SK COMPANY Analysis

SK securities

코웨이 (021240/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

안정성을 추구하는 투자자라면 충분히 매력적

코웨이는 가정용품 렌탈 사업을 개척한 회사로 가정용품 렌탈 사업의 고성장을 누리며 성장. 최근에는 가정용품 렌탈 사업의 핵심 품목인 정수기의 보급률이 60%를 상회하며 추가 성장에 대한 의구심이 지속되고 있음. 그럼에도 코웨이의 실적은 2016 년 얼음정수기 파문이 있었던 때를 제외하고는 고성장을 지속. 탄탄한 판매조직을 통해 렌탈 품목을 공기청정기, 메트리스 등으로 확대하는 데 성공했기 때문.

목표주가 110,000 원과 투자의견 매수로 분석 시작

코웨이에 대해 투자의견 매수와 목표주가 110,000 원으로 분석을 시작한다. 코웨이는 한국에서 가정용품 렌탈 시장을 개척한 업체로 사업의 안정성은 어떤 사업자보다 높다. 절대적으로 많은 렌탈 가입자를 보유하고 있어 영업현금흐름이 탁월하기 때문이다. 여기에 탁월한 주주 환원 정책 등을 고려했을 때, 안정성을 중요시 여기는 투자자라면 코웨이가 매력적인 투자안이다.

정수기의 성장 둔화를 렌탈 품목 확대로 보완

하지만 코웨이에 대해서는 지속적으로 성장성에 대한 의문이 제기되고 있다. 가정용품 렌탈 시장에서 가장 비중이 큰 정수기의 보급률이 현재 60% 이상으로 추가 성장이 어렵다는 의견이 많은 가운데, 점유율도 지속적으로 하락하고 있기 때문이다. 그러나 실제 코웨이의 실적은 얼음정수기 파문이 있었던 2016 년을 제외하면 꾸준히 성장하고 있다. 탄탄한 판매 조직을 통해 정수기에서 공기청정기, 매트리스 등으로 렌탈 품목을 확대하는 전략이 유효했기 때문이다.

탁월한 주주환원 정책, 안정성을 중요시 여기는 투자자에게 매력적

코웨이는 배당절대액을 지속적으로 늘려왔고 자사주 매입 소각 등의 활동 역시 적극적이다. 2017 년에도 1 천억원 규모의 자사주를 추가로 매입할 계획이며 700 억원 규모의 자사주를 소각할 계획인 것과 함께 2017 년 1 분기부터는 분기 배당을 실시할 계획이다. 적극적인 주주환원 정책을 고려했을 때, 안정성을 중요시 하는 투자자에게 코웨이는 매력적인 투자대안이다.

영업실적 및 투자지표

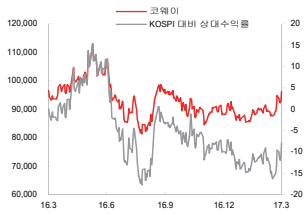
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	21,183	21,603	23,152	23,763	24,680	26,215
yoy	%	6.3	2.0	7.2	2.6	3.9	6.2
영업이익	억원	3,390	3,644	4,633	3,388	4,447	5,043
yoy	%	49.9	7.5	27.1	-26.9	31.3	13.4
EBITDA	억원	5,372	5,780	6,910	5,763	7,131	7,779
세전이익	억원	3,271	3,324	4,545	3,238	4,300	4,900
순이익(지배주주)	억원	2,451	2,497	3,431	2,436	3,268	3,724
영업이익률%	%	16.0	16.9	20.0	14.3	18.0	19.2
EBITDA%	%	25.4	26.8	29.9	24.3	28.9	29.7
순이익률	%	11.6	11.6	14.8	10.2	13.2	14.2
EPS	원	3,178	3,238	4,449	3,166	4,279	4,875
PER	배	20.9	26.0	18.9	27.9	22.5	19.7
PBR	배	5.4	6.3	5.2	5.3	4.6	3.8
EV/EBITDA	배	9.7	11.3	9.4	11.8	9.9	8.7
ROE	%	28.4	25.2	30.2	19.4	22.8	21.0
순차입금	억원	968	118	-375	264	-2,641	-5,891
부채비율	%	77.3	56.0	43.4	57.1	43.8	36.5

Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

Company Data	
자본금	407 억원
발행주식수	7,561 만주
자사주	423 만주
액면가	500 원
시가총액	73,478 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외9)	31.32%
Goverment of Singapore	7.10%
외국인지분률	53.80%
배당수익률	3.30%

Stock Data	
주가(17/03/31)	96,200 원
KOSPI	2160.23 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	113,000 원
52주 최저가	81,300 원
60일 평균 거래대금	130 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.5%	4.1%
6개월	0.8%	-4.6%
12개월	-0.3%	-7.9%

Analyst 손윤경, CFA skcase1976@sk.com / 02-3773-8477

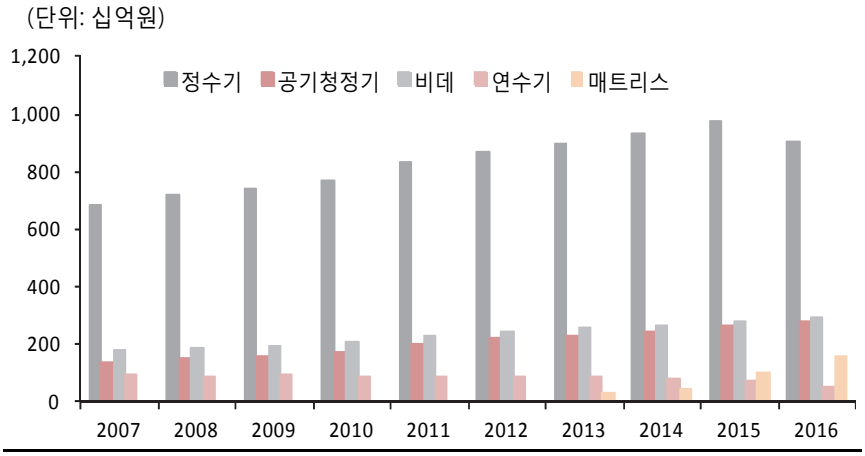
코웨이 분기별 수익전망

단위: 억원

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
연결매출	6,237	5,550	5,835	6,140	5,849	6,929	5,898	6,003	6,222	7,362	6,262	6,369	23,152	23,763	24,680	26,215
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	3,763	4,550	3,880	3,866	3,934	4,745	4,038	4,015	14,911	14,926	16,058	16,732
금융리스	215	286	270	284	279	372	350	369	363	484	456	480	409	1,054	1,371	1,782
멤버쉽	430	425	421	400	425	503	444	428	445	525	462	445	1,796	1,675	1,801	1,877
일시불	504	541	426	487	499	618	450	521	522	644	468	541	1,712	1,957	2,088	2,175
수출	567	598	481	523	624	658	529	576	686	724	582	633	1,493	2,170	2,387	2,626
화장품	201	173	181	187	211	182	191	196	222	191	200	206	831	742	779	818
물환경	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	250	13	0	0
기타	45	45	51	45	47	47	54	47	50	50	57	50	210	186	196	206
일회성(리콜)	0	-679	0	0												
영업이익	1,236	118	1,070	964	1,068	1,288	1,080	1,012	1,216	1,452	1,224	1,151	4,633	3,388	4,447	5,043
영업이익률	19.8%	2.1%	18.3%	15.7%	18.3%	18.6%	18.3%	16.9%	19.5%	19.7%	19.5%	18.1%	20.0%	14.3%	18.0%	19.2%
세전이익	1,253	52	900	1,032	1,032	1,246	1,044	978	1,181	1,412	1,189	1,118	4,545	3,238	4,300	4,900
세전이익률	20.1%	0.9%	15.4%	16.8%	17.6%	18.0%	17.7%	16.3%	19.0%	19.2%	19.0%	17.5%	19.6%	13.6%	17.4%	18.7%
계속사업순이익	952	28	677	777	785	947	794	743	898	1,073	904	849	3,431	2,433	3,268	3,724
지배주주순이익	952	28	678	778	785	947	794	743	898	1,073	904	849	3,431	2,436	3,268	3,724

자료: 코웨이, SK 증권

코웨이 제품별 렌탈 매출 추이



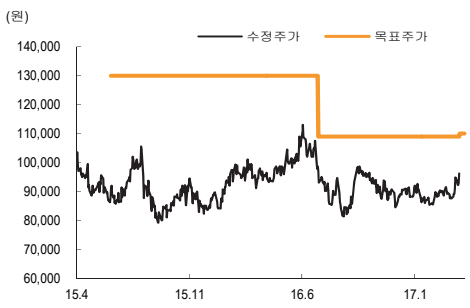
자료: 코웨이

코웨이 Valuation

	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	3,431	2,433	3,268	3,724	4,151	4,595
Target P/E Multiple(X)			25.0			
적정시가총액(억원)			81,705			
주식수(천주)			76,381			
적정주가(원)			106,971			
목표주가(원)			110,000			
목표시가총액(억원)			84,019			

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.04	매수	110,000원
	2016.07.07	중립	109,000원
	2016.05.04	매수	130,000원
	2016.02.18	매수	130,000원
	2015.11.04	매수	130,000원
	2015.10.13	매수	130,000원
	2015.08.11	매수	130,000원
	2015.06.10	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 4 월 4 일 기준)

매수	94.16%	중립	5.84%	매도	0%

Analyst 손윤경, CFA skcase1976@sk.com / 02-3773-8477

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,968	6,533	8,085	10,875	14,431
현금및현금성자산	1,474	1,163	1,982	4,887	8,137
매출채권및기타채권	2,292	2,834	2,756	2,695	2,859
재고자산	619	698	679	664	704
비유동자산	10,248	11,221	11,958	12,069	12,346
장기금융자산	147	432	1,015	1,015	1,015
유형자산	6,752	6,995	6,854	6,977	7,046
무형자산	1,706	1,688	1,842	1,816	1,792
자산총계	16,216	17,754	20,043	22,944	26,777
유동부채	5,260	4,729	6,935	6,849	7,077
단기금융부채	1,645	801	3,114	3,114	3,114
매입채무 및 기타채무	2,200	2,237	2,176	2,127	2,257
단기충당부채	14	16	16	15	16
비유동부채	562	643	353	139	89
장기금융부채	10	80	102	102	102
장기매입채무 및 기타채무	9	9	8	7	6
장기충당부채	7	21	21	20	22
부채총계	5,822	5,372	7,287	6,988	7,166
지배주주지분	10,385	12,374	12,750	15,949	19,605
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,265	1,275	1,279	1,279	1,279
기타자본구성요소	-1,145	-1,026	-614	-614	-614
자기주식	-1,296	-1,242	-857	-857	-857
이익잉여금	9,859	11,771	11,762	15,030	18,754
비지배주주지분	9	9	6	6	6
자본총계	10,394	12,382	12,756	15,955	19,611
부채와자본총계	16,216	17,754	20,043	22,944	26,777

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,603	23,152	23,763	24,680	26,215
매출원가	7,266	7,288	8,136	7,999	8,366
매출총이익	14,337	15,864	15,627	16,680	17,849
매출총이익률 (%)	66.4	68.5	65.8	67.6	68.1
판매비와관리비	10,693	11,231	12,240	12,233	12,806
영업이익	3,644	4,633	3,388	4,447	5,043
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	18.0	19.2
비영업손익	-320	-89	-150	-147	-143
순금융비용	88	29	47	60	38
외환관련손익	-1	-29	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3,324	4,545	3,238	4,300	4,900
세전계속사업이익률 (%)	15.4	19.6	13.6	17.4	18.7
계속사업법인세	828	1,113	804	1,032	1,176
계속사업이익	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
순이익률 (%)	11.6	14.8	10.2	13.2	14.2
지배주주	2,497	3,431	2,436	3,268	3,724
지배주주귀속 순이익률(%)	11.56	14.82	10.25	13.24	14.21
비지배주주	0	0	-3	0	0
총포괄이익	2,411	3,343	2,364	3,200	3,655
지배주주	2,411	3,343	2,367	3,200	3,655
비지배주주	0	0	-3	0	0
EBITDA	5,780	6,910	5,763	7,131	7,779

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,417	5,450	5,658	5,912	6,235
당기순이익(손실)	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
비현금성항목등	4,153	4,484	4,666	3,863	4,055
유형자산감가상각비	2,057	2,201	2,295	2,537	2,591
무형자산상각비	79	76	81	147	145
기타	1,120	1,030	1,520	87	105
운전자본감소(증가)	-241	-1,632	-1	48	-132
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-579	-212	62	-164
재고자산감소(증가)	-34	-50	-58	15	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	179	58	305	-49	130
기타	-353	-1,060	-36	20	-57
법인세납부	-991	-834	-1,439	-1,268	-1,412
투자활동현금흐름	-3,047	-3,712	-4,851	-2,914	-2,893
금융자산감소(증가)	-52	-416	-1,504	0	0
유형자산감소(증가)	-2,962	-3,204	-3,241	-2,720	-2,720
무형자산감소(증가)	-60	-54	-121	-121	-121
기타	27	-38	15	-73	-52
재무활동현금흐름	-3,283	-2,038	30	-92	-92
단기금융부채증가(감소)	-1,629	-748	2,051	0	0
장기금융부채증가(감소)	9	70	22	0	0
자본의증가(감소)	-276	52	47	0	0
배당금의 지급	-1,236	-1,483	-2,080	0	0
기타	-151	70	-10	-92	-92
현금의 증가(감소)	-913	-311	819	2,905	3,250
기초현금	2,387	1,474	1,163	1,982	4,887
기말현금	1,474	1,163	1,982	4,887	8,137
FCF	1,949	1,505	1,628	3,360	3,684

자료 : 코웨이, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	2.0	7.2	2.6	3.9	6.2
영업이익	7.5	27.1	-26.9	31.3	13.4
세전계속사업이익	1.6	36.7	-28.8	32.8	13.9
EBITDA	7.6	19.5	-16.6	23.7	9.1
EPS(계속사업)	1.9	37.4	-28.8	35.1	13.9
수익성 (%)					
ROE	25.2	30.2	19.4	22.8	21.0
ROA	15.2	20.2	12.9	15.2	15.0
EBITDA마진	26.8	29.9	24.3	28.9	29.7
안정성 (%)					
유동비율	113.5	138.2	116.6	158.8	203.9
부채비율	56.0	43.4	57.1	43.8	36.5
순차입금/자기자본	1.1	-3.0	2.1	-16.6	-30.0
EBITDA/이자비용(배)	50.1	159.3	94.4	78.2	85.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,238	4,449	3,166	4,279	4,875
BPS	13,466	16,044	16,692	20,881	25,667
CFPS	6,007	7,401	6,254	7,793	8,457
주당 현금배당금	2,000	2,800	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	29.2	23.7	35.7	22.5	19.7
PER(최저)	19.6	17.7	25.7	20.0	17.5
PBR(최고)	7.0	6.6	6.8	4.6	3.8
PBR(최저)	4.7	4.9	4.9	4.1	3.3
PCR	14.0	11.4	14.1	12.3	11.4
EV/EBITDA(최고)	12.7	11.7	15.2	9.9	8.7
EV/EBITDA(최저)	8.5	8.8	10.9	8.8	7.6