

MAY.2017



SK COMPANY ANALYSIS

# 쿠쿠전자(192400KS)

## 밥솥만? 아니, 정수기 렌탈도!

유통/미디어/레저. 손윤경, CFA | 3773-8477, skcase1976@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

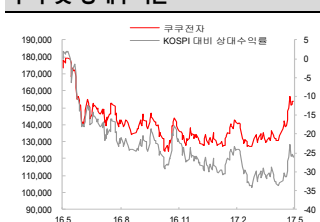
## Company Data

|          |           |
|----------|-----------|
| 자본금      | 49 억원     |
| 발행주식수    | 980 만주    |
| 자사주      | 165 만주    |
| 액면가      | 500 원     |
| 시가총액     | 15,097 억원 |
| 주요주주     |           |
| 구분학(외3)  | 58.62%    |
| 쿠쿠전자 자사주 | 16.37%    |
| 외국인지분률   | 7.20%     |
| 배당수익률    | 2.00%     |

## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(17/05/26) | 154,000 원 |
| KOSPI        | 2355.3 pt |
| 52주 Beta     | 1.01      |
| 52주 최고가      | 179,500 원 |
| 52주 최저가      | 124,500 원 |
| 60일 평균 거래대금  | 27 억원     |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가   | 상대주가   |
|-------|--------|--------|
| 1개월   | 16.7%  | 9.4%   |
| 6개월   | 12.8%  | -5.4%  |
| 12개월  | -11.2% | -26.2% |

## 쿠쿠전자 (192400/KS | 매수(신규편입) | T.P 200,000 원(신규))

### 밥솔만? 아니, 정수기 렌탈도!

쿠쿠전자에 대해 목표주가 200,000 원과 투자 의견 매수로 분석 시작. 쿠쿠전자를 성장하는 렌탈 사업의 투자대안으로 추천. 쿠쿠전자 렌탈 사업부의 영업이익 비중은 2014 년 17%에서 2016 년 39%로 상승하였고 지난 1 분기에는 44%를 기록. 당사는 동사가 주력으로 하고 있는 중저가 렌탈 사업의 성장성은 여전히 높은 것으로 판단. 고가 렌탈 서비스를 제공하는 코웨이가 570 만 계정을 확보하고 있는 것과 비교하면 중저가 시장의 SK 매직과 쿠쿠전자의 누적 계정수 합계 200 만 계정은 현저히 작기 때문.

### 목표주가 200,000 원과 투자 의견 매수

쿠쿠전자에 대해 목표주가 200,000 원과 투자 의견 매수로 분석 시작. 목표주가 200,000 만원은 시가총액 1 조 9,600 억원에 해당 하는 것으로 2017 년 예상 지배주주순이익 대비 P/E Multiple 25.0x 를 적용한 것. P/E Multiple 25.0x 은 당사가 렌탈서비스 업체들에 부여하는 적정 Multiple 로 동사 영업이익의 50% 이상 가전사업부에서 발생함에도 불구하고 가전사업부의 높은 현금 창출력이 렌탈사업 확장의 기반이 된다는 점에서 가전사업부의 이익 역시 렌탈 사업의 valuation 을 적용.

### 렌탈사업으로 사업 확장 성공: 1Q17 렌탈사업부 영업이익 기여 44%

쿠쿠전자 전체 영업이익에서 렌탈 사업부의 영업이익 비중은 2014 년 17%에서 2016 년 39%로 상승하였고 지난 1 분기 렌탈 영업이익은 전체 영업이익의 44%를 구성. 렌탈 사업이 쿠쿠전자의 핵심 사업부가 되었음을 증명. 당사는 동사의 향후 성장이 가전사업부보다 렌탈사업을 통해 현실화될 것으로 전망. 특히, 동사가 주력으로 하고 있는 중저가 정수기 렌탈 사업의 성장성은 여전히 높은 것으로 판단. 고가 수요를 기반으로 한 코웨이의 렌탈계정이 570 만 계정인데 비해 중저가 고객 기반인 SK 매직과 동사의 계정은 200 만에 불과. 고가 수요인 3 인 이상의 가구수와 중저가 수요인 1 인~2 인 가구수가 유사하다는 점을 고려하면 중저가 정수기 렌탈의 성장 잠재력은 여전히 높아 보임.

### 밥솔의 매출 악화, 최악은 지난 듯

가전사업부의 매출 악화 역시 최악은 지난 것으로 판단. 사드 갈등이 완화되는 분위기가 조성되며 한국 상품에 대한 통관이 재개되는 것으로 보도되고 있기 때문. 다만, 당사는 중국인 관광객의 가파른 회복을 기대하지는 않음. 그러나 사드 갈등이 있는 동안, 동사 제품에 대한 중국 현지의 높은 선호가 확인된 만큼, 수출 물량의 의미 있는 성장을 예상. 장기적으로 인도네시아/베트남 시장으로의 확장에 대해서도 기대.

## 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 5,667  | 6,675  | 7,167  | 7,225  | 7,666  | 8,465  |
| yoy       | %  | 114    | 17.8   | 7.4    | 0.8    | 6.1    | 10.4   |
| 영업이익      | 억원 | 786    | 916    | 954    | 993    | 1,114  | 1,306  |
| yoy       | %  | 14.8   | 16.6   | 4.1    | 4.1    | 12.2   | 17.3   |
| EBITDA    | 억원 | 1,070  | 1,173  | 1,329  | 1,430  | 1,552  | 1,701  |
| 세전이익      | 억원 | 1,180  | 979    | 1,049  | 1,003  | 1,170  | 1,374  |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 907    | 746    | 811    | 791    | 913    | 1,072  |
| 영업이익률%    | %  | 13.9   | 13.7   | 13.3   | 13.8   | 14.5   | 15.4   |
| EBITDA%   | %  | 18.9   | 17.6   | 18.6   | 19.8   | 20.2   | 20.1   |
| 순이익률      | %  | 16.0   | 11.2   | 11.2   | 11.0   | 11.9   | 12.7   |
| EPS       | 원  | 9,255  | 7,611  | 8,272  | 8,068  | 9,309  | 10,935 |
| PER       | 배  | 19.2   | 30.2   | 15.6   | 19.1   | 16.5   | 14.1   |
| PBR       | 배  | 4.0    | 4.5    | 2.2    | 2.5    | 2.2    | 2.0    |
| EV/EBITDA | 배  | 14.8   | 17.7   | 8.4    | 9.3    | 8.1    | 6.8    |
| ROE       | %  | 22.7   | 15.8   | 15.2   | 13.4   | 14.1   | 14.9   |
| 순차입금      | 억원 | -1,678 | -1,788 | -1,589 | -1,813 | -2,643 | -3,517 |
| 부채비율      | %  | 25.5   | 22.7   | 26.0   | 22.9   | 23.8   | 25.1   |

# Contents

|   |          |
|---|----------|
| <b>1. 목표주가 200,000 원과 투자의견 매수.</b>                              | <b>3</b> |
| (1) 밥솔 판매에서 렌탈로 비즈니스 모델 성공적으로 확장                                | 3        |
| <b>2. 렌탈 사업, 장기 성장 동력</b>                                       | <b>5</b> |
| (1) 중저가 정수기 시장 성장 여력 충분   | 5        |
| (2) 렌탈 사업 확장을 위해 필수적인 자금력,<br>밥솔 판매를 통해 조달                      | 7        |
| <b>3. 밥솔 매출 악화, 최악은 지남</b>                                      | <b>9</b> |
| (1) 기대감에서 우려로 바뀌었던 중국인 매출<br>: 드라마틱한 반등을 기대하기는 어려워도 추가 악화는 없을 것 | 9        |
| (2) 중국 수출, 제품 경쟁력에 기반한 장기 고성장 기대                                | 11       |

## 1. 목표주가 200,000 원과 투자의견 매수

### (1) 밥솥 판매에서 렌탈로 비즈니스 모델 성공적으로 확장

쿠쿠전자에 대해 목표주가 200,000 원과 투자의견 매수로 분석을 시작한다. 목표주가 200,000 만원은 시가총액 1 조 9,600 억원에 해당 하는 것으로 2017 년 예상 지배주주 순이익 대비 P/E Multiple 25.0x 를 적용한 것이다. P/E Multiple 25.0x 은 당사가 렌탈 서비스 업체들에 부여하는 적정 Multiple로 동사 영업이익의 50% 이상 가전사업부에서 발생함에도 불구하고, 가전사업부의 이익 역시 렌탈사업의 valuation 을 적용하였다. 렌탈 사업부가 가파르게 성장하기 위해서는 자금력이 절대적으로 필요한데, 가전사업부의 높은 현금 창출력이 렌탈사업 확장의 기반이 된다는 점을 고려한 것이다.

#### 쿠쿠전자 Valuation

|                        | 2015년 | 2016년 | 2017년E  | 2018년E | 2019년E | 2020년E |
|------------------------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 지배주주순이익(억원)            | 907   | 746   | 811     | 791    | 913    | 1,072  |
| Target P/E Multiple(X) |       |       | 25.0    |        |        |        |
| 적정시가총액(억원)             |       |       | 19,774  |        |        |        |
| 총주식수(천주)               |       |       | 9,803   |        |        |        |
| 적정주가(원)                |       |       | 201,705 |        |        |        |
| 목표주가(원)                |       |       | 200,000 |        |        |        |
| 목표시가총액(억원)             |       |       | 19,607  |        |        |        |

자료: SK 증권

#### 쿠쿠전자 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|         | 1Q15  | 2Q15  | 3Q15  | 4Q15  | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2015년 | 2016년 | 2017년E | 2018년E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출      | 1,727 | 1,540 | 1,639 | 1,769 | 1,946 | 1,636 | 1,760 | 1,826 | 1,900 | 1,649 | 1,732 | 1,944 | 6,675 | 7,167 | 7,225  | 7,666  |
| 가전사업    | 1,327 | 1,104 | 1,180 | 1,287 | 1,432 | 1,091 | 1,171 | 1,237 | 1,272 | 995   | 1,035 | 1,242 | 4,899 | 4,930 | 4,543  | 4,500  |
| 렌탈사업    | 400   | 436   | 459   | 481   | 514   | 545   | 590   | 589   | 628   | 654   | 697   | 703   | 1,777 | 2,237 | 2,682  | 3,165  |
| 영업이익    | 329   | 217   | 189   | 182   | 275   | 223   | 238   | 218   | 236   | 230   | 247   | 244   | 916   | 954   | 957    | 1,114  |
| 가전      | 246   | 172   | 122   | 141   | 187   | 129   | 136   | 130   | 133   | 107   | 116   | 128   | 681   | 583   | 484    | 508    |
| 렌탈      | 83    | 45    | 67    | 40    | 87    | 94    | 102   | 88    | 103   | 123   | 131   | 116   | 236   | 371   | 473    | 605    |
| 영업이익률   | 19.0% | 14.1% | 11.5% | 10.3% | 14.1% | 13.6% | 13.5% | 11.9% | 12.4% | 13.9% | 14.3% | 12.5% | 13.7% | 13.3% | 13.2%  | 14.5%  |
| 가전      | 18.5% | 15.6% | 10.3% | 11.0% | 13.1% | 11.8% | 11.6% | 10.5% | 10.4% | 10.8% | 11.2% | 10.3% | 13.9% | 11.8% | 10.7%  | 11.3%  |
| 렌탈      | 20.8% | 10.4% | 14.5% | 8.4%  | 17.0% | 17.2% | 17.3% | 14.9% | 16.5% | 18.7% | 18.8% | 16.4% | 13.3% | 16.6% | 17.6%  | 19.1%  |
| 세전이익    | 132   | 221   | 295   | 240   | 249   | 265   | 247   | 241   | 259   | 256   | 278   | 281   | 888   | 1,002 | 1,074  | 1,266  |
| 세전이익률   | 7.6%  | 14.4% | 18.0% | 13.6% | 12.8% | 16.2% | 14.0% | 13.2% | 13.6% | 15.5% | 16.0% | 14.5% | 13.3% | 14.0% | 14.9%  | 16.5%  |
| 당기순이익   | 273   | 204   | 97    | 171   | 236   | 186   | 187   | 192   | 207   | 188   | 202   | 200   | 746   | 801   | 797    | 913    |
| 지배주주순이익 | 273   | 204   | 98    | 171   | 233   | 183   | 188   | 206   | 201   | 188   | 202   | 200   | 746   | 811   | 791    | 913    |

자료: 쿠쿠전자, SK 증권

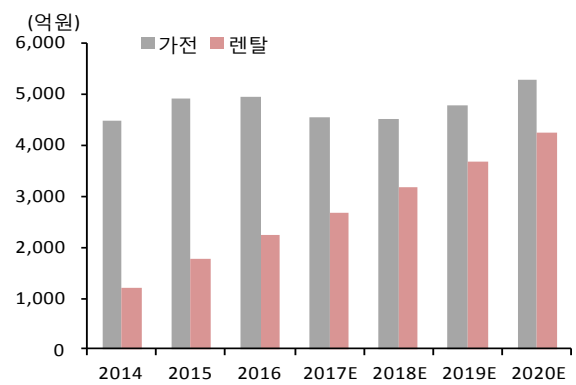
쿠쿠전자는 밥솔판매 업체에서 렌탈사업자로 빠르게 전환하고 있다. 쿠쿠전자 전체 영업이익에서 렌탈 사업부의 영업이익 비중은 2014 년 17%에서 2016 년 39%로 상승하였고 지난 1 분기 렌탈 영업이익은 전체 영업이익의 44%를 구성하였다.

당사는 동사의 향후 성장도 렌탈사업을 통해 현실화될 것으로 전망한다. 가전사업부의 매출이 아직은 내수 시장 의존도가 높은 사업 구조상, 주력 상품인 밥솔로 추가 성장을 하기는 쉽지 않아 보인다. 반면, 렌탈 사업부는 빠르게 증가하고 있는 렌탈 산업에 성공적으로 자리잡음으로써 이익이 빠르게 증가하는 단계에 진입했다.

특히, 동사가 주력으로 하고 있는 중저가 정수기 렌탈 사업의 성장성이 여전히 높다. 고가 수요인 3 인 이상의 가구수와 중저가 수요인 1 인~2 인 가구수가 유사한데 반해, 고가 고객이 많은 코웨이의 렌탈계정이 570 만 계정인데 비해 중저가 고객이 기반인 SK 매직과 동사의 계정은 200 만에 불과하기 때문이다.

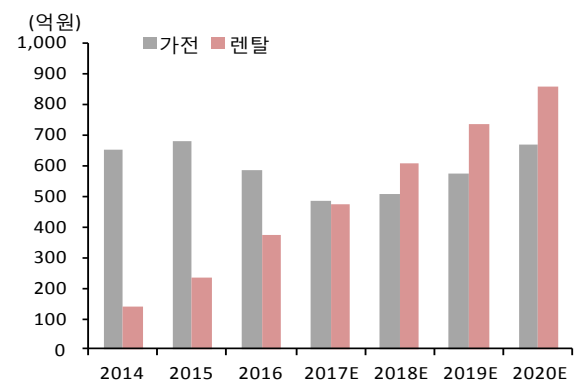
다만, 가전사업부의 이익 기여 비중이 지속적으로 높은 수준을 유지할 가능성도 배제할 수 없는데, 쿠쿠전자의 해외 수출이 가파르게 상승한다면 당사의 예상과는 다른 모습을 보일 것이다. 그러나 이 경우는 수출이 예상보다 좋을 의미하는 것으로 당사의 예상을 초과하는 성장을 보이는 것이라 더 긍정적이다.

쿠쿠전자 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 쿠쿠전자, SK 증권

쿠쿠전자 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 쿠쿠전자, SK 증권

## 2. 렌탈 사업, 장기 성장 동력

### (1) 중저가 정수기 시장 성장 여력 충분

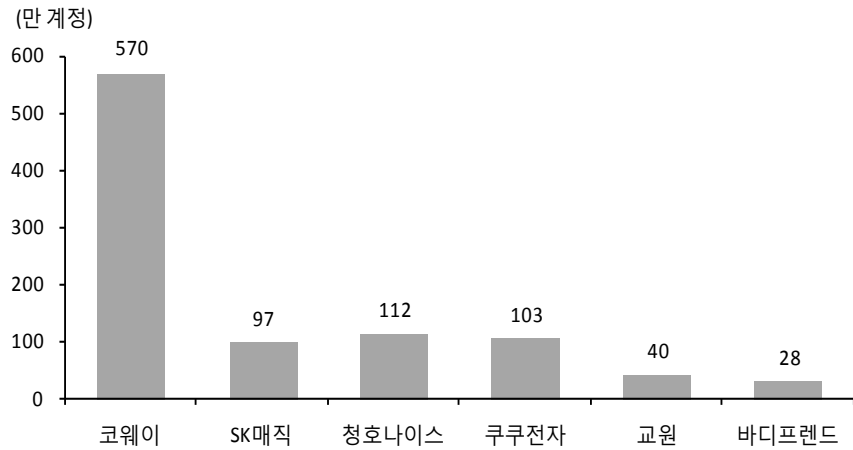
당사는 쿠쿠전자가 성장하고 있는 렌탈산업으로 성공적으로 진입했고 이를 통해 국내 시장에서의 높은 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단한다. 전기밥솥이 주력 제품인 쿠쿠전자 역시 렌탈 사업은 정수기를 통해 시작했는데, 절대적인 점유율을 확보하고 있는 코웨이와는 차별화된 마케팅 전략으로 고객을 확보하고 있다. 코웨이는 방문판매를 통해 고가의 정수기를 판매하고 있으나, 쿠쿠전자는 홈쇼핑을 통해 좀 더 대중적인 가격의 제품을 판매하고 있다. 당사는 쿠쿠전자가 타깃으로 하는 중저가 정수기 수요의 성장 여력을 높게 평가한다.

정수기 렌탈 시장은 코웨이 주도의 고가 시장이 먼저 형성된 이후 중저가 시장으로 확장 중에 있다. 코웨이의 570 만 계정과 비교하여 중저가 시장에서 경쟁하고 있는 SK 매직과 쿠쿠전자 등의 누적 계정수 합계가 200 만 계정에 불과하다. 당사는 코웨이의 주요 고객은 3 인 이상의 가구라 추정하고 SK 매직이나 쿠쿠전자의 중저가 정수기의 주요 고객은 1 인~2 인 가구라 추정한다. 이를 전제로 본다면 고가의 정수기 시장의 성장성은 상대적으로 낮은 반면, 중저가 정수기 시장의 성장은 충분히 높아 보인다. 1인 가가와 2인 가구가 각각 5 백만 가구를 넘고 있기 때문이다.

당사가 코웨이와 쿠쿠전자의 고객 그룹을 다르게 평가하는 이유는 다음과 같다. 기본적으로 물 소비를 위해 낼 수 있는 금액이 가구 구성원 수에 따라 다르기 때문이다. 가구 구성원이 많을 경우, 물의 소비량 역시 많아 생수를 구매해서 소비하더라도 많은 금액을 지출하게 된다. 즉 가구 구성원이 많을 경우, 물의 사용량도 많아 필터 교환도 주기가 짧아야 하기 때문에 상대적으로 렌탈료가 높아질 수 밖에 없다. 여기에 많은 구성원들이 사용하기 때문에 좀 더 많은 부가 기능이 적용된 고가의 정수기를 이용함에 따른 가격 저항 역시 낮기 때문이다.

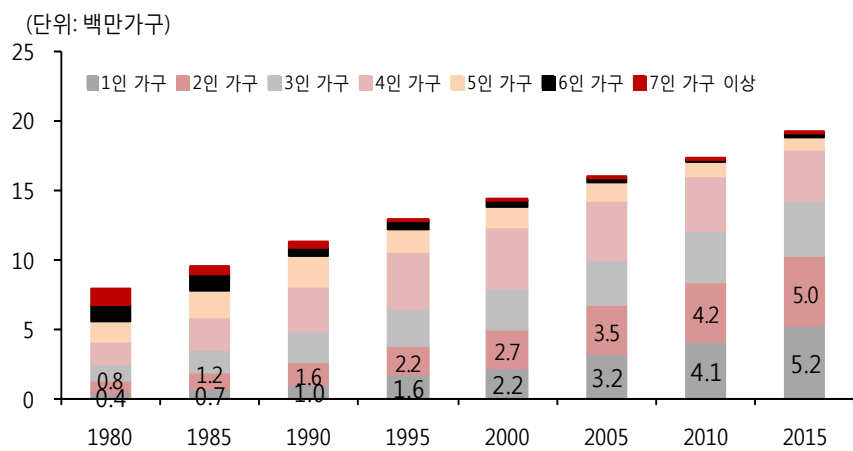
반면, 1인~2인 가구는 물의 사용량이 상대적으로 작아 필터 교환을 자주해줄 필요가 없기 때문에 높은 서비스 요금을 책정할 필요가 없다.

## 주요 렌탈 업체 2016년 누적 계정 수



자료: 각 사, 언론보도 등

## 가구원수 별 전국 가구 수 추이



자료: 통계청

## (2) 렌탈 사업 확장을 위해 필수적인 자금력, 밥솥 판매를 통해 조달

증가하는 렌탈 수요를 내재화 하기 위해서는 자금력이 절대적으로 필요한데, 동사는 밥솥이라는 캐쉬카우가 있어 렌탈 서비스를 통해 성장하는데 걸림돌은 없어 보인다.

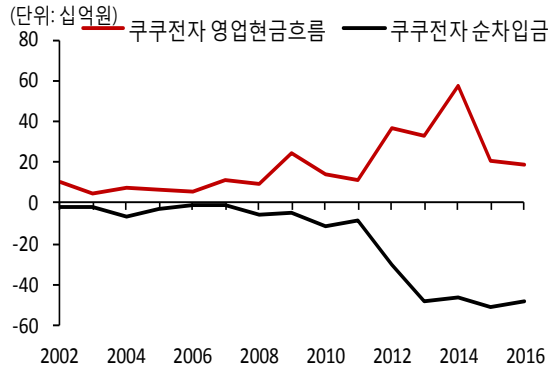
렌탈 사업은 사업 초기에는 회계상 영업이익이 나더라도 자금이 지속적으로 투입되어야 한다. 렌탈 서비스는 고객에게 제품을 먼저 제공하고 렌탈료를 일정기간 동안 나누어 받는 것이기 때문에 회사는 제품제조비용을 회수하는 데 많은 시간이 필요하다. 이러한 수익모델의 특성상 렌탈 사업의 초기에는 렌탈 계정이 증가할수록 투입되어야 하는 자금이 더 커지게 된다. 즉 렌탈 사업을 공격적으로 확대할 수 있는 사업자는 자금력이 있는 회사들로 제한될 수 있다.

동사는 ‘쿠쿠밥솥’을 통해 안정적인 영업현금흐름을 확보하고 있어 렌탈 사업을 적극적으로 확대할 수 있다. 실제로 쿠쿠전자와 달리 다른 사업부를 통해 현금을 창출하지 못하고 있는 순수 렌터카 업체들의 경우, 렌탈 계정이 가파르게 증가한 2010 년 이후 영업현금흐름은 지속적으로 마이너스를 기록하고 있다. 반면, 쿠쿠전자는 밥솥의 판매가 급증하며 렌탈 계정의 지속적인 증가에도 영업현금흐름이 견조하게 유지되고 있다.

한편, 회계상의 이익은 ‘수익/비용 대응의 원칙’에 따라 제조원가를 렌탈 서비스 매출에 대응시켜 기간 비용으로 나누어 인식하기 때문에 사업초기라도 영업이익은 창출이 가능하다.

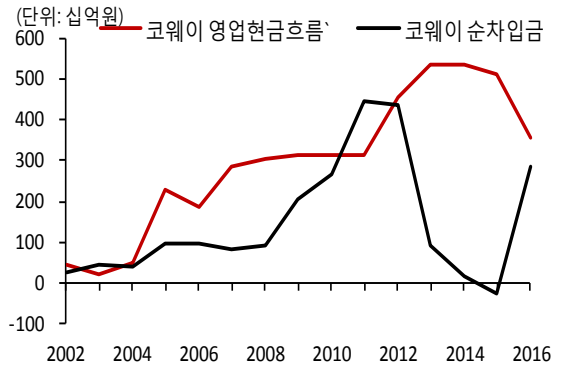


## 쿠쿠전자 영업현금흐름 및 순차입금 추이



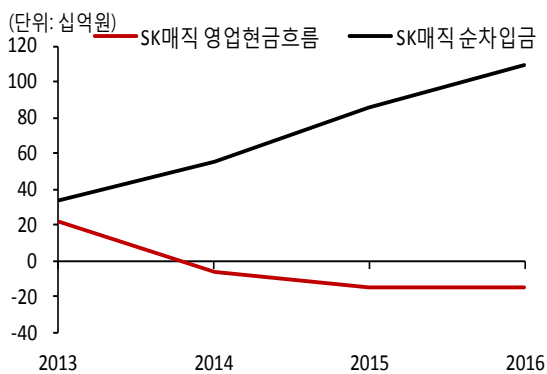
자료: 쿠쿠전자

## 코웨이 영업현금흐름 및 순차입금 추이



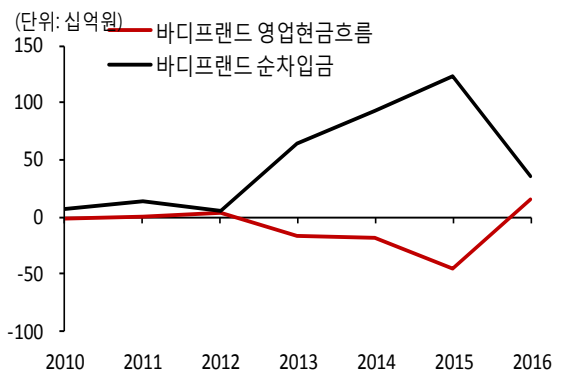
자료: 코웨이

## SK 매직 영업현금흐름 및 순차입금 추이



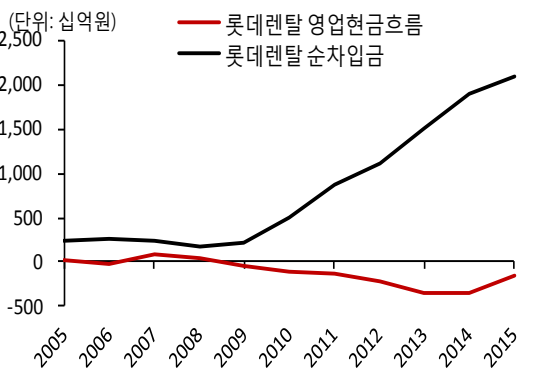
자료: SK 매직

## 바디프랜드 영업현금흐름 및 순차입금 추이



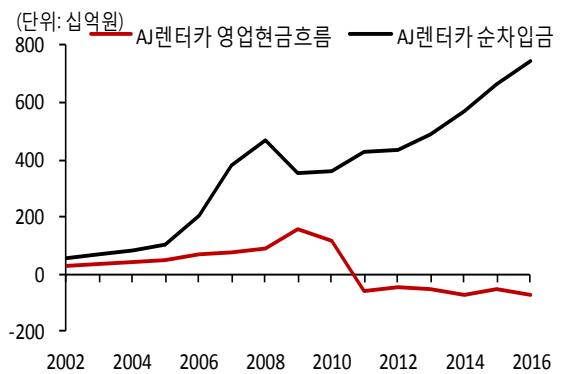
자료: 바디프랜드

## 롯데렌탈 영업현금흐름 및 순차입금 추이



자료: 롯데렌탈

## AJ 렌터카 영업현금흐름 및 순차입금 추이



자료: AJ 렌터카

### 3. 밥솥 매출 악화, 최악은 지남

#### (1) 기대감에서 우려로 바뀌었던 중국인 매출

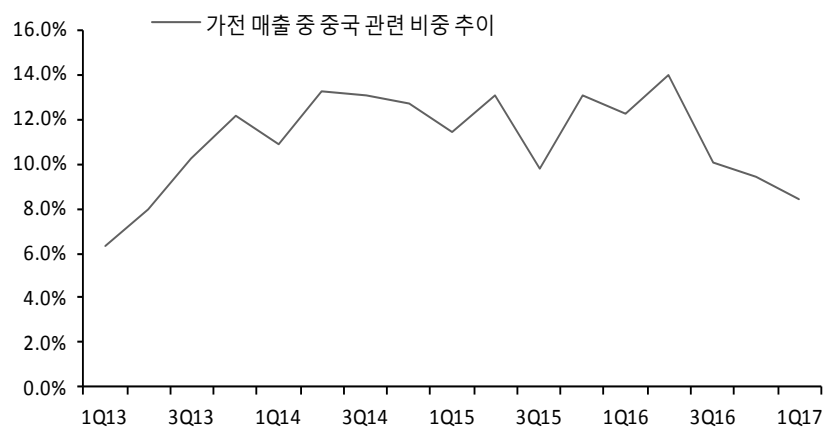
: 드라마틱한 반등을 기대하기는 어려워도 추가 악화는 없을 것

동사의 중국인 관련 매출은 가전매출의 15%를 육박하며 동사의 성장 동력으로 작용하였다. 그러나 2016 년 사드 갈등 등으로 매출 비중이 감소하고 있다. 당사는 사드 갈등에 따른 부정적인 영향의 추가 악화 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다. 사드의 배치가 완료되었고 새로운 정부가 들어옴에 따라 대중 관계 회복을 위한 적극적인 노력도 기대되기 때문이다.

다만, 당사는 중국인 관광객의 드라마틱한 회복을 예상하지는 않는다. 주요 아시아 국가로 입국하는 중국인 관광객 증가율의 둔화 추세가 일관되게 나타나고 있기 때문이다. 이는 중국 경제 전반의 성장률 둔화가 중국인의 해외 여행 수요의 증가 속도를 둔화시키고 있기 때문으로 판단된다. 실제로 중국의 출국자 증가율은 2014 년까지 18%를 상회하는 수준을 유지하였으나 2015 년 9.7%로 둔화된 이후 2016 년에는 5.7%로 성장률이 둔화되었다.

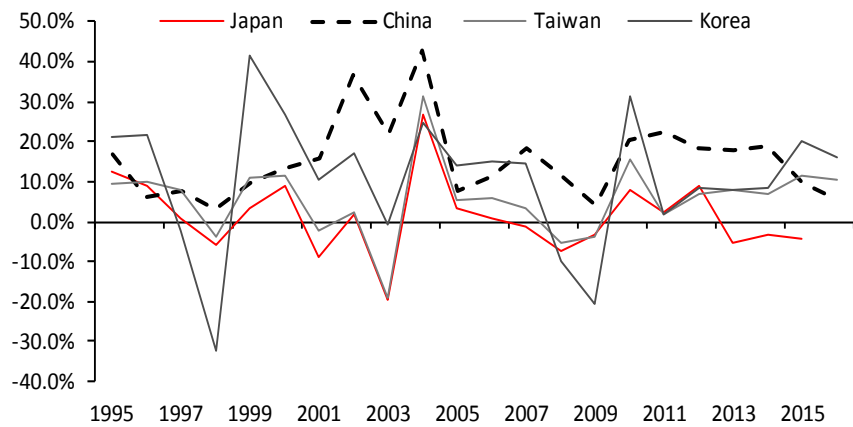
아시아 국가로의 중국인 입국자가 다시 빠르게 증가하기 위해서는 위안화 강세를 대표로 하는 중국 경제의 성장률 회복이 필요하다는 판단이다.

쿠쿠전자 가전 매출 중 중국 관련 매출 비중 추이



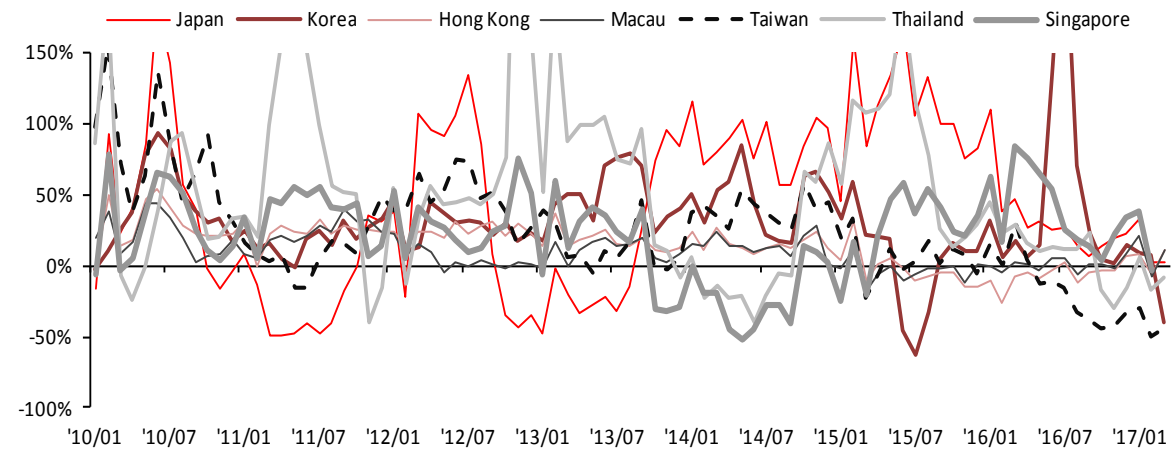
자료: 쿠쿠전자

## 주요 아시아 국가 출국자수 증가율 추이 : 중국의 출국자수 증가율 둔화



자료: 각 국

## 주요 아시아 국가 중국인 입국자 증가율 추이



자료: 각 국, SK 증권

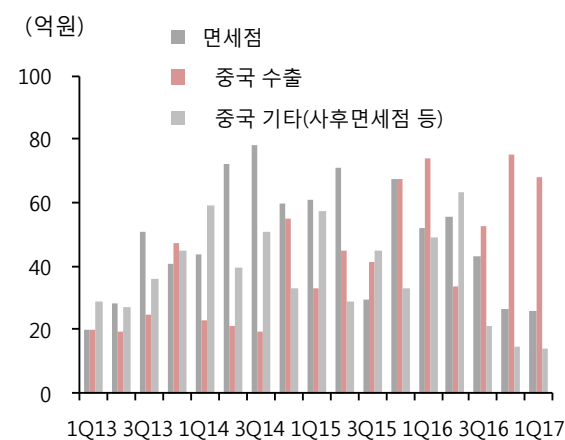
## (2) 중국 수출, 제품 경쟁력에 기반한 장기 고성장 기대

중국인 관광객의 가파른 회복이 어렵더라도 동사의 중국인 관련 매출은 장기적으로 성장이 가능할 전망이다. 쿠쿠밥솔에 대한 중국인들의 선호가 높아지고 있는 것으로 판단하기 때문이다.

최근 중국인 관광객의 감소로 국내 면세점과 사후면세점 등 기타 유통채널을 통한 중국인의 매출이 크게 감소하는 동안 중국으로의 수출은 오히려 개선되고 있다. 한국 여행을 통해 밥솔을 구매하는 것은 어쩌면 상대적으로 소극적인 소비가 포함되어 있을 수 있다. 그러나 한국으로의 여행이 불가능해지면서 수출이 증가하였다는 것은 중국 현지 '쿠쿠밥솔'에 대한 선호가 매우 강함을 증명하는 것이다. '쿠쿠밥솔'에 대한 좋은 사용 경험이 쿠쿠밥솔에 대한 선호를 높이고 있는 것으로 추정할 수 있다. 따라서 장기적으로 중국 시장을 대상으로 한 성장 모멘텀은 여전히 살아있다고 평가할 수 있다.

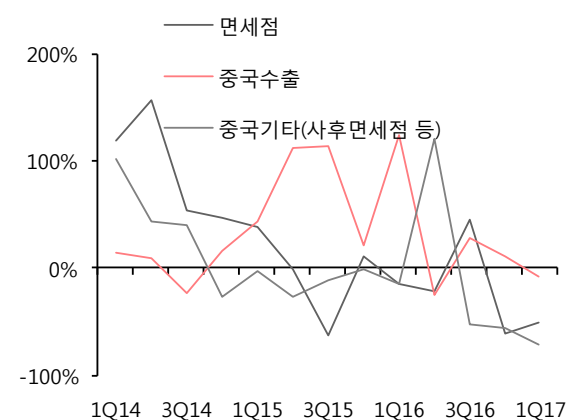
덧붙여 쿠쿠전자는 베트남/인도네시아 등 동남아 지역으로의 수출 역시 강화할 예정인데, 베트남/인도네시아 지역의 인구가 2억명에 이른다는 점을 고려하면 현지 소비자들의 선택을 받을 경우 의미 있는 성장이 추가될 수 있다. 당사는 인도네시아/베트남에서의 동사의 성공 가능성을 높게 보는데, 이들 지역에서는 마트 및 홈쇼핑, 영화관 등 국내 유통업체들이 성공적으로 시장에 진입, 안정적인 영업을 하고 있기 때문이다. 한국 유통 업체들의 성공은 동사의 제품을 현지 소비자에게 알릴 수 있는 채널을 마련하는데 용이할 뿐만 아니라 유통 업체들의 성공 사례를 통해 동사의 성공 가능성도 높일 수 있기 때문이다.

쿠쿠전자 중국인 관련 매출 채널별 매출 추이



자료: 쿠쿠전자

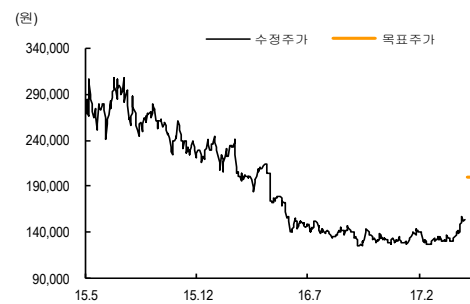
쿠쿠전자 관련 매출 채널별 증가율 추이



자료: 쿠쿠전자

## 투자의견변경

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     |
|------------|------|----------|
| 2017.05.29 | 매수   | 200,000원 |



## 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 93.88% | 중립 | 6.12% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원)       | 2014  | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 2,977 | 3,205 | 3,371 | 3,760 | 4,720 |
| 현금및현금성자산       | 489   | 507   | 482   | 1,086 | 1,916 |
| 매출채권및기타채권      | 552   | 646   | 758   | 807   | 858   |
| 재고자산           | 551   | 559   | 699   | 754   | 810   |
| <b>비유동자산</b>   | 2,557 | 3,005 | 3,777 | 3,857 | 3,754 |
| 장기금융자산         | 391   | 535   | 744   | 880   | 880   |
| 유형자산           | 1,199 | 1,531 | 1,922 | 1,848 | 1,641 |
| 무형자산           | 38    | 45    | 44    | 52    | 59    |
| <b>자산총계</b>    | 5,533 | 6,210 | 7,148 | 7,617 | 8,474 |
| <b>유동부채</b>    | 845   | 883   | 1,153 | 953   | 1,014 |
| 단기금융부채         | 32    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무    | 483   | 590   | 842   | 622   | 662   |
| 단기충당부채         | 101   | 90    | 90    | 95    | 101   |
| <b>비유동부채</b>   | 279   | 265   | 321   | 464   | 618   |
| 장기금융부채         | 0     | 1     | 1     | 36    | 36    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 1,124 | 1,148 | 1,475 | 1,417 | 1,631 |
| <b>지배주주지분</b>  | 4,410 | 5,053 | 5,641 | 6,164 | 6,809 |
| 자본금            | 49    | 49    | 49    | 49    | 49    |
| 자본잉여금          | 624   | 624   | 624   | 624   | 624   |
| 기타자본구성요소       | -736  | -736  | -793  | -793  | -793  |
| 자기주식           | -736  | -736  | -793  | -793  | -793  |
| 이익잉여금          | 4,490 | 5,120 | 5,757 | 6,295 | 6,955 |
| 비지배주주지분        | 0     | 9     | 32    | 36    | 34    |
| <b>자본총계</b>    | 4,410 | 5,062 | 5,673 | 6,200 | 6,842 |
| <b>부채외자본총계</b> | 5,533 | 6,210 | 7,148 | 7,617 | 8,474 |

현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2014  | 2015 | 2016   | 2017E | 2018E |
|---------------------|-------|------|--------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 273   | 152  | -39    | 600   | 1,234 |
| 당기순이익(손실)           | 1,180 | 979  | 1,049  | 797   | 913   |
| 비현금성항목등             | -58   | 328  | 383    | 653   | 639   |
| 유형자산감가상각비           | 283   | 255  | 373    | 434   | 435   |
| 무형자산상각비             | 1     | 1    | 2      | 3     | 3     |
| 기타                  | 109   | 165  | 196    | 104   | 56    |
| 운전자본감소(증가)          | -638  | -889 | -1,261 | -684  | -107  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -77   | -131 | -83    | 166   | -51   |
| 재고자산감소(증가)          | -491  | -584 | -929   | -248  | -56   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 0     | 39   | 74     | -302  | 39    |
| 기타                  | -70   | -212 | -323   | -299  | -39   |
| 법인세납부               | -211  | -267 | -210   | -166  | -211  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -270  | -29  | -90    | 28    | -151  |
| 금융자산감소(증가)          | -323  | -175 | -38    | 193   | 0     |
| 유형자산감소(증가)          | -182  | -130 | -174   | -217  | -229  |
| 무형자산감소(증가)          | -16   | -3   | -6     | -10   | -10   |
| 기타                  | 251   | 279  | 127    | 63    | 88    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 6     | -102 | 107    | -17   | -253  |
| 단기금융부채증가(감소)        | 47    | 51   | 247    | -17   | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)        | 9     | -30  | 0      | 0     | 0     |
| 자본의증가(감소)           | 47    | 0    | 33     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -98   | -123 | -172   | -253  | -253  |
| 기타                  | 0     | 0    | 0      | 0     | 0     |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 10    | 18   | -26    | 604   | 830   |
| 기초현금                | 479   | 489  | 507    | 482   | 1,086 |
| 기말현금                | 489   | 507  | 482    | 1,086 | 1,916 |
| FCF                 | 615   | 638  | 645    | 641   | 970   |

자료 : 쿠루전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2014  | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 5,667 | 6,675 | 7,167 | 7,225 | 7,666 |
| <b>매출원가</b>           | 3,266 | 3,764 | 3,878 | 3,891 | 4,211 |
| <b>매출총이익</b>          | 2,401 | 2,912 | 3,289 | 3,334 | 3,455 |
| 매출총이익률 (%)            | 42.4  | 43.6  | 45.9  | 46.2  | 45.1  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 1,615 | 1,995 | 2,335 | 2,341 | 2,341 |
| 영업이익                  | 786   | 916   | 954   | 993   | 1,114 |
| 영업이익률 (%)             | 13.9  | 13.7  | 13.3  | 13.8  | 14.5  |
| 비영업손익                 | 394   | 63    | 95    | 10    | 56    |
| <b>순금융비용</b>          | -55   | -54   | -69   | -59   | -86   |
| 외환관련손익                | 5     | -33   | 6     | -39   | -39   |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | 390   | 66    | 64    | 66    | 66    |
| 세전계속사업이익              | 1,180 | 979   | 1,049 | 1,003 | 1,170 |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 20.8  | 14.7  | 14.6  | 13.9  | 15.3  |
| 계속사업법인세               | 273   | 233   | 248   | 206   | 257   |
| <b>계속사업이익</b>         | 907   | 746   | 801   | 797   | 913   |
| 중단사업이익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 907   | 746   | 801   | 797   | 913   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 16.0  | 11.2  | 11.2  | 11.0  | 11.9  |
| 지배주주                  | 907   | 746   | 811   | 791   | 913   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 16.01 | 11.18 | 11.31 | 10.95 | 11.91 |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | -1    | -10   | 6     | 0     |
| <b>총포괄이익</b>          | 876   | 764   | 808   | 780   | 895   |
| <b>지배주주</b>           | 876   | 766   | 818   | 776   | 897   |
| <b>비지배주주</b>          | 0     | -2    | -10   | 4     | -2    |
| EBITDA                | 1,070 | 1,173 | 1,329 | 1,430 | 1,552 |

주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E    |
|------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |         |         |          |          |
| 매출액                    | 11.4    | 17.8    | 7.4     | 0.8      | 6.1      |
| 영업이익                   | 14.8    | 16.6    | 4.1     | 4.1      | 12.2     |
| 세전계속사업이익               | 59.4    | -17.1   | 7.2     | -4.4     | 16.7     |
| EBITDA                 | 16.1    | 9.6     | 13.3    | 7.6      | 8.5      |
| EPS(계속사업)              | 58.0    | -17.8   | 8.7     | -2.5     | 15.4     |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |         |         |          |          |
| ROE                    | 22.7    | 15.8    | 15.2    | 13.4     | 14.1     |
| ROA                    | 18.0    | 12.7    | 12.0    | 10.8     | 11.3     |
| EBITDA마진               | 18.9    | 17.6    | 18.6    | 19.8     | 20.2     |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |         |         |          |          |
| 유동비율                   | 352.5   | 362.9   | 292.2   | 394.4    | 465.5    |
| 부채비율                   | 25.5    | 22.7    | 26.0    | 22.9     | 23.8     |
| 순차입금/자기자본              | -38.1   | -35.3   | -28.0   | -29.2    | -38.6    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 3,761.5 | 4,769.4 | 7,822.2 | 51,149.8 | 44,170.3 |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |         |         |          |          |
| EPS(계속사업)              | 9,255   | 7,611   | 8,272   | 8,068    | 9,309    |
| BPS                    | 44,981  | 51,539  | 57,546  | 62,878   | 69,452   |
| CFPS                   | 12,152  | 10,228  | 12,099  | 12,524   | 13,777   |
| 주당 현금배당금               | 1,500   | 2,100   | 3,100   | 3,100    | 3,100    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |         |         |          |          |
| PER(최고)                | 25.7    | 40.6    | 29.5    | 19.4     | 16.8     |
| PER(최저)                | 18.9    | 21.4    | 15.1    | 15.7     | 13.6     |
| PBR(최고)                | 5.3     | 6.0     | 4.2     | 2.5      | 2.3      |
| PBR(최저)                | 3.9     | 3.2     | 2.2     | 2.0      | 1.8      |
| PCR                    | 14.7    | 22.4    | 10.7    | 12.3     | 11.2     |
| EV/EBITDA(최고)          | 20.3    | 24.4    | 16.9    | 9.5      | 8.2      |
| EV/EBITDA(최저)          | 14.5    | 12.2    | 8.0     | 7.5      | 6.4      |

**memo**

---