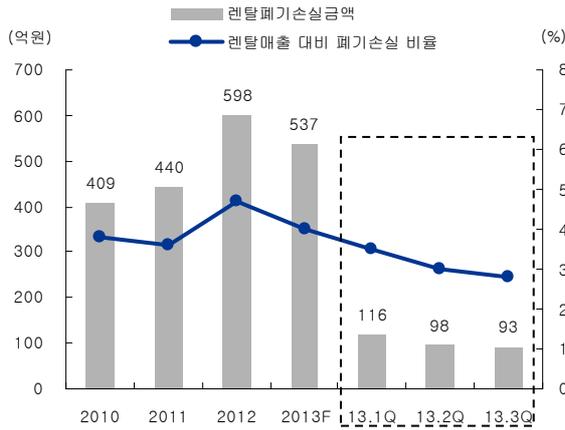
자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS개별 기준

그림 41. 코웨이 배당금 추이



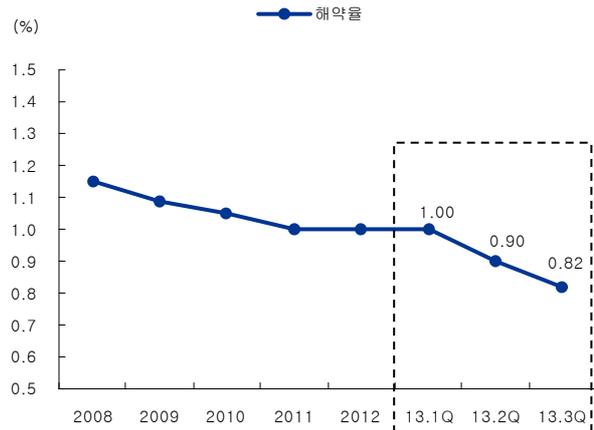
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 42. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 43. 해약률 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 34. 분기별 실적추이 및 2013년 전망

(단위: 억 원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13.3Q(P)	13.4Q(F)	2012	YoY	2013F	YoY
매출액	4,424	4,464	4,580	4,601	4,652	4,969	4,892	4,894	18,069	5.7	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	15,029	3.7
일시불	327	405	430	324	366	478	354	395	1,486	-4.6	1,593	7.2
화장품	168	163	173	168	179	221	166	185	672	-1.8	751	11.8
수출	300	211	300	305	315	445	380	330	1,116	-6.6	1,470	31.7
기타	78	104	151	107	91	78	211	185	440	-40.5	565	28.4
매출총이익	2,970	3,043	3,065	2,938	3,105	3,422	3,194	3,474	12,014	3.7	13,195	9.8
GPM	67.1	68.2	66.9	63.9	66.7	68.9	65.3	71.0	66.5	-1.2p	68.0	1.5p
영업이익	644	630	629	356	692	794	970	745	2,278	-6.4	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	16.5	3.9p

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,941	2,102	2,249
증가율(%)	12.6	5.7	7.4	8.3	7.0
매출원가	552	605	670	667	765
매출총이익	1,158	1,201	1,271	1,435	1,484
매출총이익률 (%)	67.7	66.5	65.5	68.3	66.0
판매비	869	974	953	1,102	1,102
판매비율(%)	50.8	53.9	49.1	52.4	49.0
영업이익	242	228	319	338	362
증가율(%)	6.0	-6.0	40.0	6.0	7.2
영업이익률(%)	14.2	12.6	16.4	16.1	16.1
순금융손익	-24	-58	-5	31	43
이자손익	-24	-27	-12	2	13
기타	0	-31	7	29	30
기타영업외손익	6	-5	-1	20	0
종속/관계기업손익	0	-3	45	0	0
세전이익	225	161	358	389	405
법인세	48	42	95	93	97
법인세율	21.4	25.8	26.6	23.8	24.0
계속사업이익	177	120	263	297	308
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	263	297	308
증가율(%)	0.0	-32.4	119.8	12.7	3.7
당기순이익률 (%)	10.4	6.6	13.6	14.1	13.7
지배주주당기순이익	177	120	263	297	308
기타포괄이익	-4	-2	0	106	0
총포괄이익	173	118	263	403	308
EBITDA	395	400	414	421	435
증가율(%)	3.2	1.2	3.7	1.6	3.2
EBITDA마진율(%)	23.1	22.1	21.4	20.0	19.3

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,296	1,553	3,413	3,847	3,990
BPS	7,882	8,366	11,066	14,416	16,520
DPS	1,050	0	1,050	1,050	1,050
밸류에이션(배)					
PER	15.9	28.0	18.4	16.3	15.8
PBR	4.8	5.2	5.7	4.4	3.8
EV/EBITDA	8.4	9.5	11.7	10.8	10.0
성장성지표(%)					
매출증가율	12.6	5.7	7.4	8.3	7.0
EPS증가율	0.0	-32.4	119.8	12.7	3.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.9	0.0	1.6	1.6	1.6
ROE	23.4	15.4	29.3	26.6	23.4
ROA	11.7	7.3	15.3	16.2	15.4
ROIC	21.6	13.7	31.4	38.7	43.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	110.6	112.0	74.7	55.6	48.9
순차입금 비율(%)	63.7	54.1	0.6	-24.4	-36.5
이자보상배율(배)	11.5	7.9	17.9	23.0	34.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.6	7.0	6.7	6.7	6.6
재고자산회전율	23.4	31.6	47.1	49.0	48.6
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	842	1,106	1,311
현금및현금성자산	65	119	378	602	770
유가증권	0	0	15	17	18
매출채권	240	278	302	328	351
재고자산	73	41	41	45	48
비유동자산	1,065	1,010	893	821	758
유형자산	535	594	521	451	389
무형자산	156	158	140	127	116
투자자산	285	155	154	159	163
자산총계	1,576	1,702	1,735	1,927	2,069
유동부채	534	720	691	633	620
매입채무및기타채무	29	29	32	35	37
단기차입금	165	296	177	193	206
유동성장기부채	110	110	206	106	56
비유동부채	294	179	51	55	59
사채	177	118	0	0	0
장기차입금	90	30	0	0	0
부채총계	828	899	742	688	679
지배주주지분	748	803	993	1,239	1,390
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-99	-85	-79	-79	-79
기타포괄이익누계액	-2	-1	-1	105	105
이익잉여금	678	717	902	1,042	1,192
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	748	803	993	1,239	1,390
비이자부채	287	345	358	389	416
총차입금	542	553	384	299	263
순차입금	477	435	6	-303	-508

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	442	301	348
당기순이익	177	120	263	297	308
비현금성 비용 및 수익	294	382	248	27	50
유형자산감가상각비	145	165	82	71	61
무형자산상각비	8	7	14	13	11
운전자본변동	-112	-38	-41	-25	-22
매출채권등의감소	-35	-55	-27	-26	-23
재고자산의감소	1	25	4	-4	-3
매입채무등의증가	-10	0	3	3	2
기타 영업현금흐름	-42	-35	-29	2	13
투자활동 현금흐름	-344	-301	-164	7	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-299	-295	-128	0	0
유형자산의 감소	9	3	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-8	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-37	-3	213	24	26
기타	-10	2	-253	-17	-15
재무활동 현금흐름	36	-74	-279	-84	-190
차입금의증가(감소)	30	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	6	-74	-279	-84	-190
기타 및 조정	0	-1	259	0	0
현금의 증가	8	54	259	224	169
기초현금	56	65	119	378	602
기말현금	65	119	378	602	770