

SMART
ON

코웨이 (021240)

BUY (유지)



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

RA **강재성**
02-2003-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

요금 인상과 재무각되는 주식가치

- 요금 인상 효과는 2014년부터 본격 기여
- 요금 인상은 이익모멘텀 증가로 이어져
- 1Q13 preview, 영업이익 8%yoy로 안정적 성장 예상

요금 인상 효과는 2014년부터 본격 기여

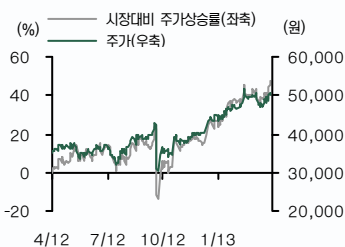
동사는 4/1일부로 신규 고객 대상으로 렌탈 및 멤버십 가격을 조정하였다. 동사의 수익 모델을 고려할 때 2013년 손익 영향은 미미하다. 하지만 2014년 영업이익이 기존 예상치 대비 약 5%, 2015년은 9% 증가하는 긍정적인 정책으로 판단된다.

동사의 주가는 지난 6개월간 급등 이후 조정을 받고 있다. 주식가치가 FY13F PER 17배로 비싸게 보일 수 있지만 FY14F PER은 15배에 불과하다. 경기 영향이 크지 않은 수익 모델과 향후 3년간 영업이익(CAGR)이 18% 증가하는 등 높은 이익 모멘텀 감안 시 여전히 저평가되어 있다. 당사 top pick으로 계속 유지한다.

요금 인상은 이익모멘텀 증가로 이어져

동사는 2006년부터 렌탈 요금 등 가격 조정을 통해 수익성 제고 노력을 경주해 왔다. 2006년에 렌탈 요금 6%, 멤버십 요금 20%가 인상되었다. 신규 고객을 대상으로 이루어졌는데 인플레이션 등을 반영한 것이다.

주가(4/5)	50,000원
적정주가	65,000원
산업내 투자선호도	★★★
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자의견	Overweight
시가총액	3.9조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유동주식비율	62.7%
KOSPI 지수	1927.23
KOSDAQ 지수	547.51
60일 평균 거래량	199,603주
60일 평균 거래대금	96억원
외국인보유비중	51.4%
수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	31.3%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	14.8%
52주 최고/최저가 (보통주)	51,700원 30,150원
베타(12M, 일간수익률)	0.2
주요주주	코웨이홀딩스 30.9%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	1.0% 11.9% 45.8%
상대	5.7% 16.8% 50.9%



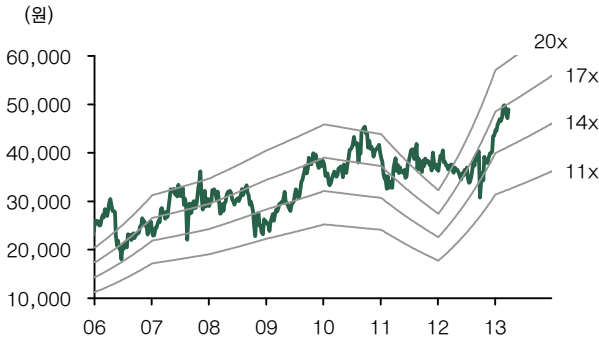
리서치센터 트위터 @QnA_Research

계산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	1,824.4	1,992.8	2,106.0	2,237.0	2,392.0
영업이익 (십억원)	233.2	226.1	296.2	339.8	375.6
순이익 (십억원)	167.1	94.0	249.8	249.5	276.6
자배기업순이익 (십억원)	167.1	94.0	249.8	249.5	276.6
EPS (원)	2,192	1,247	3,299	3,294	3,652
수정EPS (원)	2,192	1,615	2,854	3,294	3,652
PER* (배)	19.5 - 14.2	27.5 - 17.7	17.5	15.2	13.7
PBR (배)	3.7	4.2	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA (배)	7.3	9.3	8.0	7.0	6.5
배당수익률 (%)	2.9	0.0	4.2	2.1	2.1
ROE (%)	22.6	12.3	26.1	24.0	22.6
ROIC (%)	19.7	17.3	19.5	24.4	25.5

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

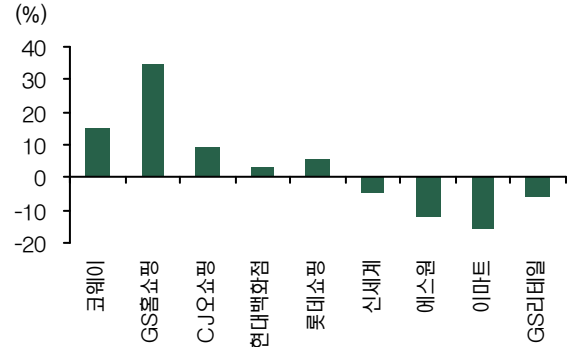
자료: 코웨이, 현대증권

그림 1> 주가 재평가(PER) 지속될 듯



자료: Quantwise, 현대증권

그림 2> 코웨이, 2013년 들어 시장대비 수익률 호조



자료: Quantwise, 현대증권

요금 인상은 이익모멘텀 증가로 이어져(계속)

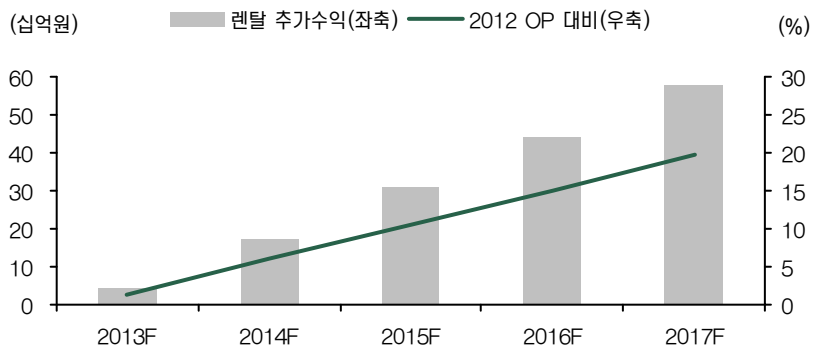
2009년에는 렌탈 의무사용기간을 1년에서 2년으로 조정하고 초기 요금 부담을 낮추는 등 가격 체계를 통해 렌탈 요금이 6% 인상되는 효과를 보았다. 2012년에도 요금 조정이 기대되었는데 그룹 사태로 인해 지연되었다.

2013년에는 7년만에 요금 인상이 이루어졌다. 인상률은 당사가 3/4일 발간한 in-depth 리포트의 평균 6% 가정과 약간의 차이가 있다. 인상률이 제품 판매 구성에 따라 달라지는데 대체로 렌탈 5-6%, 재렌탈 5%, 멤버십 7%이다. 기존 고객의 재렌탈 인상률이 신규 고객보다 낮아진 것이다.

연 판매대수 120만대와 이 중 재렌탈 비율 40% 가정 시 추가 매출은 2013년 약 60억 원, 2014년 250억 원, 2015년 440억 원으로 수정 조정되었다. 요금인상에서 발생하는 추가 이익은 2013년 약 40억 원, 2014년 170억 원, 2015년 310억 원으로 하향되었다. 추가 이익 기여는 2013년 1%에 불과하지만 2014년 5%, 2015년에는 9%로 확대될 전망이다.

동사가 요금 인상 시 고객 이탈 등 부작용 우려도 예상된다. 하지만 동 조치는 신규 고객을 대상으로 하고 있고 후발업체들도 동반 인상하는 경우가 많아 해약 증가 등 이탈 현상은 없을 전망이다.

그림 3> 요금 인상 효과는 기하급수적으로 반영될 듯



자료: 현대증권

그림 4> 2014년 손익 약 6% 상향 조정

(십억원)	2012	변경후			변경전			변경률 (%)		
		2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
IFRS 별도기준										
매출	1,806.8	1,912.0	2,042.4	2,195.1	1,906.0	2,017.0	2,150.0	0.3	1.3	2.1
영업이익	227.8	296.2	339.8	375.6	292.0	322.0	344.0	1.4	5.5	9.2
순이익	119.8	249.8	249.5	276.6	246.6	236.0	251.0	1.3	5.7	10.2
수정EPS (원)	1,955	2,854	3,294	3,652	2,812	3,118	3,316	1.5	5.6	10.1

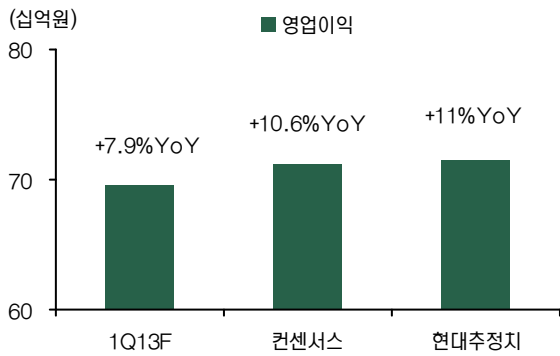
자료: 현대증권

1Q13 preview, 영업이익 8%yoy로 안정적 성장 예상

동사의 1분기 실적(개별 기준)은 5월초에 발표될 것으로 보인다. MBK파트너스 인수 이후 변화된 영업 전략을 접할 수 있는 시기이다. 수익성 중심의 영업으로 매출 성장은 5%yoy에 그칠 전망이지만 영업이익은 8%yoy로 영업이익률 15% (2013년 가이던스 15.2%)로 추정된다.

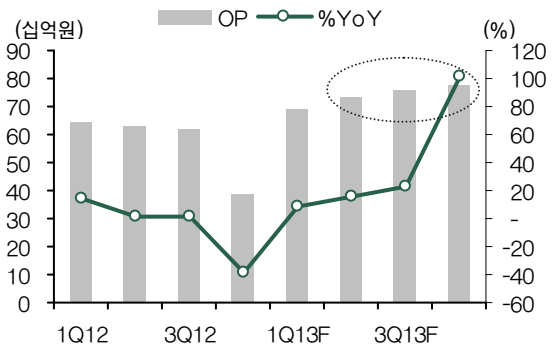
환경가전의 수익성 제고와 국내 화장품사업의 적자 축소가 손익 개선으로 이어질 전망이다. 단지 이익 개선 정도가 선비용 집행으로 예상보다 높지 않을 것으로 판단된다. 하지만 2013년 영업이익률은 당사 기존 추정 15.3%(요금인상 후 15.5%)를 달성할 수 있을 전망이다. 이는 하반기 이후 비용 절감과 수익성 중심의 영업이 가시적 결과로 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

그림 5> 1Q13 이익은 안정적인 개선 예상



자료: FnGuide, 현대증권

그림 6> 2Q13 이후 이익 개선 폭 높아질 듯



자료: 현대증권

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자권선 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 가업: 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 (추가 — , 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.

