

12. 코웨이(021240) : 배당으로 불안한センチ먼트 완화

체력 개선에 이어, 중국 황사와 하이마트 입점으로 모멘텀 지속

▶ 3분기 개별 매출액 8.0%(YoY), 영업이익 17.9%(YoY) 추정

: 15.3Q 개별 매출액은 537십억원, 영업이익은 114십억원을 전망
2분기 정수기(탄산,커피)위주의 신제품과 4분기 IOT를 탑재한 청정기가 출시됨. 이를 통해 연간 142만대(14년 133만대)의 최고 렌탈 판매량 시현이 충분한 상황

한편 핵심 렌탈가전과 일시불 매트리스와 전기레인지 부문의 판매 호조 전망과 달리 3분기에도 국내 화장품과 중국 청정기 ODM는 기저효과에 그칠 것으로 예상

▶ 본업 강화기조 유지 반면에 화장품과 중국ODM은 기저효과 수준

: 국내 화장품 부문이 업황 호조에 편승하지 못하는 이유는 시판 채널 확대에도 기본적인 수익모델이 방문판매에 국한되어 있기 때문. 뿐만 아니라 핵심 사업에 전략과 역량을 집중해 온 탓에 적극적인 마케팅 비용 집행도 제한적

해외는 말레이시아와 미국의 현지 법인의 꾸준한 성장에도 불구하고, 중국 청정기 ODM 수출이 뚜렷한 변화를 가져오지 못하고 있음. 주된 요인은 고객사의 시장점유율이 최상위에 있음에도 불구하고 현재 중국 청정기 시장은 최저가 업체들이 난립하고 있어, 가격 경쟁 영향 때문으로 판단함

2015년 코웨이 개별 분기별 실적 추정

(단위:십억원, %)

	구분	14.3Q	15.2Q	15.3Q	YoY	컨센서스	차이
코웨이 (개별)	매출액	496	528	537	8.3	531	1.1
	영업이익	97	112	114	18.0	112	1.9
	Opm	19.5	21.2	21.3	1.8	21.1	0.2
	순이익	66	85	88	31.9	88	-0.8

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	2014	2015F	YoY
매출액	506	528	537	549	1,996	2,119	6.2
영업이익	99	112	114	108	377	433	14.7
opm	19.5	21.2	21.3	19.7	18.9	20.4	1.5
순이익	75	85	88	88	243	336	38.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

K-IFRS 개별 기준 실적

(단위:억원, %, 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	19,337	20,136	21,195	23,380	25,220
영업이익	3,332	3,775	4,326	4,745	5,180
세전이익	3,505	3,297	4,406	4,977	5,346
지배주주순이익	2,532	2,429	3,363	3,732	3,903
EPS(원)	3,283	3,150	4,361	4,839	5,060
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.4	20.3	20.5
순이익률(%)	13.1	12.1	15.9	16.0	15.5
ROE(%)	28.6	24.0	29.1	26.3	23.2
PER	20.2	26.7	20.8	18.7	17.9
PBR	5.3	6.1	5.6	4.4	3.9
EV/EBITDA	10.0	11.4	11.1	10.3	9.4
차입금/EBITDA	0.6	0.3	0.2	-0.1	0.0
현재가 (10/20)		90,500원	시가총액		6,980 십억원
목표주가		130,000원	발행주식수		77,125 천주
상승여력		43.6%	60일 평균거래대금		20 십억원
52주 최고가/최저가		105,500원 / 78,900원	외국인 지분율		52.3%

자료: IBK투자증권

12. 코웨이(021240) : 안정성과 효율성 극대화 최고 시점

▶ 예비 입찰 1차 마감, 12월 입찰 마무리 예상

:MBK파트너스는 지난 14일 코웨이 매각을 위한 예비 입찰을 마감. 금번 1차 마감에는 CJ그룹, 칼라힐, 어피니티에쿼티파트너스, 중국 가전기업 칸자 및 기타 중국 기업으로 총 5개 업체가 참여. 2분기부터 구체적인 매각 진행이 이루어졌던 점에 근거할 때 예비 입찰은 예상보다 늦어졌으며 주된 이유는 3조원의 대형 M&A 규모 때문으로 판단. 그러나 MBK파트너스의 흥플러스 인수 진도에 근거할 때 코웨이 관련 입찰도 연내에 마무리 될 것으로 추정

▶ 배당 모멘텀으로 불안한センチ먼트 완화

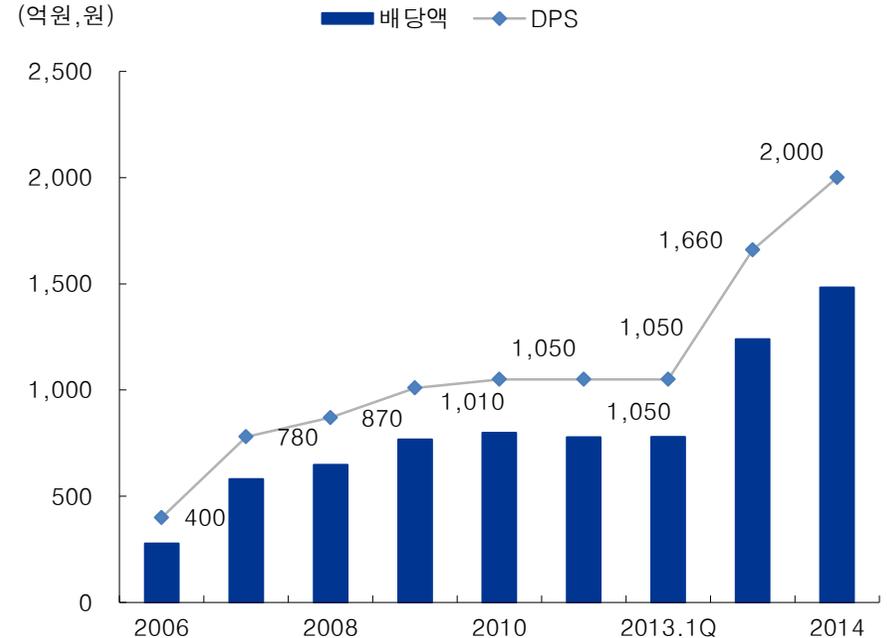
: 2015년 영업은 꾸준한 성장과 영업이익률 20%대 유지를 전망. 그러나 향후 새로운 최대주주의 자본력과 사업 배경에 따라 2016년 코웨이의 영업 전망도 변동성이 존재. 당사는 2012년 말 최대주주 교체 이후 사업전략제고를 통한 전사적 턴어라운드와 수익성 개선의 성과를 주주환원 정책에 반영해 왔음. 2013년말 기준 연간 배당성향 및 DPS는 각각 48.8%, 1,660원에서 2014년 61.1%, 2,000원으로 상승세 유지. 2015년 구체적인 배당정책을 제시하고 있지 않지만 2013년과 2014년에 기준할 때, 최소 50%~55%는 가능 전망. 업종 내 경기 방어적이고 독자적인 수익모델과 높은 영업이익률 및 배당정책 등에 근거할 때 목표주가 130,000원 매수의견 유지함

코웨이 분기별 실적 전망

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q (F)	15.4Q (F)	2014	YoY	2015F	YoY
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,059	5,275	5,360	5,489	20,137	4.1	21,193	5.2
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,829	3,893	14,006	5.0	15,067	7.6
멤버십	439	457	469	469	460	454	480	495	1,834	6.4	1,889	3.0
일시불	276	374	318	267	300	414	355	345	1,235	-17.3	1,414	14.5
화장품	210	223	172	200	230	211	205	255	804	5.2	931	15.8
수출	452	557	330	335	330	390	371	366	1,674	15.7	1,437	-14.1
기타 (수처리)	148	154	146	136	106	95	120	135	584	1.0	456	-22.0
매출 총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,468	3,607	3,724	3,759	13,403	4.9	14,558	8.6
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	68.6	68.4	69.3	68.5	66.6	0.5	68.7	2.1
영업이익	898	976	970	932	989	1,117	1,144	1,081	3,776	13.3	4,331	14.7
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	19.5	21.2	21.3	19.7	18.8	1.5	20.4	1.7
순이익	661	652	664	453	751	850	876	884	2,430	-4.0	3,361	38.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

지난 10년 가까이 꾸준한 배당 강화 정책 유지



자료: 코웨이, IBK투자증권