

# 코웨이 (021240)

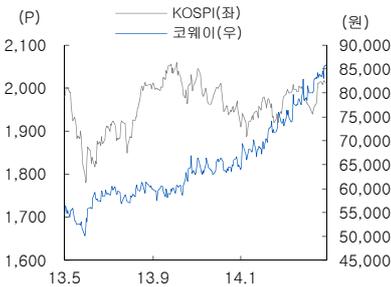
## 매수 (유지)

목표주가	100,000원
현재가 (5/26)	85,900원
KOSPI (5/26)	2,010.35pt
시가총액	6,625십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	85,500원
최저가	50,100원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	54.0%
배당수익률 (13.12월)	4.1%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 12인	31.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	34%	56%
절대기준	7%	35%	53%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	90,000	▲
EPS(14)	3,986	3,986	-
EPS(15)	4,350	4,350	-

종목명 주기추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 기후 변화와 케어 서비스 니즈 강화

### 케어 서비스 시대, 상품 믹스 강화

동사는 지난 1분기 매출액 6% 증가와 영업이익률 18.2%(+3.3%p yoy) 시현에 이어 2분기에도 성장성을 이어갈 전망이다. 당사는 2분기 기준 추정치 매출액 5,411억원(+8.9% yoy)와 영업이익 895억원(+12.7% yoy), 영업이익률 16.5%를 유지한다. 2분기엔 1분기 대비 외형성장 폭은 확대되는 반면 영업이익 성장과 영업이익률은 소폭 둔화를 전망한다. 주된 요인은 1) 2013년 2분기 신규고객에 대해 가격인상 5.2%를 진행한 효과가 금년 2분기부터 약 2% 이상의 외형 성장에 기여를 가져오고 있는 것으로 추정되기 때문이다. 2) 1분기 초소형 얼음정수기 출시와 대용량 가습청정기, 매트리스 출시에 이어 2분기에는 제습청정기 등 상품믹스 확대에 주력하고 있으며 3)홈쇼핑과 주요 할인점을 비롯 하이마트 까지 시판 채널 확장도 긍정적이다. 궁극적으로 2분기 이후 신제품 판매 강화와 채널 확대에 따른 판매비 증가로 영업이익률은 전년 대비 0.5%p 상승한 16.5%를 추정하지만 연간 18.2%(+0.9%p yoy) 시현은 충분할 전망이다.

### 독창적 사업 모델로 밸류에이션 프리미엄 강화 TP 100,000원 상향

목표주가를 100,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 동사는 2014년 상반기 판매 효율화에서 하반기엔 제품 포트폴리오 확대에 주력할 전망이다. 구체적으로 1) 2분기 이후 핵심 렌탈제품의 신제품 믹스 강화와 일시불 제품의 포트폴리오 다양화 2) 중국 ODM 수출 급증 및 말레이시아(매출 +23% yoy)와 미국법인(매출 +19% yoy)의 렌탈계정 증가와 꾸준한 성장으로 해외 법인의 경쟁력이 제고 되고 있다. 또한 3) 매트리스를 비롯한 홈케어 카테고리 확대와 국내 화장품 사업전략 재정비를 통해 전사적인 계정 순증에 일조하고 있다. 한편 상반기 당사 커버리지 업체들의 실적은 시장 컨센서스와 추정치를 하회하는 모습이다. 이로 인해 커버리지 가운데 동사를 비롯해 아모레퍼시픽 등의 어닝 모멘텀이 집중되는 종목은 밸류에이션 프리미엄을 유지할 것으로 판단된다. 내수산업 구조와 소비 패턴의 변화 속에서 코웨이는 안정적인 사업모델 전개를 통해 수익 구조 개선을 확인 시켜주었기 때문이다. 뿐만 아니라 동사는 전세계적으로도 독창적인 사업모델로의 특화를 보이고 있어 글로벌 환경 이슈 등에 근거할 때 꾸준한 기업가치 향상을 가져올 것으로 판단한다. 상대 밸류에이션 우위를 반영(2014년 예상 EPS 3,986원 기준 Target 25배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 25% Premium))로 상향한다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,079	2,240	2,397
영업이익	228	333	379	414	444
세전이익	161	351	404	475	514
당기순이익	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	21.5	19.7	17.7
PBR	4.2	5.3	6.7	5.4	4.7
EV/EBITDA	9.5	10.0	14.2	13.0	12.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별 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 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.

### 2분기 이후 포트폴리오 확대 본격화

동사는 지난 1분기 매출액 6% 증가와 영업이익률 18.2%(+3.3%p yoy) 시현에 이어 2분기에도 성장성을 이어갈 전망이다. 당사는 2분기 기준 추정치 매출액 5,411억원(+8.9% yoy)과 영업이익 895억원(+12.7% yoy), 영업이익률 16.5%를 유지한다. 2분기엔 1분기 대비 외형성장 폭은 확대되는 반면 영업이익 성장과 영업이익률은 소폭 둔화를 전망한다. 주된 요인은 1) 2013년 2분기 신규고객에 대해 가격인상 5.2%를 진행한 효과가 금년 2분기부터 약 2% 이상의 외형 성장에 기여를 가져오고 있는 것으로 추정되기 때문이다. 2)1분기 초소형 얼음정수기 출시와 대용량 가습정정기, 매트리스 출시에 이어 2분기에는 제습정정기 등 상품믹스 확대에 주력하고 있으며 3)홈쇼핑과 주요 할인점을 비롯 하이마트까지 시판 채널 확장도 긍정적이다.

수익성 최적화는 이미 완료  
성장성 확대에 주력

동사는 2014년에 2013년 대비 다소 공격적인 외형 성장이 예상된다. 수익성은 이미 최적화 단계에 있는 것으로 판단되는데 렌탈자산폐기 손실률이 2013년 역대 최저 인 2.9%(09년 3.6%, 10년 3.8%, 11년 3.6%, 12년 4.7%, 13년 2.9%, 14년 1분기 2.8%) 대로 낮아졌기 때문이다. 2분기 이후 신제품 판매 강화와 채널 확대에 따른 판관비 증가로 영업이익률은 전기대비 1.7%p 하락한 16.5%(+0.5%p yoy)를 추정하지만 연간 18.2%(+0.9%p yoy) 시현은 충분할 전망이다.

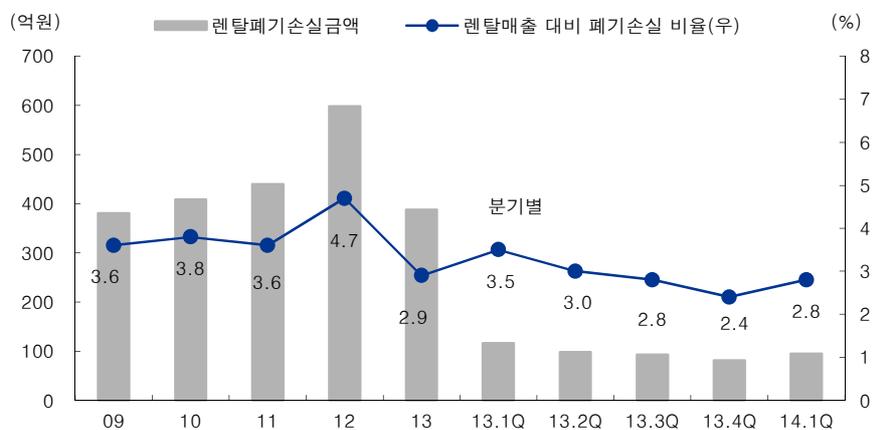
표 1. 2013년 및 2014년 전망- 가이던스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 충분히 상회 전망

(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	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

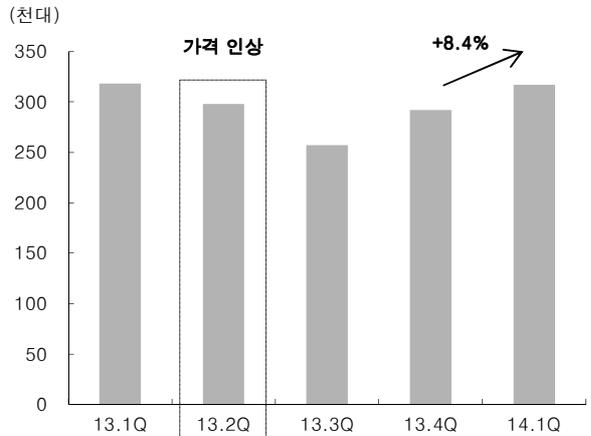
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈자산폐기손실액 및 렌탈매출액 대비 비율 추이



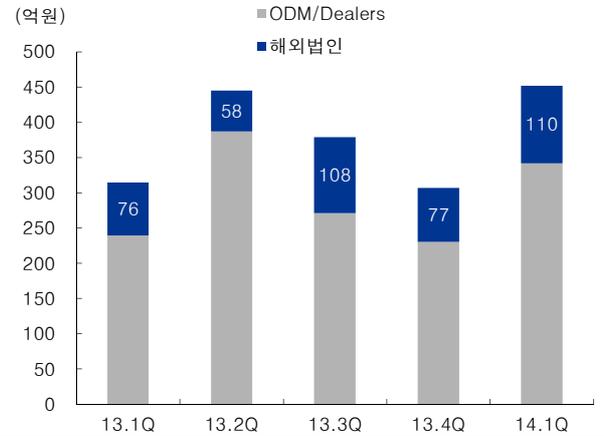
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해외사업 매출 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

### 내수 업종 내 상대적 밸류 강화 TP 100,000원 상향

목표주가를 100,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 당사는 2014년에도 판관비 효율화와 제품 포트폴리오 강화가 진행 중에 있다. 1) 2분기 이후 핵심 렌탈제품의 신제품 믹스 강화와 일시불 제품의 포트폴리오 다양화 2) 중국 ODM 수출 급증 및 말레이시아(매출 +23% yoy)와 미국법인(매출 +19% yoy)의 렌탈계정 증가와 꾸준한 성장으로 해외 법인의 경쟁력이 제고 되고 있다. 또한 3) 매트리스를 비롯한 홈케어 카테고리 확대와 국내 화장품 사업전략 재정비를 통해 전사적인 계정 순증에 기여하고 있기 때문이다.

한편 2014년 상반기 당사 커버리지 업체들의 실적은 시장 컨센서스와 추정치를 하회하는 모습이다. 이로 인해 커버리지 가운데 동사를 비롯해 아모레퍼시픽 등의 어닝 모멘텀이 집중되는 종목은 밸류에이션 프리미엄을 유지할 전망이다. 2014년 동사의 꾸준한 성장성과 사업구조 개선 전망에 근거할 때 내수 업종 내 상대적 밸류에이션 프리미엄은 충분히 제고 될 만한 것으로 판단한다. 따라서 2014년 예상 EPS 3,986원 기준 Target 25배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 25% Premium))로 상향한다.

내수산업 구조와 소비 패턴의 변화 속에서 코웨이는 안정적인 사업모델 전개를 통해 수익 구조 개선을 확인 시켜주었기 때문이다. 뿐만 아니라 당사는 전세계적으로도 독창적인 사업 모델로의 특화를 보이고 있어 글로벌 환경 이슈 등에 근거할 때 꾸준한 기업가치 향상을 가져올 것으로 판단한다.

표 2. 목표주가 100,000원 상향 및 매수의견 유지

(단위: 억 원, 원 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,980원	14년 예상 EPS 3,980원
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 25%premium 적용 25배
14년 예상 순현금	-600	0
주식수	77,124	77,124
목표주가	90,000원	100,000원

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,079	2,240	2,397
증가율(%)	5.7	7.0	7.7	7.6	7.0
매출원가	605	652	728	770	815
매출총이익	1,201	1,282	1,355	1,470	1,582
매출총이익률 (%)	66.5	66.3	65.1	65.6	66.0
판매비	974	949	976	1,059	1,139
판매비율(%)	53.9	49.1	46.9	47.3	47.5
영업이익	228	333	379	414	444
증가율(%)	-6.0	46.3	13.7	9.3	7.4
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.2	18.5	18.5
순금융손익	-58	-14	47	57	49
이자손익	-27	-14	-9	-5	2
기타	-31	0	56	62	47
기타영업외손익	-5	-9	-56	-56	-5
중속/관계기업손익	-3	40	34	60	25
세전이익	161	351	404	475	514
법인세	42	97	97	140	139
법인세율	25.8	27.8	23.9	29.4	27.0
계속사업이익	120	253	307	335	375
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	307	335	375
증가율(%)	-32.4	111.4	21.4	9.1	11.8
당기순이익률 (%)	6.6	13.1	14.8	15.0	15.6
지배주주당순이익	120	253	307	335	375
기타포괄이익	-2	-1	0	106	0
총포괄이익	118	253	307	441	375
EBITDA	400	522	471	505	533
증가율(%)	1.2	30.6	-9.7	7.1	5.6
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	22.6	22.5	22.3

**투자지표**

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,986	4,350	4,861
BPS	10,408	12,543	12,898	16,009	18,253
DPS	0	2,710	1,660	1,660	1,660
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	21.5	19.7	17.7
PBR	4.2	5.3	6.7	5.4	4.7
EV/EBITDA	9.5	10.0	14.2	13.0	12.1
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	7.0	7.7	7.6	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	21.4	9.1	11.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.1	2.1	2.1
ROE	15.4	28.6	31.3	30.1	28.4
ROA	7.3	15.1	18.6	20.0	21.4
ROIC	13.7	29.0	35.7	37.0	37.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	66.8	37.8	28.0
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	5.5	-5.3	-12.8
이자보상배율(배)	7.9	19.0	29.5	36.1	73.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율	31.6	47.0	49.1	48.5	48.0
총자산회전율	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준, IFRS 개별기준

**재무상태표**

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	702	747	855
현금및현금성자산	119	201	227	226	298
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	286	314	336
채고자산	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	1,659	1,701	1,801
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	995	1,235	1,408
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	918	1,052	1,225
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	995	1,235	1,408
비이자부채	345	356	383	306	276
총차입금	553	318	281	160	118
순차입금	435	117	54	-66	-180

**현금흐름표**

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	346	330	374
당기순이익	120	253	307	335	375
비현금성 비용 및 수익	382	348	68	27	19
유형자산감가상각비	165	181	88	87	85
무형자산상각비	7	7	4	4	4
운전자본변동	-38	-42	-21	-28	-22
매출채권등의감소	-55	-8	-21	-28	-22
채고자산의감소	25	11	-3	-4	-3
매입채무등의증가	0	1	2	3	2
기타 영업현금흐름	-35	-41	-9	-5	2
투자활동 현금흐름	-301	-58	-5	-40	-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	57	43
기타	2	4	-16	-21	-17
재무활동 현금흐름	-74	-377	-315	-291	-322
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-315	-291	-322
기타 및 조정	-1	0	0	0	0
현금의 증가	54	82	26	-1	6
기초현금	65	119	201	227	226
기말현금	119	201	227	226	232

**Compliance Notice**

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

종목 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

