

코웨이 (021240)

코웨이 매각: CJ&하이얼 컨소시엄 인수 시 긍정적



소비재/화장품 김영욱
02) 2184-2311 / nick.kim@ktb.co.kr

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	120,000		유지
Earnings			

Stock Information

현재가(10/19)	86,800원
예상 증가상승률	38.2%
시가총액	66,944억원
비중(KOSPI내)	0.52%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	78,900 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	193억원
외국인 지분율	52.4%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 10인	34.7
국민연금공단	6.0
Lazard Asset Management LLC	5.2

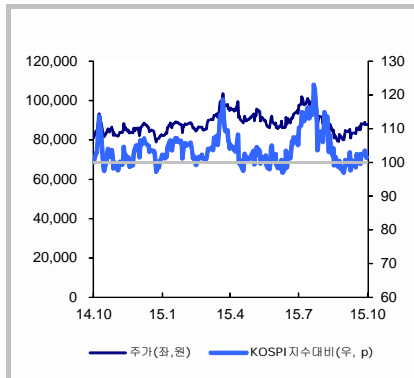
Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	26.0	21.2	19.6
PBR(배)	7.5	6.4	5.6
EV/EBITDA(배)	11.3	10.1	9.2
배당수익률(%)	2.4	2.8	3.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	3.0	(9.8)	7.2	3.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	1.2	(4.5)	0.3	(2.9)

Price Trend



▶ Issue

CJ와 중국 하이얼 컨소시엄이 코웨이 인수할 경우 주가에 미칠 영향

▶ Pitch

CJ그룹과 중국 하이얼이 컨소시엄을 구성하고 코웨이 인수전 참여. 만약, CJ&하이얼 컨소시엄이 코웨이 인수 성공 시, 기존 사업의 organic 성장의 새로운 성장동력에 목말랐던 코웨이의 고민(중국 사업 확장)이 해결 될 수 있는 계기로 작용할 수 있을 전망

▶ Rationale

- CJ그룹이 백색가전 업체인 중국 하이얼과 컨소시엄을 구성하여 코웨이 인수전 참여 발표
- 19일 투자은행 업계에 따르면, 코웨이의 최대주주인 MBK파트너스와 매각 주관사는 **적격인수후보로 1)CJ&하이얼 컨소시엄, 2)칼라일, 3)중국계 업체를 선정**
- CJ그룹&하이얼 컨소시엄: MBK파트너스의 코웨이 매각 지분 30.9%를 CJ와 중국 하이얼이 각각 2:1 비율로 인수하고 한국 business는 CJ 그리고 중국 business는 하이얼이 맡는 구조
- CJ그룹&하이얼 컨소시엄을 포함한 인수 후보들은 10월 20일부터 약 한달 동안의 실사를 거친 후 11월 시작되는 본입찰 참여 예정
- 칼라일이 홈플러스 인수전을 위해 마련한 자금력을 공격적으로 동원할 가능성, 어퍼니티에쿼티파트너스와 또다른 중국계 투자사가 매각 진행 상황에 따라 이들 또한 적격 투자후보로 재검토 될 가능성 등 아직 변수는 많은 상황이지만, **1)국내 1위 가전렌탈사업자를 국내 회사가 인수한다는 정당성과 더불어 2)중국 사업 시너지까지 기대해 볼 수 있기 때문에 CJ&하이얼 컨소시엄의 코웨이 인수는 가장 이상적인 그림이 될 수 있다고 판단**
- CJ그룹&하이얼 컨소시엄이 코웨이 인수 후 향후 기존 배당성향이 유지되지 못할 가능성 상존 하나, 현 시점에서 인수 이후 새로운 경영체제하의 배당성향을 논하기 보다는 인수 주체 결정 여부에 따른 주가 향방에 초점을 맞춰야 할 것으로 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	2,118	2,160	2,256	2,448	2,631	2,831	3,004
영업이익	339	364	419	458	509	576	592
EBITDA	537	578	653	711	772	853	896
순이익	245	250	315	342	379	431	445
자산총계	1,668	1,622	1,815	1,981	2,147	2,319	2,497
자본총계	941	1,039	1,208	1,361	1,518	1,683	1,863
순차입금	97	20	(72)	(183)	(302)	(411)	(480)
매출액증가율	6.3	2.0	4.4	8.5	7.4	7.6	6.1
영업이익률	16.0	16.9	18.6	18.7	19.3	20.4	19.7
순이익률	11.6	11.6	14.0	14.0	14.4	15.2	14.8
EPS증가율	160.6	1.9	26.2	8.7	10.8	13.7	3.2
ROE	28.4	25.2	28.1	26.7	26.4	27.0	25.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권



Fig. 01: 칭다오 하이얼 개요

칭다오 하이얼(Qingdao Haier Co., Ltd)

상장거래소	상해거래소
시가총액	607.4억 RMB
사업영역	에어컨, 냉장고, 냉동고, 소형가정용 전기 기구 및 그 밖의 관련 제품을 제조 및 판매하는 업체
매장수	약 9,000곳

단위: CNY 백만

	2011	2012	2013	2014	2015E
매출액	73,520	79,427	86,172	88,376	88,853
영업이익	3,764	4,716	5,509	6,269	7,376
순이익	2,690	3,269	4,174	4,992	5,072

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 02: 코웨이 매각 개요

매각대상	MBK파트너스 보유지분 30.9%
적격인수후보	CJ그룹-중국 하이얼 컨소시엄 칼라일 중국계 업체 등 3곳
예상 매각가격	2조원 중반
매각주관사	골드만삭스

Source: 언론사, KTB투자증권

Fig. 03: 코웨이 부문별 실적 요약

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
연결 매출액(억원)	5,350	5,569	5,255	5,429	5,482	5,553	5,656	5,865	5,808	6,332	6,095	6,248	21,603	22,555	24,483
환경가전	4,191	4,365	4,313	4,383	4,446	4,635	4,678	4,739	4,727	5,142	5,029	5,001	17,252	18,498	19,900
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,803	3,834	3,865	4,118	4,069	4,010	14,006	14,982	16,063
멤버십	439	458	468	469	460	453	472	473	475	505	498	490	1,834	1,857	1,967
일시불	276	374	318	326	353	470	404	432	388	519	462	501	1,293	1,659	1,870
화장품	210	223	172	200	231	211	235	206	232	262	223	238	805	884	956
수출	452	557	330	335	330	318	309	339	343	338	326	318	1,674	1,297	1,326
ODMDealers	342	416	200	245	248	227	210	204	250	253	231	214	1,203	889	947
해외법인항	110	141	130	90	82	91	99	135	94	85	95	104	471	408	378
YoY(%)															
환경가전	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	8.5	8.1	6.3	10.9	6.1	5.5	4.2	7.2	7.6
렌탈	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	7.8	6.9	6.4	10.9	6.1	4.6	5.1	7.0	7.2
멤버십	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	0.7	0.9	3.3	11.4	5.2	3.5	5.6	1.3	5.9
일시불	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	27.0	32.5	9.8	10.5	7.1	16.1	(14.5)	28.2	12.8
화장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	(5.4)	36.9	3.0	0.3	24.4	8.4	15.7	5.4	9.8	8.2
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(42.9)	(6.2)	1.3	4.1	6.3	(3.8)	(6.4)	15.8	(22.5)	2.2
ODMDealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(45.5)	5.0	(16.8)	0.7	11.5	13.4	5.0	6.7	(26.1)	6.6
해외법인항	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	(35.2)	(23.5)	50.5	14.4	(6.5)	(29.7)	(23.5)	47.6	(13.3)	(7.4)
연결 매출액 대비 비중(%)															
환경가전	78.3	78.4	82.1	80.7	81.1	83.5	82.7	80.8	81.4	81.2	82.5	80.0	79.9	82.0	81.3
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	66.8	67.2	65.4	66.5	65.0	66.8	64.2	64.8	66.4	65.6
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	8.3	8.1	8.2	8.0	8.2	7.8	8.5	8.2	8.0
일시불	5.2	6.7	6.1	6.0	6.4	8.5	7.1	7.4	6.7	8.2	7.6	8.0	6.0	7.4	7.6
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	3.8	4.2	3.5	4.0	4.1	3.7	3.8	3.7	3.9	3.9
수출	8.4	10.0	6.3	6.2	6.0	5.7	5.5	5.8	5.9	5.3	5.4	5.1	7.7	5.7	5.4
ODMDealers	6.4	7.5	3.8	4.5	4.5	4.1	3.7	3.5	4.3	4.0	3.8	3.4	5.6	3.9	3.9
해외법인항	2.1	2.5	2.5	1.7	1.5	1.6	1.8	2.3	1.6	1.3	1.6	1.7	2.2	1.8	1.5
매출원가	1,823	1,879	1,682	1,882	1,752	1,706	1,816	2,034	1,984	2,061	2,054	2,130	7,266	7,308	8,228
매출총이익	3,527	3,690	3,573	3,547	3,730	3,847	3,840	3,831	3,825	4,272	4,041	4,117	14,337	15,248	16,255
판매비	2,624	2,719	2,620	2,730	2,727	2,742	2,748	2,842	2,738	2,951	2,883	3,101	10,693	11,060	11,673
영업이익	903	972	953	817	1,003	1,105	1,092	988	1,087	1,321	1,158	1,016	3,644	4,188	4,582
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	19.3	16.9	18.7	20.9	19.0	16.3	16.9	18.6	18.7
당기순이익	661	663	639	534	776	827	816	731	831	994	859	739	2,497	3,150	3,423
NPM(%)	12.4	11.9	12.2	9.8	14.2	14.9	14.4	12.5	14.3	15.7	14.1	11.8	11.6	14.0	14.0

Note : K-IFRS 연결기준
Source: 코웨이, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691.4	596.8	714.7	844.0	972.2
현금성자산	245.1	153.7	252.9	349.3	450.4
매출채권	249.5	229.2	240.8	267.7	287.8
재고자산	65.8	61.9	67.5	71.9	77.4
비유동자산	976.4	1,024.8	1,100.3	1,137.3	1,175.3
투자자산	161.3	179.0	229.5	238.8	248.5
유형자산	638.3	675.2	703.3	734.2	764.9
무형자산	176.8	170.6	167.5	164.3	161.9
자산총계	1,667.9	1,621.6	1,814.9	1,981.3	2,147.5
유동부채	676.7	526.0	527.9	538.2	544.9
매입채무	193.6	220.0	215.7	239.6	262.3
유동성이자부채	334.9	164.5	169.2	154.2	136.7
비유동부채	50.2	56.2	79.5	82.2	85.1
비유동이자부채	7.1	9.2	11.7	11.7	11.7
부채총계	727.0	582.2	607.4	620.5	629.9
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	127.4	127.4	127.4
이익잉여금	868.0	985.9	1,151.4	1,304.7	1,461.4
자본조정	(94.0)	(114.5)	(112.8)	(112.8)	(112.8)
자기주식	(103.0)	(129.6)	(125.2)	(125.2)	(125.2)
자본총계	940.9	1,039.4	1,207.6	1,360.8	1,517.6
투하자본	1,035.2	1,057.0	1,133.1	1,174.8	1,212.9
순차입금	96.8	20.0	(72.0)	(183.5)	(302.0)
ROA	14.3	15.2	18.3	18.0	18.4
ROE	28.4	25.2	28.1	26.7	26.4
ROIC	22.5	26.2	29.1	30.2	32.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	548.2	524.2	543.7	590.6	642.4
당기순이익	245.1	249.7	315.0	342.3	379.3
자산상각비	198.2	213.6	234.6	253.1	263.3
운전자본증감	(29.6)	(41.7)	(57.5)	(7.5)	(2.9)
매출채권감소(증가)	67.3	(3.4)	(14.2)	(26.9)	(20.1)
재고자산감소(증가)	19.0	(3.4)	(18.1)	(4.4)	(5.5)
매입채무증가(감소)	(82.4)	17.9	5.0	23.9	22.7
투자현금	(86.9)	(287.0)	(303.9)	(290.1)	(301.4)
단기투자자산감소	(13.8)	12.4	4.2	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(268.0)	(305.8)	(295.8)	(276.7)	(286.7)
유형자산감소	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
재무현금	(373.8)	(327.6)	(134.1)	(204.0)	(240.0)
차입금증가	(262.4)	(162.1)	3.5	(15.0)	(17.5)
자본증가	(78.4)	(123.6)	(180.4)	(194.2)	(209.9)
배당금지급	78.4	123.6	180.4	194.2	209.9
현금 증감	86.3	(91.3)	105.2	96.4	101.1
총현금흐름(Gross CF)	619.3	665.0	646.8	598.1	645.4
(-) 운전자본증가(감소)	(200.6)	(22.9)	21.5	7.5	2.9
(-) 설비투자	268.0	305.8	295.8	276.7	286.7
(+) 자산매각	7.2	3.5	(0.5)	(4.2)	(4.9)
Free Cash Flow	559.1	385.6	329.0	309.8	350.8
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	559.1	385.6	329.0	309.7	350.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,118.3	2,160.3	2,255.6	2,448.3	2,630.7
증가율 (Y-Y,%)	6.3	2.0	4.4	8.5	7.4
영업이익	339.0	364.4	418.8	458.2	508.6
증가율 (Y-Y,%)	49.9	7.5	14.9	9.4	11.0
EBITDA	537.2	578.0	653.4	711.3	771.9
영업외손익	(11.9)	(32.0)	(5.1)	(7.5)	(9.3)
순이자수익	(14.5)	(8.8)	(4.2)	(4.2)	(3.5)
외화관련손익	(3.6)	(0.1)	1.5	(0.8)	(3.3)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	327.1	332.4	413.7	450.7	499.4
당기순이익	245.1	249.7	315.0	342.3	379.3
지배기업당기순이익	245.1	249.7	315.0	342.4	379.4
증가율 (Y-Y,%)	160.6	1.9	26.2	8.7	10.8
NOPLAT	254.0	273.7	318.9	348.0	386.3
(+) Dep	198.2	213.6	234.6	253.1	263.3
(-) 운전자본투자	(200.6)	(22.9)	21.5	7.5	2.9
(-) Capex	268.0	305.8	295.8	276.7	286.7
OpFCF	384.8	204.4	236.2	316.9	359.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.8	4.2	4.9	6.8
영업이익증가율(3Yr)	10.7	15.8	22.8	10.6	11.8
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	13.6	16.8	9.8	10.1
순이익증가율(3Yr)	8.3	14.3	49.6	11.8	15.0
영업이익률(%)	16.0	16.9	18.6	18.7	19.3
EBITDA마진(%)	25.4	26.8	29.0	29.1	29.3
순이익률(%)	11.6	11.6	14.0	14.0	14.4

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	3,178	3,237	4,085	4,439	4,919
BPS	9,907	11,253	13,474	15,503	17,566
DPS	2,710	2,000	2,450	2,880	3,440
Multiples(x, %)					
PER	20.9	26.0	21.2	19.6	17.6
PBR	6.7	7.5	6.4	5.6	4.9
EV/ EBITDA	9.7	11.3	10.1	9.2	8.3
배당수익률	4.1	2.4	2.8	3.3	4.0
PCR	8.3	9.8	10.3	11.2	10.4
PSR	2.4	3.0	3.0	2.7	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	77.3	56.0	50.3	45.6	41.5
Net debt/Equity	10.3	1.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	18.0	3.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	102.2	113.5	135.4	156.8	178.4
이자보상배율	23.4	41.3	99.9	107.9	145.0
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.3	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	71.8	76.1	70.1	66.6	63.4
현금+투자자산(%)	28.2	23.9	29.9	33.4	36.6
자본구조					
차입금(%)	26.7	14.3	13.0	10.9	8.9
자기자본(%)	73.3	85.7	87.0	89.1	91.1



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	74%	HOLD :	26%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

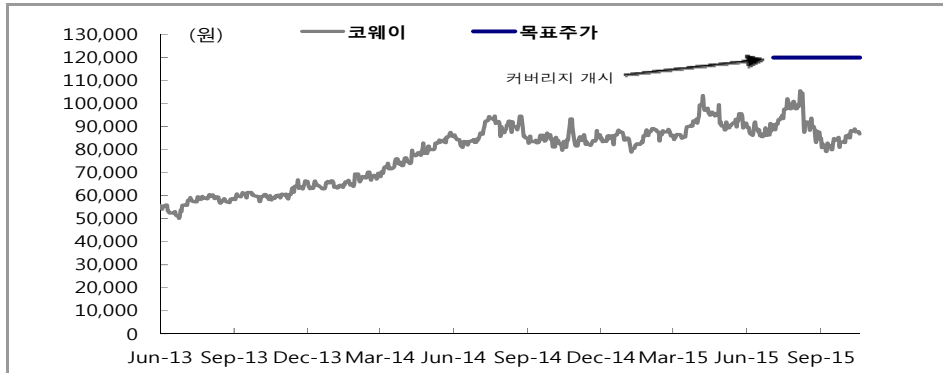
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경내용

코웨이 (021240)



일자	2015.07.13
투자이전	BUY
목표주가	120,000원
일자	
투자이전	
목표주가	

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.