

코웨이 (021240)

실적과 배당 매력 견비, 하반기 중국 모멘텀 기대

매수 (유지)

주가 (6월 30일) **91,400 원**
 목표주가 **120,000 원 (상향)**
 상승여력 **31.3%**

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

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

- ◆ 2Q15 영업이익 1,064억원(+9.0% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망
- ◆ 하반기에도 국내 렌탈 호조 지속 예상, 중국 정수기 신사업 모멘텀 기대
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가는 120,000원으로 상향

2Q15 영업이익 1,064억원(+9.0% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망

K-IFRS 별도 기준 2분기 매출액은 5,303억원(+1.3% YoY), 영업이익은 1,064억원(+9.0% YoY)으로 전망한다. 계약 만료 계정 감소(-25% YoY) 효과로 렌탈 순증 계약은 94,654건(+192.5% YoY)으로 증가할 전망이다.

렌탈 매출은 3,701억원(+7.6% YoY), 일시불 매출은 390억원(+4.2% YoY)을 전망한다. 수출은 361억원(-35.3% YoY), 화장품 매출은 223억원(+0.2% YoY)을 예상한다. 영업이익은 컨센서스(1,062억원)에 부합할 전망이다.

하반기에도 국내 렌탈 호조 지속 예상, 중국 정수기 신사업 모멘텀 기대

하반기에도 국내 렌탈 사업 호조가 지속될 전망이다. 하반기 렌탈 순증 계약은 13만건(+17.5% YoY), 렌탈 매출은 7,590억원(+7.4% YoY)을 전망한다. 렌탈 사업 실적 개선은 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 하반기 영업이익률은 20.1%(+1%p YoY)로 예상한다.

코웨이 주가의 리스크 요인은 국내 정수기 시장 포화(침투율 약 30%)에 따른 장기 성장 둔화 우려감이다. 중국 공기청정기 수출이 예상보다 부진하면서 주가도 지난 1년 가까이 박스권에 갇힌 흐름을 이어가고 있다.

동사는 하반기 중국 정수기 시장 진출로 새로운 성장 동력을 확보할 계획이다. 자체 브랜드 기반으로 현지 유통 채널과 파트너십이 예상된다. 중국 B2C 정수기 보급률은 2%에 불과하다. 사업 성공에 대한 기대감이 높다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 120,000원으로 상향

투자의견 매수를 유지한다. 실적 추정을 상향하여 목표주가는 115,000원에서 120,000원으로 상향한다. 국내 렌탈 사업 호조로 안정적인 실적 개선이 예상된다. 높은 기말 배당수익률(2.8%)이 주가의 하방 경직성을 확보해 주고 있다. 현재 주가에서 하락 리스크는 크지 않다. 중국 정수기 시장 진출이 핵심이다. 중장기적인 관점에서 매수 전략이 유효하다.

KOSPI	2,074.20p
KOSDAQ	742.27p
시가총액	7,049.2 십억원
액면가	500 원
발행주식수	77.1 백만주
유동주식수	50.4 백만주(65.3%)
52 주 최고가/최저가	103,500 원/78,900 원
일평균 거래량 (60 일)	165,881 주
일평균 거래액 (60 일)	15,337 백만원
외국인 지분율	54.25%
주요주주	코웨이홀딩스 외 9 인 30.97%
	Lazard Asset Management LLC 외 39 인 5.21%
절대수익률	3 개월 -2.0%
	6 개월 8.6%
	12 개월 7.9%
KOSPI 대비	3 개월 -4.1%
상대수익률	6 개월 0.3%
	12 개월 4.2%

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	10.5	6.1	24.0	6.2
2015F	2,113.1	421.7	415.7	313.1	4,059	28.9	15,287	22.5	10.2	6.0	28.0	(6.7)
2016F	2,258.7	465.7	467.1	331.7	4,542	11.9	16,795	20.1	9.5	5.4	28.3	(16.3)
2017F	2,410.5	519.6	524.0	372.1	5,096	12.2	18,442	17.9	8.7	5.0	28.9	(24.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

코웨이의 2Q15 실적 예상

(십억원)	2Q15F	1Q15	%QoQ	2Q14	%YoY	컨센서스
매출액	530.3	506.1	4.8	523.3	1.3	538.5
영업이익	106.4	98.9	7.5	97.6	9.0	106.2
순이익	77.8	75.1	3.6	65.2	19.3	78.2
영업이익률 (%)	20.1	19.5		18.7		19.7
순이익률 (%)	14.7	14.8		12.5		14.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

코웨이의 수익 추정 변경

(십억원)	2015F			2016F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	2,111.5	2,113.1	0.1	2,256.9	2,258.7	0.1
영업이익	414.8	421.7	1.7	458.1	465.7	1.7
연결 순이익	314.9	320.6	1.8	361.8	368.9	2.0

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

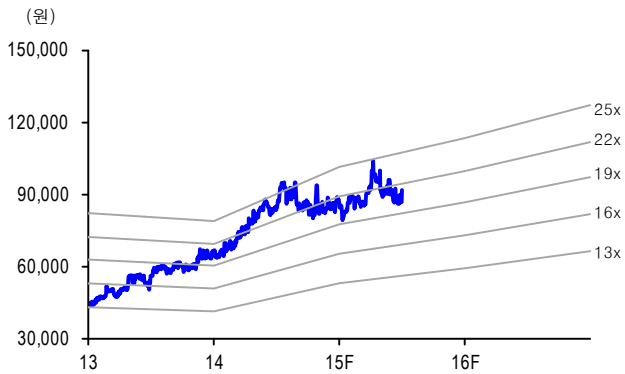
코웨이의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2015년 순이익	320.6	12개월 Forward 순이익	352.8	2016년 순이익	368.9
EPS (원)	4,157	EPS (원)	4,575	EPS (원)	4,784
PER (x)	29	Target PER (x)	26	PER (x)	25
목표주가 (원)	120,000	목표주가 (원)	120,000	목표주가 (원)	120,000
현재주가 (원)	91,400	현재주가 (원)	91,400	현재주가 (원)	91,400
현재주가 PER (x)	22.0	현재주가 PER (x)	20.0	현재주가 PER (x)	19.1

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

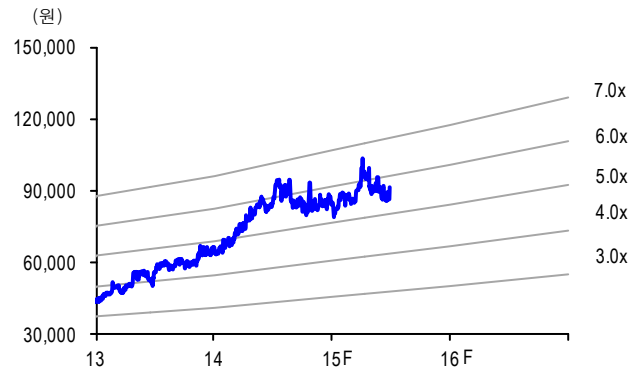
주: Target PER은 과거 3개년 평균 PER 22배를 20% 할증하여 계산

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	2,113.1	2,258.7	2,410.5
증감률 (% YoY)	7.0	4.1	4.9	6.9	6.7
렌탈 가입자 (건)	4,434,632	4,600,582	4,894,038	5,162,885	5,459,534
증감률 (% YoY)	(3.8)	3.7	6.4	5.5	5.7
렌탈 ARPU (원)	25,359	25,647	26,163	26,440	26,785
렌탈 매출	1,320.2	1,390.3	1,490.4	1,595.5	1,707.1
렌탈 등록 매출	13.2	10.2	6.7	4.4	2.9
멤버십 매출	172.3	183.4	184.9	187.2	189.4
일시불 매출	149.3	123.5	134.9	135.9	137.7
수출	144.6	167.4	149.5	171.9	190.7
ODM	112.7	120.3	106.3	122.2	133.9
해외 법인	31.9	47.1	43.2	49.7	56.8
화장품 매출	76.4	80.4	91.5	102.5	115.9
기타	57.7	58.4	55.1	61.4	66.7
증감률 (% YoY)					
렌탈	4.6	5.3	7.2	7.0	7.0
렌탈 등록	(44.6)	(22.4)	(34.4)	(34.4)	(34.4)
멤버십	6.8	6.4	0.9	1.2	1.2
일시불	3.2	(17.3)	9.2	0.7	1.4
수출	32.0	15.8	(10.7)	14.9	11.0
화장품	13.6	5.3	13.7	12.1	13.1
기타(리빙+수처리)	50.7	1.2	(5.6)	11.5	8.6
매출원가	651.7	673.4	684.0	737.6	787.3
매출원가율 (%)	33.7	33.4	32.4	32.7	32.7
매출총이익	1,282.1	1,340.3	1,429.1	1,521.1	1,623.2
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	67.6	67.3	67.3
판매비와관리비	948.9	962.7	1,007.4	1,055.4	1,103.5
판매비율 (%)	49.1	47.8	47.7	46.7	45.8
영업이익	333.2	377.6	421.7	465.7	519.6
영업이익률 (%)	17.2	18.8	20.0	20.6	21.6
증감률 (% YoY)	46.3	13.3	11.7	10.4	11.6
금융수익	3.9	2.3	2.4	3.9	(0.5)
금융비용	17.6	10.9	6.3	3.9	1.3
기타영업외손익	(9.1)	(8.5)	(2.2)	1.4	6.2
세전이익	350.5	329.9	415.7	467.1	524.0
법인세비용	97.9	86.9	102.6	116.8	131.0
법인세율 (%)	27.9	26.4	24.7	25.0	25.0
당기순이익	252.6	242.9	313.1	350.3	393.0
순이익률 (%)	13.1	12.1	14.8	15.5	16.3
증감률 (% YoY)	111.0	(3.8)	28.9	11.9	12.2
자회사 손익	(7.6)	(4.2)	7.5	18.6	27.9
연결 순이익	245.1	238.7	320.6	368.9	420.9
증감률 (% YoY)	160.6	(2.6)	34.3	15.1	14.1
별도 기준 EPS (원)	3,283	3,150	4,059	4,542	5,096
연결 기준 EPS (원)	3,178	3,095	4,157	4,784	5,458

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	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	14	15F	16F
매출액	494.8	523.3	496.1	499.5	506.1	530.3	533.9	542.8	549.5	564.5	567.0	577.8	2,013.7	2,113.1	2,258.7
증감률 (% YoY)	6.4	5.3	1.4	3.6	2.3	1.3	7.6	8.7	8.6	6.4	6.2	6.4	4.1	4.9	6.9
렌탈 매출	339.4	344.0	350.3	356.7	361.3	370.1	376.2	382.8	388.6	396.3	401.9	408.7	1,390.3	1,490.4	1,595.5
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	46.0	46.2	46.3	46.4	46.6	46.7	46.9	47.0	183.4	184.9	187.2
일시불 매출	27.6	37.4	31.8	26.7	30.0	39.0	33.0	33.0	33.8	36.5	31.6	34.0	123.5	134.9	135.9
수출	45.2	55.7	33.0	33.5	33.0	36.1	39.8	40.7	40.1	43.2	44.1	44.5	167.4	149.5	171.9
화장품 매출	21.0	22.3	17.2	20.0	23.1	22.3	22.3	23.7	24.7	25.1	25.9	26.8	80.4	91.5	102.5
기타	14.8	15.4	14.6	13.6	10.6	14.9	14.8	14.8	14.5	15.5	15.6	15.9	58.4	55.1	61.4
매출원가	169.3	180.5	162.5	161.1	159.3	172.5	174.9	177.3	178.7	184.8	185.4	188.6	673.4	684.0	737.6
매출원가율 (%)	34.2	34.5	32.8	32.3	31.5	32.5	32.8	32.7	32.5	32.7	32.7	32.6	33.4	32.4	32.7
판매비외관리비	235.7	245.2	236.6	245.2	247.9	251.4	251.7	256.4	263.0	262.1	263.5	266.8	962.7	1,007.4	1,055.4
판매비율 (%)	47.6	46.9	47.7	49.1	49.0	47.4	47.1	47.2	47.9	46.4	46.5	46.2	47.8	47.7	46.7
영업이익	89.9	97.6	97.0	93.2	98.9	106.4	107.3	109.1	107.8	117.5	118.0	122.4	377.6	421.7	465.7
영업이익률 (%)	18.2	18.7	19.5	18.7	19.5	20.1	20.1	20.1	19.6	20.8	20.8	21.2	18.8	20.0	20.6
증감률 (% YoY)	29.8	23.0	(0.1)	6.4	10.1	9.0	10.7	17.1	9.0	10.4	10.0	12.1	13.3	11.7	10.4
금융수익	0.7	0.4	0.7	0.4	0.3	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	2.3	2.4	3.9
금융비용	2.9	3.1	2.8	2.1	0.9	2.2	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.7	10.9	6.3	3.9
기타영업외손익	0.2	(8.3)	(6.6)	6.1	(0.0)	(1.0)	(0.7)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.5	0.8	(8.5)	(2.2)	1.4
세전이익	87.9	86.7	88.2	67.0	98.3	103.7	105.6	108.1	107.3	117.4	118.7	123.7	329.9	415.7	467.1
당기순이익	66.1	65.2	66.4	45.3	75.1	77.8	79.2	81.0	80.4	88.1	89.1	92.8	242.9	313.1	350.3
순이익률 (%)	13.4	12.5	13.4	9.1	14.8	14.7	14.8	14.9	14.6	15.6	15.7	16.1	12.1	14.8	15.5
증감률 (% YoY)	(17.6)	8.1	6.7	(9.4)	13.6	19.3	19.3	79.0	7.1	13.2	12.5	14.5	(3.8)	28.9	11.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

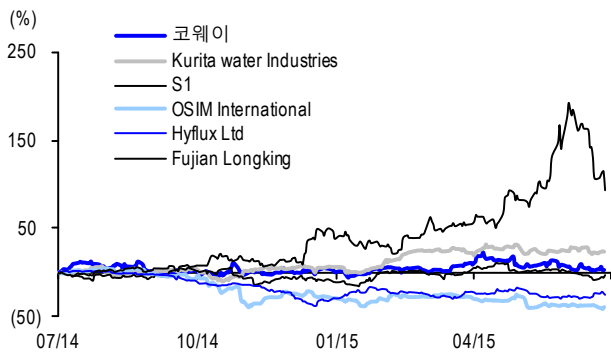
코웨이의 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망									
(건)	09	10	11	12	13	14	15F	16F	17F
ARPU (원)	24,713	24,129	24,905	25,258	25,359	25,647	26,163	26,440	26,785
총 가입자	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,434,632	4,600,582	4,894,038	5,162,885	5,459,534
순증 가입자	259,450	246,455	304,901	157,417	(172,788)	165,950	293,456	268,847	296,649
신규 가입자	1,188,939	1,167,378	1,272,538	1,218,911	1,165,966	1,330,052	1,463,898	1,507,326	1,535,600
계약 만료	436,446	419,214	451,370	521,109	477,717	636,142	634,082	725,347	694,779
해지율 (%)	13.5	12.9	12.5	12.1	10.8	11.9	11.7	11.0	10.5
증감률 (%)									
ARPU	0.8	(2.4)	3.2	1.4	0.4	1.1	2.0	1.1	1.3
총 가입자	7.1	6.3	7.4	3.5	(3.8)	3.7	6.4	5.5	5.7
순증 가입자	871.5	(5.0)	23.7	(48.4)	(209.8)	(196.0)	76.8	(8.4)	10.3
신규 가입자	13.7	(1.8)	9.0	(4.2)	(4.3)	14.1	10.1	3.0	1.9

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)		7,049.2	3,106.3	2,982.9	1,039.6	3,658.3	574.7
Sales (십억원)	2014	2,160.3	1,833.3	1,718.3	574.4	1,017.5	259.7
	2015F	2,298.5	1,704.6	1,881.4	571.8	1,223.9	385.6
	2016F	2,462.8	1,965.1	2,045.4	611.6	1,402.3	596.2
OP (십억원)	2014	364.4	188.1	172.3	104.6	88.5	(58.4)
	2015F	423.7	164.1	200.1	90.8	101.8	40.9
	2016F	474.7	182.6	232.4	105.5	120.1	71.5
OP margin (%)	2014	16.9	10.3	10.0	18.2	8.7	(22.5)
	2015F	18.4	9.6	10.6	15.9	8.3	10.6
	2016F	19.3	9.3	11.4	17.3	8.6	12.0
NP (십억원)	2014	249.7	101.0	111.8	84.9	79.2	47.8
	2015F	317.6	102.7	140.0	74.6	95.2	1.8
	2016F	357.9	119.2	165.4	85.4	110.9	31.4
NP margin (%)	2014	11.6	5.5	6.5	14.8	7.8	18.4
	2015F	13.8	6.0	7.4	13.1	7.8	0.5
	2016F	14.5	6.1	8.1	14.0	7.9	5.3
EPS Growth (% YoY)	2014	8.1	T/B	39.7	T/B	5.3	T/B
	2015F	16.7	9.4	15.7	T/B	122.0	T/B
	2016F	12.7	17.3	18.1	11.1	10.5	T/B
P/E (x)	2014	25.1	33.1	21.5	14.8	32.4	50.9
	2015F	22.1	29.5	20.7	14.4	19.2	n/a
	2016F	19.6	25.1	17.5	12.9	17.4	29.7
P/B (x)	2014	6.0	1.5	2.7	3.5	4.8	1.5
	2015F	5.6	1.5	2.8	2.9	3.2	0.8
	2016F	4.9	1.5	2.5	2.7	2.7	0.8
EV/EBITDA (x)	2014	10.8	8.2	8.0	8.9	24.1	n/a
	2015F	10.9	8.6	8.7	7.5	n/a	20.2
	2016F	10.0	8.2	7.8	6.6	n/a	12.9
ROE (%)	2014	25.2	4.7	13.1	28.8	15.6	5.2
	2015F	28.1	5.4	14.6	19.2	18.0	(1.4)
	2016F	27.4	5.9	15.8	20.1	18.7	3.8

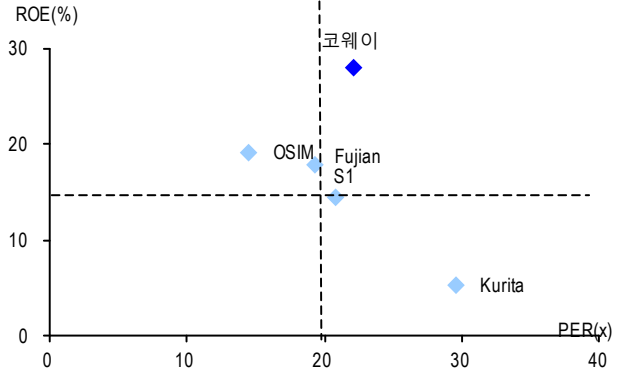
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



자료: 블룸버그, 신한금융투자

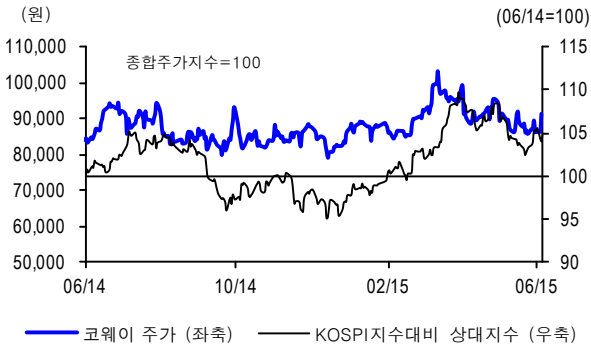
Global Peers Valuation 비교



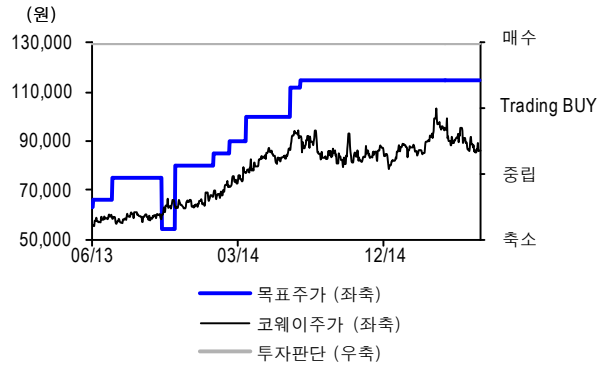
자료: 블룸버그, 신한금융투자

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 사채에 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 06월 30일	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	기준
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
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

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2015년 06월 26일 기준)

매수 (매수)	83.84%	Trading BUY (중립)	11.11%	중립 (중립)	5.05%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	--------	---------	-------	---------	----