



# 코웨이 (021240)

BUY (유지)

유통 Analyst **이상구**  
02-6114-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **강재성**  
02-6114-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

주가(8/8)	58,800원
적정주가	74,000원 (종전 65,000원)
산업내 투자선호도	★★★

## 2Q13 호실적, 재평가 지속된다

- 2분기 영업이익 22%yoy 증가하며 예상 상회
- 2H13, big bath 효과로 영업이익 50%yoy 예상
- 적정주가 14% 상향 조정한 74,000원(FY14F PER 22배) 제시

그림 1> 수익성 관리 및 수출 호조로 기대 상회

(십억원)	2Q13P	증감률(%)		당사 기준 추정	시장 컨센서스
		YoY	QoQ		
매출액	496.9	11.3	6.8	486.5	482.0
영업이익	79.4	21.9	14.6	73.5	72.8
세전이익	80.7	43.1	(29.8)	69.5	66.1
순이익	60.6	37.6	(24.5)	52.7	50.0

자료: FnGuide, 현대증권

### 2분기 영업이익 22%yoy 증가하며 예상 상회

2분기 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 11%yoy, 22%yoy 증가하였다(연결기준 매출액과 영업이익은 각각 14%yoy, 28%yoy 증가). 동 실적은 시장 기대치를 상회하는 것으로 손익 중심 영업과 수출 호조에 기인한다. 세전이익은 재무구조 개선과 이에 따른 이자비용 감소로 43% 증가하였다.

그림 2> 2분기 렌탈 판매 부진, 하지만 수출 호조

(천대, 십억원)	2Q13P	2Q12	%YoY
판매대수	380.0	407.3	(6.7)
렌탈	298.4	331.1	(9.9)
일시불	81.6	76.2	7.1
수출	32.9	26.1	26.1

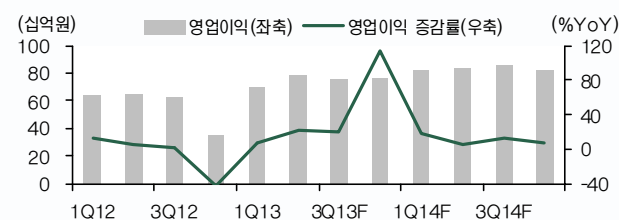
자료: 코웨이, 현대증권

### 중국 청정기 수출 호조, 신사업 손익 관리 지속

2분기 정수기 등 렌탈 판매는 신제품 기고 효과로 -10%yoy 하였다. 반면, 일시불 판매는 제습기 호조로 7%yoy 증가하였다. 필립스를 통한 중국 청정기 수출 등 ODM 매출도 72%yoy 급증하였다. 전체 해약률은 월 0.9%으로 지난 2년간 평균 1%보다 떨어져 손익 개선에 기여하였다.

한편, 신사업(국내화장품 및 수처리)은 15억원 적자를 보였다. 1분기 7억원 적자보다 소폭 악화되었지만 손익 관리가 지속되는 모습이다.

그림 3> 2H13 강한 이익 모멘텀 지속 예상



참조: K-IFRS 개별 기준임  
자료: 현대증권

### 2H13, big bath 효과로 영업이익 50%yoy 예상

하반기에도 손익 관리 및 낮은 기저효과가 지속될 전망이다. 2012년에는 일회성 비용(위로금 지급, 렌탈자산 및 재고자산 폐기손 증가)으로 약 300억원 이상 발생하였다. 2013년 하반기에는 일회성 요인이 사라져 영업이익 54%yoy 증가가 기대된다.

**적정주가 14% 상향 조정한  
74,000원(FY14F PER  
22배) 제시**

2013년 예상 손익은 지난 2분기 강한 이익 개선을 감안할 때 상향 조정도 가능하나 보수적으로 기존 전망치를 유지한다. 적정주가는 기존 65,000원에서 74,000원으로 약 14% 상향 조정되었다. 이는 하반기부터 요금 인상 효과가 나타남을 감안하여 2014년 손익을 기준으로 적용하였기 때문이다.

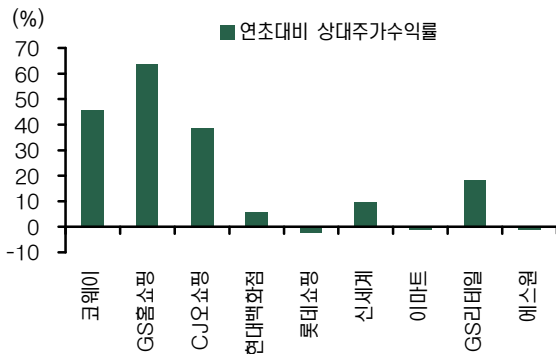
적정 주가는 FY14F PER 22배로 필수소비재 평균 EV/EBITDA 대비 소폭 할증된 수준이다. 2014년에도 EPS 성장률 37%yoy과 요금인상 효과 본격화, 그리고 주주가치 환원 기대감 등이 주가 재평가로 이어질 전망이다.

**차별화된 실적 모멘텀으로  
주식가치 부담 상쇄할 듯**

동사의 주가는 2013년 들어 강한 주가 모멘텀을 보여주고 있다. 이는 대주주 변경 그리고 수익성 중심의 영업으로 높은 실적 개선이 나타나고 있기 때문이다.

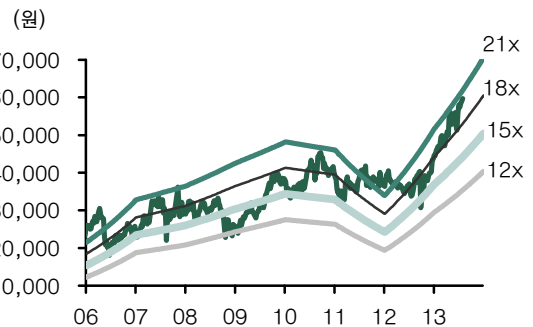
2분기 실적도 높은 기대치를 상회하는 호실적을 보여 높은 주식가치(FY13F PER 24배)를 극복할 전망이다. 하반기 관전 포인트는 2012년 big bath 영향으로 높은 이익 성장률 기대가 충족될 수 있는 지 여부와 잠정적으로 매각이 중단된 수처리사업부 현황 등이다. 당사는 코웨이를 top pick으로 계속 유지한다.

그림 4> 코웨이 2013년 들어서도 강한 주가상승률 보여



자료: Quantiwise, 현대증권

그림 5> 주식가치 부담 높아지고 있지만 MBK 효과



자료: 현대증권

그림 6> 적정주가 14% 상향

	코웨이
EBITDA (FY14F, 십억원)	500.0
EBITDA 배수, 배	11.0
영업가치	5,520.0
세후 투자자산가치	65.0
중국법인	15.0
말레이시아법인	50.0
기업가치	5,585.0
순차입금	100.0
총 기업가치	5,485.0
발행주식수(백만주)	77.1
자사주	2.5
적정주가/주, 원	73,520.7

자료: 현대증권

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)	288.5	226.1	296.2	339.8	346.9
순이익 (십억원)	167.1	94.0	220.0	254.8	263.3
지배기업순이익 (십억원)	167.1	94.0	220.0	254.8	263.3
EPS (원)	2,192	1,247	2,906	3,365	3,476
수정EPS (원)	2,192	1,615	2,460	3,365	3,476
PER* (배)	19.5 - 14.2	27.5 - 17.7	23.9	17.5	16.9
PBR (배)	3.7	4.2	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA (배)	7.3	9.3	9.9	8.8	8.5
배당수익률 (%)	2.9	0.0	3.6	1.8	1.8
ROE (%)	22.6	12.3	25.6	24.9	21.9
ROIC (%)	24.0	17.3	21.2	22.9	21.8

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표  
 자료: 코웨이, 현대증권

- 당사는 동 조서분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인 함
- 투자 의견 분류: 신원: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 가점: 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 ( 주가 —, 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.

