

SMART ON

코웨이 (021240)

BUY (유지)



유통 Analyst **이상구**
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

변화는 이미 진행되고 있다

- 주가 re-rating 국면 지속
- 2013년 수익성, 역대 최고의 해가 될 듯
- 2012년 4분기 일회성 비용으로 예상된 부진

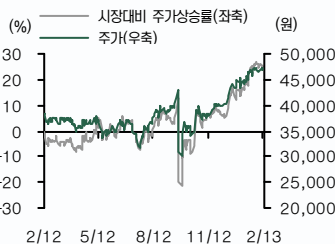
주가 re-rating 국면 지속

코웨이의 기업가치는 1) 렌탈 및 멤버십 요금 인상 가능성, 2) 저수익사업 매각, 그리고 3) 매트리스사업 안정화 등으로 제고될 전망이다. 당사는 신 경영진의 수익성 및 현금흐름 중시 전략을 감안하여 적정주가를 65,000원(FY13F PER 23배, FY14F PER 20배)으로 상향 조정한다. 당사 top pick으로 계속 유지한다.

기존처럼 SOTP 방식으로 산출되었고 EV/EBITDA 적용 배수를 기존 8배에서 10배로 상향 조정하였다. 동 배수는 지난 5년간 상단(9배)을 상회하는 것이다. 지배구조 리스크 해소와 주주가치 제고 정책이 주가 재평가로 이어질 것으로 보기 때문이다.

동일한 수익모델은 아니지만 가입자 기반으로 영업을 하고 있는 에스원(012750, BUY)이 평균적으로 EV/EBITDA 9배 내외에서 거래되고 있다. 동사의 이익 모멘텀 회복 및 이익의 안정성을 감안하면 동 배수 적용은 무리가 없어 보인다.

주가(2/15)	47,400원
적정주가	65,000원 (종전 50,000원)
산업내 투자선호도	★★★
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자의견	Overweight
시가총액	3.7조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유동주식비율	62.6%
KOSPI 지수	1981.18
KOSDAQ 지수	514.58
60일 평균 거래량	162,366주
60일 평균 거래대금	70억원
외국인보유비중	51.4%
수정EPS 성장률(12~14 CAGR)	12.5%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	17.3%
52주 최고/최저가 (보통주)	47,400원 30,150원
베타(12M, 일간수익률)	0.2
주요주주	코웨이홀딩스 등 30.9%
주가상승률	1개월 7.7% 3개월 23.9% 6개월 26.2%
절대	
상대	7.9% 17.0% 24.7%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

계산기말	12/10A	12/11A	12/12P	12/13F	12/14F
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,519.1	1,824.4	1,806.8	1,906.0	2,017.0
영업이익 (십억원)	228.8	233.2	227.8	292.0	322.0
순이익 (십억원)	177.0	167.1	119.8	246.6	236.0
자배기업순이익 (십억원)	177.0	167.1	119.8	246.6	236.0
EPS (원)	2,294	2,192	1,588	3,258	3,118
수정EPS (원)	2,294	2,192	1,955	2,812	3,118
PER* (배)	20.0 - 13.6	19.5 - 14.2	22.7 - 14.7	16.9	15.2
PBR (배)	4.1	3.7	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA (배)	8.8	7.3	8.6	7.7	7.0
배당수익률 (%)	2.6	2.9	0.0	4.4	2.2
ROE (%)	24.5	22.6	15.4	28.6	23.0
ROIC (%)	22.1	19.7	16.5	22.1	23.1

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

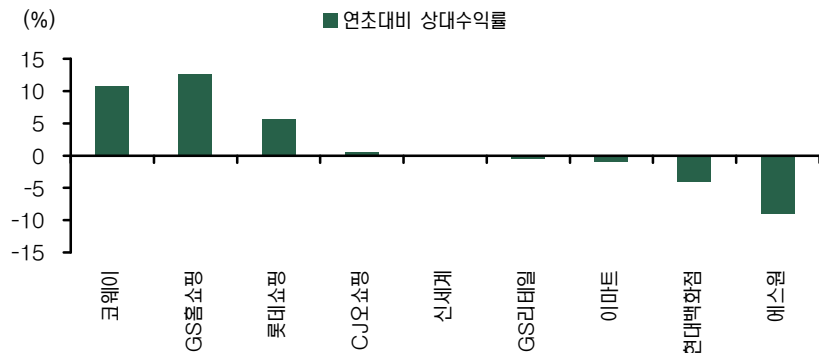
한편, 당사는 매년 당기순이익(특별손익 제외)의 40%를 배당으로 지급하고 있다. 2013년에는 2012년말 일시적으로 조정되었던 배당기산일(3월말)과 12월말 정상적인 배당을 감안할 때 2013년 배당수익률은 최소 4% 이상으로 예상된다. 이는 안정적 수익을 추구하는 투자자에게 매력적인 투자 포인트로 작용할 전망이다.

그림 1> 적정주가는 EV/EBITDA 10배, 밴드 상단 적용 시 65,000원

EBITDA(FY13F, 십억원)	504.0	
EBITDA 배수(배)	10.0	지난 5년간 상단 (9배)
영업가치	5,040.0	
세후 투자자산가치	52.5	
중국현지법인(100%)	52.5	중국소비재 평균 PER 15배 적용
기업가치	5,092.5	
순차입금	214.2	
적정가치	4,878.3	
발행주식수(백만주)	77.1	
자사주 제외 시(백만주)	74.6	
적정주가(원)	65,362	

자료: 현대증권

그림 2> 코웨이, 기업가치 변화 기대감이 추가 상승으로 이어지고 있어



자료: 현대증권

2013년 수익성, 역대 최고의 해가 될 듯

2013년 수익성은 2012년 대비 크게 개선될 전망이다. 영업이익률 15.3%로 2012년 일회성 비용 제외 시 14.1% 대비 1.2%p 개선이 예상된다. 이는 역사적 최고 수익성으로 손익 중심의 영업을 본격화됨을 의미한다. 코웨이 경영진도 2013년 가이던스 매출액과 영업이익을 각각 1.9조원(6.3%yoy), 291억원(28%yoy, 영업이익률 15.2%)로 제시하여 당사 기대치를 충족하고 있다.

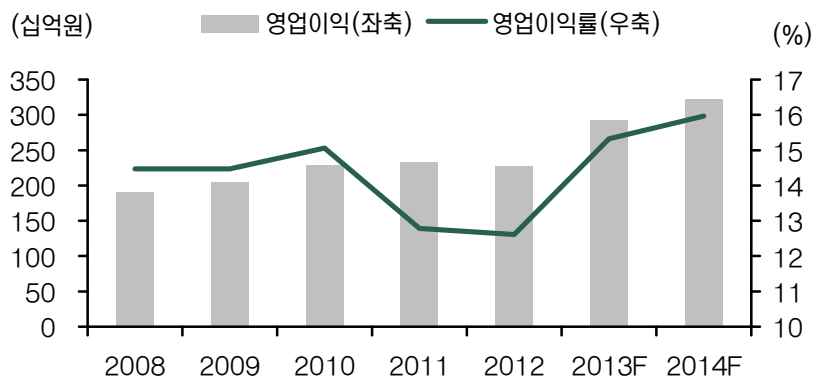
세전이익은 전년 대비 93% 증가가 예상된다. 2013년 1분기에 웅진케미칼(008000) 매각 및 이에 따른 일회성 이익(약 450억원)이 이미 잡혔다. 향후 수처리매각 등으로 현금 흐름이 좋아지면서 이자비용도 감소할 전망이다.

손익 개선은 2012년 일회성 손실 소멸 및 2013년 수익성 중심 영업을 기인한다. 2012년 일회성 손실은 1) 일본법인 손실(327억원, 영업외손실), 2) 신제품 정수기 리콜 비용 등 자산관련 손실(약 200억원) 등이다. 그리고 2012년 4분기 일회성 직원 위로금 160억원

이 없어지기 때문이다. 반면, 비용 구조는 원가 관리 및 판매비 통제 등으로 슬림화될 전망이다. 특히, 옹진그룹 관련 간접비(광고성 지원 및 MRO 등)절감 효과가 있을 것으로 전망된다.

2014년은 영업이익률이 16%로 추가적으로 0.7%p 개선될 것으로 보인다. 이는 수익구조가 정상적인 궤도로 들어섬을 의미한다. 한편, 동사의 이익은 추가 상향될 가능성이 있다. 이는 지난 6년간 물가 상승에도 불구하고, 요금 조정이 없었기 때문이다. 2012년은 시기적으로 인상이 예상되었지만 옹진사태 등으로 지연되었다.

그림 3> 수익성은 2012년 바닥으로 빠르게 회복될 듯



자료: 코웨이, 현대증권

2012년 4분기 일회성 비용으로 예상된 부진

동사 4분기 실적은 매출액과 영업이익이 전년 대비 약 4% 증가, 44% 감소하였다. 일회성 비용이 280억원 가까이 반영되었기 때문이다. 채고자산 폐기손(118억원, 원가반영)과 위로금(156억원)이 이에 해당한다. 이를 제거할 시 영업이익은 당사 및 컨센서스를 충족하는 수준이다. 세전이익은 외환관련 평가이익이 잡히면서 예상보다 개선된 모습이다.

한편, 손익에 포함되어 있지 않지만 해외사업은 명암이 엇갈리는 모습이다. 중국법인(100% 지분)은 옹진사태로 화장품 조직이 이탈되는 등 어려운 시기를 겪어 지난 4분기 적자가 난 것으로 보인다. 하지만 조직이 다시 안정화 단계에 들어가고 있어 부실 요인으로 작용할 것 같지 않다. 반면 말레이시아 및 미국법인은 계정 호조를 보이면서 이익 창출 및 월 BEP를 넘어서고 있는 것으로 파악되고 있어 긍정적이다.

그림 4> 4분기 실적은 부실 처리에 기인

(십억원)	4Q12P	%YoY	%QoQ	4Q11	3Q12	4분기 실적추정		차이(%)	
						현대증권	컨센서스	현대증권	컨센서스
매출액	460.1	3.6	0.4	444.0	458.0	515.8	484.7	(10.8)	(5.1)
영업이익	35.7	(43.6)	(43.3)	63.2	62.9	35.7	63.4	(0.3)	(43.8)
세전이익	31.7	(42.5)	79.3	55.2	17.7	29.7	60.4	6.8	(47.5)
순이익	21.6	(54.2)	67.2	47.1	12.9	22.7	45.9	(5.0)	(53.0)

자료: FnGuide, 현대증권

- 당사는 동 조서분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함
- 투자 의견 분류: 신원: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기법: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

