

코웨이 (021240)

2015년 외형 성장 회복, 수익성 개선 기대

매수 (유지)

주가 (4월 21일) **95,400 원**
 목표주가 **115,000 원 (유지)**
 상승여력 **20.5%**

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

- ◆ 1Q15 매출액 5,283억원(+6.8% YoY), 영업이익 989억원(+10.1% YoY) 예상
- ◆ 2015년 매출액 2.2조원(+9.3% YoY), 영업이익률 19.7%(+1.0%p YoY) 예상
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가 115,000원 유지

1Q15 매출액 5,283억원(+6.8% YoY), 영업이익 989억원(+10.1% YoY) 예상

K-IFRS 별도 기준 1분기 매출액은 5,283억원(+6.8% YoY), 영업이익 989억원(+10.1% YoY)으로 예상된다. 1분기 렌탈 신규 계정은 36.5만건(+15.2% YoY)으로 예상된다. 렌탈 매출액은 3,644억원(+7.4% YoY), 일시불 매출액은 401억원(+45.2% YoY)으로 전망한다. 수출은 386억원(-14.7% YoY), 화장품 매출은 217억원(+3.6% YoY)으로 예상된다. 영업이익은 컨센서스(1,004억원)에 부합할 전망이다.

2015년 매출액 2.2조원(+9.3% YoY), 영업이익률 19.7%(+1.0%p YoY) 예상

2014년에는 매출액은 + 4.1% YoY, 영업이익은 +13.3% YoY 증가했다. 외형 성장 둔화에도 불구하고 수익성은 개선됐다. 2015년에는 외형 성장이 회복될 전망이다. 렌탈 매출은 1.5조원(+8.2% YoY)으로 예상된다. 일시불 매출은 1,705억원(+38.1% YoY), 수출은 1,837억원(+9.7% YoY)으로 전망한다.

수익성 개선도 지속될 전망이다. 매출원가율은 전년도와 유사한 수준(33.4%)이 예상된다. 해지율 하락, 인건비 레버리지 효과로 판매비율 하락(-0.9%p YoY)이 예상된다. 2015년 매출액은 2.2조원(+9.3% YoY), 영업이익은 4,326억원(+14.6% YoY)으로 전망한다. 영업이익률은 19.7%(+0.9%p YoY)로 개선될 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 115,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 115,000원을 유지한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS(주당순이익) 4,393원에 Target PER(목표주가수익비율) 26배를 적용하여 계산했다. 현재 주가의 기말 배당 수익률은 2.6%로 추정된다.

높은 배당 매력은 주가의 하방 경직성을 확보해 줄 수 있다. 2015년 매출 성장률은 전년 대비 2배 이상 증가할 전망이다. 연말에는 정수기 사업의 중국 진출 모멘텀이 대기하고 있다. 중장기적인 관점에서 투자 전략이 필요하다.

| | |
|----------------|---------------------|
| KOSPI | 2,144.79p |
| KOSDAQ | 714.52p |
| 시가총액 | 7,357.7 십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 77.1 백만주 |
| 유동주식수 | 50.4 백만주(65.3%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 103,500 원/77,500 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 192,129 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 17,151 백만원 |
| 외국인 지분율 | 54.77% |
| 주요주주 | 코웨이홀딩스 외 9 인 30.97% |
| | 국민연금 5.02% |
| 절대수익률 | 3개월 14.1% |
| | 6개월 13.6% |
| | 12개월 23.1% |
| KOSPI 대비 | 3개월 2.2% |
| 상대수익률 | 6개월 1.4% |
| | 12개월 14.7% |

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순부채비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2013 | 1,933.7 | 333.2 | 350.5 | 253.2 | 3,283 | 111.4 | 12,543 | 20.2 | 10.1 | 5.3 | 28.6 | 13.5 |
| 2014 | 2,013.6 | 377.5 | 329.7 | 242.9 | 3,150 | (4.1) | 13,732 | 26.7 | 11.4 | 6.1 | 24.0 | 6.2 |
| 2015F | 2,200.6 | 432.6 | 442.1 | 331.6 | 4,299 | 36.5 | 15,624 | 22.2 | 11.4 | 6.1 | 29.3 | (3.0) |
| 2016F | 2,360.3 | 493.7 | 512.7 | 366.4 | 4,986 | 16.0 | 17,487 | 19.1 | 10.3 | 5.5 | 30.1 | (10.5) |
| 2017F | 2,524.4 | 553.6 | 576.6 | 412.0 | 5,607 | 12.5 | 19,942 | 17.0 | 9.3 | 4.8 | 30.0 | (18.6) |

주: K-IFRS 연결 기준

코웨이의 1Q15 실적 예상

| (십억원) | 1Q15F | 4Q14 | %QoQ | 1Q14 | %YoY | 컨센서스 |
|-----------|-------|-------|------|-------|------|-------|
| 매출액 | 528.3 | 499.5 | 5.8 | 494.8 | 6.8 | 531.4 |
| 영업이익 | 98.9 | 93.2 | 6.2 | 89.9 | 10.1 | 100.4 |
| 순이익 | 75.3 | 45.3 | 66.4 | 66.2 | 13.7 | 78.5 |
| 영업이익률 (%) | 18.7 | 18.7 | | 18.2 | | 18.9 |
| 순이익률 (%) | 14.3 | 9.1 | | 13.4 | | 14.8 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

코웨이의 수익 추정 변경

| (십억원) | 2015F | | | 2016F | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 변경전 | 변경후 | 변경률 (%) | 변경전 | 변경후 | 변경률 (%) |
| 매출액 | 2,212.3 | 2,200.6 | (0.5) | 2,397.6 | 2,360.3 | (1.6) |
| 영업이익 | 435.2 | 432.6 | (0.6) | 504.9 | 493.7 | (2.2) |
| 연결 순이익 | 336.0 | 338.8 | 0.8 | 378.1 | 402.7 | 6.5 |

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

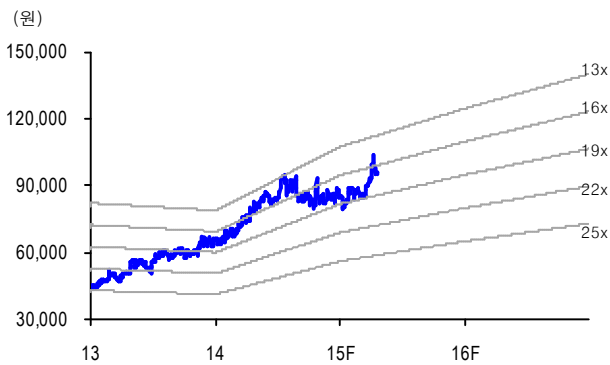
코웨이의 목표주가 계산

| (십억원) | 계산 | (십억원) | 계산 | (십억원) | 계산 |
|----------------|----------------|------------------|---------|--------------|---------|
| 2015년 순이익 | 338.8 | 12개월 Forward 순이익 | 360 | 2016년 순이익 | 402.7 |
| EPS (원) | 4,393 | EPS (원) | 4,665 | EPS (원) | 5,221 |
| Target PER (x) | 26 | PER (x) | 25 | PER (x) | 22 |
| 목표주가 (원) | 115,000 | 목표주가 (원) | 115,000 | 목표주가 (원) | 115,000 |
| 현재주가 (원) | 95,400 | 현재주가 (원) | 95,400 | 현재주가 (원) | 95,400 |
| 현재주가 PER (x) | 21.7 | 현재주가 PER (x) | 20.4 | 현재주가 PER (x) | 18.3 |

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

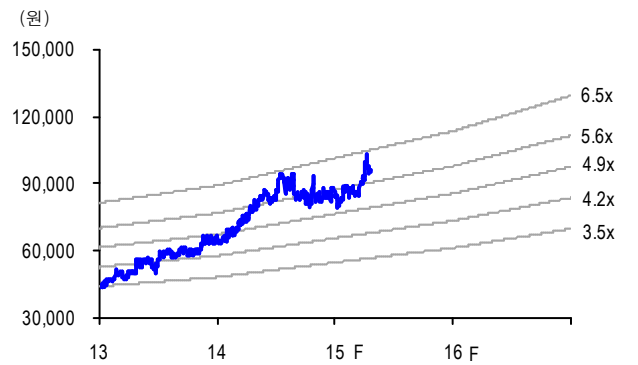
주: Target PER은 과거 2개년 평균 PER 20배를 30% 할증하여 계산

코웨이의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자

코웨이의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자

| 코웨이의 영업실적 추정 | | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (십억원) | 13 | 14 | 15F | 16F | 17F |
| 매출액 | 1,933.7 | 2,013.7 | 2,200.6 | 2,360.3 | 2,524.4 |
| 증감률 (% YoY) | 7.0 | 4.1 | 9.3 | 7.3 | 7.0 |
| 렌탈 가입자 (건) | 4,434,632 | 4,600,582 | 4,928,532 | 5,211,240 | 5,521,772 |
| 증감률 (% YoY) | (3.8) | 3.7 | 7.1 | 5.7 | 6.0 |
| 렌탈 ARPU (원) | 25,359 | 25,647 | 26,317 | 26,542 | 26,888 |
| 렌탈 매출 | 1,320.2 | 1,390.3 | 1,504.6 | 1,614.8 | 1,731.5 |
| 렌탈 등록 매출 | 13.2 | 10.2 | 6.7 | 4.4 | 2.9 |
| 멤버십 매출 | 172.3 | 183.4 | 188.8 | 191.1 | 193.4 |
| 일시불 매출 | 149.3 | 123.5 | 170.5 | 180.8 | 196.0 |
| 수출 | 144.6 | 167.4 | 183.7 | 212.0 | 230.3 |
| ODM | 112.7 | 120.3 | 133.8 | 156.0 | 166.4 |
| 해외 법인 | 31.9 | 47.1 | 49.9 | 56.0 | 63.9 |
| 화장품 매출 | 76.4 | 80.4 | 88.5 | 99.7 | 112.8 |
| 기타 | 57.7 | 58.4 | 57.7 | 57.6 | 57.5 |
| 증감률 (% YoY) | | | | | |
| 렌탈 | 4.6 | 5.3 | 8.2 | 7.3 | 7.2 |
| 렌탈 등록 | (44.6) | (22.4) | (34.4) | (34.4) | (34.4) |
| 멤버십 | 6.8 | 6.4 | 3.0 | 1.2 | 1.2 |
| 일시불 | 3.2 | (17.3) | 38.1 | 6.0 | 8.4 |
| 수출 | 32.0 | 15.8 | 9.7 | 15.4 | 8.6 |
| 화장품 | 13.6 | 5.3 | 10.1 | 12.6 | 13.1 |
| 기타(리빙+수처리) | 50.7 | 1.2 | (1.1) | (0.3) | (0.1) |
| 매출원가 | 651.7 | 673.4 | 735.4 | 791.5 | 843.6 |
| 매출원가율 (%) | 33.7 | 33.4 | 33.4 | 33.5 | 33.4 |
| 매출총이익 | 1,282.1 | 1,340.3 | 1,465.2 | 1,568.8 | 1,680.7 |
| 매출총이익률 (%) | 66.3 | 66.6 | 66.6 | 66.5 | 66.6 |
| 판매비와관리비 | 948.9 | 962.7 | 1,032.6 | 1,075.1 | 1,127.1 |
| 판매비율 (%) | 49.1 | 47.8 | 46.9 | 45.5 | 44.6 |
| 영업이익 | 333.2 | 377.6 | 432.6 | 493.7 | 553.6 |
| 영업이익률 (%) | 17.2 | 18.8 | 19.7 | 20.9 | 21.9 |
| 증감률 (% YoY) | 46.3 | 13.3 | 14.6 | 14.1 | 12.1 |
| 금융수익 | 3.9 | 2.3 | 1.8 | 2.7 | (0.7) |
| 금융비용 | 17.6 | 10.9 | 7.7 | 3.9 | 1.3 |
| 기타영업외손익 | (9.1) | (8.5) | 15.4 | 20.2 | 25.0 |
| 세전이익 | 350.5 | 329.9 | 442.1 | 512.7 | 576.6 |
| 법인세비용 | 97.9 | 86.8 | 110.5 | 128.2 | 144.2 |
| 법인세율 (%) | 27.9 | 26.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 당기순이익 | 252.6 | 243.1 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| 순이익률 (%) | 13.1 | 12.1 | 15.1 | 16.3 | 17.1 |
| 증감률 (% YoY) | 111.0 | (3.8) | 36.4 | 16.0 | 12.5 |
| 자회사 손익 | (7.6) | (4.2) | 7.2 | 18.2 | 0.0 |
| 연결 순이익 | 245.1 | 238.9 | 338.8 | 402.7 | 432.5 |
| 증감률 (% YoY) | 160.6 | (2.5) | 41.8 | 18.9 | 7.4 |
| 별도 기준 EPS (원) | 3,150 | 4,299 | 4,986 | 5,607 | 0 |
| 연결 기준 EPS (원) | 3,178 | 3,097 | 4,393 | 5,221 | 5,607 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

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

| 코웨이의 분기별 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 1Q16F | 2Q16F | 3Q16F | 4Q16F | 14 | 15F | 16F |
| 매출액 | 494.8 | 523.3 | 496.1 | 499.5 | 528.3 | 551.4 | 553.8 | 567.1 | 576.3 | 588.7 | 591.8 | 603.5 | 2,013.7 | 2,200.6 | 2,360.3 |
| 증감률 (% YoY) | 6.4 | 5.3 | 1.4 | 3.6 | 6.8 | 5.4 | 11.6 | 13.5 | 9.1 | 6.8 | 6.9 | 6.4 | 4.1 | 9.3 | 7.3 |
| 렌탈 매출 | 339.4 | 344.0 | 350.3 | 356.7 | 364.4 | 373.7 | 379.9 | 386.7 | 393.1 | 401.1 | 406.8 | 413.8 | 1,390.3 | 1,504.6 | 1,614.8 |
| 렌탈 등록 매출 | 3.0 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 10.2 | 6.7 | 4.4 |
| 멤버십 매출 | 43.9 | 45.7 | 46.9 | 46.9 | 47.0 | 47.1 | 47.3 | 47.4 | 47.6 | 47.7 | 47.9 | 48.0 | 183.4 | 188.8 | 191.1 |
| 일시불 매출 | 27.6 | 37.4 | 31.8 | 26.7 | 40.1 | 46.8 | 40.4 | 43.3 | 44.1 | 47.1 | 43.1 | 46.5 | 123.5 | 170.5 | 180.8 |
| 수출 | 45.2 | 55.7 | 33.0 | 33.5 | 38.6 | 45.6 | 48.6 | 51.0 | 51.9 | 52.8 | 53.4 | 53.8 | 167.4 | 183.7 | 212.0 |
| 화장품 매출 | 21.0 | 22.3 | 17.2 | 20.0 | 21.7 | 21.9 | 21.8 | 23.1 | 23.9 | 24.5 | 25.2 | 26.1 | 80.4 | 88.5 | 99.7 |
| 기타 | 14.8 | 15.4 | 14.6 | 13.6 | 14.6 | 14.5 | 14.3 | 14.3 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 58.4 | 57.7 | 57.6 |
| 매출원가 | 169.3 | 180.5 | 162.5 | 161.1 | 174.4 | 184.5 | 185.9 | 190.6 | 193.8 | 197.7 | 198.3 | 201.7 | 673.4 | 735.4 | 791.5 |
| 매출원가율 (%) | 34.2 | 34.5 | 32.8 | 32.3 | 33.0 | 33.5 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.5 | 33.4 | 33.4 | 33.4 | 33.5 |
| 판매비외관리비 | 235.7 | 245.2 | 236.6 | 245.2 | 254.9 | 258.2 | 257.0 | 262.5 | 267.0 | 267.8 | 268.4 | 271.9 | 962.7 | 1,032.6 | 1,075.1 |
| 판매비율 (%) | 47.6 | 46.9 | 47.7 | 49.1 | 48.3 | 46.8 | 46.4 | 46.3 | 46.3 | 45.5 | 45.3 | 45.1 | 47.8 | 46.9 | 45.5 |
| 영업이익 | 89.9 | 97.6 | 97.0 | 93.2 | 98.9 | 108.7 | 110.9 | 114.1 | 115.4 | 123.3 | 125.1 | 129.9 | 377.6 | 432.6 | 493.7 |
| 영업이익률 (%) | 18.2 | 18.7 | 19.5 | 18.7 | 18.7 | 19.7 | 20.0 | 20.1 | 20.0 | 20.9 | 21.1 | 21.5 | 18.8 | 19.7 | 20.9 |
| 증감률 (% YoY) | 29.8 | 23.0 | (0.1) | 6.4 | 10.1 | 11.3 | 14.4 | 22.4 | 16.7 | 13.5 | 12.8 | 13.8 | 13.3 | 14.6 | 14.1 |
| 금융수익 | 0.7 | 0.4 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 2.3 | 1.8 | 2.7 |
| 금융비용 | 2.9 | 3.1 | 2.8 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 10.9 | 7.7 | 3.9 |
| 기타영업외손익 | 0.2 | (8.3) | (6.6) | 6.1 | 3.4 | 3.7 | 4.0 | 4.3 | 4.6 | 4.9 | 5.2 | 5.5 | (8.5) | 15.4 | 20.2 |
| 세전이익 | 87.9 | 86.7 | 88.2 | 67.0 | 100.4 | 110.5 | 113.7 | 117.5 | 119.3 | 127.6 | 130.2 | 135.6 | 329.9 | 442.1 | 512.7 |
| 당기순이익 | 66.2 | 65.2 | 66.4 | 45.3 | 75.3 | 82.9 | 85.2 | 88.1 | 89.5 | 95.7 | 97.7 | 101.7 | 243.1 | 331.6 | 384.5 |
| 순이익률 (%) | 13.4 | 12.5 | 13.4 | 9.1 | 14.3 | 15.0 | 15.4 | 15.5 | 15.5 | 16.3 | 16.5 | 16.8 | 12.1 | 15.1 | 16.3 |
| 증감률 (% YoY) | (17.4) | 8.1 | 6.7 | (9.4) | 13.7 | 27.1 | 28.5 | 94.7 | 18.8 | 15.5 | 14.6 | 15.4 | (3.8) | 36.4 | 16.0 |

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 | 14 | 15F | 16F |
| ARPU (원) | 24,522 | 24,713 | 24,129 | 24,905 | 25,258 | 25,359 | 25,647 | 26,317 | 26,542 |
| 총 가입자 | 3,639,197 | 3,898,647 | 4,145,102 | 4,450,003 | 4,607,420 | 4,434,632 | 4,600,582 | 4,928,532 | 5,211,240 |
| 순증 가입자 | 26,706 | 259,450 | 246,455 | 304,901 | 157,417 | (172,788) | 165,950 | 327,950 | 282,707 |
| 신규 가입자 | 1,045,248 | 1,188,939 | 1,167,378 | 1,272,538 | 1,218,911 | 1,165,966 | 1,330,052 | 1,496,225 | 1,520,158 |
| 해지율 (%) | 13.9 | 13.5 | 12.9 | 12.5 | 12.1 | 10.8 | 11.8 | 11.4 | 10.8 |
| 증감률 (%) | | | | | | | | | |
| ARPU | 1.0 | 0.8 | (2.4) | 3.2 | 1.4 | 0.4 | 1.1 | 2.6 | 0.9 |
| 총 가입자 | 0.7 | 7.1 | 6.3 | 7.4 | 3.5 | (3.8) | 3.7 | 7.1 | 5.7 |
| 순증 가입자 | (80.1) | 871.5 | (5.0) | 23.7 | (48.4) | (209.8) | (196.0) | 97.6 | (13.8) |
| 신규 가입자 | (10.9) | 13.7 | (1.8) | 9.0 | (4.2) | (4.3) | 14.1 | 12.5 | 1.6 |

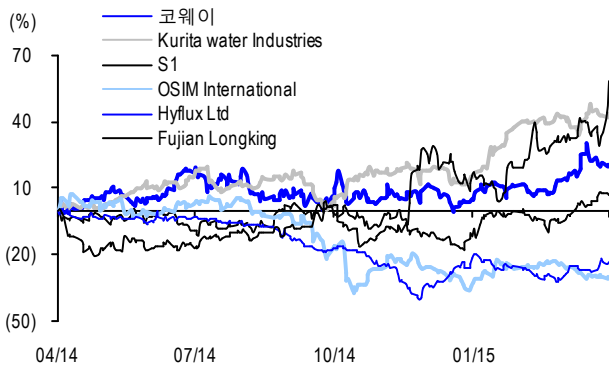
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

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) | | 7,357.7 | 3,295.2 | 3,328.7 | 3,408.0 | 604.8 | 1,156.8 |
| Sales (십억원) | 2014 | 2,160.3 | 1,941.1 | 1,718.3 | 1,017.5 | 259.7 | 574.4 |
| | 2015F | 2,328.0 | 1,736.6 | 1,890.7 | 1,193.5 | 338.2 | 600.6 |
| | 2016F | 2,498.7 | 2,013.7 | 2,059.2 | 1,236.4 | 587.5 | 650.9 |
| OP (십억원) | 2014 | 364.4 | 162.2 | 172.3 | 88.5 | (58.4) | 104.6 |
| | 2015F | 427.7 | 165.3 | 207.7 | 99.0 | 38.2 | 114.6 |
| | 2016F | 479.9 | 179.2 | 239.6 | 114.2 | 70.4 | 128.3 |
| OP margin (%) | 2014 | 16.9 | 8.4 | 10.0 | 8.7 | (22.5) | 18.2 |
| | 2015F | 18.4 | 9.5 | 11.0 | 8.3 | 11.3 | 19.1 |
| | 2016F | 19.2 | 8.9 | 11.6 | 9.2 | 12.0 | 19.7 |
| NP (십억원) | 2014 | 249.7 | 101.9 | 111.8 | 79.2 | 47.8 | 84.9 |
| | 2015F | 325.6 | 105.1 | 143.5 | 96.5 | (3.5) | 88.7 |
| | 2016F | 370.7 | 120.5 | 168.8 | 103.8 | 30.9 | 99.1 |
| NP margin (%) | 2014 | 11.6 | 5.2 | 6.5 | 7.8 | 18.4 | 14.8 |
| | 2015F | 14.0 | 6.1 | 7.6 | 8.1 | (1.0) | 14.8 |
| | 2016F | 14.8 | 6.0 | 8.2 | 8.4 | 5.3 | 15.2 |
| EPS Growth (% YoY) | 2014 | 8.1 | T/B | 39.7 | 5.3 | T/B | T/B |
| | 2015F | 19.7 | 11.1 | 18.3 | 13.3 | T/B | 7.8 |
| | 2016F | 13.8 | 14.9 | 17.6 | 7.8 | T/B | 12.3 |
| P/E (x) | 2014 | 25.1 | 28.5 | 21.5 | 32.4 | 50.9 | 14.8 |
| | 2015F | 22.5 | 31.4 | 22.6 | 35.1 | n/a | 13.6 |
| | 2016F | 19.7 | 27.3 | 19.2 | 32.6 | 26.0 | 12.1 |
| P/B (x) | 2014 | 6.0 | 1.2 | 2.7 | 4.8 | 1.5 | 3.5 |
| | 2015F | 5.8 | 1.6 | 3.1 | 5.4 | 0.9 | 3.2 |
| | 2016F | 5.2 | 1.6 | 2.8 | 4.8 | 0.9 | 2.8 |
| EV/EBITDA (x) | 2014 | 10.8 | 6.1 | 8.0 | 24.1 | n/a | 8.9 |
| | 2015F | 11.3 | 8.4 | 10.3 | 20.4 | 28.2 | 7.4 |
| | 2016F | 10.2 | 8.1 | 9.2 | 19.9 | 15.5 | 6.6 |
| ROE (%) | 2014 | 25.2 | 4.4 | 13.1 | 15.6 | 5.2 | 28.8 |
| | 2015F | 28.4 | 5.4 | 14.9 | 15.8 | (0.3) | 23.0 |
| | 2016F | 28.2 | 5.9 | 16.0 | 15.0 | 3.8 | 22.7 |

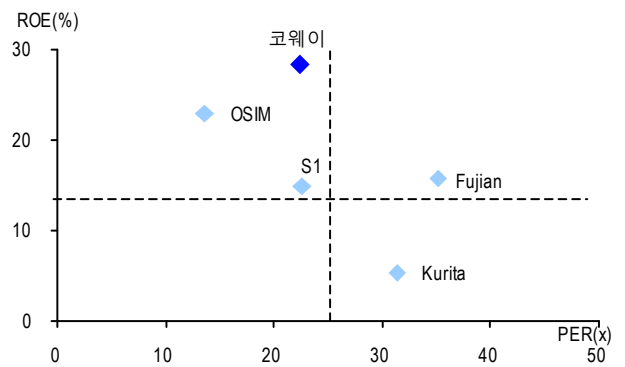
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



자료: 블룸버그, 신한금융투자

Global Peers Valuation 비교



자료: 블룸버그, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 1,641.1 | 1,576.0 | 1,701.0 | 1,840.9 | 2,079.6 |
| 유동자산 | 642.5 | 573.1 | 654.6 | 749.5 | 936.7 |
| 현금및현금성자산 | 201.3 | 105.5 | 143.9 | 201.7 | 350.9 |
| 매출채권 | 265.9 | 273.6 | 299.0 | 320.7 | 343.0 |
| 재고자산 | 40.9 | 41.8 | 45.7 | 49.0 | 52.4 |
| 비유동자산 | 998.6 | 1,002.9 | 1,046.4 | 1,091.4 | 1,142.9 |
| 유형자산 | 596.8 | 617.6 | 656.7 | 697.9 | 744.1 |
| 무형자산 | 150.9 | 147.8 | 140.7 | 134.8 | 130.0 |
| 투자자산 | 154.0 | 123.2 | 134.7 | 144.5 | 154.5 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 673.7 | 517.0 | 495.9 | 474.1 | 503.0 |
| 유동부채 | 636.8 | 468.0 | 443.2 | 418.1 | 443.7 |
| 단기차입금 | 172.0 | 162.8 | 100.0 | 50.0 | 50.0 |
| 매입채무 | 29.5 | 46.5 | 60.5 | 64.9 | 69.4 |
| 유동성장기부채 | 146.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 36.9 | 49.0 | 52.7 | 56.0 | 59.3 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 7.1 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |
| 기타비유동부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 967.3 | 1,059.0 | 1,205.0 | 1,366.9 | 1,576.6 |
| 자본금 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 |
| 자본잉여금 | 130.8 | 131.1 | 131.1 | 131.1 | 131.1 |
| 기타자본 | (94.4) | (114.5) | (114.5) | (114.5) | (114.5) |
| 기타포괄이익누계액 | (0.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 890.4 | 1,001.8 | 1,147.8 | 1,291.4 | 1,480.8 |
| 지배주주지분 | 967.3 | 1,059.0 | 1,205.0 | 1,348.7 | 1,538.0 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 18.2 | 38.6 |
| *총차입금 | 332.1 | 171.0 | 108.2 | 58.2 | 58.2 |
| *순차입금(순현금) | 130.5 | 65.3 | (35.6) | (143.5) | (292.6) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 517.6 | 498.5 | 507.1 | 547.0 | 631.6 |
| 당기순이익 | 253.2 | 242.9 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| 유형자산상각비 | 181.2 | 191.8 | 201.4 | 201.4 | 201.4 |
| 무형자산상각비 | 7.5 | 7.7 | 7.1 | 5.9 | 4.8 |
| 외화환산손실(이익) | (0.1) | (4.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 38.8 | 40.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (40.1) | 30.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | (41.8) | (56.6) | (38.9) | (46.0) | (9.2) |
| (법인세납부) | (41.4) | (97.6) | (110.5) | (128.2) | (144.2) |
| 기타 | 160.3 | 143.5 | 116.4 | 129.4 | 146.3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (58.4) | (268.9) | (249.9) | (249.6) | (258.5) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (245.7) | (275.7) | (330.6) | (332.6) | (337.7) |
| 유형자산의감소 | 6.1 | 8.2 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (2.1) | (5.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 193.9 | 8.5 | (11.4) | (9.8) | (10.0) |
| 기타 | (10.6) | (4.2) | 2.1 | 2.8 | (0.8) |
| FCF | 348.0 | 170.8 | 196.9 | 232.8 | 271.2 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (376.8) | (325.3) | (218.9) | (239.5) | (224.0) |
| 차입금의 증가(감소) | (266.5) | (155.3) | (62.8) | (50.0) | 0.0 |
| 자기주식의처분(취득) | 18.8 | 31.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (78.4) | (123.6) | (148.3) | (185.6) | (222.7) |
| 기타 | (50.7) | (77.9) | (7.8) | (3.9) | (1.3) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.0) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 82.4 | (95.8) | 38.3 | 57.9 | 149.1 |
| 기초현금 | 118.9 | 201.3 | 105.5 | 143.9 | 201.7 |
| 기말현금 | 201.3 | 105.5 | 143.9 | 201.7 | 350.9 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,933.7 | 2,013.6 | 2,200.6 | 2,360.3 | 2,524.4 |
| 증가율 (%) | 7.0 | 4.1 | 9.3 | 7.3 | 7.0 |
| 매출원가 | 651.7 | 673.4 | 735.4 | 791.5 | 843.6 |
| 매출총이익 | 1,282.1 | 1,340.3 | 1,465.2 | 1,568.8 | 1,680.7 |
| 매출총이익률 (%) | 66.3 | 66.6 | 66.6 | 66.5 | 66.6 |
| 판매관리비 | 948.9 | 962.8 | 1,032.6 | 1,075.1 | 1,127.1 |
| 영업이익 | 333.2 | 377.5 | 432.6 | 493.7 | 553.6 |
| 증가율 (%) | 46.3 | 13.3 | 14.6 | 14.1 | 12.1 |
| 영업이익률 (%) | 17.2 | 18.7 | 19.7 | 20.9 | 21.9 |
| 영업외손익 | 17.3 | (47.8) | 9.5 | 19.0 | 23.0 |
| 금융손익 | (13.7) | (8.6) | (5.9) | (1.2) | (2.0) |
| 기타영업외손익 | (9.1) | (8.5) | 15.4 | 20.2 | 25.0 |
| 총속 및 관계기업관련손익 | 40.1 | (30.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 350.5 | 329.7 | 442.1 | 512.7 | 576.6 |
| 법인세비용 | 97.4 | 86.8 | 110.5 | 128.2 | 144.2 |
| 계속사업이익 | 253.2 | 242.9 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 253.2 | 242.9 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| 증가율 (%) | 111.4 | (4.1) | 36.5 | 16.0 | 12.5 |
| 순이익률 (%) | 13.1 | 12.1 | 15.1 | 16.3 | 17.1 |
| (지배주주)당기순이익 | 253.2 | 242.9 | 331.6 | 366.4 | 412.0 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 18.2 | 20.4 |
| 총포괄이익 | 252.6 | 235.2 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| (지배주주)총포괄이익 | 252.6 | 235.2 | 331.6 | 384.5 | 432.5 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 521.9 | 577.0 | 641.2 | 701.0 | 759.9 |
| 증가율 (%) | 30.6 | 10.6 | 11.1 | 9.3 | 8.4 |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.0 | 28.7 | 29.1 | 29.7 | 30.1 |

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

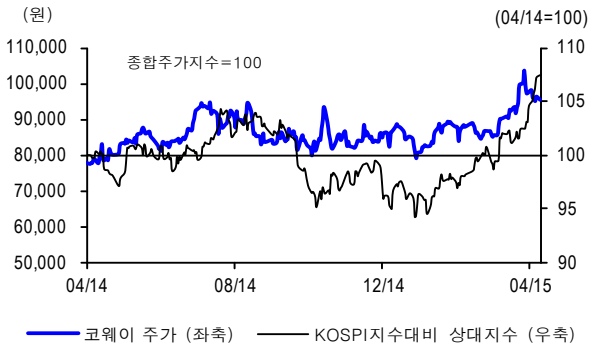
주요 투자지표

| 12월 결산 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 3,283 | 3,150 | 4,299 | 4,986 | 5,607 |
| EPS (지배순이익, 원) | 3,283 | 3,150 | 4,299 | 4,986 | 5,607 |
| BPS (자본총계, 원) | 12,543 | 13,732 | 15,624 | 17,723 | 20,442 |
| BPS (지배지분, 원) | 12,543 | 13,732 | 15,624 | 17,487 | 19,942 |
| DPS (원) | 2,710 | 2,000 | 2,500 | 3,000 | 3,000 |
| PER (당기순이익, 배) | 20.2 | 26.7 | 22.2 | 19.1 | 17.0 |
| PER (지배순이익, 배) | 20.2 | 26.7 | 22.2 | 19.1 | 17.0 |
| PBR (자본총계, 배) | 5.3 | 6.1 | 6.1 | 5.4 | 4.7 |
| PBR (지배지분, 배) | 5.3 | 6.1 | 6.1 | 5.4 | 4.8 |
| EV/EBITDA (배) | 10.1 | 11.4 | 11.4 | 10.3 | 9.3 |
| 배당성향 (%) | 79.8 | 61.1 | 56.0 | 60.8 | 54.1 |
| 배당수익률 (%) | 4.1 | 2.4 | 2.6 | 3.1 | 3.1 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.0 | 28.7 | 29.1 | 29.7 | 30.1 |
| 영업이익률 (%) | 17.2 | 18.7 | 19.7 | 20.9 | 21.9 |
| 순이익률 (%) | 13.1 | 12.1 | 15.1 | 16.3 | 17.1 |
| ROA (%) | 15.1 | 15.1 | 20.2 | 21.7 | 22.1 |
| ROE (지배순이익, %) | 28.6 | 24.0 | 29.3 | 30.1 | 30.0 |
| ROIC (%) | 26.3 | 31.1 | 34.4 | 37.5 | 40.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 69.6 | 48.8 | 41.2 | 34.7 | 31.9 |
| 순차입금비율 (%) | 13.5 | 6.2 | (3.0) | (10.5) | (18.6) |
| 현금비율 (%) | 31.6 | 22.5 | 32.5 | 48.3 | 79.1 |
| 이자보상배율 (배) | 19.0 | 34.8 | 56.0 | 125.3 | 429.6 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 9.0 | 13.6 | 13.2 | 13.5 | 13.5 |
| 재고자산회수기간 (일) | 7.8 | 7.5 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 매출채권회수기간 (일) | 51.4 | 48.9 | 47.5 | 47.9 | 48.0 |

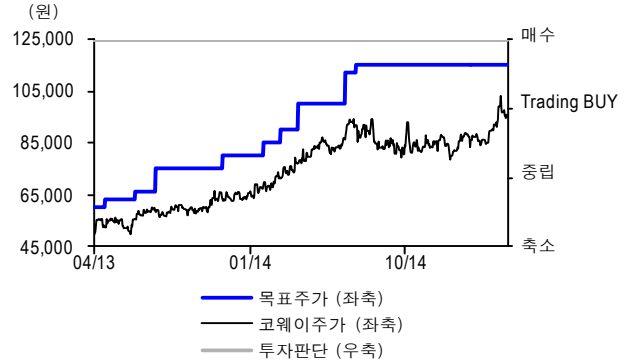
자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

코웨이 (021240)

주가차트



투자이견 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 정확하게 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) |
|---------------|-------|-----------|
| 2013년 04월 21일 | 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 |
| 2014년 07월 28일 | 매수 | 115,000 |

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

| 투자등급 | 비중확대 | 중립 | 축소 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하 | <ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 | <ul style="list-style-type: none"> 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 | <ul style="list-style-type: none"> 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |