

# 코웨이 (021240)

## 매수 (유지)

서비스업

현재주가 (2월 15일) 47,400 원  
**목표주가 60,000 원 (상향)**  
**상승여력 26.6%**

### [Analyst]

공영규 ☎ (02) 3772-1527  
 책임연구원 ✉ jxlove1983@shinhan.com

KOSPI	1,981.18p
KOSDAQ	514.58p
시가총액	3,655.7 십억원
액면가	500 원
발행주식수	77.1 백만주
유동주식수	50.7 백만주(65.8%)
52 주 최고/최저가	47,400 원/30,150 원
일평균 거래량 (60 일)	161,017 주
일평균 거래액 (60 일)	6,968 백만원
외국인 지분율 :	51.39%
주요주주	코웨이 홀딩스 30.90%
	Lazard Asset Management 14.50%
절대수익률	3개월 23.9%
	6개월 26.2%
	12개월 24.4%
KOSPI 대비	3개월 17.0%
상대수익률	6개월 24.7%
	12개월 27.2%

## 마마보이에서 헬스보이로

### 4Q12 매출 4,601억원(+4% YoY), 영업이익 356억원(-44% YoY) 기록

코웨이의 4분기 매출액은 4,601억원(+3.6% YoY), 영업이익은 356억원(-43.7% YoY)을 기록했다. 위로금 성격으로 지급된 성과급 156억원과 불용 재고 폐기 손실 118억원이 일회성 비용으로 반영되면서 영업이익은 부진했다. 2012년 전체 렌탈 가입자는 460만건(+3.5% YoY), 멤버십 가입자는 113만건(+13.1% YoY)을 기록했다

### 2013년부터 질적 성장으로의 진화 기대

2013년 렌탈 순증 가입자는 27만건(+71.7% YoY)으로 큰폭의 증가가 예상된다. 단가 인상 효과가 반영되어 ARPU(가입자 1인당 월평균 매출)는 23,759원(+4.1% YoY)으로 상승할 전망이다. 전체 렌탈 가입자는 488만건(+5.9% YoY), 멤버십 가입자는 119만건(+4.8% YoY)으로 예상된다. 2013년 매출액은 1.98조원(+9.8% YoY), 영업이익은 3,004억원(+31.8% YoY)으로 큰 폭의 실적 개선이 전망된다.

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 60,000원으로 상향

코웨이는 과거 수년간 모회사에 대한 지원과 신규 사업에 대한 투자 부담으로 수익성이 악화되었다. 2013년부터는 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 가능하다. 업황 개선을 반영하여 목표주가를 54,000원에서 60,000원으로 상향한다. 목표주가 60,000원은 2013년 연결 기준 EPS 3,112원에 19배의 PER을 적용한 수준이다.

12월 결산	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
매출액 (십억원)	1,709.9	1,806.8	1,983.1	2,149.0	2,315.6
영업이익 (십억원)	242.5	227.8	300.4	346.0	395.6
순이익 (십억원)	177.1	119.7	244.4	252.2	290.6
EPS (원)	2,296	1,552	3,169	3,270	3,768
BPS (원)	9,704	10,240	12,248	14,017	16,043
영업이익률 (%)	14.2	12.6	15.1	16.1	17.1
순이익률 (%)	10.4	6.6	12.3	11.7	12.5
ROE (%)	24.0	15.6	28.2	24.9	25.1
PER (x)	15.9	28.1	15.0	14.5	12.6
PBR (x)	3.8	4.3	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA (x)	8.5	8.2	7.0	6.1	5.3

주: K-IFRS 별도 기준

## Contents

- 03 **목표주가 60,000원으로 상향**
- 06 **렌탈 사업 2013년 순증 가입자 27만건(+71.7% YoY) 전망**
- 07 **단가 인상 효과 반영되며 ARPU의 고성장은 지속될 전망**
- 10 **2013년 기대되는 배당 수익률은 4.7% 수준**

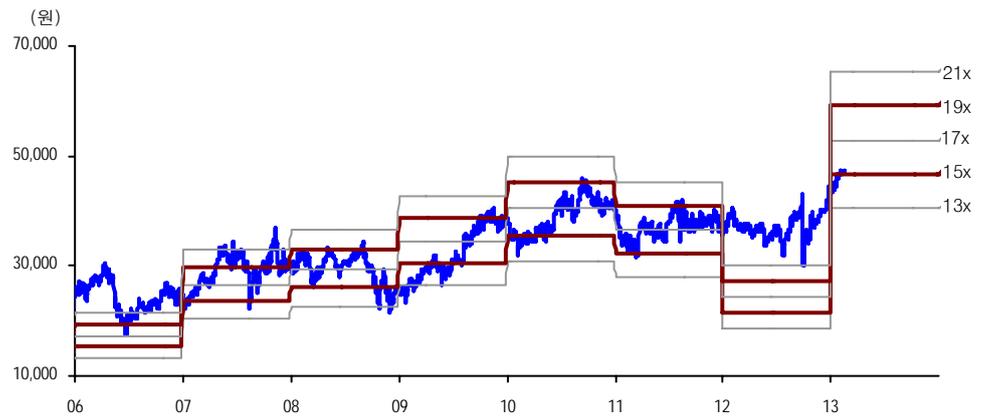
## 목표주가 60,000원으로 상향

코웨이는 과거 수년간 외형 성장이 지속되는 가운데 수익성과 현금 흐름이 악화되는 모습을 보였다. 계열 회사들에 대한 지원과 신규 사업에 대한 투자 부담 때문이었다. 코웨이의 새로운 대주주인 MBK파트너스가 인수 이후 가장 크게 중점을 두는 부분은 바로 수익성 개선이다. 이로 인해 수처리사업은 매각되고 화장품 사업에 대한 공격적인 투자도 지양될 전망이다. 2013년부터는 가입자 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성 개선 효과가 본격화 될 전망이다.

동사의 주가는 가입자 기반의 안정적인 외형 성장을 바탕으로 매우 안정적인 흐름을 보였다. PER 밴드 13배에서 21배 사이에서 주가가 형성되며 PER 15배 수준에서는 강력한 하방 경직성을 가지고 있다. 2013년에는 가입자 성장과 ARPU 개선으로 매출액 고성장이 예상된다. 본업 중심의 펀더멘탈 강화로 큰 폭의 수익성 개선도 가능하다.

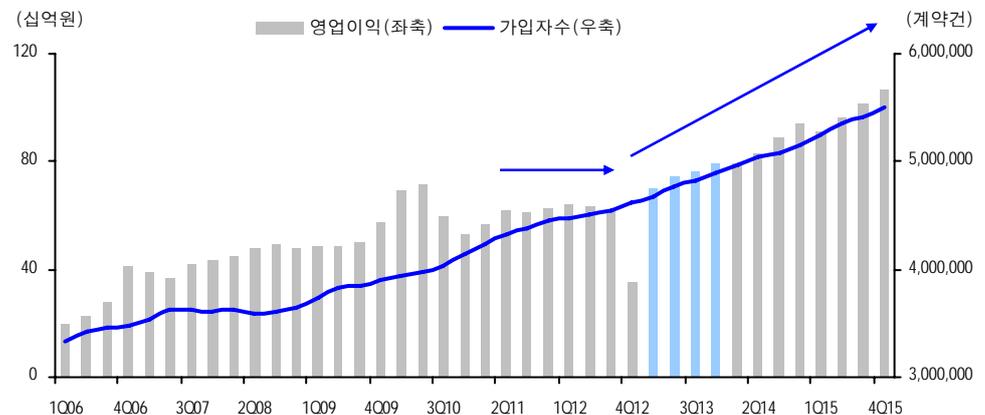
K-IFRS 별도 기준으로 매출액은 1조 9,831억원(+9.8% YoY), 영업이익은 3,004억원(31.8% YoY)으로 전망된다. 영업이익률은 15.1%(+2.5%P) 수준으로 개선될 전망이다. 업황 개선을 반영하여 목표주가를 54,000원에서 60,000원으로 상향한다. 목표주가 60,000원은 2013년 연결 기준 EPS 3,112원에 19배의 PER을 적용한 수준이다.

### 코웨이의 PER 밴드



자료: 통계청, 신한금융투자

### 코웨이의 영업이익 vs. 가입자수 추이 및 전망



자료: 통계청, 신한금융투자

4Q12 실적 발표 자료

(십억원)	4Q12P	3Q12	%QoQ	4Q11	%YoY
매출액	460.1	458.0	0.5	444.0	3.6
영업이익	35.6	62.9	(43.4)	63.2	(43.7)
순이익	21.6	12.9	67.4	47.1	(54.1)
영업이익률 (%)	7.7	13.7		14.2	
순이익률 (%)	4.7	2.8		10.6	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

수익 추정 변경

(십억원)	2013F			2014F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,966.1	1,983.1	0.9	2,127.1	2,149.0	1.0
영업이익	295.4	300.4	1.7	334.7	346.0	3.4
순이익	244.1	244.4	0.1	250.7	252.2	0.6

자료: 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

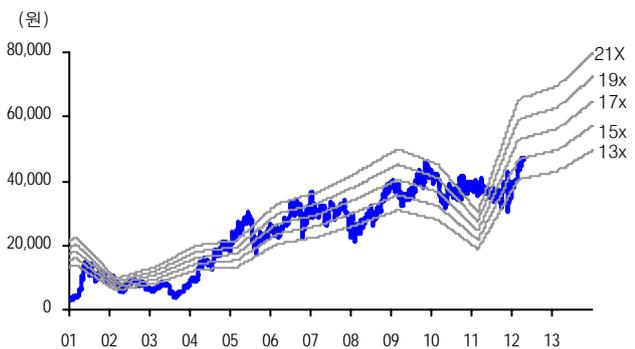
EPS 기준 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산
2013년 순이익	240.0	2014년 순이익	255.8
EPS (원)	3,112	EPS (원)	3,317
Target PER (x)	19	Target PER (x)	19
목표주가 (원)	60,000	목표주가 (원)	64,000
현재주가 (원)	47,400	현재주가 (원)	47,400
현재주가 PER (x)	15.2	현재주가 PER (x)	14.3

자료: 신한금융투자

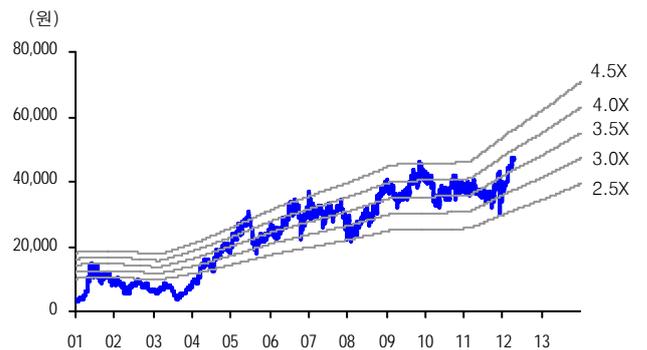
주: K-IFRS 연결 순이익(지배주주) 기준

코웨이 PER Band



자료: 신한금융투자

코웨이 PBR Band

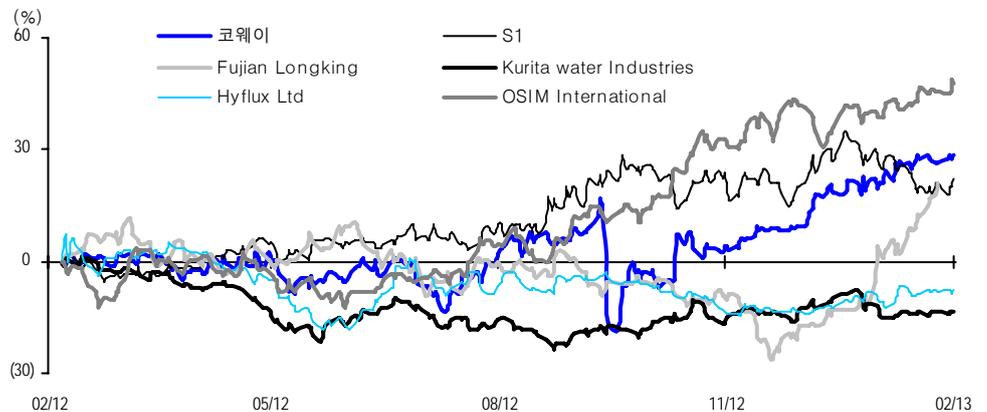


자료: 신한금융투자

코웨이 Global Peers							
회사명		코웨이	Kurita water Industries	S1	OSIM International	Hyflux Ltd	Fujian Longking
Ticker		021240 KS	6370 JP	012750 KS	OSIM SP	HYF SP	600388 CH
시가총액 (십억원)		3,655.7	2,777.0	2,553.5	1,185.2	981.0	1,116.2
Sales (십억원)	2011	1,824.4	2,438.3	1,026.1	488.0	418.4	595.6
	2012F	1,936.5	2,654.9	1,098.1	528.4	607.1	724.9
	2013F	2,095.6	2,240.6	1,212.9	596.5	650.2	873.8
OP (십억원)	2011	288.5	365.0	167.2	94.2	71.2	48.0
	2012F	262.2	399.8	148.1	98.3	80.6	58.6
	2013F	305.3	277.1	173.5	113.0	94.0	74.7
OP margin (%)	2011	15.8	15.0	16.3	19.3	17.0	8.1
	2012F	13.5	15.1	13.5	18.6	13.3	8.1
	2013F	14.6	12.4	14.3	18.9	14.5	8.5
NP (십억원)	2011	167.1	230.6	126.3	60.9	46.7	43.2
	2012F	183.2	235.4	114.3	74.5	36.1	48.7
	2013F	239.0	154.2	133.8	86.2	57.7	60.5
NP margin (%)	2011	9.2	9.5	12.3	12.5	11.2	7.3
	2012F	9.5	8.9	10.4	14.1	5.9	6.7
	2013F	11.4	6.9	11.0	14.4	8.9	6.9
EPS Growth (% YoY)	2011	(12.3)	3.0	11.8	43.1	(57.6)	10.5
	2012F	(0.4)	2.0	(16.0)	13.2	22.6	13.0
	2013F	40.0	(34.0)	16.2	12.6	38.5	20.3
P/E (x)	2011	16.4	18.3	15.5	11.3	28.0	19.4
	2012F	21.3	13.7	21.4	15.9	25.7	22.8
	2013F	15.2	17.4	18.4	14.3	18.6	19.0
P/B (x)	2011	3.7	1.6	2.7	5.2	3.3	2.2
	2012F	4.6	1.1	3.0	6.6	1.7	2.6
	2013F	3.9	1.1	2.7	5.5	1.5	2.4
EV/EBITDA (x)	2011	7.1	6.2	6.4	6.6	7.6	14.6
	2012F	9.2	4.1	9.3	9.0	18.3	16.6
	2013F	8.1	4.6	8.2	8.0	15.9	13.5
ROE (%)	2011	22.8	8.8	18.0	50.5	10.3	11.7
	2012F	109.6	8.2	14.9	43.8	7.9	11.3
	2013F	0.8	6.4	15.8	41.2	9.9	12.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 상대 주가 추이



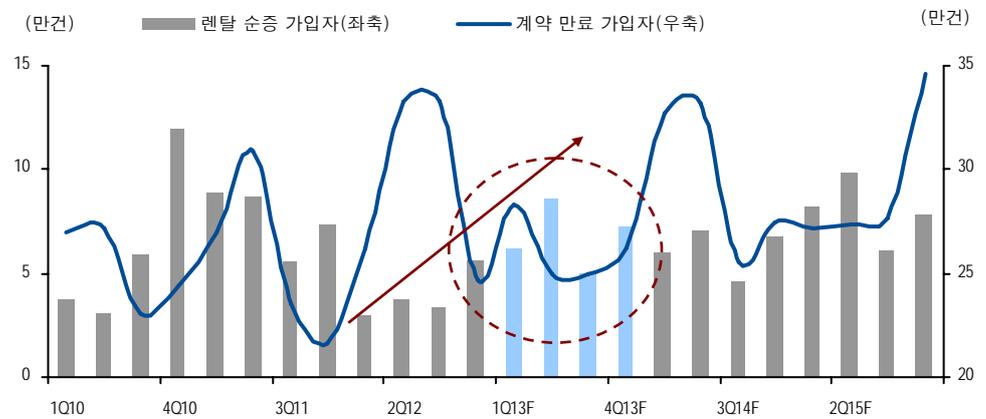
자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 렌탈 사업 2013년 순증 가입자 27만건(+71.7% YoY) 전망

2012년 코웨이의 신규 렌탈 가입자는 122만건(-4.2% YoY)을 기록했다. 순증 가입자수는 15만 7천건(-48.4% YoY)으로 크게 감소했는데 이는 계약 만료 가입자수가 전년 대비 약 14% 증가했기 때문이다. 2013년에는 계약 만료 가입자가 2012년 대비 10% 이상 감소하기 때문에 순증 가입자수는 오히려 큰 폭으로 증가할 수 있다.

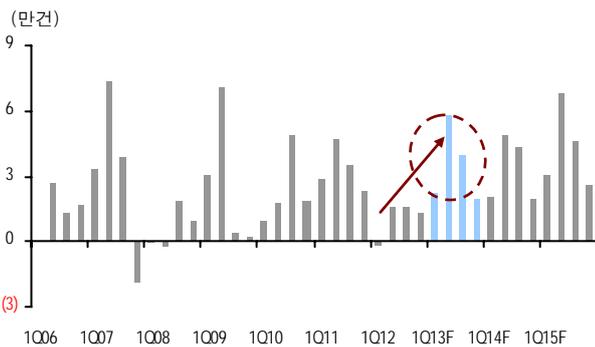
2013년 신규 렌탈 가입자는 약 130만건(+6.2% YoY)으로 예상된다. 전년도에 부진했던 공기청정기 신규 주문건수는 24만건(+16.6% YoY) 수준으로 회복될 전망이다. 정수기와 비데는 각각 28만건(+5.1% YoY), 63만건(+3.3% YoY)으로 전망한다. 2013년 순증 가입자수는 27만건(+71.7% YoY), 전체 렌탈 가입자는 488만건(+5.9% YoY)으로 예상된다.

전체 렌탈 순증 가입자 vs. 계약 만료 가입자 추이 및 전망



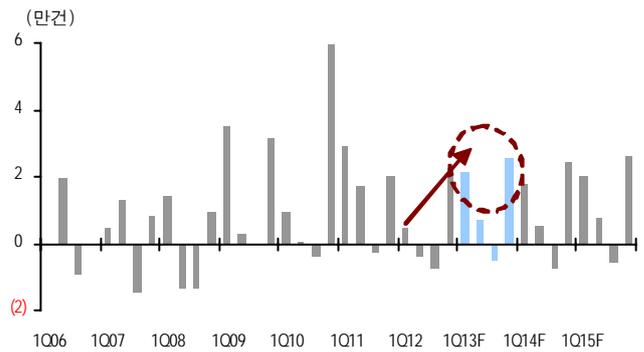
자료: 회사 자료, 신한금융투자

정수기 렌탈 순증 가입자 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

공기청정기 렌탈 순증 가입자 추이 및 전망



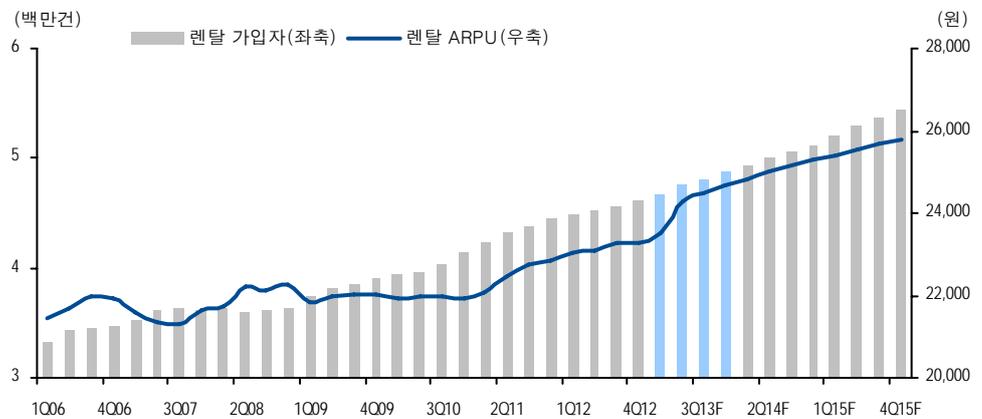
자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 단가 인상 효과 반영되며 ARPU의 고성장은 지속될 전망

코웨이의 ARPU(가입자 1인당 월평균 매출)는 2011년 22,008원(+3.4% YoY), 2012년 22,824원(+3.7% YoY) 수준으로 고성장을 지속하고 있다. ARPU 상승의 이유는 크게 두가지이다. 우선 2009년에 5년 계약 기간 중 2년은 할인해주고 나머지 3년 동안 렌탈 요금을 상승시키는 계약을 실시했는데 이로 인한 단가 상승 효과가 2012년부터 나타나고 있다. 프리미엄 신제품 출시로 신규 가입자의 ARPU가 상승하고 있는 것도 ARPU 상승의 주요 요인이다.

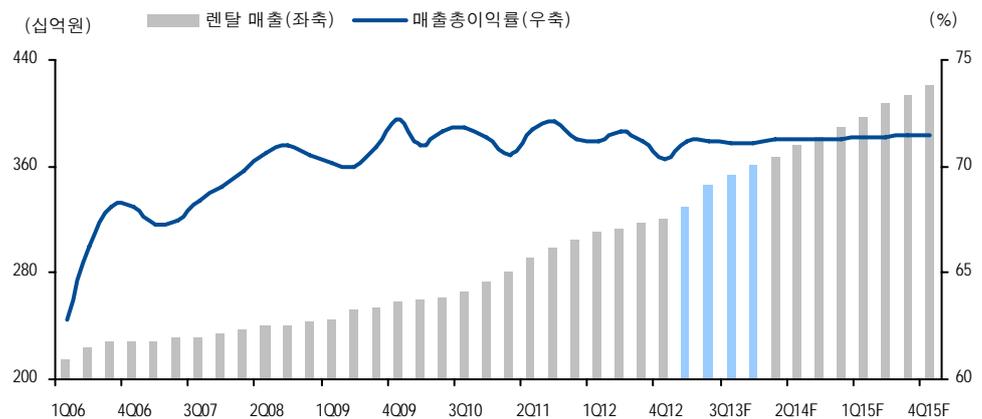
코웨이의 경영진은 전체 신규 렌탈 제품의 단가를 2013년 4월부터 일괄적으로 6% 상승시키는 것을 공식화 했다. 단가 인상을 반영하여 2013년 ARPU 추정치를 기존의 23,338원(+2.3% YoY)에서 23,759원(+4.1% YoY)으로 상향한다. 신규 가입자의 ARPU는 계약 만료 가입자의 ARPU에 비해 상대적으로 높다. 따라서 ARPU 개선은 장기적으로 지속될 수 있다. 이번 단가 인상으로 2013년에는 약 200억원, 2014년에는 약 300억원의 매출 상승 효과가 기대된다.

### 렌탈 가입자 vs. ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### 렌탈 매출 vs. 매출총이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 코웨이의 영업실적 추정

(십억원)	10	11	12P	13F	14F	15F
매출액	1,501.8	1,709.9	1,806.8	1,983.1	2,149.0	2,315.6
증감률 (% YoY)	6.0	13.9	5.7	9.8	8.4	7.8
렌탈 가입자 (건)	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,877,664	5,121,746	5,441,792
증감률 (% YoY)	6.3	7.4	3.5	5.9	5.0	6.2
렌탈 ARPU (원)	21,285	22,008	22,824	23,759	24,623	25,081
렌탈 매출	1,058.8	1,175.2	1,261.9	1,390.6	1,513.3	1,637.8
정수기	628.0	689.0	733.8	808.2	883.2	957.7
공기청정기	150.1	182.3	196.7	219.4	238.9	258.6
비데	197.5	217.2	233.9	250.6	260.2	270.9
연수기	75.8	78.8	79.6	79.5	79.0	79.0
기타(음식물처리기등)	7.5	7.8	8.2	9.8	11.2	12.6
매트리스			6.9	21.7	38.7	57.0
렌탈 등록 매출	47.5	31.1	23.8	15.4	4.3	
멤버십 매출	147.7	160.8	161.3	177.0	186.8	192.6
일시불 매출	107.4	138.2	144.7	163.3	175.5	187.6
수출	69.2	98.0	109.6	118.6	134.1	151.9
화장품 매출	23.4	68.2	67.2	78.5	95.0	105.9
기타	47.9	38.4	38.3	39.6	39.8	39.8
증감률 (% YoY)						
렌탈	4.9	11.0	7.4	10.2	8.8	8.2
렌탈 등록	(4.3)	(34.5)	(23.4)	(35.4)	(71.8)	(100.0)
멤버십	7.1	8.8	0.3	9.7	5.5	3.1
일시불	52.9	28.7	4.7	12.8	7.5	6.9
수출	52.9	41.6	11.8	8.2	13.1	13.2
화장품		191.9	(1.4)	16.9	21.0	11.4
기타(리빙+수처리)		(19.8)	(0.3)	3.4	0.6	0.1
매출원가	490.6	552.0	605.3	669.7	729.4	783.2
매출원가율 (%)	32.7	32.3	33.5	33.8	33.9	33.8
매출총이익	1,011.2	1,157.9	1,201.5	1,313.4	1,419.6	1,532.5
매출총이익률 (%)	67.3	67.7	66.5	66.2	66.1	66.2
판매비와관리비	704.4	913.1	973.6	1,013.0	1,073.6	1,136.8
판매비율 (%)	46.9	53.4	53.9	51.1	50.0	49.1
기타영업수익	1.5	0.6	1.4	1.5	1.5	1.6
기타영업비용	54.8	46.8	70.8	58.1	61.6	65.4
영업이익	306.9	244.8	227.9	300.4	346.0	395.6
영업이익률 (%)	20.4	14.3	12.6	15.1	16.1	17.1
증감률 (% YoY)	0.0	(20.2)	(6.9)	31.8	15.2	14.4
금융수익	6.4	2.2	3.9	3.3	3.6	4.5
금융비용	18.1	25.8	67.4	22.9	14.2	11.2
기타영업외손익	1.5	6.4	4.6	48.6	5.6	6.6
세전이익	289.0	226.4	161.3	323.0	334.0	387.8
법인세비용	60.0	48.2	41.7	78.6	81.8	97.3
법인세율 (%)	20.8	21.3	25.8	24.3	24.5	25.1
당기순이익	229.0	178.2	119.7	244.4	252.2	290.6
순이익률 (%)	15.2	10.4	6.6	12.3	11.7	12.5
증감률 (% YoY)		(22.2)	(32.8)	104.3	3.2	15.2
지회사 손익(지분법+연결)	10.6	(10.1)	(8.4)	(4.5)	3.6	10.3
연결 순이익	193.9	167.1	111.2	240.0	255.8	300.8
증감률 (% YoY)		(13.8)	(33.4)	115.8	6.6	17.6
별도 기준 EPS (원)	2,376	2,296	1,552	3,169	3,270	3,761
연결 기준 EPS (원)	2,516	2,149	1,442	3,112	3,317	3,900

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	12P	13F	14F
매출액	442.4	446.4	458.0	460.1	476.6	494.1	498.3	514.0	522.8	534.3	539.7	552.2	1,806.8	1,983.1	2,149.0
증감률 (% YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	7.8	10.7	8.8	11.7	9.7	8.1	8.3	7.4	5.7	9.8	8.4
렌탈 매출	309.7	313.1	317.7	321.4	329.7	346.7	353.2	361.1	367.6	375.5	381.6	388.7	1,261.9	1,390.6	1,513.3
렌탈 등록 매출	6.6	5.8	5.5	5.9	5.1	4.2	3.4	2.6	1.7	1.1	0.9	0.7	23.8	15.4	4.3
멤버십 매출	38.8	39.2	41.1	42.3	43.2	44.2	44.7	45.0	45.6	47.0	47.1	47.2	161.3	177.0	186.8
일시불 매출	32.7	40.5	39.1	32.4	41.0	41.9	37.4	43.0	43.4	45.4	42.1	44.6	144.7	163.3	175.5
수출	30.0	21.1	28.0	30.5	28.8	28.4	30.4	31.0	32.0	32.9	34.1	35.1	109.6	118.6	134.1
화장품 매출	16.8	16.3	17.3	16.8	19.3	18.7	19.3	21.3	22.6	22.5	24.0	26.0	67.2	78.5	95.0
기타	5.2	16.7	5.7	10.8	7.8	10.4	9.3	10.7					38.3	39.6	39.8
매출원가	145.4	142.1	151.5	166.3	158.9	165.6	167.2	177.9	177.8	182.4	181.2	188.0	605.3	669.7	729.4
매출원가율 (%)	32.9	31.8	33.1	36.1	33.3	33.5	33.6	34.6	34.0	34.1	33.6	34.0	33.5	33.8	33.9
판매비외관리비	231.9	239.9	243.6	258.2	248.0	254.2	254.4	256.4	265.6	268.4	269.6	269.9	973.6	1,013.0	1,073.6
판매비율 (%)	52.4	53.7	53.2	56.1	52.0	51.4	51.1	49.9	50.8	50.2	50.0	48.9	53.9	51.1	50.0
영업이익	65.0	64.4	62.9	35.6	69.7	74.3	76.7	79.8	79.3	83.5	88.9	94.3	227.9	300.4	346.0
영업이익률 (%)	14.7	14.4	13.7	7.7	14.6	15.0	15.4	15.5	15.2	15.6	16.5	17.1	12.6	15.1	16.1
증감률 (% YoY)	11.2	4.3	2.3	(43.5)	7.2	15.4	22.0	123.8	13.8	12.5	15.9	18.2	(6.9)	31.8	15.2
금융수익	0.5	2.4	0.3	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	3.9	3.3	3.6
금융비용	8.3	9.3	42.6	7.2	6.8	5.7	5.6	4.8	4.0	3.7	3.4	3.2	67.4	22.9	14.2
기타영업외손익	(2.0)	3.0	(3.3)	2.5	45.4	(1.0)	(1.2)	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.2)	4.6	48.6	5.6
세전이익	55.2	56.8	17.7	31.6	109.2	68.4	70.7	74.7	75.9	80.5	85.9	91.8	161.3	323.0	334.0
당기순이익	40.8	44.4	12.9	21.5	82.6	51.6	53.5	56.7	57.5	60.9	65.0	68.7	119.7	244.4	252.2
순이익률 (%)	9.2	10.0	2.8	4.7	17.3	10.4	10.7	11.0	11.0	11.4	12.0	12.4	6.6	12.3	11.7
증감률 (% YoY)	5.3	5.6	(73.8)	(55.3)	102.2	16.2	315.9	163.4	(30.3)	18.1	21.5	21.1	(32.8)	104.3	3.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

연도별 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망

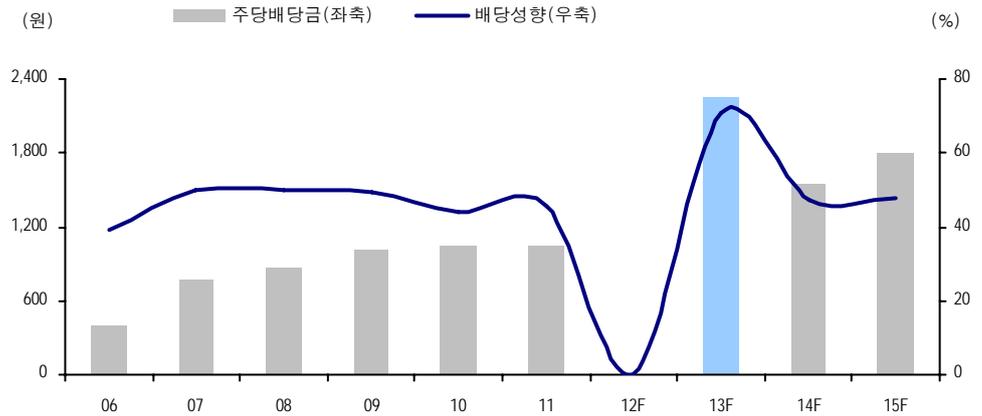
(건)	06	07	08	09	10	11	12P	13F	14F	15F
ARPU (원)	21,427	21,369	21,970	21,575	21,285	22,008	22,824	23,759	24,623	25,081
총 가입자	3,478,035	3,612,491	3,639,197	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,877,664	5,121,746	5,441,792
순증 가입자	260,838	134,456	26,706	259,450	246,455	304,901	157,417	270,244	244,081	320,046
신규 가입자	1,030,172	1,173,707	1,045,248	1,188,939	1,167,378	1,272,538	1,218,911	1,294,602	1,329,176	1,414,621
해지율 (%)	12.8	11.5	13.9	13.5	12.9	12.5	12.1	11.9	11.5	11.2
증감률 (%)										
ARPU		(0.3)	2.8	(1.8)	(1.3)	3.4	3.7	4.1	3.6	1.9
총 가입자		3.9	0.7	7.1	6.3	7.4	3.5	5.9	5.0	6.2
순증 가입자		(48.5)	(80.1)	871.5	(5.0)	23.7	(48.4)	71.7	(9.7)	31.1
신규 가입자		13.9	(10.9)	13.7	(1.8)	9.0	(4.2)	6.2	2.7	6.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 2013년 기대되는 배당 수익률은 4.7% 수준

MBK파트너스는 코웨이 인수를 위해 약 1.2조원의 현금을 지출했다. 장기적으로는 기업가치 증가로 자본이익(Capital gain)이 예상되지만 매년 일정 수준 이상의 현금 배당을 요구할 가능성이 높다. 동사는 현재 약 45% 수준의 배당성향을 유지하고 있으며 향후에도 최소 현재 수준은 유지될 전망이다. 2012년 기말 배당은 2013년 1분기에 중간 배당으로 들어오게 된다. 2013년 DPS(주당 배당금)는 중간 배당 1,050원, 기말 배당 1,200원 정도로 예상된다. 현재 주가 기준으로 2013년 기대되는 배당수익률은 4.7% 수준이다.

주당배당금 vs. 배당성향 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
<b>자산총계</b>	<b>1,576.5</b>	<b>1,687.1</b>	<b>1,620.7</b>	<b>1,746.5</b>	<b>1,898.0</b>
유동자산	511.5	595.2	597.6	652.3	729.6
현금및현금성자산	64.9	117.9	123.9	131.5	151.5
매출채권	240.1	253.7	278.4	301.7	325.1
재고자산	73.0	41.3	45.3	49.1	52.9
기타유동자산	133.5	182.3	150.0	170.0	200.1
비유동자산	1,065.0	1,091.8	1,023.1	1,094.2	1,168.4
유형자산	534.7	593.7	644.5	702.2	762.9
무형자산	156.0	154.3	152.7	151.1	149.6
투자자산	285.1	254.7	136.7	151.7	166.7
기타비유동자산	89.2	89.1	89.2	89.2	89.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>828.1</b>	<b>897.3</b>	<b>676.1</b>	<b>665.4</b>	<b>660.7</b>
유동부채	534.3	720.1	536.1	532.8	535.4
단기차입금	164.8	319.0	180.0	170.0	130.0
매입채무	28.7	35.8	50.2	65.2	84.8
유동성장기부채	110.0	60.0	30.0	0.0	0.0
기타유동부채	230.8	305.3	275.9	297.6	320.6
비유동부채	293.8	177.3	140.1	132.6	125.3
사채	176.7	118.7	108.7	98.7	88.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	90.3	30.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	26.8	28.3	31.1	33.6	36.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>748.4</b>	<b>789.7</b>	<b>944.6</b>	<b>1,081.1</b>	<b>1,237.3</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	130.9	130.9	130.9	130.9	130.9
기타자본	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
기타포괄이익누계액	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
이익잉여금	677.7	719.0	873.9	1,010.4	1,166.6
<b>지배주주지분</b>	<b>748.4</b>	<b>789.7</b>	<b>944.6</b>	<b>1,081.1</b>	<b>1,237.3</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	542.0	578.2	319.3	269.3	219.3
*순차입금(순현금)	468.3	400.3	180.4	117.8	37.8

현금흐름보고서

12월 결산 (십억원)	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>317.6</b>	<b>429.6</b>	<b>498.8</b>	<b>506.8</b>	<b>574.1</b>
당기순이익	177.1	119.7	244.4	252.2	290.6
유형자산상각비	144.9	226.9	247.6	271.0	295.7
무형자산상각비	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
외화환산손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	10.8	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(111.5)	53.9	(14.2)	(28.2)	(19.9)
(법인세납부)	(42.0)	(41.7)	(78.6)	(81.8)	(97.3)
기타	136.5	69.1	98.0	92.0	103.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(344.2)</b>	<b>(304.9)</b>	<b>(133.4)</b>	<b>(346.3)</b>	<b>(378.1)</b>
유형자산의감소	8.9	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(6.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(21.4)	30.4	118.0	(15.0)	(15.0)
단기금융투자자산의감소(증가)	(4.6)	(51.2)	45.0	(5.0)	(10.0)
기타	(320.4)	(284.1)	(296.4)	(326.3)	(353.1)
<b>FCF</b>	<b>(55.5)</b>	<b>163.4</b>	<b>170.9</b>	<b>199.0</b>	<b>232.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>35.6</b>	<b>(70.9)</b>	<b>(358.7)</b>	<b>(152.2)</b>	<b>(175.1)</b>
차입금의 증가(감소)	213.0	36.2	(259.0)	(50.0)	(50.0)
자기주식의처분(취득)	73.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(79.9)	(77.8)	(78.3)	(89.6)	(115.7)
기타	(171.0)	(29.3)	(21.4)	(12.6)	(9.4)
기타현금흐름	0.0	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>8.5</b>	<b>53.0</b>	<b>6.0</b>	<b>7.5</b>	<b>20.1</b>
기초현금	56.4	64.9	117.9	123.9	131.4
기말현금	64.9	117.9	123.9	131.4	151.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

손익보고서

12월 결산 (십억원)	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
<b>매출액</b>	<b>1,709.9</b>	<b>1,806.8</b>	<b>1,983.1</b>	<b>2,149.0</b>	<b>2,315.6</b>
증가율 (%)	13.9	5.7	9.8	8.4	7.8
<b>매출원가</b>	<b>552.0</b>	<b>605.3</b>	<b>669.7</b>	<b>729.4</b>	<b>783.2</b>
<b>매출총이익</b>	<b>1,157.9</b>	<b>1,201.5</b>	<b>1,313.4</b>	<b>1,419.6</b>	<b>1,532.5</b>
매출총이익률 (%)	67.7	66.5	66.2	66.1	66.2
<b>판매관리비</b>	<b>869.2</b>	<b>973.6</b>	<b>1,013.0</b>	<b>1,073.6</b>	<b>1,136.8</b>
<b>조정영업이익(GAAP)</b>	<b>288.7</b>	<b>227.9</b>	<b>300.4</b>	<b>346.0</b>	<b>395.6</b>
증가율 (%)	(5.9)	(21.1)	31.8	15.2	14.4
조정영업이익률 (%)	16.9	12.6	15.1	16.1	17.1
<b>기타영업손익</b>	<b>(46.2)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본법손익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>242.5</b>	<b>227.8</b>	<b>300.4</b>	<b>346.0</b>	<b>395.6</b>
증가율 (%)	(4.4)	(6.0)	31.9	15.2	14.4
영업이익률 (%)	14.2	12.6	15.1	16.1	17.1
<b>영업외손익</b>	<b>(63.3)</b>	<b>(66.5)</b>	<b>22.7</b>	<b>(12.0)</b>	<b>(7.8)</b>
금융손익	(23.5)	(63.5)	(19.6)	(10.6)	(6.7)
기타영업외손익	(39.8)	(3.0)	42.2	(1.4)	(1.1)
총속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>179.1</b>	<b>161.3</b>	<b>323.1</b>	<b>334.0</b>	<b>387.8</b>
법인세비용	48.2	41.7	78.6	81.8	97.3
계속사업이익	177.1	119.7	244.4	252.2	290.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>177.1</b>	<b>119.7</b>	<b>244.4</b>	<b>252.2</b>	<b>290.6</b>
증가율 (%)	(3.4)	(32.4)	104.3	3.2	15.2
순이익률 (%)	10.4	6.6	12.3	11.7	12.5
(지배주주)당기순이익	177.1	119.7	244.4	252.2	290.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>177.1</b>	<b>119.7</b>	<b>244.4</b>	<b>252.2</b>	<b>290.6</b>
(지배주주)총포괄이익	177.1	119.7	244.4	252.2	290.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>389.1</b>	<b>456.4</b>	<b>549.6</b>	<b>618.6</b>	<b>692.9</b>
증가율 (%)	(0.7)	17.3	20.4	12.6	12.0
EBITDA 이익률 (%)	22.8	25.3	27.7	28.8	29.9

주요투자지표

12월 결산	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익, 원)	2,296	1,552	3,169	3,270	3,768
EPS(지배순이익, 원)	2,296	1,552	3,169	3,270	3,768
BPS(자본총계, 원)	9,704	10,240	12,248	14,017	16,043
BPS(지배지분, 원)	9,704	10,240	12,248	14,017	16,043
DPS(원)	1,050	1,050	1,200	1,550	1,800
PER(당기순이익, 배)	15.9	28.1	15.0	14.5	12.6
PER(지배순이익, 배)	15.9	28.1	15.0	14.5	12.6
PBR(자본총계, 배)	3.8	4.3	3.9	3.4	3.0
PBR(지배지분, 배)	3.8	4.3	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA(배)	8.5	8.2	7.0	6.1	5.3
EV/EBIT(배)	13.6	16.5	12.8	10.9	9.3
배당수익률 (%)	2.9	2.4	2.5	3.3	3.8
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	22.8	25.3	27.7	28.8	29.9
영업이익률 (%)	14.2	12.6	15.1	16.1	17.1
순이익률 (%)	10.4	6.6	12.3	11.7	12.5
ROA (%)	12.1	7.3	14.8	15.0	15.9
ROE(지배순이익, %)	24.0	15.6	28.2	24.9	25.1
ROIC (%)	24.0	19.2	25.0	27.0	28.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	110.6	113.6	71.6	61.6	53.4
순차입금비율 (%)	62.6	50.7	19.1	10.9	3.1
현금비율 (%)	12.1	16.4	23.1	24.7	28.3
이자보상배율(배)	9.6	7.8	14.0	27.3	41.9
<b>활동성 (%)</b>					
순운전자본회전율(회)	11.8	11.3	14.5	15.0	15.5
재고자산회수기간(일)	15.6	11.5	8.0	8.0	8.0
매출채권회수기간(일)	47.4	49.9	49.0	49.3	49.4

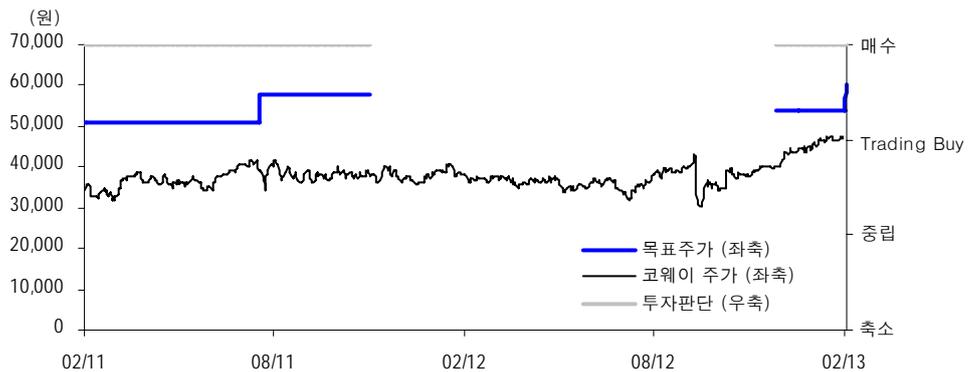
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

코웨이 (021240)

... 주가차트



... 투자의견 및 목표주가 추이





## 신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	노원역	02) 937-0707	명동	02) 752-6655	신당	02) 2254-4090	잠실신천역	02) 423-6868
강남중앙	02) 6354-5300	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	압구정	02) 511-0005	중부	02) 2270-6500
관악	02) 887-0809	답십리	02) 2217-2114	반포	02) 533-1851	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
광교	02) 739-7155	성수동영업소	02) 466-4228	보라매	02) 820-2000	등부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363		
종로영업소	02) 722-4388	도곡	02) 2057-0707	삼봉	02) 3477-4567	영등포	02) 2677-7711		
구로	02) 857-8600	양재동영업소	02) 3463-1842	남부터미널영업소	02) 522-7861	영업부	02) 3772-1200		
중앙유통단지영업소	02) 2101-3621	동대문	02) 2232-7100	서교동	02) 335-6600	서여의도영업소	02) 784-0977-9		
남대문	02) 757-0707	마포	02) 718-0900	송파	02) 449-0808	올림픽	02) 448-0707		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	의정부	031) 848-9100	죽전	031) 898-0011
구월동	032) 464-0707	산본	031) 392-1141	아탑역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
동두천	031) 862-1851	수원	031) 246-0606	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구동	053) 944-0707	시지	053) 793-8282	안동	054) 855-0606	포항	054) 252-0370
대구	053) 423-7700	대구서	053) 642-0606						
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	정읍	063) 531-0606	수완	062) 956-0707
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262						
강원지역					제주지역				
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	반포	02) 3478-2400	압구정	02) 541-5566	여의도	02) 782-8331	Privilege강남	02) 559-3399
도곡	02) 554-6556	서울파이낸스	02) 778-9600	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100	Privilege서울	02) 6050-8100
목동	02) 2649-0101	스타	02) 875-1851	잠실	02) 2143-0800	해운대	051) 701-2200		
PB센터									
부산	051) 608-9500								
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-9135/6				

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 ; 15% 이상, Trading BUY ; 0~15%, 종립 ; -15~0%, 축소 ; -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다 (작성사: 공영규). 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.