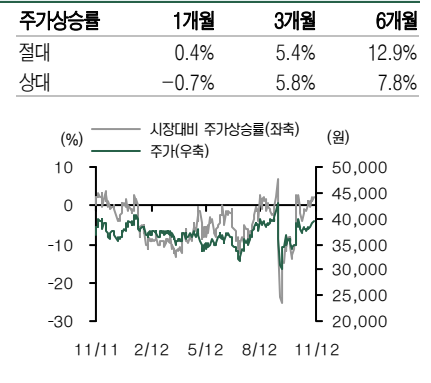


# 코웨이 (021240)

BUY (유지)

주가(11/26)	39,350원	60일 평균 거래량	317,676주	52주 최고/최저가 (보통주)	43,100원
적정주가	<b>50,000원</b>	60일 평균 거래대금	112억원		30,150원
시가총액	3.0조원	외국인보유비중	51.1%	베타 (12M, 일간수익률)	0.3
발행주식수 (보통주)	77,124,796주	수정EPS 성장률(12~14 CAGR)	11.2%	주요주주	웅진홀딩스 등 31.2%
유동주식비율	61.9%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	17.6%		
<b>결산기말</b>	<b>12/10A</b>	<b>12/11A</b>	<b>12/12F</b>	<b>12/13F</b>	<b>12/14F</b>
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,519.1	1,824.4	1,862.6	2,019.0	2,147.0
영업이익 (십억원)	228.8	233.2	255.1	282.1	310.0
순이익 (십억원)	177.0	167.1	185.3	205.0	226.9
지배기업순이익 (십억원)	177.0	167.1	185.3	205.0	226.9
EPS (원)	2,294	2,192	2,464	2,726	3,017
수정EPS (원)	2,294	2,192	2,464	2,726	3,017
PER* (배)	20.0 - 13.6	19.5 - 14.2	16.0	14.4	13.0
PBR (배)	4.1	3.7	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA (배)	8.8	7.3	7.1	6.7	6.2
배당수익률 (%)	2.6	2.9	2.7	2.7	2.7
ROE (%)	24.5	22.6	21.9	22.6	21.7
ROIC (%)	22.1	19.7	18.0	19.7	19.8



자료: 코웨이, 현대증권

## 새로운 도전을 극복할까?

### 중국사업, 2010년이 피크

코웨이는 1997년 IMF 이후 화장품사업을 정리하고 중국으로 생산기지를 옮겨 2003년부터 화장품사업을 전개하고 있다. 미국 Avon 수익 모델처럼 웅진 마사지샵 프랜차이즈 모집(신방관) 과 마사지샵 내 화장품 판매를 통해 이루어지고 있다.

2010년 화장품부문 영업이익이 100억원(코웨이 세전이익의 4%)을 기록하며 시장의 주목을 받았다. 하지만 이후 상해 및 북경 등으로 시판을 확대하였고 브랜드 인지도 제고를 위한 광고와 판촉비 증가로 수익 구조가 나빠지기 시작하였다.

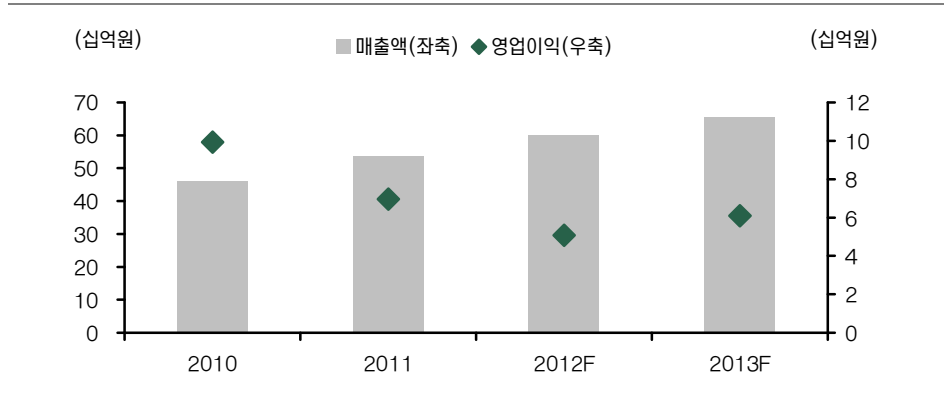
### 중국사업, 2012년을 최악으로 안정화 예상

2011년은 브랜드 재조정 시기로 동사는 저가 화장품을 줄이고 중고가 위주로 재편하였다. 반면, 중국 화장품시장이 중저가 중심으로 성장함에 따라 소비자 기호에 부응하지 못한 느낌이다.

2012년에는 웅진그룹의 부도와 로컬 경쟁사 영향으로 영업 조직까지 흔들리면서 영업이익은 2010년의 50% 수준까지 떨어질 전망이다. 이에 따라 영업이익률도 2012년 가이던스 25%보다 떨어진 13%가 예상된다.

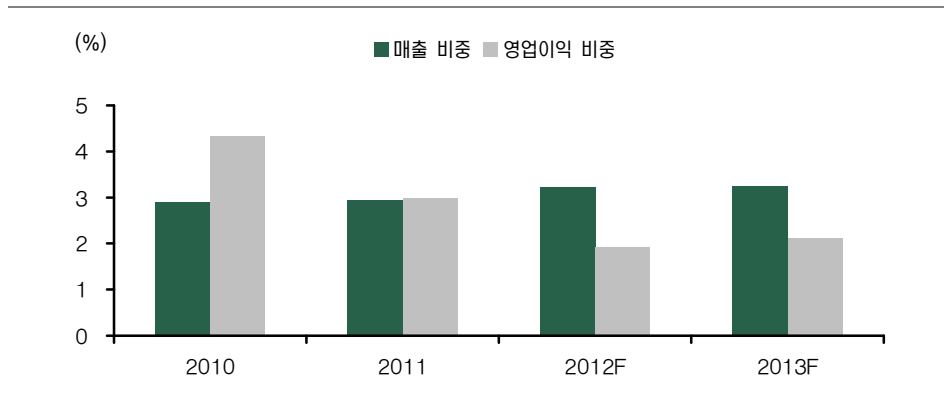
하지만, 2013년에는 코웨이의 경영권이 MBK로 이전됨에 따라 중국사업도 다시 안정을 되찾을 것으로 보인다. 이에 따라 손익은 2012년을 최악으로 조금씩 개선되는 모습이 기대된다.

그림 139> 중국 법인 손익 부진, 하지만 최악은 벗어날 듯



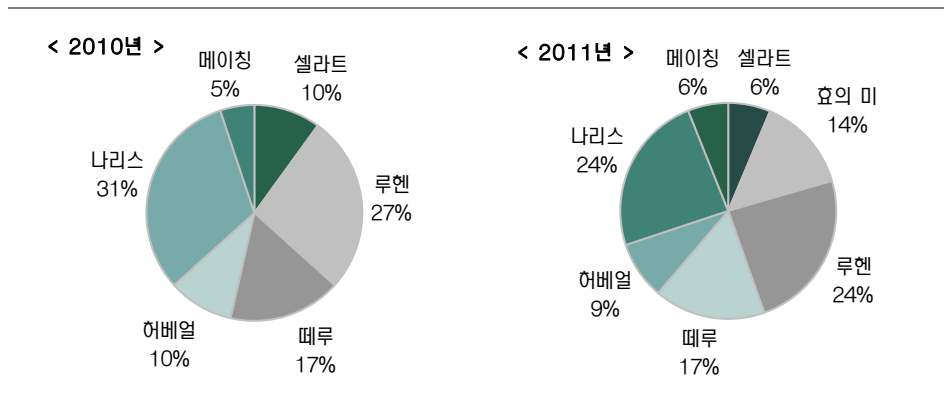
자료: 코웨이, 현대증권

그림 140> 중국법인 연결기준 이익기여 낮아져



자료: 코웨이, 현대증권

그림 141> 중국화장품 중고가 중심으로 브랜드 재조정 후유증



자료: 코웨이

포괄손익계산서					
(십억원)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
<b>매출액</b>	<b>1,519.1</b>	<b>1,824.4</b>	<b>1,862.6</b>	<b>2,019.0</b>	<b>2,147.0</b>
매출원가	494.1	580.8	620.5	678.9	727.0
<b>매출총이익</b>	<b>1,025.1</b>	<b>1,243.5</b>	<b>1,242.1</b>	<b>1,340.1</b>	<b>1,420.0</b>
판매비와관리비	796.3	955.0	933.0	1,006.0	1,050.0
기타영업손익	0.0	(55.3)	(54.0)	(52.0)	(60.0)
<b>영업이익</b>	<b>228.8</b>	<b>233.2</b>	<b>255.1</b>	<b>282.1</b>	<b>310.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>382.6</b>	<b>448.0</b>	<b>480.3</b>	<b>510.5</b>	<b>540.2</b>
영업외손익	7.7	(15.7)	(10.7)	(11.7)	(10.7)
금융손익	(14.1)	(24.3)	(29.4)	(21.7)	(20.7)
지분법손익	22.1	3.4	10.0	10.0	10.0
기타영업외손익	(0.3)	5.3	8.7	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>236.5</b>	<b>217.5</b>	<b>244.4</b>	<b>270.4</b>	<b>299.3</b>
법인세비용	59.5	50.5	59.2	65.4	72.4
<b>당기순이익</b>	<b>177.0</b>	<b>167.1</b>	<b>185.3</b>	<b>205.0</b>	<b>226.9</b>
<b>지배기업순이익</b>	<b>177.0</b>	<b>167.1</b>	<b>185.3</b>	<b>205.0</b>	<b>226.9</b>
<b>총포괄이익</b>	<b>174.3</b>	<b>161.2</b>	<b>185.3</b>	<b>205.0</b>	<b>226.9</b>
지배기업총포괄이익	174.3	161.2	185.3	205.0	226.9
소비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수정순이익</b>	<b>177.0</b>	<b>167.1</b>	<b>185.3</b>	<b>205.0</b>	<b>226.9</b>

연금흐름표					
(십억원)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
<b>당기순이익</b>	<b>177.0</b>	<b>167.1</b>	<b>185.3</b>	<b>205.0</b>	<b>226.9</b>
유무형자산상각비	153.8	159.5	171.2	176.4	170.2
기타비연금손익 조정	53.5	151.8	63.9	71.6	62.4
운전지분투자	(70.6)	(120.8)	(41.8)	(20.6)	(12.5)
기타영업연금흐름	0.0	(43.1)	(67.1)	(65.4)	(72.4)
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>313.8</b>	<b>314.5</b>	<b>311.5</b>	<b>366.9</b>	<b>374.6</b>
설비투자	(211.9)	(302.8)	(230.0)	(230.0)	(230.0)
무형자산투자	(14.7)	(6.8)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
단기금융자산 증감	(3.3)	(0.5)	(10.0)	(3.6)	(3.6)
투자자산증감	(65.1)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
기타투자연금흐름	(1.3)	(6.4)	7.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(296.4)</b>	<b>(324.2)</b>	<b>(248.0)</b>	<b>(248.6)</b>	<b>(248.6)</b>
금융부채 증감	54.5	208.7	0.0	55.0	0.0
자본의 증감	0.0	(73.5)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(76.8)	(79.9)	(77.8)	(79.0)	(79.0)
기타재무연금흐름	1.9	(24.8)	153.2	(193.1)	119.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(20.4)</b>	<b>30.5</b>	<b>75.4</b>	<b>(217.1)</b>	<b>40.3</b>
기타연금흐름	(4.3)	2.8	0.0	0.0	0.0
<b>연금의 증가(감소)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>23.6</b>	<b>138.8</b>	<b>(98.8)</b>	<b>166.3</b>
기초 현금 및 현금성자산	63.7	74.6	98.2	237.0	138.3
기말 현금 및 현금성자산	56.3	98.2	237.0	138.3	304.6
<b>총영업연금흐름</b>	<b>328.2</b>	<b>351.7</b>	<b>356.6</b>	<b>390.2</b>	<b>405.2</b>
<b>잉여연금흐름</b>	<b>30.7</b>	<b>(74.9)</b>	<b>66.1</b>	<b>124.6</b>	<b>147.6</b>
<b>순연금흐름</b>	<b>(63.5)</b>	<b>(181.8)</b>	<b>49.7</b>	<b>15.4</b>	<b>47.3</b>
<b>순연금 (순차입금)</b>	<b>(264.0)</b>	<b>(445.8)</b>	<b>(396.1)</b>	<b>(380.7)</b>	<b>(333.4)</b>

성장성 및 수익성 비율					
(%)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
매출액 성장률	7.6	NA	NA	8.4	6.3
영업이익 성장률	12.0	NA	NA	10.6	9.9
EBITDA 성장률	8.6	NA	NA	6.3	5.8
지배기업순이익 성장률	15.5	(5.6)	10.9	10.6	10.7
수정순이익 성장률	15.5	(5.6)	10.9	10.6	10.7
영업이익률	15.1	12.8	13.7	14.0	14.4
EBITDA이익률	25.2	24.6	25.8	25.3	25.2
당기순이익률	11.7	9.2	9.9	10.2	10.6
수정순이익률	11.7	9.2	9.9	10.2	10.6

참고: 수정EPS = (수정순이익 - 우선주귀속 순이익) / (세무 의식관련 손익조정분) / (보통주 수정 평균외식주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (소비경상손익)

소비경상손익: 세무 비경상영역의 손익(지배기업에 귀속된 비경상영역으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 코웨이, 현대증권

재무상태표					
(십억원)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
<b>현금 및 현금성자산</b>	<b>56.3</b>	<b>98.2</b>	<b>237.0</b>	<b>138.3</b>	<b>304.6</b>
단기금융자산	3.9	2.2	6.8	9.0	9.0
매출채권	207.3	205.3	220.0	230.0	240.0
재고자산	73.2	103.7	82.2	87.0	92.0
기타유동자산	238.1	163.2	267.6	282.0	300.0
<b>유동자산</b>	<b>578.8</b>	<b>572.6</b>	<b>813.7</b>	<b>746.3</b>	<b>945.6</b>
투자자산	204.3	229.0	220.0	220.0	220.0
유형자산	454.2	568.9	626.8	716.8	794.8
무형자산	133.6	183.2	134.0	134.0	134.0
이연법인제자산	5.2	0.7	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	63.4	70.4	63.4	63.4	63.4
<b>비유동자산</b>	<b>860.7</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,044.2</b>	<b>1,134.2</b>	<b>1,212.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>1,439.5</b>	<b>1,624.7</b>	<b>1,857.9</b>	<b>1,880.5</b>	<b>2,157.9</b>

매입채무	38.3	51.9	43.1	45.5	50.0
단기금융부채	104.5	278.8	340.0	210.0	350.0
단기총당부채	4.2	6.9	4.3	4.4	4.4
기타유동부채	294.0	240.7	308.0	314.0	330.0
<b>유동부채</b>	<b>441.0</b>	<b>578.3</b>	<b>695.3</b>	<b>573.9</b>	<b>734.4</b>
장기금융부채	219.8	267.3	300.0	318.0	297.0
장기총당부채	0.1	0.7	0.1	0.1	0.0
퇴직급여부채	6.7	14.6	10.0	10.0	0.0
이연법인제부채	0.0	8.6	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	7.2	17.2	7.2	7.2	7.2
<b>비유동부채</b>	<b>233.8</b>	<b>308.5</b>	<b>317.3</b>	<b>335.3</b>	<b>304.2</b>
<b>부채총계</b>	<b>674.7</b>	<b>886.8</b>	<b>1,012.6</b>	<b>909.2</b>	<b>1,038.6</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	140.0	126.3	126.3	126.3	126.3
기타자본항목	(43.0)	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
기타포괄손익누계액	(2.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
이익잉여금	629.8	675.7	783.1	909.1	1,057.0
<b>지배기업 자본총계</b>	<b>764.8</b>	<b>737.9</b>	<b>845.3</b>	<b>971.4</b>	<b>1,119.3</b>
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>764.8</b>	<b>737.9</b>	<b>845.3</b>	<b>971.4</b>	<b>1,119.3</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>1,439.5</b>	<b>1,624.7</b>	<b>1,857.9</b>	<b>1,880.5</b>	<b>2,157.9</b>

주당지표					
(원)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
EPS	2,294	2,192	2,464	2,726	3,017
수정EPS	2,294	2,192	2,464	2,726	3,017
주당순자산(BPS)	9,907	9,813	11,242	12,918	14,885
주당매출액(SPS)	19,688	23,943	24,770	26,850	28,553
주당총영업연금흐름(GCFFS)	4,253	4,615	4,742	5,189	5,388
주당배당금	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	6.8	5.9	11.2	10.1	NA

주주가지 및 재무구조					
(%)	12/10A	12/11A	12/12F	12/13F	12/14F
ROE	24.5	22.6	21.9	22.6	21.7
ROA	14.1	11.5	11.2	11.9	12.0
ROIC	22.1	19.7	18.0	19.7	19.8
WACC	9.7	9.0	7.0	6.8	6.6
ROIC/WACC(배)	2.3	2.2	2.6	2.9	3.0
경제적이익(EP, 십억원)	101.3	118.1	116.9	143.3	160.0
부채비율	88.2	120.2	119.8	93.6	92.8
순금융부채비율	34.5	60.4	46.9	39.2	29.8
이자보상배율(배)	21.7	17.0	16.2	23.2	25.7