

코웨이 (021240)

매수 (유지)

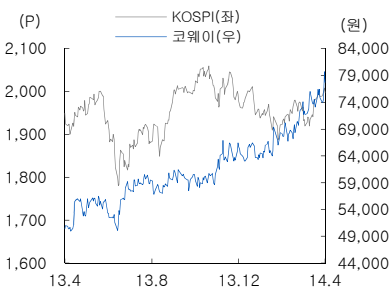
목표주가	90,000원
현재가 (4/11)	77,700원
KOSPI (4/11)	1,997.44pt
시가총액	5,993십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	79,700원
최저가	49,950원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	53.9%
배당수익률 (12.12월)	2.5%

주주구성		
코웨이홀딩스 외 12인		30.99%
Lazard Asset Management LLC 외 33인		6.17%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	31%	54%
절대기준	3%	33%	50%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	90,000	82,000	▲
EPS(14)	3,980	3,896	▲
EPS(15)	4,406	4,356	▲

종목명 추가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

꾸준한 체력개선으로 황사를 날려 버림

14.1Q 베이스 부담에도 꾸준한 개선 전망

2014년 1분기 개별기준 매출액은 기존 4,989억원 대비 1.1% 하향한 4,931억원(+6.0% yoy)을, 반면 영업이익은 기존 750억원 대비 5% 상향한 788억원(+13.9% yoy)을 제시한다. 매출액을 기존 대비 소폭 하향 조정하는 이유는 2013년 4월 5.2%(신규고객 기준)의 가격인상을 앞두고 13년 1분기 선수요가 발생했기 때문이다. 반면 영업이익은 지난해 하반기 부각된 주력 제품의 기술 개선과 렌탈자산폐기 손실률 하락이 금번 1분기까지 유효한 것으로 추정하기 때문이다. 또한 매트리스의 렌탈 및 일시불 판매가 증가 하고 있어 수익성 개선에 일조한 것으로 판단된다. 이를 반영한 1분기 영업이익률은 16.0%(+1.1p yoy) 시현을 전망한다.

체력 개선은 여전히 진행 중

2013년 4월 동사는 신규 고객에 대해 5.2%의 가격인상을 실시 했다. 이로 인해 금번 1분기 베이스 부담이 추정되지만 2분기 이후 가격인상에 따른 객단가 상승이 전망된다. 2013년 핵심 렌탈 제품의 가격 상승은 멤버십 탈퇴로 이어져 계정 순증에 부정적으로 작용했지만 2014년 매출 증가로 이어지고 있어 안정 성장성과 17%대의 영업이익률은 충분히 유지할 전망이다. 2012년 하반기 렌탈자산폐기 손실률이 2013년 역대 최저 인 2.9%(09년 3.6%, 10년 3.8%, 11년 3.6%, 12년 4.7%, 13년 2.9%, 14년F 3.3%)로 2014년 연간 추가적인 개선은 제한적이다. 그러나 2013년 3분기 폐기손실률 개선이 집중된 점에 근거할 때 14년 1분기 이와 관련 수익성 개선을 이어나갈 전망이다.

황사와 하이마트 입점으로センチ먼트도 긍정적 TP 90,000원 상향

목표주가는 2014년 예상 EPS 3,980원 기준 Target 23배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 20% Premium 유지)를 적용한 90,000원으로 상향한다. 2014년에도 사업효율화가 지속되고 있는데 1)핵심 렌탈 부문 가격인상과 매트리스의 주요 렌탈군 등극, 2)해외는 중국 스모그 이슈에 따른 ODM 수출 급증으로 우려감이 큰 중국 시장에서의 새로운 가능성이 부각되고 있기 때문이다. 한편 홈쇼핑 내 저가 상품군 라인업과 하이마트 50개 매장 내 'Coway Zone' 입점 등 채널과 상품 믹스 확대는 중장기 실적 개선의 가능성으로 긍정적 모멘텀으로 판단된다. 1분기 업종 내 모멘텀 집중에 따른 주가 급등으로 단기 상승 모멘텀은 제한적이다. 그러나 꾸준한 실적 개선을 근거, 동사로 업종 내 독자적 사업모델로의 밸류에이션 우위를 유지할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,078	2,240	2,397
영업이익	228	333	368	398	421
세전이익	161	351	417	474	490
당기순이익	120	253	307	340	357
EPS(원)	1,553	3,283	3,980	4,406	4,633
증가율(%)	-32.4	111.4	21.2	10.7	5.2
영업이익률(%)	12.6	17.2	17.7	17.7	17.5
순이익률(%)	6.6	13.1	14.8	15.2	14.9
ROE(%)	15.4	28.6	31.3	30.5	27.2
PER	28.0	20.2	19.5	17.6	16.8
PBR	5.2	6.3	7.1	5.5	4.8
EV/EBITDA	9.5	10.0	13.1	12.1	11.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS개별 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 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.

업종 내 실적 모멘텀 우위와 강한センチ먼트 반영

표 1. 2013년 및 2014년 전망- 가이드스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 고려

(단위: 억원, %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013	YoY	2014F (수정전)	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,989	5,411	5,238	5,296	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	15,058	3.7	15,902	5.6
일시불	366	478	354	294	385	505	375	405	1,492	7.2	1,670	11.9
화장품	179	221	166	198	185	210	179	205	764	11.8	799	4.6
수출	315	445	380	306	415	578	475	435	1,446	31.7	1,903	31.6
기타	91	78	211	198	135	120	220	205	578	28.4	660	14.2
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,390	3,650	3,330	3,480	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	67.0	1.5p	66.2	-0.8p
영업이익	692	794	970	885	750	855	1,055	981	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	17.3	3.9p	17.4	0.1p

자료: 코웨이, IBK투자증권

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

(단위: 억원, %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	14.1Q 컨센서스	YoY	2014F (수정후)	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,931	5,411	5,238	5,196	4,980	7.1	20,776	7.4
렌탈	3,702	3,747	3,781	3,828	3,811	3,998	3,889	3,946	-	-	15,644	3.9
일시불	366	478	354	294	385	505	475	405	-	-	1,770	18.6
화장품	179	221	166	198	185	210	179	205	-	-	799	4.6
수출	315	445	380	306	415	578	475	435	-	-	1,903	31.6
기타	91	78	211	198	135	120	220	205	-	-	660	14.2
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,390	3,650	3,530	3,450	-	-	14,020	8.2
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	68.8	67.5	67.4	65.4	-	-	67.5	1.3p
영업이익	692	794	970	885	788	895	1,015	981	853	23.3	3,679	10.1
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	16.0	16.5	19.4	18.9	17.1	2.3p	17.7	0.3p

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 90,000원 상향 및 매수 의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,896원	14년 예상 EPS 3,980원
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 20%premium 적용 21배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 20%premium 적용 22.7배
14년 예상 순현금	-500	-600
주식수	77,124	77,124
목표주가	82,000원	90,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,078	2,240	2,397
증가율(%)	5.7	7.0	7.4	7.8	7.0
매출원가	605	652	676	770	815
매출총이익	1,201	1,282	1,402	1,470	1,582
매출총이익률 (%)	66.5	66.3	67.5	65.6	66.0
판매비	974	949	1,030	1,076	1,163
판매비율(%)	53.9	49.1	49.6	48.0	48.5
영업이익	228	333	368	398	421
증가율(%)	-6.0	46.3	10.5	7.9	5.8
영업이익률(%)	12.6	17.2	17.7	17.7	17.5
순금융손익	-58	-14	48	48	49
이자손익	-27	-14	-8	-4	2
기타	-31	0	56	52	47
기타영업외손익	-5	-9	-44	-20	-5
중속/관계기업손익	-3	40	45	48	25
세전이익	161	351	417	474	490
법인세	42	97	110	134	132
법인세율	25.8	27.8	26.4	28.3	27.0
계속사업이익	120	253	307	340	357
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	307	340	357
증가율(%)	-32.4	111.4	21.2	10.7	5.2
당기순이익률 (%)	6.6	13.1	14.8	15.2	14.9
지배주주당기순이익	120	253	307	340	357
기타포괄이익	-2	-1	0	106	0
총포괄이익	118	253	307	446	357
EBITDA	400	522	461	489	509
증가율(%)	1.2	30.6	-11.7	6.0	4.3
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	22.2	21.8	21.3

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,980	4,406	4,633
BPS	8,366	10,586	10,989	14,204	16,267
DPS	0	2,710	1,660	1,660	1,660
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	19.5	17.6	16.8
PBR	5.2	6.3	7.1	5.5	4.8
EV/EBITDA	9.5	10.0	13.1	12.1	11.4
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	7.0	7.4	7.8	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	21.2	10.7	5.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.1	2.1	2.1
ROE	15.4	28.6	31.3	30.5	27.2
ROA	7.3	15.1	18.6	20.2	20.5
ROIC	13.7	29.0	35.7	37.5	36.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	66.8	37.7	28.3
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	5.5	-5.6	-11.9
이자보상배율(배)	7.9	19.0	29.0	34.6	69.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율	31.6	47.0	48.9	48.5	48.0
총자산회전율	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	702	750	841
현금및현금성자산	119	201	226	229	283
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	286	314	336
재고자산	41	41	44	48	52
비유동자산	1,010	999	957	954	946
유형자산	594	597	574	562	547
무형자산	158	151	146	143	139
투자자산	158	154	158	164	168
자산총계	1,702	1,641	1,658	1,704	1,787
유동부채	720	637	625	423	347
매입채무및기타채무	29	30	32	35	37
단기차입금	296	172	185	114	72
유동성장기부채	110	146	96	46	46
비유동부채	179	37	40	44	47
사채	118	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0
부채총계	899	674	664	466	394
지배주주지분	803	967	994	1,238	1,394
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-85	-94	-94	-94	-94
기타포괄이익누계액	-1	0	0	106	106
이익잉여금	717	890	917	1,055	1,211
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	994	1,238	1,394
비이자부채	345	356	383	306	276
총차입금	553	318	281	160	118
순차입금	435	117	55	-69	-165

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	325	320	356
당기순이익	120	253	307	340	357
비현금성비용 및 수익	382	348	47	12	19
유형자산감가상각비	165	181	88	87	85
무형자산감가상각비	7	7	4	4	4
운전자본변동	-38	-42	-21	-28	-22
매출채권증의감소	-55	-8	-21	-28	-22
재고자산의감소	25	11	-3	-4	-3
매입채무등의증가	0	1	2	3	2
기타 영업현금흐름	-35	-41	-8	-4	2
투자활동 현금흐름	-301	-58	-5	-50	-46
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-246	-65	-80	-75
유형자산의 감소	3	6	0	5	4
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	179	76	47	43
기타	2	4	-16	-21	-17
재무활동 현금흐름	-74	-377	-295	-267	-322
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-295	-267	-322
기타 및 조정	-1	0	0	0	0
현금의 증가	54	82	25	3	-12
기초현금	65	119	201	226	229
기말현금	119	201	226	229	217

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												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

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

코웨이 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2012.04.08	매수	50,000원			
	2012.08.09	매수	45,000원			
	2013.02.18	매수	60,000원			
	2013.05.14	매수	69,000원			
	2013.11.10	매수	75,000원			
	2014.02.17	매수	82,000원			
	2014.04.13	매수	90,000원			