

2016. 7. 6

Company Update



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

코웨이 (021240)

니켈 정수기 논란, 2017년 영업정상화를 위한 비용 발생 전망

- 7월 3일 (일요일) 주요 언론 매체에서 코웨이의 니켈 정수기 논란을 보도. 이후 여론이 크게 악화됨에 따라 동사의 브랜드 가치 훼손과 장기적인 경쟁력 약화에 대한 우려가 제기됨
- 4일 사과문을 발표한 데 이어 6일 렌탈료 환불 등을 포함한 보상안 발표. 대규모 비용이 발생할 것으로 예상되는 물론, 회사의 노력에도 불구하고 적어도 연말까지 영업차질이 이어질 것으로 예상
- 단기적인 모넨텀 부재에도 불구하고, 2017년 영업 정상화 및 중국 사업 본격화에 대한 기대로 BUY 투자 의견 유지. 일회성 비용이 없는 2017년 기준, P/E 25배에 목표주가 135,000원 유지.

WHAT'S THE STORY

정수기 내 니켈 검출 사실 은폐에 따른 논란: 7월3일 (일요일) 주요 매체에서 코웨이의 니켈 정수기 논란을 보도. 코웨이의 정수기 일부 모델에서 (2014년 7월~2015년 12월 제조된 얼음 정수기 중 일부) 부품 마모로 니켈 가루가 발생하였는데, 이를 코웨이가 1년 전에 인지하고도 소비자들에게 알리지 않고 자체적인 조치를 취한 후 사건을 은폐하려 했다는 내용. 그런데 니켈이 암을 유발할 가능성이 있는 물질이라 보도됨에 따라 이 후 강한 비난 여론 확산. 정수기를 포함한 환경가전 분야에서의 코웨이의 압도적인 시장점유율과 꾸준한 성장 이면에는 기업에 대한 소비자의 높은 신뢰가 있었다는 측면에서, 투자자들은 기업가치 훼손을 우려하고 있는 상황.

대응 방안: 언론 보도 이후 7월4일 (월요일) 회사는 대표이사 사과문을 발표한 데 이어 7월6일 (수요일) 보상방안 및 향후 대책 발표. 보상 방안은 다음과 같음; 1) 문제 모델을, 문제 개선 후 판매된 2016년형까지 포함해, 전량 리콜 후 폐기처분, 2) 렌탈비 전액 환불, 3) 고객 요청시 모델 교체 후 6개월간 각종 혜택 제공 (계약 해지시 위약금 면제), 4) 그 밖에 코디 조직을 통한 렌탈 계약자 불만 해소 노력을 기울일 예정. 5) 한편, 외부 전문가 자문단을 구성해 소비자 건강 관련 문제를 다룰 계획.

단기적인 비용 점검: 1) 렌탈비 환불: 3종의 모델 110,000 계정, 2014년 4월~2015년 6월 중 순차 출시, 월평균 렌탈료 4~5만원 수준 등을 종합적으로 고려할 경우, 이와 관련한 비용은 600억원 수준으로 추정. 2) 리콜: 정수기 110,000대 리콜로 500억 가량의 렌탈자산폐기손실 발생 전망. 3) 신규 모델로의 교체: 렌탈 혜택 제공에 따라 제조원가율 상승 전망. 4) 그 밖에 코디 서비스 수수료 등의 비용 발생 전망. 당사는 보수적으로 약 1,300억원의 비용이 사건 관련하여 일회적으로 발생할 수 있다 가정.

(다음 페이지에 계속)

AT A GLANCE

| | | |
|----------------|---------------------|---------|
| SELL | HOLD | BUY |
| 목표주가 | 135,000원 | (36.9%) |
| 현재주가 | 98,600원 | |
| 시가총액 | 7,6조원 | |
| Shares (float) | 77,124,796주 (65.4%) | |
| 52주 최저/최고 | 79,200원/113,000원 | |
| 60일-평균거래대금 | 168.2억원 | |

ONE-YEAR PERFORMANCE

| | 1M | 6M | 12M |
|--------------------|------|------|------|
| 코웨이 (%) | -6.5 | 12.6 | 11.3 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | -5.0 | 11.0 | 17.0 |

KEY CHANGES

| (원) | New | Old | Diff |
|-----------|---------|---------|--------|
| 투자 의견 | BUY | BUY | |
| 목표주가 | 135,000 | 135,000 | 0.0% |
| 2016E EPS | 3,614 | 5,071 | -28.7% |
| 2017E EPS | 5,343 | 5,558 | -3.9% |

SAMSUNG vs THE STREET

| | |
|-----------------|---------|
| No of estimates | 13 |
| Target price | 124,750 |
| Recommendation | 3.9 |

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

SUMMARY FINANCIAL DATA

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 2,315 | 2,523 | 2,718 | 2,939 |
| 순이익 (십억원) | 343 | 276 | 409 | 447 |
| EPS (adj) (원) | 4,492 | 3,614 | 5,343 | 5,830 |
| EPS (adj) growth (%) | 39.3 | (19.5) | 47.8 | 9.1 |
| EBITDA margin (%) | 29.8 | 24.2 | 29.8 | 30.1 |
| ROE (%) | 30.1 | 21.7 | 28.6 | 27.0 |
| P/E (adj) (배) | 22.0 | 27.3 | 18.5 | 16.9 |
| P/B (배) | 6.4 | 6.0 | 5.0 | 4.5 |
| EV/EBITDA (배) | 11.0 | 12.5 | 9.2 | 8.3 |
| Dividend yield (%) | 2.8 | 2.2 | 3.3 | 3.7 |

자료: 삼성증권 추정

장기적인 비용 리스크 점검: 사실상 시장은 단기적으로 발생 가능한 비용보다 오히려 사건이 회사의 장기적인 가치에 미칠 영향을 우려하고 있는 상황. 현재 여론은 정수기가 불량이었다는 사실 보다는 이를 소비자들에게 제때 알리지 않은 점 때문에 더욱 악화된 것으로 보이기 때문. 기업 신뢰 하락에 따른 장기적인 해약률 상승, 신규 판매의 어려움 (정수기 외 다른 환경가전제품 포함) 등이 우려되는 상황. 하지만 보상방안 및 향후 대응책이 이제 막 공개된 만큼, 2H16 신규 계약 및 해약률 추이를 확인하며 장기적인 기업가치 훼손 정도를 판단해 봐야 할 것으로 생각.

2016~2017년 EPS 각각 29%, 4% 하향조정: 당사는 2016년 예상 매출액, 영업이익을 각각 이전 추정치 대비 2%, 29% 하향조정. 문제 정수기 모델 이용자들 중 일부는 해약을, 일부는 교환을 선택할 것으로 가정함에 따라 원가율 상승이 뒤따를 것으로 전망하였으며, 그 밖에 보상 관련 일회성 판매관리비 상승을 고려. 결과적으로 보수적 관점에서 사건 관련 비용으로 1,300억원 가량 반영. 관련한 비용은 2Q16~3Q16 분할하여 인식할 예정. 한편, 하반기 신규 판매도 (일시불과 렌탈 포함) 당초 목표를 하회할 것으로 가정하였으며 계약 만료 계정의 해약률도 상승할 것으로 전망. 2017년 예상 매출액, 영업이익은 각각 2%, 4% 하향조정. 회사의 적극적인 신인도 회복 노력으로 2017년엔 소비자 심리가 안정될 것으로 가정한 결과. 현재 동사의 높은 시장점유율은 비단 제품 경쟁력뿐만 아니라, 강력한 유통망과 사후 서비스 조직 등에 의해 구축된 바 크다고 보기에, 코웨이의 적극적인 소비자 보호 대책이 뒤따를 경우, 대대적인 경쟁사로의 고객 이탈 가능성은 높지 않을 것으로 전망.

2017년 실적조정 폭이 크지 않아 목표주가 유지하며 BUY 투자의견: 목표주가는 기존 135,000원을 유지. DCF밸류에이션 기준 (WACC=6.1%, g=0.5%), 혹은 2017년 P/E 25배 기준. 2016년 니켈 파동 관련한 일회성 비용 및 영업 부진 이후, 회사의 적극적인 대응으로 2017년엔 영업이 정상화 될 수 있을 것으로 보고 밸류에이션 시점을 2017년으로 이동. 장기전망에 대한 불확실성, 연말까진 실적 모멘텀이 부재할 것으로 전망함에도 불구하고 BUY 투자의견을 유지하는 이유는, 동사의 제품·유통·서비스 경쟁력은 여전히 업계 최고 수준이라 보는 가운데, 거시경제 불확실성으로 투자심리가 불안한 상황에서 렌탈이라는 비즈니스 모델의 특성상 동사의 core-실적 안정성은 여전히 주목 받을 수 있을 것으로 생각되기 때문. 또한 연말에 중국 Haier과의 중국 사업 협력 계획이 구체화되면 해외 사업 잠재력도 주가 캐털리스트로 작용할 수 있을 것으로 기대하기 때문.

연간 실적 추정치 수정

| (십억원) | 2015 | 수정 후 | | 수정 전 | | 변화율 (%) | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E |
| 매출액 | 2,315 | 2,523 | 2,718 | 2,560 | 2,766 | (1.4) | (1.7) |
| 영업이익 | 463 | 376 | 553 | 524 | 574 | (28.2) | (3.7) |
| 세전계속사업이익 | 454 | 368 | 546 | 518 | 568 | (29.0) | (3.9) |
| 순이익 | 343 | 276 | 409 | 388 | 426 | (28.9) | (4.0) |
| EBITDA | 691 | 610 | 809 | 759 | 830 | (19.6) | (2.5) |
| EPS (원) | 4,492 | 3,614 | 5,343 | 5,071 | 5,558 | (28.7) | (3.9) |

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

코웨이 DCF 밸류에이션 테이블

| (십억원) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------------------|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | 463 | 376 | 553 | 601 | 656 | 722 | 758 | 796 | 836 | 878 | 922 | 968 |
| - EBIT에 대한 세금 | 114 | 93 | 137 | 149 | 163 | 180 | 189 | 198 | 208 | 218 | 229 | 241 |
| - CAPEX | 329 | 342 | 356 | 356 | 356 | 356 | 358 | 360 | 362 | 363 | 365 | 367 |
| - 순운전자본 증가(감소) | 54 | 21 | 18 | 20 | 23 | 26 | 26 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| + 감가상각비 | 220 | 227 | 249 | 275 | 304 | 315 | 317 | 318 | 320 | 322 | 323 | 325 |
| + 무형자산상각비 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Free cash flow | 195 | 154 | 298 | 358 | 426 | 483 | 510 | 538 | 568 | 599 | 631 | 666 |
| Terminal Value | 11,645 | | | | | | | | | | | |
| Terminal Growth (%) | 0.5% | | | | | | | | | | | |
| NPV of FCFF | 3,199 | | | | | | | | | | | |
| PV of Terminal Value | 6,533 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise Value | 9,732 | | | | | | | | | | | |
| Equity Value (adjusted) | 10,189 | | | | | | | | | | | |
| Shares Outstanding | 77,125 | | | | | | | | | | | |
| Fair value per share (KRW) | 136,156 | | | | | | | | | | | |
| 현재주가 (KRW)* | 98,600 | | | | | | | | | | | |
| 업사이드 (%) | 38.1% | | | | | | | | | | | |

참고: *7월 6일 종가 기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Valuation summary

| 12월 31일 기준 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전계속사업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원)* | 증감률 (%) | P/E (배) | P/B (배) | ROE (%) | EV/EBITDA (배) | 순부채 (십억원) |
|------------|--------------|---------------|-------------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------------|--------------|
| 2013 | 2,118 | 339 | 327 | 245 | 3,222 | 47.5 | 30.6 | 8.8 | 28.4 | 14.2 | 83 |
| 2014 | 2,160 | 364 | 332 | 250 | 3,225 | 0.1 | 30.6 | 7.6 | 25.2 | 13.2 | 12 |
| 2015 | 2,315 | 463 | 454 | 343 | 4,492 | 39.3 | 22.0 | 6.4 | 30.1 | 11.0 | (38) |
| 2016E | 2,523 | 376 | 368 | 276 | 3,614 | (19.5) | 27.3 | 6.0 | 21.7 | 12.5 | 0 |
| 2017E | 2,718 | 553 | 546 | 409 | 5,343 | 47.8 | 18.5 | 5.0 | 28.6 | 9.2 | (150) |
| 2018E | 2,939 | 601 | 596 | 447 | 5,830 | 9.1 | 16.9 | 4.5 | 27.0 | 8.3 | (281) |

참고: *일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

부문별 실적 전망

| | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 실적 요약 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 548.2 | 555.3 | 580.4 | 631.3 | 623.7 | 638.6 | 614.6 | 645.8 | 2,315.2 | 2,522.7 | 2,718.1 | 2,938.8 |
| 매출총이익 | 373.0 | 384.7 | 402.3 | 426.4 | 416.6 | 435.5 | 413.1 | 435.1 | 1,586.4 | 1,700.3 | 1,861.9 | 2,013.1 |
| 영업이익 | 100.3 | 110.5 | 123.9 | 128.6 | 123.6 | 84.5 | 48.8 | 118.8 | 463.3 | 375.6 | 552.7 | 600.8 |
| 세전이익 | 101.1 | 108.9 | 121.7 | 122.7 | 125.3 | 81.3 | 45.7 | 115.6 | 454.5 | 367.8 | 545.6 | 595.7 |
| 당기순이익 | 77.6 | 82.7 | 92.4 | 90.5 | 95.2 | 60.7 | 34.1 | 86.1 | 343.1 | 275.9 | 409.2 | 446.7 |
| (이익률, %) | | | | | | | | | | | | |
| 매출총이익 | 68.0 | 69.3 | 69.3 | 67.5 | 66.8 | 68.2 | 67.2 | 67.4 | 68.5 | 67.4 | 68.5 | 68.5 |
| 영업이익 | 18.3 | 19.9 | 21.4 | 20.4 | 19.8 | 13.2 | 7.9 | 18.4 | 20.0 | 14.9 | 20.3 | 20.4 |
| 세전이익 | 18.4 | 19.6 | 21.0 | 19.4 | 20.1 | 12.7 | 7.4 | 17.9 | 19.6 | 14.6 | 20.1 | 20.3 |
| 당기순이익 | 14.1 | 14.9 | 15.9 | 14.3 | 15.3 | 9.5 | 5.5 | 13.3 | 14.8 | 10.9 | 15.1 | 15.2 |
| (전년 대비, %) | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2.5 | (0.3) | 10.4 | 16.3 | 13.8 | 15.0 | 5.9 | 2.3 | 7.2 | 9.0 | 7.7 | 8.1 |
| 매출총이익 | 5.8 | 4.3 | 12.6 | 20.2 | 11.7 | 13.2 | 2.7 | 2.0 | 10.6 | 7.2 | 9.5 | 8.1 |
| 영업이익 | 11.1 | 13.7 | 30.1 | 57.4 | 23.2 | (23.6) | (60.6) | (7.7) | 27.1 | (18.9) | 47.1 | 8.7 |
| 세전이익 | 14.3 | 25.9 | 41.6 | 71.5 | 23.9 | (25.4) | (62.5) | (5.8) | 36.7 | (19.1) | 48.3 | 9.2 |
| 당기순이익 | 17.4 | 24.8 | 44.5 | 69.6 | 22.7 | (26.6) | (63.1) | (4.8) | 37.4 | (19.6) | 48.3 | 9.2 |
| (전분기 대비, %) | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1.0 | 1.3 | 4.5 | 8.8 | (1.2) | 2.4 | (3.8) | 5.1 | | | | |
| 매출총이익 | 5.2 | 3.1 | 4.6 | 6.0 | (2.3) | 4.5 | (5.1) | 5.3 | | | | |
| 영업이익 | 22.8 | 10.1 | 12.2 | 3.8 | (3.9) | (31.7) | (42.2) | 143.3 | | | | |
| 세전이익 | 41.3 | 7.8 | 11.7 | 0.8 | 2.1 | (35.1) | (43.8) | 153.2 | | | | |
| 당기순이익 | 45.4 | 6.6 | 11.7 | (2.0) | 5.2 | (36.2) | (43.8) | 152.5 | | | | |
| 부문별 매출 | | | | | | | | | | | | |
| (십억원) | | | | | | | | | | | | |
| 환경가전 | 439.3 | 457.9 | 481.3 | 504.3 | 495.0 | 515.2 | 500.6 | 507.4 | 1,882.9 | 2,018.2 | 2,128.7 | 2,258.2 |
| 일시불 | 30.0 | 41.4 | 45.6 | 54.2 | 50.5 | 54.6 | 50.1 | 51.7 | 171.2 | 206.9 | 236.9 | 270.0 |
| 렌탈 | 363.3 | 371.2 | 376.4 | 380.2 | 380.1 | 391.6 | 382.0 | 386.8 | 1,491.1 | 1,540.6 | 1,591.7 | 1,662.5 |
| 멤버십 | 46.0 | 45.4 | 44.5 | 43.7 | 42.9 | 44.0 | 43.2 | 42.3 | 179.6 | 172.4 | 172.4 | 172.4 |
| 금융리스 | | | 14.8 | 26.1 | 21.5 | 25.0 | 25.2 | 26.5 | 40.9 | 98.2 | 127.7 | 153.2 |
| 수출 | 33.0 | 39.0 | 35.8 | 41.4 | 56.7 | 58.5 | 50.1 | 51.1 | 149.3 | 216.5 | 270.6 | 324.7 |
| 화장품 | 23.1 | 21.1 | 18.6 | 20.2 | 20.1 | 21.1 | 19.5 | 18.2 | 83.1 | 78.9 | 86.8 | 95.5 |
| 기타 (수처리 등) | 10.6 | 9.4 | 10.0 | 16.1 | 5.8 | 7.6 | 8.0 | 15.5 | 46.1 | 36.9 | 36.9 | 36.9 |
| 연결 대상 기타 | 42.1 | 27.9 | 34.7 | 49.3 | 46.1 | 36.2 | 36.4 | 53.6 | 194.9 | 172.3 | 195.2 | 223.5 |
| (전년 대비, %) | | | | | | | | | | | | |
| 환경가전 | 6.2 | 6.5 | 11.6 | 16.6 | 12.7 | 12.5 | 4.0 | 0.6 | 10.3 | 7.2 | 5.5 | 6.1 |
| 일시불 | 8.8 | 10.7 | 43.5 | 102.9 | 68.2 | 32.0 | 10.0 | (4.8) | 38.6 | 20.8 | 14.5 | 14.0 |
| 렌탈 | 6.1 | 7.0 | 6.7 | 6.0 | 4.6 | 5.5 | 1.5 | 1.7 | 6.5 | 3.3 | 3.3 | 4.4 |
| 멤버십 | 4.9 | (0.8) | (5.0) | (6.7) | (6.8) | (3.0) | (3.0) | (3.1) | (2.0) | (4.0) | 0.0 | 0.0 |
| 금융리스 | | | | | | | 70.0 | 1.7 | | | 30.0 | 20.0 |
| 수출 | (27.0) | (30.0) | 8.5 | 23.9 | 71.8 | 50.0 | 40.0 | 23.3 | (10.8) | 45.0 | 25.0 | 20.0 |
| 화장품 | 10.5 | (5.3) | 8.3 | 1.1 | (13.1) | 0.0 | 5.0 | (10.2) | 3.3 | (5.0) | 10.0 | 10.0 |
| 기타 (수처리 등) | (28.2) | (38.6) | (31.7) | 18.1 | (45.3) | (20.0) | (20.0) | (3.3) | (21.0) | (20.0) | 0.0 | 0.0 |
| 연결 대상 기타 | 4.7 | (17.1) | 17.7 | 13.6 | 9.4 | 30.0 | 5.0 | 8.8 | 32.9 | (11.6) | 13.3 | 14.5 |
| (매출비중, %) | | | | | | | | | | | | |
| 환경가전 | 80.1 | 82.5 | 82.9 | 79.9 | 79.4 | 80.7 | 81.4 | 78.6 | 79.9 | 80.0 | 78.3 | 76.8 |
| 일시불 | 5.5 | 7.5 | 7.9 | 8.6 | 8.1 | 8.6 | 8.2 | 8.0 | 7.3 | 8.2 | 8.7 | 9.2 |
| 렌탈 | 66.3 | 66.8 | 64.9 | 60.2 | 60.9 | 61.3 | 62.2 | 59.9 | 63.3 | 61.1 | 58.6 | 56.6 |
| 멤버십 | 8.4 | 8.2 | 7.7 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 7.0 | 6.6 | 7.6 | 6.8 | 6.3 | 5.9 |
| 금융리스 | | | 2.6 | 4.1 | 3.4 | 3.9 | 4.1 | 4.1 | 1.7 | 3.9 | 4.7 | 5.2 |
| 수출 | 6.0 | 7.0 | 6.2 | 6.6 | 9.1 | 9.2 | 8.2 | 7.9 | 6.3 | 8.6 | 10.0 | 11.0 |
| 화장품 | 4.2 | 3.8 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 2.8 | 3.5 | 3.1 | 3.2 | 3.2 |
| 기타 (수처리 등) | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 2.5 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | 2.4 | 2.0 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 연결 대상 기타 | 7.7 | 5.0 | 6.0 | 7.8 | 7.4 | 5.7 | 5.9 | 8.3 | 8.3 | 6.8 | 7.2 | 7.6 |

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준(십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,160 | 2,315 | 2,523 | 2,718 | 2,939 |
| 매출원가 | 727 | 729 | 822 | 856 | 926 |
| 매출총이익 | 1,434 | 1,586 | 1,700 | 1,862 | 2,013 |
| (매출총이익률, %) | 66.4 | 68.5 | 67.4 | 68.5 | 68.5 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,069 | 1,123 | 1,325 | 1,309 | 1,412 |
| 영업이익 | 364 | 463 | 376 | 553 | 601 |
| (영업이익률, %) | 16.9 | 20.0 | 14.9 | 20.3 | 20.4 |
| 영업외손익 | (32) | (9) | (8) | (7) | (5) |
| 금융수익 | 3 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 금융비용 | 12 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | (23) | (6) | (5) | (5) | (5) |
| 세전이익 | 332 | 454 | 368 | 546 | 596 |
| 법인세 | 83 | 111 | 92 | 136 | 149 |
| (법인세율, %) | 24.9 | 24.5 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 계속사업이익 | 250 | 343 | 276 | 409 | 447 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순이익 | 250 | 343 | 276 | 409 | 447 |
| (순이익률, %) | 11.6 | 14.8 | 10.9 | 15.1 | 15.2 |
| 지배주주순이익 | 250 | 343 | 276 | 409 | 447 |
| 비지배주주순이익 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| EBITDA | 578 | 691 | 610 | 809 | 884 |
| (EBITDA 이익률, %) | 26.8 | 29.8 | 24.2 | 29.8 | 30.1 |
| EPS (지배주주) | 3,237 | 4,449 | 3,577 | 5,306 | 5,793 |
| EPS (연결기준) | 3,237 | 4,449 | 3,577 | 5,305 | 5,792 |
| 수정 EPS (원)* | 3,225 | 4,492 | 3,614 | 5,343 | 5,830 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준(십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름 | 537 | 513 | 513 | 670 | 732 |
| 당기순이익 | 250 | 343 | 276 | 409 | 447 |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 240 | 231 | 263 | 286 | 313 |
| 유형자산 감가상각비 | 206 | 220 | 227 | 249 | 275 |
| 무형자산 상각비 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 기타 | 27 | 3 | 28 | 29 | 30 |
| 영업활동 자산부채 변동 | 47 | (61) | (26) | (25) | (28) |
| 투자활동에서의 현금흐름 | (299) | (329) | (342) | (356) | (356) |
| 유형자산 증감 | (296) | (317) | (342) | (356) | (356) |
| 장단기금융자산의 증감 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | (3) | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동에서의 현금흐름 | (328) | (213) | (170) | (214) | (246) |
| 차입금의 증가(감소) | (163) | (77) | 38 | (50) | (1) |
| 자본금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | (124) | (148) | (208) | (163) | (245) |
| 기타 | (42) | 12 | 0 | 0 | (0) |
| 현금증감 | (91) | (31) | 0 | 100 | 130 |
| 기초현금 | 239 | 147 | 116 | 116 | 216 |
| 기말현금 | 147 | 116 | 116 | 216 | 346 |
| Gross cash flow | 490 | 574 | 539 | 695 | 760 |
| Free cash flow | 211 | 182 | 144 | 286 | 345 |

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

| 12월 31일 기준(십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 597 | 653 | 679 | 802 | 958 |
| 현금 및 현금등가물 | 147 | 116 | 116 | 216 | 346 |
| 매출채권 | 229 | 283 | 309 | 333 | 360 |
| 재고자산 | 62 | 70 | 76 | 82 | 89 |
| 기타 | 158 | 184 | 178 | 171 | 164 |
| 비유동자산 | 1,025 | 1,122 | 1,207 | 1,284 | 1,335 |
| 투자자산 | 81 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 유형자산 | 675 | 700 | 785 | 862 | 913 |
| 무형자산 | 171 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 기타 | 98 | 176 | 176 | 176 | 176 |
| 자산총계 | 1,622 | 1,775 | 1,887 | 2,087 | 2,294 |
| 유동부채 | 526 | 473 | 516 | 471 | 476 |
| 매입채무 | 59 | 60 | 65 | 70 | 76 |
| 단기차입금 | 16 | 8 | 12 | 7 | 7 |
| 기타 유동부채 | 451 | 405 | 439 | 394 | 393 |
| 비유동부채 | 56 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 사채 및 장기차입금 | 1 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 기타 비유동부채 | 55 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 부채총계 | 582 | 537 | 580 | 535 | 540 |
| 지배주주지분 | 1,039 | 1,237 | 1,305 | 1,551 | 1,752 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 126 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 이익잉여금 | 986 | 1,177 | 1,245 | 1,491 | 1,692 |
| 기타 | (114) | (108) | (108) | (108) | (108) |
| 비지배주주지분 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자본총계 | 1,039 | 1,238 | 1,306 | 1,552 | 1,753 |
| 순부채 | 12 | (38) | 0 | (150) | (281) |

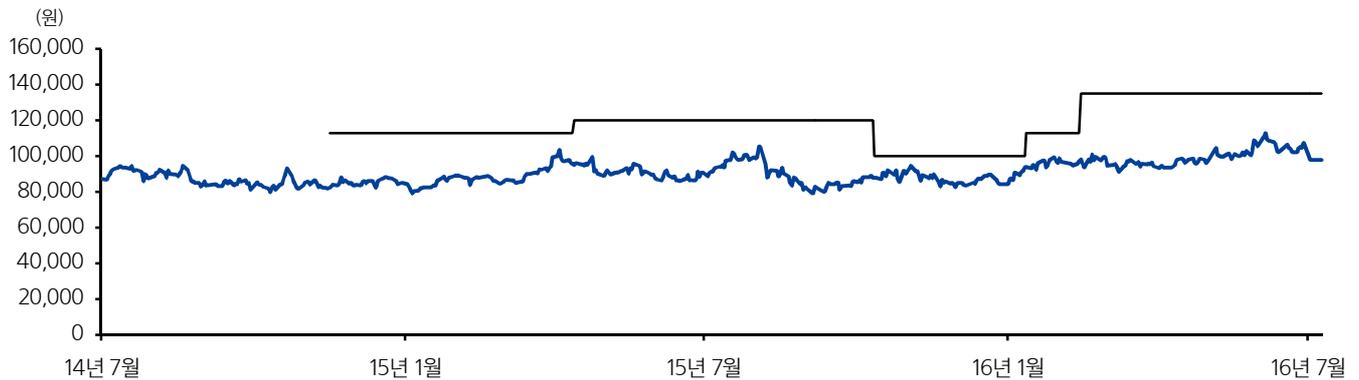
재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%) | | | | | |
| 매출액 | 2.0 | 7.2 | 9.0 | 7.7 | 8.1 |
| 영업이익 | 7.5 | 27.1 | (18.9) | 47.1 | 8.7 |
| 순이익 | 11.6 | 14.8 | 10.9 | 15.1 | 15.2 |
| 수정 EPS** | 0.1 | 39.3 | (19.5) | 47.8 | 9.1 |
| 주당지표 | | | | | |
| EPS (지배주주) | 3,237 | 4,449 | 3,577 | 5,306 | 5,793 |
| EPS (연결기준) | 3,237 | 4,449 | 3,577 | 5,305 | 5,792 |
| 수정 EPS** | 3,225 | 4,492 | 3,614 | 5,343 | 5,830 |
| BPS | 12,934 | 15,465 | 16,345 | 19,531 | 22,145 |
| DPS (보통주) | 2,000 | 2,800 | 2,200 | 3,300 | 3,600 |
| Valuations (배) | | | | | |
| P/E*** | 30.5 | 21.9 | 27.2 | 18.4 | 16.9 |
| P/B*** | 7.6 | 6.4 | 6.0 | 5.0 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 13.1 | 11.0 | 12.4 | 9.2 | 8.3 |
| 비율 | | | | | |
| ROE (%) | 25.2 | 30.1 | 21.7 | 28.6 | 27.0 |
| ROA (%) | 15.2 | 20.2 | 15.1 | 20.6 | 20.4 |
| ROIC (%) | 22.8 | 31.1 | 22.4 | 30.6 | 31.3 |
| 배당성향 (%) | 59.4 | 60.6 | 59.3 | 59.9 | 59.9 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 2.0 | 2.8 | 2.2 | 3.4 | 3.7 |
| 순부채비율 (%) | 1.1 | (3.0) | 0.0 | (9.7) | (16.0) |
| 이자보상배율 (배) | 31.6 | 106.8 | 102.5 | 160.2 | 233.1 |

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 5일 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 리치센터가 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 | 2014/7/6 | 11/19 | 2015/4/16 | 10/15 | 2016/1/15 | 2/17 |
|--------|----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| TP (원) | 46,000 | 113,000 | 120,000 | 100,000 | 113,000 | 135,000 |

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2016년 3월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)