매수(유지) / TP 60,000원

코웨이 (021240)

기업브리프 | 유통/화장품

2013년 03월 21일

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

수급 개선의 긍정적 신호, 매수 시점 도래

- 외국인 최대주주 Lazard의 6년여 만의 차익실현(공정공시 기준)으로 수급에 긍정적 신호
- 1분기 매출액 5.1%(YoY), 영업이익 19.7%(YoY)로 연간 가이던스 시현에 무리 없는 수준 추정
- 1분기 최대주주인 사모펀드의 철저한 수익성 위주 전략의 첫 단추인 점에 근거할 때 향후 실적 개선을 통한 주가 모멘텀 강화 전망
- 목표주가 60,000원 및 매수의견 유지

가이던스의 현실화, 1분기 동향 예상대로 진행

1분기 매출액 5.1%(YoY)
영업이익 19.7%(YoY) **예상**

MKB파트너스의 인수 이후 첫 단추가 될 2013년 1분기 동사의 영업동향은 연간 가이던스 시현에 부합하는 수준이 가능할 전망이다. 2012년 총계정수는 574만이며 2013년 약 27만의 계정순증이 예상된다. 2012년 1분기의 경우 장기 멤버쉽 고객에 대한 적극적인 디마케팅 실시로 일시적 해약률 또한 상승했기 때문이다. 금번 분기의 경우 보수적으로 추정해도 약 4만 순증이 가능해 보이는데 연간 추정치 대비로는 낮은 수준이지만 계절성을 고려하면 긍정적 수준으로 판단된다.

표 1. 분기별 실적추이 및 2013년 전망 (단위: 억원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q(F)	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2011	2012	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
렌탈	3,551	3,581	3,665	3,696	3,729	3,735	3,833	3,799	14,993	14,470	5.8	15,096	4.3
일시불	327	405	430	324	356	422	456	369	1,558	1,447	4.7	1,603	10.8
화장품	168	163	173	168	170	169	177	185	684	672	-1.5	701	4.3
수출	300	211	300	305	321	254	315	330	1,195	1,096	11.8	1,220	11.3
기타	78	104	151	107	74	313	246	267	740	383	0.3	900	135.0
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	68	67	64	68	70	71	70	68	67	-1.8p	70	5.0p
영업이익	644	630	629	356	771	733	729	734	2,433	2,278	-6.4	2,967	30.2
OPM	15	14	14	8	17	15	15	15	14	13	-11.2p	15	20.6p

자료: 코웨이, IBK투자증권

Company Data		(단위:십억원,배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
현재가 (3/20)	47,900원	매출액	1,519	1,710	1,811	1,952	2,206
KOSPI (3/20)	1,959.41pt	영업이익	229	242	227	297	355
시가총액	3,694십억원	세전이익	237	225	161	293	364
발행주식수	77,125천주	당기순이익	177	177	125	219	277
액면가	500원	EPS(원)	2,296	2,296	1,616	2,845	3,586
52 주 최고가	51,700원	증가율(%)	13.4	0.0	-29.6	76.0	26.1
최저가	30,150원	영업이익률(%)	15.1	14.2	12.5	15.2	16.1
60 일 일평균거래대금	8십억원	순이익률(%)	11.7	10.4	6.9	11.2	12.5
		ROE(%)	24.5	23.4	16.1	23.8	24.2
외국인 지분율	51.4%	PER	17.6	15.9	26.9	16.8	13.4
배당수익률 (배당수익률 (11.12 월))	2.4%	PBR	4.9	4.8	5.2	4.1	3.4
		EV/EBITDA	8.8	8.4	13.6	11.0	8.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

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 주가 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.

1분기를 시작으로 연간 수익성 개선의 구체적 요인은

가시성 높은 3가지 비용개선 요인

1) 웅진그룹간 내부 거래에서 발생했던 로열티 및 그룹간 비용 약 70~80억원 개선
2) 2012년 렌탈자산 폐기손이 지난 5년치를 일괄 반영함에 따라 약 600억원의 제조 원가 손실 반영. 2013년 약 50~60억원의 기저효과 예상
(비용규모:11년 447억원 (렌탈매출의 3.7%), 12년 598억원(4.7%), 13년 4% 안착 예상)
3) 국내 화장품의 적자폭 70억원 개선(환경가전 코디 활용 시너지)은 가시성이 높은 부문이기 때문이다.

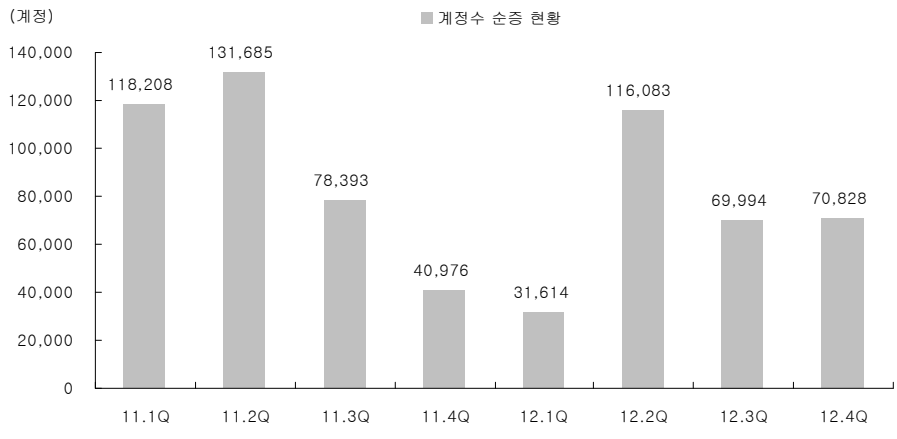
그 외에 자산 매각에 따른 순차입금 감소와 이자비용 축소 등 역시 긍정적이다. 궁극적으로 인수 주체가 사모펀드인 점에 근거할 때 사업 모델의 방향성은 핵심 사업에 집중하며 비핵심사업에 대한 적극적인 매각 계획을 가지고 있어 향후 실적 턴어라운드는 윤곽을 드러낼 전망이다.

가입자 기반의 사업 모델을 100% 활용

매트리스(총계정 11만)에서 시작된 홈케어 서비스 2013년엔 에어컨으로 (삼성전자와 에어컨 청소 서비스 쿠폰 발행)

매트리스 렌탈을 비롯한 홈케어 서비스는 중장기 성장 동력이 될 전망이다. 비록 전사 매출 비중에서는 약 2%로 미미한 수준이지 누적 고객 계정이 사업 1년 동안 11만3천 계정에 안착했다는 점은 전사 고객 순증에 유의미하기 때문이다. 이어서 2013년에는 삼성전자와 홈케어(삼성전자 에어컨 구매시 98,000원의 코웨이 청소 서비스 쿠폰 발행) 제휴가 본격화 될 전망이다. 현재 발행한 쿠폰만 15,000 장이며 타 가전업체와의 타진 가능성 및 다양한 생활가전으로의 포트폴리오 확대에 근거할 때 연간 최소 20~30억원의 수수료 수입이 가능한 것으로 추정된다.

그림 1. 분기별 계정 순증 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

IBK투자증권
121038/20130320212540

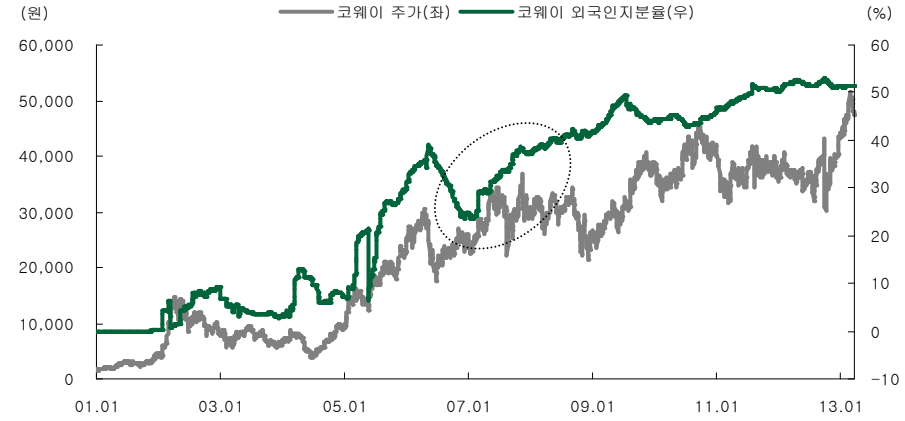
수급 개선의 긍정적 신호

외국인 최대 주주 5년 7개월 만의 차익실현으로 코웨이의 수급 개선

지난 3월 8일 공정공시에 따르면 동사의 2대주주 Lazard Asset management LLC(이하 Lazard)의 지분변동 신고가 있었는데 Lazard의 최초 5% 신고 시점은 2007년 8월 14일이며 당시 주가 수준은 기준 주가는 30,050원으로 확인된다. 금번 공시를 통해 Lazard 보유 동사 주식 중 약 1.7%(14.50%/11,179,586주→ 12.82%/9,887,868주)의 지분 매각이 확인되었다. 이는 동사에 대한 주주구성 측면에서는 긍정적으로 판단되는데 약 6년에 가까운 장기 투자자의 차익실현인 동시에 국내 투자자 입장에서는 매수 타이밍의 기회로 이어질 수 있기 때문이다.

한편 동사는 2013년 두 번의 현금배당 정책(2012년 배당의 2013년 1분기로 연기)을 제시하고 있는데 배당락 시점 역시 수급 개선의 기회가 될 전망이다.

그림 2. 코웨이의 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 코웨이, IBK투자증권

코웨이로 전략강화 및 턴어라운드 전망

단순 Valuation에 근거하지 말고 동종의 수익 모델과 비교할 경우 Valuation 메리트 충분

동사에 대한 목표주가 60,000만원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 수정 EPS(일회성 제외) 기준 Target P/E 25배(주식 시장 내 Peer 종목인 가입자 기반 사업구조를 지닌 에스원의 Forward P/E 20배 대비 Premium 적용)를 적용한 기업 가치로 Historically P/E 대비 20%의 할증을 적용한 수준이다. Valuation Premium 근거는 핵심사업의 턴어라운드와 비핵심사업 철회에 따른 판관비용 개선에 있으며 국내외 화장품, 해외사업의 손실 규모 축소, 고객기반을 철저히 활용한 홈케어 서비스 등의 효율적인 신사업에 있다. 또한 기매각한 웅진케미컬 관련 매각대금 1,730억원과 매각 예정에 있는 수처리 부문 장부가격 550억원의 현금성 자산을 고려한 결과이다.

표 2. 2012년 코웨이 해외법인 실적 (단위: 억원)

	중국법인	미국법인	태국법인	말련법인	일본법인
지분율	100%	100%	100%	100%	100%
매출액	581	304	123	544	57
영업이익	0.07	-16	-20	19	-3
당기순이익	-3	-15	-17	31	-7

자료: 코웨이, IBK투자증권

121038/20130320212540

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

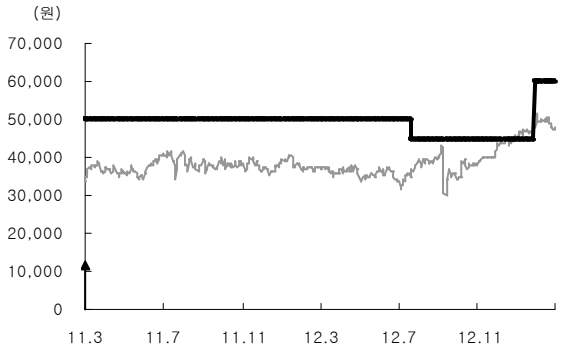
종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
						해당사항없음						

투자의견 안내

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

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

코웨이 [매수 / TP: 60,000 원]



121038/20130320212540