

SK COMPANY Analysis



Analyst
손은경 CFA
 skcase1976@sk.com
 02-3773-8477

Company Data

자본금	407 억원
발행주식수	7,482 만주
자사주	242 만주
액면가	500 원
시가총액	72,274 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외)	26.99%
Government of Singapore Inv Crp Pte Ltd	7.24%
외국인지분률	59.00%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(17/09/05)	96,600 원
KOSPI	2326.62 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	111,000 원
52주 최저가	84,200 원
60일 평균 거래대금	129 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	1.9%
6개월	7.3%	-4.1%
12개월	13.1%	0.2%

코웨이 (021240/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(유지))

규제 리스크도, 중국인 감소 영향도 없음

당사는 전통적인 유통 업체들에 대해서는 규제 리스크를 관리해야 할 것이라는 의견. 대형 유통업체를 대신해 수요가 지속적으로 증가하는 분야이면서도 규제 가능성이 높지 않은 렌탈 업체들로 투자대안을 변경할 것을 권함. 그 중에서도 동사는 성장을 자체가 높지는 않을 것이나, 렌탈 사업 분야에서 절대적 사업자로 안정성이 탁월한 것으로 판단. 중국인 소비 축소에 따른 영향을 받지 않는다는 점도 매력적.

목표주가 120,000 원과 투자 의견 매수 유지

당사는 전통적인 유통 업체들에 대해서는 규제 리스크를 관리해야 할 것이라는 의견. 따라서 대형 유통업체를 대신해 수요가 지속적으로 증가하는 분야이면서도 규제 가능성이 높지 않은 렌탈 업체들로 투자대안을 변경할 것을 권함.

동사의 경우, 렌탈 사업 분야에서 절대적인 지위를 유지하고 있음. 그러나 이미 절대적인 위치에 도달한 만큼, 추가 성장이 쉽지 않을 것이라는 우려를 동반하고 있음. 당사 역시 동사의 성장이 가파르게 나타날 것을 기대하지는 않음. 그러나 내수 업종에서 규제로 인한 불확실성이 크지 않으면서 중국인 소비에 영향을 크게 받지 않는 업체를 찾는 것은 쉽지 않음. 이러한 관점에서 동사의 투자 매력은 절대적. 특히, 낮은 성장에 진입한 이후 지속적으로 확대한 주주 환원 정책도 매력적인 투자 포인트.

대주주의 지분 매각 가능성은 시간이 갈수록 높아질 듯

한편, 당사는 지난 8 월 29 일 보고서를 통해 동사의 대주주인 MBK 파트너스의 펀드 만기가 2018 년 1 월이라 언급한 바 있음. 그러나 이는 당사가 사실을 잘못 파악한 것으로, 코웨이 지분을 보유하고 있는 펀드는 한 개가 아니라 수 개이며, 펀드들의 만기 역시 향후 수 년간 만기가 도래하는 펀드는 없다고 함. 따라서 펀드 청산 일정에 따른 지분 매각 가능성은 높지 않음. 다만, MBK 가 코웨이를 인수한 지 내년이면 5 년이 도래하여 차익 실현에 대한 욕구는 시간이 지날수록 높아질 수 밖에 없어 보임. 렌탈 시장의 절대 강자로 동사의 경영권을 탐내는 업체들 역시 충분할 것임에는 분명. 그러나 MBK 의 코웨이 지분 27%는 2 조원 규모, 인수에 필요한 자금은 경영권을 욕심 내는 입장에서는 부담 요인.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	21,603	23,152	23,763	24,526	25,369	26,239
yoy	%	2.0	7.2	2.6	3.2	3.4	3.4
영업이익	억원	3,644	4,633	3,388	4,662	4,945	5,246
yoy	%	7.5	27.1	-26.9	37.6	6.1	6.1
EBITDA	억원	5,780	6,910	5,719	7,162	7,702	8,025
세전이익	억원	3,324	4,545	3,238	4,444	4,802	5,106
순이익(지배주주)	억원	2,497	3,431	2,436	3,363	3,650	3,881
영업이익률%	%	16.9	20.0	14.3	19.0	19.5	20.0
EBITDA%	%	26.8	29.9	24.1	29.2	30.4	30.6
순이익률	%	11.6	14.8	10.2	13.7	14.4	14.8
EPS	원	3,238	4,449	3,167	4,464	4,843	5,150
PER	배	26.0	18.9	27.9	21.6	19.9	18.8
PBR	배	6.3	5.2	5.7	6.1	4.6	3.7
EV/EBITDA	배	11.3	9.4	12.2	10.4	9.2	8.3
ROE	%	25.2	30.2	20.1	28.3	26.5	22.2
순차입금	억원	118	-375	2,101	2,658	-946	-4,827
부채비율	%	56.0	43.4	66.3	90.3	70.7	57.9

코웨이 분기별 수익전망

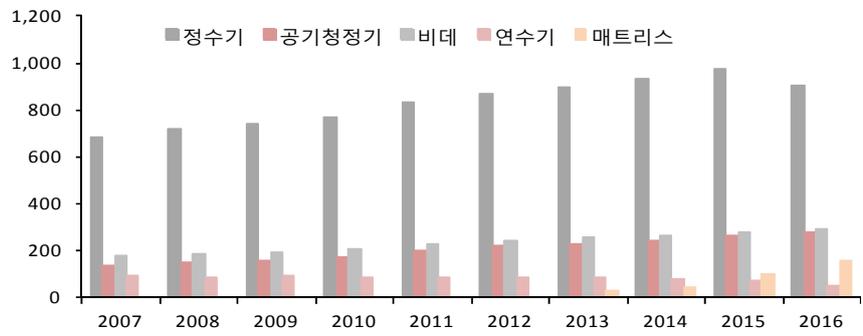
(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
연결매출	6,237	5,550	5,835	6,140	6,102	6,234	5,902	6,288	6,309	6,435	6,112	6,513	23,152	23,763	24,526	25,369
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	3,695	3,795	3,675	3,644	3,731	3,823	3,693	3,654	14,911	14,926	14,809	14,901
금융리스	215	286	270	284	259	302	350	369	337	393	456	480	409	1,054	1,281	1,665
멤버십	430	425	421	400	378	367	331	328	336	344	332	329	1,796	1,675	1,404	1,341
일시불	504	541	426	487	459	504	426	491	495	519	428	493	1,712	1,957	1,880	1,935
수출	567	598	481	523	680	555	529	576	748	611	582	633	1,493	2,170	2,340	2,574
화장품	201	173	181	187	209	187	191	196	219	196	200	206	831	742	783	822
물환경	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	250	13	0	0
기타	45	45	51	45	39	39	54	47	41	41	57	50	210	186	179	188
일회성(리콜)	0	-679	0	0												
영업이익	1,236	118	1,070	964	1,209	1,206	1,114	1,133	1,252	1,281	1,195	1,217	4,633	3,388	4,662	4,945
영업이익률	19.8%	2.1%	18.3%	15.7%	19.8%	19.3%	18.9%	18.0%	19.8%	19.9%	19.5%	18.7%	20.0%	14.3%	19.0%	19.5%
세전이익	1,253	52	900	1,032	1,006	1,260	1,079	1,099	1,218	1,241	1,160	1,184	4,545	3,238	4,444	4,802
세전이익률	20.1%	0.9%	15.4%	16.8%	16.5%	20.2%	18.3%	17.5%	19.3%	19.3%	19.0%	18.2%	19.6%	13.6%	18.1%	18.9%
계속사업순이익	952	28	677	777	755	952	820	835	925	943	881	900	3,431	2,433	3,362	3,650
지배주주순이익	952	28	678	778	755	952	820	835	925	943	881	900	3,431	2,436	3,362	3,650

자료: 코웨이 SK 증권

코웨이 제품별 렌탈 매출 추이

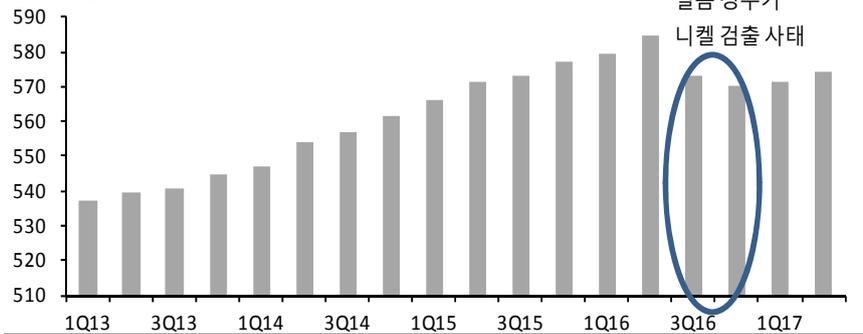
(단위: 십억원)



자료: 코웨이

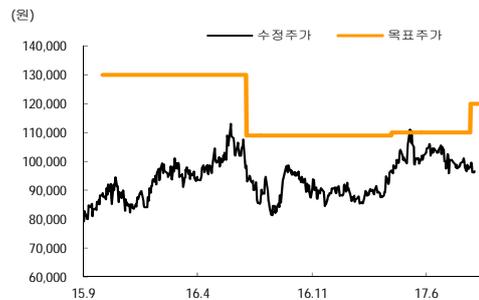
코웨이 렌탈 및 멤버십 누적 계정 추이

(만 계정)



자료: 코웨이

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.06	매수	120,000원	6개월		
2017.08.29	매수	120,000원	6개월	-18.63%	-17.00%
2017.04.04	매수	110,000원	6개월	-8.05%	0.91%
2016.07.07	중립	109,000원	6개월	-17.47%	-9.54%
2016.05.04	매수	130,000원	6개월	-27.10%	-13.08%
2016.02.18	매수	130,000원	6개월	-29.14%	-22.31%
2015.11.04	매수	130,000원	6개월	-30.95%	-23.62%
2015.10.13	매수	130,000원	6개월	-31.39%	-29.08%



Compliance Notice

- 작성자(손운경)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 6일 기준)

매수	90.45%	중립	9.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,533	7,331	9,822	13,643	17,748
현금및현금성자산	1,163	663	2,828	6,432	10,313
매출채권및기타채권	2,834	3,230	3,307	3,426	3,548
재고자산	698	702	719	745	771
비유동자산	11,221	12,346	12,891	12,938	12,946
장기금융자산	401	1,226	1,501	1,501	1,501
유형자산	6,995	6,694	6,888	6,920	6,923
무형자산	1,688	1,830	1,804	1,737	1,675
자산총계	17,754	19,677	22,713	26,581	30,694
유동부채	4,729	7,354	10,349	10,494	10,643
단기금융부채	801	3,401	6,300	6,300	6,300
매입채무 및 기타채무	2,237	2,171	2,223	2,302	2,384
단기충당부채	16	198	202	210	217
비유동부채	643	490	432	515	608
장기금융부채	80	118	124	124	124
장기매입채무 및 기타채무	9	14	17	20	23
장기충당부채	21	20	20	21	22
부채총계	5,372	7,844	10,781	11,008	11,251
지배주주지분	12,374	11,828	11,930	15,569	19,440
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,275	1,272	1,293	1,293	1,293
기타자본구성요소	-1,026	-1,590	-533	-533	-533
자기주식	-1,242	-1,837	-752	-752	-752
이익잉여금	11,771	11,797	10,770	14,420	18,301
비지배주주지분	9	5	3	3	3
자본총계	12,382	11,833	11,933	15,572	19,443
부채외자본총계	17,754	19,677	22,713	26,581	30,694

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,450	4,693	6,451	6,596	6,850
당기순이익(손실)	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
비현금성항목등	4,484	4,665	4,215	4,052	4,145
유형자산감가상각비	2,201	2,249	2,417	2,628	2,656
무형자산상각비	76	82	83	128	124
기타	1,030	1,563	592	-24	-5
운전자본감소(증가)	-1,632	-1,206	-304	-195	-191
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-579	-616	-227	-118	-122
재고자산감소(증가)	-50	-41	-41	-26	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	58	-37	355	80	82
기타	-1,060	-513	-392	-131	-124
법인세납부	-834	-1,199	-822	-911	-984
투자활동현금흐름	-3,712	-4,709	-3,644	-2,851	-2,828
금융자산감소(증가)	-416	-1,462	-528	0	0
유형자산감소(증가)	-3,204	-3,129	-2,963	-2,720	-2,720
무형자산감소(증가)	-54	-130	-61	-61	-61
기타	-38	12	-92	-69	-47
재무활동현금흐름	-2,038	-483	-634	-141	-141
단기금융부채증가(감소)	-748	2,517	2,763	0	0
장기금융부채증가(감소)	70	39	5	0	0
자본의증가(감소)	52	-933	-319	0	0
배당금의 지급	-1,483	-2,080	-2,347	0	0
기타	70	-25	-153	-141	-141
현금의 증가(감소)	-311	-500	2,165	3,604	3,881
기초현금	1,474	1,163	663	2,828	6,432
기말현금	1,163	663	2,828	6,432	10,313
FCF	1,473	739	2,893	3,720	3,975

자료 : 코웨이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	23,152	23,763	24,526	25,369	26,239
매출원가	7,288	8,122	7,768	7,909	8,075
매출총이익	15,864	15,642	16,757	17,461	18,164
매출총이익률 (%)	68.5	65.8	68.3	68.8	69.2
판매비와관리비	11,231	12,254	12,095	12,515	12,918
영업이익	4,633	3,388	4,662	4,945	5,246
영업이익률 (%)	20.0	14.3	19.0	19.5	20.0
비영업손익	-89	-150	-218	-143	-140
순금융비용	29	49	105	110	88
외환관련손익	-29	-20	-57	-57	-57
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4,545	3,238	4,444	4,802	5,106
세전계속사업이익률 (%)	19.6	13.6	18.1	18.9	19.5
계속사업법인세	1,113	804	1,083	1,152	1,225
계속사업이익	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
순이익률 (%)	14.8	10.2	13.7	14.4	14.8
지배주주	3,431	2,436	3,363	3,650	3,881
지배주주귀속 순이익률(%)	14.82	10.25	13.71	14.39	14.79
비지배주주	0	-3	-2	0	0
총포괄이익	3,343	2,425	3,351	3,639	3,871
지배주주	3,343	2,428	3,353	3,639	3,871
비지배주주	0	-3	-2	0	0
EBITDA	6,910	5,719	7,162	7,702	8,025

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	7.2	2.6	3.2	3.4	3.4
영업이익	27.1	-26.9	37.6	6.1	6.1
세전계속사업이익	36.7	-28.8	37.3	8.1	6.3
EBITDA	19.5	-17.2	25.2	7.5	4.2
EPS(계속사업)	37.4	-28.8	40.9	8.5	6.3
수익성 (%)					
ROE	30.2	20.1	28.3	26.5	22.2
ROA	20.2	13.0	15.9	14.8	13.6
EBITDA마진	29.9	24.1	29.2	30.4	30.6
안정성 (%)					
유동비율	138.2	99.7	94.9	130.0	166.8
부채비율	43.4	66.3	90.3	70.7	57.9
순차입금/자기자본	-3.0	17.8	22.3	-6.1	-24.8
EBITDA/이자비용(배)	159.3	93.7	60.3	53.3	55.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,449	3,167	4,464	4,843	5,150
BPS	16,044	15,486	15,945	20,810	25,983
CFPS	7,401	6,198	7,781	8,502	8,839
주당 현금배당금	2,800	3,200	1,600	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.7	35.7	24.9	22.9	21.6
PER(최저)	17.7	25.7	19.1	17.6	16.6
PBR(최고)	6.6	7.3	7.0	5.3	4.3
PBR(최저)	4.9	5.3	5.4	4.1	3.3
PCR	11.4	14.3	12.4	11.4	10.9
EV/EBITDA(최고)	11.7	15.6	12.1	10.7	9.8
EV/EBITDA(최저)	8.8	11.3	9.5	8.3	7.5