

# 코웨이 (021240)

이선경  
769,3162  
sunny\_lee@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

목표주가 **74,000**  
유지

현재주가 **61,400**  
(13.09.17)

가타서비스업종

## 3분기도 양호한 실적 기대

### 3분기 실적 당사 추정 부합하는 양호한 실적 기대

- 7,8월 렌탈 순주문은 전년동기와 유사하거나 소폭 낮은 수준, 4월 가격인상 후 가격저항 영향이 있고 신제품 출시도 없었다는 점을 감안할 때 양호한 수준, 렌탈계약률은 1.0% 내외 유지, 기증기된 계정과 가격 인상 효과로 렌탈 매출 2분기와 유사한 4~5% 성장 가능 전망
- 멤버십은 3분기에도 일시불 판매와 관련된 무상계정이 크게 감소하며 계정 증감 미미하나 무수의 계정의 감소로 ASP는 증가해 매출 전년동기대비 4% 성장 전망, 7,8월에도 저습기 등의 판매 호조 이어지며 일시불 투자리수 성장 가능
- 필립스향 공기청정기 ODM 호조 지속으로 수출 40% 성장 예상, 수차리 매출 전년동기와 유사, 화장품 매출은 전분기보다는 소폭 감소하나 전년동기대비 10% 성장 예상
- 3분기 실적 당사추정 별도 매출 4,913억원(+7.3% YoY), 영업이익 778억원(+23.7% YoY) 달성 가능, 연결 기준 영업이익과 순이익은 별도와 유사한 수준 예상

### 하반기 높은 실적 모멘텀, 2014년에도 이익개선세 지속

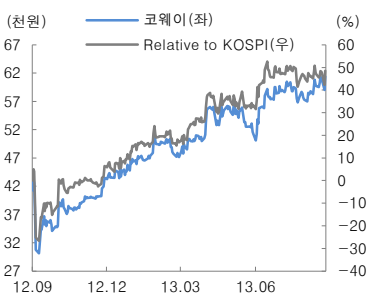
- 9월말에서 10월초 한뼘정수기2 출시가 예정되어 있고 가격 인상에 따른 저항은 연말로 갈수록 감소하며 렌탈 순주문 완만하게 증가해 4분기 30만대 이상으로 회복 예상
- 원가절감과 판매비 통제로 매출 대비 높은 이익 개선세 하반기에도 지속, 원가부문 일회성 비용으로 전년도 기저가 낮은 4분기에는 영업이익 전년동기대비 116% 증가
- 수출 ODM 기대이상의 고성장, 필립스향 중국 공기청정기 ODM 매출 연간 389억원 목표였으나 600~700억원까지 확대 전망, 높은 성장에 따른 규모의 경제 효과로 전년도 한자리수 초반의 영업이익률은 두자리수대로 증가
- 가격인상에 의한 매출 성장 및 이익개선 효과 2013년에는 미미하나 2018년 상반기까지 순차적으로 누적 반영되며 영향 확대

### 투자의견 매수, 목표주가 7만 4천원 유지

- 높은 경기 방어력을 보유한 코웨이에 대해 투자의견 매수, 목표주가 7만 4천원 유지
- 하반기는 물론 2014년에도 수익성 개선 추세 지속, 2014년 방판채널을 이용한 각종 제휴 확대 가능성 높으며 해외 ODM 고성장 지속되는 가운데 말레이시아와 미국 법인을 중심으로 해외법인 이익 확대되면서 해외부문도 점차 부각 전망
- 지분매각 이후 꾸준한 주가 상승에도 Peer그룹 대비 여전히 낮은 밸류에이션, 2013년 연말 예상 배당금 1,100원이나 소폭 확대 가능

KOSPI	2005.58
시가총액	4,735십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	61,400원 / 30,150원
120일 평균거래대금	99억원
외국인지분율	53.03%
주요주주	코웨이홀딩스 외 16인 31.05% Lazard Asset Management LLC 외 32인 11.71%

주가지수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.4	16.7	28.6	55.4
상대수익률	1.9	9.6	27.4	55.2



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,944	2,064	2,187
영업이익	242	228	303	334	378
세전순이익	225	161	339	323	384
총당기순이익	177	120	249	245	291
지배지분순이익	177	120	249	245	291
EPS	2,296	1,553	3,233	3,174	3,770
PER	15.9	28.0	18.3	18.6	15.7
BPS	9,704	10,408	13,641	14,682	17,240
PBR	3.8	4.2	4.3	4.0	3.4
ROE	23.9	15.4	26.9	22.4	23.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

표 1. 코웨이 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

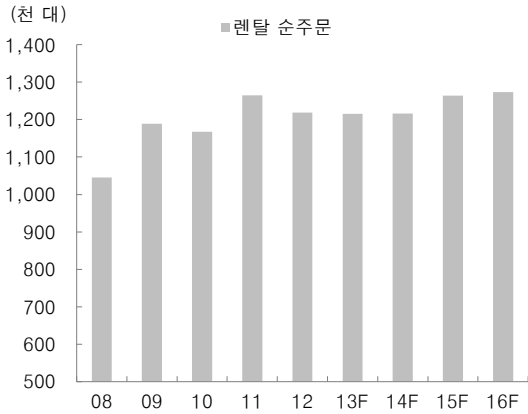
(단위: 십억원 %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
렌탈주문 (천대)		284.7	331.1	293.5	309.6	318.0	298.4	293.3	305.5	1,218.9	1,215.3	1,216.4	1,264.0
월평균해약률 (%)		1.01%	1.00%	1.00%	0.99%	1.01%	0.90%	0.92%	0.95%	1.01%	0.96%	0.93%	0.92%
렌탈계정 (천계정)		4,480.0	4,517.6	4,551.2	4,607.4	4,657.8	4,716.8	4,765.8	4,813.4	4,607.4	4,813.4	4,972.8	5,125.1
멤버십계정		1,003.6	1,082.1	1,118.5	1,133.1	1,135.3	1,099.6	1,107.3	1,121.0	1,133.1	1,121.0	1,185.0	1,256.9
총관리계정		5,483.6	5,599.7	5,669.7	5,740.5	5,793.1	5,816.4	5,873.1	5,934.5	5,740.5	5,934.5	6,157.8	6,382.1
총관리계정의 증감		31.6	116.1	70.0	70.8	52.6	23.3	56.7	61.4	288.5	193.9	223.4	224.2
매출액	전체	442.4	446.4	458.0	460.1	465.2	496.9	491.3	490.6	1,806.8	1,944.0	2,064.2	2,186.7
	렌탈	316.3	318.9	323.2	327.3	327.4	331.9	338.1	342.5	1,285.7	1,340.0	1,409.0	1,469.0
	멤버십	38.8	39.2	41.1	42.3	42.8	42.8	42.6	43.3	161.3	171.4	180.9	196.9
	일사불	32.7	40.5	39.1	32.4	36.6	47.8	43.3	33.7	144.7	161.4	171.3	181.9
	기타	37.8	31.5	37.4	41.2	40.5	52.3	48.2	51.8	155.5	192.8	218.4	247.5
	화장품	16.8	16.3	17.3	16.8	17.9	22.1	19.0	19.3	67.2	78.3	84.6	91.4
YoY (%)	전체	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	7.3	6.6	5.7	7.6	6.2	5.9
	렌탈	9.8	6.4	5.7	4.6	3.5	4.1	4.6	4.6	6.6	4.2	5.1	4.3
	멤버십	(0.8)	(1.9)	0.3	3.7	10.4	9.1	3.7	2.4	0.3	6.3	5.5	8.9
	일사불	2.8	4.4	9.5	1.7	11.9	18.1	10.8	3.8	4.7	11.5	6.1	6.2
	기타	60.9	(20.5)	23.9	(4.4)	7.3	65.9	29.0	25.6	2.5	24.0	13.3	13.3
	화장품	(3.3)	(8.8)	(1.7)	9.5	6.3	35.5	10.0	15.0	(1.4)	16.5	8.0	8.0
매출총이익		296.9	304.3	306.5	293.8	310.5	329.0	327.8	326.8	1,201.4	1,294.2	1,380.7	1,470.6
영업이익		64.1	65.1	62.9	35.6	69.2	79.4	77.8	76.8	227.8	303.2	334.1	377.8
세전이익		55.6	56.4	17.7	31.7	115.0	80.7	72.7	70.5	161.5	338.9	322.9	383.6
순이익		41.2	44.0	12.9	21.6	80.2	60.6	55.1	53.4	119.7	249.3	244.8	290.7
YoY (%)	매출총이익	8.2	3.3	3.8	0.1	4.6	8.1	7.0	11.2	3.8	7.7	6.7	6.5
	영업이익	13.6	5.4	2.4	(44.0)	7.9	21.9	23.7	115.5	(6.4)	33.1	10.2	13.1
	세전이익	10.3	2.5	(72.6)	(42.5)	106.7	43.1	311.0	122.1	(28.3)	109.9	(4.7)	18.8
	순이익	6.4	4.6	(73.7)	(54.2)	94.5	37.6	327.0	147.5	(32.4)	108.2	(1.8)	18.8
매출총이익률 (%)		67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	66.7	66.6	66.5	66.6	66.9	67.3
영업이익률 (%)		14.5	14.6	13.7	7.7	14.9	16.0	15.8	15.7	12.6	15.6	16.2	17.3
세전이익률 (%)		12.6	12.6	3.9	6.9	24.7	16.2	14.8	14.4	8.9	17.4	15.6	17.5
순이익률 (%)		9.3	9.9	2.8	4.7	17.2	12.2	11.2	10.9	6.6	12.8	11.9	13.3

자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

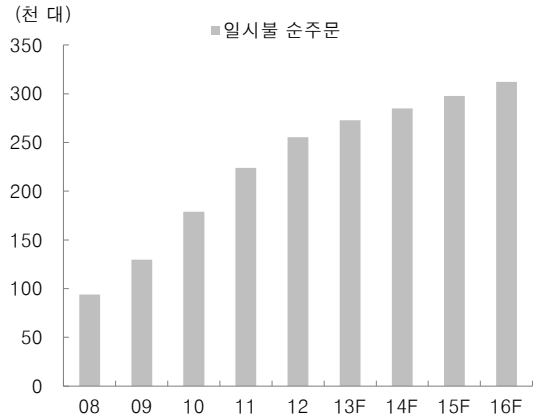
주: 2012년 1~3분기 영업이익은 4분기에 회계기준 변경으로 추후 변경된 수치로 수정 반영함에 따라 공시된 숫자와 차이 있음, 기타 항목은 공시된 수치와 동일함

그림 1. 연간 렌탈 순주문 추이 및 전망



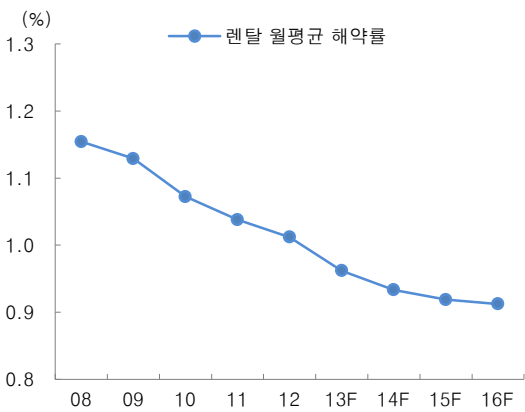
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 2. 연간 일사불 순주문 추이 및 전망



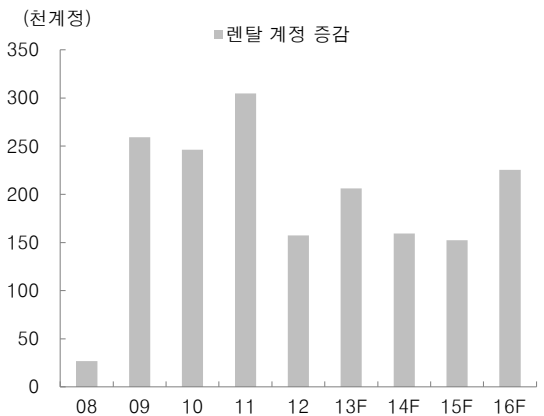
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 3. 월평균 렌탈 해약률 추이 및 전망



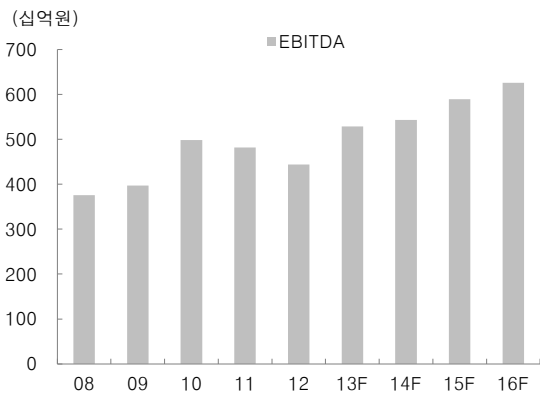
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 4. 연간 렌탈 계정 증감 추이 및 전망



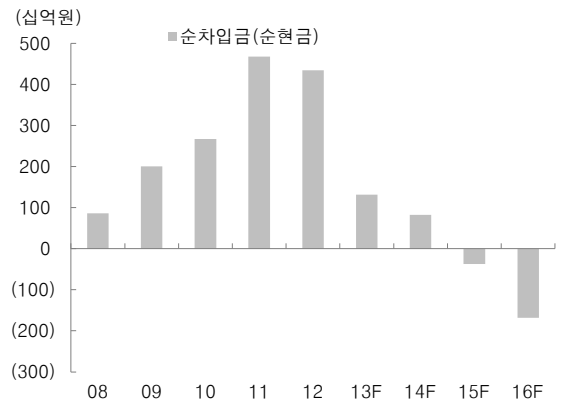
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 5. EBITDA 추이 및 전망



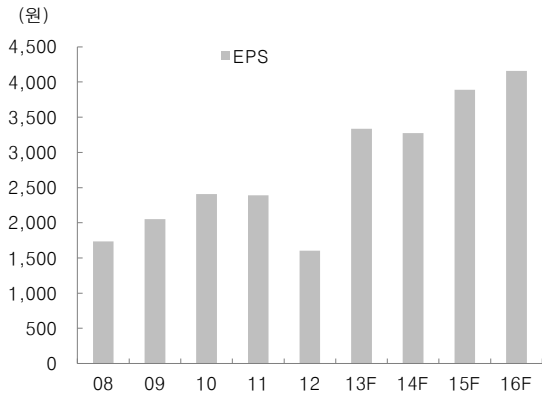
주: EBITDA=영업이익+유무형자산 감가상각비+렌탈폐기 손실  
 자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 6. 순차입금 추이 및 전망



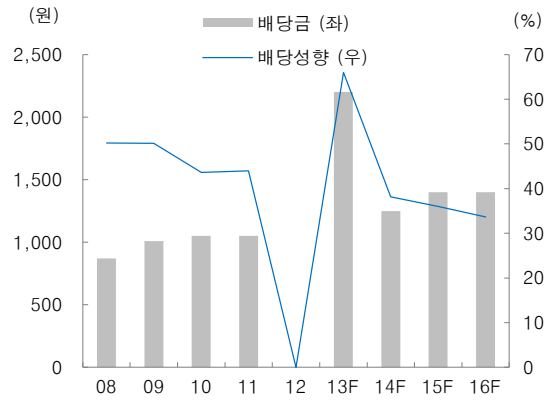
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 7. EPS 추이 및 전망 (자사주 제외 기준)



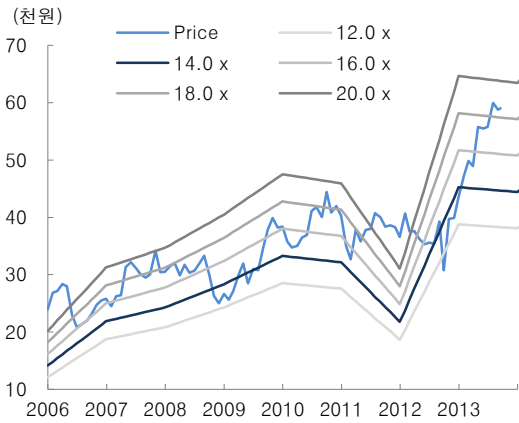
자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 8. 주당 배당금 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 리서치센터

그림 9. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 10. EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,944	2,064	2,187
매출원가	552	605	650	684	716
매출총이익	1,158	1,201	1,294	1,381	1,471
판매비와관리비	869	974	991	1,047	1,083
영업이익	242	228	303	334	378
영업외수익	142	12.6	15.6	16.2	17.3
EBITDA	482	444	529	543	589
영업외손익	-17	-66	-9	-11	-8
관계기업손익	0	-3	0	0	0
금융수익	2	4	2	0	0
외환관련이익	9	11	12	0	0
금융비용	-26	-62	-19	-16	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	6	-5	8	5	5
법인세비용차감전순이익	225	161	339	323	384
법인세비용	-48	-42	-90	-78	-93
계속사업순이익	177	120	249	245	291
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	177	120	249	245	291
당기순이익	10.4	6.6	12.8	11.9	13.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	177	120	249	245	291
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	173	118	249	245	291
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	173	118	249	245	291

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,296	1,553	3,233	3,174	3,770
PER	15.9	28.0	19.0	19.3	16.3
BPS	9,704	10,408	13,641	14,682	17,240
PBR	3.8	4.2	4.5	4.2	3.6
EBITDAPS	6,249	5,754	6,857	7,041	7,643
EV/EBITDA	6.8	8.5	9.2	8.9	8.0
SPS	22,170	23,427	25,205	26,765	28,353
PSR	1.7	1.9	2.4	2.3	2.1
CFPS	6,108	6,503	6,708	7,108	7,887
DPS	1,050	0	2,200	1,250	1,400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증감률	13.9	5.7	7.6	6.2	5.9
영업이익 증감률	-4.4	-6.0	33.1	10.2	13.1
순이익 증감률	-3.4	-32.4	108.2	-1.8	18.8
수익성					
ROIC	18.7	15.2	18.1	19.8	21.7
ROA	16.5	13.9	17.2	18.7	20.3
ROE	23.9	15.4	26.9	22.4	23.6
안정성					
부채비율	110.6	112.0	72.7	55.6	47.7
순차입금비율	62.5	54.1	12.5	7.3	-2.8
이자보상비율	9.6	7.9	16.3	20.3	29.2

자료: 코웨이 대인증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	859	741	880
현금및현금성자산	65	119	282	189	305
매출채권 및 기타채권	257	292	313	283	296
재고자산	73	41	49	48	51
기타유동자산	117	239	215	222	228
비유동자산	1,065	1,010	958	1,021	1,083
유형자산	535	594	662	719	773
관계기업투자지급	237	102	-31	-31	-31
기타비유동자산	293	314	326	332	341
자산총계	1,576	1,702	1,817	1,762	1,963
유동부채	534	720	660	510	593
매입채무 및 기타채무	187	205	202	204	206
차입금	165	296	196	186	183
유동상채무	110	110	147	0	80
기타유동부채	72	109	116	120	125
비유동부채	294	179	104	120	41
차입금	267	148	71	86	6
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	31	33	34	35
부채총계	828	899	765	629	634
자본부분	748	803	1,052	1,132	1,330
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
이익잉여금	678	717	966	1,046	1,244
기타자본변동	-101	-85	-85	-85	-85
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	748	803	1,052	1,132	1,330
순차입금	468	434	131	82	-37

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	429	416	515	510
당기순이익	177	120	249	245	291
비현금성항목의기감	294	382	268	303	318
감가상각비	152	172	166	166	168
외환손익	1	0	-1	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	140	210	103	137	149
자산부채의증감	-112	-38	-34	27	-21
기타현금흐름	-42	-35	-67	-59	-77
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
현금의증감	8	54	163	-93	116
기초 현금	56	65	119	282	188
기말 현금	65	119	282	188	305
NOPLAT	191	169	223	253	286
FCF	37	38	109	149	185

[Compliance Notice]

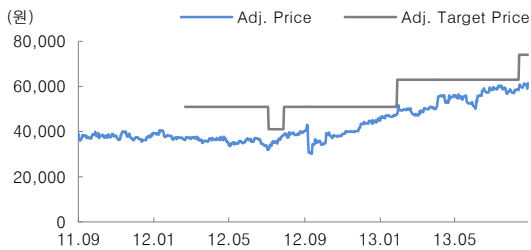
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(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]

코웨이(021240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.09.23	13.09.03	13.08.06	13.07.08	13.06.30	13.06.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	74,000	74,000	63,000	63,000	63,000	63,000
제시일자	13.06.13	13.05.06	13.04.02	13.02.18	12.12.26	12.10.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	63,000	63,000	63,000	63,000	51,000	51,000
제시일자	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
목표주가	51,000	51,000	41,000	41,000	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