

코웨이 (021240)

렌탈 고성장 사이클 진입, 수익성 개선 전망

매수 (유지)

| | |
|-------------|----------------|
| 주가 (7월 28일) | 91,100 원 |
| 목표주가 | 115,000 원 (상향) |
| 상승여력 | 26.2% |

| | |
|------------|--------------------------|
| 공영규 | ☎ (02) 3772-1527 |
| | ✉ jxlove1983@shinhan.com |
| 손승우 | ☎ (02) 3772-1565 |
| | ✉ swson85@shinhan.com |

- ◆ 2Q14 사상 최대 신규 렌탈 기록, 영업이익은 5분기 연속 시장 기대치 상회
- ◆ 하반기 렌탈 계정 순증 17만건(+105% YoY), 수익성 개선 지속 예상
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가는 115,000원으로 상향

2Q14 사상 최대 신규 렌탈 기록, 영업이익은 5분기 연속 시장 기대치 상회

K-IFRS 별도 기준 매출액은 5,233억원(+5.3% YoY), 영업이익은 976억원(+23.0% YoY)을 기록했다. 국내 신규 렌탈은 37만건(+24.4% YoY)으로 사상 최대치를 경신했다. 정수기 렌탈이 전년 동기 대비 32% 증가하며 고성장을 주도했다. 렌탈 매출은 3,440억원(+4.6% YoY), 일시불 매출은 374억원(-21.8% YoY), 수출은 557억원(+25.1% YoY)을 기록했다. 영업이익은 5분기 연속 시장 기대치를 상회했다.

하반기 렌탈 계정 순증 17만건(+105% YoY), 수익성 개선 지속 예상

상반기 국내 신규 렌탈 계정은 69만건(+11.6% YoY), 순증 계정은 5만 3천건(-52.0% YoY)을 기록했다. 2014년 계약 만료 계정의 60%가 상반기에 몰려 있다. 하반기 렌탈 순증은 큰 폭으로 증가할 전망이다. 2014년 하반기 신규 렌탈은 71만건(+28.4% YoY), 순증은 17만건(+104% YoY)으로 전망한다.

국내 렌탈 사업의 매출총이익률은 약 72%이다. 매출 성장이 지속되면 수익성 개선 효과가 크다. 상반기 ARPU(가입자당평균매출)는 +1.2% YoY 증가했다. 렌탈 매출은 6,834억원(+4.7% YoY)을 기록했다. 하반기에는 ARPU 상승과 함께 렌탈 계정도 증가할 전망이다. 하반기 렌탈 매출은 7,217억원(+6.7% YoY)으로 예상한다. 2014년 매출액은 2.1조원(+7.4% YoY), 영업이익은 3,914억원(+17.5% YoY)으로 전망한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 115,000원으로 상향

투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 112,000원에서 115,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS(주당순이익) 4,371원에 Target PER(목표주가수익비율) 26배를 적용했다. 국내 렌탈 사업이 고성장 사이클에 진입했다. 하반기에도 수익성 개선이 전망된다. 현재 주가의 기말 배당수익률은 약 2%이다. 중장기적인 관점에서 매수 전략을 추천한다.

| | |
|----------------|---------------------|
| KOSPI | 2,048.81p |
| KOSDAQ | 552.98p |
| 시가총액 | 7,026.1 십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 77.1 백만주 |
| 유동주식수 | 50.4 백만주(65.3%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 94,600 원/56,800 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 204,068 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 17,404 백만원 |
| 외국인 지분율 | 54.33% |
| 주요주주 | 코웨이홀딩스 외 12인 30.99% |

| | | |
|----------------|------|-------|
| 절대수익률 | 3개월 | 15.3% |
| | 6개월 | 40.2% |
| | 12개월 | 54.4% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 3개월 | 10.8% |
| | 6개월 | 31.1% |
| | 12개월 | 44.0% |

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순부채비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2012 | 1,806.8 | 227.8 | 161.5 | 119.7 | 1,553 | (32.4) | 10,408 | 28.0 | 9.6 | 4.2 | 15.4 | 58.9 |
| 2013 | 1,933.7 | 333.2 | 350.5 | 253.2 | 3,283 | 111.4 | 12,543 | 20.2 | 10.0 | 5.3 | 28.6 | 12.8 |
| 2014F | 2,075.9 | 391.4 | 377.8 | 283.8 | 3,680 | 12.1 | 14,489 | 24.8 | 12.0 | 6.3 | 27.2 | 0.9 |
| 2015F | 2,298.5 | 461.5 | 470.7 | 353.0 | 4,577 | 24.4 | 16,947 | 19.9 | 10.4 | 5.4 | 29.1 | (8.3) |
| 2016F | 2,532.9 | 536.4 | 557.5 | 399.8 | 5,421 | 18.4 | 19,724 | 16.8 | 9.2 | 4.6 | 29.6 | (16.2) |

주: K-IFRS 별도 기준

코웨이의 2Q14 실적 발표 자료

| (십억원) | 2Q14P | 1Q14 | %QoQ | 2Q13 | %YoY | 신한금융 | 컨센서스 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 523.3 | 494.8 | 5.8 | 496.9 | 5.3 | 523.1 | 530.6 |
| 영업이익 | 97.6 | 89.9 | 8.6 | 79.4 | 23.0 | 97.0 | 93.6 |
| 순이익 | 65.2 | 66.1 | (1.4) | 60.3 | 8.2 | 72.6 | 67.3 |
| 영업이익률 (%) | 18.7 | 18.2 | | 16.0 | | 18.5 | 17.6 |
| 순이익률 (%) | 12.5 | 13.4 | | 12.1 | | 13.9 | 12.7 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

코웨이의 수익 추정 변경

| (십억원) | 2014F | | | 2015F | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 변경전 | 변경후 | 변경률 (%) | 변경전 | 변경후 | 변경률 (%) |
| 매출액 | 2,073.5 | 2,075.9 | 0.1 | 2,289.1 | 2,298.5 | 0.4 |
| 영업이익 | 393.4 | 391.4 | (0.5) | 456.4 | 461.5 | 1.1 |
| 연결 순이익 | 294.0 | 283.3 | (3.7) | 361.3 | 363.5 | 0.6 |

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

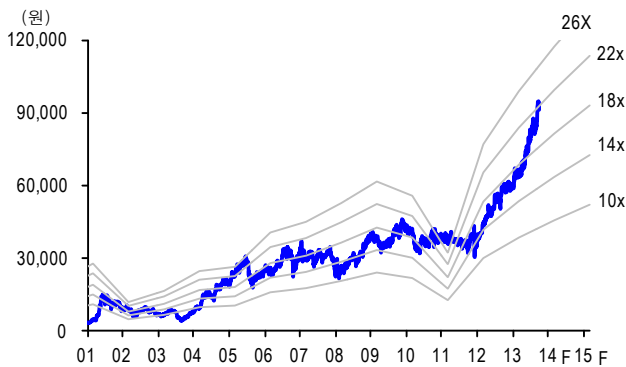
코웨이의 목표주가 계산

| (십억원) | 계산 | (십억원) | 계산 | (십억원) | 계산 |
|--------------|---------|------------------|---------|--------------|---------|
| 2014년 순이익 | 283.3 | 12개월 Forward 순이익 | 337 | 2015년 순이익 | 363.5 |
| EPS (원) | 3,673 | EPS (원) | 4,371 | EPS (원) | 4,714 |
| PER (x) | 31 | Target PER (x) | 26 | PER (x) | 24 |
| 목표주가 (원) | 115,000 | 목표주가 (원) | 115,000 | 목표주가 (원) | 115,000 |
| 현재주가 (원) | 91,100 | 현재주가 (원) | 91,100 | 현재주가 (원) | 91,100 |
| 현재주가 PER (x) | 24.8 | 현재주가 PER (x) | 20.8 | 현재주가 PER (x) | 19.3 |

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

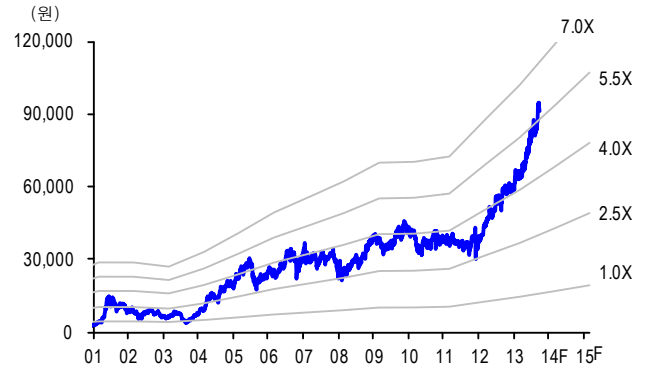
주: Target PER은 과거 2개년 평균 PER 20배를 30% 할인하여 계산

코웨이의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자

| 코웨이의 영업실적 추정 | | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (십억원) | 12 | 13 | 14F | 15F | 16F |
| 매출액 | 1,806.8 | 1,933.7 | 2,075.9 | 2,298.5 | 2,532.9 |
| 증감률 (% YoY) | 5.7 | 7.0 | 7.4 | 10.7 | 10.2 |
| 렌탈 가입자 (건) | 4,607,420 | 4,434,632 | 4,657,508 | 5,033,043 | 5,423,113 |
| 증감률 (% YoY) | 3.5 | (3.8) | 5.0 | 8.1 | 7.8 |
| 렌탈 ARPU (원) | 25,258 | 25,359 | 25,593 | 26,322 | 26,585 |
| 렌탈 매출 | 1,261.9 | 1,320.2 | 1,396.2 | 1,530.5 | 1,667.9 |
| 렌탈 등록 매출 | 23.8 | 13.2 | 10.2 | 6.7 | 4.4 |
| 멤버십 매출 | 161.3 | 172.3 | 181.5 | 185.4 | 187.7 |
| 일시불 매출 | 144.7 | 149.3 | 133.9 | 152.4 | 159.7 |
| 수출 | 109.6 | 144.6 | 201.6 | 258.3 | 334.8 |
| ODM | | 112.7 | 152.4 | 204.0 | 273.0 |
| 해외 법인 | | 31.9 | 49.2 | 54.3 | 61.8 |
| 화장품 매출 | 67.2 | 76.4 | 87.5 | 98.8 | 111.7 |
| 기타 | 38.3 | 57.7 | 64.9 | 66.4 | 66.6 |
| 증감률 (% YoY) | | | | | |
| 렌탈 | 7.4 | 4.6 | 5.8 | 9.6 | 9.0 |
| 렌탈 등록 | (23.4) | (44.6) | (22.4) | (34.4) | (34.4) |
| 멤버십 | 0.3 | 6.8 | 5.3 | 2.2 | 1.2 |
| 일시불 | 4.7 | 3.2 | (10.3) | 13.8 | 4.8 |
| 수출 | 11.8 | 32.0 | 39.4 | 28.1 | 29.6 |
| 화장품 | (1.4) | 13.6 | 14.6 | 12.8 | 13.1 |
| 기타(리빙+수처리) | (0.2) | 50.7 | 12.5 | 2.2 | 0.4 |
| 매출원가 | 605.4 | 651.7 | 713.3 | 804.7 | 906.1 |
| 매출원가율 (%) | 33.5 | 33.7 | 34.4 | 35.0 | 35.8 |
| 매출총이익 | 1,201.4 | 1,282.1 | 1,362.6 | 1,493.8 | 1,626.8 |
| 매출총이익률 (%) | 66.5 | 66.3 | 65.6 | 65.0 | 64.2 |
| 판매비와관리비 | 973.6 | 948.9 | 971.2 | 1,032.3 | 1,090.4 |
| 판매비율 (%) | 53.9 | 49.1 | 46.8 | 44.9 | 43.0 |
| 영업이익 | 227.8 | 333.2 | 391.4 | 461.5 | 536.4 |
| 영업이익률 (%) | 12.6 | 17.2 | 18.9 | 20.1 | 21.2 |
| 증감률 (% YoY) | (6.4) | 46.3 | 17.5 | 17.9 | 16.2 |
| 금융수익 | 3.6 | 3.9 | 3.9 | 6.2 | 7.3 |
| 금융비용 | 61.7 | 17.6 | 11.3 | 8.8 | 6.1 |
| 기타영업외손익 | (5.0) | (9.1) | (6.2) | 11.8 | 19.8 |
| 세전이익 | 161.5 | 350.5 | 377.8 | 470.7 | 557.5 |
| 법인세비용 | 41.7 | 97.9 | 94.0 | 117.7 | 139.4 |
| 법인세율 (%) | 25.8 | 27.9 | 24.9 | 25.0 | 25.0 |
| 당기순이익 | 119.7 | 252.6 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| 순이익률 (%) | 6.6 | 13.1 | 13.7 | 15.4 | 16.5 |
| 증감률 (% YoY) | (32.4) | 111.0 | 12.3 | 24.4 | 18.4 |
| 자회사 손익 | (21.0) | (30.2) | (0.5) | 10.5 | 18.3 |
| 연결 순이익 | 98.7 | 222.4 | 283.3 | 363.5 | 436.4 |
| 증감률 (% YoY) | (40.9) | 125.2 | 27.4 | 28.3 | 20.1 |
| 별도 기준 EPS (원) | 1,553 | 3,283 | 3,680 | 4,577 | 5,421 |
| 연결 기준 EPS (원) | 1,280 | 2,883 | 3,673 | 4,714 | 5,659 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2013년 렌탈 가입자는 채권 미회수 계정 365,316개 제외

| 코웨이의 분기별 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|-------|-------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14P | 3Q14F | 4Q14F | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 13 | 14F | 15F |
| 매출액 | 465.2 | 496.9 | 489.2 | 482.4 | 494.8 | 523.3 | 525.6 | 532.3 | 552.1 | 580.2 | 577.7 | 588.4 | 1,933.7 | 2,075.9 | 2,298.5 |
| 증감률 (% YoY) | 5.2 | 11.3 | 6.8 | 4.9 | 6.4 | 5.3 | 7.4 | 10.3 | 11.6 | 10.9 | 9.9 | 10.6 | 7.0 | 7.4 | 10.7 |
| 렌탈 매출 | 323.8 | 328.8 | 331.8 | 335.8 | 339.4 | 344.0 | 351.7 | 361.0 | 369.5 | 379.4 | 386.7 | 394.9 | 1,320.2 | 1,396.2 | 1,530.5 |
| 렌탈 등록 매출 | 3.6 | 3.2 | 3.1 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 13.2 | 10.2 | 6.7 |
| 멤버십 매출 | 42.8 | 42.8 | 43.2 | 43.6 | 43.9 | 45.7 | 45.9 | 46.0 | 46.2 | 46.3 | 46.4 | 46.6 | 172.3 | 181.5 | 185.4 |
| 일시불 매출 | 36.6 | 47.8 | 35.4 | 29.4 | 27.6 | 37.4 | 34.9 | 34.1 | 37.7 | 40.7 | 36.1 | 37.9 | 149.3 | 133.9 | 152.4 |
| 수출 | 31.5 | 44.6 | 38.0 | 30.6 | 45.2 | 55.7 | 51.5 | 49.2 | 57.0 | 71.1 | 65.1 | 65.1 | 144.6 | 201.6 | 258.3 |
| 화장품 매출 | 17.9 | 22.1 | 16.6 | 19.8 | 21.0 | 22.3 | 21.5 | 22.8 | 23.6 | 24.4 | 24.9 | 25.8 | 76.4 | 87.5 | 98.8 |
| 기타 | 9.1 | 7.8 | 21.1 | 19.8 | 14.8 | 15.4 | 17.8 | 16.9 | 16.2 | 16.6 | 16.9 | 16.7 | 57.7 | 64.9 | 66.4 |
| 매출원가 | 154.7 | 167.9 | 169.9 | 159.2 | 169.3 | 180.5 | 181.6 | 182.0 | 191.2 | 206.2 | 202.2 | 205.1 | 651.7 | 713.3 | 804.7 |
| 매출원가율 (%) | 33.2 | 33.8 | 34.7 | 33.0 | 34.2 | 34.5 | 34.5 | 34.2 | 34.6 | 35.5 | 35.0 | 34.9 | 33.7 | 34.4 | 35.0 |
| 판매비외관리비 | 241.3 | 249.7 | 222.3 | 235.5 | 235.7 | 245.2 | 243.4 | 247.0 | 254.6 | 257.0 | 258.1 | 262.6 | 948.9 | 971.2 | 1,032.3 |
| 판매비율 (%) | 51.9 | 50.2 | 45.4 | 48.8 | 47.6 | 46.9 | 46.3 | 46.4 | 46.1 | 44.3 | 44.7 | 44.6 | 49.1 | 46.8 | 44.9 |
| 영업이익 | 69.2 | 79.4 | 97.0 | 87.6 | 89.9 | 97.6 | 100.6 | 103.4 | 106.4 | 116.9 | 117.5 | 120.8 | 333.2 | 391.4 | 461.5 |
| 영업이익률 (%) | 14.9 | 16.0 | 19.8 | 18.2 | 18.2 | 18.7 | 19.1 | 19.4 | 19.3 | 20.2 | 20.3 | 20.5 | 17.2 | 18.9 | 20.1 |
| 증감률 (% YoY) | 7.9 | 21.9 | 54.2 | 145.7 | 29.8 | 23.0 | 3.7 | 18.0 | 18.4 | 19.8 | 16.8 | 16.9 | 46.3 | 17.5 | 17.9 |
| 금융수익 | 0.6 | 1.3 | 0.6 | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 1.3 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 3.9 | 3.9 | 6.2 |
| 금융비용 | 5.7 | 4.3 | 4.1 | 3.5 | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 17.6 | 11.3 | 8.8 |
| 기타영업외손익 | 6.0 | 4.4 | (9.6) | (9.9) | 0.2 | (8.3) | 0.5 | 1.5 | 2.2 | 2.7 | 3.2 | 3.7 | (9.1) | (6.2) | 11.8 |
| 세전이익 | 115.0 | 80.7 | 83.0 | 71.8 | 87.8 | 86.7 | 99.6 | 103.7 | 107.6 | 118.8 | 120.1 | 124.3 | 350.5 | 377.8 | 470.7 |
| 당기순이익 | 80.2 | 60.3 | 62.2 | 50.0 | 66.1 | 65.2 | 74.7 | 77.7 | 80.7 | 89.1 | 90.1 | 93.2 | 252.6 | 283.8 | 353.0 |
| 순이익률 (%) | 17.2 | 12.1 | 12.7 | 10.4 | 13.4 | 12.5 | 14.2 | 14.6 | 14.6 | 15.4 | 15.6 | 15.8 | 13.1 | 13.7 | 15.4 |
| 증감률 (% YoY) | 195.6 | 77.3 | (660.7) | (29.6) | (17.5) | 8.2 | 20.1 | 55.6 | 22.0 | 36.5 | 20.7 | 19.9 | 111.0 | 12.3 | 24.4 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

| 코웨이의 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망 | | | | | | | | | |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (건) | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14F | 15F | 16F |
| ARPU (원) | 24,522 | 24,713 | 24,129 | 24,905 | 25,258 | 25,359 | 25,593 | 26,322 | 26,585 |
| 총 가입자 | 3,639,197 | 3,898,647 | 4,145,102 | 4,450,003 | 4,607,420 | 4,434,632 | 4,657,508 | 5,033,043 | 5,423,113 |
| 순증 가입자 | 26,706 | 259,450 | 246,455 | 304,901 | 157,417 | (172,788) | 222,876 | 375,535 | 390,070 |
| 신규 가입자 | 1,045,248 | 1,188,939 | 1,167,378 | 1,272,538 | 1,218,911 | 1,165,966 | 1,393,463 | 1,536,181 | 1,569,193 |
| 해지율 (%) | 13.9 | 13.5 | 12.9 | 12.5 | 12.1 | 10.8 | 11.5 | 11.1 | 10.4 |
| 증감률 (%) | | | | | | | | | |
| ARPU | 1.0 | 0.8 | (2.4) | 3.2 | 1.4 | 0.4 | 0.9 | 2.9 | 1.0 |
| 총 가입자 | 0.7 | 7.1 | 6.3 | 7.4 | 3.5 | (3.8) | 5.0 | 8.1 | 7.8 |
| 순증 가입자 | (80.1) | 871.5 | (5.0) | 23.7 | (48.4) | (209.8) | (229.0) | 68.5 | 3.9 |
| 신규 가입자 | (10.9) | 13.7 | (1.8) | 9.0 | (4.2) | (4.3) | 19.5 | 10.2 | 2.1 |

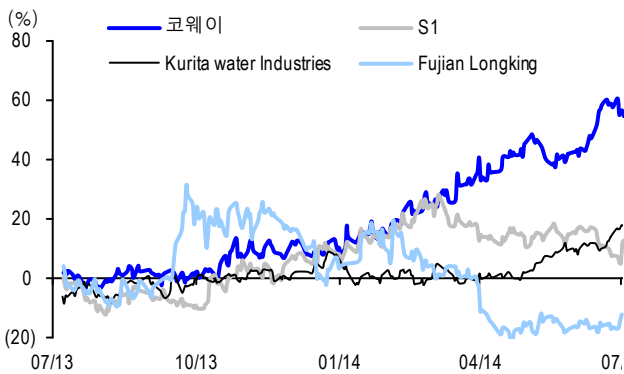
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2013년 렌탈 가입자는 채권 미회수 계정 365,316개 제외

| 회사명 | | 코웨이 | Kurita water Industries | S1 | OSIM International | Fujian Longking | Hyflux Ltd |
|--------------------|-------|-----------|-------------------------|-----------|--------------------|-----------------|------------|
| Ticker | | 021240 KS | 6370 JP | 012750 KS | OSIM SP | 600388 CH | HYF SP |
| 시가총액 (십억원) | | 7,026.1 | 3,025.4 | 2,971.5 | 1,815.4 | 1,796.2 | 810.5 |
| Sales (십억원) | 2013 | 2,118.3 | 2,434.1 | 1,274.1 | 566.7 | 971.6 | 465.9 |
| | 2014F | 2,281.4 | 1,773.7 | 1,732.3 | 628.4 | 1,110.7 | 397.9 |
| | 2015F | 2,449.5 | 1,871.3 | 1,887.6 | 712.2 | 1,205.2 | 535.8 |
| OP (십억원) | 2013 | 339.0 | 283.6 | 129.1 | 116.1 | 76.9 | 73.6 |
| | 2014F | 385.7 | 150.3 | 190.8 | 128.1 | 83.0 | 58.4 |
| | 2015F | 436.9 | 180.6 | 221.0 | 149.4 | 93.2 | 78.2 |
| OP margin (%) | 2013 | 16.0 | 11.7 | 10.1 | 20.5 | 7.9 | 15.8 |
| | 2014F | 16.9 | 8.5 | 11.0 | 20.4 | 7.5 | 14.7 |
| | 2015F | 17.8 | 9.6 | 11.7 | 21.0 | 7.7 | 14.6 |
| NP (십억원) | 2013 | 245.1 | 155.1 | 79.2 | 88.9 | 81.3 | 38.5 |
| | 2014F | 290.7 | 95.4 | 126.4 | 99.9 | 77.5 | 11.5 |
| | 2015F | 336.5 | 117.9 | 147.3 | 116.4 | 84.1 | 30.8 |
| NP margin (%) | 2013 | 11.6 | 6.4 | 6.2 | 15.7 | 8.4 | 8.3 |
| | 2014F | 12.7 | 5.4 | 7.3 | 15.9 | 7.0 | 2.9 |
| | 2015F | 13.7 | 6.3 | 7.8 | 16.3 | 7.0 | 5.8 |
| EPS Growth (% YoY) | 2013 | 159.1 | T/B | T/B | 13.8 | 57.0 | T/B |
| | 2014F | 16.5 | T/B | 48.4 | 5.5 | T/B | T/B |
| | 2015F | 15.4 | 23.6 | 16.3 | 14.5 | 12.6 | 522.1 |
| P/E (x) | 2013 | 20.2 | 22.3 | 31.9 | 16.4 | 31.3 | 48.3 |
| | 2014F | 23.8 | 32.0 | 22.5 | 18.1 | 24.0 | 197.5 |
| | 2015F | 20.6 | 25.9 | 19.3 | 15.8 | 21.3 | 30.4 |
| P/B (x) | 2013 | 5.3 | 1.2 | 3.1 | 6.1 | 5.2 | 2.0 |
| | 2014F | 6.1 | 1.4 | 3.6 | 5.0 | 3.4 | 1.1 |
| | 2015F | 5.1 | 1.3 | 3.1 | 4.2 | 3.0 | 1.1 |
| EV/EBITDA (x) | 2013 | 9.4 | 4.9 | 9.6 | 10.9 | 28.5 | 18.7 |
| | 2014F | 12.2 | 7.2 | 9.9 | 11.9 | 15.8 | 23.0 |
| | 2015F | 11.5 | 6.5 | 8.6 | 10.3 | 14.5 | 18.1 |
| ROE (%) | 2013 | 28.4 | 5.5 | 10.0 | 43.5 | 17.1 | 4.2 |
| | 2014F | 28.7 | 4.5 | 14.8 | 32.9 | 15.2 | 9.5 |
| | 2015F | 28.1 | | | 28.5 | 14.5 | 3.9 |

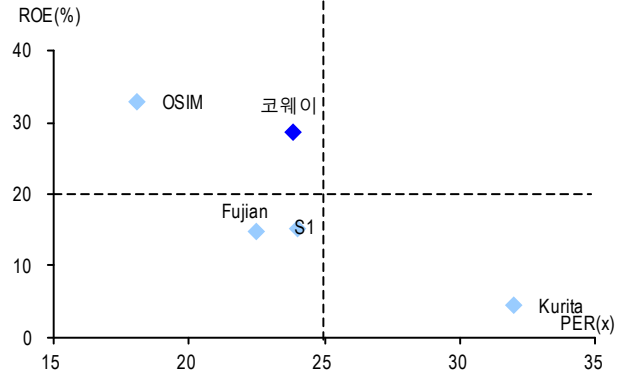
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



자료: 블룸버그, 신한금융투자

Global Peers Valuation 비교



자료: 블룸버그, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 1,701.5 | 1,641.1 | 1,788.8 | 1,962.6 | 2,174.9 |
| 유동자산 | 691.3 | 642.5 | 751.4 | 857.2 | 987.0 |
| 현금및현금성자산 | 118.9 | 201.3 | 278.1 | 333.2 | 409.6 |
| 매출채권 | 278.4 | 265.9 | 285.4 | 316.0 | 348.2 |
| 재고자산 | 41.3 | 40.9 | 43.9 | 48.6 | 53.5 |
| 비유동자산 | 1,010.2 | 998.6 | 1,037.4 | 1,105.4 | 1,187.9 |
| 유형자산 | 594.2 | 596.8 | 630.7 | 686.6 | 755.0 |
| 무형자산 | 157.5 | 150.9 | 144.4 | 138.9 | 134.2 |
| 투자자산 | 158.3 | 154.0 | 165.3 | 183.1 | 201.7 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 898.8 | 673.7 | 671.3 | 655.6 | 635.4 |
| 유동부채 | 719.6 | 636.8 | 631.8 | 611.8 | 587.1 |
| 단기차입금 | 295.7 | 172.0 | 150.0 | 100.0 | 50.0 |
| 매입채무 | 28.9 | 29.5 | 38.4 | 49.9 | 55.0 |
| 유동성장기부채 | 109.9 | 146.1 | 131.1 | 116.1 | 101.1 |
| 비유동부채 | 179.2 | 36.9 | 39.6 | 43.8 | 48.3 |
| 사채 | 117.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 35.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타비유동부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 802.7 | 967.3 | 1,117.4 | 1,307.0 | 1,539.5 |
| 자본금 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 |
| 자본잉여금 | 130.6 | 130.8 | 130.8 | 130.8 | 130.8 |
| 기타자본 | (84.6) | (94.4) | (94.4) | (94.4) | (94.4) |
| 기타포괄이익누계액 | (0.8) | (0.2) | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| 이익잉여금 | 716.8 | 890.4 | 1,040.5 | 1,230.1 | 1,444.3 |
| 지배주주지분 | 802.7 | 967.3 | 1,117.4 | 1,307.0 | 1,521.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 18.3 |
| *총차입금 | 592.2 | 325.1 | 288.6 | 224.4 | 160.2 |
| *순차입금(순현금) | 472.7 | 123.4 | 10.4 | (108.8) | (249.4) |

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,806.8 | 1,933.7 | 2,075.9 | 2,298.5 | 2,532.9 |
| 증가율 (%) | 5.7 | 7.0 | 7.4 | 10.7 | 10.2 |
| 매출원가 | 605.4 | 651.7 | 713.3 | 804.7 | 906.1 |
| 매출총이익 | 1,201.4 | 1,282.1 | 1,362.6 | 1,493.8 | 1,626.8 |
| 매출총이익률 (%) | 66.5 | 66.3 | 65.6 | 65.0 | 64.2 |
| 판매관리비 | 973.6 | 948.9 | 971.2 | 1,032.3 | 1,090.4 |
| 영업이익 | 227.8 | 333.2 | 391.4 | 461.5 | 536.4 |
| 증가율 (%) | (6.4) | 46.3 | 17.5 | 17.9 | 16.2 |
| 영업이익률 (%) | 12.6 | 17.2 | 18.9 | 20.1 | 21.2 |
| 영업외손익 | (66.3) | 17.3 | (13.6) | 9.2 | 21.1 |
| 금융손익 | (58.1) | (13.7) | (7.5) | (2.6) | 1.3 |
| 기타영업외손익 | (5.0) | (9.1) | (6.2) | 11.8 | 19.8 |
| 총속 및 관계기업관련손익 | (3.2) | 40.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 161.5 | 350.5 | 377.8 | 470.7 | 557.5 |
| 법인세비용 | 41.7 | 97.4 | 94.0 | 117.7 | 139.4 |
| 계속사업이익 | 119.7 | 253.2 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 119.7 | 253.2 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| 증가율 (%) | (32.4) | 111.4 | 12.1 | 24.4 | 18.4 |
| 순이익률 (%) | 6.6 | 13.1 | 13.7 | 15.4 | 16.5 |
| (지배주주)당기순이익 | 119.7 | 253.2 | 283.8 | 353.0 | 399.8 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 18.3 |
| 총포괄이익 | 118.2 | 252.6 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| (지배주주)총포괄이익 | 118.2 | 252.6 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 399.7 | 521.9 | 588.2 | 666.8 | 740.9 |
| 증가율 (%) | 1.0 | 30.6 | 12.7 | 13.4 | 11.1 |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.1 | 27.0 | 28.3 | 29.0 | 29.3 |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 429.1 | 517.6 | 480.4 | 530.5 | 591.1 |
| 당기순이익 | 119.7 | 253.2 | 283.8 | 353.0 | 418.1 |
| 유형자산상각비 | 164.8 | 181.2 | 190.3 | 199.8 | 199.8 |
| 무형자산상각비 | 7.1 | 7.5 | 6.5 | 5.5 | 4.7 |
| 외환손실(이익) | 0.3 | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 59.8 | 38.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법, 총속, 관계기업손실(이익) | 3.2 | (40.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | (37.7) | (41.8) | (8.4) | (32.0) | (31.7) |
| (법인세납부) | (34.7) | (41.4) | (94.0) | (117.7) | (139.4) |
| 기타 | 146.6 | 160.3 | 102.2 | 121.9 | 139.6 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (300.9) | (58.4) | (232.1) | (268.8) | (281.2) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (295.0) | (245.7) | (314.2) | (345.7) | (358.2) |
| 유형자산의감소 | 3.4 | 6.1 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (7.7) | (2.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 4.3 | 193.9 | (11.3) | (17.7) | (18.7) |
| 기타 | (5.9) | (10.6) | 3.4 | 4.6 | 5.7 |
| FCF | (65.7) | 348.0 | 175.3 | 198.9 | 234.2 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (73.6) | (376.8) | (171.4) | (206.7) | (233.5) |
| 차입금의 증가(감소) | 20.9 | (266.5) | (36.5) | (64.2) | (64.2) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 18.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (77.8) | (78.4) | (123.6) | (133.7) | (163.4) |
| 기타 | (16.7) | (50.7) | (11.3) | (8.8) | (5.9) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 연결법위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.6) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 54.0 | 82.4 | 76.9 | 55.0 | 76.4 |
| 기초현금 | 64.9 | 118.9 | 201.3 | 278.2 | 333.2 |
| 기말현금 | 118.9 | 201.3 | 278.2 | 333.2 | 409.6 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

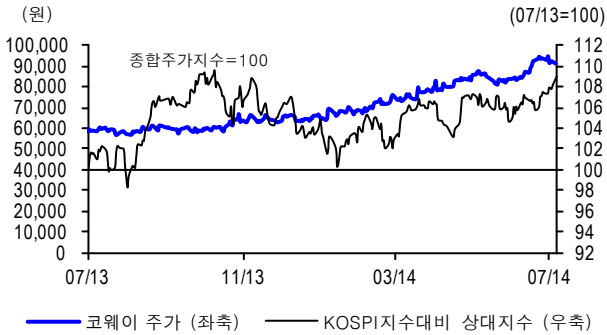
주요 투자지표

| 12월 결산 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 1,553 | 3,283 | 3,680 | 4,577 | 5,421 |
| EPS (지배순이익, 원) | 1,553 | 3,283 | 3,680 | 4,577 | 5,421 |
| BPS (자본총계, 원) | 10,408 | 12,543 | 14,489 | 16,947 | 19,961 |
| BPS (지배지분, 원) | 10,408 | 12,543 | 14,489 | 16,947 | 19,724 |
| DPS (원) | 0 | 2,710 | 1,800 | 2,200 | 2,500 |
| PER (당기순이익, 배) | 28.0 | 20.2 | 24.8 | 19.9 | 16.8 |
| PER (지배순이익, 배) | 28.0 | 20.2 | 24.8 | 19.9 | 16.8 |
| PBR (자본총계, 배) | 4.2 | 5.3 | 6.3 | 5.4 | 4.6 |
| PBR (지배지분, 배) | 4.2 | 5.3 | 6.3 | 5.4 | 4.6 |
| EV/EBITDA (배) | 9.6 | 10.0 | 12.0 | 10.4 | 9.2 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 79.8 | 47.1 | 46.3 | 46.4 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 4.1 | 2.0 | 2.4 | 2.7 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.1 | 27.0 | 28.3 | 29.0 | 29.3 |
| 영업이익률 (%) | 12.6 | 17.2 | 18.9 | 20.1 | 21.2 |
| 순이익률 (%) | 6.6 | 13.1 | 13.7 | 15.4 | 16.5 |
| ROA (%) | 7.3 | 15.1 | 16.5 | 18.8 | 20.2 |
| ROE (지배순이익, %) | 15.4 | 28.6 | 27.2 | 29.1 | 29.6 |
| ROIC (%) | 18.0 | 26.3 | 33.0 | 37.1 | 40.2 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 112.0 | 69.6 | 60.1 | 50.2 | 41.3 |
| 순차입금비율 (%) | 58.9 | 12.8 | 0.9 | (8.3) | (16.2) |
| 현금비율 (%) | 16.5 | 31.6 | 44.0 | 54.5 | 69.8 |
| 이자보상배율 (배) | 7.9 | 19.0 | 34.7 | 52.8 | 89.9 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 7.5 | 9.0 | 15.6 | 16.8 | 17.2 |
| 재고자산회수기간 (일) | 11.5 | 7.8 | 7.5 | 7.3 | 7.4 |
| 매출채권회수기간 (일) | 52.4 | 51.4 | 48.5 | 47.8 | 47.9 |

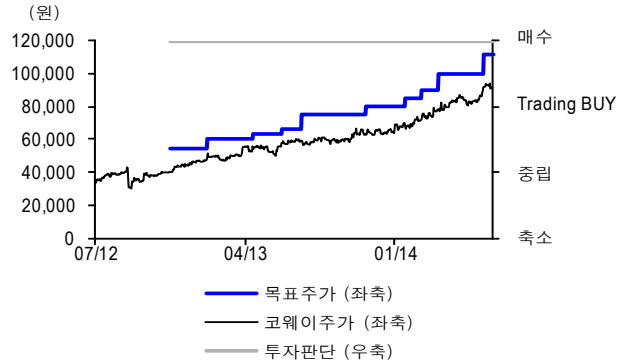
자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

코웨이 (021240)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 공영규, 손승우)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) |
|---------------|-------|-----------|
| 2011년 10월 10일 | 매수 | 58,000 |
| 2012년 12월 11일 | 매수 | 54,000 |
| 2013년 02월 17일 | 매수 | 60,000 |
| 2013년 05월 12일 | 매수 | 63,000 |
| 2013년 07월 04일 | 매수 | 66,000 |
| 2013년 08월 09일 | 매수 | 75,000 |
| 2013년 11월 10일 | 매수 | 54,000 |
| 2013년 11월 10일 | 매수 | 80,000 |
| 2014년 02월 15일 | 매수 | 85,000 |
| 2014년 03월 17일 | 매수 | 90,000 |
| 2014년 04월 17일 | 매수 | 100,000 |
| 2014년 07월 09일 | 매수 | 112,000 |

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

| 투자등급 | 비중확대 | 중립 | 축소 |
|-------------------------------------|---|--|---|
| 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상 | 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 | 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 | 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |
| Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15% | | | |
| 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0% | | | |
| 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하 | | | |