

코웨이(021240)

| |
|-------------------|
| 매수(유지) |
| 목표가: 73,000원(유지) |
| 종가(11/8): 60,500원 |

실속 있는 성장이 돋보인다

■ What's new : 예상을 상회한 영업 실적, 수익성

3분기 별도 매출액은 전년대비 7% 증가한 4,892억원, 영업이익은 54% 급증한 970억원을 기록했다. 연결 매출액과 영업이익도 전년대비 각각 4.7%, 53% 성장했다. 별도 영업이익은 컨센서스를 26% 상회, 영업이익률은 19.8%로 전년동기대비 6.1%p 상승했다. 렌탈 판매는 전년동기대비 12% 감소했으나 해약률이 분기 평균 0.82%로 최저 수준에 그쳐 순가입자는 전분기대비 17,700명 증가했다. 렌탈과 멤버십 매출이 각각 3.6%, 5.1% 증가했고 수출이 90% 급증했다. 일시불과 화장품 매출액은 각각 9%, 4% 감소했다.

■ Positives : 실속 있는 성장, 10월 판매 동향 개선

예상을 대폭 상회한 영업이익은 1) 베이스 효과와 낮은 해약률에 힘입은 렌탈폐기손실 축소 (3Q12 212억원 → 3Q13 93억원), 2) 렌탈 판매량 감소에 따른 판매수수료 축소 (3Q12 802억원 → 3Q13 738억원), 3) 광고비를 비롯한 판관비 절감에 기인한다. 그러나 3Q12에 발생한 일회성 렌탈폐기손실과 3Q13에 발생한 수수료 감소로 인한 이익 개선 요인을 제외하더라도 3Q13 영업이익은 전년대비 20%대 성장을 시현, 영업이익률은 18%에 근접한 것으로 추정된다. 4분기에는 판매수수료와 광고비 증가가 예상되나 영업이익은 전년대비 132% 증가한 825억원으로 양호한 실적 모멘텀이 지속될 전망이다.

■ Negatives : 가입자 기반 확대는 속제이나 해외와 신규 사업 성장 포텐셜

가입자 순증이 근래 가장 낮다. 판매 부진이 주요인이고 가격 인상 시기에 경쟁 업체들의 공격적인 영업으로 MS가 소폭 낮아진 것으로 추정된다. 그러나, 10월 판매 동향이 회복되고 있고 동사도 중저가 제품 및 채널 확대도 모색하고 있다. 성장 포텐셜은 수출과 신규 사업에서도 충분하다. 수출이 급증하고 있고 3분기 매출 비중도 8%에 달했다. 수출은 대부분이 중국향 청정기 ODM 매출로 필립스향 매출이 전체의 약 50%이고 샤프도 메이저 고객이다. 필립스가 중국 청정기 시장에서 MS 1위이고 중국 공기 청정기 시장이 낮은 보급률과 대기 오염으로 인해 연평균 30% 이상 성장할 것으로 예상되어 수출 사업의 고성장 추세는 지속될 전망이다. 매트리스 및 헬스케어 일시불 제품 라인업 확대와 말레이시아, 미국 등에서의 렌탈 사업도 견고한 성장을 이어가고 있다.

■ 결론 : 강화된 체력과 배당 매력 상존, 목표주가 73,000원 유지

투자 의견 '매수'와 목표주가 73,000원 (2014F PER 20배, 과거 고점 PER)을 유지한다. 현주가는 2014년 PER 16.6배로 낮은 수준은 아니다. 그러나 연말 배당수익률이 약 2%이고 내수 주요 업체들과 비교해볼 때 밸류에이션 매력도 유효하다. 환경 가진 수호 확대에 따라 지속적인 가입자 확대가 가능하고 독점적인 시장 지배력과 가입자 기반의 안정적인 수익 모델이 부각된다.

| | 3Q13P | | | | 증감률 | | 2013F | |
|----------|-------|------|-----|------|-------|-------|-------|-------|
| | 추정 | 실적 | 차이 | 컨센서스 | QoQ | YoY | 당사 | 컨센서스 |
| 매출액 | 495 | 489 | (1) | 495 | (1.6) | 6.8 | 1,961 | 1,958 |
| 영업이익 | 77 | 97 | 26 | 77 | 22.3 | 54.2 | 328 | 303 |
| 영업이익률(%) | 15.6 | 19.8 | 4 | 16 | 3.9 | 6.1 | 16.7 | 15.5 |
| 세전이익 | 73 | 83 | 14 | 75 | 2.9 | 369.2 | 355 | 344 |
| 순이익 | 55 | 62 | 13 | 57 | 2.8 | 382.2 | 269 | 256 |

*상기 보고서는 2013년 11월 10일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.