

12. 코웨이(021240) : 매각 이슈에도 본업은 여전히 탄탄대로

매각 진도 영향, 본업은 정상 속도인데 반해 중국 진출 및 기타(화장품,물환경) 다소 정체

▶ 4분기 개별 매출액 8.3%(YoY), 영업이익 18.0%(YoY) 추정

: 15.4Q 개별 매출액은 537십억원, 영업이익은 114십억원을 전망
상반기말 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 중심의 전략 집중, 화장품과 중국ODM은 다소 정체

: 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 브랜드 확산으로, 가격 경쟁 영향이 당분간 불가피할 것으로 보임

2015년 코웨이 개별 분기별 실적 추정

(단위:십억원, %)

	구분	14.4Q	15.3Q	15.4Q	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	546	549	1,996	2,128	6.6
영업이익	99	112	126	108	377	444	17.7
opm	19.5	21.2	23.0	19.7	18.9	20.9	2.0
순이익	75	85	100	87	243	347	42.8

자료: 코웨이, IBK투자증권

K-IFRS 개별 기준 실적

(단위:십억원, %, 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,128	2,338	2,522
영업이익	333	377	444	477	512
세전이익	351	330	456	487	527
지배주주순이익	253	243	347	377	385
EPS(원)	3,283	3,150	4,498	4,888	4,991
증가율(%)	111.4	-4.1	42.8	8.7	2.1
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.9	20.4	20.3
순이익률(%)	13.1	12.1	16.3	16.1	15.3
ROE(%)	28.6	24.0	29.8	27.3	24.1
PER	20.2	26.7	18.7	19.2	18.8
PBR	5.3	6.1	5.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	10.0	11.4	9.9	10.7	10.0
차입금/EBITDA	0.6	0.3	0.2	-0.1	0.0
현재가 (1/15)		93,800원	시가총액		7,234 십억원
목표주가		130,000원	발행주식수		77,125 천주
상승여력		38.6%	60일 평균거래대금		15 십억원
52주 최고가/최저가		105,500원 / 79,200원	외국인 지분율		52.8%

자료: IBK투자증권

12. 코웨이(021240) : 매각 이슈에도 본업은 여전히 탄탄대로

▶ 지연되는 M&A, 우선은 4분기 본업 관련 모멘텀 집중

: 2015년 영업은 꾸준한 성장과 영업이익률 20%대 유지를 전망.
그러나 향후 새로운 최대주주의 자본력과 사업 배경에 따라 2016년 코웨이의 영업 전망도 변동성이 존재. 특히 환경가전을 중심으로 주력 사업부는 단기에도 큰 부담이 없지만 화장품, 물환경, 중국 정수기 진출 관련 등의 전략적 방향은 다소 지연되고 있는 것으로 보임

▶ 배당락 이후 모멘텀 부재에서 4분기 실적으로 모멘텀 회복

: 동사는 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%, 1,660원(수정 DPS 기준)에서 2014년 61.1%, 2,000원으로 상승세 유지.

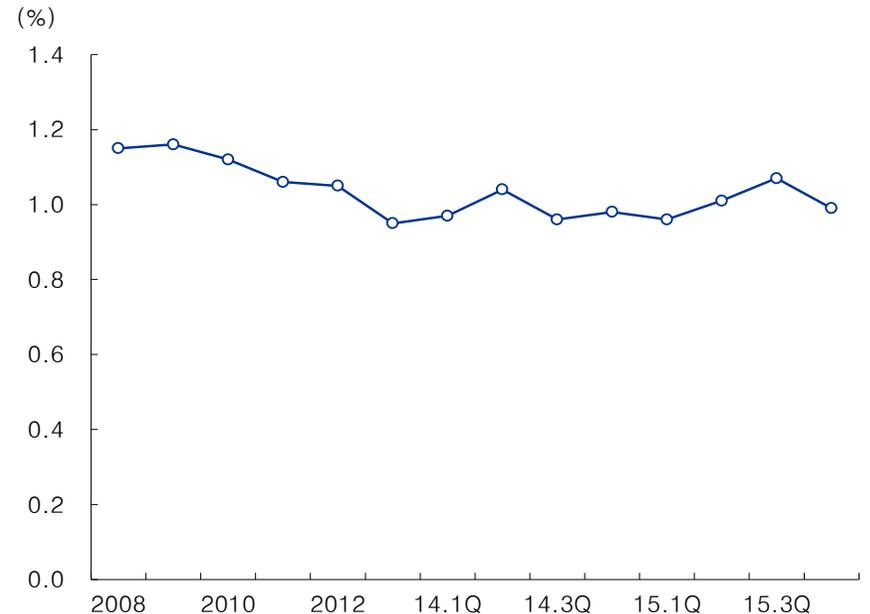
2015년 구체적인 배당정책을 제시하고 있지 않지만 2013년과 2014년에 기준할 때, 최소 50%~55%는 가능 전망. M&A관련 불확실성은 존재 하지만 본업과 배당 메리트로 안정성에 대한 훼손은 제한적 목표주가 130,000원 매수의견 유지함

코웨이 분기별 실적 전망

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q	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

해약률 15.3분기 3년전 프로모션 영향으로 일시적 요인, 4분기 안정화 전망



자료: 코웨이, IBK투자증권

12. 코웨이(021240) : 매각 이슈에도 본업은 여전히 탄탄대로

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,128	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	5.7	9.9	7.9
매출원가	652	673	668	800	883
매출총이익	1,282	1,340	1,461	1,538	1,639
매출총이익률(%)	66.3	66.6	68.6	65.8	65.0
판매비	949	963	1,017	1,060	1,122
판매비율(%)	49.1	47.8	47.8	45.3	44.5
영업이익	333	377	444	477	512
증가율(%)	46.3	13.3	17.6	7.5	7.3
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.9	20.4	20.3
순금융손익	-14	-9	-3	-1	15
이자손익	-14	-9	-3	-1	3
기타	0	0	0	0	12
기타영업외손익	-9	-9	8	11	-5
종속/관계기업손익	40	-31	8	0	5
세전이익	351	330	456	487	527
법인세	97	87	110	110	142
법인세율	28	26	24	23	27
계속사업이익	253	243	347	377	385
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	347	377	385
증가율(%)	111.4	-4.1	42.8	8.7	2.1
당기순이익률(%)	13.1	12.1	16.3	16.1	15.3
지배주당당기순이익	253	243	347	377	385
기타포괄이익	-1	-8	0	0	0
총포괄이익	253	235	346	377	385
EBITDA	522	577	651	657	693
증가율(%)	30.6	10.6	12.9	0.8	5.5
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	30.6	28.1	27.5

주당지표 및 밸류에이션

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,498	4,888	4,991
BPS	12,543	13,732	16,432	19,393	21,976
DPS	2,710	2,000	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	18.7	19.2	18.8
PBR	5.3	6.1	5.1	4.8	4.3
EV/EBITDA	10.0	11.4	9.9	10.7	10.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642	573	650	713	889
현금및현금성자산	201	106	130	150	281
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	315	341	368
재고자산	41	42	45	48	52
비유동자산	999	1,003	1,090	1,092	1,103
유형자산	597	618	673	668	671
무형자산	151	148	140	130	120
투자자산	154	123	123	127	131
자산총계	1,641	1,576	1,740	1,805	1,993
유동부채	637	468	401	245	229
매입채무및기타채무	30	47	44	47	51
단기차입금	172	163	110	60	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	72	64	70
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	473	309	298
지배주주지분	967	1,059	1,267	1,496	1,695
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정등	-94	-114	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	890	1,002	1,200	1,428	1,627
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,267	1,496	1,695
비이자부채	356	354	363	350	322
총차입금	318	163	110	-41	-24
순차입금	117	57	-20	-190	-306

성장성 및 수익성 지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	4.1	5.7	9.9	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	42.8	8.7	2.1
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	2.4	2.7	2.7
ROE	28.6	24.0	29.8	27.3	24.1
ROA	15.1	15.1	20.9	21.3	20.3
ROIC	29.0	27.0	35.2	35.6	34.6

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	483	522	534
당기순이익	253	243	347	377	385
비현금성 비용 및 수익	348	410	344	170	171
유형자산감가상각비	181	192	196	169	171
무형자산상각비	7	8	11	10	10
운전자본변동	-42	-57	-127	-24	-24
매출채권등의 감소	-8	-17	-46	-26	-27
재고자산의 감소	11	1	-1	-4	-4
매입채무등의 증가	1	17	-3	4	4
기타 영업현금흐름	-41	-98	-80	-1	3
투자활동 현금흐름	-58	-269	-695	-195	-194
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-300	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	7	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	-5	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	24	-4	8
기타	4	2	-421	-26	-27
재무활동 현금흐름	-377	-325	-184	-307	-379
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-184	-307	-379
기타 및 조정	0	0	420	0	0
현금의 증가	82	-96	25	20	-38
기초현금	119	201	106	130	150
기말현금	201	106	130	150	111

안정성 및 활동성 지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	37.3	20.7	17.6
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-1.6	-12.7	-18.0
이자보상배율(배)	19.0	34.8	101.4	220.2	-368.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.2	7.1	7.1
재고자산회전율	47.0	48.7	49.2	50.2	50.1
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3