

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

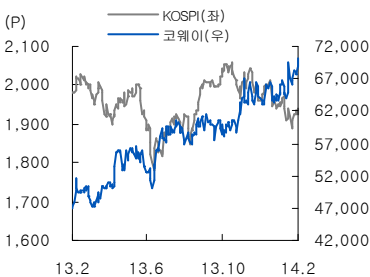
목표주가	82,000원
현재가 (2/14)	70,200원
KOSPI (2/14)	1,940.28pt
시가총액	5,414십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	70,200원
최저가	46,950원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	53.2%
배당수익률 (12.12월)	1.6%

<b>주주구성</b>	
코웨이홀딩스 외 12인	30.99%
Lazard Asset Management LLC	6.17%

<b>주가상승률</b>	1M	6M	12M
상대기준	10%	24%	50%
절대기준	11%	23%	53%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	81,000	75,000	▲
EPS(13)	3,296	3,399	▼
EPS(14)	3,896	3,749	▲

### 코웨이 주가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 지속적인 개선과 배당정책 강화로 레벨업 인정

- 개별기준 13.4Q 매출액 5%(yoy), 영업이익 40%(yoy), 순이익 20%(yoy) 시현
- 총계정 587만(13.4Q +5.3만, 2013 +12.6만) 도달하며 2013년 매출액 7%, OPM 17.3% 시현
- 12.4Q 일회성 비용 274억원(성과급 156, 불용재고폐기 118) 영향 및 렌탈자산폐기 이슈 정리
- 대주주 교체 이후 일년 차 성공적인 턴어라운드 시현과 주주배당정책 강화와 지속성 확인
- 단기 주가 부담 존재하지만 목표주가 82,000원 상향 및 매수유지

### 수익성 턴어라운드 1년 차 마무리

2013년 4분기 개별기준 매출액은 4,824억원(+4.9% yoy), 영업이익 885억원(+40.4% yoy), 순이익 509억원(+20.1% yoy)을 시현했다. 영업이익은 당사 추정치를 22% 상회했는데 일회성 274억원 가운데 성과급 부문 156억원 차이가 발생했기 때문이다. 이를 반영한 2013년 매출액은 19,337억원(+7.0%), 영업이익 3,341억원(+30.9%), 순이익 2,539억원(+56.5%) 영업이익률 17.3%로 역사상 최고 수익성을 시현했다.

### 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 추세를 이어갈 것으로 전망된다. 2012년 수익성 악화의 최대 이슈였던 렌탈자산폐기 손실률이 2013년 최저 수준인 2.9%(09년 3.6%, 10년 3.8%, 11년 3.6%, 12년 4.7%, 13년 2.9%)로 낮아짐에 따라 2014년 추가적인 개선은 제한적으로 보인다. 그러나 2014년 4월부터 가격 인상 2년 차 시점에 도래함에 따라 추가적인 수익성 개선을 이어나갈 전망이다.

### 배당정책 의지강화, 목표주가 82,000원 상향

목표주가는 2014년 예상 EPS 3,896원 기준 Target 21배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 20% Premium 적용)를 적용한 82,000원으로 상향한다. 2014년에 전사적인 사업효율화를 바탕으로 1)국내는 코디 인력구조 강화와 홈케어(매트리스, 에어컨)확대에 주력하며, 2)해외는 일본, 중국 화장품 부문 손실 축소와 중국 ODM 수출 강화로 연간 17.4%의 영업이익률을 이어나갈 전망이다. 한편 연간 배당은 배당성향 45%(기존 DPS 1,050원)에서 49%로 상향(DPS 1,660원)을 실시했으며 향후 DPS 기준 1,660원 이상의 정책을 이어갈 전망이다. 이는 당사 커버리지 가운데 가장 안정적인 배당 모멘텀을 이어갈 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,934	2,093	2,240
영업이익	242	228	334	364	393
세전이익	225	161	352	417	460
당기순이익	177	120	254	300	336
EPS(원)	2,296	1,553	3,296	3,896	4,356
증가율(%)	0.0	-32.4	112.3	18.2	11.8
ROE(%)	23.4	15.4	28.4	27.6	26.7
PER	15.9	28.0	20.1	18.0	16.1
PBR	4.8	5.2	6.0	5.1	4.5
EV/EBITDA	8.4	9.5	12.0	11.6	10.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### 2013년 Review 및 2014년 전망

표 1. 코웨이 13.4Q 실적 요약

(단위: 억원, %)

	12.4Q	13.3Q	13.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	4,601	4,892	4,824	-1.4	4.8	4,894	-1.4	4,844	-0.4
렌탈	3,696	3,781	3,828	1.2	3.6	3,799	0.8	-	-
일시불	324	354	294	-16.9	-9.3	395	-25.6	-	-
화장품	168	166	198	19.3	17.9	185	7.0	-	-
수출	305	380	306	-19.5	0.3	330	-7.3	-	-
기타(수처리)	107	211	198	-6.2	85.0	185	7.0	-	-
매출총이익	2,938	3,194	3,231	1.2	10.0	3,474	-7.0	-	-
영업이익	356	970	885	-8.8	148.6	725	22.1	799	10.8
GPM	63.9	65.3	67.0	1.7	3.1	71.0	-4.0	-	-
OPM	7.7	19.8	18.3	-1.5	10.6	14.8	3.5	16.5	1.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

표 2. 2013년 및 2014년 전망- 가이드스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 고려

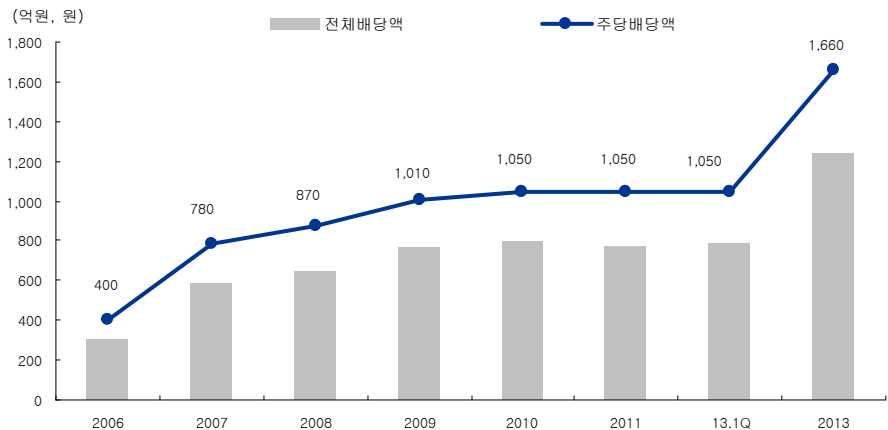
(단위: 억원, %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(P)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013(수정전)	2013F(수정후)	YoY	2014F	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,989	5,411	5,238	5,296	19,407	19,337	7.4	20,934	8.3
렌탈	3,702	3,747	3,781	3,828	3,869	3,998	3,989	4,046	15,029	15,058	3.7	15,902	5.6
일시불	366	478	354	294	385	505	375	405	1,593	1,492	7.2	1,670	11.9
화장품	179	221	166	198	185	210	179	205	751	764	11.8	799	4.6
수출	315	445	380	306	415	578	475	435	1,470	1,446	31.7	1,903	31.6
기타	91	78	211	198	135	120	220	205	565	578	28.4	660	14.2
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,390	3,650	3,330	3,480	13,195	12,952	9.8	13,850	6.9
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	68.0	67.5	63.6	65.7	68.0	67.0	1.5p	66.2	-0.8p
영업이익	692	794	970	885	750	855	1,055	981	3,181	3,341	40.8	3,641	9.0
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	15.0	15.8	20.1	18.5	16.4	17.3	3.9p	17.4	0.1p

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

그림 1. 코웨이 배당금 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

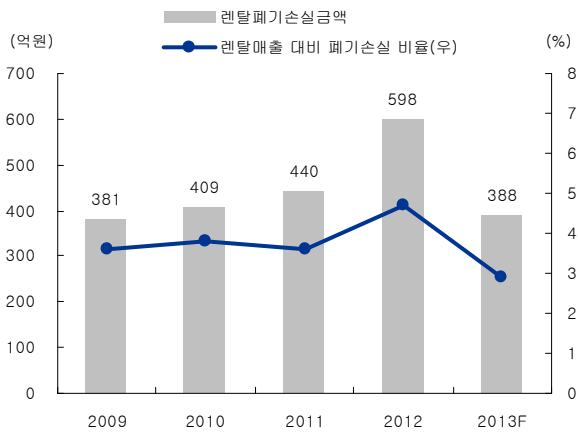
표 3. 연결중속회사 실적 요약

(단위: 억원, %)

구분	매출액			영업이익		
	12,4Q	13,4Q(P)	YoY	12,4Q	13,4Q(P)	YoY
말레이시아법인	151	195	29.1	5	22	340.0
중국법인	142	62	-56.3	-12	-34	적지
미국법인	84	111	32.1	-4	-5	적지
태국법인	36	24	-33.3	-13	-3	적지
그린엔텍	250	116	-53.6	24	2	-91.7

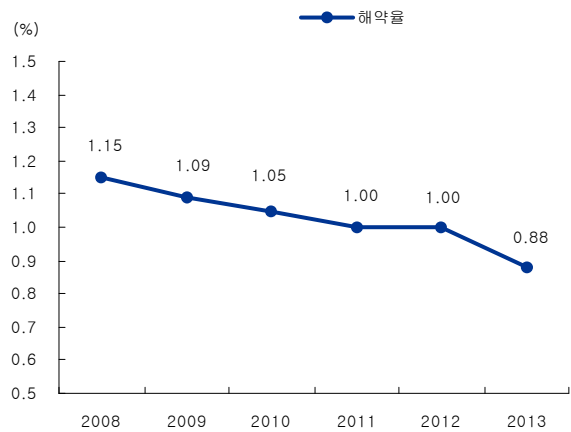
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해약률 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 4. 목표주가 82,000원 상향 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,848원	14년 예상 EPS 3,896원
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 21배)
14년 예상 순현금	-1,000	-500
주식수	77,124	77,124
목표주가	75,000원	82,000원

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,934	2,093	2,240
증가율(%)	12.6	5.7	7.0	8.3	7.0
매출원가	552	605	652	709	762
매출총이익	1,158	1,201	1,295	1,384	1,478
매출총이익률 (%)	67.7	66.5	66.3	66.1	66.0
판매비	869	974	947	1,023	1,086
판매비율(%)	50.8	53.9	49.0	48.9	48.5
영업이익	242	228	334	364	393
증가율(%)	6.0	-6.0	46.8	9.0	7.8
영업이익률(%)	14.2	12.6	17.3	17.4	17.5
순금융손익	-24	-58	-4	45	47
이자손익	-24	-27	-14	-7	0
기타	0	-31	10	52	47
기타영업외손익	6	-5	-22	-20	-5
중속/관계기업손익	0	-3	44	28	25
세전이익	225	161	352	417	460
법인세	48	42	98	117	124
법인세율	21.4	25.8	27.8	28.0	27.0
계속사업이익	177	120	254	300	336
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	254	300	336
증가율(%)	0.0	-32.4	112.3	18.2	11.8
당기순이익률 (%)	10.4	6.6	13.1	14.4	15.0
지배주주당기순이익	177	120	254	300	336
기타포괄이익	-4	-2	-3	106	0
총포괄이익	173	118	251	406	336
EBITDA	395	400	430	458	485
증가율(%)	3.2	1.2	7.5	6.7	5.8
EBITDA마진율(%)	23.1	22.1	22.2	21.9	21.6

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,296	1,553	3,296	3,896	4,356
BPS	7,682	8,366	10,976	13,789	15,675
DPS	1,050	0	1,660	1,660	1,660
밸류에이션(배)					
PER	15.9	28.0	20.1	18.0	16.1
PBR	4.8	5.2	6.0	5.1	4.5
EV/EBITDA	8.4	9.5	12.0	11.6	10.8
성장성지표(%)					
매출증강율	12.6	5.7	7.0	8.3	7.0
EPS증가율	0.0	-32.4	112.3	18.2	11.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.9	0.0	2.5	2.4	2.4
ROE	23.4	15.4	28.4	27.6	26.7
ROA	11.7	7.3	15.5	18.9	20.8
ROIC	21.6	13.7	29.8	34.9	36.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	110.6	112.0	60.9	34.2	23.9
순차입금 비율(%)	63.7	54.1	3.4	-8.5	-14.0
이자보상배율(배)	11.5	7.9	19.4	33.9	120.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.6	7.0	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율	23.4	31.6	47.2	49.2	48.6
총자산회전율	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	693	710	765
현금및현금성자산	65	119	234	206	225
단기금융상품	0	0	0	0	0
매출채권	240	278	290	319	341
재고자산	73	41	41	45	48
비유동자산	1,065	1,010	892	886	875
유형자산	535	594	519	513	503
무형자산	156	158	139	126	115
투자자산	285	155	160	166	170
자산총계	1,576	1,702	1,585	1,596	1,640
유동부채	534	720	541	371	276
매입채무및기타채무	29	29	23	25	27
단기차입금	165	296	170	106	67
유동성장기부채	110	110	98	28	3
비유동부채	294	179	60	35	40
사채	177	118	0	-30	-30
장기차입금	90	30	0	0	0
부채총계	828	899	600	406	316
지배주주지분	748	803	985	1,190	1,324
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-99	-85	-75	-75	-75
기타포괄이익누계액	-2	-1	0	106	106
이익잉여금	678	717	889	988	1,122
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	748	803	985	1,190	1,324
비이자부채	287	345	332	302	276
총차입금	542	553	268	104	41
순차입금	477	435	34	-102	-185

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	513	304	338
당기순이익	177	120	254	300	336
비현금성 비용 및 수익	294	382	359	38	24
유형자산감가상각비	145	165	81	81	80
무형자산감가상각비	8	7	14	12	11
운전자본변동	-112	-38	-56	-27	-22
매출채권증감	-35	-55	4	-28	-22
재고자산감소	1	25	1	-4	-3
매입채무증감	-10	0	0	2	2
기타 영업현금흐름	-42	-35	-44	-7	0
투자활동 현금흐름	-344	-301	-338	-48	-44
유형자산의 증가(CAPEX)	-299	-295	-185	-80	-75
유형자산의 감소	9	3	6	5	4
무형자산의 감소(증가)	-7	-8	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-37	-3	209	46	43
기타	-10	2	-366	-20	-16
재무활동 현금흐름	36	-74	-432	-284	-341
차입금의 증가(감소)	30	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	6	-74	-432	-284	-341
기타 및 조정	0	-1	372	0	0
현금의 증가	8	54	115	-28	-47
기초현금	56	65	119	234	206
기말현금	65	119	234	206	159

Compliance Notice

동 자료에 기재된 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

