

2015. 12. 11

# Company Update

## 코웨이 (021240)

### 매각 불확실성에 가로막힌 호재



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김영호**  
Research Associate  
youngho52.kim@samsung.com  
02 2020 7853

- 장 종료 후 수처리 사업부의 물적분할 후 신설법인 설립 발표 (사명 코웨이 엔텍). 참고로 수처리 사업이 연결매출에서 차지하는 비중은 2% 이하 (2015E 기준), 연결영업 이익에서 차지하는 비중은 매우 미미
- 연결 재무제표에 미치는 영향은 제한적이거나, 장기적으로는 신설법인의 유동화를 통해 존속법인인 코웨이의 기업가치 향상에 도움이 될 수 있다는 측면에서 호재로 판단
- 한편, 최대주주의 경영권 매각이 무기한 연기됨에 따라 배당에 대한 기대감까지 극대화될 수 있는 상황. 연이은 호재성 뉴스와 매력적인 밸류에이션으로 BUY 투자의견에 목표주가 100,000원 유지

#### WHAT'S THE STORY

**수처리 사업부 물적분할 결정:** 코웨이는 장 종료 후 수처리 사업부의 물적분할을 공식 (신설법인명 코웨이엔텍), 수처리 사업은 공업용수를 정화하는 B2C사업으로, 2015E 기준 연결 매출액의 2% 이하의 규모이며 영업이익 기여도 역시 매우 미미한 사업. 신설법인의 자산, 부채, 자본이 분할전 법인의 1~2% 수준인데다, 향후 존속법인 코웨이가 신설법인 코웨이엔텍 지분을 100% 보유할 예정임에 따라 기존 코웨이의 연결기준 손익에는 변화 없이 대차대조표 상의 계정 변경만 있을 것. 분할 기일은 2016년 2월 29일이며, 소규모 단순분할의 경우로 기존 주주의 주식매수청구권은 발생하지 않음. 회사측의 공식적인 물적분할 결정 이유는, 사업부문별 전문성 제고에 따른 경영 효율성 강화 및 존속법인 코웨이의 재무구조 개선.

**수처리 사업부 물적분할 결정은 호재성 뉴스:** 당사는 금번 물적분할이 기업가치에 긍정적인 뉴스라 판단하는데, 코웨이의 수처리 사업 매각이 용이해지기 때문. 수처리 사업은 핵심사업인 B2C 렌탈케어서비스 사업이나 화장품사업과의 시너지 효과가 미미할뿐더러 이익을 거의 창출하지 못하고 있어 이것의 유동화가 기업가치 개선엔 더 긍정적인 것으로 판단. 코웨이는 2013년 이후 수차례에 걸쳐 수처리사업 매각을 타진하였으나 아직 성과는 없는 상황.

(다음페이지에 계속)

#### AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 100,000 원 (19.6%)

현재주가 83,600 원

시가총액	6.4조원
Shares (100)	77,124,796주 (65.4%)
52 주 최저/최고	78,900원/105,500원
60 일-평균거래대금	156.0억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	-8.5	-8.3	-2.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.4	-3.7	-3.1

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	100,000	0.0%
2015E EPS	4,285	4,285	0.0%
2016E EPS	4,522	4,522	0.0%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	121,200
Recommendation	4.0

BUY\*\*\*: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL\*\*\*: 1

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	2,160	2,283	2,408	2,503
순이익 (십억원)	250	332	350	372
EPS (adj) (원)	3,223	4,285	4,522	4,800
EPS (adj) growth (%)	0.0	32.9	5.5	6.2
EBITDA margin (%)	26.8	29.6	29.9	30.5
ROE (%)	25.2	29.0	26.3	24.8
P/E (adj) (배)	25.9	19.5	18.5	17.4
P/B (배)	6.5	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA (배)	11.0	9.4	8.7	8.0
Dividend yield (%)	2.0	3.0	3.2	3.6

자료: 삼성증권 추정

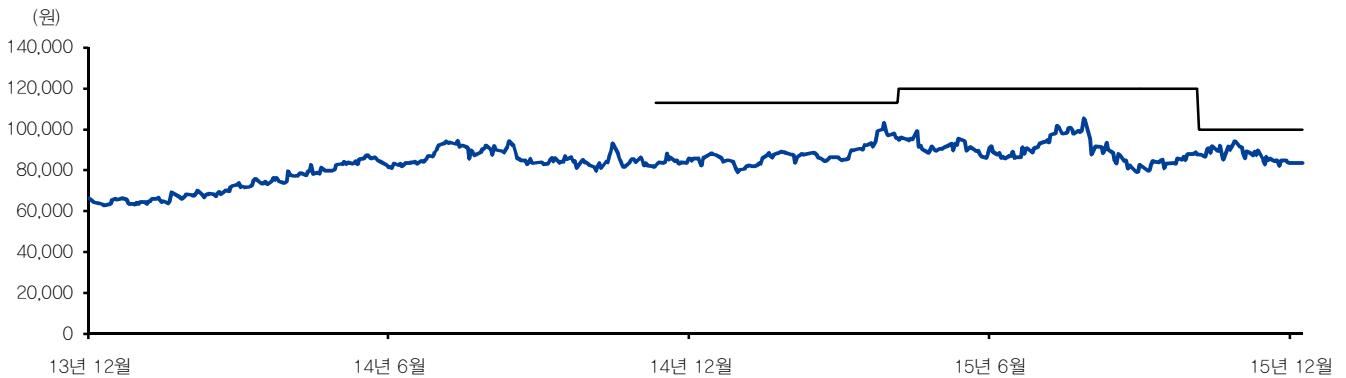
**4Q15 실적과 배당 기대감도 긍정적:** 3Q15 매출액이 전년대비 10% 성장하고 영업이익이 전년대비 30% 성장하며 1년만에 이익모멘텀 개선. 4Q15에도 매출액은 전년대비 10% 성장하고 영업이익은 전년대비 35% 성장하며 긍정적 이익모멘텀 유지할 수 있을 것으로 기대. 한편 최대주주인 MBK파트너스의 지분 매각이 사실상 3개월 내 성사되기 어려워짐에 따라 2015년 배당에 대한 기대도 고조될 수 있는 상황. 당사는 2015년 배당성향 55%에 DPS 2,500원 (수익률 3.0%) 전망하고 있으나 배당성향은 60%까지 상승할 수 있어 보임 (이 경우 DPS 2,700원에 수익률 3.2%). 참고로 2014년엔 배당성향 60%에 DPS 2,000원이었음.

**BUY 투자 의견에 목표주가 10만원 유지:** 본래 동사의 적정 가치는 DCF밸류에이션 기준 (WACC=5.3%, g=0.5%), 혹은 2016년 P/E 28배 기준 127,000원 수준. 하지만 대주주의 지분 매각이 무기한 연기되며 미래 전략과 실적에 대한 불확실성이 높아져 적정가치에 20% 할인을 적용, 목표주가는 10만원 제시 (2016년 P/E 22배 기준). 호재성 뉴스가 잇따를 것으로 기대됨에도 불구하고 연말까진 매각 관련된 소식들이 주가 변동성을 높일 것으로 예상되는 만큼 매각 과정을 관망하며 주가 약세시 점진적으로 매집하는 전략을 권유.

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2013/12/10	2014/11/19	2015/4/16	10/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	46,000	113,000	120,000	100,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY★★★ (매수★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% <b>SELL★★★ (매도★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 9월 30일 기준

매수 (71.8%) | 중립 (28.2%) | 매도 (0%)