

코웨이 (021240)

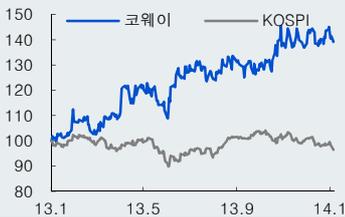
기대를 상회하는 성과로 마무리하는 2013년

생활소비재

Company Report
2014.1.28

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	75,000
현재주가(14/01/27,원)	64,000
상승여력	17%

영업이익(13F,십억원)	326
Consensus 영업이익(13F,십억원)	319
EPS 성장률(13F,%)	-
MKT EPS 성장률(13F,%)	4.2
P/E(13F,x)	19.5
MKT P/E(13F,x)	12.1
KOSPI	1,910.34
시가총액(십억원)	4,936
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.6
외국인 보유비중(%)	53.5
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	45,900
52주 최고가(원)	66,900
주가상승률(%)	
1개월	2.4
6개월	8.5
12개월	38.1
절대주가	-2.4 8.5 38.1
상대주가	2.3 8.5 40.7



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

4Q13 Preview: 영업이익 808억원(+126.7%YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망

코웨이의 4Q13 실적은 매출액 4,807억원(+4.5% YoY, -1.7% QoQ)과 영업이익 808억원(+126.7% YoY, -16.7% QoQ)으로 추정되어 컨센서스 영업이익의 809억원과 유사한 수준의 실적을 기록할 전망이다.

매출액은 지난해 2분기와 3분기 서프라이즈 수준의 오더 증가를 기록했던 ODM 수출이 고객사의 기말 재고조정 영향으로 다소 약세를 보이며 타 분기대비 미약한 성장이 예상된다. 하지만 제품 만족도 강화와 해약률 하락, 판매관리비 효율성 개선 지속으로 영업이익률은 컨센서스 대비 0.2% 높은 16.8%를 기록할 것으로 추정된다.

다양한 부문에서 기대를 상회하는 성과를 기록한 2013년

2013년은 코웨이의 MBK파트너스 경영권 체제에서 사업성을 평가할 수 있는 첫 해였다. 1989년 설립된 이후 처음으로 의미 있는 경영진의 변화가 있었던 해였으며 실질적으로 다수의 부문에서 긍정적인 변화를 포착할 수 있었다.

1) 판매관리비의 효율성이 눈에 띄게 개선되었다. 인력 구조는 2012년말 인수 마무리 과정에서 개편을 완료하였고 일반관리비와 판매비 관리 강화로 2013년 판매비율은 전년도 53.6%에서 49.2%로 개선될 전망이다.

2) 제품 품질, 서비스 강화와 고객 만족도 향상으로 해약률이 큰 폭으로 개선되었다. 코웨이의 사업 포트폴리오는 제조의 측면보다 서비스의 성격이 강하다. 특히 고객의 만족도는 탑라인(해약률)과 수익성(렌탈자산폐기손실)에 직결되는 중요한 지표이다. 2013년 서비스 품질 강화로 렌탈자산폐기손실율은 전년도 3.3%에서 2.1%까지 향상될 것으로 예상된다.

3) 사업 포트폴리오 개편과 의사결정의 속도가 가시적으로 빨라졌다. 경영진 교체 이후 수익성이 낮은 사업에 대한 의사 결정과 성장성이 높은 신규 사업에 대한 추진이 강화되고 있다. 2013년 ODM 수출 급증과 매트리스 사업 성장 재개 등을 통해 가시적인 성과를 입증하고 있고 향후 신규 서비스 부문으로 영역 확대가 기대된다.

중장기 수익성 개선 지속될 전망. 투자의견 매수와 목표주가 75,000원 유지

코웨이의 중기 사업전략은 건조한 탑라인 성장과 수익성 강화로 요약된다. 2013년은 매출 성장률과 영업이익 개선 폭에 있어 기존 가이던스를 크게 상회했다. 해약률과 렌탈자산폐기손실은 이미 최적화된 수준까지 도달해 의미 있는 향상을 기대하기는 현실적으로 어렵지만 제조원가, 판매비 등에서의 비용 효율화 여력은 크다. 또한 안정적인 이익 성장성과 풍부한 현금흐름은 구조적인 프리미엄 요인이다. 투자의견 매수와 목표주가 75,000을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,502	1,710	1,807	1,932	2,053	2,214
영업이익 (십억원)	254	243	228	326	344	394
영업이익률 (%)	16.9	14.2	12.6	16.9	16.8	17.8
순이익 (십억원)	183	177	120	262	255	295
EPS (원)	2,376	2,296	1,553	3,400	3,300	3,821
ROE (%)	26.0	24.0	15.4	30.5	25.5	24.8
P/E (배)	17.0	15.9	28.0	19.5	19.4	16.7
P/B (배)	5.1	4.0	4.6	6.1	4.8	4.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

4Q13 Preview

표 1. 코웨이 4Q13 별도 실적 Preview

(십억원, %)

	4Q12	3Q13	4Q13F		증가율	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	460.1	489.2	480.7	486.1	4.5	-1.7
영업이익	35.6	97.0	80.8	80.9	126.7	-16.7
영업이익률	7.7	19.8	16.8	16.6		
세전이익	31.7	83.0	78.9	77.8	148.7	-4.9
순이익	21.6	62.3	59.2	60.8	174.1	-4.9

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 코웨이 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	1,942	2,089	1,932	2,053	-0.5	-1.7	4Q13 일시불 매출 하향조정
영업이익	325	353	326	344	0.4	-2.7	판매비율 하향조정
세전이익	356	347	358	339	0.6	-2.2	
순이익	261	260	262	255	0.5	-2.3	

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 코웨이 분기실적 추이 및 전망

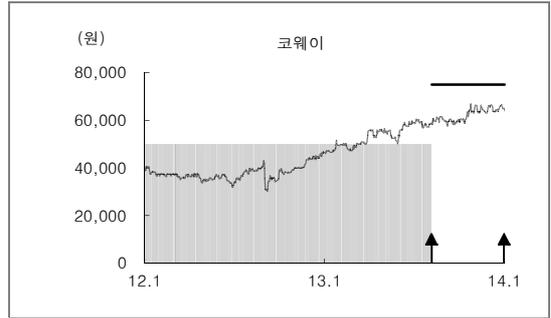
(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F
매출액	442	446	458	460	465	497	489	481
(%, YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	6.8	4.5
렌탈매출	316	319	323	327	327	332	335	341
렌탈료	310	313	318	321	324	329	332	335
렌탈등록비	7	6	6	6	4	3	3	6
멤버십매출	39	39	41	42	43	43	43	45
일시불매출	87	88	94	90	95	122	111	95
[매출기여도]								
렌탈매출	71.5	71.4	70.6	71.2	70.4	66.8	68.5	70.9
멤버십매출	8.8	8.8	9.0	9.2	9.2	8.6	8.8	9.3
일시불매출	19.7	19.8	20.5	19.7	20.4	24.6	22.7	19.8
매출총이익	297	304	306	294	311	329	319	318
(%, YoY)	8.2	3.3	3.8	0.1	4.6	8.1	4.2	8.1
판매관리비	233	239	244	258	241	250	222	237
(%, YoY)	6.8	2.7	4.1	12.2	3.7	4.4	-8.7	-8.3
영업이익	64	65	63	36	69	79	97	81
(%, YoY)	13.6	5.4	2.4	-44.0	7.9	21.9	54.3	126.6
세전이익	56	56	18	32	115	81	83	79
(%, YoY)	10.3	2.5	-72.6	-42.5	106.7	43.1	369.2	148.7
순이익	41	44	13	22	80	61	62	59
(%, YoY)	6.4	4.6	-73.7	-54.2	94.5	37.6	382.2	174.1
[수익성지표]								
매출총이익률	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	65.3	66.1
판매비율	52.6	53.6	53.2	56.1	51.9	50.2	45.4	49.2
영업이익률	14.5	14.6	13.7	7.8	14.9	16.0	19.8	16.8
세전이익률	12.6	12.6	3.9	6.9	24.7	16.2	17.0	16.4
순이익률	9.3	9.9	2.8	4.7	17.2	12.2	12.7	12.3

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2013.09.01	매수	75,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.