

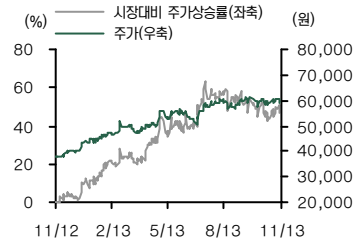
코웨이 (021240)

BUY (유지)

주가(11/5)	59,600원	유동주식비율	62.8%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	15.3%
적정주가	74,000원	60일 평균 거래량	170,921주	52주 최고/최저가 (보통주)	63,400원
산업내 투자선호도	★★★	60일 평균 거래대금	101억원	베타 (12M, 일간수익률)	0.1
시가총액	4.6조원	외국인보유비중	53.2%	주요주주	코웨이홀딩스 등 31.1%
발행주식수 (보통주)	77,124,796주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	31.7%		

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	2,380.8
영업이익 (십억원)	288.5	226.1	296.2	339.1	368.8
순이익 (십억원)	167.1	94.0	220.0	254.3	279.9
지배기업순이익 (십억원)	167.1	94.0	220.0	254.3	279.9
EPS (원)	2,192	1,247	2,904	3,355	3,692
수정EPS (원)	2,192	1,615	2,459	3,355	3,692
PER* (배)	19.5 - 14.2	27.5 - 17.7	24.2	17.8	16.1
PBR (배)	3.7	4.2	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA (배)	7.3	9.3	10.0	9.0	8.3
배당수익률 (%)	2.9	0.0	3.5	1.8	1.8
ROE (%)	22.6	12.3	25.6	24.9	23.2
ROIC (%)	24.0	17.3	21.2	22.9	23.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	0.0%	-1.3%	6.4%
상대	-0.8%	-6.1%	3.9%



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

M&A 가치 접근 시 여전히 저평가

투자포인트

- 1) 지배주주 변동 이후 수익성 중심의 영업 전환
- 2) 2013년 5월 요금 인상으로 이익 모멘텀 증가
- 3) 향후 3년(2013-2015)간 EPS CAGR 31%로 높은 주가가치 정당화

2014년 요금 인상 효과 등으로 당기순이익 37%YoY 증가 예상

코웨이는 정수기(매출비중 50%) 등 환경가전제품을 방문 판매를 통해 판매하는 업체이다. 대주주가 2013년 1월초 기존 웅진그룹에서 MBK파트너스로 변경되었다. 영업 전략이 기존 성장과 이익 증시에서 수익성 중심으로 바뀌었다. 2013년 상반기 매출과 영업이익은 각각 10%YoY, 18%YoY 증가하였다. 2013년 하반기에도 2012년 일회성 비용 등 big bath 감안 시 영업이익과 당기순이익이 각각 67%YoY, 200%YoY 증가할 전망이다.

2014년은 정상적인 베이스로 회귀되나 신규 고객 대상 요금 인상 평균 5%를 감안할 때 200억원(2014년 영업이익의 약 5%)의 이익 기여가 예상된다. 또한 판매비 중 판촉비와 광고비 비용이 계속 통제되고 렌탈자산폐기손도 계속 안정될 것으로 보인다. 이에 따라 영업이익과 당기순이익은 각각 15%YoY, 37%YoY로 예상된다. 2014년 관전포인트는 만성적인 적자사업인 국내 화장품사업 철수 여부이다. 당사 예상대로 철수가 결정된다면 손익 구조의 개선(약 80억원)과 기업가치 제고로 이어질 전망이다.

M&A 가치 접근 시 상승 여력 높아

주가가치는 FY14F PER 18배로 비싸게 보일 수 있다. 하지만 2014년 EPS 성장 37%를 감안할 때 여전히 매력적이다. 동사는 우수한 재무구조 및 개선 추세를 감안할 때 주가가치 제고를 위한 자사주 신탁 매입 등이 지속될 가능성이 있다. 대주주가 사모펀드임을 감안할 때 DCF를 이용한 적정 가치 접근이 가능하고 현 주가는 여전히 상승 여력이 높은 것으로 판단된다.

포괄손익계산서					
(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,824.4	1,992.8	2,106.0	2,237.0	2,380.8
매출원가	580.8	678.3	666.0	730.4	762.4
매출총이익	1,243.5	1,314.5	1,440.0	1,506.6	1,618.4
판매비와관리비	955.0	1,088.4	1,143.8	1,167.5	1,249.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	288.5	226.1	296.2	339.1	368.8
EBITDA	448.0	409.8	480.2	523.1	552.8
영업외손익	(71.0)	(80.4)	(6.0)	(3.6)	0.4
금융손익	(24.3)	(28.0)	(17.0)	(15.6)	(12.6)
지분법손익	3.4	5.4	11.0	12.0	13.0
기타영업외손익	(50.0)	(57.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	217.5	145.8	290.2	335.5	369.2
법인세비용	50.5	51.7	70.2	81.2	89.3
당기순이익	167.1	94.0	220.0	254.3	279.9
지배기업순이익	167.1	94.0	220.0	254.3	279.9
총포괄이익	161.2	98.9	227.2	254.3	279.9
지배기업총포괄이익	161.2	98.9	227.2	254.3	279.9
순비경상손익	0.0	(27.8)	33.8	0.0	0.0
수정순이익	167.1	121.8	186.2	254.3	279.9

현금흐름표					
(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	167.1	94.0	220.0	254.3	279.9
유무형자산상각비	159.5	183.6	184.0	184.0	184.0
기타비현금손익 조정	151.8	236.6	76.1	86.2	94.3
운전지분투자	(120.8)	(23.9)	100.3	(18.5)	(20.0)
기타영업현금흐름	(43.1)	(36.0)	(70.6)	(77.2)	(86.3)
영업활동 현금흐름	314.5	454.3	509.8	428.8	451.9
설비투자	(302.8)	(310.3)	(290.0)	(295.8)	(301.7)
무형자산투자	(6.8)	(7.7)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(0.5)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	(7.8)	(1.6)	180.2	0.0	0.0
기타투자현금흐름	(6.4)	1.6	163.8	(2.0)	0.0
투자활동 현금흐름	(324.2)	(320.4)	53.9	(297.8)	(301.7)
금융부채 증감	208.7	19.9	(157.2)	0.0	0.0
자본의 증감	(73.5)	12.2	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(79.9)	(77.8)	(78.4)	(79.6)	(79.6)
기타재무현금흐름	(24.8)	(29.9)	(280.6)	(11.2)	3.7
재무활동 현금흐름	30.5	(75.6)	(516.1)	(90.8)	(75.9)
기타현금흐름	2.8	(4.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	23.6	54.2	47.5	40.2	74.3
기초 현금 및 현금성자산	74.6	98.2	152.4	200.0	240.2
기말 현금 및 현금성자산	98.2	152.4	200.0	240.2	314.4
총영업현금흐름	393.6	356.0	408.1	445.0	466.6
잉여현금흐름	(33.0)	7.4	203.6	130.7	144.9
순연금흐름	(181.8)	46.1	232.9	99.2	124.3
순연금 (순차입금)	(445.8)	(433.0)	(200.0)	(100.8)	23.4

성장성 및 수익성 비율					
(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	9.2	5.7	6.2	6.4
영업이익 성장률	NA	(21.6)	31.0	14.5	8.8
EBITDA 성장률	NA	(8.5)	17.2	8.9	5.7
지배기업순이익 성장률	(5.6)	(43.7)	133.9	15.6	10.0
수정순이익 성장률	(5.6)	(27.1)	52.9	36.6	10.0
영업이익률	15.8	11.3	14.1	15.2	15.5
EBITDA이익률	24.6	20.6	22.8	23.4	23.2
당기순이익률	9.2	4.7	10.4	11.4	11.8
수정순이익률	9.2	6.1	8.8	11.4	11.8

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 의견관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균외식주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)
 순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중대시업손익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: 코웨이, 현대증권

재무상태표					
(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
현금 및 현금성자산	98.2	152.4	200.0	240.2	314.4
단기금융자산	2.2	3.1	0.0	9.0	9.0
매출채권	205.3	233.0	250.0	245.0	250.0
채고자산	103.7	71.7	72.0	75.0	80.0
기타유동자산	163.2	318.9	148.0	135.0	140.0
유동자산	572.6	779.2	670.0	704.2	793.4
투자자산	229.0	78.0	80.0	80.0	80.0
유형자산	568.9	630.4	674.8	734.8	794.8
무형자산	183.2	183.7	180.0	180.0	180.0
이연법인세자산	0.7	0.5	1.0	1.0	1.0
기타비유동자산	70.4	83.4	85.0	85.0	85.0
비유동자산	1,052.1	975.9	1,020.8	1,080.8	1,140.8
자산총계	1,624.7	1,755.1	1,690.8	1,785.0	1,934.3

매입채무	51.9	46.3	45.5	50.0	55.0
단기금융부채	278.8	440.6	400.0	350.0	300.0
단기충당부채	6.9	6.3	4.4	4.4	4.4
기타유동부채	240.7	266.0	250.0	210.0	200.0
유동부채	578.3	759.2	699.9	614.4	559.4
장기금융부채	267.3	147.9	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.7	0.6	1.0	1.0	1.0
퇴직급여부채	14.6	12.8	20.0	21.0	22.0
이연법인세부채	8.6	25.9	26.0	30.0	33.0
기타비유동부채	17.2	23.6	10.0	10.0	10.0
비유동부채	308.5	210.9	57.0	62.0	66.0
부채총계	886.8	970.0	756.9	676.4	625.4
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.3	126.0	126.0	126.0	126.0
기타지분이익	(98.8)	(84.6)	(84.6)	(84.6)	(84.6)
기타포괄손익누계액	(5.9)	2.1	9.4	9.4	9.4
이익잉여금	675.7	700.9	842.4	1,017.1	1,217.4
지배기업 자본총계	737.9	785.1	933.9	1,108.6	1,308.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	737.9	785.1	933.9	1,108.6	1,308.9
부채와자본총계	1,624.7	1,755.1	1,690.8	1,785.0	1,934.3

주당지표					
(원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	2,192	1,247	2,904	3,355	3,692
수정EPS	2,192	1,615	2,459	3,355	3,692
주당순자산(BPS)	9,813	10,376	12,319	14,623	17,265
주당매출액(SPS)	23,943	26,420	27,807	29,508	31,405
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	5,165	4,720	5,389	5,870	6,154
주당배당금	1,050	0	2,100	1,050	1,050
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	2.3	15.2	31.7	NA	NA

주주가지 및 재무구조					
(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	22.6	12.3	25.6	24.9	23.2
ROA	11.5	6.9	13.6	15.4	15.7
ROIC	24.0	17.3	21.2	22.9	23.2
WACC	9.0	4.1	7.3	7.0	7.1
ROIC/WACC (배)	2.7	4.2	2.9	3.3	3.3
경제적이익 (EP, 십억원)	160.0	132.1	149.8	183.6	199.0
부채비율	120.2	123.6	81.0	61.0	47.8
순금융부채비율	60.4	55.2	21.4	9.1	순연금
이자보상배율 (배)	17.0	13.5	24.0	29.1	36.9