

코웨이 (021240)

한국 소비자 유니버스 내 “Must-have item”

생활소비재

Earnings comment
2013. 11. 11

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	75,000
현재주가(13/11/08, 원)	60,500
상승여력	24%

영업이익(13F, 십억원)	325
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	306
EPS 성장률(13F, %)	117.9
MKT EPS 성장률(13F, %)	16.7
P/E(13F, x)	17.9
MKT P/E(13F, x)	10.8
KOSPI	1,984.87
시가총액(십억원)	4,666
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.6
외국인 보유비중(%)	53.3
베타(12M, 일간수익률)	0.26
52주 최저가(원)	37,000
52주 최고가(원)	63,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	12.9	58.6
상대주가	0.9	11.4	54.9



섬유/의복, 호텔/레저

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

3Q13 review: 기대 이상의 수익성 개선으로 어닝 서프라이즈 기록

코웨이의 3Q13 별도기준 잠정실적은 매출액 4,892억원(+6.8% YoY), 영업이익 970억원(+54.2% YoY), 영업이익률 19.8%로 당사 추정 영업이익 803억원(영업이익률 16.3%)과 시장 컨센서스 779억원(영업이익률 15.7%)을 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. MBK파트너스로의 인수가 완료된 이후 2013년부터 본격적으로 전개하고 있는 수익성 중심 사업 전략이 기대 이상의 효과를 보이고 있기 때문이다.

3분기 렌탈계정 순증은 1만 8천 계정으로 전분기 2만 3천 계정 대비 다소 약세를 보였다. 2분기 단행되었던 렌탈과 멤버십 단가 인상 이후 가격에 대한 저항감이 신규 계정 증가에 일부 영향을 미쳤던 것으로 파악된다. 하지만 제품 품질과 만족도에 있어 직접적인 지표가 되는 해약률과 렌탈자산 폐기손실 수치는 2분기에 이어 3분기에도 사상 최고 수준으로 개선되었다. 실적의 마이너스 요인이 완화되며 전체 수익성 개선과 이익 증가에 기여한 것으로 보인다.

렌탈사업과 해외사업 모두 기존 가이드언스를 크게 뛰어넘는 실적을 달성

코웨이가 연초 제시한 실적과 수익성, 추가 계정 증가 계획은 예상보다 우호적으로 진행되는 모습이다. 3분기 누적 렌탈계정 순증은 13만 9천 계정으로, 연간 목표 15만 6천 계정 대비 달성을 89.1%의 순조로운 행보를 지속하고 있다. 기존 영업이익률 가이드언스는 15%였지만 3분기까지 영업이익률이 16.4%까지 상승해 수익성 개선이 가속화되고 있다.

중장기 성장 동력의 하나인 해외사업도 예상을 뛰어넘는 강한 성장을 지속하고 있다. 글로벌 가전 업체로의 ODM 제품 수출 실적은 3분기에도 +73.7% YoY 증가했다. 해외법인 향 수출도 주요 법인의 실적 호조로 +151.2% YoY 성장했다. 2012년 3분기 누적 기준으로 매출액 내 5.3% 수준이었던 해외사업 비중은 2013년 3분기까지 7.8%로 확대되었다. 해외사업은 중장기 고성장을 지속할 것으로 기대되고 2014년 매출기여도는 11.4%에 이를 전망이다.

독보적이고 안정적인 포트폴리오가 빛을 발하는 시기. 매수 의견과 목표주가 75,000원 유지

코웨이 사업 포트폴리오의 핵심인 렌탈 시스템은 고객 비용 부담을 크게 낮춰 저성장 환경에서도 안정적인 성장이 가능하다는 강점이 있다. 견조한 타라인 성장성은 구조적인 프리미엄 요인이며 적극적인 판매비 감축과 자산 건전성 향상으로 수익 성장이 더욱 가파르게 진행되고 있어 밸류에이션 부담은 더욱 낮아질 것으로 예상된다.

코웨이는 향후 안정적이고 풍부한 현금흐름과 이익 성장성을 기반으로 한국 소비자 유니버스 내에서 차별되는 위치를 점할 것으로 기대된다. 웅진그룹에서 완전히 분리된 이후 2013년부터 독자 행보가 우호적으로 전개되고 있어 투자조건 매수와 목표주가 75,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,502	1,710	1,807	1,942	2,089	2,254
영업이익(십억원)	254	243	228	325	353	392
영업이익률 (%)	16.9	14.2	12.6	16.7	16.9	17.4
순이익(십억원)	183	177	120	261	260	292
EPS (원)	2,376	2,296	1,553	3,383	3,376	3,783
ROE (%)	26.0	24.0	15.4	30.5	26.0	24.5
P/E (배)	17.0	15.9	28.1	17.9	17.9	16.0
P/B (배)	5.1	4.0	4.6	5.5	4.6	3.8

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 3Q13 잠정실적

(십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	458	497	489	492	495	6.8	-1.6
영업이익	62	79	97	80	78	56.4	22.2
영업이익률	13.5	16.0	19.8	16.3	15.7		
세전이익	53	81	83	80	75	56.0	2.8
순이익	40	61	62	60	57	56.5	2.9

주: K-IFRS 별도 기준. 보다 적합한 비교를 위해 3Q12 실적에 현재 매각 중인 일본 법인 대손충당금 355억원 제외하였음
 자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 추정치 변경 내역

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경치	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	1,946	2,101	1,942	2,089	-0.2	-0.6
영업이익	307	346	325	353	5.8	2.0
영업이익률	15.8	16.5	16.7	16.9		
세전이익	353	349	356	347	0.7	-0.5
순이익	259	262	261	260	0.7	-0.5
EPS	3,360	3,392	3,383	3,376	0.7	-0.5

주: K-IFRS 별도 기준
 자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F
매출액	442	446	458	460	465	497	489	491
(%, YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	6.8	6.7
렌탈매출	316	319	323	327	327	332	335	341
멤버십매출	39	39	41	42	43	43	43	45
일시불매출	87	88	94	90	95	122	111	105
환경가전	17	18	15	16	16	15	9	14
매트리스	0	0	2	2	2	2	2	2
아웃소싱	16	23	22	14	18	31	24	15
수출	30	21	28	31	31	45	38	46
화장품	17	16	17	17	18	22	17	18
기타	8	10	9	11	9	8	21	11
[매출기여도]								
렌탈매출	71.5	71.4	70.6	71.2	70.4	66.8	68.5	69.5
멤버십매출	8.8	8.8	9.0	9.2	9.2	8.6	8.8	9.1
일시불매출	19.7	19.8	20.5	19.7	20.4	24.6	22.7	21.4
매출총이익	297	304	306	294	311	329	319	322
(%, YoY)	8.2	3.3	3.8	0.1	4.6	8.1	4.2	9.6
판매관리비	233	239	244	258	241	250	222	242
(%, YoY)	6.8	2.7	4.1	12.2	3.7	4.4	-8.7	-6.1
영업이익	64	65	63	36	69	79	97	80
(%, YoY)	13.6	5.4	2.4	-44.0	7.9	21.9	54.2	122.9
세전이익	56	56	18	32	115	81	83	77
(%, YoY)	10.3	2.5	-72.6	-42.5	106.7	43.1	369.0	143.1
순이익	41	44	13	22	80	61	62	58
(%, YoY)	6.4	4.6	-73.7	-54.2	94.5	37.6	382.4	168.2
[수익성지표]								
매출총이익률	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	65.3	65.6
판매관리비율	52.6	53.6	53.2	56.1	51.9	50.2	45.4	49.4
영업이익률	14.5	14.6	13.7	7.8	14.9	16.0	19.8	16.2
세전이익률	12.6	12.6	3.9	6.9	24.7	16.2	17.0	15.7
순이익률	9.3	9.9	2.8	4.7	17.2	12.2	12.7	11.8

주: K-IFRS 별도 기준
 자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

코웨이

한국 소비자 유니버스 내 "Must-have item"

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	1,807	1,942	2,089	2,254
매출원가	605	661	745	822
매출총이익	1,201	1,281	1,344	1,432
판매비와관리비	974	956	990	1,040
조정영업이익	228	325	353	392
영업이익	228	325	353	392
비영업손익	-66	31	-6	-3
순금융비용	27	15	8	5
관계기업등 투자손익	-3	45	0	0
세전계속사업손익	162	356	347	389
계속사업법인세비용	42	95	87	97
계속사업이익	120	261	260	292
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	120	261	260	292
지배주주	120	261	260	292
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	118	260	259	291
지배주주	118	260	259	291
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	400	412	529	575
FCF	45	62	189	218
EBITDA마진율 (%)	22.1	21.2	25.3	25.5
영업이익률 (%)	12.6	16.7	16.9	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	13.4	12.5	13.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	413	572	433	466
당기순이익	120	261	260	292
비현금수익비용가감	382	290	269	284
유형자산감가상각비	165	83	169	176
무형자산상각비	7	4	7	7
기타	-137	-147	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-54	87	-9	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-40	-24	-27
재고자산 감소(증가)	25	1	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	141	13	15
법인세납부	-35	-65	-87	-97
투자활동으로 인한 현금흐름	-301	-52	-226	-230
유형자산처분(취득)	-292	-230	-224	-229
무형자산감소(증가)	-8	-6	-6	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	2	0	0
기타투자활동	0	182	4	4
재무활동으로 인한 현금흐름	-57	-392	-92	13
장단기금융부채의 증가(감소)	37	-220	-52	-34
자본의 증가(감소)	12	2	0	0
배당금의 지급	-78	-78	-82	-82
기타재무활동	-29	-18	-12	-9
현금의증가	54	130	116	249
기초현금	65	119	249	365
기말현금	119	249	365	614

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	691	739	891	1,180
현금 및 현금성자산	119	249	365	614
매출채권 및 기타채권	291	315	338	366
재고자산	41	44	47	51
기타유동자산	239	116	125	135
비유동자산	1,010	1,037	1,097	1,154
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	594	626	681	733
무형자산	158	155	154	152
자산총계	1,702	1,776	1,987	2,335
유동부채	720	801	771	760
매입채무 및 기타채무	166	170	183	197
단기금융부채	439	541	491	458
기타유동부채	115	91	98	106
비유동부채	179	63	128	277
장기금융부채	154	5	58	194
기타비유동부채	15	35	35	35
부채총계	899	865	899	1,037
지배주주지분	803	911	1,089	1,297
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	717	821	1,000	1,210
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	803	911	1,089	1,297

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	28.1	17.9	17.9	16.0
P/CF (x)	11.5	13.4	10.7	9.8
P/B (x)	4.6	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA (x)	9.6	12.1	9.2	8.2
EPS (원)	1,553	3,383	3,376	3,783
CFPS (원)	3,781	4,511	5,658	6,156
BPS (원)	9,541	10,946	13,263	15,983
DPS (원)	0	2,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	0.0	30.0	31.4	28.1
배당수익률 (%)	0.0	3.5	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	5.7	7.5	7.6	7.9
EBITDA증가율 (%)	1.0	3.1	28.4	8.7
영업이익증가율 (%)	-6.4	42.7	8.6	11.1
EPS증가율 (%)	-32.4	117.9	-0.2	12.1
매출채권 회전율 (회)	6.9	6.7	6.7	6.7
재고자산 회전율 (회)	31.6	45.5	45.7	45.7
매입채무 회전율 (회)	58.5	60.3	62.3	62.4
ROA (%)	7.3	15.0	13.8	13.5
ROE (%)	15.4	30.5	26.0	24.5
ROIC (%)	17.2	23.1	23.9	24.9
부채비율 (%)	112.0	94.9	82.5	80.0
유동비율 (%)	96.1	92.2	115.6	155.2
순차입금/자기자본 (%)	58.9	30.9	15.4	1.8
영업이익/금융비용 (x)	7.9	18.0	29.7	43.1

코웨이

한국 소비재 유니버스 내 “Must-have item”

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.

