



코웨이 (021240)

공영규 _ (02) 3772-1527 jxlove1983@shinhan.com

외형 성장 지속, 수익성 개선 전망

매수 (유지)

주가 (5월 10일)	52,800 원
목표주가	63,000 원 (상향)
상승여력	19.3%

KOSPI		1,944.75p
KOSDAQ		569.70p
시가총액		4,072.2 십억원
액면가		500 원
발행주식수		77.1 백만주
유동주식수		50.8 백만주(65.9%)
52 주 최고가/최저가		56,000 원/30,150 원
일평균 거래량 (60 일)		209,057 주
일평균 거래액 (60 일)		10,490 백만원
외국인 지분율		50.76%
주요주주	코웨이홀딩스	30.90%
	Lazard Asset Management	12.82%
절대수익률	3 개월	13.4%
	6 개월	38.6%
	12 개월	42.3%
KOSPI 대비	3 개월	13.8%
상대수익률	6 개월	35.7%
	12 개월	42.3%

- ◆ 1Q13 렌탈 순증 계정 5만건(+68.2% YoY), 영업이익 692억원(+7.9% YoY)
- ◆ 2013년 안정적인 외형 성장 지속, 분기별로 수익성 개선 전망
- ◆ 투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 63,000원으로 상향

1Q13 렌탈 순증 계정 5만건(+68% YoY), 영업이익 692억원(+7.9% YoY)

K-IFRS 별도 기준 1분기 매출액은 4,652억원(+5.2% YoY), 영업이익은 692억원(+7.9% YoY)을 기록했다. 영업이익은 당사 예상치에 부합하는 수준이나 컨센서스를 소폭 하회했다. 렌탈 순증 가입자는 50,412건(+68.2% YoY), ARPU는 23,171원(+0.56% YoY)을 달성했다. 1분기에는 웅진 케미칼 매각 차익이 반영되며 별도 기준 순이익은 802억원(+94.5% YoY), 연결 기준 순이익은 574억원(+25.0% YoY)을 기록했다.

2013년 안정적인 외형 성장 지속, 수익성 개선 전망

2분기부터는 단가 인상의 영향으로 ARPU 상승이 기대된다. 렌탈 계정의 증가 추세도 지속될 전망이다. 렌탈 계정 증가와 ARPU 상승에 힘입어 안정적인 외형 성장이 예상된다. 수처리 사업이 매각되고 화장품 사업의 적자 규모도 축소되면서 수익성 개선도 지속될 전망이다. 2013년 K-IFRS 별도 기준 매출액은 1조 9,613억원(+8.5% YoY), 영업이익은 3,038억원(+33.6% YoY)으로 예상된다. 연결 기준 순이익은 2,173억원(+96.8% YoY)으로 전망한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 63,000원으로 상향

목표주가를 60,000원에서 63,000원으로 상향한다. 하반기로 갈수록 안정적인 외형 성장과 수익성 개선이 기대된다. 꾸준한 실적 개선은 기업 가치 상승으로 이어질 수 있다. 현재 주가 기준 2.8% 정도 되는 기말 배당수익률도 여전히 매력적이다.

목표주가는 2013년 연결 기준 EPS 2,818원에 Target PER 22배를 적용한 수준이다. Target PER은 과거 5개년 PER 밴드 상단 평균치이다. 비슷한 가입자 기반 비즈니스 모델을 가지고 있는 에스원이 PER 20배 수준의 밸류에이션을 적용 받고 있음을 감안할 때 동사의 Target PER에 대한 조정도 타당하다. 현재 주가는 2013년 연결 PER 18.7배 수준이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	
2011	1,709.9	243.3	225.4	177.1	2,296	(3.4)	9,704	15.9	8.3	3.8	24.0	62.6
2012	1,806.8	227.8	161.5	119.7	1,553	(32.4)	10,408	28.0	9.6	4.2	15.4	58.9
2013F	1,961.3	303.8	331.3	242.9	3,150	102.9	11,137	16.8	9.0	4.7	29.2	32.9
2014F	2,131.5	354.5	341.1	255.0	3,306	4.9	12,894	16.0	7.9	4.1	27.5	19.6
2015F	2,295.0	405.2	396.5	292.8	3,797	14.8	14,948	13.9	6.9	3.5	27.3	7.9

주: K-IFRS 별도 기준

1Q13 실적 발표 자료

(십억원)	1Q13P	4Q12	%QoQ	1Q12	%YoY	신한금융	컨센서스
매출액	465.2	460.1	1.1	442.4	5.2	476.6	477.9
영업이익	69.2	35.6	94.2	64.1	7.9	69.7	76.7
순이익	80.2	21.6	271.4	41.2	94.5	82.6	81.2
영업이익률 (%)	14.9	7.7		14.5		14.6	16.0
순이익률 (%)	17.2	4.7		9.3		17.3	17.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

수익 추정 변경

(십억원)	2013F			2014F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	1,983.1	1,961.3	(1.1)	2,149.0	2,131.5	(0.8)
영업이익	300.4	303.8	1.1	346.0	354.5	2.5
연결 순이익	240.0	217.9	(9.2)	255.8	258.1	0.9

자료: 신한금융투자 추정

Historical Valuation

	08	09	10	11	12	평균값
PER(High)	19.8	22.2	21.9	18.6	27.7	22.0
PER(Low)	11.3	12.4	14.9	13.5	17.9	14.0
PER(Avg)	16.5	17.4	18.7	16.2	23.3	18.4

자료: 신한금융투자

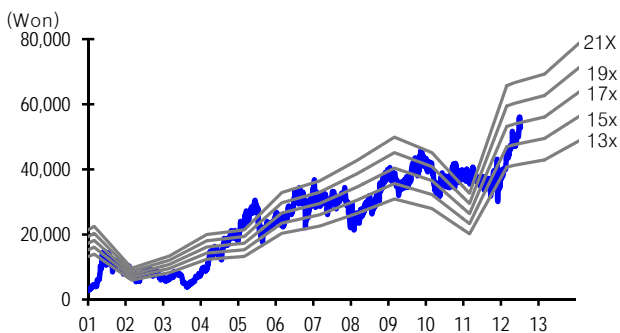
EPS 기준 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산
2013년 순이익	217.3	2014년 순이익	257.7
EPS (원)	2,818	EPS (원)	3,341
Target PER (x)	22	Target PER (x)	19
목표주가 (원)	63,000	목표주가 (원)	63,000
현재주가 (원)	52,800	현재주가 (원)	52,800
현재주가 PER (x)	18.7	현재주가 PER (x)	15.8

자료: 신한금융투자

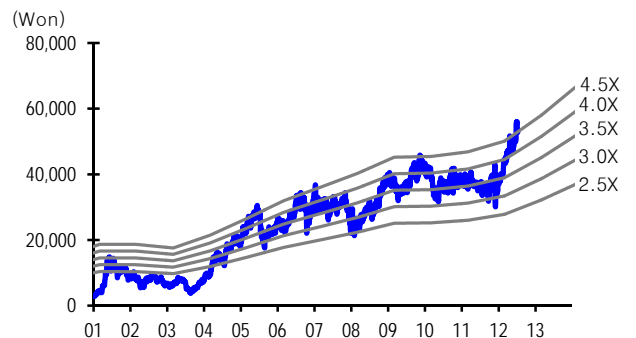
주: K-IFRS 연결 순이익(지배주주) 기준, Target PER은 과거 5개년 밴드 상단 평균치 적용

PER 밴드



자료: 신한금융투자

PBR 밴드



자료: 신한금융투자

코웨이의 영업실적 추정					
(십억원)	11	12F	13F	14F	15F
매출액	1,709.9	1,806.8	1,961.3	2,131.5	2,295.0
증감률 (% YoY)	13.9	5.7	8.5	8.7	7.7
렌탈 가입자 (건)	4,450,003	4,607,420	4,859,513	5,088,644	5,394,654
증감률 (% YoY)	7.4	3.5	5.5	4.7	6.0
렌탈 ARPU (원)	22,008	22,824	23,693	24,651	25,104
렌탈 매출	1,175.2	1,261.9	1,381.7	1,505.3	1,625.1
정수기	689.0	733.8	802.8	878.9	951.0
공기청정기	182.3	196.7	225.0	236.9	257.0
비데	217.2	233.9	239.8	259.0	268.9
연수기	78.8	79.6	78.6	77.6	77.0
기타(음식물처리기등)	7.8	8.2	9.7	11.3	12.7
매트리스		6.9	24.2	39.5	56.2
렌탈 등록 매출	31.1	23.8	9.8	1.0	
멤버십 매출	160.8	161.3	174.9	182.8	186.6
일시불 매출	138.2	144.7	156.7	172.3	184.2
수출	98.0	109.6	124.1	139.4	157.6
화장품 매출	68.2	67.2	75.5	91.9	102.4
기타	38.4	38.3	38.6	39.0	39.0
증감률 (% YoY)					
렌탈	11.0	7.4	9.5	8.9	8.0
렌탈 등록	(34.5)	(23.4)	(58.9)	(90.1)	(100.0)
멤버십	8.8	0.3	8.4	4.5	2.1
일시불	28.7	4.7	8.3	9.9	6.9
수출	41.6	11.8	13.2	12.3	13.1
화장품	191.9	(1.4)	12.3	21.7	11.5
기타(리빙+수처리)	(19.8)	(0.3)	0.8	1.0	0.1
매출원가	552.0	605.3	662.0	722.5	774.9
매출원가율 (%)	32.3	33.5	33.8	33.9	33.8
매출총이익	1,157.9	1,201.5	1,299.2	1,409.1	1,520.1
매출총이익률 (%)	67.7	66.5	66.2	66.1	66.2
판매비와관리비	913.1	974.1	995.4	1,054.6	1,115.0
판매비율 (%)	53.4	53.9	50.8	49.5	48.6
기타영업수익	0.6	1.4	1.5	1.5	1.6
기타영업비용	46.8	70.8	57.6	61.9	65.6
영업이익	244.8	227.4	303.8	354.5	405.2
영업이익률 (%)	14.3	12.6	15.5	16.6	17.7
증감률 (% YoY)	(8.0)	(7.1)	33.6	16.7	14.3
금융수익	2.2	3.7	2.1	3.1	4.4
금융비용	25.8	67.5	22.6	15.1	12.0
기타영업외손익	6.4	4.6	54.3	5.6	6.6
세전이익	226.4	160.5	331.3	341.1	396.5
법인세비용	48.2	41.7	88.9	86.6	104.2
법인세율 (%)	21.3	26.0	26.8	25.4	26.3
당기순이익	178.2	118.8	242.4	254.5	292.3
순이익률 (%)	10.4	6.6	12.4	11.9	12.7
증감률 (% YoY)	(5.3)	(33.3)	103.9	5.0	14.8
연결 순이익	167.1	110.4	217.3	257.7	302.0
증감률 (% YoY)	(13.8)	(33.9)	96.8	18.6	17.2
별도 기준 EPS (원)	1,553	3,142	3,300	3,790	4,359
연결 기준 EPS (원)	2,149	1,432	2,818	3,341	3,916

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

분기별 실적 추이 및 전망															
(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	12P	13F	14F
매출액	442.4	446.4	458.0	460.1	465.2	491.1	494.9	510.1	519.3	529.9	535.0	547.4	1,806.8	1,961.3	2,131.5
증감률 (% YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	10.0	8.0	10.9	11.6	7.9	8.1	7.3	5.7	8.5	8.7
렌탈 매출	309.7	313.1	317.7	321.4	323.8	345.8	352.2	359.9	366.0	373.6	379.5	386.2	1,261.9	1,381.7	1,505.3
렌탈 등록 매출	6.6	5.8	5.5	5.9	3.6	2.8	2.0	1.3	1.0	0.0	0.0	0.0	23.8	9.8	1.0
멤버십 매출	38.8	39.2	41.1	42.3	42.8	43.8	44.1	44.3	44.8	46.0	46.0	46.0	161.3	174.9	182.8
일시불 매출	32.7	40.5	39.1	32.4	36.6	41.3	36.7	42.0	42.7	44.6	41.2	43.8	144.7	156.7	172.3
수출	30.0	21.1	28.0	30.5	31.5	29.2	31.3	32.1	33.5	34.0	35.4	36.5	109.6	124.1	139.4
화장품 매출	16.8	16.3	17.3	16.8	17.9	18.3	18.8	20.6	21.7	21.8	23.2	25.1	67.2	75.5	91.9
기타	5.2	16.7	5.7	10.8	7.8	10.4	9.3	10.7					38.3	38.6	39.0
매출원가	145.4	142.1	151.5	166.3	154.6	164.7	166.3	176.3	176.0	180.7	179.7	186.0	605.3	662.0	722.5
매출원가율 (%)	32.9	31.8	33.1	36.1	33.2	33.5	33.6	34.6	33.9	34.1	33.6	34.0	33.5	33.8	33.9
판매비와관리비	232.8	239.9	243.6	257.8	241.3	251.3	250.8	251.9	260.4	264.1	265.0	265.1	974.1	995.4	1,054.6
판매비율 (%)	52.6	53.7	53.2	56.0	51.9	51.2	50.7	49.4	50.1	49.8	49.5	48.4	53.9	50.8	49.5
영업이익	64.1	64.4	62.9	36.0	69.2	75.0	77.7	81.9	82.9	85.0	90.3	96.3	227.4	303.8	354.5
영업이익률 (%)	14.5	14.4	13.7	7.8	14.9	15.3	15.7	16.1	16.0	16.0	16.9	17.6	12.6	15.5	16.6
증감률 (% YoY)	9.7	4.3	2.3	(43.0)	7.9	16.5	23.5	127.8	19.7	13.4	16.3	17.5	(7.1)	33.6	16.7
금융수익	0.5	2.4	0.3	0.6	0.3	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	3.7	2.1	3.1
금융비용	8.3	9.3	42.6	7.3	6.5	5.7	5.5	4.9	4.2	3.9	3.6	3.5	67.5	22.6	15.1
기타영업외손익	(2.0)	3.0	(3.3)	2.5	51.1	(1.0)	(1.2)	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.2)	4.6	54.3	5.6
세전이익	54.4	56.8	17.7	31.7	114.2	68.9	71.5	76.6	79.1	81.6	87.0	93.4	160.5	331.3	341.1
당기순이익	41.2	44.4	12.9	21.6	80.2	52.0	53.3	57.6	59.3	61.1	65.1	69.0	118.8	242.4	254.5
순이익률 (%)	9.3	10.0	2.8	4.7	17.2	10.6	10.8	11.3	11.4	11.5	12.2	12.6	6.6	12.4	11.9
증감률 (% YoY)	6.4	5.6	(73.8)	(55.2)	94.5	17.1	313.9	167.0	(26.0)	17.5	22.2	19.8	(33.3)	103.9	5.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

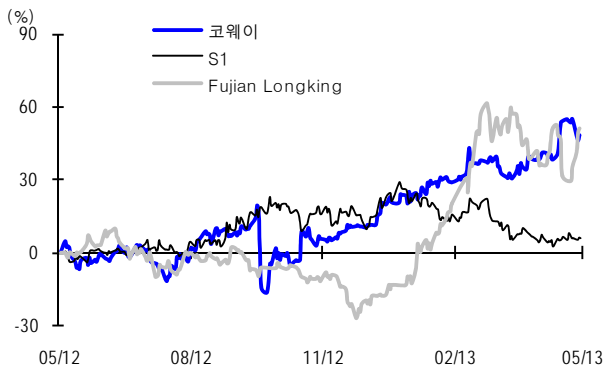
연도별 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망									
(건)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F	15F
ARPU (원)	21,369	21,970	21,575	21,285	22,008	22,824	23,693	24,651	25,104
총 가입자	3,612,491	3,639,197	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,607,420	4,859,513	5,088,644	5,394,654
순증 가입자	134,456	26,706	259,450	246,455	304,901	157,417	252,093	229,130	306,010
신규 가입자	1,173,707	1,045,248	1,188,939	1,167,378	1,272,538	1,218,911	1,277,692	1,321,798	1,406,759
해지율 (%)	11.5	13.9	13.5	12.9	12.5	12.1	12.0	11.6	11.3
증감률 (%)									
ARPU	(0.3)	2.8	(1.8)	(1.3)	3.4	3.7	3.8	4.0	1.8
총 가입자	3.9	0.7	7.1	6.3	7.4	3.5	5.5	4.7	6.0
순증 가입자	(48.5)	(80.1)	871.5	(5.0)	23.7	(48.4)	60.1	(9.1)	33.6
신규 가입자	13.9	(10.9)	13.7	(1.8)	9.0	(4.2)	4.8	3.5	6.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코웨이 Global Peers							
회사명		코웨이	Kurita water Industries	S1 Fujian Longking	OSIM International	Hyflux Ltd	
Ticker		021240 KS	6370 JP	012750 KS	600388 CH	OSIM SP	HYF SP
시가총액 (십억원)		4,072.2	3,052.0	2,299.0	1,695.2	1,296.5	1,063.4
Sales	2011	1,806.8	2,729.3	1,006.6	750.0	542.5	615.3
(십억원)	2012F	1,965.3	2,119.1	1,208.6	920.5	593.2	647.3
	2013F	2,115.4	2,110.8	1,313.6	1,039.4	661.5	681.2
OP	2011	227.8	413.8	112.6	61.9	101.5	71.2
(십억원)	2012F	296.8	254.8	163.7	71.0	116.4	94.6
	2013F	329.3	257.5	181.2	83.2	130.2	106.9
OP margin	2011	12.6	15.2	11.2	8.3	18.7	11.6
(%)	2012F	15.1	12.0	13.5	7.7	19.6	14.6
	2013F	15.6	12.2	13.8	8.0	19.7	15.7
NP	2011	119.7	233.0	92.2	52.0	78.4	55.0
(십억원)	2012F	234.3	141.1	120.8	62.3	88.1	46.3
	2013F	246.5	158.2	138.2	71.4	99.1	60.7
NP margin	2011	6.6	8.5	9.2	6.9	14.4	8.9
(%)	2012F	11.9	6.7	10.0	6.8	14.8	7.2
	2013F	11.7	7.5	10.5	6.9	15.0	8.9
EPS Growth	2011	T/B	2.0	(21.6)	19.0	20.2	5.4
(% YoY)	2012F	90.1	(38.0)	10.4	24.5	9.1	24.5
	2013F	5.2	15.5	14.5	12.3	13.5	27.0
P/E	2011	27.0	15.5	25.6	16.1	14.5	28.9
(x)	2012F	17.2	20.7	18.4	25.7	15.0	25.7
	2013F	16.4	17.6	16.1	22.9	13.2	20.3
P/B	2011	4.0	1.2	3.2	1.8	6.4	3.3
(x)	2012F	4.3	1.3	2.6	3.4	5.9	1.6
	2013F	3.8	1.2	2.4	3.1	4.7	1.5
EV/EBITDA	2011	9.2	4.3	10.3	11.7	9.5	7.6
(x)	2012F	9.3	5.5	8.0	18.2	9.3	16.1
	2013F	8.5	5.6	7.2	16.1	8.3	14.1
ROE	2011	15.4	8.1	12.6	12.0	48.1	12.2
(%)	2012F	26.9	6.1	15.0	12.8	42.9	7.8
	2013F	24.3	6.6	15.7	13.3	38.1	8.5

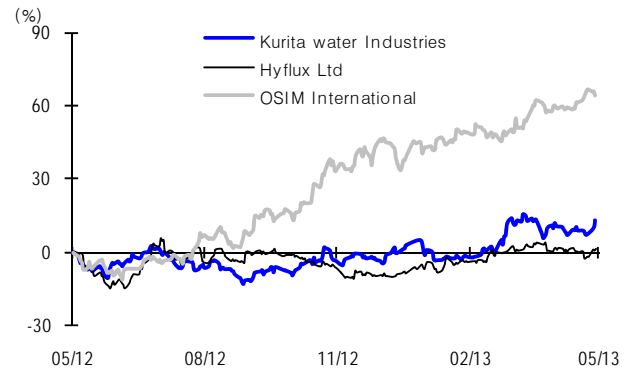
자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이



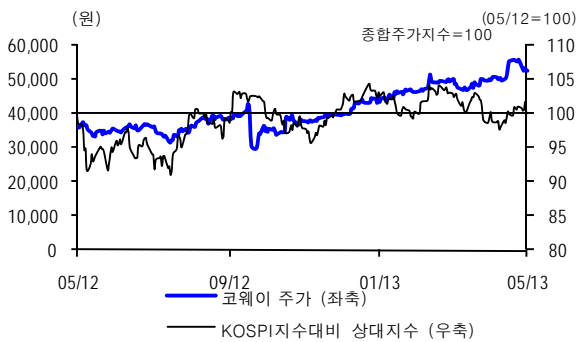
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Global Peers 주가 추이

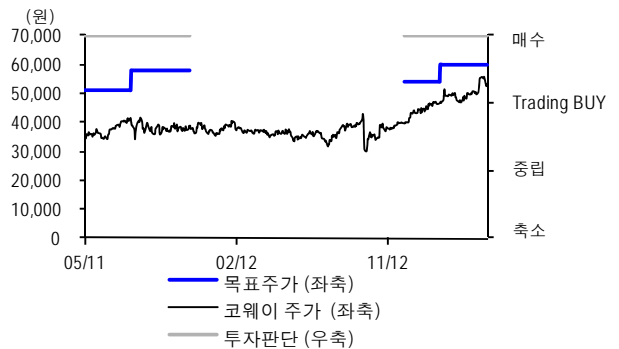


자료: Bloomberg, 신한금융투자

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : +15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 공영규) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.