

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(상향)

목표주가: 56,000원

Stock Data

KOSPI(2/15)	1,981
주가(2/15)	47,400
시가총액(십억원)	3,656
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	47,400/30,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,022
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.8/51.4
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 1인 30.9
	Lazard Asset Management LLC 외 36인 14.5

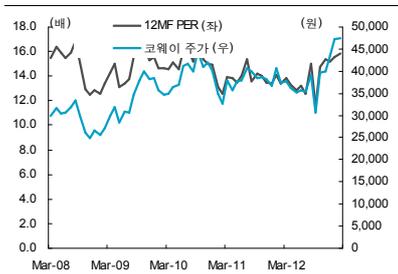
Valuation 지표

	2011A	2012F	2013F
PER(x)	16.4	25.9	14.5
PBR(x)	3.3	3.7	3.4
ROE(%)	22.2	16.2	27.4
EV/EBITDA(x)	8.1	9.4	8.1
EPS(원)	2,235	1,682	3,278
BPS(원)	10,962	11,837	14,084

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.7	26.2	24.4
상대주가(%p)	7.9	25.0	26.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

불황기에 돋보이는 안정성, 2013년은 변화의 시작!

What's new : 일회성 비용 확대로 영업이익 부진

4분기 매출액은 전년대비 3.6% 증가했으나 영업이익은 43% 급감해 컨센서스를 크게 하회했다. 영업이익률이 8.3%로 부진했으나 보수적인 회계 처리로 인한 불용채고 폐기 비용 118억원과 장기성공급 156억원의 일회성 비용에 기인한다. 이를 제외한 영업이익은 631억원으로 전년동기 632억원과 유사했다. 불황기에도 청정기와 비데, 신규 매트리스 위주로 가입자 증가가 이루어져 4분기 계정 순증은 70,000건으로 기말 총 계정수는 574만명에 달해 전년대비 5.3% 증가했다. 렌탈 ARPU도 전년대비 1.6% 상승했다.

Positives : 불황기에 돋보이는 1위 업체의 실적 안정성, 향후 긍정적인 Catalyst 대기

2012년 매출액과 일회성 비용을 제외한 영업이익은 5%대 증가해 실적 안정성과 성장성이 확인되었다. 정수기, 청정기 등 주력 품목 MS가 약 50%로 부동의 1위이며 렌탈/멤버십 사업 비중이 81%로 현금 흐름이 안정적이다. 확정 렌탈/멤버십 가격이 5년간 적용되어 불황기에도 실적 가시성이 높다. 금년 긍정적인 Catalyst는 첫째, 2012년 M&A와 웅진 그룹 관련 리스크로 약화된 영업력을 강화, 핵심 환경가전 사업에서 공격적인 영업과 국내외 화장품 사업에서도 영업 인력 확충이 예상된다. 둘째, 사업 재편이 가속화될 것이다. 수익성 높은 핵심 사업으로의 집중과 관련된 홈케어 사업으로의 영역 확대가 시도되고 있고, 웅진케미칼 매각 완료와 함께 수익성이 저조한 수처리 사업 매각도 추진 중이다. 셋째, 과거 5년간 단가 인상이 없어 점진적인 렌탈/멤버십 가격 인상도 가능할 전망이다. 불황기에 높은 가격 결정력이 돋보일 것이다. 2013년 영업이익은 환경 가전 꾸준한 성장과 화장품 사업 영업손실 축소로 전년대비 29% 증가가 예상되고 2012년 일회성 비용을 감안할 때에도 15% 증가가 예상된다.

Negatives : 주력 사업 성장률 둔화, 2013년 영업력 입증 필요

2012년 가입자 순증은 28.9만 건으로 2011년 36.9만건에 비해 소폭 둔화되었고 정수기 판매가 4분기에 부진하였다. 정수기 시장이 성숙 단계이고 매트리스 등 홈케어 사업에서 신규 기회를 모색하고 있다. 2013년 영업력 입증과 중장기 성장 동력 확보가 필요하다.

결론 : 투자의견 '매수' 상향, 환경 가전 및 홈케어 서비스 전문 업체로 입지 강화 예상

주가는 MBK 파트너스 인수 확정 후 지배구조 개선 기대감으로 시장 대비 초과 상승해 현재 12MF PER 14.5배에 거래되고 있다. 긍정적인 기대감은 주가에 상당 부분 반영되었으나 과거 PER 밴드가 12~20배에서 형성되어 아직 상승 여력이 있다. 불황기에 돋보이는 시장 지배력과 실적 안정성, 향후 사업 구조 조정 가속화와 변화에 대한 긍정적인 Catalyst에 근거해 투자의견을 '매수'로 상향하고 목표주가 56,000원 (12MF PER 17.3배 적용, 과거 5년 평균 PER) 을 제시한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q12P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	504.0	460.1	(8.7)	484.7	0.4	3.6	1,914.0	2,011.2
영업이익	71.6	35.7	(50.2)	63.4	(43.3)	(43.6)	294.8	298.4
영업이익률(%)	14.2	7.7	(6.5)	13.1	(5.8)	(8.8)	15.4	14.8
세전이익	67.0	31.7	(52.6)	60.4	79.3	(42.5)	316.2	315.3
순이익	53.8	21.6	(59.9)	45.9	67.2	(54.2)	239.7	241.0

<표 1> 부문별 실적

(단위:십억원, 원, 천명, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P
총 계정순증 (QoQ)	62.9	64.6	69.1	149.8	118.2	131.7	78.4	41.0	31.6	116.1	70.0	70.8
렌탈 ARPU (%YoY)	-0.6	-0.3	-0.1	0.4	1.0	2.4	3.4	3.6	4.3	3.2	2.1	1.6
멤버십 ARPU (%YoY)	-2.3	1.0	-1.9	-2.6	-1.9	-3.0	-3.8	-3.0	-5.4	-6.4	-6.8	-6.6
렌탈 계정수 (천명, 기말)	3,936	3,966	4,029	4,145	4,234	4,321	4,377	4,450	4,480	4,518	4,551	4,607
렌탈 계정 순증 (QoQ)	37.1	30.7	62.3	116.3	88.9	87.2	55.4	73.4	30.0	37.6	33.7	56.2
렌탈 ARPU (원)	22,002	22,056	22,105	22,187	22,218	22,586	22,845	22,993	23,164	23,319	23,325	23,357
멤버십 계정수 (천명, 말)	864	897	904	938	967	1,011	1,034	1,002	1,004	1,082	1,118	1,133
멤버십 계정 순증 (QoQ)	25.8	33.9	6.7	33.5	29.3	44.5	23.0	(32.4)	1.6	78.5	36.3	14.7
멤버십 ARPU (원)	13,953	13,871	13,870	13,759	13,686	13,457	13,347	13,348	12,948	12,594	12,446	12,467
해지율 (%)	3.5	3.2	2.9	3.1	3.1	3.0	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
매출액	365	365	372	399	400	436	430	444	442	446	458	460
증감 (%YoY)	7.0	6.2	4.8	7.4	9.4	19.3	15.6	11.3	10.6	2.4	6.5	3.6
환경가전	334	335	339	354	359	378	382	386	389	401	403	402
증감 (%YoY)					7.5	13.0	12.7	9.0	8.3	5.9	5.5	4.3
렌탈	307	310	315	322	327	340	347	354	356	360	364	370
증감 (%YoY)	4.0	3.5	4.5	7.1	6.5	9.5	10.2	9.7	8.9	6.1	5.1	4.5
렌탈	272	274	277	284	288	300	306	313	317	321	323	327
증감 (%YoY)	4.7	2.8	3.7	6.8	6.0	9.5	10.3	10.0	10.1	7.1	5.7	4.6
멤버십	35.6	36.6	37.5	38.0	39.1	39.9	41.0	40.8	39.0	39.4	41.1	42.3
증감 (%YoY)	-0.8	9.2	11.1	9.2	9.8	9.0	9.3	7.3	-0.4	-1.3	0.3	3.6
일시불	26.7	24.7	24.5	31.4	31.8	38.8	35.7	31.9	32.7	40.5	39.1	32.4
증감 (%YoY)	117.3	85.9	-3.5	12.5	19.1	56.8	45.8	1.6	2.7	4.4	9.5	1.6
확장품			1.8	21.6	17.4	17.9	17.6	15.3	16.8	16.3	17.3	16.8
증감 (%YoY)			NA	NA	NA	NA	878.4	-29.1	-3.3	-8.8	-1.8	9.7
수출	17.3	17.2	15.3	19.4	18.3	22.9	24.5	32.3	30.0	21.1	28.0	30.5
증감 (%YoY)	-9.4	67.0	29.7	32.9	5.8	33.1	60.1	66.5	63.9	-8.0	14.2	-5.6
기타	14.1	13.2	16.0	4.1	5.2	16.7	5.7	10.8	6.7	8.3	9.4	10.7
증감 (%YoY)	-2.9	-36.0	-5.7	-85.4	-63.4	26.5	-64.6	166.8	29.1	-50.4	65.9	-1.2
매출원가	124	119	124	124	125	141	135	150	145	142	152	166
원가율 (%)	33.8	32.7	33.2	31.1	31.4	32.4	31.3	33.9	32.9	31.8	33.1	36.2
렌탈 원가	86.2	85.8	86.4	89.8	95.0	94.8	95.6	100.1	101.5	101.7	104.4	108.9
매출액 대비 (%)	28.0	27.7	27.5	27.9	29.0	27.9	27.6	28.3	28.5	28.2	28.7	29.5
렌탈	75.1	74.3	74.7	78.2	82.5	82.2	83.2	87.6	89.1	88.9	91.4	95.4
매출액 대비 (%)	27.6	27.1	27.0	27.5	28.7	27.4	27.2	28.0	28.1	27.7	28.3	29.2
멤버십	11.1	11.5	11.7	11.6	12.5	12.7	12.5	12.5	12.3	12.7	13.0	13.4
매출액 대비 (%)	31.2	31.4	31.2	30.6	31.9	31.7	30.4	30.8	31.7	32.3	31.6	31.8
일시불 원가	7.7	9.1	9.3	11.0	10.2	13.4	13.6	16.6	12.9	15.0	15.6	23.2
매출액 대비 (%)	28.8	36.8	38.0	35.0	32.0	34.6	38.1	52.0	39.5	37.1	39.9	71.5
확장품 원가			0.2	2.6	2.9	3.4	3.1	2.8	2.7	2.6	3.0	3.0
매출액 대비 (%)			11.1	12.0	16.7	19.0	17.6	18.3	16.1	15.9	17.3	17.9
수출 원가	13.6	13.3	11.2	15.0	14.7	17.8	19.6	25.2	23.6	15.8	22.8	25.5
매출액 대비 (%)	78.6	77.3	73.2	77.3	80.3	77.7	80.0	78.0	78.7	75.0	81.5	83.6
기타 원가	9.5	10.8	11.4	6.0	2.6	12.0	2.8	5.7	4.7	7.1	5.8	5.7
매출액 대비 (%)	67.4	81.6	71.5	147.8	50.3	71.7	49.5	52.6	70.5	85.6	61.9	53.3
매출총이익	242	246	249	275	274	295	296	294	297	304	307	293
매출총이익률	66.2	67.3	66.8	68.9	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	66.9	63.8

자료: 코웨이, 한국투자증권

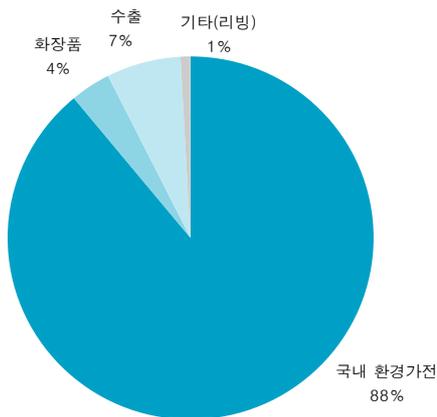
<표 2> 2013년, 2014년 실적은 소폭 상향

단위:십억원, %

	변경후		변경전		변경률 (%)	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	1,914.0	2,028.7	2,001.4	2,154.5	(4.4)	(5.8)
영업이익	294.8	324.7	285.2	307.0	3.4	5.8
세전이익	316.2	313.4	278.1	302.4	13.7	3.6
순이익	239.7	237.5	216.3	234.9	10.8	1.1

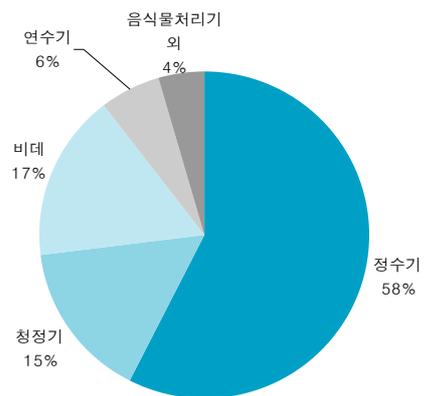
자료: 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 2012년 매출 breakdown



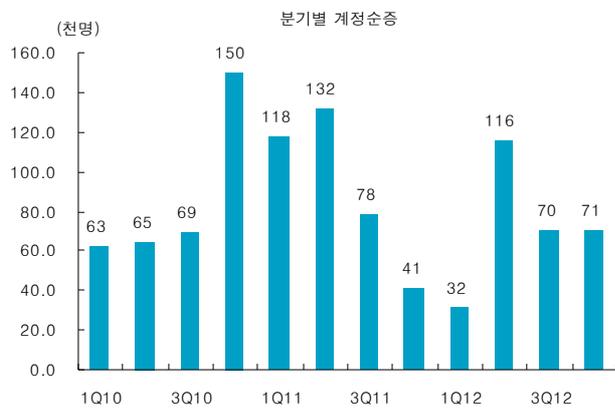
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 환경 가전 중 정수기가 여전히 주력



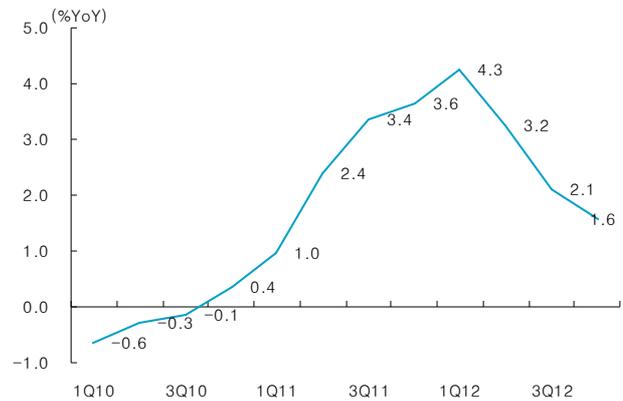
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 양호한 가입자 순증 지속, 2011년보다는 소폭 둔화



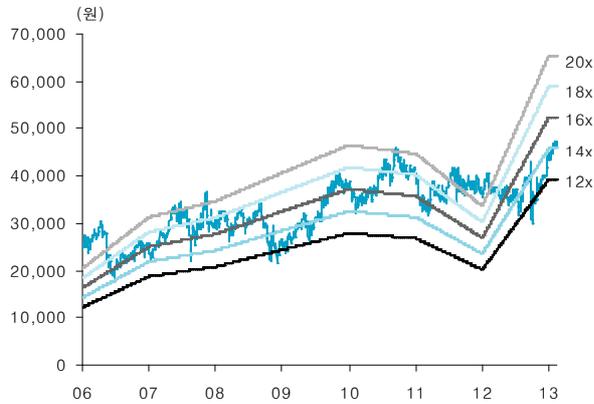
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 렌탈 APPU 증가세 유지



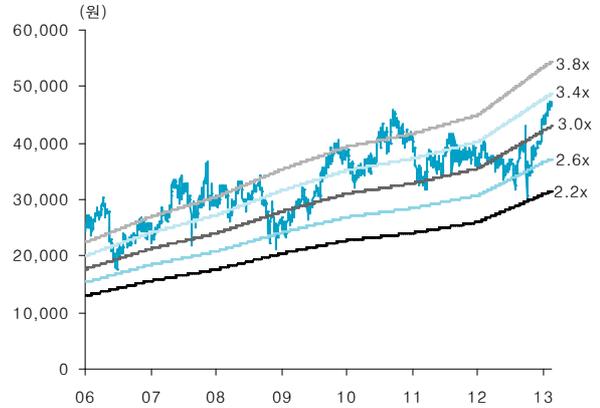
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 코웨이 PER 밴드상 중간에 위치



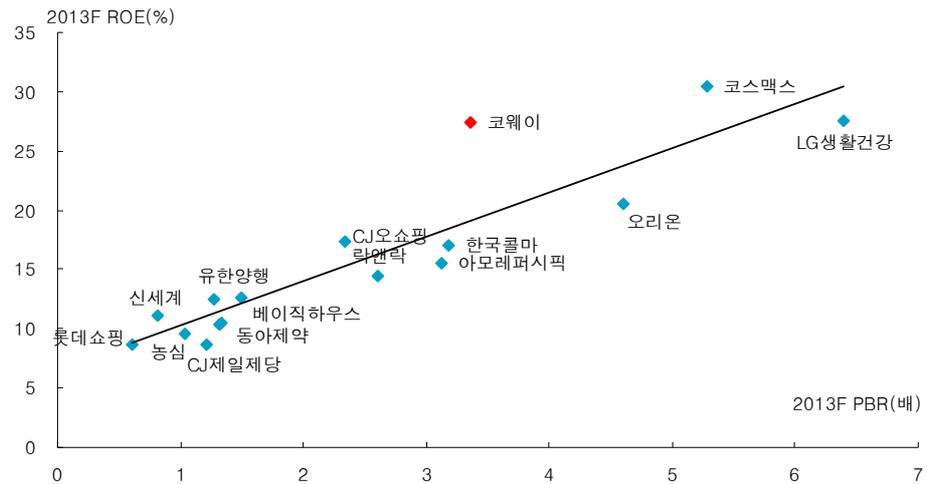
자료: 한국투자증권

[그림 6] 코웨이 PBR 밴드차트



자료: 한국투자증권

[그림 7] 코웨이 소비자 업종 주요 업체와 PBR/ROE 비교



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 환경가전 제품의 대중화 트렌드를 주도하여 왔다. 1998년 렌탈비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하고 서비스 전문가인 ‘코디(CODY)’를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 시장점유율 (정수기 55%, 공기청정기 44%, 비데 47%, 연수기 62%), 브랜드 인지도 등에서 국내 최고의 위치를 점하고 있다. 2012년 말 기준 약 574만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있다. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있다. 신규 성장 동력으로 2010년 9월부터 국내 화장품 사업에도 진출하였다.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 2년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨.
- 렌탈 ARPU: 렌탈 Average Revenue Per User
- 멤버십: 제품 소유권을 보유한 소비자가 관리 서비스만 받는 것에 대해 월별로 일정 금액을 지불하는 제도. 렌탈 제품이 만기가 다될 시 멤버십으로 전환 가능하며 일시불 제품에 대해서도 가입 가능함.
- 일시불: 정수기, 청정기 등 일시불 매출. 관리 서비스는 별도로 제공되지 않음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	441	511	575	558	636
현금성자산	56	65	90	57	101
매출채권및기타채권	222	257	271	288	305
재고자산	73	73	77	82	87
비유동자산	917	1,065	1,107	992	1,029
투자자산	241	285	301	159	169
유형자산	442	535	546	558	570
무형자산	156	156	165	175	185
자산총계	1,358	1,576	1,681	1,549	1,665
유동부채	385	534	518	369	384
매입채무및기타채무	197	187	198	210	222
단기차입금및단기사채	74	165	165	0	0
유동성장기부채	30	110	110	110	110
비유동부채	247	294	296	248	220
사채	50	177	177	127	97
장기차입금및금융부채	170	90	91	91	91
부채총계	631	828	813	617	604
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정	(27)	(99)	(99)	(99)	(99)
이익잉여금	583	678	797	862	991
자본총계	727	748	868	932	1,062
조정자본총계	765	738	805	979	1,127

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	331	318	314	318	386
당기순이익	183	177	120	240	238
유형자산감가상각비	132	145	162	166	169
무형자산상각비	7	8	8	8	9
자산부채변동	(86)	(112)	24	(96)	(31)
기타	95	100	0	0	1
투자활동현금흐름	(300)	(344)	(211)	(59)	(215)
유형자산투자	(223)	(299)	(174)	(177)	(181)
유형자산매각	11	9	0	0	0
투자자산순증	(70)	(42)	(16)	142	(10)
무형자산순증	(15)	(7)	(17)	(18)	(19)
기타	(3)	(5)	(4)	(6)	(5)
재무활동현금흐름	(38)	36	(78)	(293)	(127)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	55	213	0	(215)	(30)
배당금지급	(77)	(80)	(78)	(78)	(97)
기타	(18)	(97)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	(7)	8	25	(33)	44

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산
 3. 회계 기준 변경으로 과거 영업이익 수치 다름. 당사 분류 기타 영업외 수익/비용 가정에 기인함. 향후 확정시 재조정 예정

손익계산서

(단위: 십억원)

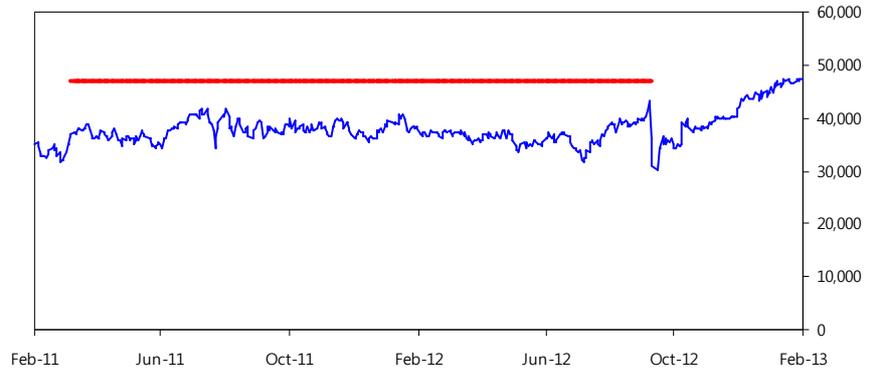
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,502	1,710	1,807	1,914	2,029
매출원가	491	552	605	624	657
매출총이익	1,011	1,158	1,201	1,290	1,371
판매관리비	704	869	891	933	980
영업이익	254	242	221	295	325
금융수익	6	2	3	3	3
이자수익	2	2	2	2	2
금융비용	18	26	66	20	14
이자비용	18	25	26	20	14
기타영업외손익	(52)	(40)	0	38	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	243	225	158	316	313
법인세비용	60	48	38	77	76
당기순이익	183	177	120	240	238
기타포괄이익	(3)	(4)	0	0	0
총포괄이익	180	173	120	240	238
EBITDA	392	395	391	469	503
조정당기순이익	177	167	125	245	243

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,327	2,235	1,682	3,278	3,250
BPS	10,358	10,962	11,837	14,084	16,000
DPS	1,050	1,050	0	2,350	1,450
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.4	13.9	5.7	5.9	6.0
영업이익증가율	24.1	(4.4)	(8.9)	33.4	10.1
순이익증가율	15.5	(5.6)	(25.3)	96.0	(0.9)
EPS증가율	14.4	(3.9)	(24.8)	94.9	(0.9)
EBITDA증가율	11.2	0.8	(1.0)	19.9	7.2
수익성(%)					
영업이익률	16.9	14.2	12.2	15.4	16.0
순이익률	11.8	9.8	6.9	12.8	12.0
EBITDA Margin	26.1	23.1	21.6	24.5	24.8
ROA	13.9	12.1	7.4	14.8	14.8
ROE	24.5	22.2	16.2	27.4	23.0
배당수익률	2.6	2.9	0.0	5.0	3.1
안정성					
순차입금(십억원)	264	468	443	261	186
차입금/자본총계비율(%)	44.6	72.4	62.5	35.2	28.1
Valuation(X)					
PER	17.3	16.4	25.9	14.5	14.6
PBR	3.9	3.3	3.7	3.4	3.0
PSR	2.1	1.7	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.5	8.1	9.4	8.1	7.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2011.03.25	매수	47,000 원
	2012.09.28	중립	-
	2013.02.18	매수	56,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 2월 18일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.