

코웨이(021240/KS)

3Q15 Preview : 불확실성에도 지속되는 실적 개선세

매수(유지)

T.P 130,000 원(유지)

Analyst

이승욱
sulee@sk.com
02-3773-9015

Company Data

| | |
|--------|-----------|
| 자본금 | 407 억원 |
| 발행주식수 | 7,712 만주 |
| 자사주 | 319 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 67,947 억원 |
| 주요주주 | |
| 코웨이홀딩스 | 30.98% |
| 국민연금공단 | 6.04% |
| 외국인지분률 | 52.50% |
| 배당수익률 | 2.30% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(15/10/12) | 88,100 원 |
| KOSPI | 2021.63 pt |
| 52주 Beta | 0.53 |
| 52주 최고가 | 105,500 원 |
| 52주 최저가 | 78,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 200 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|-------|
| 1개월 | 11.4% | 3.6% |
| 6개월 | -11.2% | -9.4% |
| 12개월 | 5.0% | 2.2% |

연결기준 3 분기 매출액과 영업이익은 각각 5,571 억원(YoY +6.0%), 1,042 억원(YoY +9.3%)으로 추정된다. 신제품 출시로 인해 일시불 및 렌탈 부문 모두 안정적인 모습을 나타내고 있으며, 상반기 부진했던 수출부문은 내부 프로모션 및 신제품 출시에 힘입어 3 분기 실적 개선세가 이어질 것으로 예상된다. 포트폴리오 다변화로 시장지배력이 강화되고 있는 가운데, 최근 불확실성으로 인한 주가 하락은 과도한 것으로 판단된다.

3 분기에도 지속되는 외형성장

연결기준 3 분기 매출액과 영업이익은 각각 5,571 억원(YoY +6.0%), 1,042 억원(YoY +9.3%)으로 추정된다. 국내 환경 가전 부문의 견조한 성장이 지속되고 있다. 신제품 출시로 인해 일시불 및 렌탈 부문 모두 안정적인 모습을 나타내고 있으며, 상반기 부진했던 수출부문은 내부 프로모션 및 신제품 출시에 힘입어 3 분기 실적 개선세가 이어질 것으로 예상된다.

대주주 지분매각에 대한 우려는 주가에 이미 반영

2013 년 MBK 는 웅진코웨이의 지분을 1 조 2 천억 원에 인수하여 강도 높은 재무 건전성 개선 작업을 펼쳐왔으며, 수익성 또한 큰 폭 개선되었다. MBK 파트너스가 홈플러스 인수로 인해 코웨이의 최대주주인 코웨이홀딩스(MBK 파트너스가 설립한 특수목적법인)의 코웨이 지분매각에 대한 우려가 지속되며 주가의 변동성이 확대되었다. 특히 코웨이의 고배당 정책의 변경 가능성이 시장에 우려로 제기되고 있다. 하지만 코웨이 매각과 관련 결정된 바가 없으며, 매각관련 사항은 빠르면 4 분기 결정될 것으로 판단된다. 이미 대주주 지분 매각에 대한 우려는 주가에 반영된 것으로 판단됨에 따라 하반기 견조한 실적은 동사 주가 반등의 소재로 작용할 것으로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 유지

하반기 온라인, 할인점, 홈쇼핑 등 신규채널 확대, 인력 확대를 통해 렌탈폐기 손실률 및 해약률 안정화, 말레이시아, 중국, 미국 등의 해외 사업 확장 및 IoT 를 활용한 복합 기능성 서비스가 출시 예정임을 감안한다면 성장세는 지속될 수 있을 것으로 기대된다. 최근 단기적인 불확실성으로 인한 주가 하락은 과도한 것으로 판단되며 이는 저가 매수의 기회로 활용해야 한다고 판단 된다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 19,928 | 21,183 | 21,603 | 22,899 | 24,731 | 26,710 |
| yoy | % | 9.2 | 6.3 | 2.0 | 6.0 | 8.0 | 8.0 |
| 영업이익 | 억원 | 2,261 | 3,390 | 3,644 | 4,007 | 4,328 | 4,674 |
| yoy | % | -3.7 | 49.9 | 7.5 | 10.0 | 8.0 | 8.0 |
| EBITDA | 억원 | 4,098 | 5,372 | 5,780 | 6,343 | 6,837 | 8,081 |
| 세전이익 | 억원 | 1,458 | 3,271 | 3,324 | 3,845 | 4,229 | 4,603 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 940 | 2,451 | 2,497 | 2,925 | 3,206 | 3,489 |
| 영업이익률% | % | 11.4 | 16.0 | 16.9 | 17.5 | 17.5 | 17.5 |
| EBITDA% | % | 20.6 | 25.4 | 26.8 | 27.7 | 27.7 | 30.3 |
| 순이익률 | % | 4.7 | 11.6 | 11.6 | 12.8 | 13.0 | 13.1 |
| EPS | 원 | 1,219 | 3,178 | 3,238 | 3,793 | 4,156 | 4,524 |
| PER | 배 | 35.7 | 20.9 | 26.0 | 23.2 | 21.2 | 19.5 |
| PBR | 배 | 4.3 | 5.4 | 6.3 | 5.7 | 5.0 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 9.3 | 9.7 | 11.3 | 10.6 | 9.5 | 7.8 |
| ROE | % | 12.4 | 28.4 | 25.2 | 26.3 | 25.2 | 24.0 |
| 순차입금 | 억원 | 4,388 | 968 | 200 | -1,211 | -2,880 | -5,459 |
| 부채비율 | % | 123.6 | 77.3 | 56.0 | 51.2 | 45.1 | 40.0 |

코웨이 3Q Preview

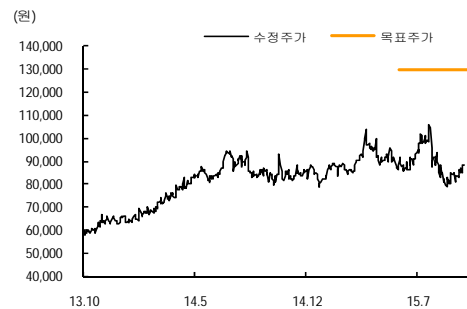
(단위 % 억원)

| | 3Q14A | 4Q14A | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15E(a) | Y-Y | Q-Q | 컨센서스(b) | 차이(a/b) |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------|------|-------|---------|---------|
| 매출액 | 5,255 | 5,429 | 5,482 | 5,553 | 5,571 | 6.0 | 0.3 | 5,656 | -1.5 |
| 영업이익 | 953 | 817 | 1,003 | 1,105 | 1,042 | 9.3 | -5.7 | 1,082 | -3.7 |
| 세전이익 | 859 | 715 | 1,011 | 1,089 | 933 | 8.5 | -14.4 | 1,066 | -12.5 |
| 지배주주순이익 | 639 | 534 | 776 | 827 | 707 | 10.6 | -14.5 | 816 | -13.3 |
| 영업이익률 | 18.1 | 15.1 | 18.3 | 19.9 | 18.7 | 0.6 | -1.2 | 19.1 | -0.4 |
| 세전이익률 | 16.4 | 13.2 | 18.4 | 19.6 | 16.7 | 0.4 | -2.9 | 18.9 | -2.1 |
| 지배주주순이익률 | 12.2 | 9.8 | 14.2 | 14.9 | 12.7 | 0.5 | -2.2 | 14.4 | -1.7 |

자료: 코웨이, SK 증권

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|------|----------|
| 2015.10.13 | 매수 | 130,000원 |
| 2015.08.11 | 매수 | 130,000원 |
| 2015.06.10 | 매수 | 130,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2015년 10월 13일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 92.75% | 중립 | 7.25% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 6,914 | 5,968 | 7,656 | 9,336 | 11,959 |
| 현금및현금성자산 | 2,387 | 1,474 | 2,517 | 3,786 | 5,965 |
| 매출채권및기타채권 | 2,495 | 2,292 | 2,657 | 2,869 | 3,099 |
| 재고자산 | 658 | 619 | 718 | 775 | 837 |
| 비유동자산 | 9,764 | 10,248 | 10,300 | 10,372 | 9,837 |
| 장기금융자산 | 157 | 147 | 144 | 144 | 144 |
| 유형자산 | 6,383 | 6,752 | 6,617 | 6,640 | 5,857 |
| 무형자산 | 1,768 | 1,706 | 1,674 | 1,592 | 1,519 |
| 자산총계 | 16,679 | 16,216 | 17,956 | 19,709 | 21,797 |
| 유동부채 | 6,767 | 5,260 | 5,383 | 5,318 | 5,280 |
| 단기금융부채 | 3,349 | 1,645 | 1,192 | 792 | 392 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,936 | 2,200 | 2,550 | 2,754 | 2,974 |
| 단기충당부채 | 42 | 14 | 17 | 18 | 19 |
| 비유동부채 | 502 | 562 | 695 | 810 | 951 |
| 장기금융부채 | 71 | 92 | 117 | 117 | 117 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 6 | 9 | 11 | 13 | 13 |
| 장기충당부채 | 6 | 7 | 8 | 8 | 10 |
| 부채총계 | 7,270 | 5,822 | 6,078 | 6,129 | 6,232 |
| 지배주주지분 | 9,409 | 10,385 | 11,870 | 13,572 | 15,557 |
| 자본금 | 407 | 407 | 407 | 407 | 407 |
| 자본잉여금 | 1,262 | 1,265 | 1,274 | 1,274 | 1,274 |
| 기타자본구성요소 | -944 | -1,145 | -1,086 | -1,086 | -1,086 |
| 자기주식 | -1,030 | -1,296 | -1,252 | -1,252 | -1,252 |
| 이익잉여금 | 8,680 | 9,859 | 11,290 | 13,017 | 15,027 |
| 비지배주주지분 | 0 | 9 | 9 | 8 | 8 |
| 자본총계 | 9,409 | 10,394 | 11,878 | 13,580 | 15,565 |
| 부채외자본총계 | 16,679 | 16,216 | 17,956 | 19,709 | 21,797 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 5,482 | 5,242 | 5,472 | 5,599 | 6,588 |
| 당기순이익(손실) | 2,451 | 2,497 | 2,925 | 3,205 | 3,489 |
| 비현금성항목등 | 3,742 | 4,153 | 3,872 | 3,632 | 4,593 |
| 유형자산감가상각비 | 1,906 | 2,057 | 2,259 | 2,377 | 3,283 |
| 무형자산상각비 | 76 | 79 | 77 | 133 | 124 |
| 기타 | 938 | 1,120 | 560 | 72 | 72 |
| 운전자본감소(증가) | -296 | -417 | -391 | -217 | -380 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 673 | -34 | -391 | -213 | -230 |
| 재고자산감소(증가) | 190 | -34 | -224 | -57 | -62 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -824 | 179 | 443 | 204 | 220 |
| 기타 | -336 | -528 | -218 | -151 | -308 |
| 법인세납부 | -415 | -991 | -935 | -1,022 | -1,114 |
| 투자활동현금흐름 | -869 | -2,870 | -2,554 | -2,414 | -2,503 |
| 금융자산감소(증가) | -90 | 125 | 46 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -2,583 | -2,962 | -2,484 | -2,400 | -2,500 |
| 무형자산감소(증가) | -24 | -60 | -51 | -51 | -51 |
| 기타 | 1,828 | 27 | -65 | 36 | 48 |
| 재무활동현금흐름 | -3,738 | -3,285 | -1,871 | -1,915 | -1,905 |
| 단기금융부채증가(감소) | -2,624 | -1,631 | -487 | -400 | -400 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 9 | 22 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -139 | -276 | 43 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -784 | -1,236 | -1,483 | -1,479 | -1,479 |
| 기타 | -190 | -151 | 35 | -37 | -27 |
| 현금의 증가(감소) | 863 | -913 | 1,043 | 1,269 | 2,179 |
| 기초현금 | 1,524 | 2,387 | 1,474 | 2,517 | 3,786 |
| 기말현금 | 2,387 | 1,474 | 2,517 | 3,786 | 5,965 |
| FCF | 2,279 | 1,893 | 2,506 | 3,146 | 4,020 |

자료 : 코웨이, SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 21,183 | 21,603 | 22,899 | 24,731 | 26,710 |
| 매출원가 | 7,210 | 7,266 | 7,442 | 8,038 | 8,681 |
| 매출총이익 | 13,974 | 14,337 | 15,457 | 16,694 | 18,029 |
| 매출총이익률 (%) | 66.0 | 66.4 | 67.5 | 67.5 | 67.5 |
| 판매비와관리비 | 10,583 | 10,693 | 11,450 | 12,366 | 13,355 |
| 영업이익 | 3,390 | 3,644 | 4,007 | 4,328 | 4,674 |
| 영업이익률 (%) | 16.0 | 16.9 | 17.5 | 17.5 | 17.5 |
| 비영업손익 | -119 | -320 | -163 | -99 | -72 |
| 순금융비용 | 145 | 88 | 42 | 7 | -21 |
| 외환관련손익 | -36 | -1 | -20 | -20 | -20 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 176 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 3,271 | 3,324 | 3,845 | 4,229 | 4,603 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 15.4 | 15.4 | 16.8 | 17.1 | 17.2 |
| 계속사업법인세 | 821 | 828 | 919 | 1,023 | 1,114 |
| 계속사업이익 | 2,451 | 2,497 | 2,925 | 3,205 | 3,489 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,451 | 2,497 | 2,925 | 3,205 | 3,489 |
| 순이익률 (%) | 11.6 | 11.6 | 12.8 | 13.0 | 13.1 |
| 지배주주 | 2,451 | 2,497 | 2,925 | 3,206 | 3,489 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 11.57 | 11.56 | 12.78 | 12.96 | 13.06 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 2,438 | 2,411 | 2,900 | 3,181 | 3,464 |
| 지배주주 | 2,438 | 2,411 | 2,900 | 3,181 | 3,464 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 5,372 | 5,780 | 6,343 | 6,837 | 8,081 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 63 | 20 | 60 | 80 | 80 |
| 영업이익 | 499 | 7.5 | 10.0 | 8.0 | 8.0 |
| 세전계속사업이익 | 1244 | 1.6 | 15.7 | 10.0 | 8.8 |
| EBITDA | 31.1 | 7.6 | 9.7 | 7.8 | 18.2 |
| EPS(계속사업) | 160.6 | 1.9 | 17.2 | 9.6 | 8.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 28.4 | 25.2 | 26.3 | 25.2 | 24.0 |
| ROA | 14.3 | 15.2 | 17.1 | 17.0 | 16.8 |
| EBITDA마진 | 25.4 | 26.8 | 27.7 | 27.7 | 30.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 102.2 | 113.5 | 142.2 | 175.6 | 226.5 |
| 부채비율 | 77.3 | 56.0 | 51.2 | 45.1 | 40.0 |
| 순자입금/자기자본 | 10.3 | 1.9 | -10.2 | -21.2 | -35.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 28.9 | 50.1 | 105.8 | 177.1 | 301.4 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,178 | 3,238 | 3,793 | 4,156 | 4,524 |
| BPS | 12,200 | 13,466 | 15,390 | 17,597 | 20,171 |
| CFPS | 5,748 | 6,007 | 6,821 | 7,410 | 8,942 |
| 주당 현금배당금 | 2,710 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 21.1 | 29.2 | 27.8 | 25.4 | 23.3 |
| PER(최저) | 13.7 | 19.6 | 20.8 | 19.0 | 17.4 |
| PBR(최고) | 5.5 | 7.0 | 6.9 | 6.0 | 5.2 |
| PBR(최저) | 3.6 | 4.7 | 5.1 | 4.5 | 3.9 |
| PCR | 11.6 | 14.0 | 12.9 | 11.9 | 9.9 |
| EV/EBITDA(최고) | 9.8 | 12.7 | 12.7 | 11.5 | 9.4 |
| EV/EBITDA(최저) | 6.4 | 8.5 | 9.4 | 8.5 | 6.9 |