

코웨이 (021240)

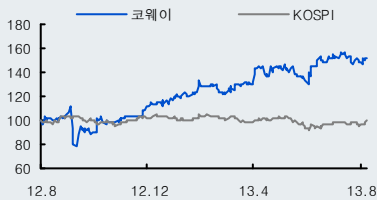
‘소유의 종말’ 이후 최적의 선택

생활소비재

Initiation Report
2013. 9. 2

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	75,000
현재주가(13/08/30, 원)	58,800
상승여력	28%

영업이익(13F, 십억원)	303		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	300		
EPS 성장률(13F, %)	116.7		
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.6		
P/E(13F, x)	17.5		
MKT P/E(13F, x)	9.8		
KOSPI	1,926.36		
시가총액(십억원)	4,535		
발행주식수(백만주)	77		
유동주식비율(%)	65.9		
외국인 보유비중(%)	52.7		
배타(12M, 일간수익률)	0.09		
52주 최저가(원)	28,650		
52주 최고가(원)	60,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	18.0	50.0
상대주가	-0.7	22.9	49.0



호텔/레저/생활소비재

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

코웨이에 대해 매수 투자이견으로 커버리지 개시

환경개선 렌탈시장의 독보적 1위 업체인 코웨이에 대해 투자이견 매수로 커버리지를 개시한다. 코웨이는 MBK파트너스와의 지분 매각이 결정되고 2013년부터 개별 기업으로 새롭게 도약하게 되어 본격적으로 펀더멘탈에 기반한 평가가 가능한 국면에 진입했다고 판단한다.

투자이견 매수를 제시하는 이유는; 1) 옹진그룹에서 분리된 이후 본격적으로 본 사업과 수익성 중심의 사업 전개가 가능해졌고, 2) 기존 렌탈 시장 내에서의 독보적인 입지를 활용한 다양한 신규사업이 추진될 예정이며, 3) 2006년 이후 처음으로 렌탈료 인상을 결정해 추가 비용 증가 없이 현금흐름 및 이익 증가가 예상되고, 4) 지난 1월 옹진케미칼 매각 완료로 연결 실적의 변동성 요인이 완화돼 긍정적이며, 5) 말레이시아와 미국 법인을 중심으로 해외 법인 실적의 턴어라운드 가 본격화될 전망이다.

단기 Catalysts: 구조개편 + 렌탈사업 수익성 개선, 해외 수출사업 본격 성장기 진입

경영권 교체 이후 가장 큰 변화 중 하나는 수익성이 낮은 사업에 대한 검토와 의사 결정이 매우 신속하고 정확하게 이루어지고 있다는 점이다. 렌탈과 서비스 사업으로의 집중도가 높아지며 품질과 고객 서비스 강화로 해지를 하락, 렌탈자산 폐기손실 축소가 기대보다 빠르게 진행되고 있다. 성장 가능성이 낮고 수익성이 저조한 일본 법인은 지난 2분기에 매각이 결정되었고 중국 법인은 적극적인 구조 개편 중으로 보다 긍정적인 변화와 전사 수익성 개선에 대한 기대감이 고조되는 상황이다.

그룹 리스크 해소와 품질 강화에 힘입어 수출 부문은 본격적인 성장 국면에 진입했다. 말레이시아, 미국 등지 주요 계열사의 계정 성장이 가파르게 진행되고 있으며 필립스, 샤프 등 해외 고객사향 ODM 매출도 급증하고 있다. 2012년 전체 매출의 6.1%에 불과했던 수출부문은 2015년 14.3%까지 확대되며 탑라인 성장을 주도할 전망이다.

Valuation & Risks

코웨이에 대해 투자이견 매수와 DCF valuation(Rf 2.9%, WACC 6.2%, g 2.0%)으로 산출된 적정주가 75,000원을 제시한다. DCF valuation을 적용한 이유는 렌탈 사업의 특성상 현금흐름의 가시성이 높고, 독특한 사업모델을 보유하고 있어 상대 밸류에이션 기법 적용이 적합하지 않다고 판단하기 때문이다. 적정주가의 2014년 기준 implied P/E는 21.6배이며 최근 5년 평균 historical P/E 18.0배 대비 19.8% 할증된 수치이다. 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

주요 리스크 요인으로는; 1) 후발 업체들의 저가 물량 공세에 대응하는 과정에서 전반적인 ASP가 정체 또는 하락할 경우, 2) 제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우, 3) 화장품 사업의 수익성 개선이 지연될 경우 등으로 분석된다

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,502	1,710	1,807	1,954	2,119	2,303
영업이익(십억원)	254	243	228	303	345	385
영업이익률 (%)	16.9	14.2	12.6	15.5	16.3	16.7
순이익(십억원)	183	177	120	260	268	301
EPS (원)	2,376	2,296	1,553	3,365	3,478	3,907
ROE (%)	26.0	24.0	15.4	29.1	25.0	23.7
P/E (배)	17.0	15.9	28.1	17.5	16.9	15.1
P/B (배)	5.1	4.0	4.6	5.0	4.1	3.5

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

I. Investment summary

코웨이에 대해 투자의견 매수로 커버리지 개시

환경가전 렌탈시장의 독보적 1위 업체인 코웨이에 대해 매수 투자의견으로 커버리지를 개시한다. 코웨이는 지난 1월 MBK파트너스로 지분 매각이 완료되며 웅진그룹으로부터 완전히 분리되었다. 2012년까지 그룹 리스크와 경영권 관련 불확실성이 고조되며 본사업 가치로부터 디스카운트를 받아왔으나 2013년부터 개별 기업으로 새롭게 도약하게 되어 본격적으로 펀더멘털에 기반한 투자가 가능한 국면에 진입했다고 판단한다. 경영진 교체 이후 수익성이 낮은 사업에 대한 검토와 의사 결정이 빠르게 진행되고 있어 사업구조 개선의 본격화가 기대되는 시점이다.

향후 독보적 경쟁력을 지니고 있는 환경가전사업과 렌탈사업에 집중하고 사업 효율성 강화에 주력할 것으로 보여 점진적인 수익성 개선이 진행될 것으로 예상된다. 중기적 매크로 경제 환경이 여전히 불확실한 가운데 안정적인 현금흐름을 기반으로 한 특유의 사업모델에 대한 매력은 더욱 부각될 수 있을 것으로 보인다.

투자포인트: 사업 집중도 강화와 신규사업 전개, 해외 계열사 안정화의 복합 모멘텀

코웨이에 대해 투자의견 매수를 제시하는 이유는 다섯 가지이다.

- 1) **수익성 개선과 환경가전, 렌탈 사업 중심의 사업 역량 강화가 기대된다.** 과거 본업과 관련도가 낮은 그룹 차원의 프로젝트에 동참해야 하는 경우가 많았다. 웅진그룹에서 분리된 이후 기존 렌탈사업으로의 집중도 강화와 판매비 감축을 통한 수익성 개선이 본격화될 것으로 예상된다.
- 2) **'환경'적 요소와 '렌탈' 시스템을 활용한 신규사업 전개가 활발히 진행 중이다.** 코웨이는 다양한 신규 사업 진행에 있어 주체적이고 혁신적인 행보를 보여왔다. 최근 환경관리 서비스로의 영역 확대도 빠르게 이루어지고 있으며 렌탈 시장의 독보적인 입지를 기반으로 향후 진행될 신규 사업의 성공 가능성도 높다고 판단된다.
- 3) **7년 만의 요금 인상으로 ASP 상승효과가 기대된다.** 코웨이는 2006년 이후 처음으로 렌탈료(4월부터 +5%)와 멤버십 단가(5월부터 +6%)인상을 진행했다. 요금 인상 효과와 렌탈등록비 매출 재개로 추가 비용의 부담 없이 이익 증가와 현금흐름 개선이 예상된다.
- 4) **계열사 리스크에서 자유로워졌다.** 2013년 1월 웅진케미칼을 웅진그룹에 매각 완료하며 본사업과 관련도가 낮은 계열사 정리는 어느 정도 마무리되었다. 연결 실적의 변동성 요인이 제거되고 사업 역량 집중도가 강화될 수 있어 긍정적이다.
- 5) **해외 법인 실적은 2013년 내 턴어라운드 가능할 것으로 예상된다.** 말레이시아 법인은 가파른 성장을 지속 중이고 미국 법인은 지난 2분기 BEP에 도달했다. 중국 사업은 구조 재편 과정에 있으며 일본 법인은 2분기에 매각돼 향후 성장성과 안정성이 입증된 계열사 중심의 영업력 강화가 기대된다.

Valuation: 투자이건 매수, 목표주가 75,000원(14F implied P/E 21.6x)

코웨이에 대해 DCF valuation으로 산출된 **목표주가 75,000원과 매수 투자이건을 제시한다**. 목표주가의 14F implied P/E 21.6배는 **과거 5년간 평균 P/E배수 대비 19.8% 할인된 수치**이다. 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

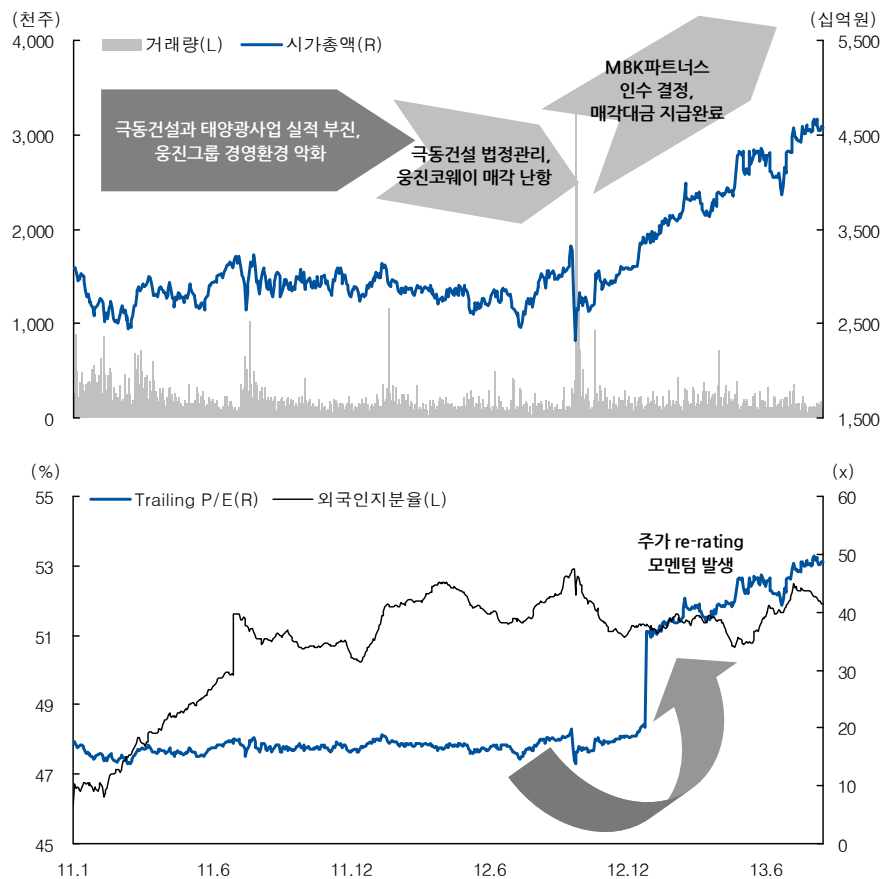
또한 기존의 높은 밸류에이션이 유지될 수 있는 근거는 1) 주요 제품의 시장점유율이 40~60%로 시장 지배력이 막강하고, 2) 렌탈사업의 특성상 타 산업 대비 안정적 현금흐름의 창출이 가능해 이익가 시성이 높고, 3) 코디 네트워크에 기반한 독보적이고 강력한 유통채널을 확보하고 있으며, 4) 이미 대규모 투자가 완료되어 있어 향후 수익성 중심의 사업이 전개될 경우 영업 레버리지 효과가 부각될 수 있기 때문이다.

리스크 요인

장기간 가장 큰 불확실성과 우려의 요인이었던 경영권과 관련한 리스크가 완전히 해소되고 실적 변동성을 심화시키는 계열사의 지분 정리도 대부분 마무리되어 현시점에서 큰 리스크 요인은 부재하다고 판단된다.

기타 주요 리스크 요인으로는; 1) 후발 업체들의 홈쇼핑 등 저가 채널을 통한 물량 공세로 코웨이가 신규 저가 제품 라인업의 확충으로 대응하는 과정에서 전반적인 ASP가 정체 또는 하락할 경우, 2) 제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우, 3) 화장품 사업의 수익성 개선이 지연될 경우 등으로 분석된다.

그림 1. 2011년 이후 주요 이벤트와 시가총액, trailing P/E 추이 비교



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

II. Valuation

DCF valuation에 기반해 산출된 목표주가 75,000원

코웨이에 대해 투자조건 매수와 DCF valuation(Rf 2.9%, WACC 6.2%, g 2.0%)으로 산출된 적정주가 75,000원을 제시한다. 2012년 기준 매출액의 80%를 차지하는 렌탈 사업은(렌탈료 + 렌탈등록비 + 멤버쉽 합산 기준) 장기 가입자를 기반으로 안정적인 현금흐름이 창출되는 특유의 성격을 지니고 있다. 중장기 현금 흐름의 가시성이 높아 DCF valuation을 적용하였다.

잉여현금흐름 추정에 있어 판관비 내 비현금성 비용인 렌탈자산 폐기손실을 합산하였다. 코웨이는 신규 렌탈 계약 시 렌탈자산의 원가를 회계적으로 자산 처리하고 기본 계약 기간인 5년간 1/60로 분할 상각한다. 손익계산서와 현금흐름표에서는 계약 발생 시 원가의 전액이 비용으로 반영돼 월 단위로 판매 관리비에 포함되는 렌탈자산 상각비는 일반 감가상각비와 유사한 성격을 지닌다. 가입자가 계약기간 내 이탈할 경우 잔여 렌탈자산은 일시적으로 손실 처리되고, 이와 관련해 발생하는 비용이 렌탈자산 폐기손실이다.

적정주가 75,000원의 2014년 기준 implied P/E는 21.6배이며 최근 5년 평균 historical P/E 18.0배 대비 19.8% 할증된 수치이다. 장기간 주가에 걸림목이 되어왔던 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

표 1. 코웨이의 DCF valuation 내역

(십억원, x, %, 원)

	13F	14F	15F	16F	17F	Terminal
Sales	1,954	2,119	2,303	2,418	2,539	2,590
EBIT	303	345	385	397	416	425
Depreciation	163	169	178	187	196	200
Amortization	7	7	7	7	7	8
Taxes	(81)	(86)	(96)	(99)	(104)	(106)
Net working capital	(49)	8	1	1	1	1
CAPEX	(242)	(243)	(247)	(259)	(272)	(277)
Rental asset disposal losses	44	49	53	56	58	60
Free cash flow	146	249	281	289	303	309
Discount factor	0.94	0.89	0.83	0.79	0.74	0.70
PV of FCF	137	221	234	227	225	216
Sum of PV	1,044					

Terminal value

FCFn+1	309
WACC (%)	6.2
g (%)	2.0
Terminal Value (TV)	7,372
Discount factor	0.70
PV of TV	5,139

Total Firm Value	6,183
Value of Debt (13F)	415
Value of Equity	5,768
# shrs outstanding (000)	77,125
Equity value/share	75,000
Current price	58,800
% discount (premium)	27.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

코웨이

'소유의 종말' 이후 최적의 선택

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

