

# 코웨이 (021240)

**매수 (유지)**  
**TP 69,000원**

현재가 (5/13)	56,000원
KOSPI (5/13)	1,948.70pt
시가총액	4,319십억원
발행주식수	77,125천주
52주 최고가	56,000원
최저가	30,150원

안지영, 박찬은

02 6915 5675  
jyahn@ibks.com

## 연간 전략에 근거하면 여전히 매수 기회

- 1분기 개별 매출액 +5%(YoY), 영업이익 +8%(YoY), 계절성 고려하면 연간 가이던스 시현에 무리 없을 전망
- 4월 가격인상 영향, 렌탈 부문(정수기 10%, 청정기 13%, 비데 18%) 전년대비 고성장
- 국내 화장품, 건강식품 리뉴얼 효과로 매출액 7%(YoY) 증가 및 영업이익 BEP(12.1Q -27억원)로 긍정적
- 새로운 최대주주와의 첫 성과, 수익성 전략의 시작점인 점에 근거할 하반기 모멘텀 강화 전망
- 자산매각에 따른 순차입금 및 이자비용 감소 EPS전망치 상향, 목표주가 69,000원 상향하며 매수의견 유지

## 영업이익률 14.9%(+0.4%p)시현하며 수익성 전략 확인

1분기 결과, 매출액은 전년대비 5.2%증가, 영업이익은 +7.9% 증가했다. 계정수는 1분기 기준 약 579만(12.1Q 548만, 12.4Q 574만)을 시현했는데 렌탈판매량과 일시불 매출액이 각각 +11.7%(YoY), +11.9%(YoY) 증가했다. 주된 요인은 4월 렌탈가격 인상직전 수요 증가 때문으로 판단되는데 부문별 판매대수도 각각 정수기 10%(YoY), 청정기 13%(YoY), 비데 18%(YoY) 증가했다. 한편 국내 화장품 분기 첫 흑자전환과 렌탈자산폐기손실률 3.5%(2011년 3.6%, 2012년 4.7%, 2013년F 4.0%) 대 하락으로 영업이익률도 14.9%를 시현한 것으로 분석된다.

## 13년 영업외 개선으로 순이익 전망치 6% 상향

1분기를 반영한 2013년 추정치는 매출액 19,522억원(+8.0%), 영업이익은 2,909억원(+27.7%)을 유지한다. 기존 추정치(매출액 19,520억원 +8%, 영업이익 2,967억원 +30%)와는 대동 소이한 수준이다. 다만 2013년 순이익 전망치에 대해서는 비핵심 자산매각에 따른 이자비용감소, 해외 자회사들의 적자폭 축소 노력으로 기존 2,190억원대비 6% 상향한 2,320억원을 제시한다.

## 목표주가 69,000원으로 상향, 하반기 모멘텀 강화 전망

연간 추정치 조정을 반영한 목표주가를 기존 60,000만원에서 69,000원으로 상향하며 투자의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS 기준 Target P/E 23배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 10% Premium 적용)를 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심사업 철회에 따른 판관비용 개선에 있으며 국내 화장품과 해외사업의 손실 규모 축소, 홈케어 서비스를 활용한 신규 계정수 유입 그리고 비핵심 자산매각에 따른 차입금 축소 및 이자비용 감소에 근거한다.

(단위:십억원/배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,952	2,087	2,233
영업이익	242	228	291	329	360
세전이익	225	161	305	349	376
당기순이익	177	120	232	266	286
EPS(원)	2,296	1,553	3,007	3,446	3,704
증가율(%)	0.0	-32.4	93.7	14.6	7.5
영업이익률(%)	14.2	12.6	14.9	15.7	16.1
순이익률(%)	10.4	6.6	11.9	12.7	12.8
ROE(%)	23.4	15.4	25.2	21.8	18.4
PER	15.9	28.0	18.6	16.3	15.1
PBR	4.8	5.2	4.9	3.4	2.8
EV/EBITDA	8.4	9.5	11.6	9.7	8.4

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 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 코웨이 13.1Q 실적 요약

(단위: 억원, %)

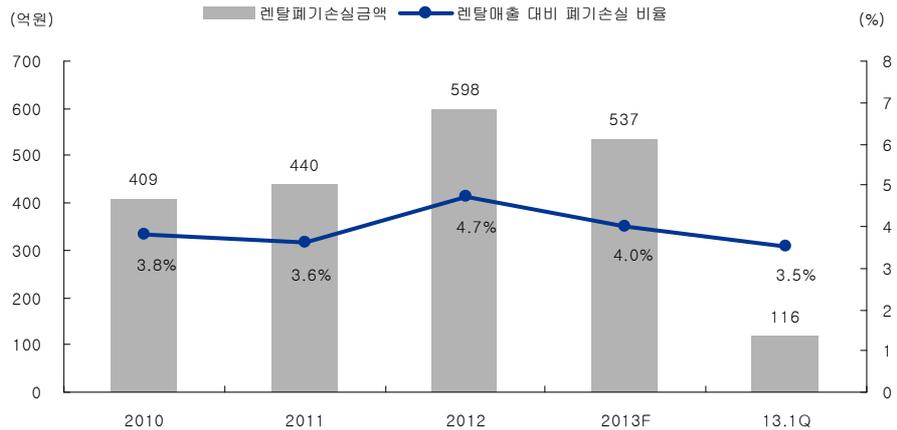
매출액 당사 추정치와  
컨센서스에 부합  
  
영업이익 계절성으로  
컨센서스 하회 했지만  
영업이익률 14.9%로  
연간 가이드스 15.2%  
방향성은 충분히 확인

	12.1Q	12.4Q	13.1Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	4,424	4,601	4,652	1.1	5.2	4,650	0.0	4,779	-2.7
렌탈	3,551	3,696	3,702	0.2	4.3	3,729	0.7	-	-
일시불	327	324	366	13.0	11.9	356	-2.7	-	-
화장품	168	168	179	6.5	6.5	170	-5.0	-	-
수출	300	305	315	3.3	5.0	321	1.9	-	-
기타	78	107	91	-15.0	16.7	74	-18.7	-	-
매출총이익	2,970	2,938	3,105	5.7	4.5	3,156	1.6	-	-
영업이익	641	356	692	94.4	8.0	771	11.4	767	-9.8
당기순이익	412	216	802	271.3	94.7	830	3.5	812	-1.2
GPM	67.1	63.9	66.7	2.9p	-0.4p	67.9	1.1p	-	-
OPM	14.5	7.7	14.9	7.1p	0.4p	16.6	1.7p	16.0	-1.2p

자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 신제품 품질 제고와 서비스 강화로 렌탈자산폐기손실(렌탈폐기손실금액 대비 렌탈 매출액) 축소

렌탈폐기손 축소 노력  
손실률 3.5%대로 하락



자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 분기별 실적추이 및 2013년 전망

(단위: 억원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q(P)	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2011	2012	YoY	2013F	YoY
매출액	4,424	4,464	4,580	4,601	4,652	4,893	5,027	4,950	17,099	18,069	5.7	19,522	8.0
렌탈	3,551	3,581	3,665	3,696	3,702	3,735	3,833	3,799	14,993	14,493	-3.3	15,069	4.0
일시불	327	405	430	324	366	422	456	369	1,558	1,486	-4.6	1,613	8.5
화장품	168	163	173	168	179	169	177	185	684	672	-1.8	710	5.7
수출	300	211	300	305	315	254	315	330	1,195	1,116	-6.6	1,214	8.8
기타	78	104	151	107	91	313	246	267	740	440	-40.5	917	108.4
매출총이익	2,970	3,043	3,065	2,938	3,105	3,422	3,568	3,474	11,580	12,014	3.7	13,569	12.9
GPM	67.1	68.2	66.9	63.9	66.7	69.9	71.0	70.2	67.7	66.5	-1.2	69.5	3.0
영업이익	644	630	629	356	692	733	739	745	2,433	2,278	-6.4	2,909	27.7
OPM	14.6	14.1	13.7	7.7	14.9	15.0	14.7	15.1	14.2	12.6	-1.6	14.9	2.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 연결종속회사 실적 요약 - 핵심 영업 법인의 개선 확인

(단위: 억원 %)

	매출액			영업이익		
	12.1Q	13.1Q	YoY	12.1Q	13.1Q	YoY
말레이시아법인	112	153	36.6	2	5	150.0
중국법인	152	129	-15.1	13	-2	적전
미국법인	68	90	32.4	-5	-2	적지
태국법인	28	36	28.6	-2	-7	적지
일본법인	26	30	15.4	-5	-1	적지
그린엔텍	47	70	48.9	-3	-3	적지
합계	433	508	17.3	0	-10	적전

자료: 코웨이, IBK투자증권

TP 69,000원(상향), 매수(유지)  
 사모펀드 최대주주의 첫 성과  
 전략 확인 충분

연간 추정치 조정을 반영한 목표주가를 기존 60,000만원에서 69,000원으로 상향하며 투자 의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS 기준 Target P/E 23배(당사 화장품, 생활용품 업종 및 에스원의 Forward P/E 10% Premium 적용)를 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심사업 철회에 따른 판관비용 개선에 있으며 국내 화장품과 해외사업의 손실 규모 축소, 홈케어 서비스를 활용한 신규 계층수 유입 그리고 비핵심 자산매각에 따른 차입금 축소 및 이자비용 감소에 근거한다.

그룹간 비용 50~60억원 개선  
 웅진그룹관련 로열티 비용  
 5년에 걸쳐 매년  
 0.1%p(30~40억원) 감소

또한 2012년 약 0.4%였던 웅진그룹관련 로열티 비용이 향후 5년에 걸쳐 낮아질 계획으로 2013년엔 0.3% 반영 예정이다. 매년 0.1%p 감소에 따라 약 30~40억원의 로열티 비용이 축소될 계획에 있다. 이는 2012년 대비 그룹간 거래 비용 약 50~60억원의 축소와 달리 향후 4년간에 걸쳐 감소할 전망이다.

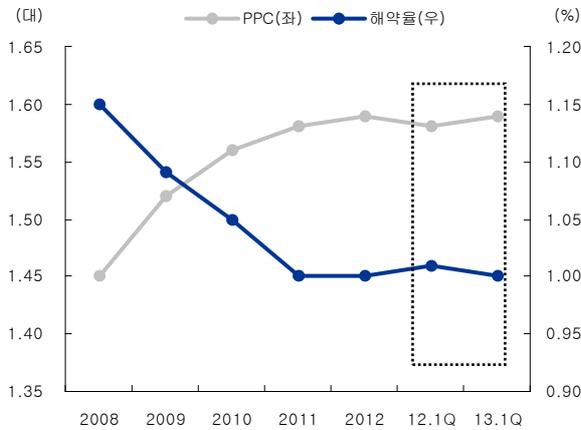
표 4. 목표주가 상향 조정 및 매수의견 유지

(단위: 억원, 원 천주)

	기존	변경
실적 추정치	13년 예상 EPS 2,845원	13년 예상 EPS 3,003원
Target P/E valuation	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 10%premium 적용 25배	당사 화장품 생활용품 및 에스원 평균 Valuation 대비 10%premium 적용 23배
13년 평균 순현금	-4,800	-2,100
주식수	77,124	77,124
목표주가	60,000원	69,000원

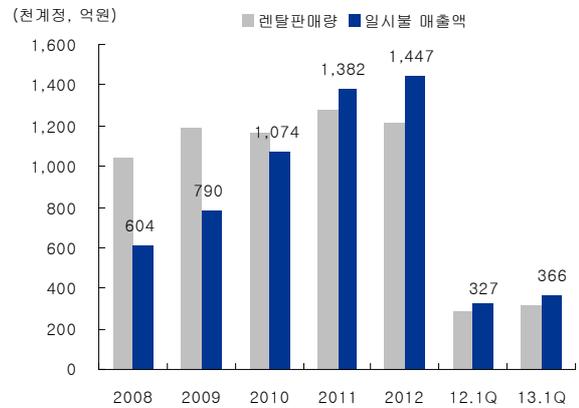
자료: IBK투자증권

그림 2. PPC 및 해약율 추이



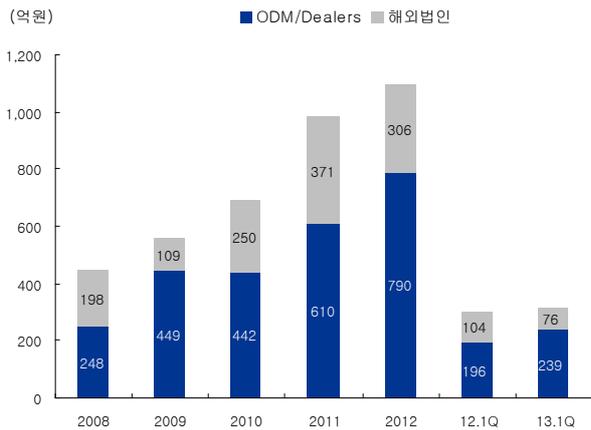
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 렌탈판매량 및 일시불 판매액 추이



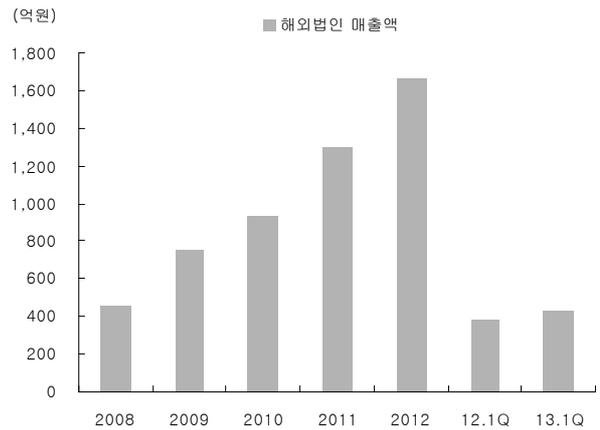
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업(수출) 매출액 추이



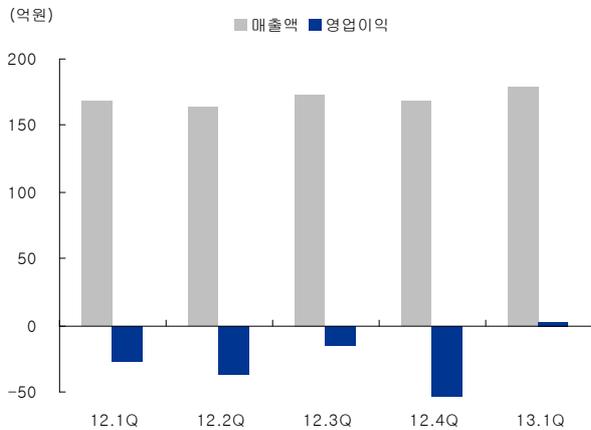
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 해외법인(현지매출) 매출액 추이



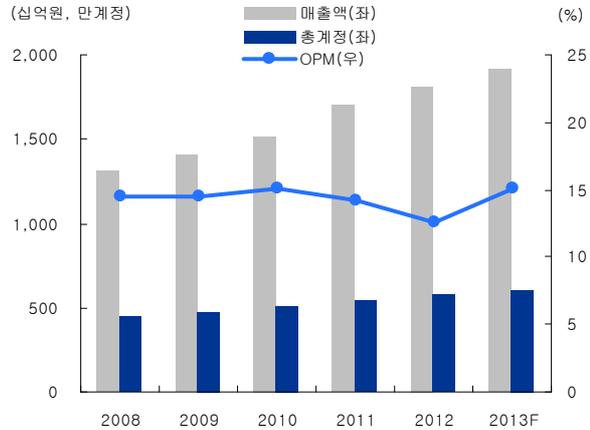
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 화장품 매출액 및 영업이익 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 7. 연도별 실적 및 총계정 추이



자료: 코웨이, 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.

종목명	담당자	담당자 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

