

# 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) 3772-1527  
 ✉ jxlove1983@shinhan.com

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

- ◆ 3Q15 영업이익 1,107억원(+14.2% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망
- ◆ 매각 우려감은 주가에 반영, 하반기 실적 개선과 중국 정수기 사업 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. 2분기 호실적에도 불구하고 오너십 리스크 부각으로 주가는 24% 하락했다.

MBK파트너스는 사모펀드이다. 투자금 회수에 대한 당위성은 충분하다. 코웨이는 환경가전의 경쟁력을 바탕으로 해외 시장 진출을 노리고 있다. 새로운 인수자와 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.

KOSPI	1,886.04p
KOSDAQ	650.45p
시가총액	6,301.1 십억원
액면가	500 원
발행주식수	77.1 백만주
유동주식수	50.4 백만주(65.4%)
52 주 최고가/최저가	105,500 원/78,900 원
일평균 거래량 (60 일)	211,225 주
일평균 거래액 (60 일)	19,267 백만원
외국인 지분율	52.78%
주요주주	코웨이홀딩스 외 9 인 30.97%
	국민연금 6.04%
절대수익률	3개월 -6.8%
	6개월 -4.3%
	12개월 -4.9%
KOSPI 대비	3개월 2.4%
상대수익률	6개월 1.4%
	12개월 3.7%

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	2,103.8	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

(십억원)	2015F			2016F		
	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

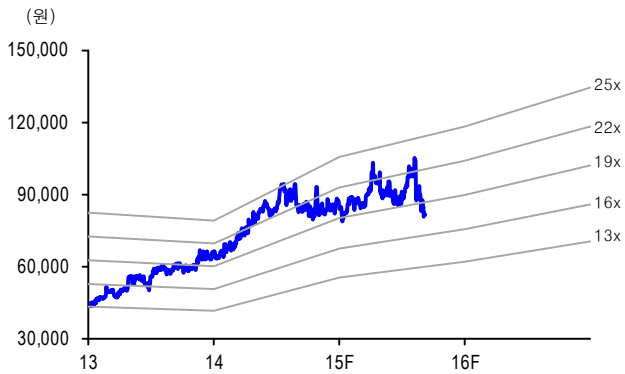
코웨이의 목표주가 계산

(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

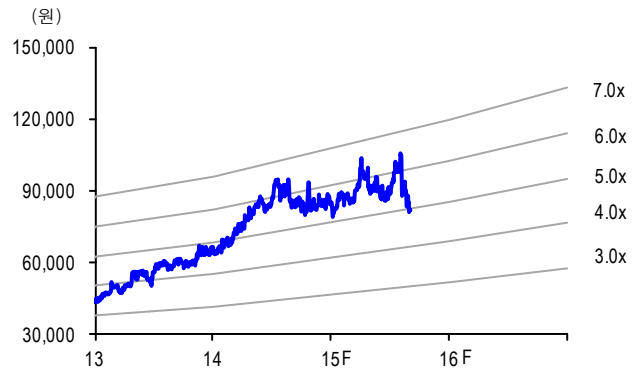
주: Target PER은 과거 3개년 평균 PER 22배를 20% 할인하여 계산

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	2,103.8	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	786.0
매출원가율 (%)	33.7	33.4	31.9	32.4	32.5
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
판매비와관리비	948.9	962.7	1,003.5	1,050.8	1,097.0
판매비율 (%)	49.1	47.8	47.7	46.5	45.3
영업이익	333.2	377.6	428.9	475.2	537.5
영업이익률 (%)	17.2	18.8	20.4	21.0	22.2
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

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	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	0.8	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
매출원가	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
판매비외관리비	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
판매비율 (%)	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

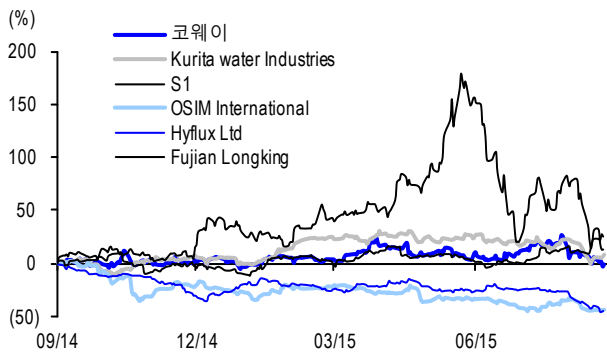
코웨이의 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망										
(건)	09	10	11	12	13	14	15F	16F	17F	
ARPU (원)	24,713	24,129	24,905	25,258	25,359	25,647	26,184	26,452	26,803	
총 가입자	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,434,632	4,600,582	4,851,275	5,098,519	5,375,735	
순증 가입자	259,450	246,455	304,901	157,417	(172,788)	165,950	250,693	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

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)			6,301.1	3,047.6	3,621.3	2,356.5	419.8	935.7
Sales (십억원)	2013	2,160.3	1,833.3	1,718.3	1,017.5	259.7	574.4	
	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 (십억원)	2013	364.4	188.1	172.3	88.5	(58.4)	104.6	
	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 (십억원)	2013	249.7	101.0	111.8	79.2	47.8	84.9	
	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	(0.8)	12.8	
	2015F	14.7	6.1	7.9	8.3	5.2	13.2	
EPS Growth (% YoY)	2013	8.1	T/B	39.7	5.3	T/B	T/B	
	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 (x)	2013	25.1	33.1	21.5	32.4	50.9	14.8	
	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 (x)	2013	6.0	1.5	2.7	4.8	1.5	3.5	
	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 (x)	2013	10.8	8.2	8.0	24.1	n/a	8.9	
	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	

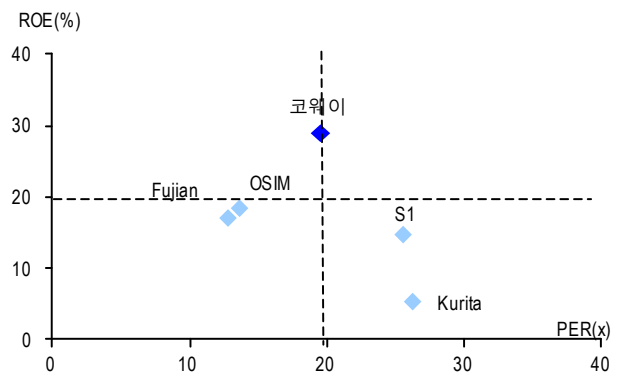
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



자료: 블룸버그, 신한금융투자

Global Peers Valuation 비교

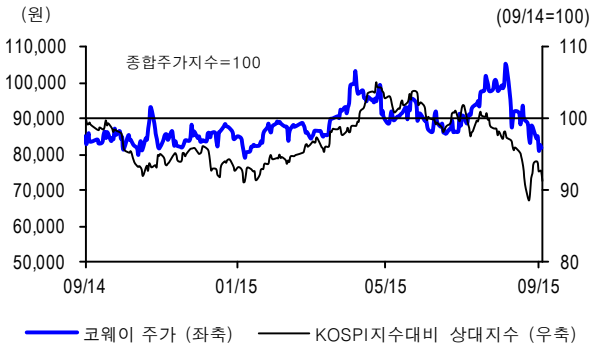


자료: 블룸버그, 신한금융투자

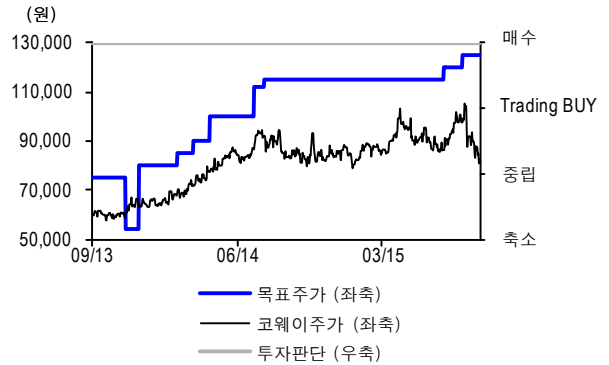


코웨이 (021240)

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 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)
2013년 09월 06일	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
2015년 06월 30일	매수	120,000
2015년 08월 04일	매수	125,000
2015년 06월 30일	매수	120,000
2015년 08월 5일	매수	125,000

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 09월 04일 기준)

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