

코웨이
(021240)

1분기 실적 양호, 하반기에 본격 강화될 이익 모멘텀



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]
기타서비스업종

현재가 52,800

목표주가 (유지) **63,000**

KOSPI	1944.75
시가총액	4,072 십억원
시가총액비중	0.4%
자본금(보통주)	41 십억원
52주 최고/최저	56,000 원 / 30,150 원
120일 평균거래대금	104 억원
외국인지분율	50.8%
주요주주	코웨이홀딩스 30.9%
	Lazard Asset Management LLC 외 33인 12.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-5.7	5.6	13.4	42.3
상대수익률	-4.7	5.1	13.8	42.3



투자포인트

- 1분기 인센티브 총당금 보수적 반영에도 당사 추정 부합하는 양호한 실적
- 경기부진에도 양호한 성장, 비용통제로 수익성도 강화, 하반기로 갈수록 이익 모멘텀 확대
- 투자의견 매수, 목표주가 6만 3천원 유지, Peer 그룹 대비 저평가

Comment

1분기 실적 당사 추정 부합, 인센티브 총당금 확대분 제외시 기대 이상의 실적

1분기 별도 매출 4,652억원(+5% YoY), 영업이익 692억원(+8% YoY)으로 추정 부합, 인센티브 관련 총당금이 보수적으로 반영되었음에도 추정 부합하는 양호한 실적. 웅진케미칼 매각 차익 489억원으로 순이익은 94.5% 급증. 연결기준으로는 매출 5,074억원(+6% YoY), 영업이익 697억원(+8% YoY), 순이익은 574억원(+25% YoY) 기록. 연결 순이익이 감소하는 것은 별도와 연결의 웅진케미칼 장부가 인식의 회계적 차이로 인한 매각 차익의 차이 때문. 웅진케미칼 세후 매각차익 제외한 별도와 연결 기준 순이익은 동일해 실제 연결시 이익변동 없음.

경기부진에도 양호한 성장 지속, 하반기로 갈수록 이익 모멘텀 강화

정수기, 비데, 제습기 등 다양한 신제품 출시로 양호한 렌탈 및 일시불 주문주 유입 기대, 가격 인상, 낮은 해약을 유지로 수처리 사업 중단에도 2013년 5%의 안정적인 매출 성장 전망. 4월 가격인상 효과 순차적으로 증가하며 반영되고 하반기로 갈수록 기저도 낮아져 이익 모멘텀은 점차 확대될 전망. 한편, 무수익 자산의 매각과 영업활동 창출 현금을 통한 차입금 상환으로 순차입금은 전년말 4,346억원에서 올해말에는 1,390억원으로 크게 감소할 전망.

투자의견 매수 및 목표주가 6만 3천원 유지, Peer 그룹 대비 저평가

투자의견 매수 및 목표주가 6만 3천원 유지. 2013년 매출 5% 성장하고 영업이익은 25%, 순이익은 93% 증가 기대. 수익성과 현금흐름 창출력 유사한 소비재 peer 그룹인 아모레, LG생활건강, 락앤락, 에스원 등이 성장 및 이익 모멘텀 둔화 구간에 진입했음에도 불구하고, 이들 업체의 현주가 밸류에이션 수준이 동사의 목표주가에 적용된 Target 지표보다 높아 해소 필요.

2013년 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치			직전추정치	컨센서스	대신증권 추정치		
	1Q12	4Q12	1Q13(A)	YoY	QoQ			1Q13	1Q13	2Q13
매출액	442	460	465	5.2	1.1	466	468	474	6.1	1.8
영업이익	64	36	69	7.9	94.2	69	71	70	10.0	1.6
순이익	41	22	80	94.5	271.4	83	82	51	15.3	-36.7

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

1분기 실적 인센티브 총당금 추가 반영에도 당사 추정 부합하는 양호한 실적, 웅진케미칼 매각 차익 489억원으로 순이익은 95% 급증

1분기 실적 당사 추정 부합하는 양호한 실적

코웨이의 1분기 매출은 4,652억원(+5.2% YoY), 영업이익 692억원(+7.9% YoY)으로 당사 추정에 부합했다. 4개 분기에 고르게 반영되던 인센티브 총당금이 이번 1분기에 다소 높게 반영되었는데 이러한 부분을 제외하면 영업이익은 예상보다 다소 높은 수준으로 추정된다.

부문별로는 렌탈이 전년동기대비 3.5% 성장하고 멤버십과 일시불이 각각 10.4%, 11.9% 성장했다. 경기부진으로 우려했던 화장품 부문은 건기식 판매호조와 홈쇼핑 채널 등을 통한 매출 확대로 6.5% 성장을 기록했고 해외 매출은 5.0% 성장했다. 해외 매출 중 ODM은 중국 향 청정기 매출 증대로 22%의 높은 성장을 기록했으나 해외법인으로의 매출이 재고 적정화 정책으로 다소 둔화되어 전체 해외향 매출은 전년동기대비 5.0% 성장했다.

한편, 웅진케미칼 매각 차익 448억원이 반영되며 순이익은 802억원으로 전년동기대비 94.5% 급증했다.

표 1. 코웨이 1분기 잠정실적 (별도기준) (십억원, %)

(십억원)	1Q13P	1Q12	YoY(%)	4Q12	QoQ(%)	당사	Var(%)	컨센서스	Var(%)
매출액	465.2	442.4	5.2	460.1	1.1	466.0	(0.2)	468.0	(0.6)
영업이익	69.2	64.1	7.9	35.7	94.2	69.4	(0.3)	70.9	(2.4)
순이익	80.2	41.2	94.5	21.6	271.4	82.6	(2.9)	82.0	(2.2)
영업이익률(%)	14.9	14.5		7.7		14.9		15.1	
순이익률(%)	17.2	9.3		4.7		17.7		17.5	

자료: 대신증권 리서치센터

연결시 실제적으로 이익은 별도 기준과 동일, 아직은 연결을 통한 이익 기여는 없음

1분기 연결기준 실적은 매출 5,074억원(+6.2% YoY), 영업이익 697억원(+7.7% YoY), 순이익은 574억원(+25.1% YoY)을 기록했다. 연결 시 별도대비 매출은 422억원 증가했고 영업이익은 5억원 증가했는데 순이익은 228억원 감소했다. 이는 웅진케미칼 매각 차익에 대한 별도와 연결 기준 인식 금액의 차이에 의한 것이다.

별도 재무제표에서는 웅진케미칼로 인한 누적된 지분법 손익이 반영되지 않아 2012년 말 매각 예정 자산 재분류시 웅진케미칼의 장부가가 1,334억원으로 인식되었다. 그러나 연결 기준 재무제표에서는 지분법 관련된 누적 순이익들이 모두 반영되어 2012년 말 웅진케미칼의 장부가가 1,634억원으로 인식되어 있었다. 따라서 별도로는 448억원이 반영되었던 웅진케미칼 매각 차익이 연결로는 148억원만 인식되며 마치 연결하면서 순이익이 크게 감소한 것처럼 보인다.

이러한 회계적 착시 현상을 제외하기 위해 웅진케미칼의 세후 매각 차익을 제외한 순이익을 계산해 보면 별도기준과 연결 기준 순이익 모두 462억원으로 연결 변환에 따른 실질적인 이익의 변동은 없다고 보는 것이 적합하다.

표 2. 코웨이 1분기 잠정실적 (연결기준) (십억원, %)

(십억원)	1Q13P	1Q12	YoY(%)	별도와의 차이
매출액	507.4	477.7	6.2	42.2
영업이익	69.7	64.7	7.7	0.5
순이익	57.4	45.9	25.1	(22.8)
영업이익률(%)	13.7	13.5		
순이익률(%)	11.3	9.6		

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 응진케미칼 매각 관련 별도와 연결 차이

(십억원, %)

(십억원)	연결	별도	차이
응진케미칼 장부가	163.4	133.4	
응진케미칼 매각가	178.2	178.2	
매각차익	14.8	44.8	30.0
세후 매각차익	11.2	34.0	22.7

자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 코웨이 1분기 부문별 실적

(십억원, %)

(십억원)		1Q13P	1Q12	YoY(%)	4Q12	QoQ(%)
매출액	전체	465.2	442.4	5.2	460.1	1.1
	렌탈	327.4	316.3	3.5	327.3	0.0
	멤버십	42.8	38.8	10.3	42.3	1.2
	일시불	36.6	32.7	11.9	32.4	13.0
	화장품	17.9	16.8	6.5	16.8	6.5
	해외매출	31.5	30.0	5.0	30.5	3.3
	기타	9.1	7.8	16.7	10.7	(15.0)
매출총이익	전체	310.5	297.0	4.5	293.8	5.7
	렌탈	234.3	227.2	3.1	231.9	1.0
	멤버십	28.7	26.5	8.3	28.9	(0.7)
	일시불	22.6	19.8	14.1	9.2	145.7
	화장품	15.2	14.1	7.8	13.8	10.1
	해외매출	6.2	6.4	(3.1)	5.0	24.0
	기타	3.6	3.1	16.1	5.0	(28.0)
매출총이익률(%)	전체	66.7	67.1		63.9	
	렌탈	71.6	71.8		70.9	
	멤버십	67.1	68.3		68.3	
	일시불	61.7	60.6		28.4	
	화장품	84.9	83.9		82.1	
	해외매출	19.7	21.3		16.4	
	기타	39.6	39.7		46.7	

자료: 대신증권 리서치센터

경기부진에도 양호한 탑라인 성장, 하반기로 갈수록 강화되는 이익모멘텀

4월 1일자 가격인상효과, 낮아지는 기저효과 등으로 하반기로 갈수록 이익모멘텀 강화

4월 1일자 렌탈 및 멤버십 요금 7~8% 인상, 5월 1일자 재렌탈 요금 인상이 실시되었다. 이러한 가격인상으로 2013년에는 50~60억원 영업이익 증가가 추정된다. 가격 인상은 신규 순주문에 대해서만 반영되고 멤버십 계정 중에는 일시불 주문시 1년간 무상으로 유입되는 고객도 포함되어 있어 이러한 부분을 제외했고 인상효과가 순차적으로 반영되는 부분을 충분히 반영한 수준의 값이다.

그러나 2014년에는 1월부터 12월 연간치가 모두 반영되고 '전년도 인상 반영된 계정 + 새로운 순주문에 대한 가격인상 효과'가 누적되어 두배 이상의 영업이익 증가를 가져오게 된다. 매해 가격인상으로 인한 이익 증가분이 확대되어 모두 반영되는 것은 렌탈 계약 기간 5년이 끝나는 2018년 3월말이다.

4월 가격 인상을 앞두고 3월에 렌탈 순주문의 가수요가 확대되어 2분기에는 전년동기보다 순주문의 증가세가 다소 둔화될 수 있으나 렌탈 매출은 누적된 주문 계정에서 비롯되며 가격인상을 반영하면 주력인 렌탈 사업부의 양호한 탑라인 성장이 지속될 전망이다. 비용 통제를 통한 수익성 강화, 가격 인상 효과의 순차적 반영, 점차 낮아지는 기저효과 등으로 하반기로 갈수록 이익 모멘텀은 확대가 기대된다.

연결로 인한 이익 변동 요인 미미, 2014년 이후 해외법인으로부터의 이익 기여도 확대

한편, 1분기부터 코웨이는 연결기준의 실적을 발표하고 있으나 아직 분기별 수치 및 추정 관련 자료의 미흡 등으로 1분기 실적 발표 시점에서 당사는 아직 연결기준 분기 및 연간 실적으로의 변환을 하지 못했다. 그러나 조만간 연결 기준으로 실적 추정을 변환할 계획이다.

회계인식 차이로 인한 웅진케미칼 매각 차익 차이분을 제외할 때 2013년 연결로 인한 이익 변동은 거의 없을 전망임으로 연결로 변환한다고 투자판단이나 목표주가에 영향은 미미하다는 점을 미리 밝혀둔다.

또한, 2013년에는 연결로 인한 효과가 미미하나 2014년부터는 미국과 말레이시아 법인 등의 실적 호조, 중국 법인 실적 안정화 등으로 연결 시 해외법인으로부터의 이익 기여도는 점차 확대될 전망이다.

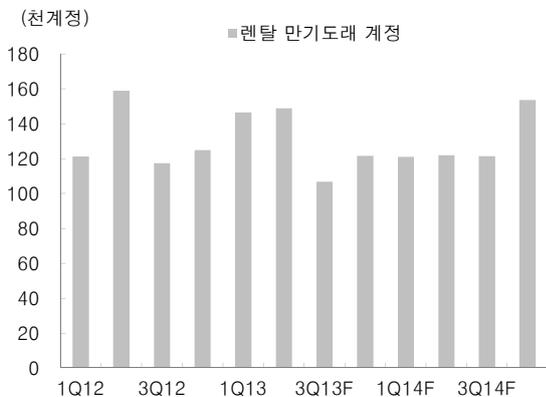
표 5. 코웨이 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F	2014F
렌탈주문(천대)	284.7	331.1	293.5	309.6	318.0	320.5	306.3	315.3	1,265.2	1,218.9	1,260.1	1,256.7
월평균해약률(%)	1.01%	1.00%	1.00%	0.99%	1.01%	0.92%	0.94%	0.94%	1.04%	1.01%	0.97%	0.94%
렌탈계정(천계정)	4,480.0	4,517.6	4,551.2	4,607.4	4,657.8	4,692.2	4,749.5	4,800.4	4,450.0	4,607.4	4,800.4	4,958.3
멤버십계정	1,003.6	1,082.1	1,118.5	1,133.1	1,135.3	1,142.3	1,149.1	1,159.6	1,002.0	1,133.1	1,159.6	1,211.9
총관리계정	5,483.6	5,599.7	5,669.7	5,740.5	5,793.1	5,834.5	5,898.7	5,960.0	5,452.0	5,740.5	5,960.0	6,170.2
총관리계정의 증감	31.6	116.1	70.0	70.8	52.6	41.4	64.1	61.4	369.3	288.5	219.5	210.2
매출액												
전체	442.4	446.4	458.0	460.1	465.2	473.7	478.5	480.5	1,709.9	1,806.8	1,898.0	2,005.4
렌탈	316.3	318.9	323.2	327.3	327.4	332.2	337.5	343.3	1,206.3	1,285.7	1,340.4	1,410.9
멤버십	38.8	39.2	41.1	42.3	42.8	43.1	43.6	44.2	160.8	161.3	173.7	183.2
일시불	32.7	40.5	39.1	32.4	36.6	45.2	41.8	35.0	138.2	144.7	158.6	169.0
기타	37.8	31.5	37.4	41.2	40.5	35.5	36.6	39.6	137.5	147.9	152.3	163.5
화장품	16.8	16.3	17.3	16.8	17.9	17.6	19.0	18.5	68.2	67.2	73.0	78.8
YoY (%)												
전체	10.3	2.4	6.5	3.6	5.2	6.1	4.5	4.4	13.9	5.7	5.0	5.7
렌탈	9.8	6.4	5.7	4.6	3.5	4.2	4.4	4.9	9.0	6.6	4.3	5.3
멤버십	(0.8)	(1.9)	0.3	3.7	10.4	10.0	6.1	4.5	8.8	0.3	7.7	5.5
일시불	2.8	4.4	9.5	1.7	11.9	11.7	6.9	7.8	28.7	4.7	9.6	6.5
기타	53.6	(20.4)	23.9	(4.4)	7.3	12.7	(2.1)	(3.8)	5.8	7.6	3.0	7.4
화장품	(3.3)	(8.8)	(1.7)	9.5	6.3	8.0	10.0	10.0	191.9	(1.4)	8.6	8.0
매출총이익	296.9	304.3	306.5	293.8	310.5	319.4	321.5	321.1	1,157.9	1,201.4	1,272.6	1,357.0
영업이익	64.1	65.1	62.9	35.6	69.2	70.3	73.4	72.4	243.3	227.8	285.2	329.7
세전이익	55.6	56.4	17.7	31.7	115.0	67.0	67.8	63.4	225.4	161.5	313.1	308.2
순이익	41.2	44.0	12.9	21.6	80.2	50.7	51.4	48.1	177.1	119.7	230.4	233.6
YoY (%)												
매출총이익	8.2	3.3	3.8	0.1	4.6	5.0	4.9	9.3	14.5	3.8	5.9	6.6
영업이익	13.6	5.4	2.4	(44.0)	7.9	8.0	16.6	103.0	(8.5)	(6.4)	25.2	15.6
세전이익	10.3	2.5	(72.6)	(42.5)	106.7	18.7	282.8	99.9	(7.4)	(28.3)	93.9	(1.6)
순이익	6.4	4.6	(73.7)	(54.2)	94.5	15.3	297.8	122.7	(7.0)	(32.4)	92.4	1.4
매출총이익률 (%)	67.1	68.2	66.9	63.9	66.7	67.4	67.2	66.8	67.7	66.5	67.0	67.7
영업이익률 (%)	14.5	14.6	13.7	7.7	14.9	14.8	15.3	15.1	14.2	12.6	15.0	16.4
세전이익률 (%)	12.6	12.6	3.9	6.9	24.7	14.1	14.2	13.2	13.2	8.9	16.5	15.4
순이익률 (%)	9.3	9.9	2.8	4.7	17.2	10.7	10.7	10.0	10.4	6.6	12.1	11.6

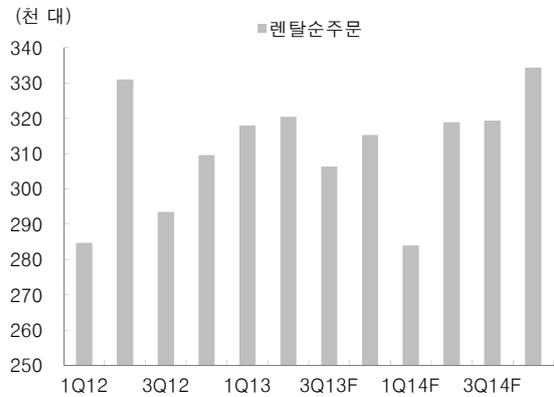
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기별 렌탈 만기도래 계정 추이 및 전망



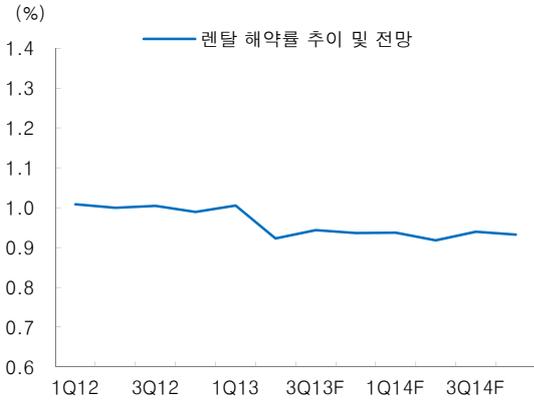
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 렌탈 순주문 추이 및 전망



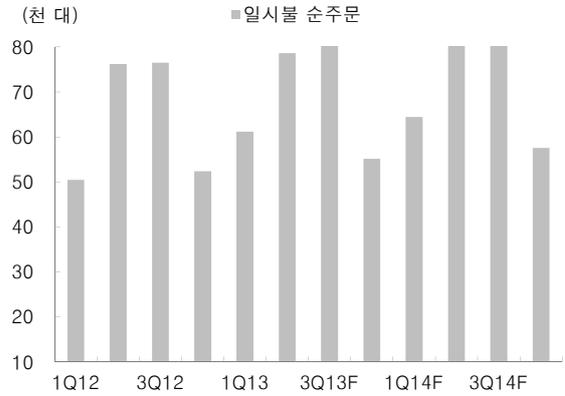
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약률 추이 및 전망



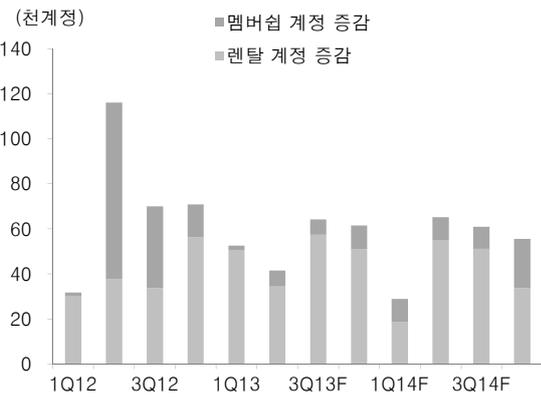
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 4. 분기별 일시불 순주문 추이 및 전망



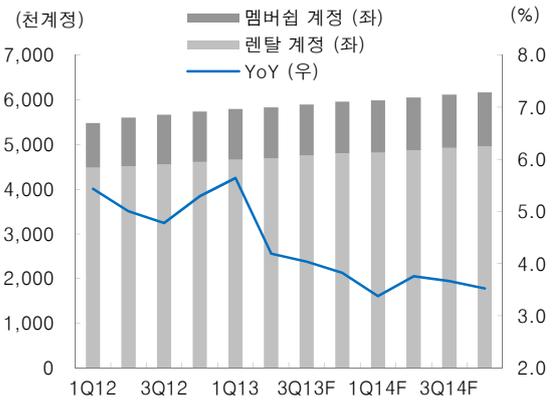
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. 분기별 계정 증감 추이 및 전망



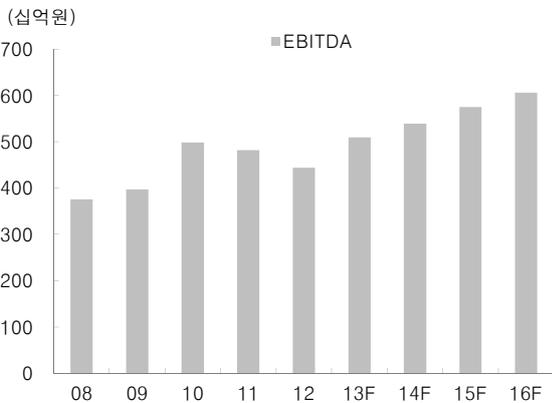
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. 분기별 관리계정 추이 및 전망



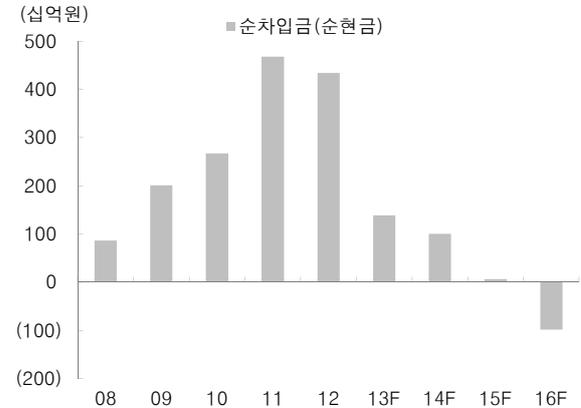
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 7. EBITDA 추이 및 전망



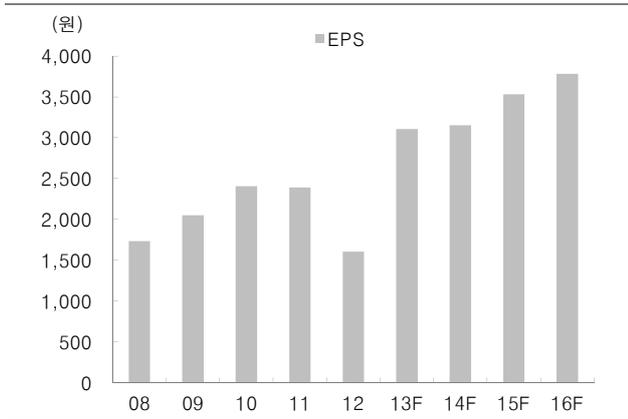
주: EBITDA=영업이익+유무형자산 감가상각비+렌탈폐기손실
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 8. 순차입금 추이 및 전망



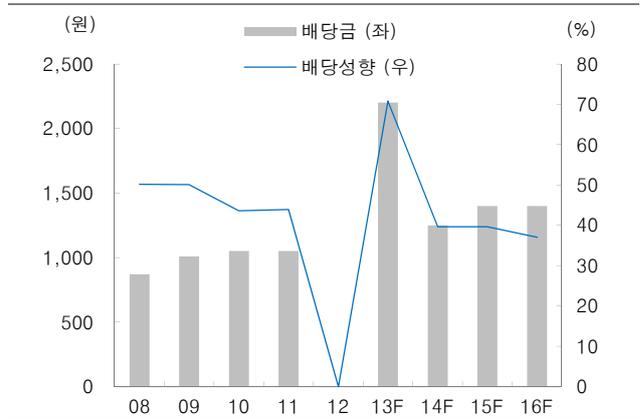
주: 순차입금=총차입금-현금성 자산-단기금융자산
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

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 6. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	1,898	2,037	1,898	2,005	0.00	-1.53
매출총이익	1,282	1,380	1,273	1,357	-0.75	-1.70
매출총이익률	67.6	67.8	67.0	67.7	-0.50	-0.11
판매비와 관리비	997	1,053	987	1,027	-0.95	-2.40
기타영업손익	0	0	0	0	0.00	0.00
영업이익	285	328	285	330	-0.04	0.58
영업이익률	15.0	16.1	15.0	16.4	-0.01	0.35
영업외손익	21	-20	30	-19	43.89	-6.73
세전순이익	306	307	315	311	2.96	1.07
지배지분순이익	232	233	232	236	-0.06	1.07
순이익률	12.2	11.4	12.2	11.7	-0.01	0.30
EPS(지배지분순이익)	3,010	3,021	3,008	3,053	-0.06	1.07

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

투자의견 매수 및 목표주가 6만 3천원 유지

투자의견 매수, 목표주가 6만 3천원 유지

코웨이에 대한 투자의견 매수와 목표주가 6만 3천원을 유지한다. Peer 그룹인 아모레, LG생활건강, 락앤락, 에스원 등이 과거대비 매출 및 이익 성장성이 둔화되었음에도 이들의 현 주가수준은 코웨이 목표주가에 적용된 Target 밸류에이션 지표보다 높은 수준이다.

경기부진 시에도 peer 그룹의 매출 및 이익의 변동요인이 낮고 하반기로 갈수록 이익 모멘텀 강화도 전망되어 시장 및 피어그룹 대비 양호한 주가흐름이 예상된다.

표 7. 코웨이 목표주가 산정 (십억원, %)

Target EV (십억원)	4,838.0	A=a*b	
2013E EBITDA	520.2	a	
target EV/EBITDA Multiple	9.30	b	국내 Peer 4사 2013E EV/EBITDA 15% 할인
주당 가치(원)	63,000	B=(A-C)/E	
총차입금	413.5	c	
현금성자산+단기금융자산	274.9	d	
순차입금(순현금)	138.6	C=c-d	
총발행주식수	77,124,796	e	
보통주 자기주식수	2,490,000	f	
수정보통주 발행주식수	74,634,796	E=e-f	
현주가(원)	52,800		2013-05-10
상승여력(%)	19.3		
2013년 Implied PER(x)	20.0		
2012년 Implied PBR(x)	4.39		

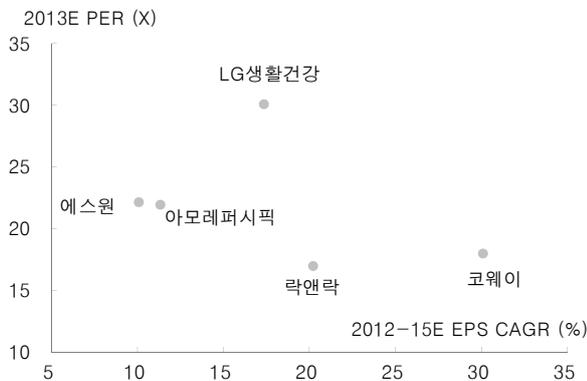
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

표 8. 국내 PEER 그룹 투자지표

	아모레퍼시픽	LG생활건강	락앤락	에스원	4사 평균	4사 평균 15% 할인
13E PER (x)	21.9	30.1	17.0	22.1	22.8	19.4
13E EV/EBITDA (x)	9.5	15.3	9.5	8.5	10.7	9.1

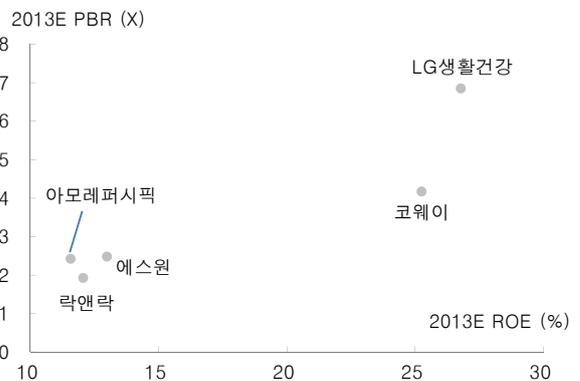
자료: 쿼티와이즈, 대신증권 리서치센터

그림 11. 2013E PER vs 2012-15 3개년 EPS CAGR



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 12. 2013E PBR vs. 2013E ROE



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,898	2,005	2,118
매출원가	552	605	625	648	678
매출총이익	1,158	1,201	1,273	1,357	1,440
판매비와관리비	869	974	987	1,027	1,076
영업이익	242	228	285	330	364
영업이익률	14.2	12.6	15.0	16.4	17.2
EBITDA	482	444	510	539	575
영업외손익	-17	-66	30	-19	-16
관계기업손익	0	-3	3	3	3
금융수익	2	4	3	2	2
외환관련이익	9	11	0	0	0
금융비용	-26	-62	-19	-16	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	6	-5	44	-8	-8
법인세비용차감전순이익	225	161	313	308	345
법인세비용	-48	-42	-83	-75	-84
계속사업순이익	177	120	230	234	262
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	230	234	262
당기순이익률	10.4	6.6	12.1	11.6	12.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	177	120	230	234	262
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	173	118	230	234	262
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	173	118	230	234	262

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,296	1,553	2,987	3,029	3,395
PER	15.9	28.0	17.7	17.4	15.6
BPS	9,704	10,408	13,395	14,294	16,479
PBR	3.8	4.2	3.9	3.7	3.2
EBITDAPS	6,249	5,754	6,609	6,991	7,458
EV/EBITDA	6.8	8.5	8.3	7.7	7.1
SPS	22,170	23,427	24,609	26,002	27,463
PSR	1.7	1.9	2.1	2.0	1.9
CFPS	6,108	6,503	6,446	6,919	7,400
DPS	1,050	0	2,200	1,250	1,400

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	13.9	5.7	5.0	5.7	5.6
영업이익 증가율	-4.4	-6.0	25.2	15.6	10.3
순이익 증가율	-3.4	-32.4	92.4	1.4	12.1
수익성					
ROIC	18.7	15.2	17.0	19.7	21.0
ROA	16.5	13.9	16.3	18.7	20.0
ROE	23.9	15.4	25.1	21.9	22.1
안정성					
부채비율	110.6	112.0	73.7	56.8	49.6
순차입금비율	62.5	54.1	13.6	9.4	0.9
이자보상배율	9.6	7.9	14.7	20.1	28.1

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	842	711	821
현금및현금성자산	65	119	273	167	257
매출채권 및 기타채권	257	292	306	275	287
재고자산	73	41	47	47	49
기타유동자산	117	239	215	222	228
비유동자산	1,065	1,010	953	1,017	1,079
유형자산	535	594	661	718	771
관계기업투자금	237	102	-31	-31	-31
기타비유동자산	293	314	322	330	339
자산총계	1,576	1,702	1,794	1,728	1,901
유동부채	534	720	658	507	590
매입채무 및 기타채무	187	205	201	203	204
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	630
자본지분	748	803	1,033	1,102	1,271
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
이익잉여금	678	717	947	1,016	1,185
기타자본변동	-101	-85	-85	-85	-85
비지배자지분	0	0	0	0	0
자본총계	748	803	1,033	1,102	1,271
순차입금	468	434	140	103	11

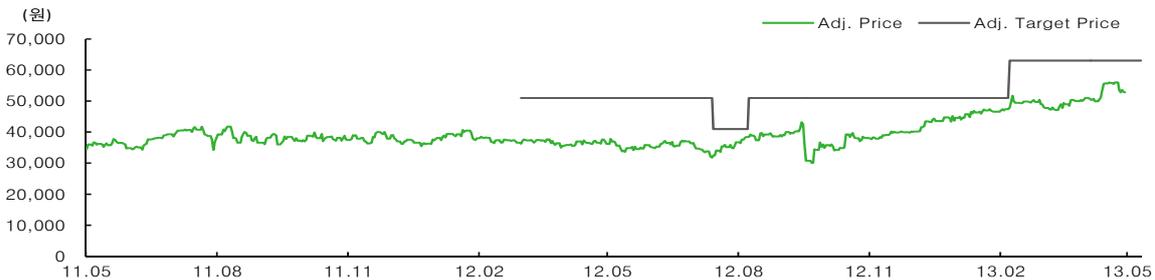
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	411	505	483
당기순이익	177	120	230	234	262
비현금항목의 가감	294	382	267	300	309
감가상각비	152	172	165	165	167
외환손익	1	0	2	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	140	210	100	135	142
자산부채의 증감	-112	-38	-26	27	-19
기타현금흐름	-42	-35	-60	-56	-68
투자활동 현금흐름	-344	-301	-142	-265	-266
투자자산	-37	-3	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	154	-105	89
기초 현금	56	65	119	273	167
기말 현금	65	119	273	167	257
NOPLAT	191	169	210	250	276
FCF	37	38	95	145	173

▶ 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	13.05.13	13.05.06	13.04.02	13.02.18	12.12.26	12.10.26	12.10.07	12.08.19	12.08.09	12.07.25
투자의견	Buy									
목표주가	63,000	63,000	63,000	63,000	51,000	51,000	51,000	51,000	41,000	41,000
제시일자	12.06.22	12.03.12								
투자의견	Buy	Buy								
목표주가	51,000	51,000								
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