

코웨이 (021240)

매수 (유지)

목표주가 **90,000원**
현재가 (4/28) 79,000원

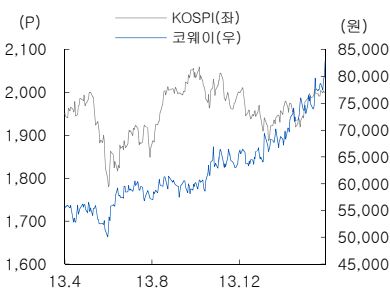
KOSPI (4/28)	1,969.26pt
시가총액	6,047십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	82,900원
최저가	50,100원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	54.1%
배당수익률 (13.12월)	4.1%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 12인	30.99%
우리은행	5.83%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	8%	34%	42%
절대기준	9%	39%	40%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	90,000	-
EPS(14)	3,986	3,980	▲
EPS(15)	4,350	4,406	▼

코웨이 추가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

판관비 최적화에서 포트폴리오 강화로

- 개별기준 14.1Q 매출액 +6%(yoy), 영업이익 +30%(yoy), 순이익 +43%(yoy) 시현
- 수익성 개선은 1) 환경가전 가격인상 효과와 2) 렌탈자산폐기손과 일시불 수수료 감소에 기인함
- 중국 ODM 수출(+44% yoy) 강화로 해외 방향성 재확인, 하반기 선택과 집중 구체화 전망
- 하이마트 50개 매장 내 '코웨이존' 입점과 홈쇼핑 라인업, 시판 채널 확대로 포트폴리오 다각화
- 판관비 최적화 시현, 향후 포트폴리오 강화 따른 유기적 성장 기대 TP 90,000원 유지

Review: 판관비 최적화의 정점

2014년 1분기 개별기준 매출액은 4,948억원(+6.4% yoy)을, 반면 영업이익은 899억원(+29.7% yoy)을 시현했다. 매출액은 환경가전 렌탈 매출액이 +4.3%(yoy) 증가하며 전사 성장성을 주도했다. 2013년 2분기 가격인상 이후 렌탈 판매량은 3분기 연속 감소했는데 금번 분기 8.4%(QoQ) 증가하며 정상화[그림 3]됐다. 영업이익은 지난해 하반기 부각된 주력 제품의 기술 개선과 렌탈자산폐기 손실률 하락이 금번 1분기까지 판관비 효율화를 반영했다. 반면 일시불 매트리스의 렌탈 및 일시불 판매가 증가하고 있어 수익성 개선에 일조한 것으로 판단된다. 2분기 이후 ASP상승과 렌탈 수요 개선 외에도 청정제습기, 코웨이 브랜드의 매트리스 등의 신제품 포트폴리오 강화로 외형 성장률 폭은 확대될 전망이다. 이에 영업이익률은 1분기 18.2%(+3.3%p yoy) 시현에 이어 2014년 18.2%(+0.9%p yoy)을 전망한다.

내수 업종 내 상대적 밸류 강화 TP 90,000원 유지

목표주가 90,000원과 매수의견을 유지한다. 동사는 2014년에도 판관비 효율화와 제품 포트폴리오 강화가 진행 중에 있다. 1) 2분기 핵심 렌탈제품의 가격인상과 수요회복, 일시불 제품의 포트폴리오 다양화, 2) 중국 ODM 수출 급증에 따른 해외 전략 재정비를 통해 우려감이 큰 중국 시장에서의 가능성 또한 제고 되고 있다. 또한 홈쇼핑의 저가 상품군 다양화와 하이마트 매장 입점으로 시판 채널 내의 인지도 상승 또한 브랜드 차별화와 포트폴리오 강화에 긍정적인 전망이다. 1분기 내수 업종은 내수 부진과 채널 규제 및 사회적 이슈들로 실적뿐만 아니라センチ먼트 악화를 반영하고 있다. 2014년 전망에 근거할 때 동사는 업종 내 독자적 사업모델로의 밸류에이션 우위(2014년 예상 EPS 3,986원 기준 Target 23배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 20% Premium))를 유지하기에 충분한 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,083	2,240	2,397
영업이익	228	333	379	414	444
세전이익	161	351	404	475	514
지배주주순이익	120	253	307	335	375
EPS(원)	1,553	3,283	3,986	4,350	4,861
증가율(%)	-32.4	111.4	21.4	9.1	11.8
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.2	18.5	18.5
순이익률(%)	6.6	13.1	14.8	15.0	15.6
ROE(%)	15.4	28.6	31.3	30.1	28.4
PER	28.0	20.2	19.7	18.0	16.1
PBR	4.2	5.3	6.1	4.9	4.3
EV/EBITDA	9.5	10.0	12.9	11.8	11.0

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 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

업종 내 실적 모멘텀 우위와 강한センチ먼트 반영

표 1. 코웨이 14.1Q 개별기준 실적 요약 - 영업이익 컨센서스 및 추정치 상회

(단위: 억원, %)

	13.1Q	13.4Q	14.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	4,652	4,824	4,948	2.6	6.4	4,931	0.3	4,980	-0.6
렌탈	3,702	3,828	3,863	0.9	4.3	3,811	1.4	-	-
일시불	366	294	276	-6.3	-24.7	385	-28.4	-	-
화장품	179	198	210	5.8	17.4	185	13.3	-	-
수출	315	306	452	47.7	43.6	415	8.9	-	-
기타(수처리)	91	198	148	-25.1	63.4	135	9.6	-	-
매출총이익	3,105	3,231	3,255	0.7	4.8	3,390	-4.0	-	-
영업이익	692	885	899	1.6	29.9	788	14.1	850	5.8
GPM	66.7	67.0	65.8	-1.2	-1.0	68.7	-3.0	-	-
OPM	14.9	18.3	18.2	-0.2	3.3	16.0	2.2	17.1	1.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

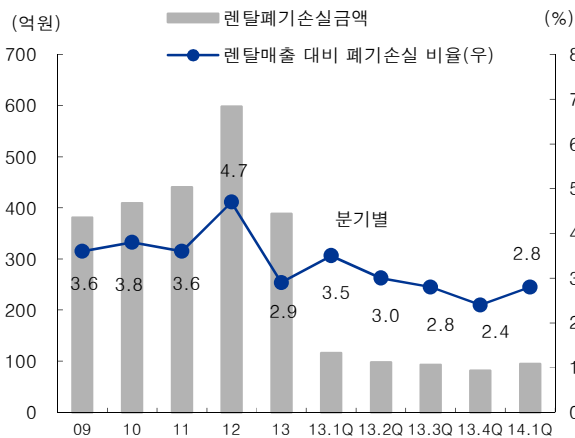
표 2. 2013년 및 2014년 전망- 가이던스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 충분히 상회 전망

(단위: 억원, %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q(P)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013	YoY	2014F (수정후)	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,948	5,411	5,238	5,196	19,337	7.4	20,793	7.5
렌탈	3,702	3,747	3,781	3,828	3,863	3,998	3,889	3,946	15,058	3.7	15,696	4.2
일시불	366	478	354	294	276	505	475	405	1,492	7.2	1,661	11.3
화장품	179	221	166	198	210	210	179	205	764	11.8	804	5.2
수출	315	445	380	306	452	578	475	435	1,446	31.7	1,940	34.2
기타	91	78	211	198	148	120	220	205	578	28.4	693	19.9
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,255	3,460	3,400	3,430	12,952	9.8	13,545	4.6
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	65.8	63.9	64.9	66.0	67.0	1.5p	65.1	-1.8
영업이익	692	794	970	885	899	895	1,015	981	3,341	40.8	3,790	13.4
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	18.2	16.5	19.4	18.9	17.3	3.9p	18.2	0.9

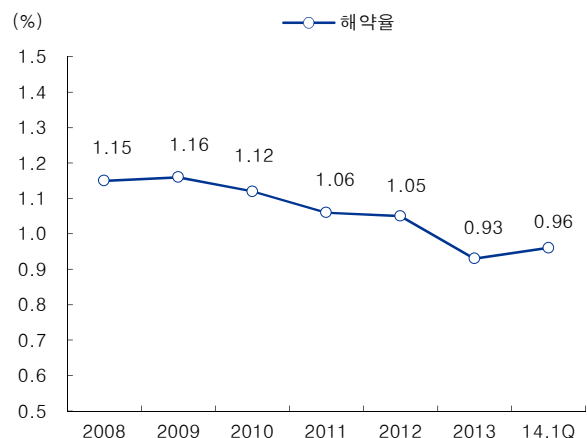
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



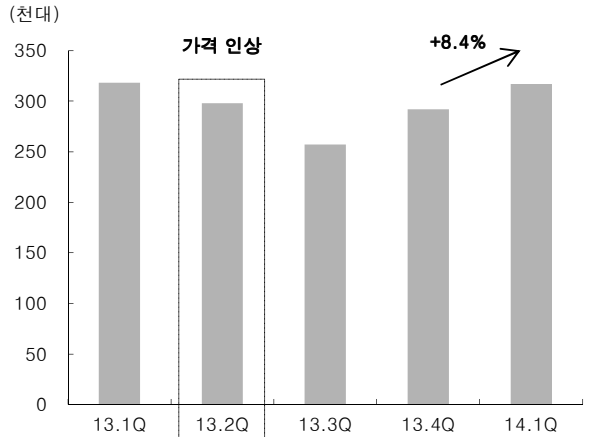
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 해약률 추이, 최적화 단계



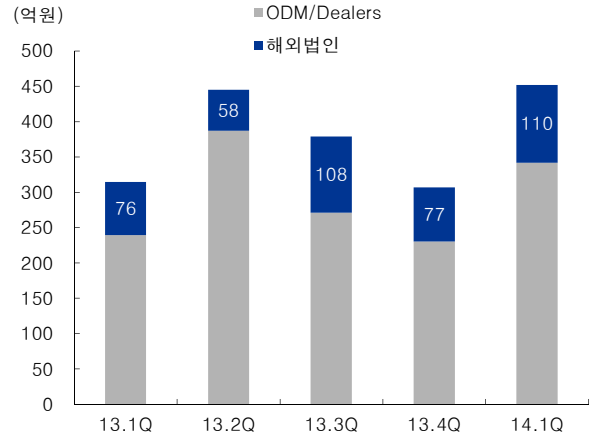
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업 매출 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 연결중속회사 현황 및 실적

(단위: 억원, %)

구분	매출			영업이익		
	13.1Q	14.1Q(P)	YoY	13.1Q	14.1Q(P)	YoY
말레이시아법인	153	188	22.9	5	13	160.0
중국법인	129	137	6.2	-2	-5	적지
미국법인	90	107	18.9	-2	-3	적지
태국법인	36	28	-22.2	-7	-1	적지
그린엔텍	70	61	-12.9	-3	-6	적지

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 4. 목표주가 90,000원 매수유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,980원	14년 예상 EPS 3,986원
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 20%premium 적용 22.7배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 20%premium 적용 22.7배
14년 예상 순현금	-600	-600
주식수	77,124	77,124
목표주가	90,000원	90,000원

자료: IBK투자증권

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												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

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

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

