

코웨이 (021240)

매수 (유지)

목표주가 **115,000원**
현재가 (10/24) 93,300원

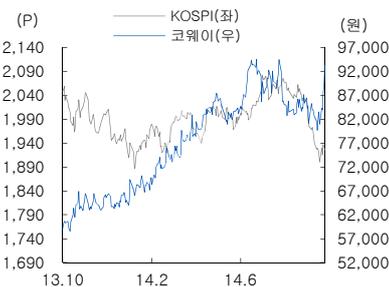
KOSPI (10/24)	1,925.69pt
시가총액	7,196십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	94,600원
최저가	58,600원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	54.8%
배당수익률 (13.12월)	2.2%

주주구성
코웨이홀딩스 외 11인 30.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	6%	12%	51%
절대기준	11%	16%	59%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	115,000	115,000	-
EPS(14)	3,697	3,757	▼
EPS(15)	4,219	4,371	▼

코웨이 추가추이



안지영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

업종 내 실적 안정성과 독보적인 배당정책 부각

- 14.3Q 개별기준 결과 매출액 +1.4%(yoy), 영업이익 +0.0%(yoy), 순이익 +6.6%(yoy) 수준
- 환경가전 렌탈 매출액과 판매량은 각각 4.3%(yoy), 21%(yoy) 증가하며 3분기 역대 최고 수준 시현
- 3Q 부진했던 국내 화장품과 중국 ODM수출은 일회성적 요인으로 4분기 정상화 판단
- 일시불(제습기영향)과 수출, 수처리, 화장품 등의 영향에도 핵심사업(렌탈, 멤버십)의 레벨업 확인
- 하반기 밸류에이션 우위는 안정 성장과 강력한 배당성향으로 뒷받침, TP 115,000원 유지

렌탈 판매량 최고 수준 경신 지속

3분기 개별기준 매출액은 1.4%(yoy) 증가, 영업이익률은 19.5%(-0.3%p yoy)로 수익성 측면에서는 당사 추정치와 컨센서스에 부합했다. 매출액은 핵심 렌탈 사업의 최고판매량 경신과 매출증가에도 일시불 판매 급감, 화장품 브랜드 이슈, 중국 ODM수출 관련 거래처의 신규 오더 지연 등의 일회성 요인들이 겹치며 전사 성장성은 둔화되었다. 그럼에도 3분기 환경가전 렌탈 누적판매량은 999,000대(+14.3%yoy)로 역대 최고 수준을 이어왔다. 렌탈사업 관련 주목해야할 점은 초소형 커피정수기, 소형형 제가습 공기청정기, 클리닉 비데 등 꾸준한 신제품 출시와 영업과 서비스 플랫폼의 연계 준비를 통한 영업력 강화에 있다. 3분기 기준 영업.서비스(코디,홈케어닥터,CS닥터,방문판매원) 관련 인원은 18,400명으로 동업계 국내 최대 규모이다. 최근 영업 인력확대는 기존 지역 내 생산성 향상과 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장을 신속하게 하는 동사펀더멘털의 핵심으로 판단된다.

업종 내 실적 안정성과 배당성향 최고 수준

목표주가 115,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 3,697원 기준 Target 31배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Trailing P/E 평균)를 적용했다. 당사는 상반기까지 기존 품목관련 신제품 라인업에 이어 신규채널 및 신규 카테고리 확대와 전사 효율성 개선을 근거로 6개 분기 연속 고성장과 추가 리레이팅을 이어왔다. 그러나 3분기를 포함한 하반기에는 실적의 안정성장과 연간 영업이익률 18%대 후반 유지, 그리고 배당정책에서 모멘텀을 이어갈 전망이다. 하반기 내수업종의 추가 흐름은 업종 펀더멘털 개선이 지연됨에 따라 급격한 실망감을 반영하고 있다. 당사는 지난 6개 분기 연속 독자적인 사업 모델의 레벨업을 이어온 데 반해 하반기는 안정적인 모습이 전망된다. 그럼에도 업종 내 펀더멘털의 안정성과 배당성향이 독보적인 점에 근거할 때 기존 목표주가와 투자의견을 유지하기에 충분한 것으로 판단한다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,034	2,180	2,332
영업이익	228	333	383	403	433
세전이익	161	351	379	462	503
당기순이익	120	253	285	325	367
EPS(원)	1,553	3,283	3,697	4,219	4,760
증가율(%)	-32.4	111.4	12.6	14.1	12.8
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	18.5	18.5
ROE(%)	15.4	28.6	27.5	26.1	24.5
PER	28.0	20.2	25.2	22.1	19.6
PBR	4.2	5.3	6.5	5.2	4.5
EV/EBITDA	9.5	10.0	12.1	11.9	11.1

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.

화장품과 수출관련 일회성에도 전사 수익성은 꾸준

표 1. 코웨이 14.3Q 개별기준 실적 요약 - 영업이익의 컨센서스 및 추정치 부합

(단위: 억원 %)

		13.3Q	14.2Q	14.3Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액 +1.4%(yoy),	매출액	4,892	5,233	4,962	-5.2	1.4	5,411	-8.3	5,243	-5.4
	렌탈	3,349	3,467	3,527	1.7	5.3	3,545	-0.5	-	-
	멤버십	432	457	469	2.6	8.6	453	3.5	-	-
	일시불	354	374	318	-15.1	-10.3	505	-37.0	-	-
영업이익 +0.0%(yoy),	화장품	166	223	172	-22.7	3.7	210	-18.1	-	-
	수출	380	557	330	-40.8	-13.1	578	-42.9	-	-
	기타(수처리)	211	154	146	-5.4	-30.9	120	21.7	-	-
순이익 +6.6%(yoy)	매출총이익	3,194	3,428	3,336	-2.7	4.4	3,650	-8.6	-	-
	영업이익	970	976	970	-0.6	0.0	980	-1.0	980	-1.0
	GPM	65.3	65.5	67.2	1.7	1.9	67.5	-0.2	-	-
	OPM	19.8	18.7	19.5	0.9	-0.3	18.1	1.4	18.7	0.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

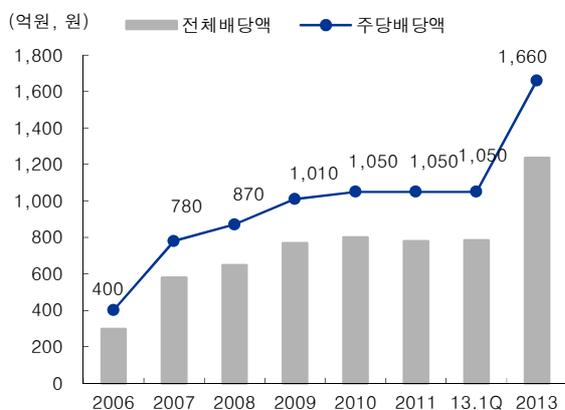
표 2. 2013년 및 2014년 전망- 연간 가이드스 매출액 7.6% 영업이익률 17.3% 충분히 상회 전망

(단위: 억원 %)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q(P)	14.4Q(F)	2013	YoY	2014F		YoY
											수정전	수정후	
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,948	5,233	4,961	5,194	19,337	7.0	20,793	20,336	5.2
렌탈	3,274	3,319	3,349	3,391	3,424	3,467	3,527	3,563	13,334	3.7	14,123	13,981	4.8
멤버십	428	428	432	436	439	457	469	461	1,723	6.8	1,573	1,826	6.0
일시불	366	478	354	294	276	374	318	325	1,492	3.2	1,661	1,293	-13.4
화장품	179	221	166	198	210	223	172	205	764	13.6	804	809	5.9
수출	315	445	380	306	452	557	330	435	1,446	32.0	1,940	1,775	22.7
기타	91	78	211	198	148	154	146	205	578	50.7	693	653	12.9
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,255	3,428	3,336	3,430	12,952	9.8	13,735	13,449	3.8
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	64.8	67.0	1.5p	66.1	66.1	-0.8
영업이익	692	794	970	885	899	976	970	981	3,341	40.8	3,875	3,826	14.5
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	18.2	18.7	19.6	18.9	17.3	3.9p	18.6	18.8	1.5

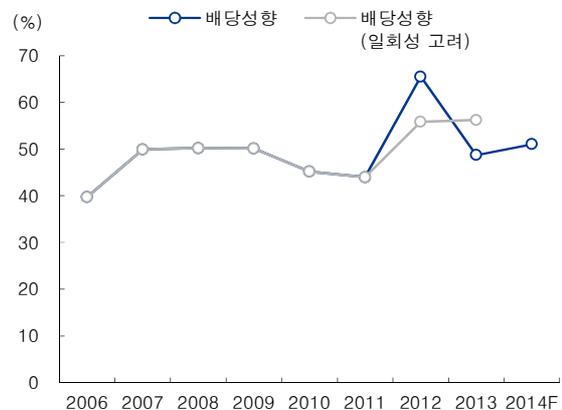
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

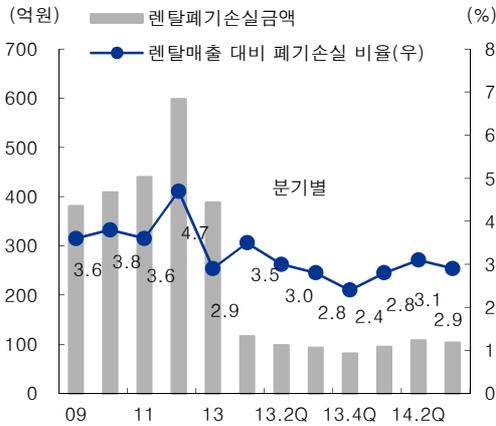
그림 2. 코웨이 배당성향 추이(12년 배당의 13년 1분기배당 조정)



자료: 코웨이, IBK투자증권

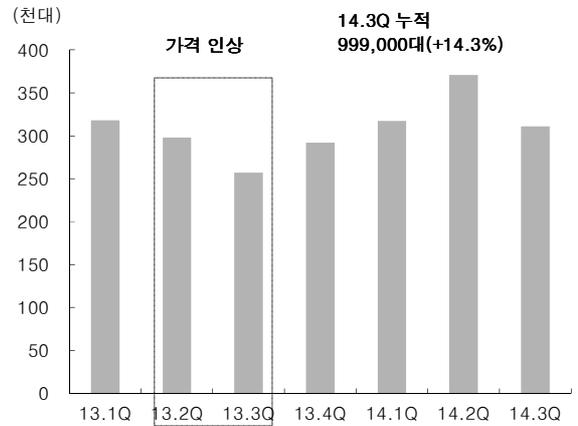
참고: 2012년은 2013년 1분기에 배당. 2012년 당기순이익은 일회성 비용 274억원 조정 (성과급 156억원, 불용채고 폐기 118억원), 2013년 당기순이익은 용진케미칼 매각차익 340억 조정

그림 3. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



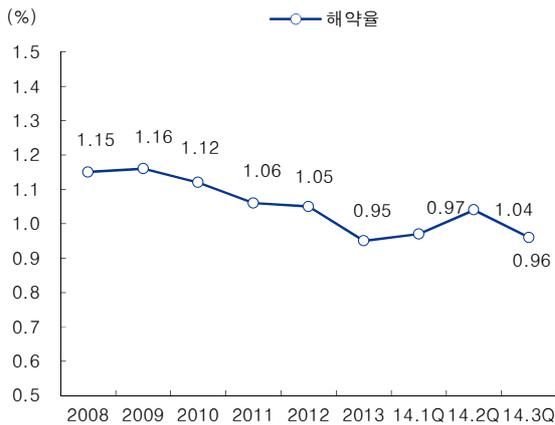
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.3Q 최대 판매량 경신



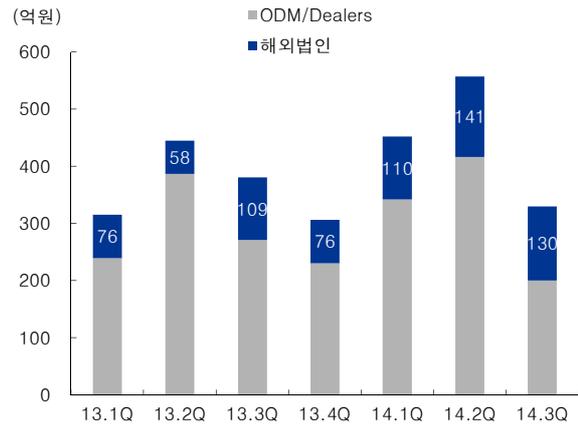
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 해약률 1%대 이하로 안정화



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.3Q 최대 판매량 경신



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 2013년 국내 보급률 및 M/S 현황 - 2014년 쿠팡전자 M/S상승 대비 2,3위 M/S하락 추정 (단위: %)

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

자료: 코웨이

표 4. 목표주가 115,000원 및 매수의견 유지 (단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,757원(일회성 반영)	14년 예상 EPS 3,697원(일회성 반영)
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Forward P/E 적용 30배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E 적용 31배
14년 예상 순현금	50	50
주식수	77,124	77,124
목표주가	115,000원	115,000원

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	유기증권 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

