



# 코웨이 (021240)

# 단기 악재 반영, 펀더멘탈 개선 흐름 유효

# 매수 (유지)

주가 (9월 4일) **81,700** 원 목표주가 **125,000** 원 (유지) 상승여력 **53.0%** 

공영규 🙃 (02)

**1** (02) 3772-1527

손승우

**1** (02) 3772-1565

| KOSPI         | 1,886.04p                    |
|---------------|------------------------------|
| KOSDAQ        | 650.45p                      |
| 시가총액          | 6,301.1 십억원                  |
| 액면가           | 500 원                        |
| 발행주식수         | 77.1 백만주                     |
| 유동주식수         | 50.4 백만 <del>주</del> (65.4%) |
| 52 주 최고가/최저가  | 105,500 원/78,900 원           |
| 일평균 거래량 (60일) | 211,225 주                    |
| 일평균 거래액 (60일) | 19,267 백만원                   |
| 외국인 지분율       | 52.78%                       |
| 주요주주 코웨이홀딩    | 당스 외 9 인 30.97%              |
|               | 국민연금 6.04%                   |
| 절대수익률         | 3 개월 -6.8%                   |
|               | 6 개월 -4.3%                   |
|               | 12 개월 -4.9%                  |
| KOSPI 대비      | 3개월 2.4%                     |
| 상대수익률         | 6개월 1.4%                     |
|               | 0개월 1.470                    |

- ◆ 3Q15 영업이익 1,107억원(+14.2% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망
- ◆ 매각 우려감은 주가에 반영, 하반기 실적 개선과 중국 정수기 시업 기대
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가 125,000원 유지

#### 3Q15 영업이익 1,107억원(+14.2% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망

K-IFRS 별도 기준 2분기 매출액은 5,330억원(+7.4% YoY), 영업이익은 1,107억원(+14.2% YoY)으로 전망한다. 렌탈 매출은 3,745억원(+6.9% YoY), 일시불 매출은 357억원(+12.4% YoY)을 전망한다. 수출은 405억원(+22.7% YoY), 화장품 매출은 220억원(+27.9% YoY)을 예상한다. 영업이익은 컨센서스(1,102억원)에 부합할 전망이다.

#### 매각 우려감은 주가에 반영, 하반기 실적 개선과 중국 정수기 사업 기대

대주주인 MBK파트너스는 코웨이를 인수한지 3년이 지나지 않았지만 기업 가치가 2배 이상 상승하자 지난달 코웨이 매각 절차에 돌입했다고 밝혔다. 2분기호실적에도 불구하고 오너십 리스크 부각으로 주가는 24% 하락했다.

MBK파트너스는 사모펀드이다. 투자금 회수에 대한 당위성은 충분하다. 코웨이는 환경가전의 경쟁력을 바탕으로 해외 시장 진출을 노리고 있다. 새로운 인수 자와 해외 사업에서 시너지가 있다면 오히려 매각이 긍정적 일 수 있다.

현재 주가의 배당 수익률은 3.2%이다. 사업의 안정성이 높기 때문에 배당 수익이 줄어들 가능성은 거의 없다. 신규 인수자가 LBO(Leveraged Buy Outs)로 코웨이를 인수 해도 배당 수익으로 이자 비용을 커버할 수 있다.

하반기에도 안정적인 실적 개선이 기대된다. 매출액은 1.07조원(+7.5% YoY), 영업이익은 2,183억원(+14.8% YoY)을 예상한다. 중국 정수기 사업은 파트너사 선정 등 진출 계획이 구체화될 전망이다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가 125,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 125,000원을 유지한다. 목표주가는 K-IFRS 연결 기준 12개월 Forward EPS 4,794원에 Target PER 26배를 적용했다. 현재 주가는 매각 우려감을 충분히 반영했다. 조만간 인수 후보자가 선정되면 불확실성은 해소될 전망이다. 매각은 단기 악재이다. 조정 기간 매수 전략이 유리하다.

| 12월 결산 | 매출액     | 영업이익  | 세전이익  | 순이익   | EPS   | 증기율   | BPS    | PER  | EV/EBITDA | PBR | ROE  | 순부채비율  |
|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------|-----------|-----|------|--------|
|        | (십억원)   | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원)   | (%)   | (원)    | (明)  | (배)       | (明) | (%)  | (%)    |
| 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  | 2,103.8 | 428.9 | 427.0 | 325.2 | 4,216 | 33.8  | 15,443 | 19.4 | 9.8       | 5.3 | 28.9 | (4.1)  |
| 2016F  | 2,258.2 | 475.2 | 479.5 | 346.7 | 4,725 | 12.1  | 17,145 | 17.3 | 9.0       | 4.8 | 29.0 | (11.0) |
| 2017F  | 2,420.5 | 537.5 | 545.7 | 394.6 | 5,377 | 13.8  | 19,082 | 15.2 | 8.2       | 4.3 | 29.7 | (17.3) |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준



| 코웨이의 3Q15 실적 예상 |       |       |       |       |      |       |  |  |  |  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--|--|--|--|
| (십억원)           | 3Q15F | 2Q15  | %QoQ  | 3Q14  | %YoY | 컨센서스  |  |  |  |  |
| 매출액             | 533.0 | 527.5 | 1.0   | 496.1 | 7.4  | 533.1 |  |  |  |  |
| 영업이익            | 110.7 | 111.7 | (0.9) | 97.0  | 14.2 | 110.2 |  |  |  |  |
| 순이익             | 83.5  | 85.0  | (1.8) | 66.4  | 25.8 | 87.2  |  |  |  |  |
| 영업이익률 (%)       | 20.8  | 21.2  |       | 19.5  |      | 20.7  |  |  |  |  |
| 순이익률 (%)        | 15.7  | 16.1  |       | 13.4  |      | 16.4  |  |  |  |  |

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

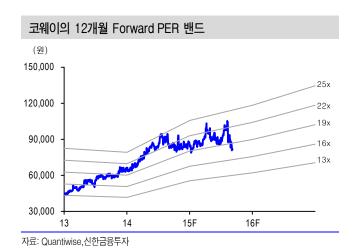
| 코웨이의 수익 추정 변경 |         |         |         |         |         |         |  |  |  |  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|--|--|--|
|               |         | 2015F   |         | 2016F   |         |         |  |  |  |  |
| (십억원)         | 변경전     | 변경후     | 변경률 (%) | 변경전     | 변경후     | 변경률 (%) |  |  |  |  |
| 매출액           | 2,100.9 | 2,103.8 | 0.1     | 2,254.7 | 2,258.2 | 0.2     |  |  |  |  |
| 영업이익          | 428.2   | 428.9   | 0.2     | 474.4   | 475.2   | 0.2     |  |  |  |  |
| 연결 순이익        | 332.5   | 332.7   | 0.1     | 382.7   | 382.1   | (0.2)   |  |  |  |  |

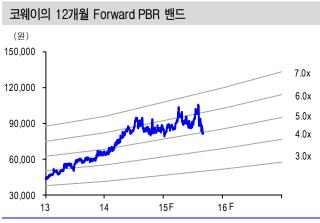
자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

| 코웨이의 목표주기    | ŀ 계산    |                  |         |              |         |
|--------------|---------|------------------|---------|--------------|---------|
| (십억원)        | 계산      | (십억원)            | 계산      | (십억원)        | 계산      |
| 2015년 순이익    | 332.7   | 12개월 Forward 순이익 | 369.8   | 2016년 순이익    | 382.1   |
| EPS (원)      | 4,314   | EPS (원)          | 4,794   | EPS (원)      | 4,955   |
| PER (x)      | 29      | Target PER (x)   | 26      | PER (x)      | 25      |
| 목표주가 (원)     | 125,000 | 목표주가 (원)         | 125,000 | 목표주가 (원)     | 125,000 |
| 현재주가 (원)     | 81,700  | 현재주가 (원)         | 81,700  | 현재주가 (원)     | 81,700  |
| 현재주가 PER (x) | 18.9    | 현재주가 PER (x)     | 17.0    | 현재주가 PER (x) | 16.5    |

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

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







| 코웨이의 영업실적 추정              |                 |                 |                 |                 |                 |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (십억원)                     | 13              | 14              | 15F             | 16F             | 17F             |
| 매출액                       | 1,933.7         | 2,013.7         | 2,103.8         | 2,258.2         | 2,420.5         |
| 증감률 (% YoY)               | 7.0             | 4.1             | 4.5             | 7.3             | 7.2             |
| 렌탈 가입자 (건)                | 4,434,632       | 4,600,582       | 4,851,275       | 5,098,519       | 5,375,735       |
| 증감률 (% YoY)               | (3.8)           | 3.7             | 5.4             | 5.1             | 5.4             |
| 렌탈 ARPU (원)               | 25,359          | 25,647          | 26,184          | 26,452          | 26,803          |
| 렌탈 매출                     | 1,320.2         | 1,390.3         | 1,484.9         | 1,579.1         | 1,684.4         |
| 렌탈 등록 매출                  | 13.2            | 10.2            | 6.7             | 4.4             | 2.9             |
| 멤버십 매출                    | 172.3           | 183.4           | 182.6           | 184.0           | 186.2           |
| 일시불 매출                    | 149.3           | 123.5           | 137.9           | 149.2           | 166.2           |
| 수출                        | 144.6           | 167.4           | 155.9           | 189.9           | 211.5           |
| ODM                       | 112.7           | 120.3           | 96.2            | 122.2           | 133.9           |
| 해외 법인                     | 31.9            | 47.1            | 59.7            | 67.7            | 77.6            |
| 화장품 매출                    | 76.4            | 80.4            | 89.5            | 100.2           | 113.3           |
| 기타                        | 57.7            | 58.4            | 46.2            | 51.4            | 55.9            |
| 증감률 (% YoY)               |                 |                 |                 |                 |                 |
| 렌탈                        | 4.6             | 5.3             | 6.8             | 6.3             | 6.7             |
| 렌탈 등록                     | (44.6)          | (22.4)          | (34.4)          | (34.4)          | (34.4)          |
| 멤버십                       | 6.8             | 6.4             | (0.4)           | 0.8             | 1.2             |
| 일시불                       | 3.2             | (17.3)          | 11.7            | 8.2             | 11.4            |
| 수출                        | 32.0            | 15.8            | (6.9)           | 21.8            | 11.4            |
| 화장품                       | 13.6            | 5.3             | 11.3            | 12.0            | 13.1            |
| 기타(리빙+수처리)                | 50.7            | 1.2             | (20.8)          | 11.1            | 8.8             |
| 매출원가                      | 651.7           | 673.4           | 671.4           | 732.2<br>32.4   | 786.0           |
| 매출원가율 (%)<br>매출총이익        | 33.7            | 33.4            | 31.9            |                 | 32.5<br>1,634.4 |
| 매출송이익<br>매출총이익률 (%)       | 1,282.1<br>66.3 | 1,340.3<br>66.6 | 1,432.4<br>68.1 | 1,526.0<br>67.6 | 67.5            |
| 메일등이 다일 (70)<br>판매비와관리비   | 948.9           | 962.7           | 1,003.5         | 1,050.8         | 1,097.0         |
| 판관비율 (%)                  | 946.9<br>49.1   | 902.7<br>47.8   | 1,003.5<br>47.7 | 1,050.6         | 45.3            |
| 영업이익                      | 333.2           | 377.6           | 428.9           | 475.2           | 537.5           |
| 영업이익률 (%)                 | 17.2            | 18.8            | 20.4            | 21.0            | 22.2            |
| 증납에 기술 (개)<br>증감률 (% YoY) | 46.3            | 13.3            | 13.6            | 10.8            | 13.1            |
| 금융수익                      | 3.9             | 2.3             | 1.9             | 2.8             | (0.7)           |
| 금융비용                      | 17.6            | 10.9            | 5.8             | 3.9             | 1.3             |
| 기타영업외손익                   | (9.1)           | (8.5)           | 2.0             | 5.4             | 10.2            |
| 세전이익                      | 350.5           | 329.9           | 427.0           | 479.5           | 545.7           |
| 법인세비용                     | 97.9            | 86.9            | 101.8           | 115.1           | 131.0           |
| 법인세율 (%)                  | 27.9            | 26.4            | 23.8            | 24.0            | 24.0            |
| 당기순이익                     | 252.6           | 242.9           | 325.2           | 364.4           | 414.7           |
| 순이익률 (%)                  | 13.1            | 12.1            | 15.5            | 16.1            | 17.1            |
| 증감률 (% YoY)               | 111.0           | (3.8)           | 33.9            | 12.1            | 13.8            |
| 자회사 손익                    | (7.6)           | (4.2)           | 7.5             | 17.7            | 26.5            |
| 연결 순이익                    | 245.1           | 238.7           | 332.7           | 382.1           | 441.3           |
| 증감률 (% YoY)               | 160.6           | (2.6)           | 39.4            | 14.9            | 15.5            |
| 별도 기준 EPS (원)             | 3,283           | 3,150           | 4,216           | 4,725           | 5,377           |
| 연결 기준 EPS (원)             | 3,178           | 3,095           | 4,314           | 4,955           | 5,721           |
|                           |                 | -,              | .,              | -,- 50          | -,              |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

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





| 코웨이의 분기           | 코웨이의 분기별 실적 추이 및 전망 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
|-------------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| (십억원)             | 1Q14                | 2Q14  | 3Q14  | 4Q14  | 1Q15  | 2Q15  | 3Q15F | 4Q15F | 1Q16F | 2Q16F | 3Q16F | 4Q16F | 14      | 15F     | 16F     |
| 매출액               | 494.8               | 523.3 | 496.1 | 499.5 | 506.1 | 527.5 | 533.0 | 537.3 | 545.8 | 565.6 | 570.7 | 576.1 | 2,013.7 | 2,103.8 | 2,258.2 |
| 증감률 (% YoY)       | 6.4                 | 5.3   | 1.4   | 3.6   | 2.3   | 8.0   | 7.4   | 7.6   | 7.8   | 7.2   | 7.1   | 7.2   | 4.1     | 4.5     | 7.3     |
| 렌탈 매출             | 339.4               | 344.0 | 350.3 | 356.7 | 361.3 | 369.4 | 374.5 | 379.8 | 385.4 | 392.3 | 397.5 | 403.9 | 1,390.3 | 1,484.9 | 1,579.1 |
| 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  | 45.4  | 45.5  | 45.7  | 45.8  | 45.9  | 46.1  | 46.2  | 183.4   | 182.6   | 184.0   |
| 일시불 매출            | 27.6                | 37.4  | 31.8  | 26.7  | 30.0  | 41.4  | 35.7  | 30.8  | 33.3  | 41.6  | 37.9  | 36.4  | 123.5   | 137.9   | 149.2   |
| 수출                | 45.2                | 55.7  | 33.0  | 33.5  | 33.0  | 39.0  | 40.5  | 43.4  | 43.7  | 47.7  | 49.5  | 49.1  | 167.4   | 155.9   | 189.9   |
| 화장품 매출            | 21.0                | 22.3  | 17.2  | 20.0  | 23.1  | 21.1  | 22.0  | 23.3  | 24.2  | 24.4  | 25.3  | 26.2  | 80.4    | 89.5    | 100.2   |
| 기타                | 14.8                | 15.4  | 14.6  | 13.6  | 10.6  | 9.4   | 13.3  | 12.9  | 12.1  | 12.5  | 13.3  | 13.4  | 58.4    | 46.2    | 51.4    |
| 매 <del>출</del> 원가 | 169.3               | 180.5 | 162.5 | 161.1 | 159.3 | 166.8 | 171.4 | 174.0 | 176.0 | 183.6 | 185.8 | 186.8 | 673.4   | 671.4   | 732.2   |
| 매출원가율 (%)         | 34.2                | 34.5  | 32.8  | 32.3  | 31.5  | 31.6  | 32.2  | 32.4  | 32.2  | 32.5  | 32.6  | 32.4  | 33.4    | 31.9    | 32.4    |
| 판매비와관리비           | 235.7               | 245.2 | 236.6 | 245.2 | 247.9 | 249.0 | 250.9 | 255.7 | 262.2 | 260.4 | 262.4 | 265.7 | 962.7   | 1,003.5 | 1,050.8 |
| 판관비율 (%)          | 47.6                | 46.9  | 47.7  | 49.1  | 49.0  | 47.2  | 47.1  | 47.6  | 48.0  | 46.0  | 46.0  | 46.1  | 47.8    | 47.7    | 46.5    |
| 영업이익              | 89.9                | 97.6  | 97.0  | 93.2  | 98.9  | 111.7 | 110.7 | 107.6 | 107.6 | 121.5 | 122.6 | 123.6 | 377.6   | 428.9   | 475.2   |
| 영업이익률 (%)         | 18.2                | 18.7  | 19.5  | 18.7  | 19.5  | 21.2  | 20.8  | 20.0  | 19.7  | 21.5  | 21.5  | 21.5  | 18.8    | 20.4    | 21.0    |
| 증감률 (% YoY)       | 29.8                | 23.0  | (0.1) | 6.4   | 10.1  | 14.4  | 14.2  | 15.5  | 8.7   | 8.8   | 10.7  | 14.8  | 13.3    | 13.6    | 10.8    |
| 금융수익              | 0.7                 | 0.4   | 0.7   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.5   | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.7   | 0.9   | 2.3     | 1.9     | 2.8     |
| 금융비용              | 2.9                 | 3.1   | 2.8   | 2.1   | 0.9   | 1.7   | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 10.9    | 5.8     | 3.9     |
| 기타영업외손익           | 0.2                 | (8.3) | (6.6) | 6.1   | (0.0) | 1.1   | 0.3   | 0.6   | 0.9   | 1.2   | 1.5   | 1.8   | (8.5)   | 2.0     | 5.4     |
| 세전이익              | 87.9                | 86.7  | 88.2  | 67.0  | 98.3  | 111.4 | 109.8 | 107.4 | 107.8 | 122.2 | 123.9 | 125.6 | 329.9   | 427.0   | 479.5   |
| 당기순이익             | 66.1                | 65.2  | 66.4  | 45.3  | 75.1  | 85.0  | 83.5  | 81.6  | 81.9  | 92.9  | 94.2  | 95.5  | 242.9   | 325.2   | 364.4   |
| 순이익률 (%)          | 13.4                | 12.5  | 13.4  | 9.1   | 14.8  | 16.1  | 15.7  | 15.2  | 15.0  | 16.4  | 16.5  | 16.6  | 12.1    | 15.5    | 16.1    |
| 증감률 (% YoY)       | (17.6)              | 8.1   | 6.7   | (9.4) | 13.6  | 30.4  | 25.8  | 80.3  | 9.1   | 9.3   | 12.8  | 17.0  | (3.8)   | 33.9    | 12.1    |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

| 코웨이의 렌탈  | 코웨이의 렌탈 기입자 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    | 26,184    | 26,452    | 26,803    |  |  |  |  |
| 총 가입자    | 3,898,647                   | 4,145,102 | 4,450,003 | 4,607,420 | 4,434,632 | 4,600,582 | 4,851,275 | 5,098,519 | 5,375,735 |  |  |  |  |
| 순증 가입자   | 259,450                     | 246,455   | 304,901   | 157,417   | (172,788) | 165,950   | 250,693   | 247,244   | 277,216   |  |  |  |  |
| 신규 가입자   | 1,188,939                   | 1,167,378 | 1,272,538 | 1,218,911 | 1,165,966 | 1,330,052 | 1,430,930 | 1,474,358 | 1,523,867 |  |  |  |  |
| 계약 만료    | 436,446                     | 419,214   | 451,370   | 521,109   | 477,717   | 636,142   | 630,424   | 725,347   | 694,779   |  |  |  |  |
| 해지율 (%)  | 13.5                        | 12.9      | 12.5      | 12.1      | 10.8      | 11.9      | 12.0      | 11.4      | 10.8      |  |  |  |  |
| 증감률 (%)  |                             |           |           |           |           |           |           |           |           |  |  |  |  |
| ARPU     | 0.8                         | (2.4)     | 3.2       | 1.4       | 0.4       | 1.1       | 2.1       | 1.0       | 1.3       |  |  |  |  |
| 총 가입자    | 7.1                         | 6.3       | 7.4       | 3.5       | (3.8)     | 3.7       | 5.4       | 5.1       | 5.4       |  |  |  |  |
| 순증 가입자   | 871.5                       | (5.0)     | 23.7      | (48.4)    | (209.8)   | (196.0)   | 51.1      | (1.4)     | 12.1      |  |  |  |  |
| 신규 가입자   | 13.7                        | (1.8)     | 9.0       | (4.2)     | (4.3)     | 14.1      | 7.6       | 3.0       | 3.4       |  |  |  |  |

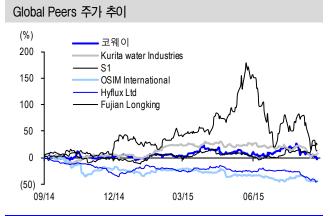
주: 2013년 렌탈 가입자는 채권 미회수 계정 365,316개 제외





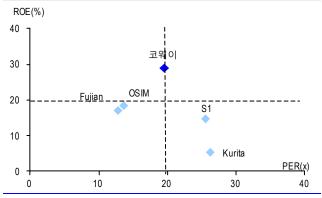
| 코웨이 Glob   | oal Peers |           |                            |           |                       |                 |            |
|------------|-----------|-----------|----------------------------|-----------|-----------------------|-----------------|------------|
| 회사명        |           | 코웨이       | Kurita water<br>Industries | S1        | OSIM<br>International | Fujian Longking | Hyflux Ltd |
| Ticker     |           | 021240 KS | 6370 JP                    | 012750 KS | OSIM SP               | 600388 CH       | HYF SP     |
| 시가총액 (십억원  | 원)        | 6,301.1   | 3,047.6                    | 3,621.3   | 2,356.5               | 419.8           | 935.7      |
| Sales      | 2013      | 2,160.3   | 1,833.3                    | 1,718.3   | 1,017.5               | 259.7           | 574.4      |
| (십억원)      | 2014F     | 2,271.8   | 1,704.6                    | 1,882.0   | 1,245.6               | 366.5           | 558.8      |
|            | 2015F     | 2,439.6   | 2,113.9                    | 2,046.4   | 1,399.5               | 574.1           | 598.0      |
| OP         | 2013      | 364.4     | 188.1                      | 172.3     | 88.5                  | (58.4)          | 104.6      |
| (십억원)      | 2014F     | 424.2     | 164.1                      | 195.2     | 113.5                 | 40.5            | 88.6       |
|            | 2015F     | 472.3     | 198.7                      | 226.4     | 133.3                 | 69.8            | 98.8       |
| OP margin  | 2013      | 16.9      | 10.3                       | 10.0      | 8.7                   | (22.5)          | 18.2       |
| (%)        | 2014F     | 18.7      | 9.6                        | 10.4      | 9.1                   | 11.1            | 15.9       |
|            | 2015F     | 19.4      | 9.4                        | 11.1      | 9.5                   | 12.2            | 16.5       |
| NP         | 2013      | 249.7     | 101.0                      | 111.8     | 79.2                  | 47.8            | 84.9       |
| (십억원)      | 2014F     | 321.0     | 102.7                      | 138.0     | 99.7                  | (3.0)           | 71.4       |
|            | 2015F     | 357.7     | 129.2                      | 161.1     | 116.2                 | 29.8            | 79.0       |
| NP margin  | 2013      | 11.6      | 5.5                        | 6.5       | 7.8                   | 18.4            | 14.8       |
| (%)        | 2014F     | 14.1      | 6.0                        | 7.3       | 8.0                   | (8.0)           | 12.8       |
|            | 2015F     | 14.7      | 6.1                        | 7.9       | 8.3                   | 5.2             | 13.2       |
| EPS Growth | 2013      | 8.1       | T/B                        | 39.7      | 5.3                   | T/B             | T/B        |
| (% YoY)    | 2014F     | 17.8      | 9.4                        | 14.0      | 111.6                 | T/B             | T/B        |
|            | 2015F     | 11.9      | 27.9                       | 16.7      | 14.5                  | T/B             | 11.8       |
| P/E        | 2013      | 25.1      | 33.1                       | 21.5      | 32.4                  | 50.9            | 14.8       |
| (x)        | 2014F     | 19.5      | 26.2                       | 25.5      | 12.8                  | n/a             | 13.6       |
|            | 2015F     | 17.5      | 22.1                       | 21.9      | 11.2                  | 23.8            | 12.1       |
| P/B        | 2013      | 6.0       | 1.5                        | 2.7       | 4.8                   | 1.5             | 3.5        |
| (x)        | 2014F     | 5.3       | 1.4                        | 3.4       | 2.4                   | 0.6             | 2.6        |
|            | 2015F     | 4.6       | 1.3                        | 3.1       | 2.1                   | 0.6             | 2.4        |
| EV/EBITDA  | 2013      | 10.8      | 8.2                        | 8.0       | 24.1                  | n/a             | 8.9        |
| (x)        | 2014F     | 9.8       | 7.4                        | 10.6      | 17.2                  | 18.1            | 6.9        |
|            | 2015F     | 9.0       | 7.1                        | 9.4       | 15.3                  | 13.0            | 6.3        |
| ROE        | 2013      | 25.2      | 4.7                        | 13.1      | 15.6                  | 5.2             | 28.8       |
| (%)        | 2014F     | 29.0      | 5.4                        | 14.8      | 17.1                  | (2.5)           | 18.5       |
|            | 2015F     | 28.4      | 5.9                        | 15.5      | 17.3                  | 3.4             | 19.0       |

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자



자료: 블룸버그, 신한금융투자

### Global Peers Valuation 비교



자료: 블룸버그, 신한금융투자





## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원)      | 2013    | 2014    | 2015F   | 2016F   | 2017F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자신총계              | 1,641.1 | 1,576.0 | 1,672.6 | 1,799.0 | 1,997.3 |
| 유동자산              | 642.5   | 573.1   | 645.1   | 730.2   | 880.9   |
| 현금및현금성자산          | 201.3   | 105.5   | 156.8   | 206.1   | 319.2   |
| 매출채권              | 265.9   | 273.6   | 285.9   | 306.8   | 328.9   |
| 재고자산              | 40.9    | 41.8    | 43.6    | 46.8    | 50.2    |
| 비유동자산             | 998.6   | 1,002.9 | 1,027.5 | 1,068.7 | 1,116.4 |
| 유형자산              | 596.8   | 617.6   | 643.8   | 681.4   | 724.0   |
| 무형자산              | 150.9   | 147.8   | 140.7   | 134.8   | 130.0   |
| 투자자산              | 154.0   | 123.2   | 128.8   | 138.2   | 148.1   |
| 기타금융업자산           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 부채총계              | 673.7   | 517.0   | 481.6   | 459.0   | 487.7   |
| 유동부채              | 636.8   | 468.0   | 430.8   | 405.0   | 430.6   |
| 단기차입금             | 172.0   | 162.8   | 100.0   | 50.0    | 50.0    |
| 매입채무              | 29.5    | 46.5    | 60.5    | 64.9    | 69.6    |
| 유동성장기부채           | 146.1   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동부채             | 36.9    | 49.0    | 50.8    | 53.9    | 57.2    |
| 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     |
| 자 <del>본총</del> 계 | 967.3   | 1,059.0 | 1,191.0 | 1,340.0 | 1,509.5 |
| 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 | 1,133.8 | 1,265.1 | 1,414.5 |
| 지배주주지분            | 967.3   | 1,059.0 | 1,191.0 | 1,322.3 | 1,471.7 |
| 비지배주주지분           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 17.7    | 37.8    |
| *총차입금             | 332.1   | 171.0   | 108.2   | 58.2    | 58.2    |
| *순차입금(순현금)        | 130.5   | 65.3    | (48.6)  | (147.9) | (260.9) |

#### 포괄손익계산서

| ~2C 7/11C/1    |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산 (십억원)   | 2013    | 2014    | 2015F   | 2016F   | 2017F   |
| 매출액            | 1,933.7 | 2,013.6 | 2,103.8 | 2,258.2 | 2,420.5 |
| 증가율 (%)        | 7.0     | 4.1     | 4.5     | 7.3     | 7.2     |
| 매출원가           | 651.7   | 673.4   | 671.4   | 732.2   | 786.0   |
| 매출총이익          | 1,282.1 | 1,340.3 | 1,432.4 | 1,526.0 | 1,634.4 |
| 매출총이익률 (%)     | 66.3    | 66.6    | 68.1    | 67.6    | 67.5    |
| 판매관리비          | 948.9   | 962.8   | 1,003.5 | 1,050.8 | 1,097.0 |
| 영업이익           | 333.2   | 377.5   | 428.9   | 475.2   | 537.5   |
| 증가율 (%)        | 46.3    | 13.3    | 13.6    | 10.8    | 13.1    |
| 영업이익률 (%)      | 17.2    | 18.7    | 20.4    | 21.0    | 22.2    |
| 영업외손익          | 17.3    | (47.8)  | (2.0)   | 4.3     | 8.2     |
| 금융손익           | (13.7)  | (8.6)   | (3.9)   | (1.1)   | (2.0)   |
| 기타영업외손익        | (9.1)   | (8.5)   | 2.0     | 5.4     | 10.2    |
| 종속 및 관계기업관련손익  | 40.1    | (30.6)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전계속사업이익       | 350.5   | 329.7   | 427.0   | 479.5   | 545.7   |
| 법인세비용          | 97.4    | 86.8    | 101.8   | 115.1   | 131.0   |
| 계속사업이익         | 253.2   | 242.9   | 325.2   | 364.4   | 414.7   |
| 중단사업이익         | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익          | 253.2   | 242.9   | 325.2   | 364.4   | 414.7   |
| 증가율 (%)        | 111.4   | (4.1)   | 33.8    | 12.1    | 13.8    |
| 순이익률 (%)       | 13.1    | 12.1    | 15.5    | 16.1    | 17.1    |
| (지배주주)당기순이익    | 253.2   | 242.9   | 325.2   | 346.7   | 394.6   |
| (비지배주주)당기순이익   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 17.7    | 20.1    |
| 총포괄이익          | 252.6   | 235.2   | 325.2   | 364.4   | 414.7   |
| (지배주주)총포괄이익    | 252.6   | 235.2   | 325.2   | 364.4   | 414.7   |
| (비지배주주)총포괄이익   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| EBITDA         | 521.9   | 577.0   | 637.5   | 682.6   | 743.8   |
| 증가율 (%)        | 30.6    | 10.6    | 10.5    | 7.1     | 9.0     |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.0    | 28.7    | 30.3    | 30.2    | 30.7    |

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

#### 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원)        | 2013    | 2014    | 2015F   | 2016F   | 2017F   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로인하현금호름        | 517.6   | 498.5   | 499.3   | 542.2   | 584.4   |
| 당기순이익               | 253.2   | 242.9   | 325.2   | 364.4   | 414.7   |
| 당기군이득<br>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)  | (38.4)  | (30.7)  | (38.6)  |
| (법인세납부)             | (41.4)  | (97.6)  | (101.8) | (115.1) | (131.0) |
| 기타                  | 160.3   | 143.5   | 105.8   | 116.3   | 133.1   |
| 투자활동으로인한현금흐름        | (58.4)  | (268.9) | (231.1) | (245.7) | (254.6) |
| 유형자산의증가(CAPEX)      | (245.7) | (275.7) | (317.7) | (329.0) | (334.0) |
| 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     | (5.5)   | (9.4)   | (9.9)   |
| 기타                  | (10.6)  | (4.2)   | 2.1     | 2.7     | (0.7)   |
| FCF                 | 348.0   | 170.8   | 222.1   | 227.8   | 268.5   |
| 재무활동으로인한현금흐름        | (376.8) | (325.3) | (216.9) | (247.1) | (216.8) |
| 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) | (193.2) | (215.5) |
| 기타                  | (50.7)  | (77.9)  | (5.8)   | (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)  | 51.3    | 49.4    | 113.0   |
| 기초현금                | 118.9   | 201.3   | 105.5   | 156.8   | 206.1   |
| 기말현금                | 201.3   | 105.5   | 156.8   | 206.1   | 319.2   |
|                     |         |         |         |         |         |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

#### 표지지루 요주

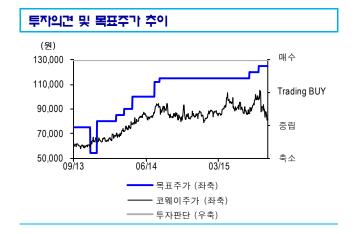
| 구표 구시시표        |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산         | 2013   | 2014   | 2015F  | 2016F  | 2017F  |
| EPS (당기순이익, 원) | 3,283  | 3,150  | 4,216  | 4,725  | 5,377  |
| EPS (지배순이익, 원) | 3,283  | 3,150  | 4,216  | 4,725  | 5,377  |
| BPS (자본총계, 원)  | 12,543 | 13,732 | 15,443 | 17,374 | 19,573 |
| BPS (지배지분, 원)  | 12,543 | 13,732 | 15,443 | 17,145 | 19,082 |
| DPS (원)        | 2,710  | 2,000  | 2,600  | 2,900  | 3,300  |
| PER (당기순이익, 배) | 20.2   | 26.7   | 19.4   | 17.3   | 15.2   |
| PER (지배순이익, 배) | 20.2   | 26.7   | 19.4   | 17.3   | 15.2   |
| PBR (자본총계, 배)  | 5.3    | 6.1    | 5.3    | 4.7    | 4.2    |
| PBR (지배지분, 배)  | 5.3    | 6.1    | 5.3    | 4.8    | 4.3    |
| EV/EBITDA (배)  | 10.1   | 11.4   | 9.8    | 9.0    | 8.2    |
| 배당성향 (%)       | 79.8   | 61.1   | 59.4   | 62.1   | 62.1   |
| 배당수익률 (%)      | 4.1    | 2.4    | 3.2    | 3.5    | 4.0    |
| 수익성            |        |        |        |        |        |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.0   | 28.7   | 30.3   | 30.2   | 30.7   |
| 영업이익률 (%)      | 17.2   | 18.7   | 20.4   | 21.0   | 22.2   |
| 순이익률 (%)       | 13.1   | 12.1   | 15.5   | 16.1   | 17.1   |
| ROA (%)        | 15.1   | 15.1   | 20.0   | 21.0   | 21.8   |
| ROE (지배순이익, %) | 28.6   | 24.0   | 28.9   | 29.0   | 29.7   |
| ROIC (%)       | 26.3   | 31.1   | 35.0   | 37.6   | 40.5   |
| 인정성            |        |        |        |        |        |
| 부채비율 (%)       | 69.6   | 48.8   | 40.4   | 34.2   | 32.3   |
| 순차입금비율 (%)     | 13.5   | 6.2    | (4.1)  | (11.0) | (17.3) |
| 현금비율 (%)       | 31.6   | 22.5   | 36.4   | 50.9   | 74.1   |
| 이자보상배율 (배)     | 19.0   | 34.8   | 74.1   | 120.6  | 417.1  |
| 활동성            |        |        |        |        |        |
| 순운전자본회전율 (회)   | 9.0    | 13.6   | 13.1   | 13.7   | 13.7   |
| 재고자산회수기간 (일)   | 7.8    | 7.5    | 7.4    | 7.3    | 7.3    |
| 매출채권회수기간 (일)   | 51.4   | 48.9   | 48.5   | 47.9   | 47.9   |
|                |        |        |        |        |        |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준



#### 코웨이 (021240)





#### **Compliance Notice**

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 공영규, 손승위)
- 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, 추천의견 을 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.

| 투자 의견 | 목표 주가 (원)  |
|-------|--|
| 매수    | 75,000   |
| 매수    | 54,000   |
| 매수    | 80,000   |
| 매수    | 85,000   |
| 매수    | 90,000   |
| 매수    | 100,000  |
| 매수    | 112,000  |
| 매수    | 115,000  |
| 매수    | 120,000  |
| 매수    | 125,000  |
| 매수    | 120,000  |
| 매수    | 125,000  |
|       | 대수<br>매수<br>매수<br>매수<br>매수<br>매수<br>매수<br>매수<br>매수 |

#### 투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

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 09월 04일 기준)

매수 (매수) 86.14% Trading BUY (중립) 8.91% 중립 (중립) 4.95% 축소 (매도) 0.00%