

# 코웨이 (021240)

## 불확실한 시장에서 기대어 실 곳



이선경 769.3162  
sunny\_lee@daishin.com

**BUY**

**[매수, 유지]**

기타서비스업종

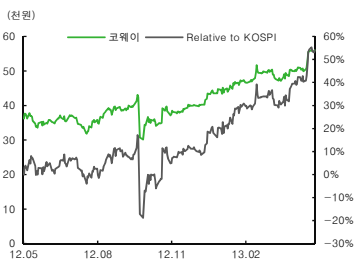
**현재가 56,000**

목표주가  
(유지)

**63,000**

KOSPI	1965.71
시가총액	4,319 십억원
시가총액비중	0.4%
자본금(보통주)	41 십억원
52 주 최고/최저	56,000 원 / 30,150 원
120 일 평균거래대금	103 억원
외국인지분율	50.8%
주요주주	코웨이홀딩스 30.9%
	Lazard Asset Management LLC 외 33 인 12.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.5	11.1	19.3	50.5
상대수익률	-0.5	12.1	18.8	52.8



### Prospective

2013년 국내외 경기 둔화에 의한 업체들의 실적에 대한 불안감이 확대되고 있으나 코웨이는 안정적인 비즈니스 모델과 렌탈 사업 내 독보적인 입지를 바탕으로 안정적인 성장세를 이어나갈 전망입니다. 2013년은 수익성도 한층 더 강화되고 무수익 자산 매각 등으로 재무구조도 크게 개선될 것으로 기대됩니다. 2013년 내실을 강화하고 2014년부터는 국내외 제휴 확대와 말레이시아, 미국 등을 중심으로 해외사업도 확대되어 성장성 측면도 부각될 수 있을 것으로 기대됩니다.

### Quick View

#### 1분기 실적 당사 추정 부합, 2분기 이후 이익 모멘텀 확대

- 1분기 매출 4,660억원(+5.3% YoY), 영업이익 694억원(+8.3% YoY) 예상
- 웅진케미칼 지분 매각에 따른 매각차익 449억원으로 순이익 100.3% YoY 증가한 826억원 전망
- 컨센서스 영업이익은 변경된 회계기준에 따른 렌탈폐기손실의 판관비로의 재분류가 반영되지 않은 추정치들이 다수 포함되어 왜곡되어 있음. 조정영업이익과 영업이익이 상이한 추정치들은 회계 변경이 반영되지 않은 수치로 이러한 수치가 다수 포함된 컨센서스는 조정 영업이익으로만 판단할 필요 있음. 조정 영업이익으로는 컨센서스 이상의 1분기 영업이익 가능 전망

#### 2013년은 수익성 한층 더 강화되고 재무구조 크게 개선

- 경기둔화에도 꾸준한 순주문 유입과 낮은 해약률로 전체 5%의 매출 성장
- 1) 일회성 비용 제외 효과 2) 렌탈 폐기손실 정상화 3) 화장품 사업 손실 감소 4) 웅진계열과의 매입거래(약 2천억원 내외) 순차적 재조정 등에 의한 비용 절감 5) 기타 각종 비용 통제 강화로 2013년 영업이익 25% 증가한 2,854억원 전망
- 웅진케미칼 지분 매각 차익 449억 유입과 이자비용 감소 등으로 순이익은 93% 증가
- 비핵심 투자자산 매각과 현금흐름 강화로 2013년말 순차입금 1,373억원(12년말 4,346억원)으로 급감 예상

#### 투자의견 매수, 목표주가 6만 3천원

- 투자의견 매수, 목표주가 6만 3천원
- 아모레, LG생활건강, 에스원, 락앤락 등 수익성 및 현금창출력 상위의 Peer그룹과의 성장성 격차 감소하고 이익 모멘텀은 확대되었음에도 Peer그룹 대비 낮은 밸류에이션 해소 필요
- 말레이시아, 미국 렌탈 사업 빠르게 확장, 2014년부터 성장과 이익 개선 기여 전망되어 해외 모멘텀도 가세할 전망, 2013년 기말 배당금 1,100원 예상되어 시가 배당 수익률 2%

#### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,898	2,037	2,172
영업이익	242	228	285	328	364
세전순이익	225	161	306	307	347
총당기순이익	177	120	232	233	263
자배지분순이익	177	120	232	233	263
EPS	2,296	1,553	3,010	3,021	3,410
PER	15.9	28.0	18.6	18.5	16.4
BPS	9,704	10,408	13,418	14,309	16,509
PBR	3.8	4.2	4.2	3.9	3.4
ROE	23.9	15.4	25.3	21.8	22.1

주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,898	2,037	2,172
매출원가	552	605	616	656	695
매출총이익	1,158	1,201	1,282	1,380	1,477
판매비외관리비	869	974	997	1,053	1,113
영업이익	242	228	285	328	364
영업이익률	14.2	12.6	15.0	16.1	16.8
EBITDA	482	444	508	538	583
영업외손익	-17	-66	21	-20	-17
관계기업손익	0	-3	3	3	3
금융수익	2	4	3	2	3
외환관련이익	9	11	0	0	0
금융비용	-26	-62	-19	-16	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	6	-5	35	-9	-10
법인세비용차감전순이익	225	161	306	307	347
법인세비용	-48	-42	-74	-74	-84
계속사업순이익	177	120	232	233	263
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	232	233	263
당기순이익률	10.4	6.6	12.2	11.4	12.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	177	120	232	233	263
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	173	118	232	233	263
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	173	118	232	233	263

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비외관리비를 차감하여 산출

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,296	1,553	3,010	3,021	3,410
PER	15.9	28.0	18.6	18.5	16.4
BPS	9,704	10,408	13,418	14,309	16,509
PBR	3.8	4.2	4.2	3.9	3.4
EBITDAPS	6,249	5,754	6,593	6,974	7,559
EV/EBITDA	6.8	8.5	8.8	8.2	7.4
SPS	22,170	23,427	24,610	26,407	28,160
PSR	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7
CFPS	6,108	6,503	6,379	6,938	7,523
DPS	1,050	0	2,200	1,250	1,400

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	13.9	5.7	5.0	7.3	6.6
영업이익 증가율	-4.4	-6.0	25.3	14.9	11.2
순이익 증가율	-3.4	-32.4	93.9	0.4	12.9
수익성					
ROIC	18.7	15.2	17.6	19.6	21.1
ROA	16.5	13.9	16.3	18.6	20.1
ROE	23.9	15.4	25.3	21.8	22.1
안정성					
부채비율	110.6	112.0	73.6	56.8	49.5
순차입금비율	62.5	54.1	13.2	9.6	0.6
이자보상배율	9.6	7.9	14.8	19.9	28.1

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	845	714	833
현금및현금성자산	65	119	276	165	261
매출채권 및 기타채권	257	292	306	279	294
재고자산	73	41	47	47	51
기타유동자산	117	239	215	222	228
비유동자산	1,065	1,010	951	1,016	1,071
유형자산	535	594	660	714	759
관계기업투자지분	237	102	-31	-31	-31
기타비유동자산	293	314	322	333	342
자산총계	1,576	1,702	1,796	1,730	1,904
유동부채	534	720	658	507	591
매입채무 및 기타채무	187	205	201	203	205
차입금	165	296	196	186	183
유동성채무	110	110	147	0	80
기타유동부채	72	109	114	118	122
비유동부채	294	179	103	119	40
차입금	267	148	71	86	6
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	31	33	33	34
부채총계	828	899	761	626	631
자본지분	748	803	1,035	1,104	1,273
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
이익잉여금	678	717	949	1,018	1,187
기타자본변동	-101	-85	-85	-85	-85
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	748	803	1,035	1,104	1,273
순차입금	468	434	137	106	7

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	414	502	489
당기순이익	177	120	232	233	263
비현금항목의 가감	294	382	260	302	317
감가상각비	152	172	163	162	169
외환손익	1	0	2	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	140	210	94	140	148
자산부채의 증감	-112	-38	-26	23	-22
기타현금흐름	-42	-35	-52	-56	-69
투자활동 현금흐름	-344	-301	-142	-265	-266
투자자산	-37	-3	126	-7	-8
유형자산	-290	-292	-270	-260	-260
기타	-16	-7	2	2	2
재무활동 현금흐름	36	-74	-235	-245	-113
단기차입금	90	21	-100	-10	-3
사채	123	0	-57	15	-70
장기차입금	30	0	-20	0	-10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-80	-78	-78	-86	-93
기타	-127	-17	20	-164	63
현금의 증감	8	54	157	-111	95
기초 현금	56	65	119	276	165
기말 현금	65	119	276	165	260
NOPLAT	191	169	216	248	276
FCF	37	38	100	141	176