

2013년 10월 7일

코웨이(021240)

Equity Research

Initiation

3분기 견조한 실적모멘텀 지속

3Q OP 760억원(YoY 21.3%) 예상

3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.9%, 21.3% 성장한 4,940억원과 760억원 수준이 가능할 전망이다. 외형성장 폭은 2분기보다 낮을 듯 하다. 전분기 외형성장에 기여했던 제습기(일시불)와 화장품 흡소핑 채널 판매 둔화 때문이다. 렌탈 부문 역시 계절적 비수기로 계층 순증이 제한적(연간 15.5만 목표, 상반기 10.9만)인 상황이다(가격인상에 의한 ARPU 상승효과로 YoY 3.5% 예상). 중국 필립스 공기청정기 ODM판매가 고성장(YoY 50% 추정)을 이어가면서 외형성장에 기여할 전망이다. 영업이익률은 i) 지속적인 비용효율화와 ii) 가격인상, iii) 전년도 렌탈폐기손실(-104억원)의 기저효과로 YoY 1.7%p 상승하는 수익성 개선세가 예상된다. 당기순익의 큰 폭 증가(YoY 370%)는 전년도 3분기 일본법인 금융 충당금(-355억원)에 의한 일회성 비용 효과 때문이다.

소인 가구 구조적 증가 수혜 확대 예상

동사는 50% 내외 가전 렌탈시장의 절대적 MS를 기반으로 다양한 신규 카테고리과 사업을 전개하고 있다. 13,000명 이상의 코디 조직이 340만 가구를 커버하면서 높은 진입장벽과 사업 기반으로 작용하고 있다. 소인가구 대상의 한뼮정수기는 최근 정수기 렌탈 성장의 주역이 되고 있고, 최근에는 제습기 일시불 매출이 고성장을 견인하였다. 건강기능식품 '헬시그루'는 화장품 부문 실적 개선의 주 요인으로 작용하고 있다. 침대와 침구류, 카페트, 에어컨 등의 위생 관리를 총괄하는 홈토타케어 서비스는 위생에 대한 기준 상승과 맞벌이 가구 증가로 양호한 사업환경을 맞이하고 있다.

가장 안정적인 실적개선주, 중장기 높은 투자매력

목표주가 7.1만원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 재개한다. 7.1만원은 12MF PER 19배로 밸류에이션 밴드 상단(21배)에 10% 할인한 수준이다. i) 가전 렌탈 시장의 견조한 성장과 50% 이상 MS가 높은 실적 가시성을 확보하고 있으며, ii) 소비패턴 변화에 의한 신규 카테고리 확대와 iii) 중국과 말레이시아 등 해외모멘텀이 외연을 확대시키고 있다. 아울러, iv) M&A 이후 비용효율화와 ARPU 상승에 의한 구조적인 수익성 개선세(중장기 OPM 17%)을 감안하면 프리미엄 요인은 충분하다. 당사 커버리지 권슈머 업체 가운데 가장 안정적인 실적개선주로 중장기 투자매력이 높다.

BUY

| TP(12M): 71,000원(신규) | CP(10월4일): 59,600원

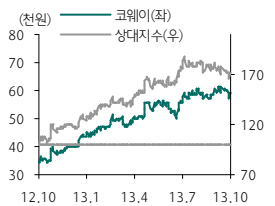
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,996.98
52주최고/최저(원)	61,400/34,100
시가총액(십억원)	4,596.6
시가총액비중(%)	0.39
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균거래량(천주)	170.7
60일 평균거래대금(십억원)	10.1
12년 배당금(원)	0
13년 배당금(예상.원)	0
외국인 지분율(%)	53.17
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스외 16인	31.05%
Lazard AM LLC외 32인	11.36%
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.0) 18.5 73.3
상대	(5.3) 16.6 73.0

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	1,958.9	2,111.6
영업이익(십억원)	303.9	345.5
순이익(십억원)	256.0	264.5
EPS(원)	3,198	3,390
BPS(원)	12,963	15,197

Stock Price



Financial Data

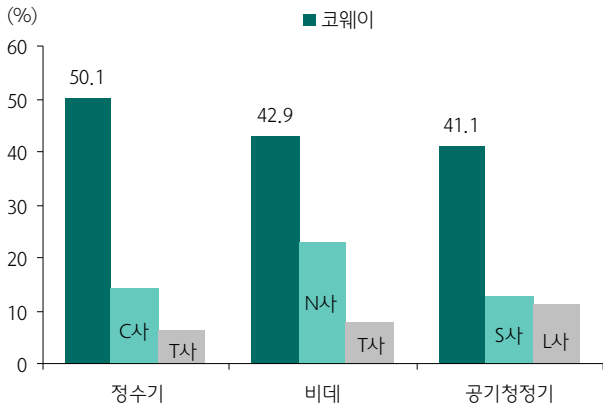
투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	1,709.9	1,806.8	1,952.4	2,116.4	2,278.4
영업이익	십억원	243.3	227.8	302.8	339.5	376.1
세전이익	십억원	225.4	161.5	345.7	336.3	380.3
순이익	십억원	177.1	122.1	220.4	252.2	285.2
EPS	원	2,296	1,583	2,858	3,270	3,698
증감율	%	10.4	(31.1)	80.5	14.4	13.1
PER	배	15.9	27.5	20.9	18.2	16.1
PBR	배	3.3	3.8	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	배	8.1	9.7	8.6	8.2	7.1
ROE	%	21.4	13.7	24.8	19.8	18.5
BPS	원	11,098	11,583	14,867	18,138	21,836
Net DER	%	56.1	52.2	25.9	10.9	(2.0)



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

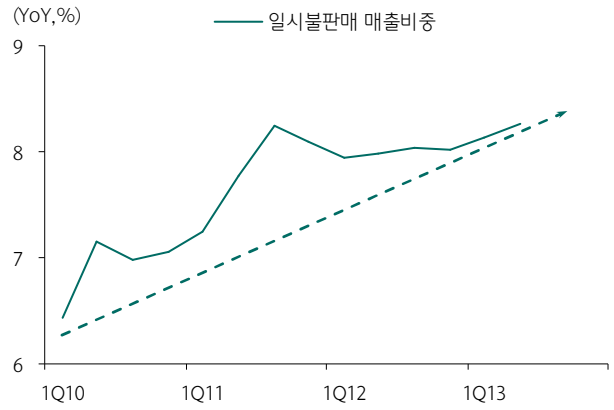
RA 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

그림 1. 코웨이 생활환경가전 부문 시장 점유율



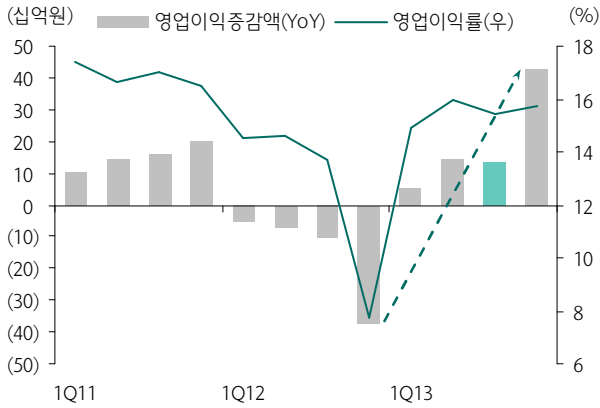
자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 2. 코웨이 일시불 부문 매출 비중 추이



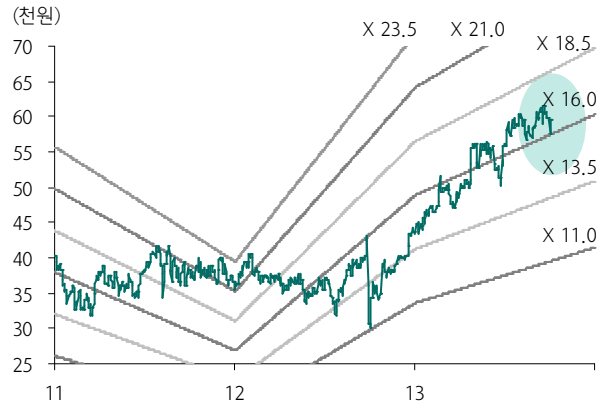
자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 3. 코웨이 영업이익증감액과 영업이익률 추이



자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 4. 코웨이 12MF PER 밴드



주: 2012/2013F 일회성요인 제거
자료: 코웨이, Bloomberg, 하나대투증권

표 1. 코웨이 3분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	3Q12	2Q13	3Q13F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	Con.	오차율
매출액	458	497	494	-0.5	7.9	495	-0.2
렌탈	323	332	334	0.7	3.5		
멤버십	41	43	45	4.5	8.8		
일시불판매	39	48	44	-7.6	13.0		
화장품	17	22	20	-11.7	13.0		
수출	28	45	42	-5.8	50.0		
기타(수처리 등)	9	8	9	22.1	1.0		
영업이익	63	79	76	-3.8	21.3	77	-1.0
세전이익	18	81	74	-8.2	318.6		
순이익	13	61	56	-8.3	330.3	56	-0.4
영업이익률(%)	13.7	16.0	15.4	-0.53	1.7		
세전이익률(%)	3.9	16.2	15.0	-1.25	11.1		
순이익률(%)	2.8	12.2	11.2	-0.95	8.4		

자료: 코웨이, 하나대투증권



표 2. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012년	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013년
매출	442	446	458	460	1,807	465	497	494	496	1,952
렌탈	316	319	323	327	1,286	327	332	334	343	1,337
멤버십	39	39	41	42	161	43	43	45	46	177
일시불판매	33	40	39	32	145	37	48	44	37	165
화장품	17	16	17	17	67	18	22	20	18	77
수출	30	21	28	31	110	31	45	42	41	159
기타(수처리 등)	8	10	9	11	38	9	8	9	11	37
영업이익	64	65	63	36	228	69	79	76	78	303
세전이익	56	56	18	32	161	115	81	74	76	346
순이익	41	44	13	22	120	80	61	56	57	253
영업이익률(%)	14.5	14.6	13.7	7.7	12.6	14.9	16.0	15.4	15.7	15.5
세전이익률(%)	12.6	12.6	3.9	6.9	8.9	24.7	16.2	15.0	15.3	17.7
순이익률(%)	9.3	9.9	2.8	4.7	6.6	17.2	12.2	11.2	11.5	13.0

자료: 코웨이, 하나대투증권

표 3. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출	1,710	1,807	1,952	2,116	2,278
렌탈	1,206	1,286	1,337	1,427	1,520
멤버십	161	161	177	193	208
일시불판매	138	145	165	186	208
화장품	68	67	77	81	85
수출	98	110	159	191	219
기타(수처리 등)	38	38	37	37	38
영업이익	242	228	303	339	376
세전이익	225	161	346	336	380
순이익	177	120	253	252	285
수정순이익(연결기준)	167	94	280	291	335
적정시가총액	3,174	1,787	5,327	5,524	6,367
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	41,154	23,167	69,065	71,630	82,552
적정PER(배)	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
EPS(원)	2,166	1,219	3,635	3,770	4,345
영업이익률(%)	14.2	12.6	15.5	16.0	16.5
매출 (YoY,%)	12.6	5.7	8.1	8.4	7.7
영업이익 (YoY,%)	6.0	-6.0	32.9	12.1	10.8
순이익 (YoY,%)	0.0	-32.4	111.5	-0.4	13.1

자료: 코웨이, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
매출액	1,709.9	1,806.8	1,952.4	2,116.4	2,278.4	
매출원가	552.0	605.4	657.3	718.4	778.0	
매출총이익	1,157.9	1,201.4	1,295.1	1,398.0	1,500.4	
판매비	914.5	973.6	992.3	1,058.5	1,124.3	
영업이익	243.3	227.8	302.8	339.5	376.1	
금융손익	(23.5)	(58.1)	(14.0)	(7.5)	(1.2)	
종속/관계기업손익	0.0	(3.2)	44.8	0.0	0.0	
기타영업외손익	5.5	(5.0)	12.2	4.3	5.3	
세전이익	225.4	161.5	345.7	336.3	380.3	
법인세	48.2	41.7	92.4	84.1	95.1	
계속사업이익	177.1	119.7	253.3	252.2	285.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	177.1	119.7	253.3	252.2	285.2	
포괄이익	172.7	118.2	253.3	252.2	285.2	
(지분법제외)순이익	177.1	122.1	220.4	252.2	285.2	
지배주주포괄이익	172.7	118.2	253.3	252.2	285.2	
NOPAT	149.4	162.9	263.6	257.8	286.1	
EBITDA	401.3	391.5	566.1	580.3	645.1	
성장성(%)						
매출액증가율	12.6	5.7	8.1	8.4	7.7	
NOPAT증가율	(20.4)	9.0	61.8	(2.2)	11.0	
EBITDA증가율	(0.8)	(2.5)	44.6	2.5	11.2	
(조정)영업이익증가율	6.4	(6.4)	32.9	12.1	10.8	
(지분법제외)순이익증가율	10.4	(31.1)	80.5	14.4	13.1	
(지분법제외)EPS증가율	10.4	(31.1)	80.5	14.4	13.1	
수익성(%)						
매출총이익률	67.7	66.5	66.3	66.1	65.9	
EBITDA이익률	23.5	21.7	29.0	27.4	28.3	
(조정)영업이익률	14.2	12.6	15.5	16.0	16.5	
계속사업이익률	10.4	6.6	13.0	11.9	12.5	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
주당지표(원)						
EPS	2,296	1,583	2,858	3,270	3,698	
BPS	11,098	11,583	14,867	18,138	21,836	
CFPS	3,888	5,005	5,578	6,000	6,835	
EBITDAPS	5,204	5,076	7,340	7,524	8,364	
SPS	22,170	23,427	25,315	27,442	29,542	
DPS	1,050	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	15.9	27.5	20.9	18.2	16.1	
PBR	3.3	3.8	4.0	3.3	2.7	
PCFR	9.4	8.7	10.7	9.9	8.7	
EV/EBITDA	8.1	9.7	8.6	8.2	7.1	
PSR	1.7	1.9	2.4	2.2	2.0	
재무비율(%)						
ROE	21.4	13.7	24.8	19.8	18.5	
ROA	11.7	7.3	14.0	12.4	12.3	
ROIC	13.6	13.6	20.7	18.5	19.0	
부채비율	110.6	112.0	81.2	65.1	55.0	
순부채비율	56.1	52.2	25.9	10.9	(2.0)	
이자보상배율(배)	7.8	7.9	10.6	13.1	15.1	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	10.0	8.4	8.7	15.6	18.8
Emerging Market	11.3	10.2	10.5	8.9	11.3
World	14.7	13.2	13.6	7.5	10.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
유동자산	511.5	558.0	674.5	810.9	1,021.3	
금융자산	73.7	119.4	200.4	296.6	467.3	
현금성자산	64.9	118.9	128.5	139.3	149.9	
매출채권 등	256.9	291.9	315.4	341.9	368.0	
재고자산	73.0	41.3	44.9	49.1	53.1	
기타유동자산	107.9	105.3	113.8	123.4	132.8	
비유동자산	1,065.0	1,143.5	1,239.4	1,348.9	1,447.9	
투자자산	285.1	155.3	155.3	155.3	155.3	
금융자산	48.2	53.6	53.6	53.6	53.6	
유형자산	534.7	594.2	707.2	808.9	900.3	
무형자산	156.0	157.5	158.1	158.6	159.1	
기타비유동자산	89.2	236.5	218.8	226.0	233.1	
자산총계	1,576.5	1,701.5	1,913.9	2,159.8	2,469.2	
유동부채	534.3	719.6	670.4	699.8	722.6	
금융부채	275.0	438.5	366.8	369.7	366.6	
매입채무 등	187.4	205.3	222.9	243.7	263.8	
기타유동부채	71.9	75.8	80.7	86.5	92.1	
비유동부채	293.8	179.2	187.5	151.8	153.2	
금융부채	267.0	153.7	160.4	123.0	122.6	
기타비유동부채	26.8	25.5	27.1	28.8	30.6	
부채총계	828.1	898.8	857.9	851.6	875.7	
지배주주지분	748.4	802.7	1,056.0	1,308.2	1,593.4	
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	
자본잉여금	130.9	130.6	130.6	130.6	130.6	
자본조정	(98.8)	(84.6)	(84.6)	(84.6)	(84.6)	
기타포괄이익누계	(2.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	
이익잉여금	677.7	716.8	970.1	1,222.3	1,507.5	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	748.4	802.7	1,056.0	1,308.2	1,593.4	
순금융부채	420.1	419.1	273.2	142.4	(31.7)	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
영업활동현금흐름	318.4	429.1	440.5	468.4	528.0	
당기순이익	177.1	122.1	220.4	252.2	285.2	
조정	294.0	381.8	341.6	361.1	398.1	
감가상각비	152.4	171.9	206.3	236.5	263.6	
외환거래손익	1.4	0.3	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	
기타	140.1	206.4	135.3	124.6	134.4	
자산/부채의 변동	(110.7)	(37.7)	(37.1)	(39.5)	(41.1)	
투자활동현금흐름	(344.2)	(300.9)	(366.9)	(424.3)	(515.1)	
투자자산감소(증가)	(42.1)	(2.7)	(71.4)	(85.5)	(160.0)	
유형자산감소(증가)	(290.4)	(291.5)	(312.2)	(331.1)	(347.9)	
기타투자활동	(11.7)	(6.7)	16.7	(7.7)	(7.2)	
재무활동현금흐름	35.6	(73.6)	(64.0)	(33.3)	(2.3)	
금융부채증가(감소)	213.0	20.9	(65.0)	(34.5)	(3.4)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(97.5)	(16.6)	1.0	1.2	1.2	
배당지급	(79.9)	(77.8)	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	8.5	54.0	9.6	10.8	10.7	
Unlevered CFO	299.9	386.0	430.2	462.8	527.1	
Free Cash Flow	2.5	109.5	156.2	136.4	175.0	

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	11.5	10.2	10.5	(4.4)	12.7
Emerging Market	17.1	14.9	15.3	12.5	14.7
World	22.9	19.3	20.2	11.1	18.8

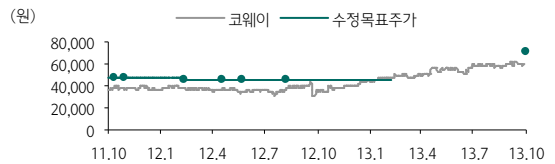
* MSCI Retailing Industry Group



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이

날짜	투자이견	수정목표주가
13.10.7	BUY	71,000 원
12.8.13	BUY	46,000 원
12.5.29	BUY	46,000 원
12.4.23	BUY	46,000 원
12.2.16	BUY	46,000 원
11.11.4	BUY	47,000 원
11.10.17	BUY	47,000 원



투자이견 분류 및 적용

투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2013년 10월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2013년 10월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

