

코웨이 (021240)

이산경
769,3162
sumy_lee@daishin.com

박신애
769,2378
shinay.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

목표주가 **76,000**
상황

현재주가 **60,500**
(13.11.08)

기타서비스업종

독야청청

3분기도 어닝스 서프라이즈, 1분기만에 사상최대 영업이익 갱신

- 3분기 매출 4,892억원(+6.8% YoY), 영업이익 970억원(+54.2% YoY), 순이익 623억원(+382.2% YoY)으로 영업이익과 순이익 각각 당사추정 25%, 13% 상회하며 어닝스 서프라이즈
- 품질개선과 서비스 강화로 렌탈해약률 사상최저치인 0.82%기록
- 원가절감, 렌탈폐기손실 축소, 판관비 통제로 영업이익률 19.8%, 사상최대 영업이익
- 연결 매출 5,305억원(+4.7% YoY), 영업이익 963억원(+53.3% YoY), 순이익 601억원(+40.4 YoY), 중국법인 화장품 부진으로 연결시 이익은 소폭 감소

4분기 영업이익 132% 증가, 2014년 가격인상 효과 가세로 수익성 개선 지속

- 원가절감과 판관비 통제 지속, 기저효과로 4분기 영업이익 +132% YoY 전망
- 무상서비스 축소, 판매건전성 강화로 판매 대비 비용을 크게 축소시키고 있음. 이에 따른 일시적인 순주문 감소가 있지만 판매관행 재정비 후 신제품 출시 확대, 제품라인업 다양화, 신규채널 확대로 4분기 이후 순주문 완만한 회복 전망
- 주스프레스, 매트리스, 안마기 등 OEM 생산으로 이익률 개선과 판매 증가 기대
- 중국화장품 사업 정리 가능성 높으며 태국법인도 전략 정비, 일본법인 청산 완료되며 2014년부터는 해외법인합산 이익 + 유입 기대
- 2014년부터 가격인상에 의한 수익개선 효과도 가세, 신제품 도입 등으로 판관비를 확대를 가정함에도 2014년 매출 6% 성장, 영업이익 10% 성장 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 7만 6천원으로 상황

- 투자의견 매수 유지, 실적추정 상향으로 목표주가 7만 6천원으로 상황. 3분기 서프라이즈에도 2014년 판관비를 상승을 가정해 2014년과 2015년 EPS 각각 5%, 3%로 미미하게 상향. 향후 순주문 회복에도 판관비를 크게 확대되지 않는다면 실적 추정 크게 상향될 여지있음
- 2013년 수익성 강화 후, 2014년부터는 방판채널을 이용한 각종 제휴 및 해외사업 확대를 통한 성장성 확대 기대
- 연말 배당금 1,100원 예상하나 소폭 증가할 수 있음, 2013년 10월 14일 자사주 500억원 취득 계약에 따라 주가 하방 경직성 확보
- 아모레퍼시픽, LG생활건강, 락앤락, 에스원 등 Peer그룹 보다 높은 실적 모멘텀에도 Peer그룹 대비 저평가되어 있어 실적 호조를 반영한 안정적인 주가 상승 지속 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q12	2Q13	3Q13			4Q13				
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	458	497	495	491	489	6.8	-1.6	487	5.8	-0.5
영업이익	63	79	77	78	97	54.3	22.3	83	흑전	-14.8
순이익	13	61	56	55	62	382.2	2.8	55	155.4	-11.4

구분	2011	2012	2013(F)			Growth		
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	1,710	1,807	1,958	1,944	1,938	-0.3	5.7	7.3
영업이익	242	228	298	303	328	8.3	-6.0	44.1
순이익	177	120	256	249	258	3.5	-32.4	115.6

자료: 코웨이 WSEIn, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1984.87
시가총액	4,666십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	61,400원 / 37,700원
120일 평균거래대금	96억원
외국인지분율	53.25%
주요주주	코웨이홀딩스 외 16인 31.05% Lazard Asset Management LLC 외 33인 9.91%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	2.9	12.9	58.6
상대수익률	0.9	-2.3	11.3	53.0

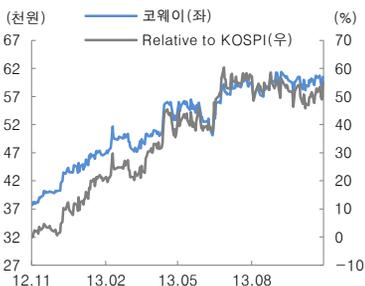


표 1. 코웨이 3분기 잠정실적 (별도기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q13P	3Q12	YoY(%)	2Q13	QoQ(%)	당사	Var.(%)	Cons.	Var.(%)
매출액	489.2	458.0	6.8	496.9	(1.6)	491.3	(0.4)	495.0	(1.2)
영업이익	97.0	62.9	54.2	79.4	22.3	77.8	24.7	76.9	26.2
순이익	62.3	12.9	382.2	60.6	2.8	55.1	12.9	57.3	8.6
영업이익률(%)	19.8	13.7		16.0		15.8		15.5	
순이익률(%)	12.7	2.8		12.2		11.2		11.6	

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 코웨이 3분기 잠정실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q13P	3Q12	YoY(%)	별도와의 차이
매출액	530.5	506.5	4.7	41.3
영업이익	96.3	62.8	53.3	(0.7)
순이익	60.1	42.8	40.4	(2.2)
영업이익률(%)	18.2	12.4		
순이익률(%)	11.3	8.5		

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 코웨이 3분기 부문별 실적 (별도기준)

(단위: 십억원, %)

		3Q13P	3Q12	YoY(%)	2Q12	QoQ(%)
매출액	전체	489.2	458.0	6.8	496.9	(1.6)
	렌탈	334.9	323.2	3.6	331.9	0.9
	멤버십	43.2	41.1	5.1	42.8	1.0
	일시불	35.4	39.1	(9.3)	47.8	(25.9)
	해외매출	38.0	28.0	35.6	44.6	(14.8)
	화장품	16.6	17.3	(4.2)	22.1	(25.1)
	기타	21.1	9.4	125.6	7.8	172.7
매출총이익	전체	319.3	306.5	4.2	329.0	(3.0)
	렌탈	239.8	231.8	3.5	237.7	0.9
	멤버십	30.3	28.1	7.7	28.7	5.5
	일시불	21.4	23.5	(8.9)	28.4	(24.5)
	해외매출	9.0	5.2	70.9	11.8	(23.8)
	화장품	14.2	14.3	(1.0)	18.9	(25.1)
	기타	4.6	3.5	32.0	3.6	30.3
매출총이익률(%)	전체	65.3	66.9		66.2	
	렌탈	71.6	71.7		71.6	
	멤버십	70.1	68.4		67.1	
	일시불	60.5	60.2		59.4	
	해외매출	23.6	18.7		26.4	
	화장품	85.5	82.8		85.5	
	기타	22.0	37.6		46.0	

자료: 대신증권 리서치센터

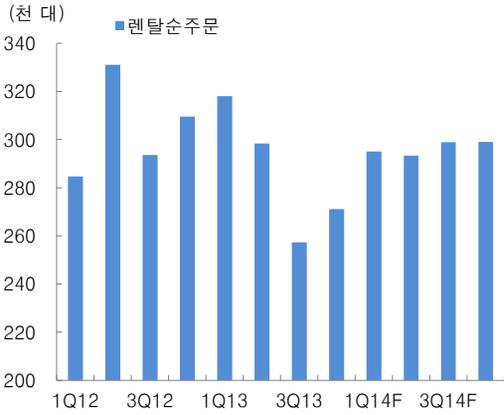
표 4. 코웨이 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
렌탈주문(천대)		318.0	298.4	257.4	271.1	295.0	293.3	299.0	299.1	1,218.9	1,144.9	1,186.3	1,223.0
월평균해약률(%)		1.01%	0.90%	0.82%	0.89%	0.89%	0.89%	0.87%	0.89%	1.01%	0.92%	0.90%	0.87%
렌탈계정(천계정)		4,657.8	4,716.8	4,746.4	4,774.0	4,825.7	4,868.3	4,919.5	4,941.0	4,607.4	4,774.0	4,941.0	5,108.4
멤버십계정		1,135.3	1,099.6	1,087.7	1,089.4	1,095.3	1,108.4	1,120.9	1,138.0	1,133.1	1,089.4	1,138.0	1,191.3
총관리계정		5,793.1	5,816.4	5,834.1	5,863.5	5,921.0	5,976.7	6,040.4	6,079.0	5,740.5	5,863.5	6,079.0	6,299.6
총관리계정의 증감		52.6	23.3	17.7	29.4	57.6	55.7	63.6	38.6	288.5	122.9	215.5	220.7
매출액	전체	465.2	496.9	489.2	486.9	497.2	525.7	519.0	517.0	1,806.8	1,938.3	2,059.0	2,182.4
	렌탈	327.4	331.9	334.9	338.0	342.4	346.9	351.4	355.2	1,285.7	1,332.2	1,395.9	1,459.7
	멤버십	42.8	42.8	43.2	43.3	43.7	44.3	45.0	45.8	161.3	172.0	178.8	191.8
	일사불	36.6	47.8	35.4	32.7	39.5	46.1	39.9	35.0	144.7	152.6	160.5	170.4
	기타	40.5	52.3	59.1	56.2	52.9	65.2	64.8	62.9	155.5	208.2	245.8	276.2
	화장품	17.9	22.1	16.6	16.8	18.7	23.2	17.9	18.1	67.2	73.4	78.0	84.3
YoY (%)	전체	5.2	11.3	6.8	5.8	6.9	5.8	6.1	6.2	5.7	7.3	6.2	6.0
	렌탈	3.5	4.1	3.6	3.2	4.6	4.5	4.9	5.1	6.6	3.6	4.8	4.6
	멤버십	10.4	9.1	5.1	2.4	2.1	3.6	4.3	6.0	0.3	6.6	4.0	7.2
	일사불	11.9	18.1	(9.3)	0.8	7.9	(3.6)	12.6	6.9	4.7	5.4	5.2	6.2
	기타	7.3	65.9	58.2	36.4	30.6	24.6	9.6	11.8	2.5	33.8	18.1	12.4
	화장품	6.3	35.5	(4.2)	0.0	5.0	5.0	8.0	8.0	(1.4)	9.1	6.4	8.0
매출총이익		310.5	329.0	319.3	324.9	334.2	349.5	346.9	346.0	1,201.4	1,283.8	1,376.6	1,467.7
영업이익		69.2	79.4	97.0	82.7	84.9	88.9	93.4	92.8	227.8	328.3	359.9	405.5
세전이익		115.0	80.7	83.0	72.7	79.8	83.2	86.7	85.6	161.5	351.5	335.3	391.5
순이익		80.2	60.6	62.3	55.1	60.5	63.0	65.7	64.9	119.7	258.1	254.1	296.7
YoY (%)	매출총이익	4.6	8.1	4.2	10.6	7.6	6.2	8.6	6.5	3.8	6.9	7.2	6.6
	영업이익	7.9	21.9	54.2	131.9	22.6	12.0	(3.7)	12.2	(6.4)	44.1	9.7	12.7
	세전이익	106.7	43.1	369.2	129.2	(30.6)	3.1	4.4	17.7	(28.3)	117.7	(4.6)	16.8
	순이익	94.5	37.6	382.2	155.4	(24.6)	4.1	5.6	17.7	(32.4)	115.6	(1.6)	16.8
매출총이익률(%)		66.8	66.2	65.3	66.7	67.2	66.5	66.8	66.9	66.5	66.2	66.9	67.3
영업이익률(%)		14.9	16.0	19.8	17.0	17.1	16.9	18.0	17.9	12.6	16.9	17.5	18.6
세전이익률(%)		24.7	16.2	17.0	14.9	16.0	15.8	16.7	16.6	8.9	18.1	16.3	17.9
순이익률(%)		17.2	12.2	12.7	11.3	12.2	12.0	12.7	12.6	6.6	13.3	12.3	13.6

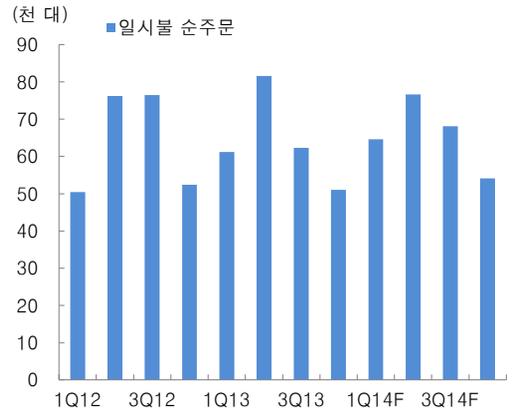
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



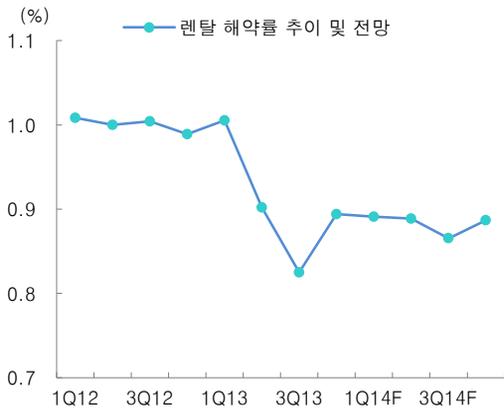
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 일시불 순주문 추이 및 전망



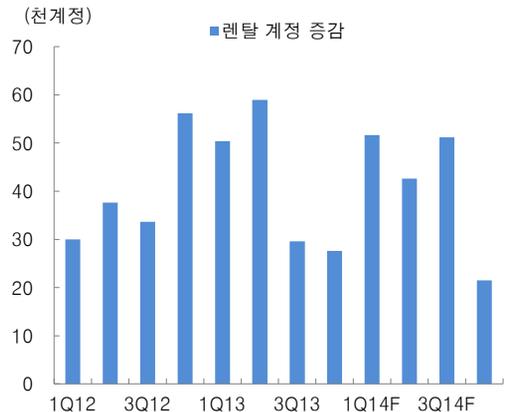
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약을 추이 및 전망



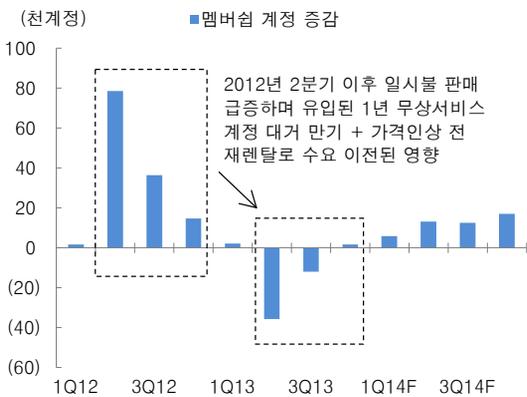
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 4. 분기별 렌탈 계정 증감 추이 및 전망



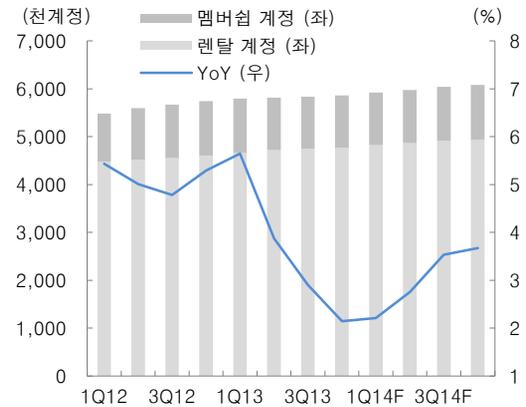
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 5. 분기별 멤버십 계정 증감 추이 및 전망



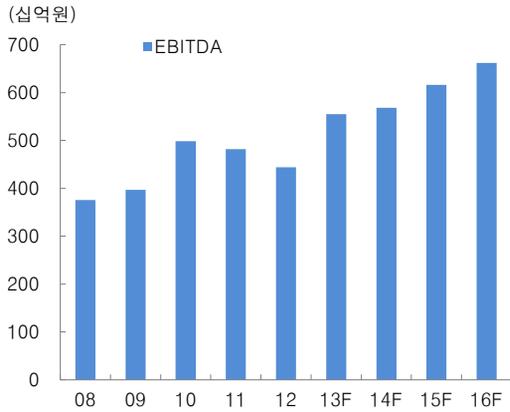
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 6. 분기별 관리계정 추이 및 전망



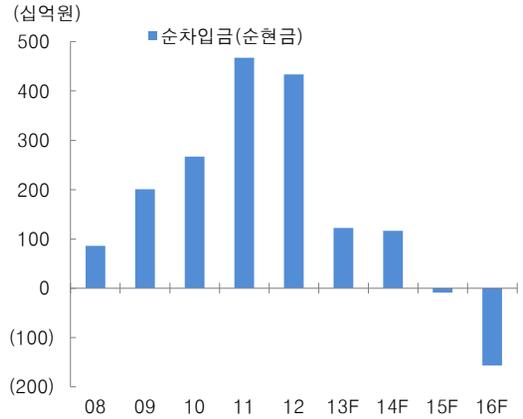
자료: 코웨이 대신증권 리서치센터

그림 7. EBITDA 추이 및 전망



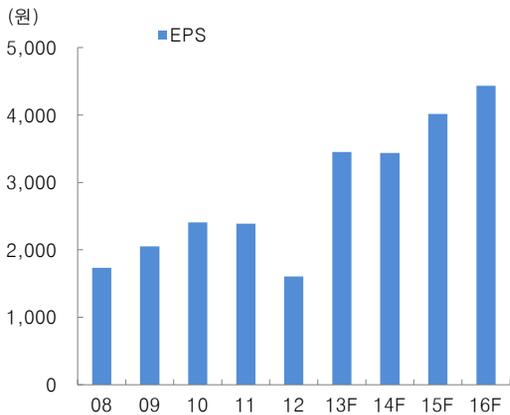
주: EBITDA=영업이익+유무형자산 감가상각비+렌탈폐기손실
 자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 8. 순차입금 추이 및 전망



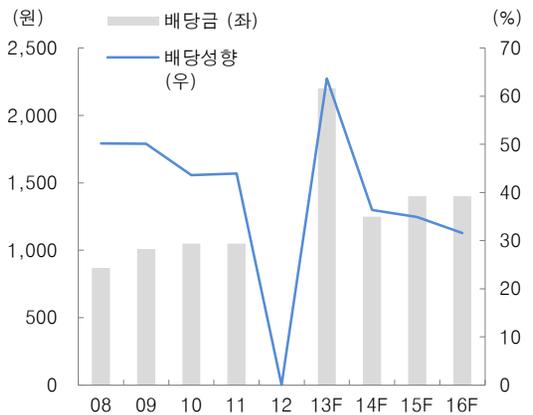
주: EBITDA=영업이익+유무형자산 감가상각비+렌탈폐기손실
 자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 9. EPS 추이 및 전망 (자사주 제외 기준)



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 10. 주당 배당금 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

표 5. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원 원 %)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
매출액	1,944	2,064	2,187	1,938	2,059	2,182	(0.3)	(0.3)	(0.2)
영업이익	303	334	378	328	360	406	8.3	7.7	7.3
세전이익	339	323	384	351	335	391	3.7	3.8	2.1
순이익	249	245	291	258	254	297	3.5	3.8	2.1
EPS(자사주 제외)	3,335	3,274	3,890	3,453	3,438	4,014	3.5	5.0	3.2
YoY(%) 매출액	7.6	6.2	5.9	7.3	6.2	6.0			
영업이익	33.1	10.2	13.1	44.1	9.7	12.7			
세전이익	109.9	(4.7)	18.8	117.7	(4.6)	16.8			
순이익	108.2	(1.8)	18.8	115.6	(1.6)	16.8			
EPS	107.8	(1.8)	18.8	115.1	(0.4)	16.8			
영업이익률(%)	15.6	16.2	17.3	16.9	17.5	18.6			
세전이익률(%)	17.4	15.6	17.5	18.1	16.3	17.9			
순이익률(%)	12.8	11.9	13.3	13.3	12.3	13.6			

자료: 대신증권 리서치센터

표 6. 코웨이 밸류에이션

(단위: 십억원, 원, X, %)

Target EV (십억원)	5,706.7	A=a*b	
2013E EBITDA	568.4	a	
Target EV/EBITDA Multiple	10.0	b	국내 Peer 4사 12M Fwd EV/EBITDA 평균
주당 가치(원)	76,000	B=(A-C)/E	
총차입금	271.5	c	
현금성자산+단기금융자산	155.3	d	
순차입금(순현금)	116.2	C=c-d	
총발행주식수	77,124,796	e	
보통주 자기주식수	3,208,333	f	
수정보통주 발행주식수	73,916,463	E=e-f	
현재가(원)	60,500	2013.11.08	
상승여력(%)	25.6		
12M Fwd Implied PER(x)	22.1		
12M Fwd Implied PBR(x)	5.4		

자료: 대신증권 리서치센터

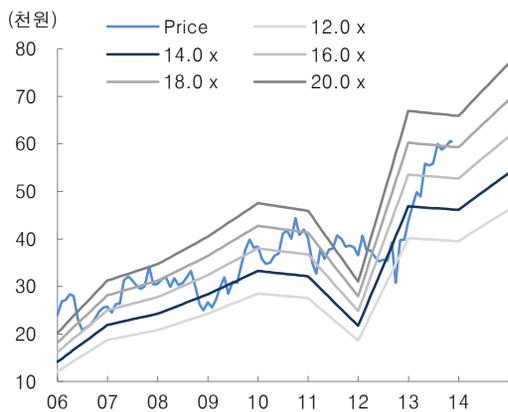
표 7. 코웨이 Peer 그룹 밸류에이션 지표

(단위: X, %)

	아모레퍼시픽	LG 생활건강	리안락	에스원	코웨이	코웨이 제외 4사 평균
12M Fwd PER	19.1	23.2	17.1	22.3	18.5	20.4
12-15 EPS 3yrs CAGR (%)	10.9	15.3	19.8	8.4	32.1	13.6
12M Fwd PBR	2.1	5.0	2.0	2.6	4.2	2.9
12M Fwd ROE(%)	11.8	24.9	12.4	13.9	22.9	15.7
12M Fwd EV/EBITDA	9.3	13.5	8.4	8.5	8.8	9.9

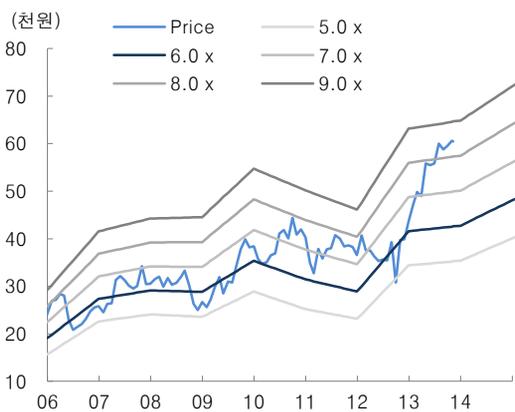
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 11. 12M Fwd PER 밴드 (별도)



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 12. 12M Fwd EV/EBITDA 밴드 (별도)



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,938	2,059	2,182
매출원가	552	605	654	682	715
매출총이익	1,158	1,201	1,284	1,377	1,468
판매비와관리비	869	974	956	1,017	1,062
영업이익	242	228	328	360	406
영업외수익	142	12.6	16.9	17.5	18.6
EBITDA	482	444	555	568	616
영업외손익	-17	-66	-22	-25	-14
관계기업손익	0	-3	0	0	0
금융수익	2	4	3	1	1
외환관련이익	9	11	12	0	0
금융비용	-26	-62	-19	-16	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	6	-5	-6	-9	-2
법인세비용차감전순이익	225	161	351	335	391
법인세비용	-48	-42	-93	-81	-95
계속사업순이익	177	120	258	254	297
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	258	254	297
당기순이익	10.4	6.6	13.3	12.3	13.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	177	120	258	254	297
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	173	118	258	254	297
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	173	118	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,296	1,553	3,347	3,295	3,847
PER	15.9	28.0	18.1	18.4	15.7
BPS	9,704	10,408	13,755	14,270	16,919
PBR	3.8	4.2	4.4	4.2	3.6
EBITDAPS	6,249	5,754	7,194	7,370	7,990
EV/EBITDA	6.8	8.5	8.6	8.4	7.6
SPS	22,170	23,427	25,132	26,697	28,297
PSR	1.7	1.9	2.4	2.3	2.1
CFPS	6,108	6,503	7,000	7,247	7,970
DPS	1,050	0	2,200	1,250	1,400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증감률	13.9	5.7	7.3	6.2	6.0
영업이익 증감률	-4.4	-6.0	44.1	9.7	12.7
순이익 증감률	-3.4	-32.4	115.6	-1.6	16.8
수익성					
ROIC	18.7	15.2	19.5	21.4	23.2
ROA	16.5	13.9	18.6	20.3	22.1
ROE	23.9	15.4	27.7	23.5	24.7
안정성					
부채비율	110.6	112.0	72.0	57.2	48.5
순차입금비율	62.5	54.1	11.5	10.6	-0.7
이자보상비율	9.6	7.9	17.7	21.9	31.3

자료: 코웨이 대인증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	867	706	851
현금및현금성자산	65	119	291	155	277
매출채권및기타채권	257	292	313	282	295
재고자산	73	41	48	48	51
기타유동자산	117	239	215	222	228
비유동자산	1,065	1,010	958	1,023	1,087
유형자산	535	594	664	722	777
관계기업투자지급	237	102	-31	-31	-31
기타비유동자산	293	314	325	332	341
자산총계	1,576	1,702	1,825	1,730	1,938
유동부채	534	720	660	509	592
매입채무및기타채무	187	205	202	204	206
차입금	165	296	196	186	183
유동상채무	110	110	147	0	80
기타유동부채	72	109	116	120	124
비유동부채	294	179	104	120	41
차입금	267	148	71	86	6
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	31	33	34	35
부채총계	828	899	764	629	633
자본부분	748	803	1,061	1,101	1,305
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
이익잉여금	678	717	975	1,065	1,269
기타자본변동	-101	-85	-85	-135	-135
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	748	803	1,061	1,101	1,305
순차입금	468	434	122	116	-9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	437	523	515
당기순이익	177	120	258	254	297
비현금항목의기감	294	382	282	305	318
감가상각비	152	172	167	168	170
외환손익	1	0	11	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	140	210	104	137	148
자산부채의증감	-112	-38	-33	26	-21
기타현금흐름	-42	-35	-70	-62	-79
투자활동 현금흐름	-344	-301	-142	-265	-266
투자자산	-37	-3	126	-7	-8
유형자산	-290	-292	-270	-260	-260
기타	-16	-7	2	2	2
재무활동 현금흐름	36	-74	-235	-195	-112
단기차입금	90	21	-100	-10	-3
사채	123	0	-57	15	-70
장기차입금	30	0	-20	0	-10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-80	-78	-78	-86	-92
기타	-127	-17	20	-114	63
현금의증감	8	54	172	-136	122
기초 현금	56	65	119	291	155
기말 현금	65	119	291	155	277
NOPLAT	191	169	241	273	307
FCF	37	38	128	170	208

[Compliance Notice]

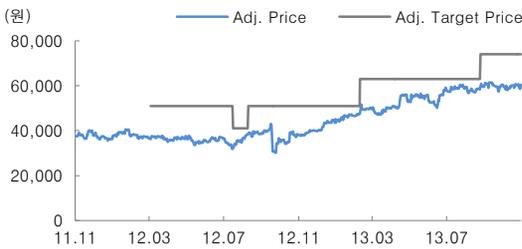
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(담당자:이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코웨이(021240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제세탈차	1311.11	131008	130922	130903	130806	130708
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	76,000	74,000	74,000	74,000	63,000	63,000
제세탈차	1306.30	130603	1305.13	1305.06	130402	1302.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000
제세탈차	1212.26	1210.26	121007	1208.19	120809	1207.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	51,000	51,000	51,000	51,000	41,000	41,000
제세탈차	1206.22	1203.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	51,000	51,000				

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상