

코웨이
(021240)

2013년이 기대된다.



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

기타서비스업종

현재가 47,400

목표주가 (상향) 63,000

Prospective

- 4분기 일회성 비용 요인 제외시 기대에 부합하는 실적
- 2013년 '수익성 개선 + 재무구조 개선 + 현금흐름 강화'의 3중주
- 투자의견 매수, 목표주가 6만 3천원으로 상향, 13년 시가배당수익률 4.6%

Quick View

4분기 일회성 비용 제외시 기대 수준의 실적

코웨이의 4분기 실적은 매출 4,601억원(+3.6% YoY), 영업이익 356억원(-43.6% YoY)으로 당사 및 시장 컨센서스 630억원을 크게 하회하는 영업이익을 발표했다. 그러나 일회성 항목인 위로금 성격의 성과금 156억원, 불용재고 손실 118억원을 제외한 영업이익은 630억원으로 기대에 부합하는 수준이다. 2012년 대주주 지분 매각 과정에서도 주력인 렌탈 부분이 6.6% 성장하며 사업 안정성을 확인할 수 있었다는데 의의가 있으며 단기적으로 증가했던 비용은 2013년 모두 정상화가 예상되어 12년보다는 13년 실적에 관심이 필요한 시점이다.

2013년 영업이익 26% 증가, 순이익 98% 급증 전망

견조한 순주문 유입과 낮은 해약률에 의한 양호한 렌탈 매출 성장세, 매트리스 및 클리닝 서비스 등 멤버십 서비스 호조, 수출 확대 등으로 2013년 동사의 매출은 5.8%의 성장이 예상된다. 1) 일회성 비용 제외 효과 2) 렌탈 폐기손실 정상화 3) 화장품 사업 손실 감소 4) 웅진계열과의 매입거래(약 2천억원 내외) 일부 재조정에 의한 비용 절감 5) 각종 비용 통제 강화로 2013년 영업이익은 26% 증가한 2,875억원으로 예상된다. 웅진케미칼 지분 매각 차익 약 450억 유입과 이자비용 감소 등으로 순이익은 98% 증가한 2,375억원에 이를 전망이다. 수익성 개선과 비핵심 투자자산 매각과 현금흐름 강화로 2013년말 순차입금은 1,100억원으로 크게 감소하고 2015년에는 순현금 구조 전환이 예상된다. 동사는 수처리 사업(자회사 및 코웨이 자체 수처리사업 합산 장부가 550억원)도 매각 진행 중으로 매각시 차입금은 더욱 빠르게 감소할 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 6만 3천원으로 상향, 시가 배당수익률 4.6%

코웨이에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 5만 1천원에서 6만 3천원으로 24% 상향 조정한다. 목표주가는 국내 PEER 그룹인 아모레, LG생활건강, 락앤락, 에스원의 평균 13E EV/EBITDA를 15% 할인한 Target EV/EBITDA 9.37X를 13E EBITDA에 적용해 산출했으며 2013년 implied PER 19.8x에 해당한다. 2013년 국내외 경기부진에도 수익성, 재무구조, 현금흐름 전반의 강화라는 강력한 모멘텀으로 2013년 코웨이의 주가는 안정적인 상승세가 예상된다. 한편, 2013년은 3월말 기준 1,050원 배당 후 12월말 기준 1,150원의 배당이 기대되어 시가 연간 배당수익률도 4.6%에 달한다.

KOSPI	1981.18
시가총액	3,656 십억원
시가총액비중	0.3%
지분금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	47,400 원 / 30,150 원
120일 평균거래대금	72 억원
외국인지분율	51.4%
주요주주	코웨이홀딩스 외 1 인 30.9% Lazard Asset Management LLC 외 36 인 14.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	1.8	7.7	23.9	24.4
상대수익률	0.3	7.9	17.0	27.2



표 1. 코웨이 4분기 잠정실적

(십억원, %)

	4Q12P	4Q11	YoY(%)	3Q12	QoQ(%)	당사	Var.(%)	Cons.	Var.(%)
매출액	460.1	444.0	3.6	458.0	0.5	469.1	(1.9)	484.7	(5.1)
영업이익	35.6	63.2	(43.7)	62.9	(43.4)	63.2	(43.7)	63.4	(43.8)
순이익	21.6	47.1	(54.1)	12.9	67.4	41.5	(48.0)	45.9	(52.9)
영업이익률(%)	7.7	14.2		13.7		13.5		13.1	
순이익률(%)	4.7	10.6		2.8		8.9		9.5	

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

주: 영업이익은 매출총이익 - 판매비로 바뀐 규정에 의한 값(기타 영업비용에 포함되던 렌탈폐기 손실등을 판매비로 재분류)

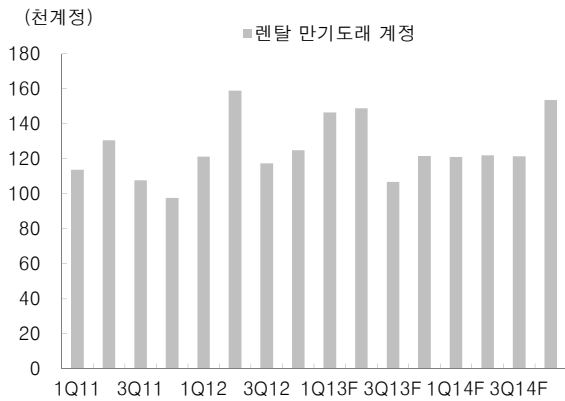
표 2. 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F	2014F
렌탈주문(천대)		284.7	331.1	293.5	309.6	301.5	339.8	334.9	333.1	1,265.2	1,218.9	1,309.3	1,333.9
월평균해약률(%)		1.01%	1.01%	1.01%	1.00%	0.96%	0.93%	0.95%	0.95%	1.04%	1.01%	0.95%	0.95%
렌탈계정(천계정)		4,462.9	4,488.9	4,512.1	4,558.3	4,572.6	4,626.3	4,712.5	4,780.3	4,450.0	4,607.4	4,829.4	5,054.0
멤버십계정		1,003.6	1,082.1	1,118.5	1,133.1	1,176.6	1,224.0	1,252.6	1,286.7	1,002.0	1,133.1	1,286.7	1,445.7
총관리계정		5,466.6	5,571.0	5,630.6	5,691.4	5,749.2	5,850.4	5,965.1	6,067.0	5,452.0	5,740.5	6,116.1	6,499.8
총관리계정의 증감		21.8	104.4	59.6	60.8	57.8	101.1	114.8	101.9	369.3	288.5	375.5	383.7
매출액	전체	442.4	446.4	458.0	460.1	466.0	474.8	479.8	490.9	1,709.9	1,806.8	1,911.6	2,055.4
	렌탈	316.3	318.9	323.2	327.3	331.6	335.9	342.9	350.3	1,206.3	1,285.7	1,360.7	1,450.1
	멤버십	38.8	39.2	41.1	42.3	43.1	44.7	45.9	46.9	160.8	161.3	180.6	198.8
	일시불	32.7	40.5	39.1	32.4	35.6	42.6	34.8	35.2	138.2	144.7	148.3	159.2
	기타	37.8	31.5	37.4	41.2	38.0	34.5	37.2	40.1	137.5	147.9	149.8	169.3
	화장품	16.8	16.3	17.3	16.8	17.6	17.2	19.0	18.5	68.2	67.2	72.3	78.1
	YoY (%)	전체	10.3	2.4	6.5	3.6	5.3	6.4	4.8	6.7	13.9	5.7	5.8
	렌탈	9.8	6.4	5.7	4.6	4.8	5.3	6.1	7.0	9.0	6.6	5.8	6.6
	멤버십	(0.8)	(1.9)	0.3	3.7	11.3	13.9	11.7	11.0	8.8	0.3	12.0	10.1
	일시불	2.8	4.4	9.5	1.7	8.9	5.3	(11.0)	8.5	28.7	4.7	2.4	7.4
	기타	53.6	(20.4)	23.9	(4.4)	0.5	9.5	(0.5)	(2.7)	5.8	7.6	1.3	13.0
	화장품	(3.3)	(8.8)	(1.7)	9.5	5.0	5.0	10.0	10.0	191.9	(1.4)	7.5	8.0
매출총이익		296.9	304.3	306.5	293.7	314.0	322.6	325.8	333.1	1,157.9	1,201.4	1,295.5	1,398.0
영업이익		65.4	63.9	62.9	35.6	69.1	69.8	73.1	74.9	243.8	227.8	286.8	331.0
세전이익		55.6	56.4	17.7	31.7	106.9	66.7	69.2	70.5	225.4	161.5	313.3	317.9
순이익		41.2	44.0	12.9	21.6	81.0	50.5	52.4	53.5	177.1	119.7	237.5	241.0
YoY (%)	매출총이익	8.2	3.3	3.8	0.0	5.8	6.0	6.3	13.4	14.5	3.8	7.8	7.9
	영업이익	13.0	3.6	2.3	(43.2)	5.6	9.1	16.1	110.3	(8.4)	(6.5)	25.9	15.4
	세전이익	10.3	2.5	(72.6)	(42.5)	92.2	18.2	290.8	122.2	(7.4)	(28.3)	94.0	1.5
	순이익	6.4	4.6	(73.7)	(54.2)	96.6	14.8	306.1	147.6	(3.4)	(32.4)	98.3	1.5
매출총이익률 (%)		67.1	68.2	66.9	63.8	67.4	67.9	67.9	67.8	67.7	66.5	67.8	68.0
영업이익률 (%)		14.8	14.3	13.7	7.7	14.8	14.7	15.2	15.3	14.3	12.6	15.0	16.1
세전이익률 (%)		12.6	12.6	3.9	6.9	22.9	14.0	14.4	14.4	13.2	8.9	16.4	15.5
순이익률 (%)		9.3	9.9	2.8	4.7	17.4	10.6	10.9	10.9	10.4	6.6	12.4	11.7

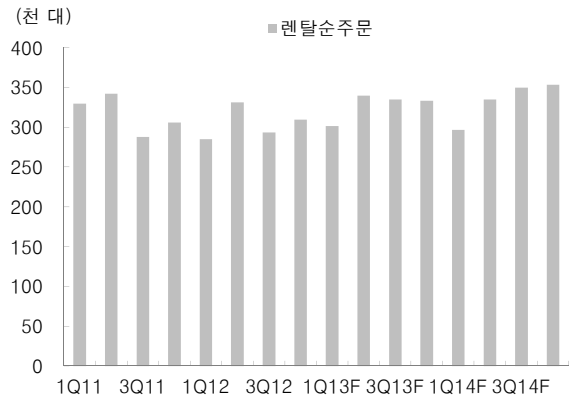
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기별 렌탈 만기도래 계정 추이 및 전망



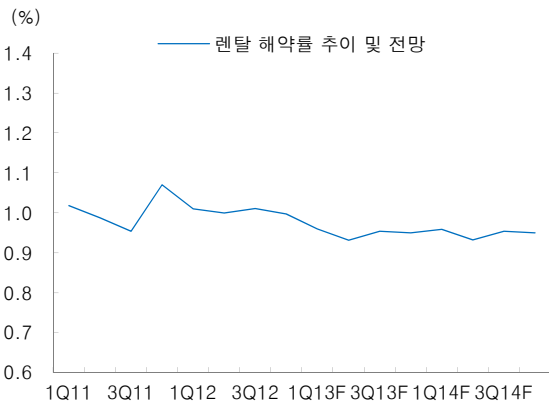
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



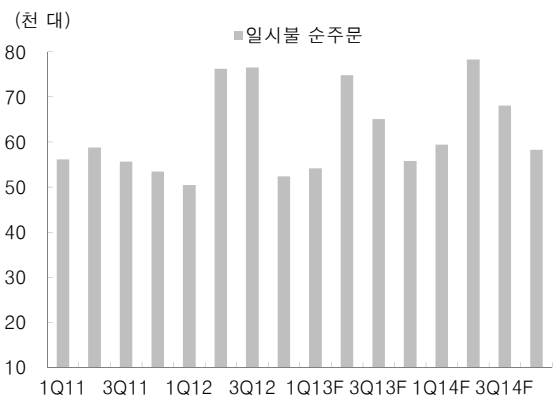
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약률 추이 및 전망



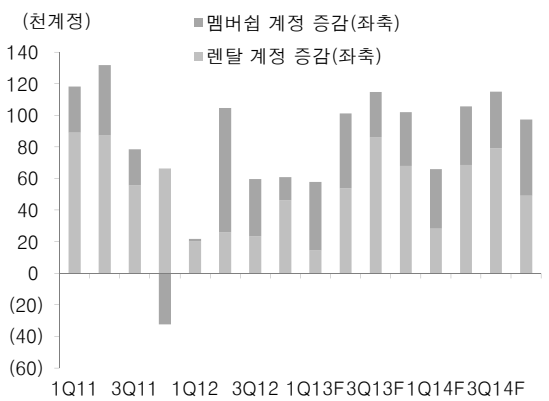
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 4. 분기별 일시불 순주문 추이 및 전망



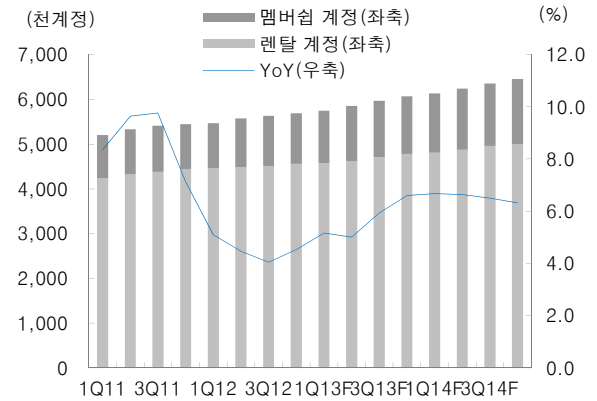
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. 분기별 계정 증감 추이 및 전망



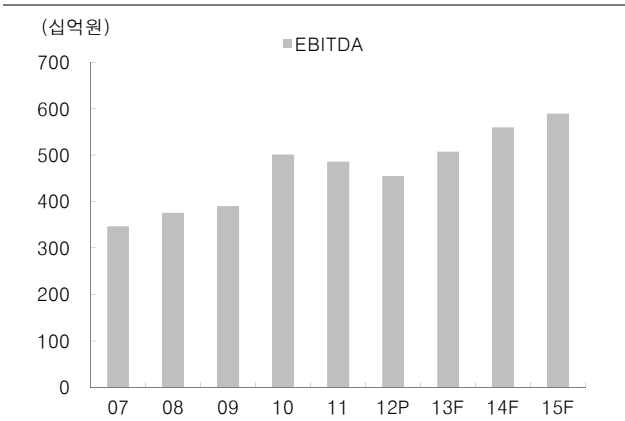
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. 분기별 관리계정 추이 및 전망



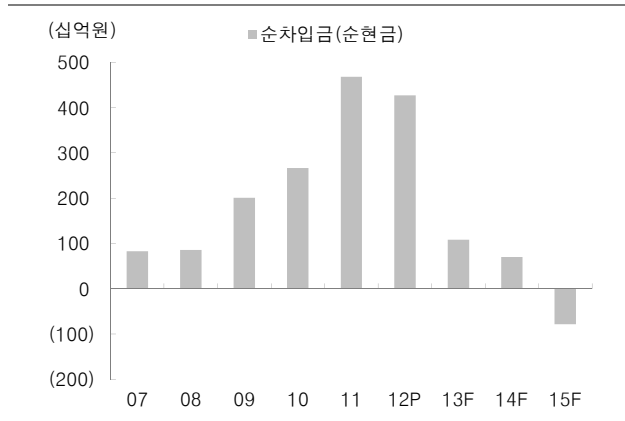
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 7. EBITDA 추이 및 전망



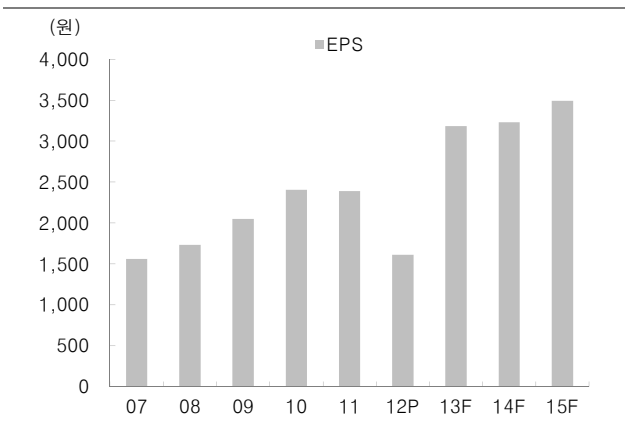
주: EBITDA=영업이익+유무형자산 감가상각비+렌탈폐기손실
 자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 8. 순차입금 추이 및 전망



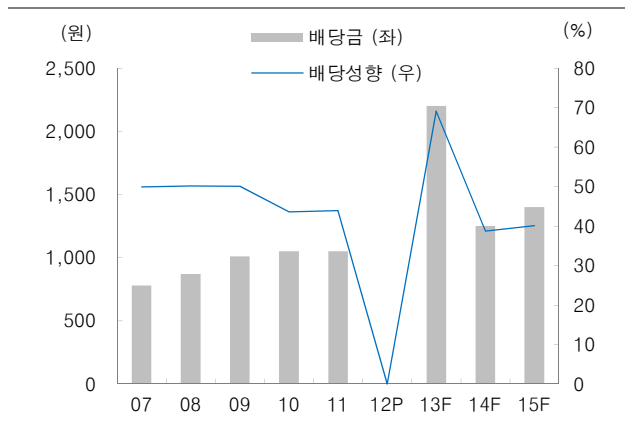
주: 순차입금=총차입금-현금성 자산-단기금융자산
 자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 9. EPS 추이 및 전망 (자사주 제외기준)



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 10. 주당 배당금 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

표 3. 코웨이 목표주가 산정

(십억원, %)

Target EV (십억원)	4,752.0	A=a*b	
2013E EBITDA	507.2	a	
target EV/EBITDA Multiple	9.37	b	국내 Peer 4사 2013E EV/EBITDA 15% 할인
주당 가치(원)	63,000	B=(A-C)/E	
총차입금	399.5	c	
현금성자산+단기금융자산	291.5	d	
순차입금(순현금)	108.1	C=c-d	
총발행주식수	77,124,796	e	
보통주 자기주식수	2,490,000	f	
수정보통주 발행주식수	74,634,796	E=e-f	
현주기(원)	47,400		2013-02-15
상승여력(%)	32.9		
2013년 Implied PER(x)	19.8		
2012년 Implied PBR(x)	4.73		

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

표 4. 국내 PEER 그룹 투자지표

	아모레퍼시픽	LG생활건강	락안락	에스원	4사 평균	4사 평균 15% 할인
13E PER (x)	21.2	29.0	19.2	21.2	22.7	19.3
13E EV/EBITDA (x)	9.9	14.5	11.4	8.4	11.0	9.4

자료: 쉐어와이즈, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,807	1,912	2,055
매출원가	491	552	605	616	657
매출총이익	1,011	1,158	1,201	1,296	1,398
판매비와관리비	704	869	974	1,009	1,067
영업이익	254	242	228	287	331
영업이익률	16.9	14.2	12.6	15.0	16.1
EBITDA	502	486	455	507	560
영업외손익	11	-17	-66	27	-13
관계기업손익	22	0	-3	0	0
금융수익	7	2	3	3	3
외환관련이익	3	9	11	0	0
금융비용	-18	-26	-72	-19	-15
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	6	5	43	-1
법인세비용차감전순이익	243	225	161	313	318
법인세비용	-60	-48	-42	-76	-77
계속사업순이익	177	177	120	237	241
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	177	120	237	241
당기순이익률	12.2	10.4	6.6	12.4	11.7
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	177	120	237	241
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	147	173	118	237	241
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	173	0	0	0

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,376	2,296	1,553	3,079	3,125
PER	17.0	15.9	30.5	15.4	15.2
BPS	9,504	9,704	10,247	13,326	14,322
PBR	4.2	3.8	4.6	3.6	3.3
EBITDAPS	6,503	6,302	5,899	6,576	7,258
EV/EBITDA	6.7	6.8	9.0	7.4	6.7
SPS	19,472	22,170	23,427	24,786	26,650
PSR	2.1	1.7	1.9	1.9	1.8
CFPS	5,065	6,108	5,392	6,589	7,281
DPS	1,050	1,050	0	2,200	1,250

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	6.4	13.9	5.7	5.8	7.5
영업이익 증가율	24.1	-4.4	-6.0	25.9	15.4
순이익 증가율	19.6	-3.4	-32.4	98.3	1.5
수익성					
ROIC	20.7	18.7	16.8	21.2	23.5
ROA	19.2	16.5	14.1	16.8	19.3
ROE	25.9	23.9	15.6	26.1	22.6
안정성					
부채비율	86.1	110.6	110.1	70.3	51.9
순차입금비율	36.4	62.5	54.1	10.5	6.4
이자보상배율	14.4	9.6	7.9	14.9	21.5

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	439	511	543	725	622
현금및현금성자산	56	65	123	282	162
매출채권 및 기타채권	223	257	261	276	286
재고자산	73	73	40	48	51
기타유동자산	86	117	119	120	122
비유동자산	925	1,065	1,117	1,025	1,055
유형자산	442	535	586	627	654
관계기업투자지분	192	237	237	104	104
기타비유동자산	291	293	294	294	297
자산총계	1,364	1,576	1,661	1,750	1,677
유동부채	384	534	685	633	492
매입채무 및 기타채무	182	187	196	202	205
차입금	74	165	293	193	183
유동성채무	30	110	110	147	10
기타유동부채	98	72	86	91	94
비유동부채	247	294	185	90	81
차입금	220	267	157	60	50
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	27	28	30	31
부채총계	631	828	870	723	573
자배지분	733	748	790	1,028	1,105
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	136	131	131	131	131
이익잉여금	591	678	720	957	1,034
기타자본변동	-34	-101	-101	-101	-101
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	748	790	1,028	1,105
순차입금	267	468	427	108	70

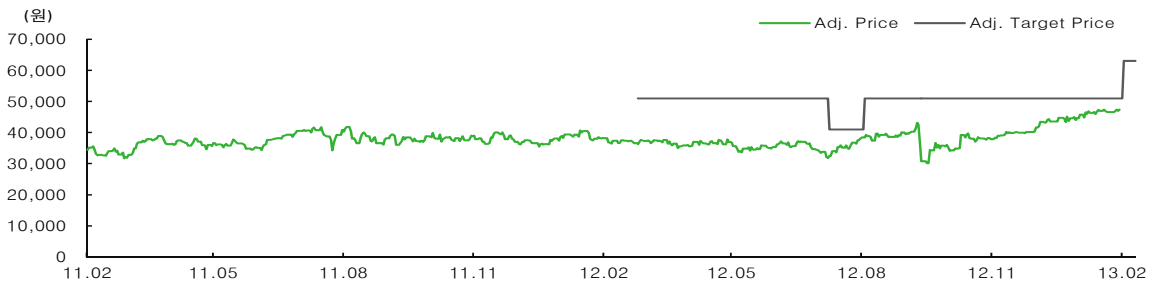
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	314	318	393	375	433
당기순이익	177	177	120	237	241
비현금항목의 가감	207	294	296	271	321
감가상각비	154	152	167	173	179
외환손익	0	1	-5	2	0
지분법평가손익	-22	0	0	0	0
기타	76	140	134	96	142
자산부채의 증감	-71	-112	-12	-77	-68
기타현금흐름	0	-42	-11	-56	-61
투자활동 현금흐름	-296	-344	-275	-127	-255
투자자산	-65	-37	1	133	0
유형자산	-212	-290	-271	-255	-250
기타	-19	-16	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-20	36	-84	-262	-267
단기차입금	-45	90	128	-100	-10
사채	50	123	-50	-77	0
장기차입금	100	30	-60	-20	-10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-80	-78	-78	-86
기타	-48	-127	-24	13	-161
현금의 증감	-7	8	58	159	-119
기초 현금	64	56	65	123	282
기말 현금	56	65	123	282	162
NOPLAT	191	191	169	217	251
FCF	107	37	56	125	170

▶ 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.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.02.18	12.12.26	12.10.26	12.10.07	12.08.19	12.08.09	12.07.25	12.06.22	12.03.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	63,000	51,000	51,000	51,000	51,000	41,000	41,000	51,000	51,000
제시일자									
투자의견									
목표주가									
제시일자									
투자의견									
목표주가									

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- 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 투자의견**
- 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