코웨이 (021240)

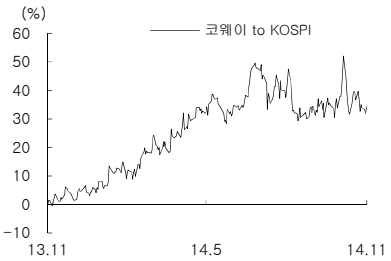
매수 (유지)

목표주가	115,000원
현재가 (11/20)	83,100원
KOSPI (11/20)	1,958.04pt
시가총액	6,409십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	94,600원
최저가	62,900원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	54.9%
배당수익률 (2014F)	2.1%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 11인	30.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	0%	31%
절대기준	-3%	2%	35%

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

코웨이 상대주가 (%)



틈새 시장 속 강력한 DNA구축

핵심 사업의 굳건한 성장성

2014년 개별기준 매출액은 5.2%(yoy) 증가, 영업이익은 14.5%(yoy)를 전망한다. 하반기 중 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 하반기 환경가전의 렌탈 누적판매량은 999,000대(+14.3%yoy)로 역대 최고 수준을 이어왔다. 렌탈사업 관련 주목해야할 점은 초소형 커피정수기, 소형청 제가습 공기청정기, 클리닉 비데 등 꾸준한 신제품 출시와 영업과 서비스 플랫폼의 연계 정비를 통한 영업력 강화에 있다. 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.

그 어느 때 보다 부각되는 배당 정책

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 적용, 유지한다. 동사는 상반기까지 기존 품목관련 신제품 라인업에 이어 신규채널 및 신규 카테고리 확대와 전사 효율성 개선을 근거로 6개 분기 연속 고성장과 주가 리레이팅을 이어왔다. 3분기 내수업종의 주가 흐름은 업종 펀더멘털 개선이 지연됨에 따라 급격한 실망감을 반영하는 가운데 동사의 주가 흐름도 약화되는 모습이다. 주된 이유는 동사가 코웨이로의 운영 만 2년에 도래했다는 점이다. 즉 웅진그룹사태 이후 지난 2년간 급격한 개선을 이룬 시점에서 사모펀드 최대 주주의 매각 가능성에 대한 우려감 때문이다. 이에 대한 당사는 과도한 시장 기우로 판단한다. 동사는 2015년 핵심 사업을 기반 지속적인 라인업을 위한 소규모 M&A 또는 사업확장에도 관심이 있는 것으로 보이기 때문이다. 2015년 무차입이 예상되는 점 또한 근거로 생각된다. 한편 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 2,000원으로의 상승을 전망한다.

(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
지배주주순이익	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
순이익률(%)	6.6	13.1	14.0	14.9	15.7
ROE(%)	15.4	28.6	27.5	26.1	24.5
PER	28.0	20.2	22.2	19.5	17.3
PBR	4.2	5.3	5.7	4.6	3.9
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.7	10.5	9.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

IFRS 개별 기준 – 2014년 2015년 전망 (단위: 억원, %, p)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q(F)	2013	2014F	YoY	2015F	YoY
매출액	4,652	4,969	4,892	4,824	4,948	5,233	4,961	5,194	19,337	20,336	5.2	21,800	7.2
렌탈	3,274	3,319	3,349	3,391	3,424	3,467	3,527	3,563	13,334	13,981	4.8	15,225	8.9
멤버쉽	428	428	432	436	439	457	469	461	1,723	1,826	6.0	1,917	5.0
일시불	366	478	354	294	276	374	318	325	1,492	1,293	-13.4	1,821	40.8
화장품	179	221	166	198	210	223	172	205	764	809	5.9	830	2.5
수출	315	445	380	306	452	557	330	435	1,446	1,775	22.7	1,617	-8.8
기타	91	78	211	198	148	154	146	205	578	653	12.9	390	-40.2
매출총이익	3,105	3,422	3,194	3,231	3,255	3,428	3,336	3,430	12,952	13,449	3.8	14,550	8.2
GPM	66.7	68.9	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	64.8	67.0	66.1	-0.8	66.7	+0.6
영업이익	692	794	970	885	899	976	970	981	3,341	3,826	14.5	4,034	5.4
OPM	14.9	16.0	19.8	18.3	18.2	18.7	19.6	18.9	17.3	18.8	1.5	18.5	-0.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

2013년 국내 보급률 및 M/S 현황 – 2014년 쿠쿠전자 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

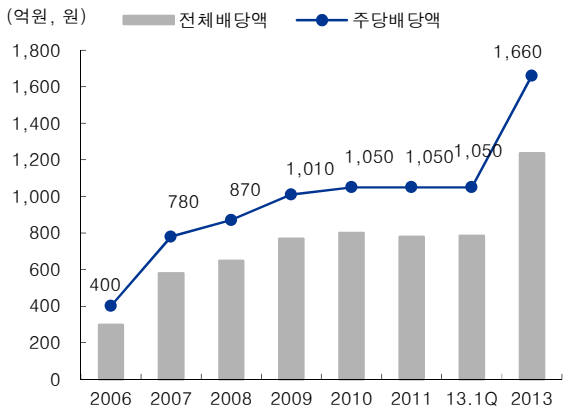
자료: 코웨이

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

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

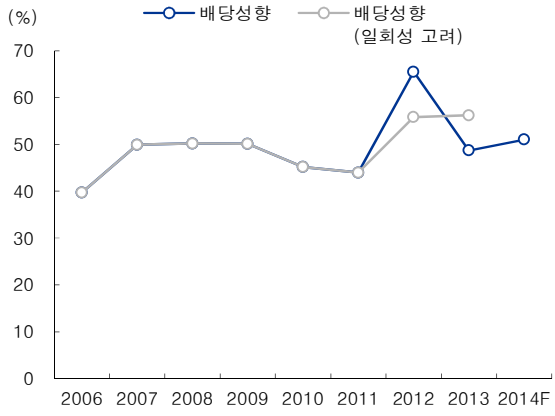
자료: IBK투자증권

코웨이 배당액 추이



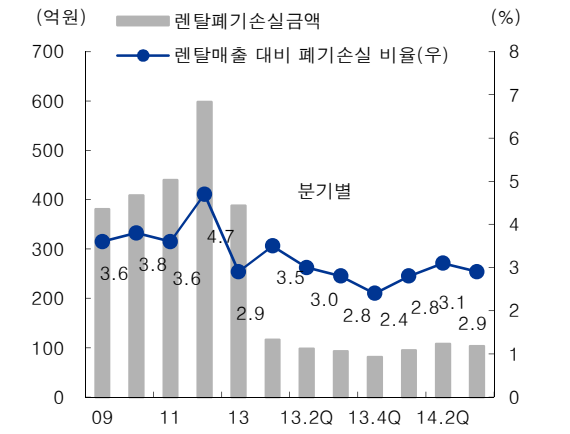
자료: 코웨이, IBK투자증권

코웨이 배당성향 추이(12년 배당의 13년 1분기배당 조정)



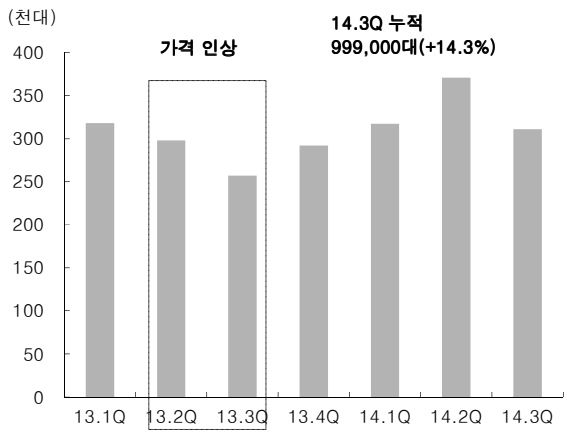
자료: 코웨이, IBK투자증권
참고: 2012년은 2013년 1분기에 배당, 2012년 당기순이익은 일회성 비용 274억원 조정(성과급 156억원, 불용재고 폐기 118억원), 2013년 당기순이익은 웅진케미칼 매각차익 340억 조정

렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



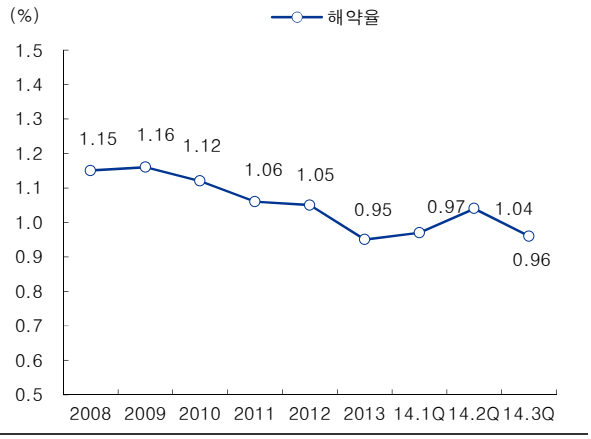
자료: 코웨이, IBK투자증권

가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.3Q 최대 판매량 경신



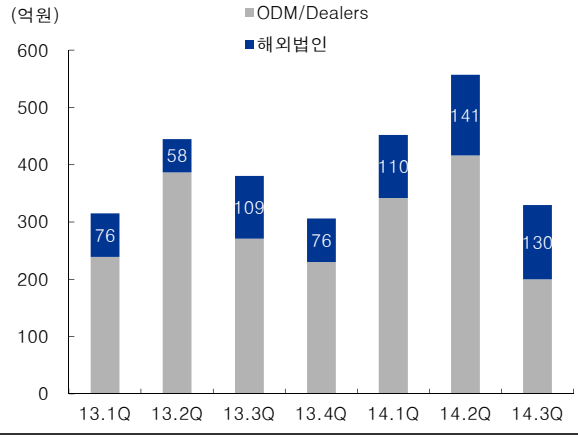
자료: 코웨이, IBK투자증권

해약률 1%대 이하로 안정화



자료: 코웨이, IBK투자증권

가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.3Q 최대 판매량 경신



자료: 코웨이, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,034	2,180	2,332
증가율(%)	5.7	7.0	5.2	7.2	7.0
매출원가	605	652	687	750	793
매출총이익	1,201	1,282	1,347	1,430	1,539
매출총이익률(%)	66.5	66.3	66.2	65.6	66.0
판관비	974	949	953	1,030	1,108
판관비율(%)	53.9	49.1	46.9	47.3	47.5
영업이익	228	333	383	403	433
증가율(%)	-6.0	46.3	14.9	5.3	7.3
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	18.5	18.5
순금융손익	-58	-14	-1	54	50
이자손익	-27	-14	-10	-8	3
기타	-31	0	9	62	47
기타영업외손익	-5	-9	-13	-56	-5
종속/관계기업손익	-3	40	10	60	25
세전이익	161	351	379	462	503
법인세	42	97	94	136	136
법인세율	25.8	27.8	24.8	29.5	27.0
계속사업이익	120	253	285	325	367
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	285	325	367
증가율(%)	-32.4	111.4	12.6	14.1	12.8
당기순이익률(%)	6.6	13.1	14.0	14.9	15.7
지배주주당기순이익	120	253	285	325	367
기타포괄이익	-2	-1	-10	106	0
총포괄이익	118	253	276	431	367
EBITDA	400	522	594	583	614
증가율(%)	1.2	30.6	13.7	-1.7	5.3
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	29.2	26.8	26.3

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	750	779	913
현금및현금성자산	119	201	269	246	343
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	297	329	352
재고자산	41	41	48	53	57
비유동자산	1,010	999	968	966	970
유형자산	594	597	596	596	604
무형자산	158	151	135	118	104
투자자산	158	154	152	157	161
자산총계	1,702	1,641	1,718	1,745	1,883
유동부채	720	637	546	283	198
매입채무및기타채무	29	30	35	38	41
단기차입금	296	172	302	115	70
유동성장기부채	110	146	-50	-100	-100
비유동부채	179	37	65	72	77
사채	118	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0
부채총계	899	674	611	356	275
지배주주지분	803	967	1,107	1,390	1,609
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-85	-94	-107	-107	-107
기타포괄이익누계액	-1	0	0	106	106
이익잉여금	717	890	1,042	1,219	1,438
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	1,107	1,390	1,609
비이자부채	345	356	359	341	305
총차입금	553	318	252	15	-30
순차입금	435	117	-16	-231	-373

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,697	4,219	4,760
BPS	10,408	12,543	14,348	18,019	20,857
DPS	0	2,710	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	22.2	19.5	17.3
PBR	4.2	5.3	5.7	4.6	3.9
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.7	10.5	9.7
성장성지표(%)					
매출증강율	5.7	7.0	5.2	7.2	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	12.6	14.1	12.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.1	2.1	2.1
ROE	15.4	28.6	27.5	26.1	24.5
ROA	7.3	15.1	17.0	18.8	20.2
ROIC	13.7	29.0	31.9	34.3	36.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	55.3	25.6	17.1
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	-1.5	-16.6	-23.2
이자보상배율(배)	7.9	19.0	33.3	38.9	-1,115.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.2	7.0	6.9
재고자산회전율	31.6	47.0	45.8	43.2	42.5
총자산회전율	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	486	407	459
당기순이익	120	253	285	325	367
비현금성 비용 및 수익	382	348	314	119	110
유형자산감가상각비	165	181	192	164	167
무형자산상각비	7	7	19	17	15
운전자본변동	-38	-42	-47	-30	-22
매출채권등의감소	-55	-8	-42	-32	-23
재고자산의감소	25	11	-9	-5	-4
매입채무등의증가	0	1	5	4	3
기타 영업현금흐름	-35	-41	-67	-8	3
투자활동 현금흐름	-301	-58	-471	-131	-149
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-246	-225	-169	-179
유형자산의 감소	3	6	4	5	4
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	179	32	57	43
기타	2	4	-278	-24	-17
재무활동 현금흐름	-74	-377	-227	-298	-383
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-227	-298	-383
기타 및 조정	-1	0	280	0	0
현금의 증가	54	82	67	-22	-73
기초현금	65	119	201	269	246
기말현금	119	201	269	246	