

## 코웨이(021240)

Above
In line
Below

### 매수(유지)

목표주가: 63,000원(상향)

#### Stock Data

KOSPI(5/10)	1,945
주가(5/10)	52,800
시가총액(십억원)	4,072
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	56,000/30,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,728
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.9/50.8
주요주주(%)	코웨이홀딩스 30.9
	Lazard Asset Management 12.8
	LLC 외 33인

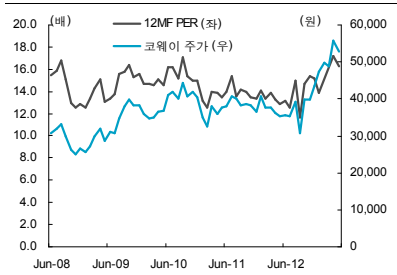
#### Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	34.3	16.1	15.9
PBR(x)	3.8	3.9	3.2
ROE(%)	12.3	28.1	23.3
EV/EBITDA(x)	9.4	8.9	7.6
EPS(원)	1,268	3,282	3,324
BPS(원)	11,354	13,605	16,352

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.6	38.6	42.3
상대주가(%p)	5.1	36.5	42.3

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 불황기에 돋보이는 견고한 수익 구조, 높은 이익 가시성

#### What's new : 내용 면에서는 더욱 견고한 수익성 개선

1분기 별도 기준 매출액은 전년대비 5.2%, 영업이익은 7.9% 증가해 Consensus에 부합했다. 순이익은 웅진케미칼 매각 차익 448억원이 발생해 전년대비 95% 급증했고, 일회성 요인을 감안한 순이익은 전년대비 12% 증가했다. 영업이익률은 1Q12 14.5%에서 금년 1분기 14.9%로 상승했는데, 연말 상여 충당금을 1분기에 미리 설정, 관련 비용을 제외하면 영업이익은 두 자리수 성장한 것으로 추정된다. 실제 1~2월 영업이익률은 16%대까지 상승했던 것으로 파악된다. 판매비율은 상여 충당금 설정에도 불구하고 전년 동기대비 0.7%p 하락, 렌탈 자산 폐기손실 감소와 타이트한 마케팅 비용 관리 등이 돋보였다. 화장품 사업 흑자 전환도 주목할 만하다.

#### Positives : 양호한 가입자 증가와 단가 인상으로 2분기 이후 전망도 긍정적

1분기 말 렌탈 가입자 수는 580만에 달해 전년동기대비 5.6% 증가했고 분기 가입자 순증은 52,600명으로 정수기, 청정기, 비데 등 주력 제품 위주로 양호한 가입자 증가세가 지속되었다. 금년 계절수 순증 가이던스는 27만이다. 매트리스 등 저가 렌탈 상품 확대에도 불구하고 렌탈 ARPU도 전년대비 0.8% 상승했다. 2분기는 계절적 성수기이고 양호한 가입자 증가 추세와 타이트한 판매비율 관리로 수익성 개선폭은 1분기보다 확대될 것으로 예상된다. 또한 4월부터 시작된 단가 인상에 힘입어 점진적인 수익성 개선이 예상된다. 그 외 일시불 매출 호조와 해외 법인 실적 개선을 통해 향후 성장성을 기대할 수 있다. 제습기, 안마기 등 환경 가전, 웰빙 상품 아웃소싱 역력에 힘입어 일시불 매출이 13% 증가했고, 말레이시아와 미국 법인 환경 가전 사업 매출액도 30%이상 고성장했다.

#### Negatives : 신규 사업에서의 의미 있는 성과는 아직

국내와 중국 화장품 사업이 부진하다. 국내는 건강식품 신제품 효과로 전년대비 6.5% 신장했으나 기존 화장품 매출액은 소폭 역성장했고 중국 화장품 매출액도 전년대비 감소했다.

#### 결론 : 견고한 비즈니스 모델, 높은 이익 가시성, 목표주가 63,000원으로 상향

주가는 지속적으로 시장 대비 초과 상승, 현재 12MF PER 16배에 거래되고 있다. 목표주가를 기존 56,000원에서 63,000원으로 상향한다. 밸류에이션 시점을 이전하고 목표 PER을 기존 17.3배에서 19배로 상향했다. 불황기에 국내 시장에서 독점적인 MS와 가입자 기반의 안정적인 수익 모델이 부각된다. 지배구조 개선 기대감과 수익성 개선 노력까지 더해져 밸류에이션 상승이 지속될 전망이다. 목표 PER 19배는 과거 밸류에이션 상단 21배보다 10% 할인되었고 우리 Universe 생활용품 2013F 평균 PER 22.2배보다 15% 할인된 수준이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	466	465	(0)	478	1.1	5.2	1,922	1,971
영업이익	69	69	0	72	94.2	7.9	295	307
영업이익률(%)	14.8	14.9	0	15	7.1	0.4	15.3	15.6
세전이익	107	115	8	107	262.2	106.7	319	312
순이익	85	80	(6)	81	271.4	94.5	242	236

나은채 3276-6160  
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171  
jinah.na@truefriend.com

<표 1> 코웨이 상세 실적

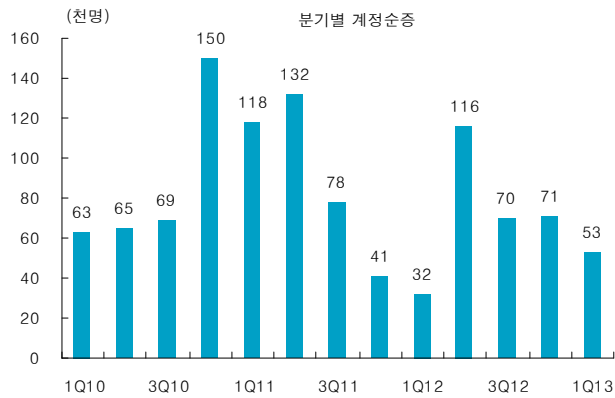
(단위:십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
총 계정순증 (QoQ)	118.2	131.7	78.4	41.0	31.6	116.1	70.0	70.8	52.6
렌탈 ARPU (%YoY)	1.0	2.4	3.4	3.6	4.3	3.2	2.1	1.6	0.8
멤버십 ARPU (%YoY)	-1.9	-3.0	-3.8	-3.0	-5.4	-6.4	-6.8	-6.6	-2.9
렌탈 계정수 (천명, 기말)	4,234	4,321	4,377	4,450	4,480	4,518	4,551	4,607	4,658
렌탈 계정 순증 (QoQ)	88.9	87.2	55.4	73.4	30.0	37.6	33.7	56.2	50.4
렌탈 ARPU (원)	22,218	22,586	22,845	22,993	23,164	23,319	23,325	23,357	23,347
멤버십 계정수 (천명, 기말)	967	1,011	1,034	1,002	1,004	1,082	1,118	1,133	1,135
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29.3	44.5	23.0	(32.4)	1.6	78.5	36.3	14.7	2.1
멤버십 ARPU (원)	13,686	13,457	13,347	13,348	12,948	12,594	12,446	12,467	12,573
해지율 (%)	3.1	3.0	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465
증감 (%YoY)	9.4	19.3	15.6	11.3	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370
증감 (%YoY)	6.5	9.5	10.2	9.7	8.9	6.1	5.1	4.5	3.9
렌탈	288	300	306	313	317	321	323	327	327
증감 (%YoY)	6.0	9.5	10.3	10.0	10.1	7.1	5.7	4.6	3.2
멤버십	39	40	41	41	39	39	41	42	43
증감 (%YoY)	9.8	9.0	9.3	7.3	-0.4	-1.3	0.3	3.6	9.8
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37
증감 (%YoY)	19.2	57.0	67.3	1.6	2.7	4.5	-4.6	1.6	11.9
화장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18
증감 (%YoY)	NA	NA	878.4	-29.1	-3.3	-8.8	-1.8	9.7	6.6
수출	18	23	25	32	30	21	28	31	32
증감 (%YoY)	5.8	33.1	60.1	66.5	63.9	-8.0	14.2	-5.6	5.0
기타	5	17	0	11	7	8	9	11	9
증감 (%YoY)	-63.5	26.2	-97.7	167.0	28.9	-50.6	2482.1	-0.9	36.7
매출원가	125	141	135	150	145	142	152	166	155
원가율 (%)	31.4	32.4	31.3	33.9	32.9	31.8	33.1	36.1	33.3
렌탈 원가	95	95	96	100	101	102	104	109	107
매출액 대비 (%)	29.0	27.9	27.6	28.3	28.5	28.2	28.7	29.5	28.9
렌탈	83	82	83	88	89	89	91	95	93
매출액 대비 (%)	28.7	27.4	27.2	28.0	28.1	27.7	28.3	29.2	28.4
멤버십	12	13	12	13	12	13	13	13	14
매출액 대비 (%)	31.9	31.7	30.4	30.8	31.7	32.3	31.6	31.8	32.9
일시불 원가	10	13	14	17	13	15	16	23	14
매출액 대비 (%)	32.0	34.6	33.2	52.0	39.4	37.0	39.9	71.6	38.3
화장품 원가	3	3	3	3	3	3	3	3	3
매출액 대비 (%)	16.7	19.0	17.6	18.3	16.1	15.9	17.3	17.9	15.1
수출 원가	15	18	20	25	24	16	23	26	25
매출액 대비 (%)	80.3	77.7	80.0	78.0	78.7	75.0	81.5	83.6	80.3
기타 원가	3	12	3	6	5	7	6	6	6
매출액 대비 (%)	50.3	71.7	771.7	52.6	70.6	85.9	61.9	53.0	60.4
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311
매출총이익률	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	66.9	63.9	66.7
영업이익	70	72.6	73.1	28.0	64.1	75.1	86.9	-13.7	69.2
증감 (%YoY)	-12.9	-15.0	1.3	-59.6	-7.8	3.5	18.8	NA	8.0
영업이익률 (%)	17.4	16.7	17.0	6.3	14.5	16.8	19.0	-3.0	14.9
세전이익	50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	56.4	17.7	31.7	115.0
증감 (%YoY)	-22.1	-27.5	22.4	10.9	10.3	2.5	-72.6	-42.5	106.8
순이익	38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	44.0	12.9	21.6	80.2
증감 (%YoY)	-24.7	-28.9	36.6	28.6	6.4	4.6	-73.7	-54.2	94.5

주: 과거 분기 영업이익의 수치는 IFRS 영업이익 기준 변경으로 인해 왜곡된 수치임. 향후 매분기 실적 발표시점에 조정 계획

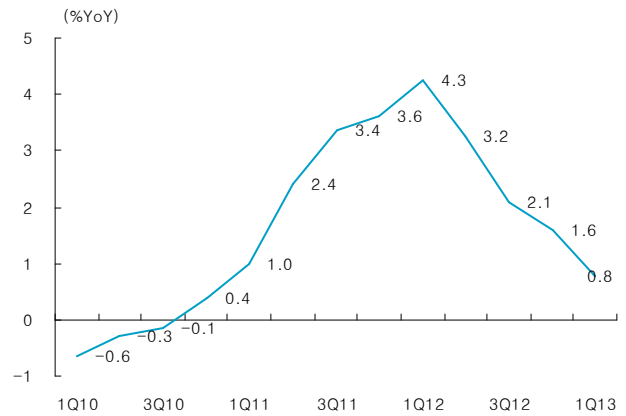
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 양호한 가입자 순증 지속, 2011년보다는 소폭 둔화



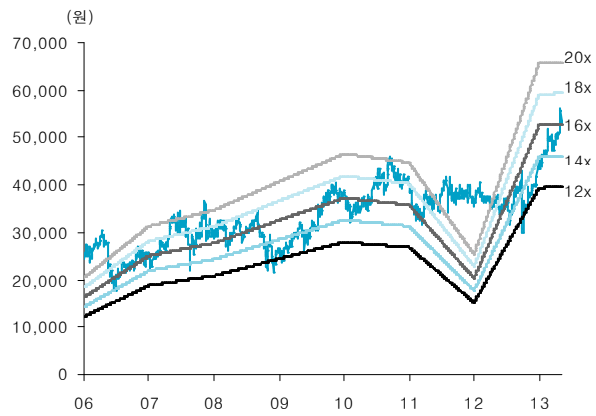
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 렌탈 APPU 증가세 유지



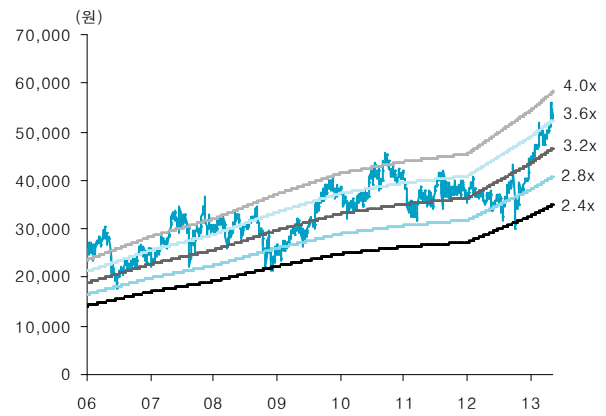
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 코웨이 목표 PER 19배로 상향



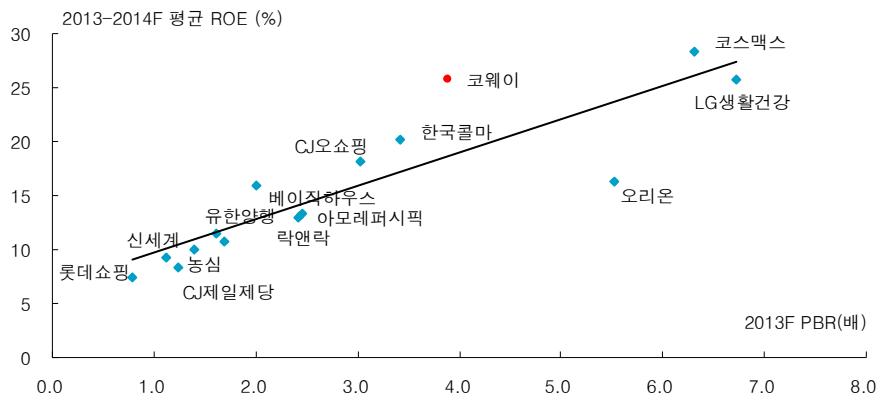
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] 코웨이 PBR 밴드차트



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 5] 코웨이 주요 소비자 업체와 비교시 높은 ROE에 비해 PBR 저평가



자료: 한국투자증권

<표 2> 국내 소비자업체 밸류에이션 비교

(단위:배, %)

	KIS 유니버스	경기소비재						경기소비재 평균	필수소비재			필수소비재 평균
		섬유/의류	유통	호텔/레저	미디어/광고	교육	음식료/담배		제약/바이오	생활용품		
PER (배)	13F	9.7	11.4	11.6	18.5	18.1	10.0	13.9	16.6	29.1	22.2	22.6
	14F	8.1	9.5	10.5	15.9	15.0	8.8	11.9	14.3	17.4	18.8	16.8
PBR (배)	13F	1.1	1.5	1.0	2.8	2.1	1.1	1.7	1.8	2.0	3.6	2.5
	14F	1.0	1.3	0.9	2.5	1.9	1.0	1.5	1.7	1.8	3.0	2.2
EV/EBITDA (배)	13F	5.9	5.7	7.0	10.9	6.7	5.6	7.2	8.8	17.4	12.1	12.8
	14F	5.0	4.7	6.1	9.5	5.7	5.0	6.2	7.8	13.8	10.1	10.5
매출액 증감 (%)	13F	6.0	6.8	13.6	12.1	18.0	1.2	10.3	8.6	3.0	14.2	8.6
	14F	6.4	10.0	9.6	12.4	14.4	4.8	10.2	9.1	11.6	13.1	11.3
영업이익 증감 (%)	13F	24.3	21.8	14.9	21.7	33.8	60.6	30.5	15.7	36.6	19.1	23.8
	14F	17.9	15.7	10.7	14.8	19.9	13.2	14.9	13.2	32.8	17.3	21.1
순이익 증감 (%)	13F	27.7	8.5	10.8	11.5	30.7	629.4	138.2	24.4	0.8	21.0	15.4
	14F	19.9	20.3	10.6	16.4	20.4	14.0	16.3	16.0	67.0	18.1	33.7
ROE (%)	13F	11.2	13.1	8.8	15.7	12.2	11.1	12.2	11.5	7.2	16.3	11.6
	14F	12.0	13.8	9.0	16.4	12.9	11.7	12.8	12.3	10.9	16.4	13.2

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	782	887	1,108
현금성자산	65	119	173	244	429
매출채권및기타채권	257	292	310	328	346
재고자산	73	41	44	46	49
비유동자산	1,065	1,010	1,089	1,177	1,266
투자자산	285	155	165	174	184
유형자산	535	594	647	710	772
무형자산	156	158	168	177	187
자산총계	1,576	1,702	1,871	2,064	2,374
유동부채	534	720	728	729	760
매입채무및기타채무	187	205	218	231	244
단기차입금및단기사채	165	296	296	296	296
유동성장기부채	110	110	110	110	110
비유동부채	294	179	97	46	53
사채	177	118	59	0	0
장기차입금및금융부채	90	36	11	17	23
부채총계	828	899	826	775	813
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정	(99)	(85)	(85)	(85)	(85)
이익잉여금	678	717	959	1,204	1,475
자본총계	748	803	1,045	1,290	1,561
조정자본총계	738	785	959	1,171	1,446

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	318	429	405	428	510
당기순이익	177	120	242	245	271
유형자산감가상각비	145	165	182	208	234
무형자산상각비	8	7	8	8	8
자산부채변동	(112)	(38)	(28)	(34)	(4)
기타	100	175	1	1	1
투자활동현금흐름	(344)	(301)	(267)	(303)	(330)
유형자산투자	(299)	(295)	(238)	(274)	(300)
유형자산매각	9	3	3	3	3
투자자산순증	(42)	(3)	(9)	(9)	(10)
무형자산순증	(7)	(8)	(18)	(18)	(18)
기타	(5)	2	(5)	(5)	(5)
재무활동현금흐름	36	(74)	(83)	(53)	5
자본의증가	0	12	0	0	0
차입금의순증	213	21	(83)	(53)	5
배당금지급	(80)	(78)	0	0	0
기타	(97)	(29)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	8	54	54	71	185

주: 1. K-IFRS (별도) 기준  
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

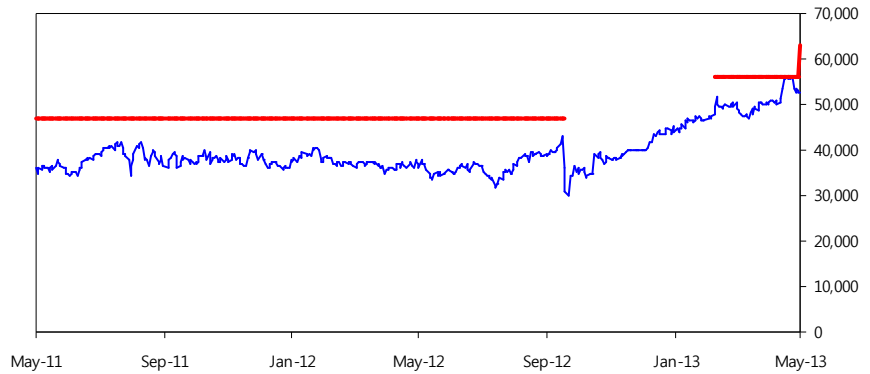
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,922	2,032	2,145
매출원가	552	605	626	646	669
매출총이익	1,158	1,201	1,295	1,385	1,475
판매관리비	915	974	1,000	1,049	1,107
영업이익	243	228	295	337	368
금융수익	2	4	4	5	7
이자수익	2	1	2	3	5
금융비용	26	62	26	23	22
이자비용	25	29	26	23	22
기타영업외손익	6	(5)	46	4	4
관계기업관련손익	0	(3)	0	0	0
세전계속사업이익	225	161	319	323	358
법인세비용	48	42	77	78	87
당기순이익	177	120	242	245	271
기타포괄이익	(4)	(2)	0	0	0
총포괄이익	173	118	242	245	271
EBITDA	396	400	485	553	611
조정당기순이익	167	94	245	248	275

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,235	1,268	3,282	3,324	3,685
BPS	10,962	11,354	13,605	16,352	19,920
DPS	1,050	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	13.9	5.7	6.4	5.7	5.6
영업이익증가율	(20.7)	(6.4)	29.7	14.0	9.4
순이익증가율	(5.6)	(43.7)	160.6	1.3	10.9
EPS증가율	(3.9)	(43.3)	158.9	1.3	10.9
EBITDA증가율	(11.1)	1.0	21.4	14.0	10.5
수익성(%)					
영업이익률	14.2	12.6	15.4	16.6	17.2
순이익률	9.8	5.2	12.8	12.2	12.8
EBITDA Margin	23.1	22.1	25.2	27.2	28.5
ROA	12.1	7.3	13.6	12.4	12.2
ROE	22.2	12.3	28.1	23.3	21.0
배당수익률	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	468	473	335	211	31
차입금/자본총계비율(%)	72.4	73.8	48.7	35.3	29.5
Valuation(X)					
PER	16.4	34.3	16.1	15.9	14.3
PBR	3.3	3.8	3.9	3.2	2.7
PSR	1.7	1.9	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.0	9.4	8.9	7.6	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2012.02.23	매수	47,000 원
	2012.09.28	중립	-
	2013.02.18	매수	56,000 원
	2013.05.11	매수	63,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 5월 11일 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
- 중립 : 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
- 중립 : 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.