

# 코웨이 (021240 / TP 130,000원)

## 내수 경기를 초월하는 15년 성장성

### 2014년 본업의 펀더멘탈 충분히 확인

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 펀더멘탈은 확인된 반면 일시불과 국내화장품, 수처리, 해외수출 등은 저조한 결과에 그쳤다. 주된 이유는 내수 불황 속에서 주력사업 전략에 우선한 반면 기타부문에 대한 중장기 전략 집중도가 미약했기 때문으로 판단된다.

### 배당정책 강화는 15년에도 지속, 가이던스를 상회하는 15년 전망

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&A가능성도 충분히 존재하는 점을 고려한 수준이다. 영업이익은 430십억원으로 13.7%(영업이익률 19.2%)를 전망한다.

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.

### 보수적 환경에서 공격적 한해

목표주가를 기존 115,000원에서 130,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 4,356원 기준 Target 30배(당사 화장품 생활용품 업종 Foward 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.

### 투자의견 '매수', 목표주가 130,000원

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 펀더멘탈 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
지배주주순이익	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	19.7	18.9
PBR	4.2	5.3	6.1	4.9	4.4
EV/EBITDA	9.5	10.0	10.3	10.0	9.5
차입금/EBITDA	1.4	0.6	0.4	-0.1	0.0
현재가 (2/26)		86,000원	시가총액		6,633 십억원
목표주가		130,000원	발행주식수		77,125 천주
상승여력		51.2%	60일 평균거래대금		15 십억원
52주 최고가/최저가		94,600원 / 68,300원	외국인 자본율		54.2%

주: IFRS 개별기준