

코웨이 (021240)

기업분석 | 유통/화장품

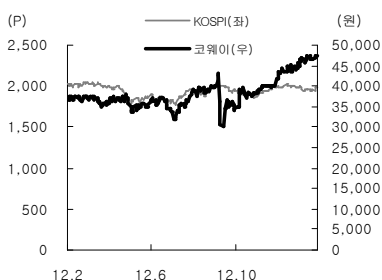
2013년 02월 18일

Analyst 안자영 ☎ 02 6915 5675 [jyahn@ibks.com]

매수(유지)

목표주가	60,000원
현재가 (2/15)	47,400원
KOSPI (2/15)	1,981.18pt
시가총액	3,656십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	47,400원
최저가	30,150원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	51.4%
배당수익률 (11.12월)	2.4%
주요제품 매출비중	
렌탈서비스	80%
일시불 및 기타	20%
주주구성	
코웨이홀딩스 외 1인	30.90%
Lazard Asset Management LLC 외 36인	14.50%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	8% 26% 24%
절대기준	8% 25% 27%

코웨이 주가추이



새 술은 새 부대에

웅진코웨이의 마지막

4분기 결과, 매출액은 전년 대비 3.6% 증가한 반면 영업이익은 43.7% 감소했다. 일회성을 고려하면 당사 추정치로도 부합하는 수준이다. 4분기를 반영한 2012년 결과는 매출액 18,068억원(+5.7%), 영업이익은 2,278억원(-6.4%)이며, 영업이익의 경우 일회성 274억원(성과위로금 156억원, 불용재고 폐기손 118억원)을 고려하면 전년 대비 4.9% 증가, 영업이익률도 연평균 수준인 14.1%를 시현한 것으로 확인된다.

코웨이로 새출발 with 사모펀드 MBK

2012년 4분기는 9월말 웅진홀딩스의 법정관리 진행에 따른 불확실성 환경을 고려하면 핵심 사업의 영업력은 다시 한 번 입증된 것으로 분석된다. 또한 2013년 1월2일 MBK의 인수완료 및 코웨이로 진행됨에 따라 사업 방향도 명확해지는 단계에 있다. 현 시점에서 확정적 결과는 국내는 수처리 사업 매각결정, 해외 법인은 중국 화장품 및 일부 ODM수출 및 직수출 위주의 운영이다. 즉 국내외를 중심으로 핵심 사업의 성장성 제고와 비핵심사업의 구조조정이 현실화 될 것으로 판단된다. 다만 지속적인 신제품 출시에 따른 가격인상 가능성은 아직 제고단계에 있어 향후 구체화에 따라 중장기 성장성 확대에도 유의미할 것으로 전망된다.

코웨이로 전략강화 및 턴어라운드 전망

동사에 대한 목표주가를 기존 45,000원에서 60,000만원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS(일회성 제외) 기준 Target P/E 25배 (주식 시장 내 Peer 종목인 에스원의 Forward P/E 20배 대비 Premium 적용)를 적용한 기업 가치로 Historically P/E Valuation 대비 30%의 할증을 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심사업 철회에 따른 판관비용 개선, 지난해 대비 일회성(불용제품폐기손, 웅진그룹 로열티 및 그룹관련 비용) 효과 등에 근거할 때 32%의 영업이익 개선이 가능할 전망이다. 또한 기대각한 웅진케미컬 관련 매각대금 1,789억원과 매각 예정에 있는 수처리 부문 장부가액 550억원의 현금성 자산을 고려한 결과이다.

(단위:십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,519	1,710	1,807	1,952	2,206
영업이익	229	243	228	297	342
세전이익	237	225	158	425	297
당기순이익	177	177	123	318	222
EPS(원)	2,296	2,296	1,589	4,119	2,875
증가율(%)	13.4	0.0	-30.8	159.2	-30.2
영업이익률(%)	15.1	14.2	12.4	15.2	15.5
순이익률(%)	11.7	10.4	6.8	16.3	10.1
ROE(%)	24.5	23.4	15.9	33.0	18.5
PER	17.6	15.9	27.4	11.5	16.5
PBR	4.9	4.8	5.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	8.8	8.4	13.7	10.7	9.0

자료: Company data, IBK 투자증권 예상

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 움직임은 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.

12년 4분기 응진코웨이로 헌 부대 정리

12.4Q 매출액 +3.6%(YoY)
 영업이익 -43.7%(YoY)
 일회성 고려하면 영업이익
 전년수준

4분기 결과, 매출액은 전년대비 3.6%증가한 반면 영업이익은 43.7% 감소했다. 일회성을 고려하면 당사 추정치로도 부합하는 수준이다. 4분기를 반영한 2012년 결과는 매출액 18,068억원(+5.7%), 영업이익은 2,278억원(-6.4%)이며, 영업이익의 경우 일회성 274억원(성과위로금 156억원, 불용재고 폐기손 118억원)을 고려하면 전년대비 4.9% 증가, 영업이익률도 연평균 수준인 14.1%를 시현한 것으로 확인된다.

2012년 4분기 계정 순증 7만
 (2012년 28만 8천)

계정수는 4분기 기준 약 7만계정(11년 3분기 11.6 만, 12년 2분기 7.8만, 3분기 6.9만, 4분기)으로 2012년 연간 28만 8천 계정이 증가하며 총계정수 574만을 시현했다. 계정 순증의 가장 큰 요인은 1)과거 대비 다소 불안정했던 영업환경 속에서도 2년 6개월 이상의 R&D 기간을 거친 신제품 출시(한뎀 정수기, 얼음정수기 등 2년 6개월 준비)를 통해 정수기 기술을 향상시켰으며 2)신사업 성장 동력이라고 할 수 있는 매트리스 사업이 5대 렌탈 상품 군으로 안착되며 총계정 11만을 시현했기 때문이다.

12년 정수기 역대 신제품 집중
 매트리스 5대 렌탈 군 정착

12년 해외사업
 수출 매출액 +12%
 현지매출 말레이시아 +53%
 미국 +57%

그 외에 해외수출 사업은 12%의 외형 성장을 보였는데 ODM사업의 경우 대형거래선이 확대되는 모습을 보였으며, 현지 렌탈사업에서 호조를 보이고 있는 말레이시아(12.4만 계정)과 미국(5.8만 계정)의 경우 연간 50% 수준의 외형 성장을 나타낸 점 역시 긍정적 이유로 판단된다.

표 1. 코웨이 12.4Q K-IFRS 개별 실적

(단위: 억원 %)

	11.4Q	12.3Q	12.4Q(P)	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	4,440	4,580	4,601	0.4	3.6	4,642	0.9	4,847	5.4
렌탈	3,537	3,643	3,643	-9.5	-6.8	3,626	10.0	-	-
일사불	319	391	324	-17.1	1.6	453	39.8	-	-
화장품	153	173	168	-2.9	9.8	150	-10.7	-	-
수출	323	280	305	8.9	-5.6	240	-21.3	-	-
기타	108	94	107	13.8	-0.9	173	61.7	-	-
매출총이익	2,936	3,065	2,938	-4.1	0.1	3,212	9.3	-	-
영업이익	632	629	*357	-43.3	-43.6	466	30.7	634	77.8
당기순이익	471	129	216	67.2	-54.2	-	-	459	112.6
GPM	66.1	66.9	63.9	-3.1	-2.3	69.2	5.3	-	-
OPM	14.2	13.7	7.7	-6.0	-6.5	10.0	2.3	13.1	5.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

*일회성비용 274억원(성과금 156억) 반영

새 술은 새 부대에

코웨이로 새출발

주력 사업의 수익성 전략 강화
 수처리 매각(장부가 550억원)
 결정

2012년 4분기는 9월말 응진홀딩스의 법정관리 진행에 따른 불확실성 환경을 고려하면 핵심 사업의 영업력은 다시 한 번 입증된 것으로 분석된다. 또한 2013년 1월2일 MBK의 인수완료 및 코웨이로 진행됨에 따라 사업 방향도 명확해지는 단계에 있다. 현 시점에서 확정적 결과는 국내는 수처리 사업 매각결정, 해외 법인은 중국 화장품 및 일부 ODM수출 및 직수출 위주의 운영이다. 즉 국내외를 중심으로 핵심 사업의 성장성 제고와 비핵심사업의 구조조정이 현실화 될 것으로 판단된다. 다만 지속적인 신제품 출시에 따른 가격인상 가능성은 아직 제고단계에 있어 향후 구체화에 따라 중장기 성장성 확대에도 유의미할 것으로 전망된다.

2013년 수익성 개선 요인
 -그룹간 비용 개선
 -렌탈 폐기손 축소
 -국내 화장품 적자 해소
 -삼성전자와 에어컨
 청소서비스 제휴

MKB파트너스의 인수와 함께 2013년 코웨이의 가시적인 실적 개선 효과는

- 1) 웅진그룹 관련 내부 거래에서 발생했던 로열티 및 그룹간 비용이 약 50~60억원의 개선효과가 기대된다.
- 2) 2012년 렌탈자산 폐기손이 지난 5년치를 일괄 반영함에 따라 약 600억원의 제조원가 손실을 반영했다. 이로 인해 2013년엔 약 50~60억원의 기저효과가 예상된다.
- 3) 또한 인수 주체가 사모드인 점에 근거할 때 사업 모델의 방향성은 핵심 사업에 집중하며 화장품에 대해서는 성장성과 수익성 모두 개선에 무게를 둘 것으로 추정된다. 구체적으로 금년에는 국내 화장품 부문의 BEP 도달이 가능할 전망으로 수익성 개선에도 기여도를 높일 전망이다. 국내 화장품의 적자규모는 2011년 193억원에서 2012년 137억원으로 축소되었는데 지난해 마케팅 투자가 거의 없었던 점에 근거한다면 매출액 672억원(11년 682억원) 규모 및 적자 수준도 상대적으로 긍정적으로 판단되기 때문이다.
- 4) 매트리스 렌탈 사업 역시 신사업 성장 동력에 주요 포인트가 될 전망이다. 사업 시작 1년만에 국내 매트리스 시장 M/S 12.3%에 도달했는데 연간 5만대 수준의 판매량을 보이고 있다. 2013년에는 삼성전자와 홈케어(삼성전자 에어컨 구매시 98,000원의 코웨이 케어 서비스 쿠폰 발행 시작) 제휴가 본격화 될 전망이다. 현재 발행한 쿠폰만 15,000장으로 사업 초기 보수적 수준이라는 점과 타 가전업체에서도 요청이 있는 점에 근거할 때 연간 20~30억원의 수수료 수입이 가능해 보인다.

표 2. 코웨이 IFRS 개별기준 2013년 전망

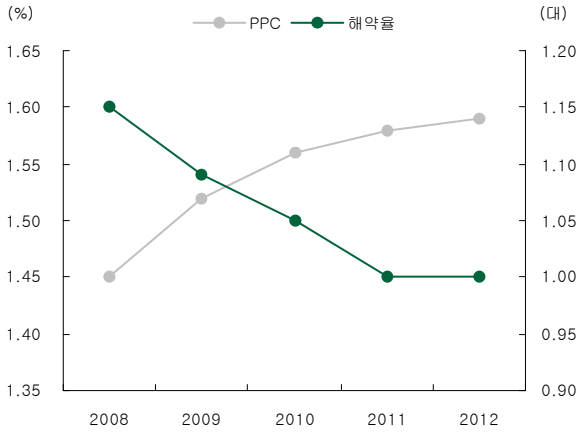
(단위: 억원 %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q(P)	13.1Q(F)	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2011	2012P	YoY	2013F	YoY
매출액	4,424	4,464	4,580	4,601	4,650	4,893	5,027	4,950	17,099	18,069	5.7	19,520	8.0
매출총이익	2,970	3,043	3,065	2,938	3,156	3,422	3,568	3,474	11,580	12,016	3.8	13,620	13.3
GPM	67.1	68.2	66.9	63.9	67.9	69.9	70.9	70.1	67.7	66.5	-1.8	69.8	5.0
영업이익	644	630	629	356	771	733	729	734	2,433	2,278	-6.4	2,967	30.2
OPM	14.6	14.1	13.7	7.7	16.6	14.9	14.5	14.8	14.2	12.6	-11.2	15.2	20.6

자료: 코웨이, IBK투자증권

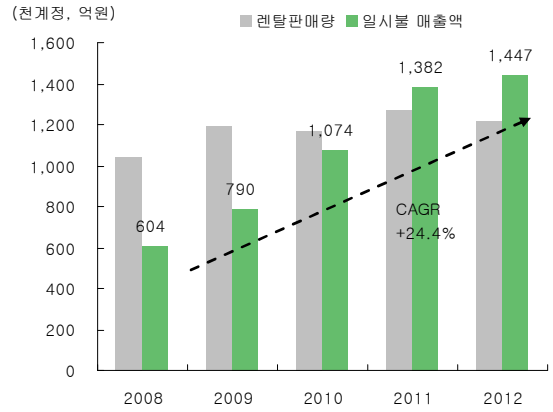
참고: 2012년 3~4분기, 2012년 연간은 모두 바뀐 회계기준 적용, 2011년, 2012년 1~2분기는 종전 기준 적용함

그림 1. 연도별 PPC 및 해약율 추이



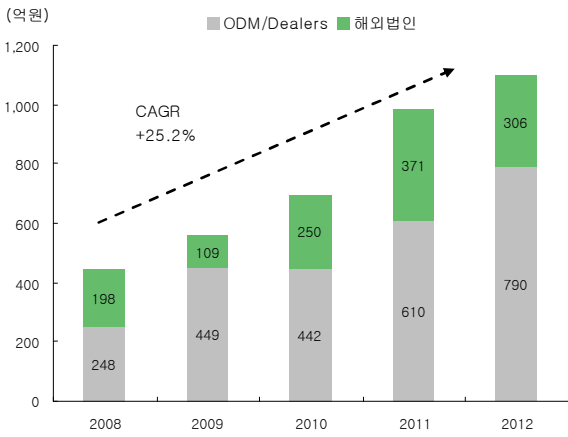
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 연도별 렌탈판매량 및 일시불 매출액



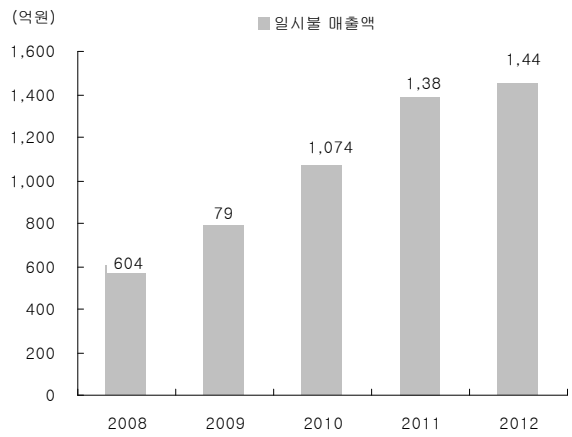
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 해외사업(수출) 매출액



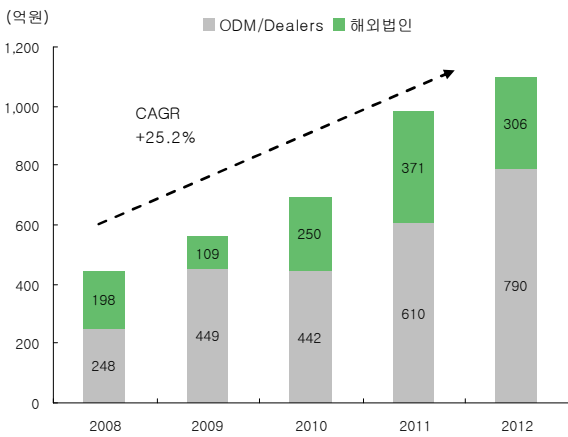
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외법인(현지매출) 매출액



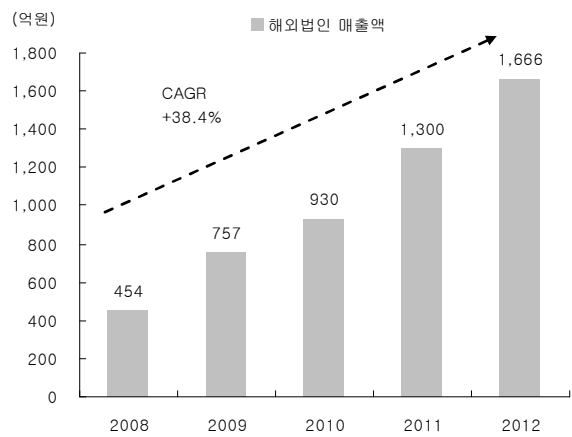
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 국내시장품 매출액 및 OPM



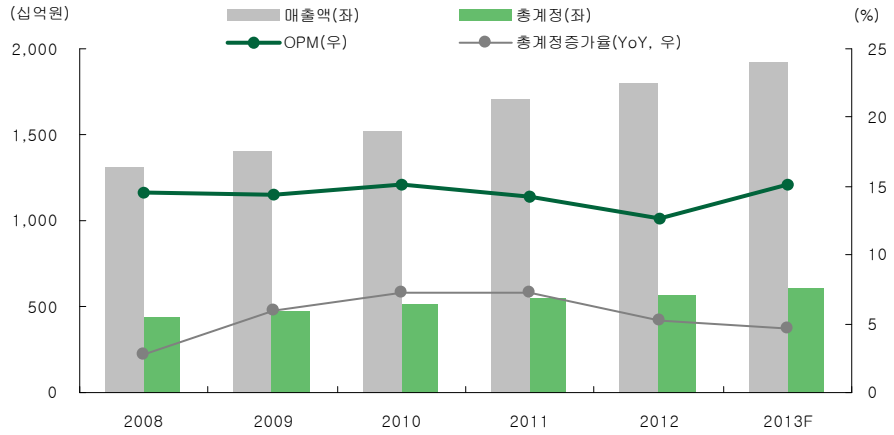
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 중국시장품 매출액 및 OPM



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 7. 연도별 실적 추이

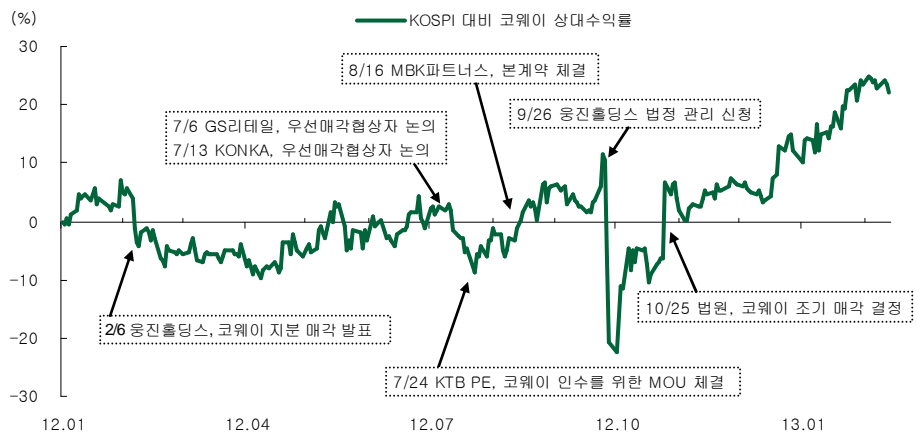


자료: 코웨이, IBK투자증권

TP 60,000원 상향
 매수 유지
 사모펀드의 수익성 위주 전략
 본격적 반영

동사에 대한 목표주가를 기존 45,000원에서 60,000만원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS(일회성 제외) 기준 Target P/E 25배(주식 시장 내 Peer 중목인 에스원의 Forward P/E 20배 대비 Premium 적용)를 적용한 기업 가치로 Historically P/E Valuation 대비 30%의 할증을 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심사업 철회에 따른 관관비용 개선, 지난해 대비 일회성(불용제품폐기손, 웅진그룹 로열티 및 그룹관련 비용) 효과 등에 근거할 때 32%의 영업이익 개선이 가능할 전망이기 때문이다. 또한 기대각한 웅진케미칼 관련 매각대금 1,789억원과 매각 예정에 있는 수처리 부문 장부가액 550억원의 현금성 자산을 고려한 결과이다.

그림 8. 2012년부터 현재의 상대주가 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

손익계산서

(십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,519	1,710	1,807	1,952	2,206
매출원가	494	552	582	590	667
매출총이익	1,025	1,158	1,229	1,362	1,539
매출총이익률 (%)	67.5	67.7	67.9	69.8	69.8
판매비	796	869	912	1,015	1,147
판매비율 (%)	52.4	50.8	50.4	52.0	52.0
조정영업이익	229	289	317	347	392
조정영업이익률 (%)	15.1	16.9	17.5	17.8	17.8
가계영입이익	0	-46	-92	-50	-50
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
기타	0	-46	-92	-50	-50
영업이익	229	243	228	297	342
영업이익률 (%)	15.1	14.2	12.4	15.2	15.5
EBITDA	383	395	263	333	377
EBITDA마진율 (%)	25.2	23.1	14.5	17.1	17.1
순금융이익	-14	-24	-64	128	-46
이자이익	-14	-24	-28	-22	-21
기타	0	0	-36	150	-25
가계영입이익	0	6	1	0	0
외환이익	0	-1	0	0	0
기타	0	8	0	0	0
중속공동자배및관계기업관련이익	22	0	-3	0	0
세전이익	237	225	158	425	297
법인세	59	48	36	107	75
계속사업이익	177	177	123	318	222
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	177	123	318	222
당기순이익률 (%)	11.7	10.4	6.8	16.3	10.1
자배주주당순이익	177	177	123	318	222
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
가계영입이익	0	-4	-2	95	0
총포괄이익	0	173	121	413	222
총포괄이익률 (%)	0.0	10.1	6.7	21.1	10.1

투자지표

(12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	2,296	2,296	1,589	4,119	2,875
EPS ² (원)	2,296	2,296	1,589	4,119	2,875
BPS ¹ (원)	8,184	7,682	8,358	12,752	14,669
CPS (원)	4,984	6,108	6,437	3,580	4,563
DPS (원)	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
PER ¹ (배)	17.6	15.9	27.4	11.5	16.5
PBR ¹ (배)	4.9	4.8	5.2	3.7	3.2
PCR (배)	8.1	6.0	6.8	13.2	10.4
EV/EBITDA (배)	8.8	8.4	13.7	10.7	9.0
배당수익률 (%)	2.6	2.9	2.4	2.2	2.2
성장성					
매출액증가율 (%)	7.6	12.6	5.9	7.8	13.0
영업이익증가율 (%)	12.0	6.0	-7.4	32.1	15.3
EBITDA증가율 (%)	8.6	3.2	-33.3	26.6	13.1
순이익증가율 (%)	15.5	0.0	-30.8	159.2	-30.2
EPS ¹ 증가율 (%)	13.4	0.0	-30.8	159.2	-30.2
수익성					
ROE ¹ (%)	24.5	23.4	15.9	33.0	18.5
ROA (%)	13.1	11.7	7.6	17.5	10.5
ROIC (%)	24.1	21.6	14.3	38.3	27.4
안정성					
유동비율 (%)	131.3	95.7	110.2	164.0	180.0
부채비율 (%)	88.2	110.6	105.3	77.5	75.1
차입금/EBITDA (배)	0.8	1.4	1.9	1.5	1.4
이자상환배율 (배)	13.0	11.5	10.8	12.9	14.0
활동성					
매출채권회전율 (배)	7.6	7.6	7.0	6.8	7.0
재고자산회전율 (배)	23.8	23.4	27.7	32.8	33.7
매입채무회전율 (배)	45.0	51.1	62.6	64.6	66.4
총자산회전율 (배)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

주: ¹자배주주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	861	1,065	930	902	886
유형자산	454	535	545	513	483
무형자산	134	156	151	146	142
투자자산	204	285	160	164	172
투자부동산	0	24	0	0	0
기타 비유동자산	69	65	74	79	89
유동자산	579	511	703	1,103	1,342
재고자산	73	73	58	62	70
유가증권	0	0	13	14	16
매출채권	207	240	279	297	336
가계유동자산	242	134	110	117	133
현금및현금성자산	56	65	243	613	788
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,440	1,576	1,633	2,006	2,229
비유동부채	234	294	200	203	210
사채	50	177	123	123	123
장기차입금	170	90	30	30	30
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	14	27	47	50	57
유동부채	441	534	637	673	746
단기차입금	74	165	228	244	275
매입채무및기타채무	38	29	29	31	35
유동상장기부채	30	110	110	110	110
가계유동부채	298	231	270	288	325
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	675	828	838	876	956
자배주주지분	765	748	795	1,130	1,273
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	140	131	131	131	131
자본조정등	-43	-99	-95	-95	-95
기타포괄이익누계액	-3	-2	-1	94	94
이익잉여금	630	678	720	959	1,103
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	765	748	795	1,130	1,273

현금흐름표

(십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	314	318	426	236	293
당기순이익	177	177	123	318	222
현금유출이없는비용 및 수익	207	294	374	-42	130
유형자산감가상각비	132	145	34	32	30
무형자산상각비	22	8	5	5	4
외환이익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	0	0	0	0
이자비용(수익)	0	24	7	22	21
기타	53	118	329	-100	75
영업활동으로인한현금흐름	-71	-112	-29	-19	-39
매출채권및기타채권의감소	-24	-35	-47	-19	-39
재고자산의감소	-18	1	20	-4	-8
매입채무및기타채무의증가	9	-10	1	2	4
기타	-38	-68	-3	2	4
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	0	-42	-41	-22	-21
투자활동으로인한현금흐름	-296	-344	-69	133	-61
투자자산의 감소(증가)	-65	-37	19	146	-33
유형자산의 감소	11	9	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	223	299	218	0	0
무형자산의 감소(증가)	-15	-7	-4	0	0
기타	-1	-9	132	-5	-10
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-3	-1	-1	-8	-17
재무활동으로인한현금흐름	-20	36	-180	1	-57
장기차입금의증가(감소)	100	30	0	0	0
사채의증가(감소)	50	123	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	2	-73	45	64	-10
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-172	-44	-225	-63	-47
현금의 증가	-7	8	178	370	175
기초현금	64	56	65	243	613
기말현금	56	65	243	613	788

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행만연	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이견 안내

종목 투자이견 (절대수익률 기준)	업종 투자이견 (상대수익률 기준)	투자 기간
적극매수 40%~ 매수 15%~ 중립 -15% ~ 15% 비중축소 ~ -15%	비중확대 +10%~ 중립 -10% ~ +10% 비중축소 ~ -10%	12개월

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

