

코웨이
(021240)

4분기 무난한 실적, 2013년 수익성 및 재무구조 개선 기대



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

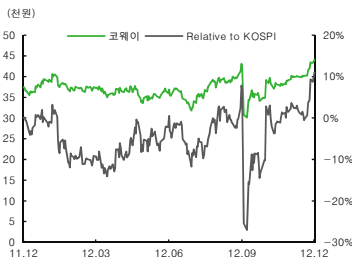
기타서비스업종

현재가 44,100

목표주가 (유지) **51,000**

KOSPI	1982.25
시가총액	3,401 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	44,100 원 / 30,150 원
120일 평균거래대금	66 억원
외국인지분율	51.3%
주요주주	코웨이홀딩스 주식회사 30.9%

주기수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	6.0	12.1	3.8	17.8
상대수익률	6.6	7.9	3.7	10.3



투자포인트

- 4분기까지 초소형 신제품 관련 렌탈 폐기손실 증가로 매출대비 영업이익의 증가폭 미미
- 2013년은 수익성 및 재무구조 개선 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지, 2013년은 두번의 배당 예정

Comment

4분기 실적 매출 4,691 억(+5.6%), 영업이익 635 억원(+1.1%) 예상

코웨이의 4분기 실적은 매출 4,691 억원(+5.6%), 영업이익 635 억원(+1.1%)이 예상된다. 부문별로는 렌탈이 4.6%, 멤버십과 일시불이 각각 3.3%와 9.7%의 탑라인 성장이 전망된다. 신규 출시된 한뼘 정수기 등의 14일 이전 반환 물량 증가로 렌탈 폐기손실이 통상적인 수준보다 확대되어 영업이익 증가는 매출 성장보다 낮은 1.1%에 그칠 전망이다. 초소형화 과정에서 일부 기능상 결함은 4분기 중 대부분 해결될 것으로 보여 초기 반환물량 정상화로 2013년 렌탈폐기손실은 평균 수준으로 감소될 전망이다. 한편, 지급여부나 규모 등이 미확정이나 매각에 따른 위로금 지급이 있을 수 있는데 이 경우 일시적으로 이익이 크게 하락할 수 있다.

2013년 영업이익 13%, 순이익 68% 증가, 웅진케미칼 매각자금은 차입금 상환

2013년 국내 경기 부진에도 주력인 렌탈부문에서 기유입된 계정 증가 효과에 신제품군 확대를 통한 양호한 신규주문 유입, 매트리스 등을 중심으로 한 멤버십 확대에 힘입어 코웨이의 매출은 5.7% 성장이 전망된다. 통상 3년 단위 가격인상이 있었는데 2009년 이후 가격인상이 없었다는 점에서 2013년 중에는 렌탈부문 가격 인상도 기대해 볼 수 있다. 1)렌탈 폐기손실 정상화 2)웅진계열과의 매입거래(약 2천억원 내외)의 일부 계약 재조정 및 외부계약 전환 등에 따른 약 100억원 내외의 비용 절감 3)기타 각종 판관비용 통제 강화로 2013년 동사의 영업이익률은 14.9%로 2012년 대비 1.0%p 개선이 예상된다.

한편, 2013년 1분기에는 웅진케미칼 지분 매각 차익 449억원이 인식될 예정이다. 웅진케미칼 매각대금 1,782억원은 차입금 상환에 쓰일 예정인데 매각차익에 대한 법인세를 감안하면 약 1,673억원의 차입금 감소가 가능할 전망이다. 회사는 수처리 자회사들의 매각도 검토 중인데 두 자회사의 장부가는 350억원으로 이들의 매각되면 추가적인 차입금 상환도 가능하다.

투자의견 매수, 목표주가 5만 1천원 유지, 2013년은 두번의 배당 예정

한시적인 분기 배당으로 2012년은 연말 배당이 없고 2013년 3월말 기준으로 1,050 원의 분기배당이 예상된다. 2013년부터는 연말배당으로 재전환되어 2013년에는 두차례의 배당이 있을 전망이다. 경기부진에도 한자리수 중반의 안정적인 성장과 수익성 및 재무구조 개선이 기대되는 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수와 목표주가 5만 1천원을 유지한다.

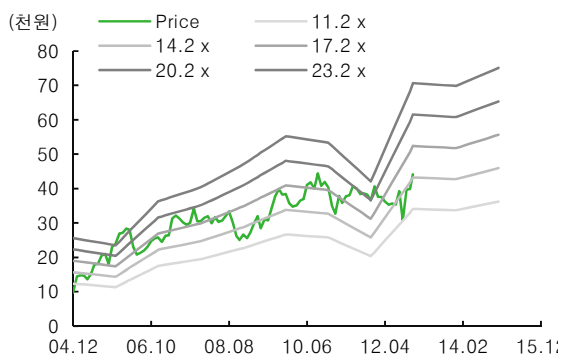
표 1. 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F	2014F
렌탈주문(천대)		284.7	331.1	293.5	290.9	301.5	339.8	334.9	333.1	1,265.2	1,200.2	1,309.3	1,333.9
월평균해약률(%)		1.01%	1.01%	1.01%	0.95%	0.95%	0.93%	0.95%	0.95%	1.04%	1.00%	0.95%	0.96%
렌탈계정(천계정)		4,462.9	4,488.9	4,512.1	4,538.5	4,554.0	4,608.7	4,695.9	4,763.6	4,450.0	4,577.6	4,802.7	5,028.0
멤버십계정		1,003.6	1,082.1	1,118.5	1,158.9	1,201.8	1,248.6	1,276.5	1,310.0	1,002.0	1,158.9	1,310.0	1,466.8
총관리계정		5,466.6	5,571.0	5,630.6	5,697.4	5,755.7	5,857.3	5,972.4	6,073.6	5,452.0	5,736.6	6,112.7	6,494.8
총관리계정의 증감		21.8	104.4	59.6	66.9	58.3	101.5	115.1	101.2	369.3	284.5	376.1	382.1
매출액	전체	442.4	446.4	458.0	469.1	466.8	468.2	484.4	499.4	1,709.9	1,815.9	1,918.7	2,059.2
	렌탈	316.3	318.9	323.2	327.3	330.4	334.3	340.2	346.5	1,206.3	1,285.7	1,351.4	1,434.1
	멤버십	38.8	39.2	41.1	42.1	43.2	44.5	45.5	46.4	160.8	161.2	179.5	195.6
	일시불	32.7	40.5	39.1	35.0	36.0	43.0	41.5	37.9	138.2	147.3	158.4	173.2
	기타	37.8	31.5	37.4	46.6	39.5	29.2	38.2	48.9	137.5	153.3	155.7	176.9
	화장품	16.8	16.3	17.3	18.0	17.6	17.2	19.0	19.8	68.2	68.4	73.6	79.5
YoY (%)	전체	10.3	2.4	6.5	5.6	5.5	4.9	5.8	6.5	13.9	6.2	5.7	7.3
	렌탈	9.8	6.4	5.7	4.6	4.5	4.8	5.3	5.9	9.0	6.6	5.1	6.1
	멤버십	(0.8)	(1.9)	0.3	3.3	11.5	13.5	10.7	10.0	8.8	0.3	11.4	8.9
	일시불	2.8	4.4	9.5	9.7	10.0	6.2	6.3	8.2	28.7	6.6	7.6	9.3
	기타	53.6	(20.4)	23.9	8.2	4.5	(7.2)	2.2	4.8	5.8	11.5	1.6	13.6
	화장품	(3.3)	(8.8)	(1.7)	17.4	5.0	5.0	10.0	10.0	191.9	0.3	7.6	8.0
매출총이익		296.9	304.3	306.5	313.8	314.6	320.7	328.4	334.5	1,157.9	1,221.5	1,298.2	1,395.7
영업이익		64.4	63.0	62.0	63.5	67.7	68.2	74.5	76.1	242.5	252.9	286.5	320.4
세전이익		55.6	56.4	17.7	54.8	105.5	64.1	69.3	70.5	225.4	184.5	309.3	305.7
순이익		41.2	44.0	12.9	41.5	80.0	48.6	52.5	53.4	177.1	139.7	234.5	231.7
EBITDA		119.5	115.7	126.4	120.4	110.4	110.9	117.2	118.8	439.9	482.0	510.4	547.3
YoY (%)	매출총이익	8.2	3.3	3.8	6.9	6.0	5.4	7.1	6.6	14.5	5.5	6.3	7.5
	영업이익	14.0	2.0	1.0	1.1	5.2	8.2	20.2	19.8	(4.4)	4.3	13.3	11.8
	세전이익	10.3	2.5	(72.6)	(0.8)	89.7	13.6	291.6	28.6	(7.4)	(18.1)	67.7	(1.2)
	순이익	6.4	4.6	(73.7)	(11.8)	93.9	10.3	306.9	28.6	(3.3)	(21.1)	67.9	(1.2)
	EBITDA	14.3	4.8	13.4	6.2	(7.6)	(4.2)	(7.2)	(1.4)	1.6	9.6	5.9	7.2
매출총이익률 (%)		67.1	68.2	66.9	66.9	67.4	68.5	67.8	67.0	67.7	67.3	67.7	67.8
영업이익률 (%)		14.6	14.1	13.5	13.5	14.5	14.6	15.4	15.2	14.2	13.9	14.9	15.6
세전이익률 (%)		12.6	12.6	3.9	11.7	22.6	13.7	14.3	14.1	13.2	10.2	16.1	14.8
순이익률 (%)		9.3	9.9	2.8	8.9	17.1	10.4	10.8	10.7	10.4	7.7	12.2	11.3
EBITDA마진률 (%)		27.0	25.9	27.6	25.7	23.7	23.7	24.2	23.8	25.7	26.5	26.6	26.6

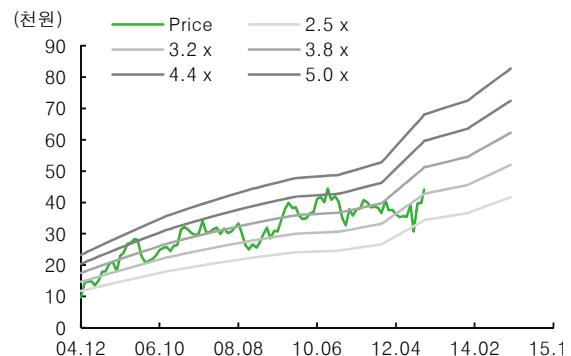
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 2. PBR(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,816	1,919	2,059
매출원가	491	552	594	621	664
매출총이익	1,011	1,158	1,222	1,298	1,396
기타영업손익	651	823	829	908	966
판관비	704	869	899	960	1,021
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-53	-46	-70	-52	-55
영업이익	254	242	253	287	320
조정영업이익	307	289	323	338	375
EBITDA	461	441	490	509	546
영업외손익	11	-17	-68	23	-15
관계기업손익	22	0	-3	0	0
금융수익	7	2	3	3	3
금융비용	-18	-26	-67	-26	-20
기타	0	6	-1	46	2
법인세비용차감전순손익	243	225	185	309	306
법인세비용	-60	-48	-45	-75	-74
계속사업순손익	177	177	140	234	232
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	140	234	232
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	140	234	232
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	138	234	232
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	173	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	1,811	3,040	3,004
PER	17.0	15.9	24.3	14.5	14.7
PBS	9,504	9,704	10,506	13,546	14,426
PBR	4.2	3.8	4.2	3.3	3.1
EBITDAPS	5,973	5,720	6,351	6,599	7,077
EV/EBITDA	7.3	7.5	8.0	7.1	6.7
SPS	19,472	22,170	23,545	24,878	26,700
PSR	2.1	1.7	1.7	1.6	1.5
CFPS	5,065	6,108	5,233	6,271	6,732
DPS	1,050	1,050	0	2,200	1,250

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	6.2	5.7	7.3
영업이익 증가율	24.1	-4.4	4.3	13.3	11.8
순이익 증가율	19.6	-3.4	-21.1	67.8	-1.2
수익성					
ROIC	20.7	18.7	18.1	18.8	19.5
ROA	19.2	16.5	15.7	16.6	18.0
ROE	25.9	23.9	17.9	25.3	21.5
안정성					
부채비율	86.1	110.6	103.2	73.2	57.3
순차입금비율	36.4	62.5	61.5	21.7	22.6
이자보상배율	14.4	9.6	8.6	11.1	16.0

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	471	678	531
현금및현금성자산	56	65	29	218	53
매출채권 및 기타채권	223	257	262	277	287
재고자산	73	73	61	64	69
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,175	1,131	1,219
유형자산	442	535	646	736	821
관계기업투자금	192	237	237	103	103
기타금융자산	3	48	47	47	47
기타비유동자산	288	245	245	245	247
자산총계	1,364	1,576	1,646	1,810	1,750
유동부채	384	534	637	615	515
매입채무 및 기타채무	182	187	181	186	188
차입금	74	165	230	220	210
유동성채무	30	110	150	129	30
기타유동부채	98	72	77	81	87
비유동부채	247	294	199	149	123
차입금	220	267	157	105	75
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	42	44	47
부채총계	631	828	836	765	637
지배지분	733	748	810	1,045	1,113
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	740	974	1,042
기타자본변동	-34	-101	-101	-101	-101
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	748	810	1,045	1,113
총차입금	324	542	537	454	315

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	341	362	396
당기순이익	177	177	140	234	232
비현금항목의 가감	207	294	264	249	287
감가상각비	154	152	167	171	171
외환손익	0	1	1	0	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	96	78	117
자산부채의 증감	-71	-112	-48	-74	-70
기타현금흐름	0	-42	-14	-49	-53
투자활동 현금흐름	-296	-344	-275	-126	-255
투자자산	-65	-37	1	134	0
유형자산	-212	-290	-271	-255	-250
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-107	-184	-249
단기차입금	-45	90	65	-10	-10
사채	50	123	-50	-52	0
장기차입금	100	30	-60	0	-30
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-80	-78	-78	-86
기타	-48	-127	16	-45	-123
현금의 증감	-7	8	-36	189	-165
기초 현금	64	56	65	29	218
기말 현금	56	65	29	218	53
NOPLAT	191	191	191	217	243
FCF	107	37	79	123	154

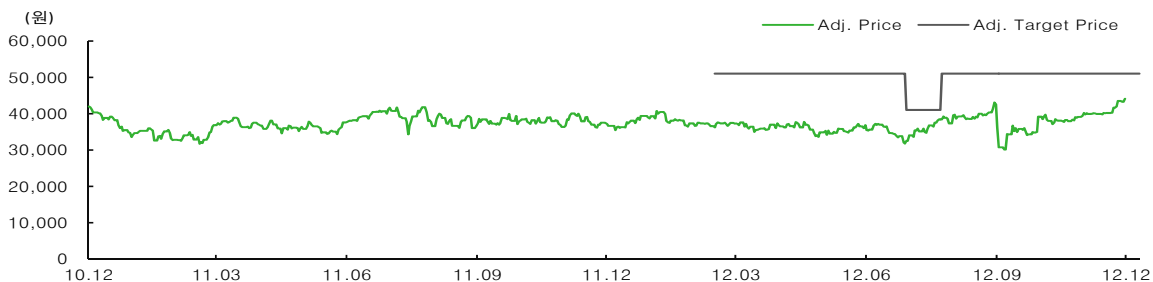
자료: 기업명, 대신증권 추정

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 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.

▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.12.27	12.10.26	12.10.07	12.08.19	12.08.09	12.07.25	12.06.22	12.03.12		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	51,000	51,000	51,000	51,000	41,000	41,000	51,000	51,000		
제시일자										
투자 의견										
목표주가										
제시일자										
투자 의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

산업 투자 의견 - 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 투자 의견 - 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