

코웨이 (021240, BUY)

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

□ 투자포인트

- 사모펀드 MBK파트너스 인수 이후 수익성 및 현금 흐름 증시 전략으로 변경
- 서비스 요금 인상과 저수익사업 매각 등으로 이익 모멘텀 강화 및 현금흐름 호조 예상
- 가입자 기반 우수한 수익 모델과 재평가 감안 시 PER 밴드 상단 넘어선 23배 적용한 적정주가 65,000원 제시

□ 아시아지역 진출현황

구분	중국	인도네시아	태국	말레이시아	필리핀	베트남	기타
★진출형태 매출규모 / 비중 (십억원 / %)	★판매법인 65.1 / 3		★판매법인 12.9 / 1	★판매법인 68/3			

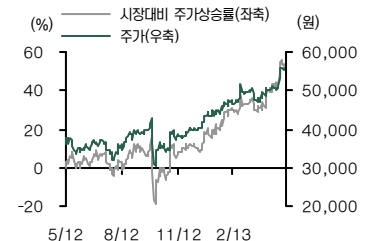
가입자 기반 및 수익성 강화 감안 시 재평가 정당화

동사의 주가는 FY13F PER 19.6배, FY14F PER 17배에 거래되고 있다. 이는 역사적 밴드(15-20배) 대비 비싼 수준이 아니다. 동사의 주가는 지배구조 변화 및 강화된 이익 모멘텀으로 재평가되고 있다. 동사는 가입자 기반과 경기 변동성이 적은 수익모델을 보유하고 있고 ROE가 20%를 상회하고 있어 높은 주가가치 적용이 가능하다.

향후 3년간 수정 EPS는 서비스 요금 인상과 차입금 급감 감안 시 CAGR 31%로 추정된다. 이는 현 주가가치가 PEGR 기준 여전히 저평가되어 있음을 나타낸다. 필수소비재업체들의 평균 PER 18배와 동사의 이익 모멘텀 감안 시 더 높은 주가가치 적용이 예상된다. 또한 배당 성향도 최소 45%를 유지하고 있고 높은 잉여현금 창출 능력을 감안할 때 배당 성향은 높아질 전망이다. 이는 주가가치를 제고하는 정책으로 이어질 수 있어 주가 촉매제로 작용할 전망이다.

주가(5/3)	56,000원	유동주식비율	62.7%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	14.4%				
적정주가	65,000원	60일 평균 거래량	210,804주	52주 최고/최저가 (보통주)	56,000원				
산업내 투자선호도	★★★	60일 평균 거래대금	105억원	베타 (12M, 일간수익률)	0.1				
시가총액	4.3조원	외국인보유비중	50.8%	주요주주	코웨이홀딩스 30.9%				
발행주식수 (보통주)	77,124,796주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	31.3%						
결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F	주가상승률	1개월	3개월	6개월
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	절대	11.1%	19.3%	47.4%
매출액 (십억원)	1,824.4	1,992.8	2,106.0	2,237.0	2,392.0	상대	12.1%	18.8%	43.8%
영업이익 (십억원)	233.2	226.1	296.2	339.8	375.6				
순이익 (십억원)	167.1	94.0	249.8	249.5	276.6				
지배기업순이익 (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	19.6	17.0	15.3				
PBR (배)	3.7	4.2	4.4	3.8	3.2				
EV/EBITDA (배)	7.3	9.3	8.9	7.9	7.3				
배당수익률 (%)	2.9	0.0	3.8	1.9	1.9				
ROE (%)	22.6	12.3	28.7	24.0	22.6				
ROIC (%)	19.7	17.3	19.6	24.4	25.5				

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: 코웨이, 현대증권



해외사업, 가시적인 성과가 나타남

아시아지역에서 환경 가전사업 영위

동사는 현지법인 설립을 통해 중국, 일본, 말레이시아 및 태국에서 환경가전을 주요 사업으로 영위하고 있다. 대부분 법인이 소폭 적자를 보이고 있으나 말레이시아는 2012년 흑자 전환하였다.

일본법인 청산 수순으로 해외 부실 줄어

일본법인은 웅진그룹 대주주와 결별하며 2012년 부실을 정리, 사업을 접는 수준에 있다. 중국법인은 화장품부문에서 연 100억원 정도 이익이 발생하였으나 웅진 사태로 2012년 소폭 적자로 전환되었다. 하지만 조직 정비 및 안정으로 2013년은 손익 개선이 예상되고 순현금 기조 감안 시 부실 가능성은 거의 없어 보인다

ASEAN 진출 형태	인도네시아	태국	말레이시아	필리핀	베트남	중국
현지생산-역외수출						
현지생산-현지판매						
한국에서 수출		★	★			★
현지법인형태로 진출		★	★			★

중국 청정기 수출 및 말레이시아 방판 주목

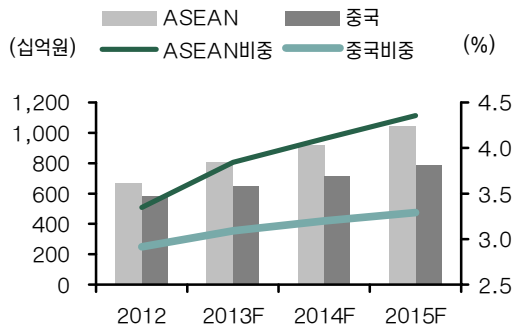
말레이시아법인은 2012년 흑자 전환

말레이시아법인은 우수한 금융시스템과 성공적인 방판사업으로 선전하고 있다. 2012년 당기순이익이 약 30억원을 기록하며 흑자 전환하였다. 이는 계정이 BEP를 넘어서는 12만건을 기록하여 규모의 효과가 나오기 시작하였기 때문이다. 2013년 매출액과 영업이익은 680억원, 27억원으로 전년 대비 각각 25%, 42% 증가할 것으로 전망된다.

중국은 Philips 통한 OEM 매출 급증

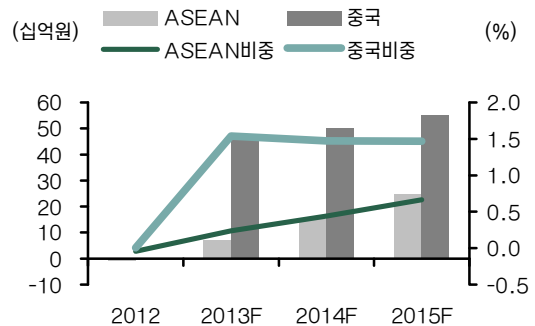
동사는 중국에서 성공적인 청정기 판매를 보이고 있다. 지난 4월까지 매출 규모가 2012년 매출 규모와 유사한 것으로 파악되고 있다. 다국적 유통업체 Philips를 통해 OEM 판매를 하고 있는데 성능 및 디자인측면에서 비교 우위에 있는 느낌이다.

아시아지역 매출액 전망 및 비중



참고: 전체 매출에서 아시아가 차지하는 비중
자료: 현대증권

아시아지역 영업이익의 전망 및 비중



참고: 전체 영업이익에서 아시아가 차지하는 비중
자료: 현대증권

글로벌 경쟁기업이 없는 독특한 수익모델

코웨이, 필수소비재 성격 및 경기변동성 적은 모델 보유

동사의 사업은 대부분 방판을 통해 이루어지고 있다. 해외에서는 찾아보기 힘든 수익 모델이다. 동사의 제품은 필수 소비재 성격이 강하다. 정수기는 대도시 기준 가구의 70% 이상이 보유하고 있고 동사 기준 평균사용기간은 3-4년이기 때문이다.

코웨이, 높은 CAGR 감안 시 저평가

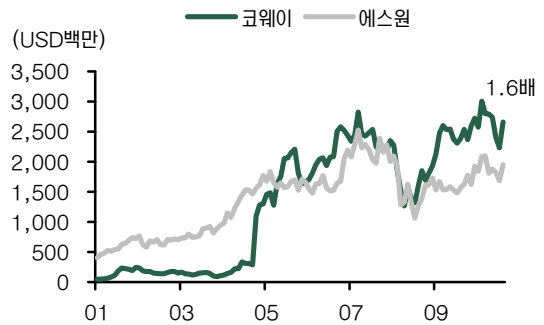
동사의 2013년 기준 EV/EBITDA 및 PER은 각각 9배, 20배이다. 현대 유니버스 필수 소비재의 평균 EV/EBITDA 및 PER 11배, 18배 대비 비싸지 않다. 특히 동사의 향후 3년간 CAGR (영업이익 18%, EPS 30%) 감안 시 주식가치 매력은 높다.

국내 필수소비재 업체 대비 주식가치 비싸지 않아

(십억USD)	코웨이	필수소비재(국내)	Gap(배)
시가총액	3.5	38.2	0.1
매출액	1.87	28.67	0.1
영업이익	0.26	3.12	0.1
순이익	0.22	2.14	0.1
PER(배)	17.7	17.8	1.0
ROE(%)	28.7	13.9	2.1
PBR(배)	4.0	2.4	1.7
EPS Growth(%)	76.7	25.1	3.1

참고: FY2013F기준
 자료: 현대증권, Bloomberg

코웨이, 유사 가입자 기반 에스원 대비 프리미엄 정당화



자료: 현대증권, Thomson Reuters