

코웨이 (021240.KS)

Company Comment | 2015. 6. 25

견고한 이익 성장 + 매력적인 배당

메르스 충격 없는 견고한 실적 기대, 컨센서스 충족할 전망. 하반기 '코웨이' 브랜드로 중국 진출 계획 구체화될 가능성 높아 장기 성장성 기대치 높아질 수 있을 것. 경기 순환 요인으로부터 자유로운 실적 구조와 3% 수준의 배당수익률이 매력적

2분기 실적, 환경 가전 사업 호조로 견고한 이익 성장 기대

- 코웨이의 별도 기준 2분기 매출액과 영업이익은 각각 5,308억원(+1.4%, y-y)과 1,090억원(+11.7%, y-y)으로 시장 컨센서스를 충족할 전망
- 1분기와 비교했을 때 트렌드는 유사하고, 계절성 영향으로 핵심 사업 지표는 호조를 보일 전망. 즉 중국 청정기 OEM(주문자상표부착생산) 사업 매출 축소로 인해 외형 성장이 둔화된 것처럼 보이나, 이익 기여도가 절대적으로 높은 국내 환경가전이 렌탈/일시불 모두에서 판매 호조세 이어가 핵심 이익은 지속적으로 성장. 소비재 섹터 내 메르스 충격 악영향이 거의 없고, 경기 순환요인으로부터 가장 자유로운 실적 트렌드 당분간 이어갈 전망

하반기에 거는 기대 몇 가지

- 동사는 '코웨이' 브랜드의 정수기 사업으로 중국 진출을 준비 중. 빠르면 3분기에 사업의 형태나 전략 등 구체적 청사진을 제시할 수 있을 것. 중국의 환경 가전 시장 성장 잠재력을 감안할 때 동사에 장기적인 성장 모멘텀을 제공할 수 있는 전략적 행보
- 국내 사업 또한 판매채널 다각화 기대. 연말까지 하이마트 대부분 점포에 판매 접점을 마련하는가 하면, 7월부터 비데와 청정기 면세점 입점도 시작될 것
- 성장성의 발목을 잡던 해외 사업도, 중국 OEM은 여전히 부진하나 해외법인항 매출 증가로 점차 상쇄 가능

배당수익률 3%대의 매력적인 방어주

- 코웨이에 대한 기존 Buy 투자 의견과 목표주가 11만원을 유지함. 동사의 현재 주가는 2016년 기준 PER 20.2배로, 안정형 소비재 평균 24.5배 대비 높지 않음
- 1) 가입자 기반 렌탈 사업 특유의 실적 및 현금 창출력, 2) 경기 순환적 요인으로부터 상대적으로 자유로운 실적, 3) 장기적으로 의미 있게 높아질 수 있는 배당을 고려하면 프리미엄 부여 가능. 동사의 배당 성향은 2015년 약 60%, 2016년에는 약 70%로 높아질 것으로 추정. 2015년 기준 기대 배당 수익률은 3.0%

코웨이 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

| | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15E | | | | 3Q15F |
|-------|------|------|------|------|-------|------|------|--------|-------|
| | | | | | 전망치 | y-y | q-q | Consen | |
| 매출액 | 523 | 496 | 500 | 506 | 531 | 1.4 | 4.9 | 539 | 513 |
| 영업이익 | 98 | 97 | 93 | 99 | 109 | 11.7 | 10.2 | 106 | 106 |
| 영업이익률 | 18.7 | 19.5 | 18.7 | 19.5 | 20.5 | | | 19.7 | 20.8 |
| 세전이익 | 87 | 88 | 67 | 98 | 108 | 24.2 | 9.5 | 104 | 125 |
| 순이익 | 65 | 66 | 45 | 75 | 78 | 19.7 | 4.0 | 79 | 95 |

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

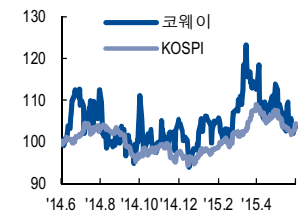
목표주가 110,000원 (유지)

현재가 ('15/06/24) 89,500원

업종 기타 소비재

| | |
|--------------------|------------|
| KOSPI | 2,085.53 |
| KOSDAQ | 746.62 |
| 시가총액(보통주) | 6,902.7십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 77.1백만주 |
| 52주 최고가('15/04/07) | 103,500원 |
| 최저가('15/01/08) | 78,900원 |
| 평균거래대금(60일) | 15.0십억원 |
| 배당수익률(2014) | 2.4% |
| 외국인지분율 | 54.4% |

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhwm.com

코웨이 실적 전망 (IFRS 별도)

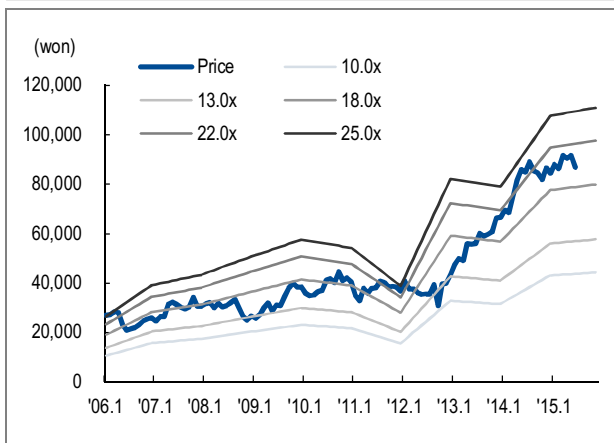
(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | | 2014 | 2015E | 2016F | 2017F |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | - 수정 후 | 2,013.6 | 2,065.4 | 2,090.1 | 2,172.5 |
| | - 수정 전 | | 2,065.4 | 2,090.1 | 2,172.5 |
| | - 변동률 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - 수정 후 | 377.5 | 425.6 | 442.5 | 470.6 |
| | - 수정 전 | | 425.6 | 432.0 | 453.2 |
| | - 변동률 | | 0.0 | 2.4 | 3.8 |
| 영업이익률(수정후) | | 18.7 | 20.6 | 21.2 | 21.7 |
| EBITDA | | 577.0 | 588.6 | 613.0 | 642.0 |
| (지배지분)순이익 | | 242.9 | 331.4 | 341.6 | 360.7 |
| EPS | - 수정 후 | 3,150 | 4,298 | 4,429 | 4,677 |
| | - 수정 전 | | 4,303 | 4,342 | 4,526 |
| | - 변동률 | | -0.1 | 2.0 | 3.3 |
| PER | | 26.7 | 20.8 | 20.2 | 19.1 |
| PBR | | 6.1 | 5.8 | 5.3 | 4.9 |
| EV/EBITDA | | 11.4 | 11.7 | 11.1 | 10.5 |
| ROE | | 24.0 | 29.4 | 27.4 | 26.7 |

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임

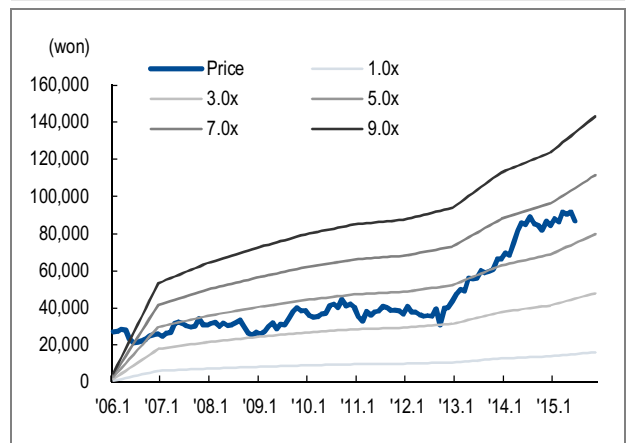
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

코웨이의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

코웨이의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

| | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15E | 3Q15F | 4Q15F | 2013 | 2014 | 2015E | 2016F |
|---------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 495 | 523 | 496 | 500 | 506 | 531 | 513 | 516 | 1,934 | 2,014 | 2,065 | 2,090 |
| 매출액성장률(y-y) | 6.4 | 5.3 | 1.4 | 3.6 | 2.3 | 1.4 | 3.4 | 3.2 | 7.0 | 4.1 | 2.6 | 1.2 |
| 매출총이익 | 326 | 343 | 334 | 338 | 347 | 355 | 344 | 346 | 1,282 | 1,340 | 1,392 | 1,404 |
| 매출총이익률 | 65.8 | 65.5 | 67.2 | 67.7 | 68.5 | 66.9 | 67.2 | 67.0 | 66.3 | 66.6 | 67.4 | 67.2 |
| 영업이익 | 90 | 98 | 97 | 93 | 99 | 109 | 106 | 111 | 333 | 377 | 426 | 442 |
| 영업이익 성장률(y-y) | 29.7 | 23.0 | -0.1 | 6.4 | 10.2 | 11.7 | 9.8 | 19.3 | 236.9 | 13.3 | 12.7 | 4.0 |
| 영업이익률 | 18.1 | 18.7 | 19.5 | 18.7 | 19.5 | 20.5 | 20.8 | 21.6 | 17.2 | 18.7 | 20.6 | 21.2 |

자료: 코웨이, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 2,014 | 2,065 | 2,090 | 2,172 |
| 증감률 (%) | 4.1 | 2.6 | 1.2 | 3.9 |
| 매출원가 | 673 | 673 | 686 | 709 |
| 매출총이익 | 1,340 | 1,392 | 1,404 | 1,463 |
| Gross 마진 (%) | 66.6 | 67.4 | 67.2 | 67.4 |
| 판매비와 일반관리비 | 963 | 967 | 961 | 993 |
| 영업이익 (GP-SG&A) | 377 | 426 | 442.5 | 471 |
| 증감률 (%) | 13.3 | 12.7 | 4.0 | 6.4 |
| OP 마진 (%) | 18.7 | 20.6 | 21.2 | 21.7 |
| EBITDA | 577 | 589 | 613 | 642 |
| 영업외손익 | -48 | 25 | 22 | 20 |
| 금융수익(비용) | -9 | 15 | 14 | 14 |
| 기타영업외손익 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 중속 및 관계기업관련손익 | -31 | 10 | 8 | 6 |
| 세전계속사업이익 | 330 | 451 | 465 | 491 |
| 법인세비용 | 87 | 120 | 123 | 130 |
| 계속사업이익 | 243 | 331 | 342 | 361 |
| 당기순이익 | 243 | 331 | 342 | 361 |
| 증감률 (%) | -4.1 | 36.4 | 3.1 | 5.6 |
| Net 마진 (%) | 12.1 | 16.0 | 16.3 | 16.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 243 | 331 | 342 | 361 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 235 | 331 | 342 | 361 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 498 | 452 | 478 | 491 |
| 당기순이익 | 243 | 331 | 342 | 361 |
| + 유/무형자산상각비 | 200 | 163 | 171 | 171 |
| + 중속, 관계기업관련손실(이익) | 31 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | -4 | 0 | 0 | 0 |
| + 자산처분손실(이익) | 40 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 653 | 619 | 639 | 665 |
| - 운전자본의증가(감소) | -57 | -47 | -38 | -44 |
| 투자활동 현금흐름 | -269 | -220 | -195 | -170 |
| + 유형자산의감소 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산의증가(CAPEX) | -276 | -178 | -196 | -172 |
| + 투자자산의매각(취득) | 31 | -2 | -2 | -2 |
| Free Cash Flow | 223 | 274 | 282 | 319 |
| Net Cash Flow | 230 | 232 | 283 | 321 |
| 재무활동 현금흐름 | -325 | -147 | -197 | -237 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -325 | -147 | -197 | -237 |
| 현금의증가 | -96 | 85 | 86 | 84 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 106 | 191 | 277 | 361 |
| 기말 순부채(순현금) | 57 | -21 | -101 | -177 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

| (십억원) | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 106 | 191 | 277 | 361 |
| 매출채권 | 274 | 277 | 280 | 291 |
| 유동자산 | 573 | 674 | 775 | 883 |
| 유형자산 | 618 | 636 | 665 | 669 |
| 투자자산 | 123 | 125 | 128 | 130 |
| 비유동자산 | 1,003 | 1,062 | 1,090 | 1,093 |
| 자산총계 | 1,576 | 1,736 | 1,865 | 1,976 |
| 단기성부채 | 163 | 170 | 177 | 184 |
| 매입채무 | 47 | 49 | 51 | 52 |
| 유동부채 | 468 | 490 | 513 | 522 |
| 장기성부채 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 장기충당부채 | 14 | 15 | 16 | 16 |
| 비유동부채 | 49 | 52 | 54 | 55 |
| 부채총계 | 517 | 542 | 566 | 578 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 이익잉여금 | 1,002 | 1,137 | 1,241 | 1,342 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,059 | 1,194 | 1,299 | 1,399 |

VALUATION INDEX

| | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER (X) | 26.7 | 20.8 | 20.2 | 19.1 |
| PER (High,X) | 30.1 | 24.7 | 23.9 | 22.7 |
| PER (Low,X) | 19.9 | 17.5 | 16.9 | 16.0 |
| PBR (X) | 6.1 | 5.8 | 5.3 | 4.9 |
| PBR (High,X) | 6.9 | 6.8 | 6.3 | 5.8 |
| PBR (Low,X) | 4.6 | 4.8 | 4.5 | 4.1 |
| PCR (X) | 10.0 | 11.2 | 10.8 | 10.4 |
| PSR (X) | 3.2 | 3.3 | 3.3 | 3.2 |
| PEG (X) | 1.9 | 3.7 | 3.1 | -68.0 |
| PER/ 주당EBIT 증감률 (X) | 3.5 | 3.2 | 2.9 | -124.2 |
| PER/ 주당EBITDA 증감률 (X) | 7.4 | 3.7 | 3.3 | 15.2 |
| EV/EBITDA (X) | 11.4 | 11.7 | 11.1 | 10.5 |
| EV/EBIT (X) | 17.4 | 16.2 | 15.4 | 14.3 |
| Enterprise Value | 6,551 | 6,881 | 6,802 | 6,725 |
| EPS CAGR (3년) (%) | 14.1 | 5.6 | 6.4 | -0.3 |
| EBITPS CAGR (3년) (%) | 7.6 | 6.5 | 7.0 | -0.2 |
| EBITDAPS CAGR (3년) (%) | 3.6 | 5.6 | 6.1 | 1.3 |
| 주당EBIT (W) | 4,895 | 5,518 | 5,737 | 6,102 |
| 주당EBITDA (W) | 7,482 | 7,632 | 7,948 | 8,324 |
| EPS (W) | 3,150 | 4,298 | 4,429 | 4,677 |
| BPS (W) | 13,732 | 15,480 | 16,838 | 18,136 |
| CFPS (W) | 8,462 | 8,021 | 8,285 | 8,622 |
| SPS (W) | 26,109 | 26,780 | 27,100 | 28,168 |
| DPS (W) | 2,000 | 2,647 | 3,189 | 3,508 |

RIM & EVA

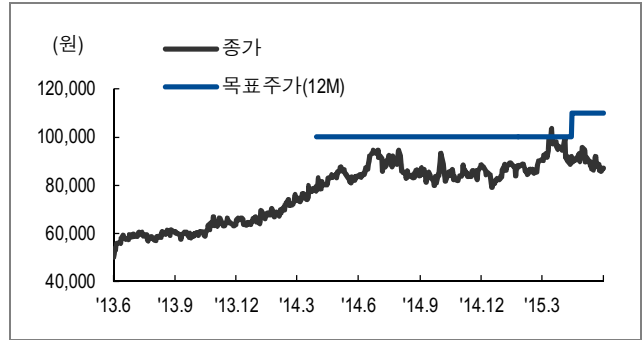
| | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|
| RIM | | | | |
| Spread (FROE-COE) (%) | 16.4 | 23.2 | 20.8 | 20.1 |
| Residual Income | 166.5 | 261.6 | 264.3 | 277.1 |
| 12M RIM Target Price (W) | 108,008 | | | |
| EVA | | | | |
| 투하자본 | 1,018.6 | 1,075.8 | 1,100.8 | 1,123.9 |
| 세후영업이익 | 280.9 | 313.6 | 326.0 | 346.7 |
| 투하자본이익률 (%) | 28.5 | 29.9 | 30.0 | 31.2 |
| 투하자본이익률 - WACC (%) | 22.3 | 24.8 | 24.5 | 25.6 |
| EVA | 227.6 | 266.4 | 269.3 | 287.8 |
| DCF | | | | |
| EBIT | 377.5 | 425.6 | 442.5 | 470.6 |
| + 유/무형자산상각비 | 200 | 163 | 171 | 171 |
| - CAPEX | -275.7 | -178.4 | -196.4 | -172.4 |
| - 운전자본증가(감소) | -31.1 | -0.3 | 0.9 | -22.0 |
| Free Cash Flow for Firm | 233.1 | 297.8 | 298.5 | 366.8 |
| WACC | | | | |
| 타인자본비용 (COD) | 3.3 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 자기자본비용 (COE) | 7.5 | 6.2 | 6.6 | 6.7 |
| WACC(%) | 6.2 | 5.2 | 5.5 | 5.6 |

PROFITABILITY & STABILITY

| | 2014/12A | 2015/12E | 2016/12F | 2017/12F |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 자기자본이익률 (ROE) (%) | 24.0 | 29.4 | 27.4 | 26.7 |
| 총자산이익률 (ROA) (%) | 15.1 | 20.0 | 19.0 | 18.8 |
| 투하자본이익률 (ROIC) (%) | 28.5 | 29.9 | 30.0 | 31.2 |
| EBITDA/ 자기자본 (%) | 54.5 | 49.3 | 47.2 | 45.9 |
| EBITDA/ 총자산 (%) | 36.6 | 33.9 | 32.9 | 32.5 |
| 배당수익률 (%) | 2.4 | 3.0 | 3.6 | 3.9 |
| 배당성향 (%) | 61.1 | 59.3 | 69.3 | 72.2 |
| 총현금배당금 (십억원) | 148 | 197 | 237 | 261 |
| 보통주 주당현금배당금(W) | 2,000 | 2,647 | 3,189 | 3,508 |
| 순부채(현금)/ 자기자본 (%) | 5.4 | -1.8 | -7.8 | -12.7 |
| 총부채/ 자기자본 (%) | 48.8 | 45.4 | 43.6 | 41.3 |
| 순이자비용/ 매출액 (%) | 171 | 179 | 186 | 193 |
| EBIT/ 순이자비용 (X) | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 유동비율 (%) | 34.8 | 64.0 | 63.9 | 65.3 |
| 당좌비율 (%) | 122.5 | 137.5 | 151.1 | 169.1 |
| 총발행주식수 (mn) | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 액면가 (W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주가 (W) | 84,200 | 89,500 | 89,500 | 89,500 |
| 시가총액 (십억원) | 6,494 | 6,903 | 6,903 | 6,903 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|-----|-----------|------------|------|----------------|
| 코웨이 | 021240.KS | 2015.05.07 | Buy | 110,000원(12개월) |
| | | 2014.04.22 | Buy | 100,000원(12개월) |



종목 투자등급 (Stock Ratings)

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 6월 19일 기준)

- 투자 의견 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 71.0% | 27.4% | 1.6% |

- - 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "코웨이"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.