

코웨이 (021240)

BUY(신규)

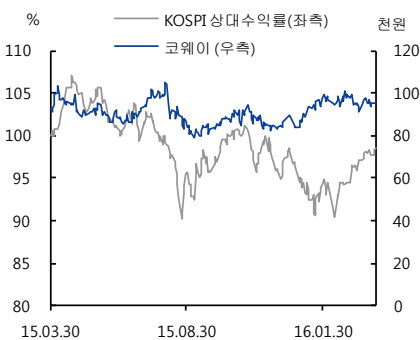
목표주가 130,000원(신규)

목표주가 컨센서스 125,273원

현재주가(03/30) 95,300원

시가총액 7,350십억원
 60D 일평균 거래대금 14십억원
 액면가 500원

유동주식비율(보통주) 64.8%
 외국인 보유비중(보통주) 53.1%
 주요주주 : 코웨이홀딩스 외 8인 31.1%
 국민연금공단 6.0%
 (주)우리은행 5.8%



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3%	13.9%	2.1%
상대주가	-6.4%	11.6%	3.6%
52주 최고가(보통주)			105,500원
최저가(보통주)			79,200원

가성비 추구하고 렌탈의 성장

■ 소비자의 가성비 추구하고 렌탈 시장의 성장

국내 소비시장은 경기침체로 인해 합리적인 소비가 지속되고 있다. 렌탈서비스 사업은 이러한 소비패턴 변화에 최적화된 시장이다. 국내 B2C 렌탈서비스 시장은 약 15조원 규모로 연평균 12% 성장했다. 당사는 국내 환경가전 렌탈서비스 시장의 1위 사업자로 지속적인 성장을 예상한다.

당사의 투자포인트 1) 국내 환경가전 렌탈서비스 사업을 통해 안정적인 현금흐름 창출, 2) 해외시장 및 신규사업을 통해 추가 성장 모멘텀 확보, 3) 수익성 중심 영업과 배당 등 주주친화적 정책 등으로 판단한다.

대주주 매각으로 인한 오버행 이슈 등 노이즈 요인이 존재하고 있지만 당사는 탄탄한 수익모델속 안정적인 현금창출 능력을 기반으로 차별화될 전망이다

■ 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

당사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 16년 예상 EPS대비 PER 25배 수준이다.

당사의 사업안정성 및 렌탈 사업의 성장에도 불구하고 중기적으로 매각으로 인한 지배구조 불투명성이 존재한다. 그러나, 실적 변동성이 작고 꾸준한 성장이 가능한 매력적인 사업구조를 보유하고 있다.

영업실적 및 투자지표 요약

결산월	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		EPS원	P/E	PBR	EV/EBITDA	ROE
	당사전망	컨센서스	당사전망	컨센서스	당사전망	컨센서스	당사전망	컨센서스					
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(%)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2013.12	2,118		339		16.0		245		3,178	20.9	4.9	9.7	28.4
2014.12	2,160		364		16.9		250		3,238	26.0	5.6	11.3	25.2
2015.12(E)	2,500	2,494	464	504	18.6	20.2	349	374	4,526	18.6	4.8	9.2	30.6
2016.12(E)	2,660	2,658	520	532	19.6	20.0	397	397	5,146	18.5	4.2	8.6	27.6
2017.12(E)	2,850	2,803	540	553	19.0	19.7	415	416	5,386	17.7	3.4	8.5	22.6

자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터 추정, 컨센서스는 Dataguide

1. 기업 개요: 정수기에서 환경가전으로

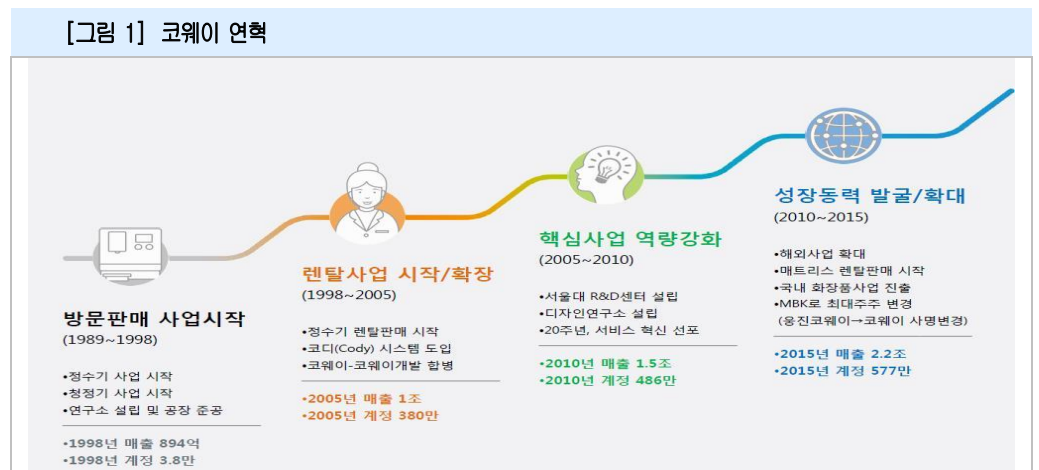
동사는 1989년 한국코웨이로 출범, 국내 최초로 정수기 사업을 시작한 업체다. 현재는 정수기와 함께 공기 청정기, 비데, 연수기 등 다양한 품목을 취급하고 있으며 환경가전에 특화되어 있다.

2013년 사모펀드인 MBK파트너스에 인수된 이후 수익성이 개선되었으며 안정적 성장을 하고 있다. 매출비중은 환경가전 86%, 해외 8%, 화장품 4%, 물환경 부분 2% 순이다.

동사의 매출 방식은 렌탈과 멤버십의 두 종류가 있다. 렌탈은 동사의 환경가전 제품(정수기, 비데, 청정기 등)을 일정기간 임대시 발생하는 매출이다. 멤버십은 렌탈 종료 후 필터 교체, 관리 등 제품 케어 서비스 제공을 통해 발생하는 매출이다(멤버십 비중 약 8%). 일시불은 제품을 렌탈이 아닌 일시불로 판매하는 것이며, 해당 고객들은 통상 멤버십에 별도 가입 후 케어 서비스를 받는다.

동사는 연결 자회사를 통해 해외 사업을 진행하고 있으며, 수출 부분은 ODM(주문자 개발 생산)제품과 연결 자회사에 공급하는 물량으로 구성되어 있다. 실적이 부진했던 중국 내 화장품 사업을 중단했으며, 이를 담당했던 자회사 Woongjin Coway (China) Living Goods 법인이 15년 3분기부터 연결에서 제외되었다.

[그림 1] 코웨이 연혁



자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

[그림 2] 사업구조



자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

2. 환경 가전 사업이 주력

동사의 환경가전 매출액은 렌탈과 멤버십, 일시불, 기타로 구성되어 있다. 렌탈 관련 매출액이 전체 환경가전의 80%대로 높은 비중을 차지하고 있다. 수익성은 일시불 판매가 렌탈보다 높다.

정수기뿐만 아니라, 청정기, 비데, 연수기 등을 포함한 다양한 품목을 취급하고 있다. 정수기 매출이 전체 렌탈 매출의 48%를 차지하여 주력 품목이며, 제품다각화와 적극적인 마케팅을 통해 종합생활가전업체로의 변모를 꾀하고 있다.

정수기 이외의 생활가전 분야에서도 의미 있는 성과가 나타나고 있다. 정수기의 M/S를 45% 수준으로 유지하며 1위 자리를 확고히 하고 있는 가운데 공기청정기, 비데, 연수기의 시장 점유율도 40~60% 수준을 유지하며 시장내 1위 사업자의 위치를 확보했다.

동사는 14년 렌탈서비스 확장에 집중하면서, 일시불 판매가 전년동기비 17% 감소했다. 환경가전 부분 전체로는 렌탈의 성장(YoY 5%)과 해약률, 렌탈자산폐기손실의 관리를 통해 성장을 계속했다.

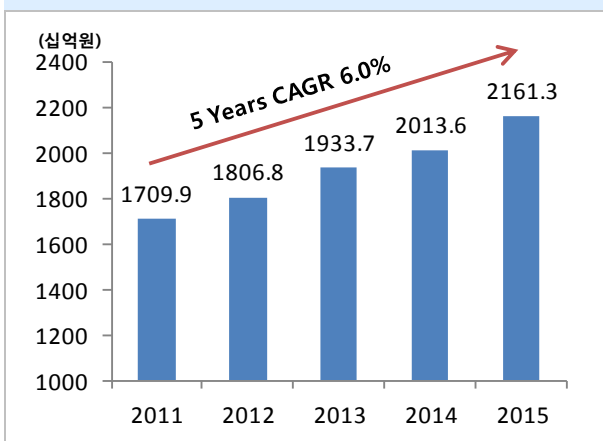
하지만, 일시불 판매는 2015년 제품군 확대와 전략적 변화로 회복하기 시작했고, 1Q15 +9%YoY, 2Q15 +11%YoY, 3Q15 +8%YoY로 상승하는 모습을 보이며 우려를 상쇄하는 모습이다.

[표 1] 분기별 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	535	557	526	543	548	555	680	631	2,160	2,315	2,660	2,850
영업이익	90	97	95	82	100	110	124	129	364	463	520	540
순이익	66	66	64	53	78	83	92	90	250	343	397	415
영업이익률	16.9%	17.5%	18.1%	15.1%	18.3%	19.9%	21.4%	20.4%	16.9%	18.6%	19.6%	19.0%
순이익률	12.4%	11.9%	12.2%	9.8%	14.2%	14.9%	15.9%	14.3%	11.6%	14.8%	14.9%	14.6%

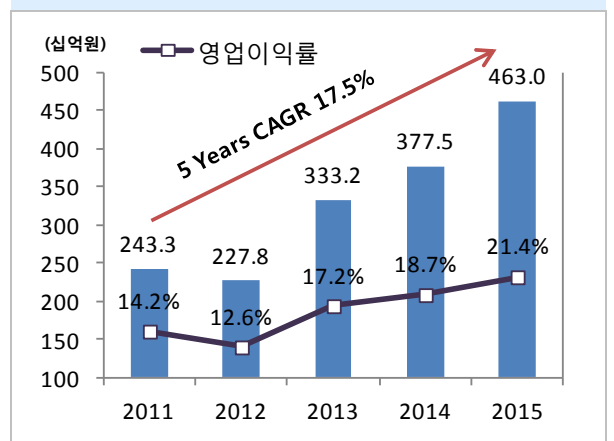
자료: 코웨이, 홍콩증권 리서치센터 추정

[그림 3] 매출액 추이



자료: 코웨이, 홍콩증권 리서치센터

[그림 4] 영업이익 추이



3. 말레이시아, 미국, 중국 순으로 성장하는 해외사업

동사는 미국, 중국, 말레이시아, 태국에서 해외사업을 진행하고 있다. 중국 내 화장품, 정수기 등을 판매했던 China Living Goods 법인을 처분하면서 총 4개의 해외법인(지분을 100%)을 운영하고 있다.

해외법인은 전체 매출의 7~8%를 차지하고 있어 실질적인 기여도는 낮다. 다만 이익성장(말레이시아)와 턴어라운드를 시작한(미국) 법인에 대한 기대감은 유효하다. 반면 중국 시장에서의 성장은 상당한 시간이 필요해보인다.

말레이시아의 경우, 연 8% 수준의 안정적인 이익률을 통해 2013, 14년 매출액과 영업이익이 각각 719억원에서 901억원, 50억원에서 74억원으로 증가했다. 방문판매 중심의 렌탈서비스 사업을 진행하고 있으며, 총 계정이 26만을 넘어서 안정적인 이익이 발생하고 있다.

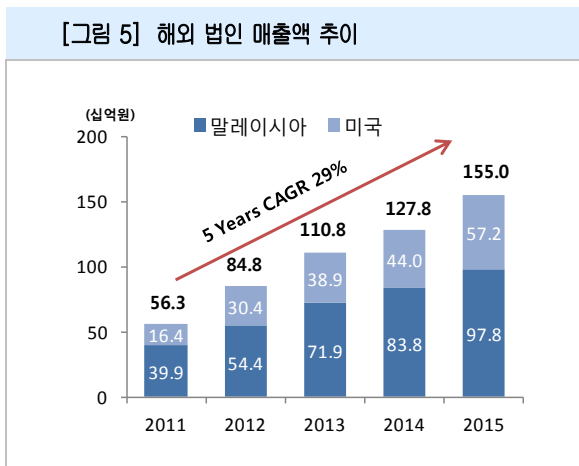
미국시장은 한인사회를 중심으로 성장하고 있다. 렌탈서비스의 편리함과 합리적인 가격의 장점을 인지하고 있는 교포들이 동사의 주요 고객이다.

미국내 한인 인구는 약 140만명 수준으로 지난 5년간 연평균 11.3% 성장했다. 통상 보유 계정이 10만을 넘어서면 안정적인 이익창출이 가능하다. 2015년 10만 계정을 넘어서 16년부터는 손익분기점을 넘어 이익 기여가 시작될 전망이다.

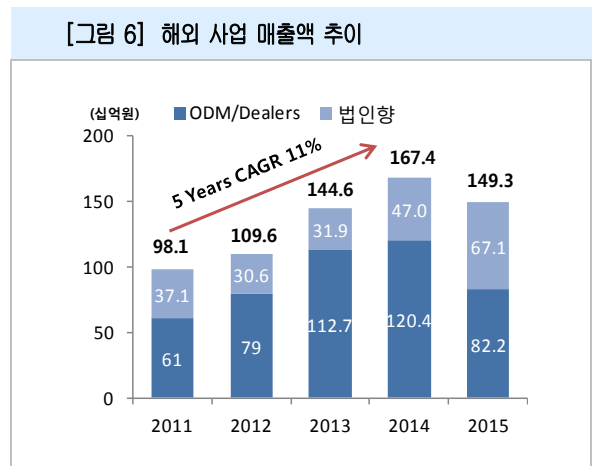
China Living Goods 법인의 처분으로 중국 실적 개선이 기대된다.(China Living Goods 손익 2013년 -58억원 -> 2014년 -256억원), 중국 내 공기 청정기 시장 및 정수기 시장은 성장하고 있으나, 현지 업체들과 경쟁도 심화되고 있는 상황이다.

해외법인은 말레이시아와 미국법인을 중심으로 실적기여가 이뤄질 것으로 전망하며, 장기적인 관점에서 중국시장의 성장이 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

2015년 예상 매출액은 +4%YoY 증가한 2,175억원을, 2016년은 +7.1%YoY 증가한 2,330억원을 전망한다. 영업이익률도 2015년 2%, 2016년 4.1%, 2017년 5.4%의 점진적 개선을 예상한다.



자료: 코웨이, 홍콩증권 리서치센터



4. 지배구조 및 M&A 이슈

MBK파트너스는 최근 동사의 기업가치가 적정수준에 올랐다고 판단하여 M&A시장에 매물로 내놓은 상황이다.

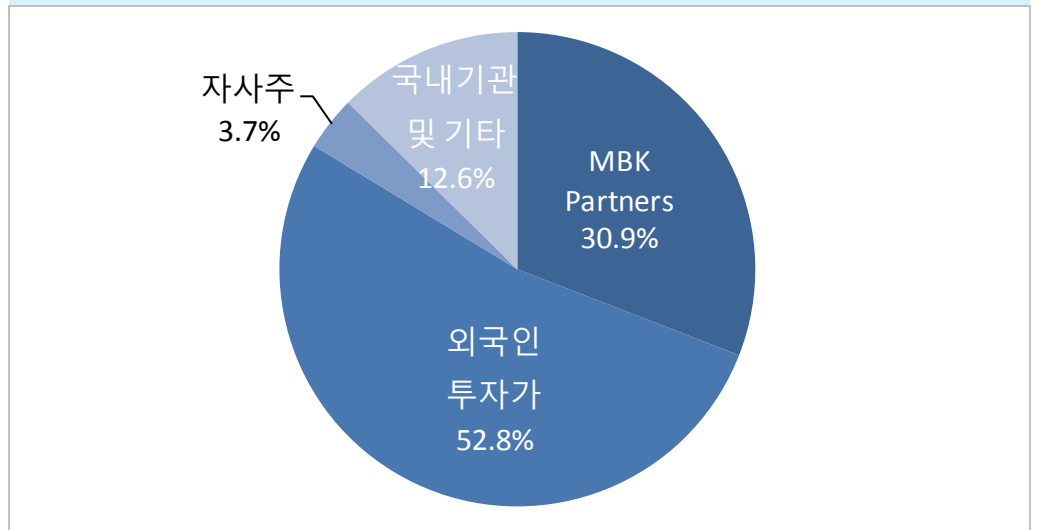
15년 말 중국 하이얼, CJ그룹, 사모펀드인 칼라일그룹 등 인수 후보자들이 나타나 매각 절차를 진행했지만, 가격 측면에서 견해 차이를 커서 (MBK파트너스 3조원 이상 요구, 인수자들은 2조원 초반 요구한 것으로 추정) 매각은 중단된 상황이다.

매각 절차의 재개의 불투명성은 동사 주가에 단기 오버행 리스크로 작용할 전망이다. 국내 M&A시장이 80조원을 넘을 정도로 많은 매물이 대기하고 있어 바이어 중심 시장으로 흘러갈 가능성이 높다.

결과적으로, MBK파트너스가 원하는 매각가로 계약이 성사될 지 여부는 불투명하다. 하지만, 동사의 기업가치와 전망을 감안했을 때, MBK파트너스가 매각가를 낮출 가능성이 낮아 매각절차는 예상보다 오랜 시간이 걸릴 수도 있다.

매각이 이뤄지더라도 동사의 기업가치가 단기간에 훼손될 가능성은 낮다고 보며, 사모펀드 외의 다른 기업에게 피인수 될 시 수익성 측면에서 악화될 가능성은 있지만 동사의 신사업 관련 모멘텀, 국내 렌탈시장 및 해외 시장에서의 지속적인 성장 스토리는 유효할 전망이다.

[그림 7] 코웨이 지배구조

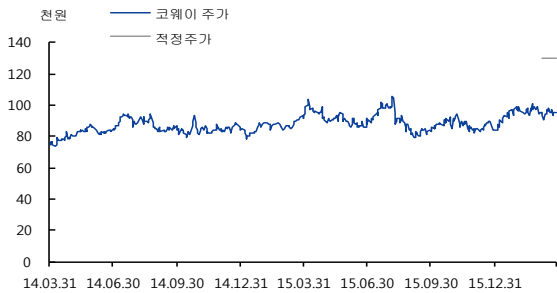


자료: 코웨이, 흥국증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)					포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691.4	596.8	812.2	1,471.0	2,062.3	매출액	2,118.3	2,160.3	2,500.0	2,660.0	2,850.0
현금 및 현금성자산	238.7	147.4	296.5	922.5	1,474.9	매출원가	721.0	726.6	840.8	894.6	958.5
매출채권 및 기타채권	249.5	229.2	265.2	282.2	302.3	매출총이익	1,397.4	1,433.7	1,659.2	1,765.4	1,891.5
재고자산	65.8	61.9	71.6	76.2	81.7	매출총이익률(%)	66.0	66.4	66.4	66.4	66.4
기타유동자산	131.0	152.0	175.9	187.2	200.5	판매비와관리비	1,058.3	1,069.3	1,194.7	1,245.0	1,351.0
비유동자산	976.4	1,024.8	1,060.0	820.3	673.0	영업이익	339.0	364.4	464.5	520.4	540.5
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	영업이익률(%)	16.0	16.9	18.6	19.6	19.0
유형자산	638.3	675.2	639.6	419.5	275.2	조정영업이익	339.0	364.4	464.5	520.4	540.5
무형자산	176.8	170.6	162.5	141.2	123.4	비영업손익	-11.9	-32.0	-5.7	1.2	9.7
자산총계	1,667.9	1,621.6	1,872.2	2,291.3	2,735.3	순금융손익	-14.5	-8.8	-5.7	-3.0	5.5
유동부채	676.7	526.0	560.9	587.7	619.5	외환관련손익	-3.6	-0.1	-2.0	-2.0	-2.0
매입채무 및 기타채무	193.6	220.0	254.6	270.8	290.2	관계기업등 투자손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융부채	334.9	164.5	142.5	142.5	142.5	세전계속사업이익	327.1	332.4	458.8	521.6	550.2
기타유동부채	148.3	141.6	163.9	174.4	186.8	세전계속사업이익률(%)	15.4	15.4	18.4	19.6	19.3
비유동부채	50.2	56.2	66.8	68.1	70.9	계속사업법인세	-82.1	-82.8	-109.7	-124.8	-134.8
장기금융부채	7.1	9.2	14.7	14.7	14.7	계속사업이익	245.1	249.7	349.0	396.8	415.4
기타비유동부채	34.8	31.0	36.1	37.4	40.2	중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	727.0	582.2	627.7	655.8	690.4	당기순이익	245.1	249.7	349.0	396.8	415.4
지배주주지분	940.9	1,038.5	1,243.6	1,634.6	2,044.1	순이익률(%)	11.6	11.6	14.0	14.9	14.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	지배주주	245.1	249.7	349.0	396.9	415.4
자본잉여금	126.2	126.5	126.5	126.5	126.5	비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	868.0	985.9	1,186.0	1,582.9	1,998.3	총포괄이익	243.8	241.1	343.1	391.0	409.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.9	0.9	0.9	0.8	지배주주	243.8	241.1	343.2	391.0	409.5
자본총계	940.9	1,039.4	1,244.5	1,635.4	2,045.0	비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표	(단위: 십억원)					주요투자지표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동으로 인한 현금흐름	548.2	524.2	601.9	635.0	552.8	성장성(%)					
당기순이익(손실)	245.1	249.7	349.0	396.8	415.4	매출액	6.3	2.0	15.7	6.4	7.1
비현금수익비용가감	374.2	415.3	415.3	371.0	293.3	영업이익	49.9	7.5	27.5	12.0	3.9
유형자산감가상각비	190.6	205.7	213.8	220.1	144.3	세전계속사업이익	124.4	1.6	38.0	13.7	5.5
무형자산상각비	7.6	7.9	13.2	27.4	23.8	EBITDA	31.1	7.6	19.6	11.0	-7.7
기타	-93.8	-112.0	-70.3	6.3	6.3	EPS	160.6	1.9	39.8	13.7	4.7
영업활동으로 인한 변동	-29.6	-41.7	-46.9	-8.0	-21.0	수익성(%)					
매출채권 및 기타채권	67.3	-3.4	-41.6	-17.0	-20.2	ROA(%)	14.3	15.2	20.0	19.1	16.5
재고자산	19.0	-3.4	-12.2	-4.6	-5.4	ROE(%)	28.4	25.2	30.6	27.6	22.6
매입채무 및 기타채무	-82.4	17.9	77.6	16.3	19.3	EBITDA마진(%)	25.4	26.8	27.7	28.9	24.9
법인세납부	-41.5	-99.1	-115.5	-124.8	-134.8	안전성(%)					
투자활동으로 인한 현금흐름	-86.9	-287.0	-268.2	-2.0	6.5	유동비율(%)	102.2	113.5	144.8	250.3	332.9
유형자산처분(취득)	-258.3	-296.2	-244.7	0.0	0.0	부채비율(%)	77.3	56.0	50.4	40.1	33.8
무형자산감소(증가)	-2.4	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	순차입금/자기자본(%)	10.3	1.9	-11.4	-47.0	-64.6
장단기금융자산	-9.0	12.5	-11.0	0.0	0.0	EBITDA/이자비용(X)	28.9	50.1	89.0	109.2	100.8
기타투자활동	182.8	2.7	-6.5	4.1	12.5	주당지표					
FCF	224.9	186.7	252.0	626.3	546.5	EPS(원)	3,178	3,238	4,526	5,146	5,386
재무활동으로 인한 현금흐름	-373.8	-328.5	-184.1	-7.0	-7.0	BPS(원)	13,535	15,146	17,722	22,792	28,102
장단기금융부채감소(증가)	-262.4	-162.1	-42.4	0.0	0.0	CFPS(원)	5,748	6,007	7,470	8,354	7,567
자본의 증가(감소)	-13.9	-27.6	5.2	0.0	0.0	DPS(원)	2,710	2,000	0	0	0
배당금지급	-78.4	-123.6	-148.3	0.0	0.0	Valuation지표(배)					
기타재무활동	-19.0	-15.1	1.4	-7.0	-7.0	P/E(x)	20.9	26.0	18.6	18.5	17.7
현금의 증가	86.3	-91.3	149.2	626.0	552.3	PBR(x)	4.9	5.6	4.8	4.2	3.4
기초현금	152.4	238.7	147.4	296.5	922.5	P/CF(x)	11.6	14.0	11.3	11.4	12.6
기말현금	238.7	147.4	296.5	922.5	1,474.9	EV/EBITDA(x)	9.7	11.3	9.2	8.6	8.5

코웨이- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	날짜	투자의견	적정가격
2016.03.30	BUY	130,000			

기업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- Buy (매수): 15% 이상
- Hold (중립): -15% ~ 15%
- Sell (매도): -15% 이하

산업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 임영주)

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.