



# 코웨이 (021240)

**BUY (유지)**



유통 Analyst **이상구**  
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **강재성**  
02-2003-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

## 실적 개선과 재평가 진통

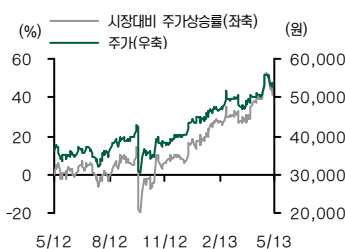
- 주식이치 부담은 2013년 하반기 완화될 듯
- 1Q13 영업이익 +8%yoy로 기대 부합
- 2분기는 영업이익 +16%yoy 예상

### 주식이치 부담은 2013년 하반기 완화될 듯

동사의 주가는 2013년 들어서도 강한 상승세가 이어지고 있다. 하지만 주식이치가 FY13F PER 약 22배로 역사적 고점에 있음에 따라 차익 실현 매물도 늘고 있다. 당분간 실적 모멘텀과 주식이치 사이에서 주가 혼조가 예상된다.

하지만 하반기 들면 요급인상 효과가 본격화되는 2014년 실적이 일부 반영되어 주식이치 부담이 완화(FY14F PER 16배)될 전망이다. 주주가치 체고 등 정책적 지원도 높아질 것으로 예상되어 당사 top pick으로 계속 유지한다.

주가(5/10)	52,800원
적정주가	65,000원
산업내 투자선호도	★★★
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자여건	Overweight
시가총액	4.1조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유통주식비율	62.7%
KOSPI 지수	1944.75
KOSDAQ 지수	569.70
60일 평균 거래량	209,395주
60일 평균 거래대금	105억원
외국인보유비중	50.8%
수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	30.9%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	14.1%
52주 최고/최저가 (보통주)	56,000원 30,150원
베타(12M, 일간수익률)	0.1
주요주주	코웨이홀딩스 30.9%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	5.6% 13.4% 38.6%
상대	5.1% 13.8% 35.7%



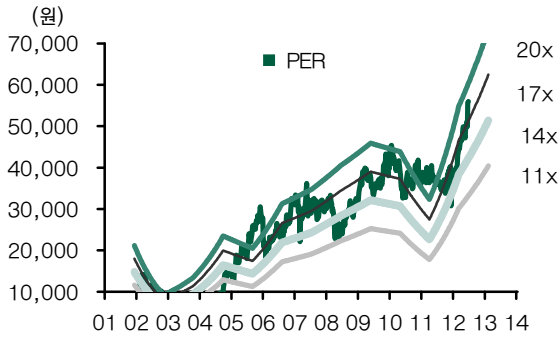
리서치센터 트위터 @QnA\_Research

결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	1,824.4	1,992.8	2,106.0	2,237.0	2,392.0
영업이익 (십억원)	233.2	226.1	296.2	339.8	375.6
순이익 (십억원)	167.1	94.0	217.7	245.0	274.4
자배기업순이익 (십억원)	167.1	94.0	217.7	245.0	274.4
EPS (원)	2,192	1,247	2,876	3,235	3,623
수정EPS (원)	2,192	1,615	2,430	3,235	3,623
PER* (배)	19.5 - 14.2	27.5 - 17.7	21.7	16.3	14.6
PBR (배)	3.7	4.2	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA (배)	7.3	9.3	9.4	8.4	7.5
배당수익률 (%)	2.9	0.0	4.0	2.0	2.0
ROE (%)	22.6	12.3	25.5	24.4	23.1
ROIC (%)	19.7	17.3	19.6	24.4	25.5

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

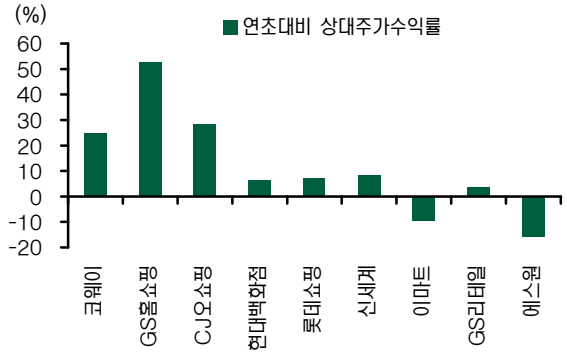
자료: 코웨이, 현대증권

그림 1> 영업 전략 변화가 재평가로 이어지고 있어



자료: Quantwise, 현대증권

그림 2> 코웨이 주가는 기대감 반영 중



자료: Quantwise, 현대증권

**1Q13 영업이익 8%yoy로 기대 부합**

동사의 1분기(개별 기준) 매출액과 영업이익은 각각 5%, 8% 증가하며 기대에 부합하였다. 영업이익률은 14.9%이지만 비용 구조를 감안할 때 하반기에는 2013년 가이드نس(15.2%)를 상회하는 수익 구조가 예상된다.

1분기에는 판관비 내 렌탈자산 폐기손이 18%yoy 줄어 환경가전의 수익성이 제고되었다. 또한 국내 화장품사업 손익도 BEP 수준까지 개선되었다. 이는 건강식품 판매 확대에 기인하는 모습이다. 한편, 중국화장품사업은 2억원 적자상태인데 당분간 동 수준에서 안정될 전망이다.

부문별 판매는 정수기 등 모든 제품에서 10%대 호조를 보였다. 이의 일부는 4월 서비스 요금 인상 전 가수요가 있었던 것으로 판단된다.

그림 3> 1분기 실적은 안정적인 이익 개선

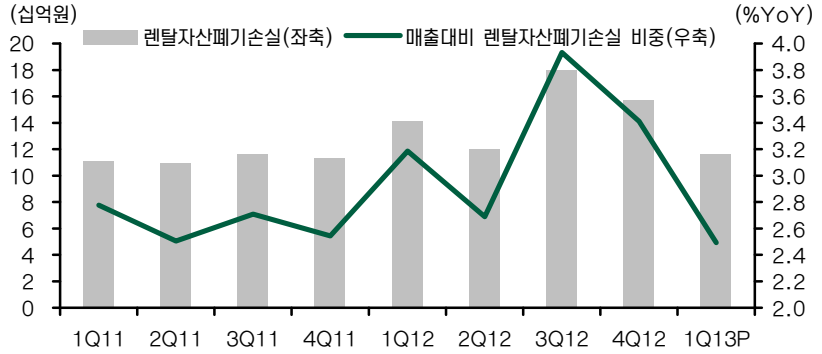
(십억원)	1Q13P	%YoY	%QoQ	1Q12	4Q12	1분기 실적추정		차이(%)	
						현대증권	컨센서스	당사추정치	컨센서스
매출액	465.2	5.2	1.1	442.4	460.1	463.4	477.9	0.4	(2.7)
영업이익	69.2	7.9	94.2	64.1	35.7	69.5	70.9	(0.4)	(2.4)
세전이익	115.0	106.7	262.2	55.6	31.7	109.0	107.1	5.5	7.4
순이익	80.2	94.5	271.4	41.2	21.6	82.6	81.2	(2.9)	(1.2)

판매량(천대)					
렌탈판매량					
정수기	142.6	10.3	10.3	129.3	129.3
청정기	59.7	13.2	(14.5)	52.7	69.8
비데	81.8	17.8	6.6	69.4	76.7
연수기	21.9	4.5	7.2	21.0	20.4
음식물처리기	3.1	36.7	3.2	2.3	3.0
매트리스	8.9	(11.6)	(13.2)	10.1	10.3
일시불판매량					
정수기	4.6	(26.7)	0.8	6.2	4.5
청정기	10.6	25.3	12.5	8.4	9.4
비데	8.3	(3.1)	(25.8)	8.6	11.3
연수기	5.0	166.6	247.3	1.9	1.4
음식물처리기	0.8	(22.9)	1.7	1.1	0.8
매트리스	2.1	17.3	(11.0)	1.8	2.3

자료: FnGuide, 코웨이, 현대증권  
참조: 개별기준임.

그림 4> 2013년 1분기 렌탈자산 폐기손이 줄어 들고 있어



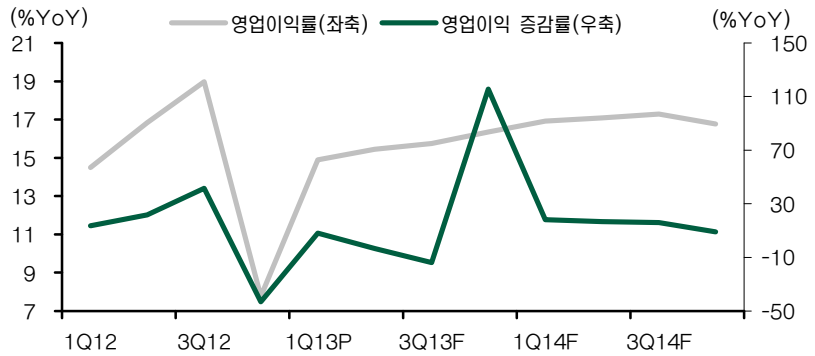
자료: 코웨이, 현대증권

**2분기는 영업이익의 16%yoy  
예상**

2분기 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 7%, 16%로 예상된다. 국내 화장품사업 손익이 관건이나 20억원 적자로 가정하였다. 개별기준 영업이익률은 1분기보다 개선된 15.5%로 환경가전사업 영업이익률 개선에 기인한다.

한편 이익 개선의 정도는 하반기로 갈수록 높아질 전망이다. 이는 수익성 중심의 영업 본격화 및 신규 고객 대상 요금 인상 효과 그리고 낮은 기저 등이 예상되기 때문이다.

그림 5> 2분기 이후에도 높은 이익 성장 예상



자료: 코웨이, 현대증권

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)  
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 ( 추가 —, 적정주가 ▲, 등급 — )
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

