

Issue & Pitch

코웨이 (021240)

새로운 확장 가능성을 열다



소비재/화장품 김영욱
nick.kim@ktb.co.kr

BUY

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

Stock Information

현재가 (5/31)	100,500원
예상 주가상승률	19.4%
시가총액	77,510억원
비중(KOSPI내)	0.62%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	79,200 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	142억원
외국인 지분율	53.8%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)의 9인	31.0
국민연금공단	6.0
Lazard Asset Management LLC	5.2

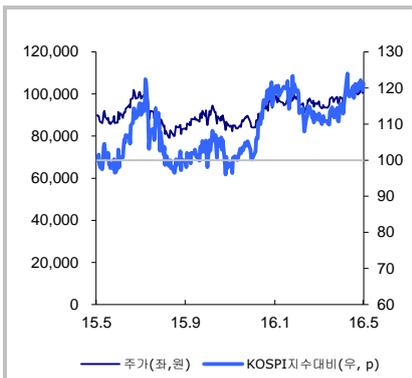
Valuation wide

	2015	2016E	2017E
PER(배)	18.9	20.8	19.3
PBR(배)	6.1	5.4	4.8
EV/EBITDA(배)	9.3	9.7	9.0
배당수익률(%)	3.3	3.2	3.7

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	1.9	18.9	9.8	19.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.3	20.2	16.8	19.2

Price Trend



▶ Issue

세계 백색가전 1위 업체인 하이얼과 전략적 판매 제휴 양해각서(MOU) 체결

▶ Pitch

하이얼과의 MOU 체결은 곧 중국 로컬 시장내 판매 가능성을 높이는 이슈. 국내에서 독보적 시장 지배력을 기반한 현금창출 능력과 더불어 신규 시장에서 이끌어낼 성장에 대한 감증을 해소할 계기 마련

▶ Rationale

- 코웨이는 5월 26일 중국 청도의 하이얼 공업단지에서 전략적 판매 협력을 강화하기 위한 양해각서 체결에 대한 사항을 5월 31일 언론자료를 통해 발표
- 한편, 코웨이와 하이얼은 2016년 말까지 1)중국 현지화 제품 개발과 2)중국 정수기 시장 확대 방안을 포함하는 본 계약 체결 계획
- 코웨이가 장기간 동안 준비해온 정수기의 중국 현지화 의지를 비춰왔을 때, 하이얼의 방대한 온·오프라인 유통망을 활용할 가능성 높다고 판단
- 중국의 정수제품 시장규모는 2014년 상반기 및 2015년 상반기 각각 YoY +65.4%, +58.3% 증가
- 중국은 도시화와 공업화로 인해 수자원 부족 뿐만 아니라 수질오염 문제가 갈수록 심해지고 있기 때문에 깨끗한 음용 가능한 물에 대한 needs 확대되는 추세
- 주요 소비자 segment를 살펴봐도 아직은 사무실, 병원을 포함한 공공시설 및 일부 중산층 이상 가정에 한정되어 있어, 향후 일반 가정으로의 소비층 확대 가능성 높다고 판단
- 결론적으로 이번 MOU 계약 체결이 즉각적인 실적 반영 혹은 기대감을 반영한 valuation expansion 등으로 이어지기는 아직 시기상조. 하지만, MOU 이후 신규 시장 진입 관련 실현 가능성이 높아질 수 있다는 부분은 highlight되어야 한다는 판단

▶ Earnings Forecasts

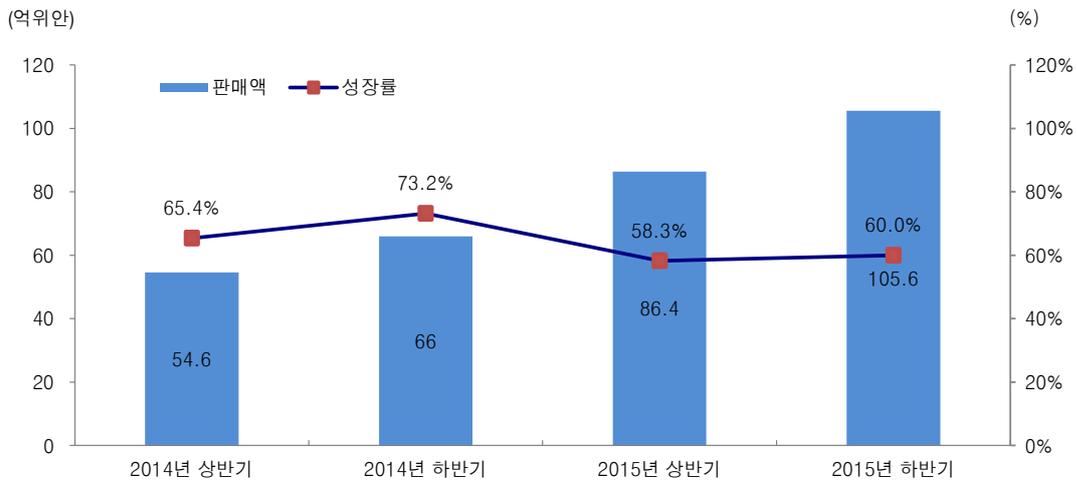
(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,160	2,315	2,507	2,697	2,926	3,127	3,372
영업이익	364	463	499	541	591	622	675
EBITDA	578	691	757	807	864	905	971
순이익	250	343	372	402	439	462	502
자산총계	1,622	1,775	2,175	2,387	2,575	2,748	2,980
자본총계	1,039	1,238	1,610	1,765	1,919	2,088	2,297
순차입금	12	(37)	(407)	(527)	(644)	(770)	(921)
매출액증가율	2.0	7.2	8.3	7.6	8.5	6.9	7.8
영업이익률	16.9	20.0	19.9	20.1	20.2	19.9	20.0
순이익률	11.6	14.8	14.8	14.9	15.0	14.8	14.9
EPS증가율	1.9	37.4	8.5	8.0	9.3	5.1	8.7
ROE	25.2	30.2	26.1	23.8	23.9	23.1	22.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

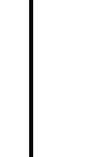


Fig. 01: 중국 - 2014~2015년 정수제품 판매액 규모



Source: 奥维云网(AVC), KTB투자증권

Fig. 02: 중국 현지 주요 정수기 업체 및 제품 현황

제조업체명	브랜드	제품	가격(소비자가격)	원산지(수출국)
메이디정호정수설비 유한공사	美的		1180 위안	중국
안지얼그룹	安吉爾		2199 위안	중국
취안라이정수설비 유한공사	泉來		1127 위안	중국
친위안유한공사	沁園		998 위안	중국

Source: 타오바오, 바이두, 각 그룹 사이트, KTB투자증권



Fig. 03: 코웨이 부문별 실적 요약

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
연결 매출액(억원)	5,350	5,569	5,255	5,429	5,482	5,553	5,804	6,313	6,237	6,460	6,070	6,305	21,603	23,152	25,071
환경가전	4,191	4,365	4,313	4,383	4,446	4,635	4,865	5,093	4,993	5,276	5,018	5,055	17,252	19,038	20,343
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,764	3,802	3,801	4,073	4,046	4,116	14,006	14,911	16,035
멤버십	439	458	468	469	460	453	593	437	429	398	390	387	1,834	1,943	1,605
일시불	276	374	318	326	353	470	508	592	548	806	582	553	1,293	1,923	2,488
화장품	210	223	172	200	231	211	186	202	201	235	212	204	805	830	852
수출	452	557	330	335	330	390	358	414	567	484	513	523	1,674	1,492	2,087
ODM/Dealers	342	416	200	245	248	188	159	227	362	273	290	293	1,203	822	1,219
해외법인합	110	141	130	90	82	202	199	187	205	210	223	230	471	670	868
YoY(%)															
연결 매출액					2.5	(0.3)	10.4	16.3	13.8	16.3	4.6	(0.1)	2.0	7.2	8.3
환경가전	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	12.8	16.2	12.3	13.8	3.2	(0.7)	4.2	10.4	6.9
렌탈	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	6.0	4.6	9.7	7.5	8.3	5.1	6.5	7.5
멤버십	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	26.6	(6.7)	(6.7)	(12.2)	(34.2)	(11.5)	5.6	6.0	(17.4)
일시불	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	59.7	81.7	55.2	71.5	14.5	(6.7)	(14.5)	48.7	29.4
화장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	(5.4)	8.1	1.0	(13.0)	11.2	14.0	1.1	5.4	3.1	2.6
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(30.0)	8.5	23.6	71.8	24.0	43.3	26.3	15.8	(10.9)	39.9
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(7.3)	46.0	45.4	82.7	29.0	6.7	(31.7)	48.3
해외법인합	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	43.3	53.1	107.8	150.0	4.1	11.9	23.0	47.6	42.3	29.5
연결 매출액 대비 비중(%)															
환경가전	78.3	78.4	82.1	80.7	81.1	83.5	83.8	80.7	80.1	81.7	82.7	80.2	79.9	82.2	81.1
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	66.8	64.8	60.2	60.9	63.0	66.7	65.3	64.8	64.4	64.0
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	10.2	6.9	6.9	6.2	6.4	6.1	8.5	8.4	6.4
일시불	5.2	6.7	6.1	6.0	6.4	8.5	8.8	9.4	8.8	12.5	9.6	8.8	6.0	8.3	9.9
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	3.8	3.2	3.2	3.2	3.6	3.5	3.2	3.7	3.6	3.4
수출	8.4	10.0	6.3	6.2	6.0	7.0	6.2	6.6	9.1	7.5	8.5	8.3	7.7	6.4	8.3
ODM/Dealers	6.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.4	2.7	3.6	5.8	4.2	4.8	4.6	5.6	3.6	4.9
해외법인합	2.1	2.5	2.5	1.7	1.5	3.6	3.4	3.0	3.3	3.3	3.7	3.6	2.2	2.9	3.5
매출원가	1,823	1,879	1,682	1,882	1,752	1,706	1,781	2,050	2,070	2,022	1,906	2,068	7,266	7,288	8,066
매출총이익	3,527	3,690	3,573	3,547	3,730	3,847	4,023	4,264	4,167	4,438	4,164	4,237	14,337	15,864	17,006
판매비	2,624	2,719	2,620	2,730	2,727	2,742	2,784	2,978	2,930	3,132	2,918	3,032	10,693	11,231	12,012
영업이익	903	972	953	817	1,003	1,105	1,239	1,286	1,236	1,306	1,247	1,205	3,644	4,633	4,994
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	21.4	20.4	19.8	20.2	20.5	19.1	16.9	20.0	19.9
YoY(%)					11.1	13.7	30.1	57.4	23.3	18.2	0.6	(6.3)	7.5	27.1	7.8
담기순이익	661	663	639	534	776	827	924	905	952	981	924	865	2,497	3,431	3,722
NPM(%)	12.4	11.9	12.2	9.8	14.2	14.9	15.9	14.3	15.3	15.2	15.2	13.7	11.6	14.8	14.8
YoY(%)					17.4	24.8	44.5	69.6	22.8	18.6	0.0	(4.4)	1.9	37.4	8.5

Note : K-IFRS 연결기준
Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 04: 코웨이 Valuation

DCF Valuation	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	4,633	4,994	5,410	5,912	6,221	6,753
NOPLAT	3,498	3,773	4,079	4,458	4,690	5,092
Depr. & amort	2,277	2,580	2,661	2,732	2,826	2,957
Capex	3,347	2,839	2,836	2,898	3,095	3,335
Free Cash Flow		3,534	3,801	4,168	4,332	4,595
Discount Factor		1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
PV of FCF		3,534	3,490	3,515	3,354	3,265
Sum of PV		33,248				
NPV of EVA		27,814				
NPV of CV		27,963				
Enterprise Value		94,149				
Equity Value		94,548				
Fair Price - EVA		122,591				

Key assumptions
 Risk Free = 3.0%
 Beta = 0.9
 Risk Premium = 7.0%
 g = 1.0%

Source: KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	1,046.5	1,230.5	1,392.0
현금성자산	153.7	125.5	537.1	692.4	820.0
매출채권	229.2	283.4	265.5	287.0	312.6
재고자산	61.9	69.8	67.6	73.1	79.6
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,129.0	1,156.0	1,182.6
투자자산	179.0	225.6	234.8	244.3	254.3
유형자산	675.2	699.5	729.8	751.6	772.3
무형자산	170.6	168.8	164.3	160.1	156.0
자산총계	1,621.6	1,775.4	2,175.5	2,386.5	2,574.6
유동부채	526.0	472.9	498.5	552.2	583.9
매입채무	220.0	223.7	205.6	222.2	242.0
유동성이자부채	164.5	80.1	122.2	157.6	167.7
비유동부채	56.2	64.3	66.5	68.9	71.3
비유동이자부채	1.0	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	582.2	537.2	565.0	621.1	655.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.5	127.5	127.5	127.5	127.5
이익잉여금	985.9	1,177.0	1,549.3	1,704.3	1,858.2
자본조정	(114.5)	(107.8)	(107.8)	(107.8)	(107.8)
자기주식	(129.6)	(124.2)	(124.2)	(124.2)	(124.2)
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,610.4	1,765.4	1,919.4
투자자본	1,048.8	1,170.2	1,201.0	1,235.9	1,272.3
순차입금	11.8	(37.5)	(406.9)	(526.9)	(644.3)
ROA	15.2	20.2	18.8	17.6	17.7
ROE	25.2	30.2	26.1	23.8	23.9
ROIC	26.3	31.5	31.8	33.5	35.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	541.7	545.0	662.5	659.9	702.6
당기순이익	249.7	343.1	372.2	401.8	439.3
자산상각비	213.6	227.7	258.0	266.1	273.2
운전자본증감	(24.1)	(163.2)	1.9	(10.4)	(12.4)
매출채권감소(증가)	(3.4)	(57.9)	17.9	(21.5)	(25.6)
재고자산감소(증가)	(3.4)	(5.0)	2.2	(5.5)	(6.5)
매입채무증가(감소)	17.9	5.8	(18.2)	16.6	19.9
투자현금	(304.7)	(371.2)	(293.4)	(293.5)	(300.1)
단기투자자산감소	(5.3)	(41.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(305.8)	(329.3)	(280.8)	(280.5)	(286.7)
유무형자산감소	3.5	3.4	(3.1)	(3.1)	(3.1)
재무현금	(327.4)	(203.8)	42.1	(211.4)	(275.3)
차입금증가	(162.0)	(67.8)	42.1	35.4	10.1
자본증가	(123.6)	(148.3)	(205.6)	(246.8)	(285.4)
배당금지급	123.6	148.3	205.6	246.8	285.4
현금 증감	(91.3)	(31.1)	411.2	155.0	127.1
총현금흐름(Gross CF)	665.0	791.5	660.6	670.3	714.9
(-) 운전자본증가(감소)	(22.9)	53.4	(1.9)	10.4	12.4
(-) 설비투자	305.8	329.3	280.8	280.5	286.7
(+) 자산매각	3.5	3.4	(3.1)	(3.1)	(3.1)
Free Cash Flow	385.6	412.3	378.6	376.3	412.7
(-) 기타투자	0.0	(0.0)	0.1	0.1	0.1
잉여현금	385.6	412.3	378.5	376.2	412.6

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,507.1	2,697.4	2,925.9
증가율 (Y-Y,%)	2.0	7.2	8.3	7.6	8.5
영업이익	364.4	463.3	499.4	541.0	591.2
증가율 (Y-Y,%)	7.5	27.1	7.8	8.3	9.3
EBITDA	578.0	691.0	757.4	807.1	864.4
영업외손익	(32.0)	(8.9)	(6.8)	(8.1)	(8.6)
순이자수익	(8.8)	(2.9)	(1.3)	(2.1)	(2.1)
외화관련손익	(0.1)	(2.9)	(1.1)	(1.5)	(2.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	332.4	454.5	492.6	532.9	582.6
당기순이익	249.7	343.1	372.2	401.8	439.3
지배기업당기순이익	249.7	343.1	372.2	401.8	439.3
증가율 (Y-Y,%)	1.9	37.4	8.5	8.0	9.3
NOPLAT	273.7	349.8	377.3	407.9	445.8
(+) Dep	213.6	227.7	258.0	266.1	273.2
(-) 운전자본투자	(22.9)	53.4	(1.9)	10.4	12.4
(-) Capex	305.8	329.3	280.8	280.5	286.7
OpFCF	204.4	194.8	356.4	383.1	419.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.8	5.1	5.8	7.7	8.1
영업이익증가율(3Yr)	15.8	27.0	13.8	14.1	8.5
EBITDA증가율(3Yr)	13.6	19.0	12.1	11.8	7.7
순이익증가율(3Yr)	14.3	53.9	14.9	17.2	8.6
영업이익률(%)	16.9	20.0	19.9	20.1	20.2
EBITDA마진(%)	26.8	29.8	30.2	29.9	29.5
순이익률(%)	11.6	14.8	14.8	14.9	15.0

주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Per share Data					
EPS	3,237	4,449	4,826	5,210	5,696
BPS	11,253	13,855	18,739	20,804	22,852
DPS	2,000	2,800	3,200	3,700	3,800
Multiples(x, %)					
PER	26.0	18.9	20.8	19.3	17.6
PBR	7.5	6.1	5.4	4.8	4.4
EV/ EBITDA	11.3	9.3	9.7	9.0	8.2
배당수익률	2.4	3.3	3.2	3.7	3.8
PCR	9.8	8.2	11.7	11.6	10.8
PSR	3.0	2.8	3.1	2.9	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	56.0	43.4	35.1	35.2	34.1
Net debt/Equity	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	113.5	138.2	209.9	222.8	238.4
이자보상배율	41.3	158.9	389.3	252.4	275.6
이자비용/매출액	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	75.9	76.9	60.9	56.9	54.2
현금+투자자산(%)	24.1	23.1	39.1	43.1	45.8
자본구조					
차입금(%)	13.7	6.6	7.5	8.6	8.4
자기자본(%)	86.3	93.4	92.5	91.4	91.6



▶ 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 :	79%	HOLD :	21%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 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: 기업거취 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 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 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 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2015.07.13	2016.06.01
투자의견	BUY	BUY
목표주가	120,000원	120,000원
일자		
투자의견		
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.