



# 코웨이(021240.KS)

화장품/소비재 이선화

Tel. 368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

## 성공적인 M&A의 표본

- 투자 의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지 개시**  
 코웨이에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 WACC 7.0%, Terminal Growth 2.0%를 가정하여 DCF valuation으로 산출한 것이다. 2018년 순이익 기준으로 Target P/E는 22.4배 수준이다. 렌탈 비즈니스 모델 특성상 안정적인 현금흐름 속에 적극적인 주주환원정책으로 배당성장 확대 및 자사주 소각이 기대되며, 카테고리 확장, 지역다변화 등을 통해 외형성장 가능성이 무궁무진하다.
- 3분기 매출액 6,296억원(+7.9%yoy), 영업이익 1,242억원(+16.1%yoy)**  
 3분기 코웨이의 연결기준 매출액은 전년동기대비 7.9% 증가한 6,296억원, 영업이익은 16.1% 증가한 1,242억원을 기록했다. 분기 배당금은 주당 800원으로 결정됐다. 해약률이 1.0%로 안정화되면서 얼음정수기 리콜사태 이전 수준으로 영업력이 완전히 회복되었다는 판단이다. 말레이시아 법인(+49.6%yoy)과 미국 법인(+13.2%yoy) 또한 호조세를 이어가면서 해외 사업도 외형성장뿐만 아니라 수익성 역시 개선되고 있다.
- 소유의 종말, 소유보단 이용가치를 중시**  
 효율성을 중시하는 소비 트렌드가 확산되면서 경제적인 부담을 낮출 수 있는 렌탈 서비스가 각광을 받고 있다. 특히 1인 가구, 워킹맘, 고령층이 증가하면서 개인/가정 중심의 생활가전 관리서비스형 렌탈사업이 고성장하고 있다. 애프터마켓(After Market)이란 판매자가 제품을 판매한 이후 추가적으로 발생하는 수요에 의해 형성된 시장을 말하는데, 사후관리를 책임지는 코웨이의 코디 시스템(Codi, Coway Lady)이 대표적이다. 코웨이는 연내 프리미엄 가전제품군 중 주요 제품의 렌탈 서비스를 출시하여 지속적인 성장을 모색할 예정이다.

### Financial Data

결산기(12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	2,315	2,376	2,506	2,678	2,832
영업이익(십억원)	463	339	479	514	550
세전계속사업손익(십억원)	454	324	462	498	535
당기순이익(십억원)	343	243	347	373	401
EPS(원)	4,449	3,166	4,594	4,996	5,372
증감률(%)	37.4	-28.8	45.1	8.8	7.5
PER(배)	18.9	27.9	22.5	20.7	19.3
ROE(%)	30.2	20.1	28.7	28.3	27.8
PBR(배)	5.2	5.7	6.5	5.9	5.4
EV/EBITDA(배)	9.3	12.2	10.9	9.9	9.2

자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 120,000원  
 현재주가(11/17) 101,000원

### Key Data

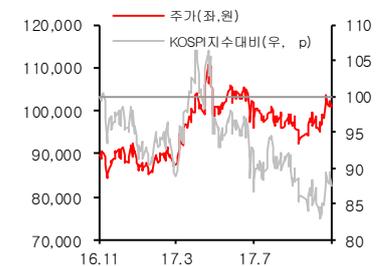
(기준일: 2017.11.17)

KOSPI(pt)	2,534.0
KOSDAQ(pt)	775.9
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	7,556.6
52주 최고/최저(원)	112,500 / 82,900
52주 일간 Beta	0.24
발행주식수(천주)	74,818
평균거래량(3M, 천주)	133
평균거래대금(3M, 백만원)	12,962
배당수익률(16A, %)	3.6
외국인 지분율(%)	59.4
주요주주 지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)외 8인	27.0
GIC Private Limited	7.0
Lazard A	7.0

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	1.1	2.1	15.4
KOSPI 대비상대수익률	1.6	-6.2	-8.4	-12.5

### Company vs KOSPI composite





## 성공적인 M&A의 표본

### 투자 의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 12만원  
WACC 7.0%,  
Terminal Value 2.0%  
가정, DCF Valuation

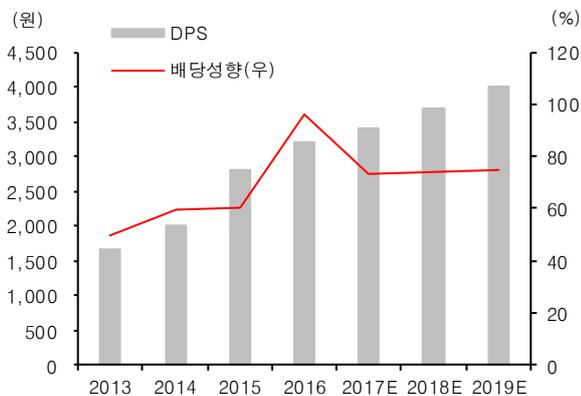
코웨이에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 WACC 7.0%, Terminal Growth 2.0%를 가정하여 DCF valuation으로 산출한 것이다. 2018년 순이익 기준으로 Target P/E는 22.4배 수준이다. 렌탈 비즈니스 모델 특성상 안정적인 현금흐름 속에 적극적인 주주환원정책으로 배당성향 확대 및 자사주 소각이 기대되며, 카테고리 확장, 지역다변화 등을 통해 외형성장 가능성이 무궁무진하다.

#### 안정적인 현금흐름에 기반한 배당 매력

코웨이는 렌탈 비즈니스를 영위하면서 안정적인 현금흐름을 보이고 있다. 렌탈 사업의 특성상 매달 렌탈료가 유입되고 CAPEX 비중이 낮아 손익분기점을 넘기는 가입자 기반만 형성하면 안정적인 현금흐름이 확보된다. 추가적으로 코웨이는 제품 카테고리를 확장하면서 멤버십 가입자 수를 늘리고 있고, 말레이시아 등 지역적 확장을 보이면서 향후 3년간 CAGR 8.1%의 EPS growth가 예상되므로 배당 여력이 계속 증가한다.

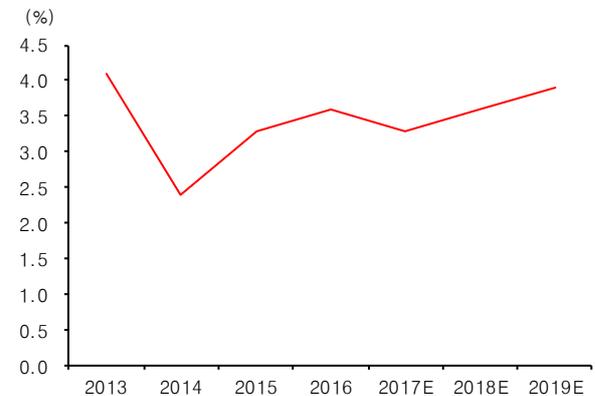
코웨이는 MBK에 매각되기 전에도 40%대의 높은 배당성향을 유지했으며, MBK가 인수한 이후에는 배당성향이 순차적으로 증가하여 2014년 59.4%, 2015년 60.6%, 2016년 96.5%(얼음정수기 사태로 인한 일시적 상승)까지 상승했다. 2017년에는 얼음정수기 사태 이후 실적이 안정화되면서 배당성향이 73.3%를 기록할 것으로 보이며 향후 3년간 배당성향이 75%까지 확대될 것으로 전망한다. 이에 DPS는 2017년 3,400원, 2018년 3,700원, 2019년 4,000원에 이를 것으로 예상한다. 현재 주가 수준에서 배당수익률은 각각 3.3%, 3.6%, 3.9%를 기대한다. 더불어 자사주 매입 및 소각 등 적극적인 주주환원 정책을 지속한다는 점이 매력적이다.

도표 19 매년 DPS 상향, 배당성향 75%까지 전망



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 20 배당수익률 개선



자료: 코웨이, 유진투자증권

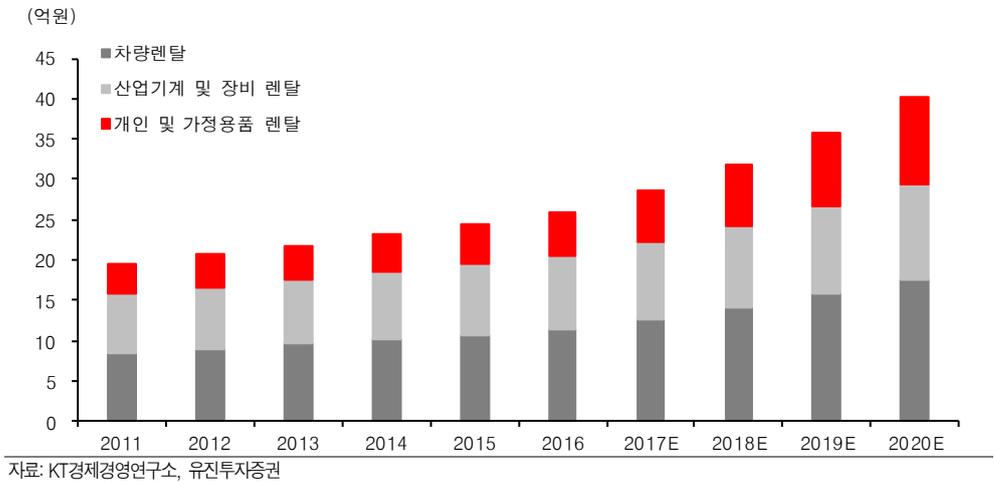


### 무궁무진한 렌탈시장

금융위기 이후 저성장, 높은 실업률 등으로 소유에 대해 포기한 계층이 늘어나면서 렌탈에 대한 긍정적인 인식이 확대되었다. 렌탈시장은 소비자들이 빌려 쓰는 데에 대한 거부감이 사라짐과 함께 제품의 교체주기가 짧아지면서 적은 비용으로 신제품을 사용할 수 있다는 장점으로 인해 꾸준히 성장하고 있다. 특히 1인 가구 증가와 워킹맘, 고령층의 증가는 생활용품 렌탈 서비스에 대한 수요를 증가시켰다. KT경제경영연구소에 따르면 국내 렌탈시장은 2016년 기준 약 26억원 규모인데, 2020년까지 40억원 규모로 확대될 전망이다. 그 중 개인 및 가정용품 렌탈 시장은 전체 렌탈시장의 21.2%에서 26.7%까지 비중이 늘어난다.

생활가전 렌탈시장 점유율 1위를 유지하고 있는 코웨이는 1990년 정수기를 시작으로 공기청정기, 음식물 처리기, 연수기, 비데에 이어 2011년 매트리스까지 제품 카테고리를 늘려가며 렌탈 서비스 가입자를 늘려왔다. 최근 정수기 렌탈시장 경쟁이 심화되고 계정 순증이 정체되면서 제품 카테고리 확장에 대한 니즈가 증가하고 있는데, 이러한 시장상황을 반영하여 코웨이는 생활가전 카테고리 내에서 후속 제품을 준비 중이다. 또한 제품의 렌탈/판매뿐만 아니라 위생 및 사후관리 서비스를 통해 지속적으로 고부가가치를 창출하고 있다.

도표 21 렌탈시장 규모 추이 및 전망



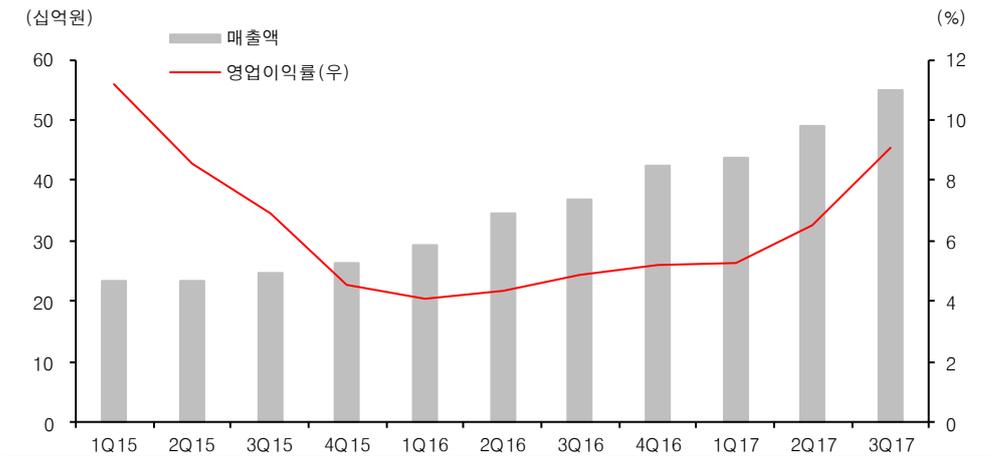


### 말레이시아 시장에 안착

말레이시아는 소득 수준 향상으로 삶의 질에 대한 관심이 높아져 생활환경개선에 대한 수요가 증가하고 있는 국가이다. 코웨이는 2007년 말레이시아 최초로 렌탈 서비스와 사후관리 서비스인 코디 서비스를 도입했다. 이후 시장 선도자의 지위를 유지하며 점유율 40%대의 1위 자리를 놓치지 않고 있다. **3분기말 기준 현지 관리계정이 60만 2천 개를 넘어서면서 렌탈 및 멤버십 매출이 안정적으로 성장 중이다. 2020년까지 150만 계정을 돌파하는 것이 목표이다.**

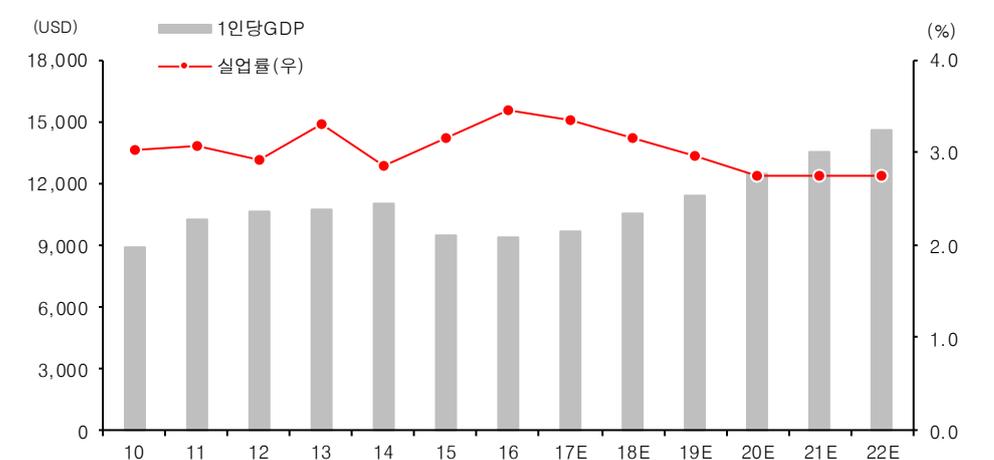
말레이시아는 인도네시아, 싱가포르, 태국 등 주요 동남아시아 국가들과 지리적으로 인접하여 시장 확장도 용이하다. 지난 2010년에는 할랄 인증을 받은 정수기를 출시하면서 무슬림 문화권에서 호평을 받았다. 말레이시아는 1인당 국민소득이 1만 달러에 근접했고, 실업률도 지속적으로 감소하고 있어 생활가전용품 시장의 확대가 기대된다. KOTRA에 따르면 2016년 말레이시아의 가전제품 시장은 46억 8천만달러 수준으로 2020년까지 연평균 3.8% 성장하며 총 54억 달러 규모의 시장을 형성할 것으로 보인다.

도표 22 말레이시아 법인 매출액과 영업이익률 추이



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 23 말레이시아 1인당 GDP와 경제활동인구 성장 추이 및 전망



자료: IMF, 유진투자증권



### 3Q17 Review: 매출액 6,296억원(+7.9%yoy), 영업이익 1,242억원(+16.1%yoy)

#### 해약률 정상화, 분기 배당금 800원/주

##### 얼음정수기 리콜사태 이전 수준으로 영업력 회복

코웨이의 3Q17 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 7.9%, 16.1% 증가한 6,296억원과 1,242억원을 기록했다. 해약률이 1.0%로 안정화되면서 브랜드 로열티가 지난해 7월 발생한 얼음정수기 리콜사태 이전 수준으로 회복했다는 판단이다. 해약률과 밀접한 관련이 있는 렌탈자산폐기손실 역시 3% 이하로 안정적으로 관리되고 있다. 얼음정수기 리콜사태 이후 렌탈 매출이 1년 동안 역성장했는데, 이번 분기에 3%yoy 증가(별도기준)하면서 성장세로 전환에 성공하였다. 분기 배당금은 지난 분기와 동일한 수준인 주당 800원에 결정되었다.

환경가전 매출(매출비중 79.5%)은 렌탈서비스(+3.0%yoy)와 일시불 매출(+11.%yoy)이 회복되면서 전년동기대비 3.4% 증가한 5,009억원(+3.4%yoy)을 기록했다. 매트리스 렌탈 역시 호조세(금융리스 매출 351억원, +30.1%yoy)를 이어가고 있다. 해외수출 매출(매출비중 10.9%)은 말레이시아 법인(550억원, +49.6%yoy)과 미국 법인(156억원, +13.2%yoy)이 지속 성장하면서 전년동기대비 42.6% 증가한 686억원을 달성했다. 말레이시아 법인의 경우 분기 매출 규모가 500억 이상으로 올라서면서 영업이익률 또한 9%대로 개선(1분기 5.3%, 2분기 6.5%, 3분기 9.1%), 향후 매출 증가에 따른 영업 레버리지가 기대된다.

도표 24 분기 실적 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
연결매출액	624	555	584	614	610	623	630	642	651	681	655	692
환경가전	499	514	484	482	483	501	501	510	513	541	518	550
렌탈	380	384	368	361	370	379	379	389	392	412	395	423
멤버십	43	42	42	40	38	37	36	36	36	36	34	34
일시불	50	54	43	49	46	50	47	50	48	55	49	54
금융리스	21	29	27	28	26	30	35	31	32	34	36	34
수출	57	60	48	52	68	56	69	65	77	70	75	73
화장품	20	17	18	19	21	19	19	20	22	20	20	22
매출총이익	417	356	391	401	417	428	435	434	447	468	455	469
영업이익	124	12	107	96	121	121	124	114	132	117	136	129
세전이익	125	5	90	103	101	126	124	111	125	117	131	125
지배주주순이익	95	3	68	78	76	95	93	83	94	88	98	94
%yoy												
매출액	13.8	-0.1	0.5	-2.7	-2.2	12.3	7.9	4.6	6.7	9.2	4.0	7.7
매출총이익	11.7	-7.5	-2.8	-6.0	0.1	20.4	11.1	8.2	7.3	9.3	4.6	8.1
영업이익	23.2	-89.3	-13.7	-25.0	-2.2	919.4	16.1	17.9	9.3	-2.7	9.7	13.1
세전이익	23.9	-95.2	-26.0	-15.9	-19.7	2,308.1	37.9	7.4	24.7	-7.5	5.6	12.5
지배주주순이익	22.7	-96.5	-26.7	-14.1	-20.8	3,215.6	37.9	7.1	24.7	-8.2	5.3	12.4
%portion												
매출총이익률	66.8	64.1	67.0	65.2	68.4	68.7	69.0	67.5	68.7	68.8	69.5	67.8
영업이익률	19.8	2.1	18.3	15.7	19.8	19.3	19.7	17.7	20.3	17.2	20.8	18.6
세전이익률	20.1	0.9	15.4	16.8	16.5	20.2	19.7	17.3	19.3	17.1	20.0	18.0
지배주주순이익률	15.3	0.5	11.6	12.7	12.4	15.3	14.8	13.0	14.5	12.9	15.0	13.5

자료: 코웨이, 유진투자증권



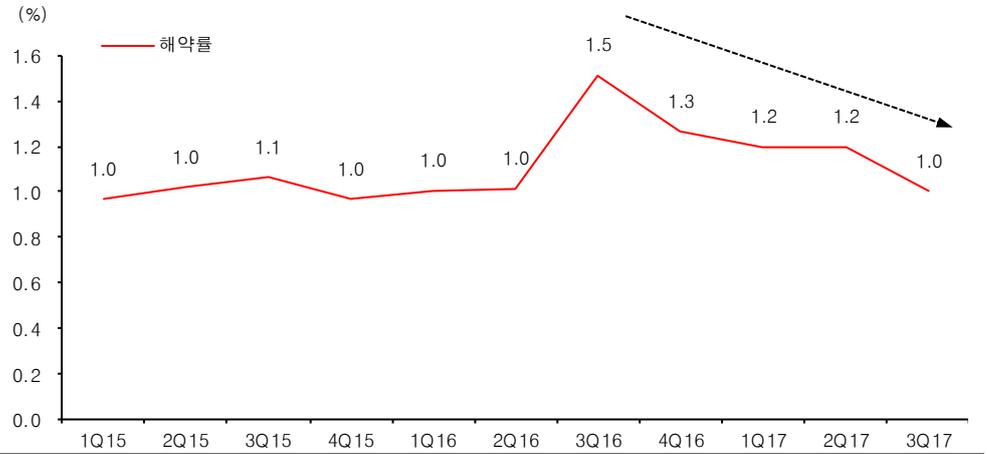
**도표 25 연간 실적 및 전망**

(단위: 십억원, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
연결매출액	1,993	2,118	2,160	2,315	2,376	2,506	2,678	2,832
% yoy	9.2	6.3	2.0	7.2	2.6	5.4	6.9	5.7
환경가전	1,592	1,676	1,732	1,904	1,980	1,995	2,122	2,232
렌탈	1,286	1,333	1,401	1,491	1,493	1,517	1,622	1,710
멤버십	161	172	183	180	168	147	140	144
일시불	145	149	123	171	196	193	207	219
금융리스				41	105	122	136	142
수출	110	145	167	149	217	257	295	330
화장품	67	76	80	83	74	79	85	90
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,586	1,564	1,714	1,839	1,949
영업이익	226	339	364	463	339	479	514	550
세전이익	146	327	332	454	324	462	498	535
지배주주순이익	94	245	250	343	244	348	374	402
매출총이익률	66.0	66.0	66.4	68.5	65.8	68.4	68.7	68.8
영업이익률	11.3	16.0	16.9	20.0	14.3	19.1	19.2	19.4
세전이익률	7.3	15.4	15.4	19.6	13.6	18.4	18.6	18.9
지배주주순이익률	4.7	11.6	11.6	14.8	10.3	13.9	14.0	14.2

자료: 코웨이, 유진투자증권

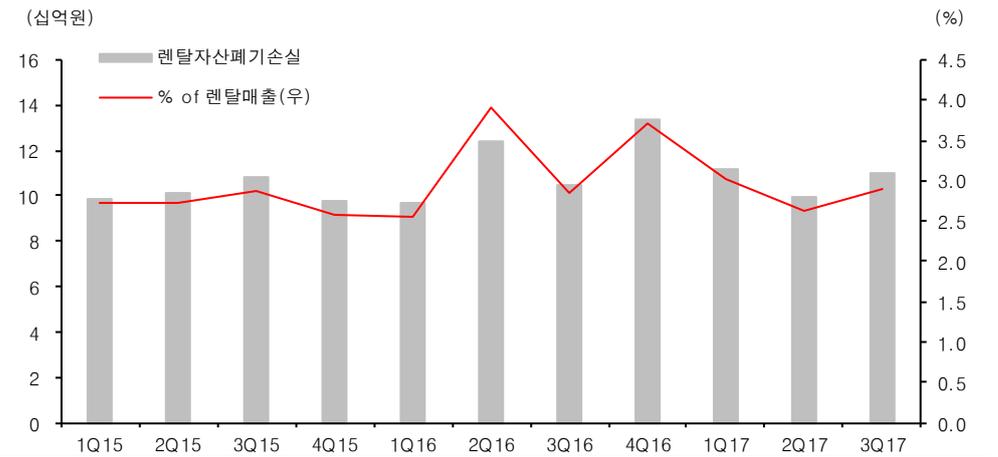


**도표 26**    **해약률 1.0%로 안정화**



자료: 코웨이, 유진투자증권

**도표 27**    **렌탈자산폐기손실 비율 3% 이하로 안정적 관리**



자료: 코웨이, 유진투자증권



## 2) Valuation

목표주가 120,000원은 DCF 밸류에이션 모델에 기반하여 산출되었다. 렌탈 비즈니스 모델의 특성상 현금 흐름이 안정적이고 MBK 인수 이후 배당성향이 꾸준히 상향되었다는 점 등 적극적인 주주환원 정책을 고려하여 DCF 밸류에이션을 통한 목표주가 산출이 적당하다는 판단이다(WACC 7.0%, Terminal Growth 2.0% 가정). 2018년 순이익 기준으로 Target P/E는 22.4배 수준이다.

도표 28 DCF Valuation

(단위: 십억원, %, 천 주, 원)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	479	514	550	580	608	637	667	698	730	763	798
Tax on EBIT	116	124	133	140	147	154	161	169	177	185	193
NOPLAT	363	390	417	440	461	483	506	529	553	578	605
D&A	248	282	303	319	332	344	358	373	387	402	416
Gross Cash Flow	611	671	718	756	791	827	864	902	940	980	1,021
Change in Working Capital	-33	-28	-27	-26	-25	-25	-25	-25	-25	-24	-24
CAPEX	-345	-360	-362	-371	-377	-386	-395	-404	-413	-422	-432
Free Cash Flow	233	284	329	359	389	416	444	473	503	533	564
Discount Factor	1.00	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54	0.51
PV of FCF	233	265	287	293	297	297	296	295	293	290	287
NPV of FCF	3,138										
Terminal Value	11,509										
PV of Terminal Value	5,850										
Enterprise Value	8,988										
주식수	74,818										
Fair Value per shr	120,130										

자료: 코웨이, 유진투자증권



## 소유의 종말, 소유보단 이용가치를 중시

효율성을 중시하는 소비 트렌드가 확산되면서 경제적인 부담을 낮출 수 있는 렌탈 서비스가 각광을 받고 있다. 소유보다 이용을 중시하는 문화가 자리잡으면서 과거 자동차, 산업기계/장비 등 기업 중심의 장비/사무용품 렌탈 위주의 시장에서 개인/가정 중심의 가전용품 시장으로 확대되고 있는 것이다. 특히 1인 가구, 워킹맘, 고령층이 증가하면서 관리 서비스형 렌탈 시장이 주목받고 있다.

애프터마켓(After Market)이란 판매자가 제품을 판매한 이후 추가적으로 발생하는 수요에 의해 형성된 시장을 말하는데, 코웨이의 코디 서비스처럼 관리 서비스를 제공하는 것이 애프터마켓에 속한다. 매월 일정금액의 렌탈료를 지불하면 저렴한 가격에 제품을 대여할 수 있고, 관리 서비스까지 받을 수 있어 계정이 꾸준히 증가하고 있다. 크로스셀링이 용이하다는 것도 렌탈 비즈니스의 장점인데, 코웨이는 정수기, 청정기, 비데/연수기에 이어 매트리스까지 제품 카테고리를 늘리면서 성장 모멘텀을 확보하고 있다. **코웨이는 연내 프리미엄 가전제품군 중 주요 제품의 렌탈 서비스를 출시하여 지속적인 성장을 모색할 예정이다.**

도표 29 확장 가능한 제품 카테고리



자료: 코웨이, 유진투자증권



## 기업개요

### 1) 연혁

정수기 등 환경가전 렌탈서비스 사업은 멤버십 기반의 안정적인 성장과 양호한 현금흐름을 향유하는 비즈니스 모델이다. 목돈을 들이지 않고 구입할 수 있다는 렌탈제품의 장점과 함께 꾸준한 유지관리서비스가 필요하다는 점에서 기업은 양호한 현금흐름을 유지하면서 사업을 영위할 수 있다. 코웨이는 1998년 4월 업계 최초로 정수기 렌탈 사업을 시작하여 공기청정기, 비데, 매트리스 등으로 카테고리를 확장하고 있다. 2016년말 기준 정수기 시장점유율 39%, 공기청정기 시장점유율 32%, 비데 시장점유율 28%로 업계 1위의 지위를 공고히 하고 있다.

**도표 30 코웨이 연혁**

시기	내용
1989.05	한국코웨이주식회사 설립
1990.04	LIFE SPRING 정수기 판매 개시
1991.05	코웨이 정수기 자체 생산 및 판매 개시
1991.04	웅진코웨이주식회사로 상호변경
1995.07	우즈베키스탄, 중국에 정수기 수출
1996.09	KOSDAQ 상장
1998.04	렌탈사업 개시(구 코웨이개발)
2000.06	해외 현지법인 설립(COWAY ASIA-태국)
2001.08	KOSPI 이전상장
2003.04	웅진코웨이개발주로부터 방문판매 사업조직, 영업권, 고정자산 양수계약 체결
2007.01	미국현지법인(COWAY USA Inc.) 설립
2010.02	수처리 엔지니어링 전문기업 그린엔텍(주) 인수
2011.10	침대 매트리스 렌탈비즈니스 시작
2012.08	MBK파트너스, 코웨이 인수
2017.05	MBK파트너스 코웨이 지분 4.68% 매각

자료: 유진투자증권



## 2) 주요 제품

환경가전 렌탈 서비스 시장은 도시화의 진전에 따라 건강용품에 대한 소비자의 니즈가 확대되는 가운데 실용적 소비문화가 확산되면서 공유경제의 개념 아래 다양한 제품군으로 카테고리가 확장되고 있다. 코웨이는 코디 시스템이라는 독보적인 유지관리 시스템을 바탕으로 정수기와 공기청정기, 비데/연수기, 매트리스 등 다양한 제품을 판매한다. 렌탈 서비스 시장은 가격과 품질의 일반적인 경쟁뿐만 아니라 필터 교환 등 지속적인 유지관리 서비스가 중요한 만큼, 전국적인 서비스망을 구축하고 있고 브랜드 인지도가 높은 코웨이가 시장을 선도하고 있다.

도표 31 정수기



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 32 공기청정기



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 33 비데/연수기/클린워셔



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 34 매트리스



자료: 코웨이, 유진투자증권



### 3) 해외 사업

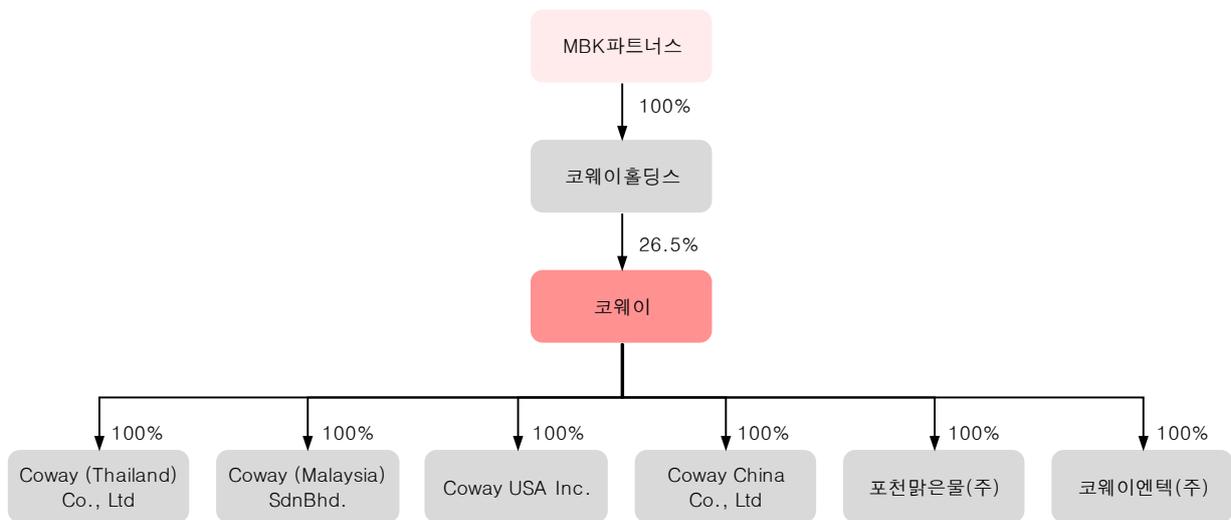
코웨이는 중국, 태국, 말레이시아, 미국에 해외 현지법인을 가지고 있으며 해외사업본부에서 중국향 청정기 ODM 수출을 담당하고 있다. 말레이시아 법인은 60만 계정을 돌파하면서 연매출 2,000억원, 영업이익률 10% 달성이 예상되며, 미국 법인은 이익 기여도는 낮지만 총 관리 계정이 11만 계정을 넘어서면서 안정화 되어 가고 있다. 중국 법인은 지난해 6월 하이얼(Haier)과 정수기 시장 공략을 위한 업무 제휴를 맺은 데 이어 11월에는 콩카(Konka)와 비데 시장 공략에 박차를 가했으나 아직 구체적인 사업 계획이 나오진 않았다. 중국은 도시화, 산업화가 빠르게 이뤄지고 있는 가운데 환경문제가 중요한 사회적 이슈로 떠오르면서 건강에 대한 관심이 늘어나고 있어, 향후 중국 현지 직접 진출 시 가파른 성장이 기대된다.

도표 35 할랄 인증을 받은 코웨이 정수기



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 36 코웨이 계열사 현황



자료: 전자공시시스템, 유진투자증권



## 코웨이(021240.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	653	733	1,097	1,162	1,258
현금성자산	126	142	476	496	550
매출채권	283	323	338	375	410
재고자산	70	70	82	89	93
비유동자산	1,122	1,235	1,194	1,275	1,338
투자자산	226	277	287	299	311
유형자산	700	669	722	790	838
무형자산	169	183	184	187	189
<b>자산총계</b>	<b>1,775</b>	<b>1,968</b>	<b>2,290</b>	<b>2,437</b>	<b>2,596</b>
유동부채	473	735	1,022	1,047	1,079
매입채무	224	217	211	227	239
단기차입금	80	340	631	638	656
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	49	69	71	73
사채및장기차입금	8	12	12	12	12
기타비유동부채	55	36	55	57	60
<b>부채총계</b>	<b>537</b>	<b>784</b>	<b>1,090</b>	<b>1,118</b>	<b>1,152</b>
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	129	129	129
자본조정	-108	-165	-59	-59	-59
자기주식	-124	-184	-75	-75	-75
이익잉여금	1,177	1,180	1,088	1,208	1,333
<b>자본총계</b>	<b>1,238</b>	<b>1,183</b>	<b>1,200</b>	<b>1,319</b>	<b>1,444</b>
총차입금	88	352	643	650	668
순차입금(순현금)	-37	210	167	155	118
투하자본	1,170	1,286	1,364	1,471	1,560

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>545</b>	<b>469</b>	<b>766</b>	<b>631</b>	<b>680</b>
당기순이익	343	243	347	373	401
유무형자산상각비	228	233	248	282	303
기타비현금손익	4	-4	250	3	3
운전자본의변동	-163	-121	-31	-28	-27
매출채권감소(증가)	-58	-62	-30	-37	-35
재고자산감소(증가)	-5	-4	-14	-6	-5
매입채무증가(감소)	6	-4	24	16	12
기타	-106	-51	-11	-0	-0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-371</b>	<b>-471</b>	<b>-395</b>	<b>-368</b>	<b>-370</b>
단기투자자산처분(취득)	-42	-145	-54	-4	-4
장기투자증권처분(취득)	0	0	-0	-0	-0
실비투자	-329	-328	-335	-349	-351
유형자산처분	9	15	10	8	8
무형자산감소(증가)	-5	-13	-10	-11	-11
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-204</b>	<b>-48</b>	<b>-56</b>	<b>-247</b>	<b>-259</b>
차입금증가(감소)	-68	256	278	7	18
자본증가(감소)	-148	-208	-235	-254	-277
배당금지급	148	208	235	254	277
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>-31</b>	<b>-50</b>	<b>314</b>	<b>16</b>	<b>51</b>
기초현금	147	116	66	380	396
기말현금	116	66	380	396	447
Gross cash flow	792	710	845	658	707
Gross investment	493	446	372	391	394
<b>Free cash flow</b>	<b>299</b>	<b>264</b>	<b>473</b>	<b>267</b>	<b>314</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>2,315</b>	<b>2,376</b>	<b>2,506</b>	<b>2,678</b>	<b>2,832</b>
증가율 (%)	7.2	2.6	5.4	6.9	5.7
매출총이익	1,586	1,564	1,714	1,839	1,949
매출총이익율 (%)	68.5	65.8	68.4	68.7	68.8
판매비와관리비	1,123	1,225	1,234	1,325	1,398
증가율 (%)	5.0	9.1	0.7	7.3	5.5
<b>영업이익</b>	<b>463</b>	<b>339</b>	<b>479</b>	<b>514</b>	<b>550</b>
증가율 (%)	27.1	-26.9	41.5	7.3	7.0
<b>EBITDA</b>	<b>691</b>	<b>572</b>	<b>727</b>	<b>797</b>	<b>853</b>
증가율 (%)	19.5	-17.2	27.1	9.5	7.1
<b>영업외손익</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	6	8	7	7
외화환산손익	-3	-2	-7	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-8	-3	-10	-9
<b>세전계속사업손익</b>	<b>454</b>	<b>324</b>	<b>462</b>	<b>498</b>	<b>535</b>
법인세비용	111	80	115	124	134
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>343</b>	<b>243</b>	<b>347</b>	<b>373</b>	<b>401</b>
증가율 (%)	37.4	-29.1	42.7	7.6	7.5
당기순이익률 (%)	14.8	10.2	13.9	13.9	14.2
<b>EPS</b>	<b>4,449</b>	<b>3,166</b>	<b>4,594</b>	<b>4,996</b>	<b>5,372</b>
증가율 (%)	37.4	-28.8	45.1	8.8	7.5
완전희석EPS	4,449	3,166	4,594	4,996	5,372
증가율 (%)	37.4	-28.8	45.1	8.8	7.5

### 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,449	3,166	4,594	4,996	5,372
BPS	16,044	15,486	16,031	17,628	19,299
DPS	2,800	3,200	3,400	3,700	4,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	18.9	27.9	22.0	20.2	18.8
PBR	5.2	5.7	6.3	5.7	5.2
PCR	8.2	9.6	9.0	11.5	10.7
EV/ EBITDA	9.3	12.2	10.6	9.7	9.0
배당수익률	3.3	3.6	3.4	3.7	4.0
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	20.0	14.3	19.1	19.2	19.4
EBITDA이익율	29.8	24.1	29.0	29.7	30.1
순이익율	14.8	10.2	13.9	13.9	14.2
ROE	30.2	20.1	29.2	29.7	29.1
ROIC	31.5	20.7	27.2	27.2	27.2
<b>안정성(%,배)</b>					
순차입금/자기자본	-3.0	17.8	13.9	11.7	8.2
유동비율	138.2	99.7	107.3	111.0	116.6
이자보상배율	106.8	55.5	61.6	69.7	80.1
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	9.0	7.8	7.6	7.5	7.2
재고자산회전율	35.2	33.9	32.9	31.3	31.1
매입채무회전율	10.4	10.8	11.7	12.2	12.1