

코웨이 (021240)

소비자의 니즈를 개발하는 소비재 업체

생활소비재

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	140,000
현재주가(16/06/07, 원)	111,000
상승여력	26%

영업이익(16F, 십억원)	527
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	515

EPS 성장률(16F, %)	12.5
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.8
P/E(16F, x)	22.2
MKT P/E(16F, x)	10.7
KOSPI	2,011.63

시가총액(십억원)	8,561
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.4
외국인 보유비중(%)	53.9
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	79,200
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	30.6	27.9
상대주가	12.0	27.5	31.5



제품 경쟁력과 렌탈 시스템은 근원적 차별화의 핵심

내수 소비의 저성장기가 장기화되고 성장 재개에 대한 기대도 점차 낮아지는 근원적인 환경에서 뚜렷한 소비 효용을 제공하는 특정 재화에 대해서는 오히려 명료한 소비 고급화가 진행되고 있다. 준내구재와 비내구재 영역에서 이례적으로 강한 소비를 유인하는 제품군은 환경개선과 화장품이 대표적인데, 이들은 평균 객단가가 낮고 필수성보다는 브랜드, 제품력에 대한 소비자의 정성적 인지가 차별화된 구매 수요를 유발시킨다는 특징을 지닌다.

또한 코웨이가 국내의 소비재 섹터에서 차별화될 수 있는 핵심 근거는 soft skill의 영역에 있다. 정수기 렌탈을 시작한지 19년이 경과한 현재까지 신규 제품 수요와 ARPU 상승을 꾸준히 유도하는 모습은 소비자의 니즈를 선제적으로 분석, 대응하는 혁신적인 제품 개발 능력과 견고한 렌탈 시스템이 최적으로 융합된 결실이다.

소비자가 감응할 수 있는 혁신적인 제품 개발 능력, 그리고 전체 소비 여력 확대 여부와 무관하게 안정적인 수요를 뒷받침하는 렌탈 시스템, 섬세하고 전략적으로 운영되는 서비스 조직 관리 등과 관련한 독보적인 역량은 다수의 정량적 강점(풍부한 현금흐름, 순현금 재무구조, 주주 친화적인 배당정책 등) 이상의 가치를 정당화한다.

해외 시장에서 기대되는 새로운 성장의 기회

코웨이는 지난달 중국 최대 가전 기업인 하이얼과 중국 시장 내 정수기 판매의 전략적 협력 강화를 위한 MOU 체결을 발표한 바 있다. 코웨이는 국내 시장에서 독보적으로 차별화되는 사업모델을 완비했지만, 중국 로컬 시장에서는 문화적, 시스템적 차이 등으로 인해 유의미한 침투에 어려움을 겪어왔다. 중국 시장 최대 업체와의 협업은 최고의 소프트웨어와 최적의 하드웨어의 결합을 의미하며, 장기 성장의 축 다변화와 성장성 강화에 대한 기대를 한층 높인다.

이 뿐 아니라 2Q14부터 성장 정체가 장기화되었던 ODM 수출 사업은 중국 청정기 시장 구조 재편과 제품 포트폴리오 재정비 과정을 거치며 완전히 성장을 재개한 바 있다(1Q16 매출액 362억원, +46% YoY). 말레이시아와 미국 현지 법인의 고성장도 지속되는 가운데 미국 시장에서 자체 브랜드로 공급되는 청정기 판매도 호조를 보이고 있다. 국내 시장에서만 성장이 국한될 것으로 인지되었던 코웨이 사업모델에 대한 전반적인 인식 개선이 절실해지는 시점이다.

코웨이에 대한 “매수” 투자 의견과 목표주가 14만원을 유지하여 제시한다. 한국 시장 내 가장 독보적인 포트폴리오를 지닌 소비재 업체로 지속해서 중장기 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,614	2,861	3,137
영업이익 (십억원)	339	364	463	527	564	609
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	20.2	19.7	19.4
순이익 (십억원)	245	250	343	386	405	438
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	5,004	5,257	5,685
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	29.1	27.5	27.7
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	22.2	21.1	19.5
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	5.6	5.2	4.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,614	2,861	3,137
매출원가	729	841	924	1,012
매출총이익	1,586	1,773	1,937	2,125
판매비와관리비	1,123	1,246	1,373	1,517
조정영업이익	463	527	564	609
영업이익	463	527	564	609
비영업손익	-9	-8	-16	-17
금융손익	-3	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	519	548	592
계속사업법인세비용	111	133	142	154
계속사업이익	343	386	405	438
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	386	405	438
지배주주	343	386	405	438
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	334	386	405	438
지배주주	334	386	405	438
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	691	718	770	830
FCF	184	249	281	327
EBITDA 마진율 (%)	29.8	27.5	26.9	26.5
영업이익률 (%)	20.0	20.2	19.7	19.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	14.8	14.2	14.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	761	835	896
현금 및 현금성자산	116	211	252	275
매출채권 및 기타채권	271	273	299	329
재고자산	70	72	79	87
기타유동자산	196	205	205	205
비유동자산	1,122	1,177	1,237	1,281
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	783	844	887
무형자산	169	162	156	149
자산총계	1,775	1,937	2,072	2,177
유동부채	473	449	462	478
매입채무 및 기타채무	219	214	235	258
단기금융부채	80	70	70	0
기타유동부채	174	165	157	220
비유동부채	64	72	72	72
장기금융부채	9	9	9	0
기타비유동부채	55	63	63	72
부채총계	537	521	534	549
지배주주지분	1,237	1,415	1,538	1,627
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,177	1,355	1,478	1,567
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,238	1,416	1,539	1,628

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	559	591	637
당기순이익	343	386	405	438
비현금수익비용가감	448	325	349	375
유형자산감가상각비	220	184	199	215
무형자산상각비	8	7	6	6
기타	220	134	144	154
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-195	-19	-21	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-1	-25	-28
재고자산 감소(증가)	-5	-2	-7	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-2	6	6
법인세납부	-83	-133	-142	-154
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-244	-265	-262
유형자산처분(취득)	-320	-267	-261	-257
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-3	-6	-6
기타투자활동	-2	26	2	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	-220	-285	-352
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	-10	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	-208	-283	-350
기타재무활동	11	-2	-2	-2
현금의 증가	-31	94	41	24
기초현금	147	116	211	252
기말현금	116	211	252	275

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	22.2	21.1	19.5
P/CF (x)	8.2	12.0	11.3	10.5
P/B (x)	4.8	5.6	5.2	4.9
EV/EBITDA (x)	9.3	11.7	10.9	10.1
EPS (원)	4,449	5,004	5,257	5,685
CFPS (원)	10,263	9,215	9,780	10,549
BPS (원)	17,654	19,960	21,552	22,704
DPS (원)	2,800	3,800	4,700	5,800
배당성향 (%)	60.6	73.3	86.2	98.4
배당수익률 (%)	3.3	3.4	4.2	5.2
매출액증가율 (%)	7.2	12.9	9.4	9.6
EBITDA증가율 (%)	19.6	3.9	7.2	7.8
조정영업이익증가율 (%)	27.2	13.8	7.0	8.0
EPS증가율 (%)	37.4	12.5	5.1	8.1
매출채권 회전을 (회)	10.0	10.2	10.6	10.6
재고자산 회전을 (회)	35.2	36.9	38.0	37.9
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.3	15.3	15.2
ROA (%)	20.2	20.8	20.2	20.6
ROE (%)	30.2	29.1	27.5	27.7
ROIC (%)	31.7	32.1	32.2	33.1
부채비율 (%)	43.4	36.8	34.7	33.8
유동비율 (%)	138.2	169.3	180.8	187.7
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	-9.9	-11.8	-12.6
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	239.0	284.3	306.8

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터