

코웨이 (021240)

매수 (유지)

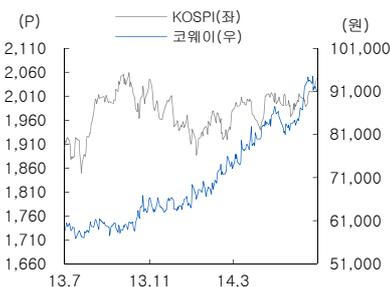
목표주가	115,000원
현재가 (7/28)	91,100원
KOSPI (7/28)	2,048.81pt
시가총액	7,026십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	94,600원
최저가	56,800원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	54.3%
배당수익률 (13.12월)	2.2%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 12인	30.99%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	40%	54%
절대기준	6%	31%	44%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	115,000	100,000	▲
EPS(14)	3,757	3,986	▼
EPS(15)	4,371	4,350	▲

코웨이 추가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

하반기, 내수주 최고의 배당정책으로 모멘텀 유지

- 14.2Q 매출액 +5.3%(yoy), 영업이익 +23.0%(yoy), 순이익 +7.7%(yoy) 시현
- 정수기 5개 부문 신제품 출시, 복합청정기 증가와 매트리스의 라인업으로 렌탈 판매량 최고 시현
- 전사업 고른 성장성과 수처리 개선으로 영업이익률 18.7%(+2.7%p yoy)
- 렌탈 해약률과 폐기손실을 상승은 2011년 프로모션의 약정 도래와 혁신 신제품 교체 영향
- 안정성장과 수익성 개선에 이어 하반기 내수 업종 최고의 배당 모멘텀 전망
- 하반기 밸류에이션 우위는 안정 성장과 강력한 배당성향으로 뒷받침, TP 115,000원 상향

혁신 신제품으로 렌탈 판매량 최고 시현과 수익성 개선

2분기 개별기준 매출액은 5.3%(yoy) 증가, 영업이익률은 18.7%(+2.7%p yoy)로 수익성 측면에서는 당사 추정치와 컨센서스에 부합했다. 다만 매출액은 일시불 판매 감소 영향으로 당사 추정치와 컨센서스 대비 각각 3.3%, 7.9% 하회했다. 2분기 렌탈 판매량은 371,000대(+24.4%yoy, +17.2%QoQ)로 역대 최고 수준을 시현했는데, **1)** 정수기의 5개 품목의 신제품 출시와 복합청정기 및 매트리스의 판매 증가에 있다. **2)** 렌탈가격인상 1년 차 효과도 있었는데 전사 외형 성장에 약 3% 기여한 것으로 추정된다. 또한 **3)** 기존 홈쇼핑에서 하이마트, 이마트 등으로의 시판 채널 확대를 통한 경쟁사들의 저가 경쟁에 대한 대응력 강화에서도 확인된다. 일부 렌탈 해약률과 렌탈폐기손실률의 일시적 상승은 2011년 실시한 프로모션의 만기 도래에 영향을 받았다. 그러나 해약고객의 80%가 고가 신제품으로 교체함에 따라 궁극적으로는 영업이익률 상승을 가져왔다.

배당 모멘텀 1위 내수주 TP 115,000원 상향

목표주가를 기존 100,000원에서 115,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 3,757원 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 평균)를 적용했다. 동사는 최근까지 국내 사업 정상화와 해외(중국 ODM, 말레이시아, 미국) 고성장을 근거로 주가상승 모멘텀을 반영해 왔다. 그러나 하반기에는 급격한 실적 턴어라운드보다 안정성장과 영업이익률 18%대 유지, 그리고 배당정책에서 모멘텀을 이어갈 전망이다. 최근 내수 업종 내 화두는 중국 프리미엄을 받고 있는 아모레퍼시픽, 호텔신라와 구조적 성장성 둔화 리스크에 노출된 백화점, 할인점간의 극명한 밸류에이션 대조에 있다. 이 가운데 동사는 국내외적 환경 이슈에 근거한 기술력과 서비스영업네트워크를 강화하고 있어 독자적 사업모델이 주도하는 밸류에이션 프리미엄을 유지하기에 무리 없는 것으로 판단한다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,061	2,240	2,397
영업이익	228	333	387	414	444
세전이익	161	351	385	478	514
지배주주순이익	120	253	290	337	375
EPS(원)	1,553	3,283	3,757	4,371	4,861
증가율(%)	-32.4	111.4	14.5	16.3	11.2
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	18.5	18.5
ROE(%)	15.4	28.6	27.7	26.5	24.5
PER	28.0	20.2	24.2	20.8	18.7
PBR	4.2	5.3	6.3	5.0	4.3
EV/EBITDA	9.5	10.0	13.6	12.7	11.7

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 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

혁신 신제품으로 렌탈 판매량 최고 시현과 수익성 개선

표 1. 코웨이 14.2Q 개별기준 실적 요약 - 영업이익 컨센서스 및 추정치 상회

(단위: 억원 %)

	13.2Q	14.1Q	14.2Q(P)	QoQ	YoY	IBK	±0/	컨센서스	±0/
매출액	4,969	4,948	5,233	5.8	5.3	5,411	-3.3	5,681	-7.9
+5.3%(yoy),	렌탈	3,747	3,863	3,925	1.6	3,998	-1.8	-	-
	일시불	478	276	374	35.6	505	-25.9	-	-
	화장품	221	210	223	6.2	210	6.0	-	-
영업이익	446	452	557	23.3	25.1	578	-3.6	-	-
+23.0%(yoy),	수출	78	148	154	4.0	120	28.2	-	-
	기타(수처리)	3,290	3,255	3,428	5.3	3,650	-6.1	-	-
순이익	794	899	976	8.6	22.9	980	-0.4	972	0.4
+7.7%(yoy)	GPM	66.2	65.8	65.5	-0.3	67.5	-1.9	-	-
	OPM	16.0	18.2	18.7	0.5	18.1	0.5	17.1	1.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

2분기 개별기준 매출액은 5.3%(yoy) 증가와 영업이익률 18.7%(+2.7%p yoy) 시현으로 수익성 측면에서는 당사 추정치와 컨센서스에 부합했다. 다만 매출액은 일시불 판매 감소 영향으로 당사 추정치와 컨센서스 대비 각각 3.3%, 7.9% 하회했다.

2분기 렌탈 판매량은 371,000대(+24.4%yoy, +17.2%QoQ)로 역대 최고 수준을 시현했다. 주된 요인은 1) 정수기의 5대(실속형 냉정수기, 초소형 냉온정수기, 초소형 얼음정수기, 스파클링 정수기, 업소용 초슬림 정수기) 신제품 출시와 복합청정기 및 매트리스의 판매 증가에 있다. 2) 렌탈가격인상(13년 2분기 신규고객 5.2%) 효과도 있었는데, 가격인상 만 1년 시점으로 전사 외형 성장에 약 3% 기여한 것으로 추정된다.

3) 또한 시판 채널 부문에서의 대응력 강화에서도 확인된다. 기존 홈쇼핑 외에 하이마트와 이마트로의 채널 확장은 저가 경쟁과 관련 방어 측면에서 긍정적이기 때문이다. 일부 렌탈 계약률과 렌탈폐기손실률이 일시적으로 상승했는데 2011년 실시했던 2가지 상품믹스 프로모션의 3년차 의무약정 만기 도래에 영향을 받았다. 그러나 계약고객 수요의 80%가 고가 신제품 교체로 이어짐에 따라 영업이익률 개선을 이끌어 낸 것으로 판단된다.

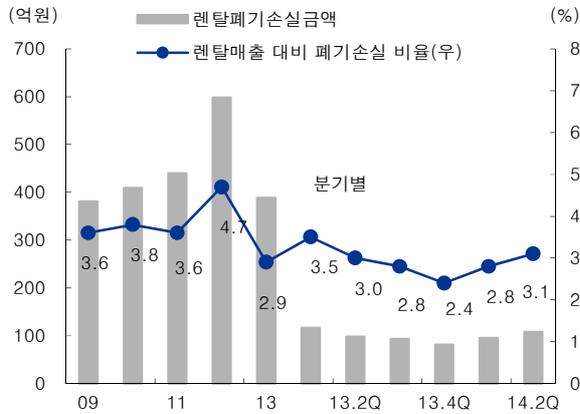
표 2. 2013년 및 2014년 전망- 연간 가이던스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 충분히 상회 전망

(단위: 억원 %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q(P)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013	YoY	2014F		YoY
											수정전	수정후	
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,948	5,233	5,238	5,196	19,337	7.4	20,793	20,615	6.6
렌탈	3,702	3,747	3,781	3,828	3,863	3,925	3,889	3,946	15,058	3.7	15,696	15,622	3.7
일시불	366	478	354	294	276	374	475	405	1,492	7.2	1,661	1,530	2.5
화장품	179	221	166	198	210	223	179	205	764	11.8	804	816	6.8
수출	315	445	380	306	452	557	475	435	1,446	31.7	1,940	1,919	32.7
기타	91	78	211	198	148	154	220	205	578	28.4	693	727	25.8
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,255	3,428	3,400	3,430	12,952	9.8	13,735	13,513	4.3
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	65.8	65.5	64.9	66.0	67.0	1.5p	66.1	65.5	-1.4
영업이익	692	794	970	885	899	976	1,015	981	3,341	40.8	3,875	3,871	15.9
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	18.2	18.7	19.4	18.9	17.3	3.9p	18.6	18.8	1.5

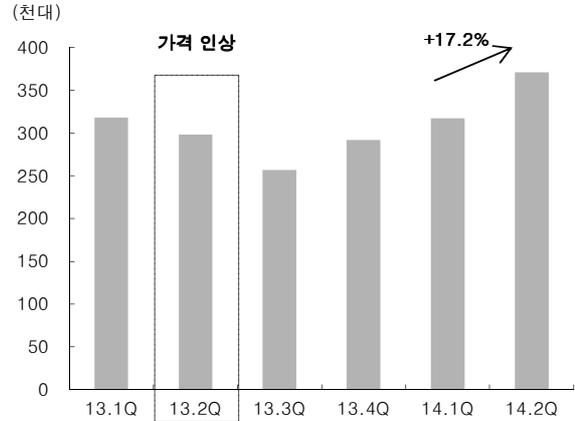
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



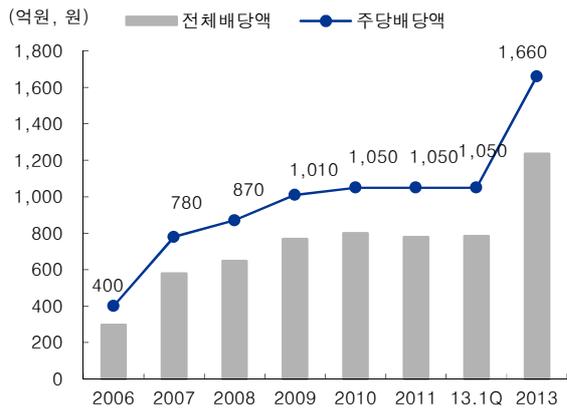
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이



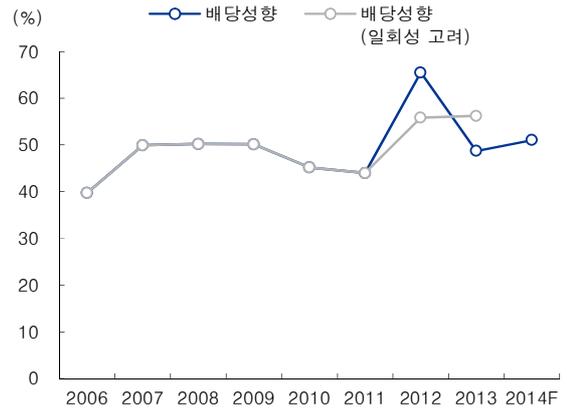
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 코웨이 배당성향 추이(12년 배당의 13년 1분기배당 조정)



자료: 코웨이, IBK투자증권

참고: 2012년은 2013년 1분기에 배당. 2012년 당기순이익은 일회성 비용 274억원 조정 (성과급 156억원, 불용채고 폐기 118억원), 2013년 당기순이익은 용진케미칼 매각차익 340억 조정

표 3. 2013년 기준 핵심 상품군별 국내 보급률 및 M/S 현황

제품군	M/S		한국 보급률	예상 포화율	경쟁사현황
	순위	비율 (%)			
정수기	4위	45.2	37.9	55~60	2위 11.2/ 3위 7.8
비데	3위	37.6	20.4	50~60	2위 27.0/ 3위 8.0
공기청정기	3위	38.1	14.3	45~50	2위 13.8/ 3위 8.7

자료: 코웨이

하반기엔 업종 최고의 배당 모멘텀 부각

목표주가를 기존 100,000원에서 115,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 상대 밸류에이션 우위를 반영한 2014년 예상 EPS 3,757원 기준 Target 31배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 평균 적용)를 적용했다.

신속한 기술력과
서비스 네트워킹으로
동업종 내 경쟁우위 지속

상반기까지 동사 밸류에이션의 근거는 사업 정상화와 해외(중국수출 ODM, 말레이시아 및 미국 법인) 고성장에 근거해 왔다. 특히 2분기엔 1)정수기, 청정기, 매트리스 등의 렌탈관련 신제품 및 대대적 라인업과 2)국내 화장품과 수처리 등의 전사적 개선이 더해지며 신고가 경신을 이어왔기 때문이다. 그러나 하반기에는 급격한 턴어라운드 보다 안정성장과 영업이익률 18%대 유지, 그리고 내수 업종 내 최고의 배당정책에서 모멘텀을 이어갈 것으로 판단한다. 동사는 2012년 말 최대주주 교체 이후 사업전략제고를 통한 전사적 턴어라운드와 수익성 개선의 성과를 주주환원 정책에 반영해왔다. 2013년말 기준 연간배당성향 및 DPS는 각각 48.8%, 1,660원이다. 당사 추정치 기준 동사의 2014년 예상 순이익은 2,900억원이며 2013년 이상의 배당성향을 적용할 경우 주당 배당액 2,000원으로서의 상승을 전망한다.

내수 업종 내 어닝안정성과
최고의 배당매력도 부각

최근 내수 업종 내 화두는 중국 프리미엄을 받고 있는 아모레퍼시픽, 호텔신라와 구조적 성장성 둔화 리스크에 노출된 백화점, 할인점간의 극명한 밸류에이션 대조에 있다. 동사는 이러한 분위기와는 다르게 국내외적 환경 이슈에 근거한 사업모델의 안정 성장에 기반하고 있다. 그러나 고객니즈를 신속하게 반영하는 유형의 기술력과 무형의 서비스 관련 영업네트워크를 강화하고 있어 철저한 경쟁 우위에 있는 독자적 사업모델로 프리미엄을 유지가 충분한 것으로 판단한다.

표 4. 목표주가 115,000원 상향 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,680원(일회성 반영)	14년 예상 EPS 3,757원(일회성 반영)
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 15%premium 적용 27배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 적용 31배
14년 예상 순현금	0	50
주식수	77,124	77,124
목표주가	100,000원	115,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,061	2,240	2,397
증가율(%)	5.7	7.0	6.6	8.7	7.0
매출원가	605	652	711	770	815
매출총이익	1,201	1,282	1,350	1,470	1,582
매출총이익률 (%)	66.5	66.3	65.5	65.6	66.0
판매비	974	949	969	1,059	1,139
판매비율(%)	53.9	49.1	47.0	47.3	47.5
영업이익	228	333	387	414	444
증가율(%)	-6.0	46.3	16.0	7.1	7.4
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	18.5	18.5
순금융손익	-58	-14	6	60	49
이자손익	-27	-14	-6	-2	2
기타	-31	0	12	62	47
기타영업외손익	-5	-9	-20	-56	-5
중속/관계기업손익	-3	40	13	60	25
세전이익	161	351	385	478	514
법인세	42	97	96	141	139
법인세율	25.8	27.8	24.8	29.4	27.0
계속사업이익	120	253	290	337	375
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	290	337	375
증가율(%)	-32.4	111.4	14.5	16.3	11.2
당기순이익률 (%)	6.6	13.1	14.1	15.0	15.6
지배주주당기순이익	120	253	290	337	375
기타포괄이익	-2	-1	-4	106	0
총포괄이익	118	253	286	443	375
EBITDA	400	522	504	539	578
증가율(%)	1.2	30.6	-3.4	7.0	7.2
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	24.5	24.1	24.1

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,757	4,371	4,861
BPS	10,408	12,543	14,562	18,380	21,310
DPS	0	2,710	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	24.2	20.8	18.7
PBR	4.2	5.3	6.3	5.0	4.3
EV/EBITDA	9.5	10.0	13.6	12.7	11.7
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	7.0	6.6	8.7	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	14.5	16.3	11.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.2	2.2	2.2
ROE	15.4	28.6	27.7	26.5	24.5
ROA	7.3	15.1	16.6	18.2	19.5
ROIC	13.7	29.0	35.1	36.7	33.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	64.8	30.3	21.8
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	-13.9	-12.1	-17.0
이자보상배율(배)	7.9	19.0	37.1	49.9	126.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.4	7.4	7.3
재고자산회전율	31.6	47.0	47.1	45.9	45.3
총자산회전율	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	857	803	905
현금및현금성자산	119	201	380	279	345
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	290	318	340
재고자산	41	41	47	51	55
비유동자산	1,010	999	993	1,045	1,097
유형자산	594	597	621	674	728
무형자산	158	151	136	122	110
투자자산	158	154	154	159	163
자산총계	1,702	1,641	1,850	1,847	2,002
유동부채	720	637	677	374	299
매입채무및기타채무	29	30	35	38	41
단기차입금	296	172	179	114	72
유동성장기부채	110	146	44	-6	-6
비유동부채	179	37	51	56	59
사채	118	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0
부채총계	899	674	727	430	358
지배주주지분	803	967	1,123	1,418	1,644
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-85	-94	-101	-101	-101
기타포괄이익누계액	-1	0	0	106	106
이익잉여금	717	890	1,052	1,241	1,467
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	1,123	1,418	1,644
비이자부채	345	356	504	322	292
총차입금	553	318	224	108	66
순차입금	435	117	-156	-171	-279

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	436	366	419
당기순이익	120	253	290	337	375
비현금성 비용 및 수익	382	348	207	59	63
유형자산감가상각비	165	181	102	111	121
무형자산감가상각비	7	7	15	14	12
운전자본변동	-38	-42	-30	-27	-22
매출채권증의감소	-55	-8	-27	-28	-22
재고자산의감소	25	11	-7	-4	-4
매입채무등의증가	0	1	6	3	3
기타 영업현금흐름	-35	-41	-31	-2	2
투자활동 현금흐름	-301	-58	-286	-128	-149
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-246	-190	-169	-179
유형자산의 감소	3	6	4	5	4
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	179	33	57	43
기타	2	4	-130	-21	-17
재무활동 현금흐름	-74	-377	-92	-338	-374
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-92	-338	-374
기타 및 조정	-1	0	121	0	0
현금의 증가	54	82	179	-101	-104
기초현금	65	119	201	380	279
기말현금	119	201	380	279	175

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)

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

