

코웨이 (021240)

매수 (유지)

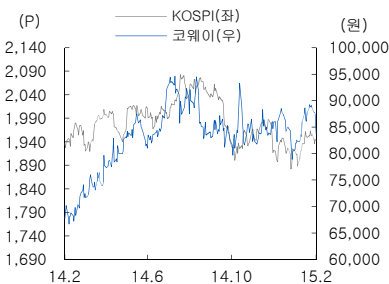
목표주가	130,000원
현재가 (2/12)	87,500원
KOSPI (2/12)	1,941.63pt
시가총액	6,455십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	94,600원
최저가	66,700원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	54.3%
배당수익률 (2014F)	2.4%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 9 인	30.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	4%	-4%	24%
절대기준	3%	1%	23%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	130,000	115,000	▲
EPS(14)	3,148	3,697	▼
EPS(15)	4,356	4,219	▲

코웨이 주가추이



안 지 영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

내수 경기를 초월하는 15년 성장성

- 14.4Q 개별기준 결과 매출액 +3.6%(yoy), 영업이익 +6.4%(yoy), 순이익 -9.8%(yoy)
- 렌탈 매출액과 판매량은 각각 5.8%(yoy), 13.5%(yoy) 증가하며 2014년 계정순증 17.8% 시현
- 순이익 급감은 일회성(케미칼매각차익, 중국화장품 자산평가감, 일본청산, 그린엔텍등) 306억원 영향
- 과도한 기대감으로 영업단은 컨센서스 소폭 하회, 순이익은 일회성 반영했지만 펀더멘털 훼손 미미
- 15년 ARPU 상승과 판매력 강화로 외형성장과 수익성 개선 전망, 업종 내 밸류에이션 프리미엄 충분
- 15년 추정치 및 순현금 전환과 꾸준한 배당성향 확대에 근거할 때 목표주가 130,000원 상향

Review: 회계상으론 아쉽지만 손색없는 펀더멘털

4분기 개별기준 매출액은 3.6%(yoy) 증가, 영업이익 6.4%(yoy)로 당사 추정치와 컨센서스는 소폭 하회했다. 그러나 4분기 렌탈 판매량 33.2만대(+13.5%yoy)를 포함, 2014년 판매량 133만대(+14.1%)와 계정순증 16.6만대(+17.8%)로 부문별 최고치를 시현했다. 이를 반영한 2014년 동사의 총계정수는 562만(렌탈계정 460만)을 시현했다. 한편 금번 4분기 실적은 본업의 펀더멘털은 확인된 반면 일시불과 국내화장품, 수처리, 해외수출 등은 저조한 결과에 그쳤다. 주된 이유는 내수 불황 속에서 주력사업 전략에 우선한 반면 기타 부문에 대한 중장기 전략 집중도가 미약했기 때문으로 판단된다.

회계상 어닝쇼크? 절호의 매수 기회 TP 130,000원 상향

목표주가를 기존 115,000원에서 130,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 Forward P/E 및 에스원의 Trailing P/E 평균유지)를 적용했다. 최근 내수업종 주가는 4분기 어닝쇼크와 15년 성장에 대한 뚜렷한 턴어라운드 모멘텀을 찾지 못하며 급격한 실망감을 반영했다. 반면에 동사는 2013년 재무제표상의 턴어라운드에서 2014년 렌탈판매량 최고치 시현과 영업인력의 생산성 확대를 통해 영업력의 강화를 증명했다. 여기에 배당성향의 꾸준한 상승으로 밸류에이션 프리미엄을 유지해 왔다. 그럼에도 금일 주가 하락은 4분기 회계상의 이슈에 대한 이해 부족에서 발생한 외국인 수급 영향때문으로 판단된다. 그러나 4분기 분석결과 핵심사업에 대한 펀더멘털 확인되었으며, 2015년에는 핵심사업의 고성장뿐만 아니라 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장으로 부진했던 사업부의 성장성 회복도 가시화될 전망이다. 2015년 다소 공격적이지만 외형성장과 수익성개선을 바탕으로 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,014	2,240	2,397
영업이익	228	333	378	430	461
세전이익	161	351	330	458	480
당기순이익	120	253	243	336	350
EPS(원)	1,553	3,283	3,148	4,356	4,543
증가율(%)	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	19.2	19.2
순이익률(%)	6.6	13.1	12.1	15.0	14.6
ROE(%)	15.4	28.6	23.9	27.8	24.4
PER	28.0	20.2	26.7	19.2	18.4
PBR	4.2	5.3	6.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.3	9.8	9.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Review 본업의 펀더멘털 확인 VS 회계상의 일화성 이슈

표 1. 14.4Q 개별기준 실적 요약

(단위: 억원 %)

	13.4Q	14.3Q	14.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이	
매출액										
+3.6%(yoy),	매출액	4,824	4,962	4,995	0.7	3.6	5,194	-3.8	5,164	-3.3
	렌탈	3,391	3,527	3,588	1.7	5.8	3,563	0.7	-	-
영업이익	멤버십	436	469	469	0.0	7.5	461	1.7	-	-
+6.4%(yoy),	일시불	294	318	267	-16.0	-9.2	325	-17.8	-	-
	화장품	198	172	200	16.3	1.0	205	-2.4	-	-
순이익	수출	306	330	335	1.5	9.5	435	-23.0	-	-
-9.8%(yoy)	기타(수처리)	198	146	136	-6.8	-31.3	205	-33.7	-	-
	매출총이익	3,231	3,336	3,384	1.4	4.7	3,430	-1.3	3,405	-0.6
	영업이익	876	970	932	-3.9	6.4	981	-5.0	991	-6.0
	GPM	67.0	67.2	67.7	0.5	0.8	66.0	1.7	65.9	1.0
	OPM	18.2	19.5	18.7	-0.9	0.5	18.9	-0.2	19.2	-0.5

자료: 코웨이, IBK투자증권

Review: 경기방어의 실적 시험

4분기 개별기준 매출액은 3.6%(yoy) 증가, 영업이익 6.4%(yoy)로 당사 추정치와 컨센서스는 소폭 하회했다. 그러나 4분기 렌탈 판매량 33.2만대(+13.5%yoy)를 포함, 2014년 판매량 133만대(+14.1%)와 계정순증 16.6만대(+17.8%)로 부문별 최고치를 시현했다. 이를 반영한 2014년 동사의 총계정수는 562만(렌탈계정 460만)을 시현했다. 한편 금번 4분기 실적은 본업의 펀더멘털은 확인된 반면 일시불과 국내화장품, 수출, 해외수출 등은 저조한 결과에 그쳤다. 주된 이유는 내수 불황 속에서 주력사업 전략에 우선한 반면 기타부문에 대한 중장기 전략 집중도가 미약했기 때문으로 판단된다.

2015년 가이던스는 렌탈판매량 142만대(+6.7%)로 역사상 최고 수준이며 프리미엄 렌탈 신제품 출시를 통해 전사 ARPU의 2%p 상승을 가져올 전망이다. 이를 반영한 동사 가이던스는 매출액 2,180십억원으로 8.3% 증가, 영업이익은 420십억원으로 11.3% 증가하면 영업이익률은 0.6%p상승하는 19.3%이다. 당사의 추정치역시 이를 반영했으며 매출액은 2,240억원으로 11.2%를 제시한다. 이는 다소 어려운 중국사업에 있어서 동사의 소규모 M&A가 능성도 충분히 존재하는 점을 고려한 수준이다. 영업이익은 430십억원으로 13.7%(영업이익률 19.2%)를 전망한다.

일화성 306억원 영향
13년 케미칼 매각이익
중국화장품 자산평가손
일본법인청산
그린엔텍

표 2. 2014년 및 2015년 전망- 연간 가이던스 매출액 8.3%, 영업이익 +11.3%(영업이익률 19.3%) 제시

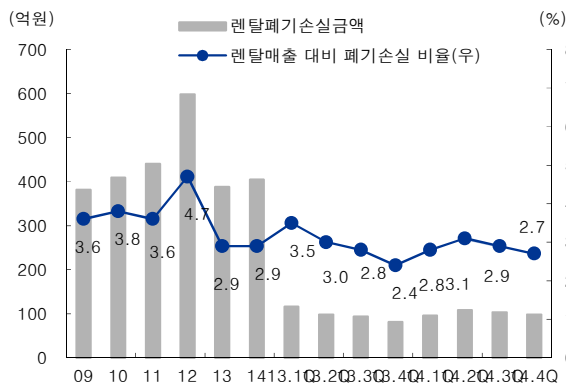
(단위: 억원 %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q(P)	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	2013	2014(P)	YoY	2015(F)	YoY
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,260	5,808	5,635	5,698	19,337	20,137	4.1	22,401	11.2
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,628	3,757	3,829	3,893	13,334	14,006	5.0	15,107	7.9
멤버십	439	457	469	469	440	473	480	495	1,723	1,834	6.4	1,888	3.0
일시불	276	374	318	267	310	393	355	345	1,492	1,235	-17.3	1,403	13.6
화장품	210	223	172	200	251	261	254	273	764	804	5.2	1,039	29.2
수출	452	557	330	335	510	639	451	476	1,446	1,674	15.7	2,076	24.1
기타(수처리)	148	154	146	136	121	285	266	216	578	584	1.0	888	52.2
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,389	3,841	3,724	3,759	12,821	13,403	4.9	14,713	9.4
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	64.4	66.1	66.1	66.0	66.3	66.6	0.5	65.7	-1.1
영업이익	898	976	970	932	984	1,084	1,144	1,081	3,332	3,776	13.3	4,293	13.7
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	18.7	18.7	20.3	19.0	17.2	18.8	1.5	19.2	0.4
당기순이익	661	652	664	453	871	783	770	702	2,532	2,430	-4.0	3,126	28.6

자료: 코웨이, IBK투자증권

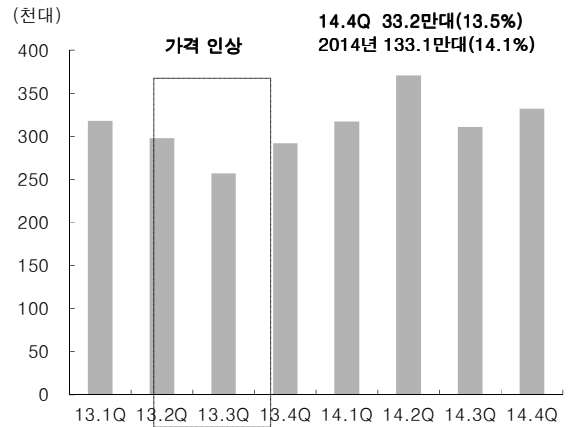
한편 2015년에도 국내 화장품과 중국수출은 수익성을 훼손하지 않는 수준에서의 안정성장이 기대된다. 반면에 말레이시아와 미국법인은 긍정적 시장환경을 배경 판매 지역 및 주요 소비층 확대에 주력하며 두 자리수의 성장성을 유지할 전망이다.

그림 1. 렌탈폐기손실 금액 및 렌탈매출 대비 폐기손실 비율 추이



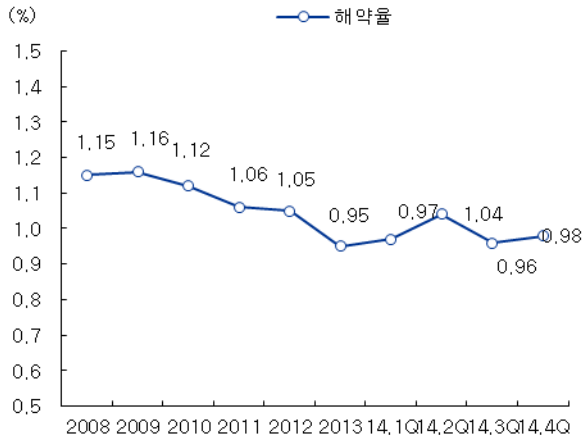
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 가격 인상 후 렌탈 판매량 추이 및 14.4Q 최대 판매량 경신



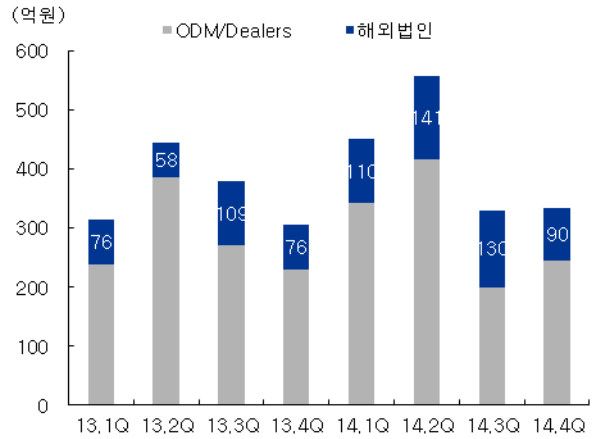
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 하반기 해약률 1%대 이하로 안정화



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업-중국청정기 ODM안정적 기초, 말레이시아 미국수출



자료: 코웨이, IBK투자증권

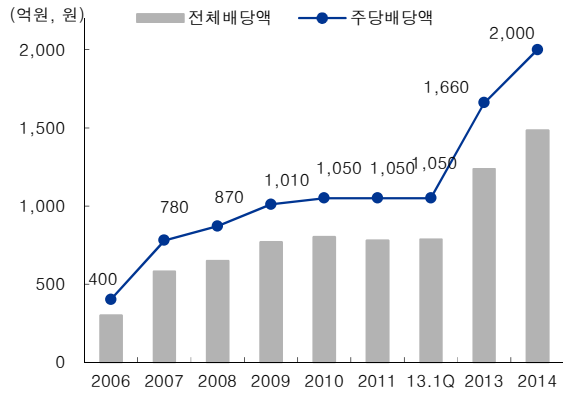
표 3. 2013년 국내 보급률 및 M/S 현황 - 2014년 쿠팡전자 M/S상승 대비 2,3위 M/S하락 추정

(단위: %)

	M/S	한국 보급률	예상 포화율	경쟁사현황
수기	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

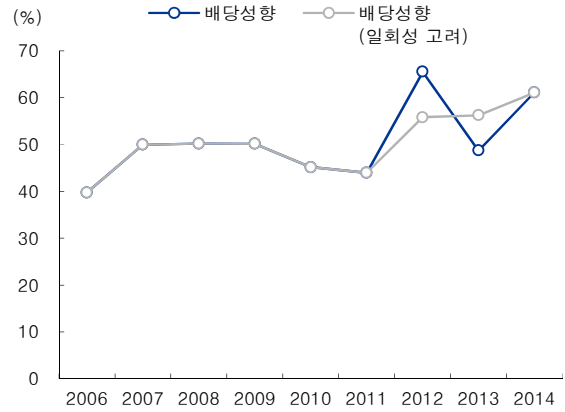
자료: 코웨이

그림 5. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 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 4. 목표주가 130,000원 상향 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원 천주)

	기존	변경
실적 추정치	14년 예상 EPS 3,697원(일회성 반영) 15년 예상 EPS 4,219	14년 EPS 3,148원(일회성 반영) 15년 추정 EPS 4,356
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E 적용 31배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E 적용 30배(화장품 Forward 평균)
14년 예상 순현금	50	100
주식수	77,124	77,124
목표주가	115,000원	130,000원

자료: IBK투자증권

회계상 어닝쇼크? 절호의 매수 기회 TP 130,000원 상향

목표주가를 기존 115,000원에서 130,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원 기준 Target 30배(당사 화장품, 생활용품 업종 Forward P/E 및 에스원의 Trailing P/E 평균유지)를 적용했다. 최근 내수업종 주가는 4분기 어닝쇼크와 15년 성장에 대한 뚜렷한 턴어라운드 모멘텀을 찾지 못하며 급격한 실망감을 반영했다. 반면에 동사는 2013년 재무제표상의 턴어라운드에서 2014년 렌탈판매량 최고치 실현과 영업인력의 생산성 확대를 통해 영업력의 강화를 증명했다. 여기에 배당성향의 꾸준한 상승으로 밸류에이션 프리미엄을 유지해 왔다. 그럼에도 금일 추가 하락은 4분기 회계상의 이슈에 대한 이해 부족에서 발생한 외국인 수급 영향때문으로 판단된다. 그러나 4분기 분석결과 핵심사업에 대한 펀더멘털 확인되었으며, 2015년에는 핵심사업의 고성장이뿐만 아니라 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장으로 부진했던 사업부의 성장성 회복도 가시화될 전망이다. 2015년 다소 공격적이지만 외형성장과 수익성개선을 바탕으로 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,807	1,934	2,014	2,240	2,397
증가율(%)	5.7	7.0	4.2	11.2	7.0
매출원가	605	652	675	769	815
매출총이익	1,201	1,282	1,339	1,471	1,582
매출총이익률 (%)	66.5	66.3	66.5	65.7	66.0
판매비	974	949	962	1,048	1,122
판매비율(%)	53.9	49.1	47.8	46.8	46.8
영업이익	228	333	378	430	461
증가율(%)	-6.0	46.3	13.4	13.7	7.4
영업이익률(%)	12.6	17.2	18.8	19.2	19.2
순금융손익	-58	-14	1	59	19
이자손익	-27	-14	-9	-5	7
기타	-31	0	10	64	12
기타영업외손익	-5	-9	-54	-31	-5
중속/관계기업손익	-3	40	5	0	5
세전이익	161	351	330	458	480
법인세	42	97	87	122	130
법인세율	25.8	27.8	26.4	26.6	27.0
계속사업이익	120	253	243	336	350
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	253	243	336	350
증가율(%)	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
당기순이익률 (%)	6.6	13.1	12.1	15.0	14.6
지배주주당순이익	120	253	243	336	350
기타포괄이익	-2	-1	-3	106	0
총포괄이익	118	253	240	442	350
EBITDA	400	522	635	638	665
증가율(%)	1.2	30.6	21.7	0.5	4.1
EBITDA마진율(%)	22.1	27.0	31.5	28.5	27.7

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,553	3,283	3,148	4,356	4,543
BPS	10,408	12,543	13,747	17,554	19,693
DPS	0	2,710	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	28.0	20.2	26.7	19.2	18.4
PBR	4.2	5.3	6.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.3	9.8	9.2
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	7.0	4.2	11.2	7.0
EPS증가율	-32.4	111.4	-4.1	38.4	4.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	4.1	2.4	2.9	2.9
ROE	15.4	28.6	23.9	27.8	24.4
ROA	7.3	15.1	14.8	20.5	20.4
ROIC	13.7	29.0	27.2	36.4	36.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.0	69.6	54.6	21.1	17.9
순차입금 비율(%)	54.1	12.1	3.1	-16.2	-22.1
이자보상배율(배)	7.9	19.0	33.2	63.8	-155.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.0	7.1	7.3	7.4	7.2
재고자산회전율	31.6	47.0	47.9	48.4	47.0
총자산회전율	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	691	642	690	716	884
현금및현금성자산	119	201	217	177	307
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	278	266	283	323	345
재고자산	41	41	43	49	53
비유동자산	1,010	999	949	924	907
유형자산	594	597	573	546	533
무형자산	158	151	134	116	100
투자자산	158	154	155	162	167
자산총계	1,702	1,641	1,639	1,640	1,791
유동부채	720	637	514	226	208
매입채무및기타채무	29	30	37	42	45
단기차입금	296	172	250	57	72
유동성장기부채	110	146	0	-100	-100
비유동부채	179	37	65	60	64
사채	118	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0
부채총계	899	674	579	286	272
지배주주지분	803	967	1,060	1,354	1,519
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-85	-94	-118	-118	-118
기타포괄이익누계액	-1	0	0	106	106
이익잉여금	717	890	1,006	1,194	1,359
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	803	967	1,060	1,354	1,519
비이자부채	345	356	329	329	300
총차입금	553	318	250	-43	-28
순차입금	435	117	33	-220	-335

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	429	518	510	469	520
당기순이익	120	253	243	336	350
비현금성 비용 및 수익	382	348	423	175	184
유형자산감가상각비	165	181	236	191	188
무형자산상각비	7	7	21	18	15
운전자본변동	-38	-42	-56	-37	-21
매출채권등의감소	-55	-8	-27	-39	-23
재고자산의감소	25	11	-1	-6	-3
매입채무등의증가	0	1	7	5	3
기타 영업현금흐름	-35	-41	-100	-5	7
투자활동 현금흐름	-301	-58	-639	-140	-186
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-246	-260	-169	-179
유형자산의 감소	3	6	6	5	4
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	179	33	57	8
기타	2	4	-413	-33	-19
재무활동 현금흐름	-74	-377	-269	-369	-374
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-74	-377	-269	-369	-374
기타 및 조정	-1	0	413	0	0
현금의 증가	54	82	15	-40	-40
기초현금	65	119	201	217	177
기말현금	119	201	217	177	137

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												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

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

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

