

코웨이(021240)

매수(유지)
목표가: 63,000원(상향)
종가(5/10): 52,800원

불황기에 돋보이는 견고한 수익 구조, 높은 이익 가시성

■ What's new : 내용 면에서는 더욱 견고한 수익성 개선

1분기 별도 기준 매출액은 전년대비 5.2%, 영업이익은 7.9% 증가해 Consensus에 부합했다. 순이익은 웅진케미칼 매각 차익 448억원이 발생해 전년대비 95% 급증했고, 일회성 요인을 감안한 순이익은 전년대비 12% 증가했다. 영업이익률은 1Q12 14.5%에서 금년 1분기 14.9%로 상승했는데, 연말 상여 충당금을 1분기에 미리 설정, 관련 비용을 제외하면 영업이익은 두 자리수 성장한 것으로 추정된다. 실제 1~2월 영업이익률은 16%대까지 상승했던 것으로 파악된다. 판관비율은 상여 충당금 설정에도 불구하고 전년 동기대비 0.7%p 하락, 렌탈 자산 폐기손실 감소와 타이트한 마케팅 비용 관리 등이 돋보였다. 화장품 사업 흑자 전환도 주목할 만하다.

■ Positives : 양호한 가입자 증가와 단가 인상으로 2분기 이후 전망도 긍정적

1분기 말 렌탈 가입자 수는 580만에 달해 전년동기대비 5.6% 증가했고 분기 가입자 순증은 52,600명으로 정수기, 청정기, 비데 등 주력 제품 위주로 양호한 가입자 증가세가 지속되었다. 금년 계정수 순증 가이던스는 27만이다. 매트리스 등 저가 렌탈 상품 확대에도 불구하고 렌탈 ARPU도 전년대비 0.8% 상승했다. 2분기는 계절적 성수기이고 양호한 가입자 증가 추세와 타이트한 판관비 관리로 수익성 개선폭은 1분기보다 확대될 것으로 예상된다. 또한 4월부터 시작된 단가 인상에 힘입어 점진적인 수익성 개선이 예상된다. 그 외 일시불 매출 호조와 해외 법인 실적 개선을 통해 향후 성장성을 기대할 수 있다. 세습기, 안마기 등 환경 가전, 웰빙 상품 아웃소싱 역량에 힘입어 일시불 매출이 13% 증가했고, 말레이시아와 미국 법인 환경 가전 사업 매출액도 30%이상 고성장했다.

■ Negatives : 신규 사업에서의 의미 있는 성과는 아직

국내와 중국 화장품 사업이 부진하다. 국내는 건강식품 신제품 효과로 전년대비 6.5% 신장했으나 기존 화장품 매출액은 소폭 역신장했고 중국 화장품 매출액도 전년대비 감소했다.

■ 결론 : 견고한 비즈니스 모델, 높은 이익 가시성, 목표주가 63,000원으로 상향

주가는 지속적으로 시장 대비 초과 상승, 현재 12MF PER 16배에 거래되고 있다. 목표주가를 기존 56,000원에서 63,000원으로 상향한다. 밸류에이션 시점을 이전하고 목표 PER을 기존 17.3배에서 19배로 상향했다. 불황기에 국내 시장에서 독점적인 MS와 가입자 기반의 안정적인 수익 모델이 부각된다. 지배구조 개선 기대감과 수익성 개선 노력까지 더해져 밸류에이션 상승이 지속될 전망이다. 목표 PER 19배는 과거 밸류에이션 상단 21배보다 10% 할인되었고 우리 Universe 생활용품 2013F 평균 PER 22.2배보다 15% 할인된 수준이다

	1Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	466	465	(0)	478	1.1	5.2	1,922	1,971
영업이익	69	69	0	72	94.2	7.9	295	307
영업이익률(%)	14.8	14.9	0	15	7.1	0.4	15.3	15.6
세전이익	107	115	8	107	262.2	106.7	319	312
순이익	85	80	(6)	81	271.4	94.5	242	236

*상기 보고서는 2013년 5월 11일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.