

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

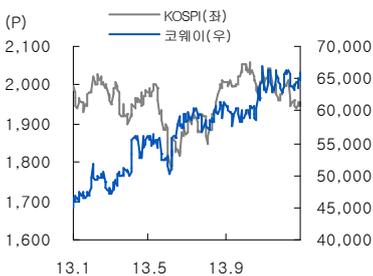
목표주가	75,000원
현재가 (1/21)	66,700원
KOSPI (1/21)	1,963.89pt
시가총액	5,144십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	66,900원
최저가	44,600원
60일 일평균거래대금	12십억원
외국인 지분율	53.4%
배당수익률 (12.12월)	1.6%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 12인	30.99%
Lazard Asset Management LLC	6.17%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	11%	48%
절대기준	5%	8%	50%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	75,000	75,000	-
EPS(13)	3,413	3,413	-
EPS(14)	3,847	3,847	-

### 코웨이 주가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 코웨이 2년 차로 순항

### 역사상 최고 영업이익률로 1년 차 마무리

2013년 4분기 개별기준 매출액은 4,894억원(+6.4% yoy), 영업이익 725억원(+103.7% yoy) 및 영업이익률 14.8%의 변경 추정치를 제시한다. 이를 반영한 2013년 매출액은 19,407억원(+7.4%), 영업이익 3,201억원(+40.5%) 영업이익률 16.5%이 예상된다. 2013년 2분기 중 가격인상과 무상서비스 종료를 반영하며 렌탈매출과 멤버십매출은 5%이하의 증가율을 보였지만 하반기 일부 홈쇼핑 강화를 통한 화장품과 저가 환경가전 프로모션 확대와 가습기 및 청정기 등의 일시불판매 개선으로 전체적인 외형 증가세를 유지한 것으로 추정된다.

### 코웨이 2년 차 수익성 개선 지속 전망

2013년 4월 동사는 신규 고객에 대해 5.2%의 가격인상을 실시 했다. 이로 인해 지난해 2분기 이후 고객 순증은 다소 지연되는 모습을 보였지만 핵심 렌탈 제품의 상품력 개선과 매출 증가가 이어지고 있어 2014년 성장성과 수익성은 2013년 대비 추세를 이어갈 것으로 전망된다. 2012년 수익성 악화의 최대 이슈였던 렌탈자산폐기손실률이 2013년 3분기 역대 최저 수준인 2.8%(11년 3.6%, 12년 4.7%, 13.1Q 3.5%, 13.2Q 3.0%)로 낮아짐에 따라 2014년 추가적인 개선은 제한적으로 보인다. 그러나 2014년 4월부터 가격 인상 1년 차 효과가 구체화 됨에 따라 2013년 대비 추가적인 수익성 개선이 유효할 것으로 생각된다.

### 목표주가 75,000원 매수유지

목표주가는 2014년 예상 EPS 3,848원 기준 Target 19.5배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 20% Premium 적용)를 적용한 75,000원을 유지한다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 가격인상과 비핵심사업 철회에 따른 비용 개선에 있다. 특히 해외사업은 선택과 집중이 구체화됨에 따라 비선택(일본, 중국화장품) 부문 손실 축소와 필립스를 중심으로 ODM 수출이 확대되고 있어 2014년에도 꾸준한 성장과 추가적인 영업이익률 개선이 가능할 전망이다. 한편 연간 배당은 기존 DPS(1,050원) 대비 상향 가능성을 제시하고 있어 내수 업종 가운데 가장 안정적인 배당 모멘텀을 이어갈 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,941	2,087	2,149
영업이익	242	228	318	359	375
세전이익	225	161	358	389	405
당기순이익	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	17.2	17.4
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	19.5	17.2	16.5
PBR	4.8	5.2	6.0	4.6	4.0
EV/EBITDA	8.4	9.5	12.4	11.4	10.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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 주가 움직임은 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 2013년, 2014년 전망

표 1. 분기별 실적추이 및 2013년 전망

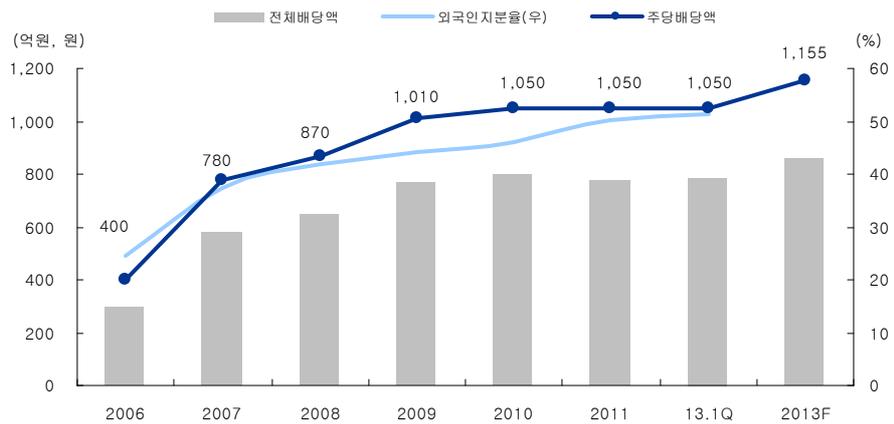
(단위: 억원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2013(수정전)	2013F(수정후)	YoY	2014F	YoY
매출액	4,424	4,464	4,580	4,601	4,652	4,969	4,892	4,894	19,407	19,407	7.4	20,870	7.5
렌탈	3,551	3,581	3,665	3,696	3,702	3,747	3,781	3,799	15,029	15,029	3.7	16,325	8.6
일시불	327	405	430	324	366	478	354	395	1,593	1,593	7.2	1,705	7.0
화장품	168	163	173	168	179	221	166	185	751	751	11.8	767	2.1
수출	300	211	300	305	315	445	380	330	1,470	1,470	31.7	1,853	26.1
기타	78	104	151	107	91	78	211	185	565	565	28.4	220	-61.1
매출총이익	2,970	3,043	3,065	2,938	3,105	3,422	3,194	3,474	13,195	13,195	9.8	14,230	7.5
GPM	67.1	68.2	66.9	63.9	66.7	68.9	65.3	71.0	68.0	68.0	1.5p	68.2	0.2p
영업이익	644	630	629	356	692	794	970	725	3,201	3,181	40.8	3,595	13.0
OPM	14.6	14.1	13.7	7.7	14.9	16.0	19.8	14.8	16.4	16.4	3.9p	17.2	0.8p

자료: 코웨이, IBK투자증권.

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

그림 1. 코웨이 배당금 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

표 2. 목표주가 75,000원 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원 천주)

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

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,941	2,087	2,149
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	318	359	375
증가율(%)	6.0	-6.0	39.5	12.8	4.5
영업이익률(%)	14.2	12.6	16.4	17.2	17.4
순금융손익	-24	-58	-5	31	43
이자손익	-24	-27	-12	2	13
기타	0	-31	7	29	30
기타영업외손익	6	-5	-1	20	0
중속/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	7,682	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	19.5	17.2	16.5
PBR	4.8	5.2	6.0	4.6	4.0
EV/EBITDA	8.4	9.5	12.4	11.4	10.5
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
단기금융상품	0	0	0	0	0
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

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 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)

중목 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

