

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 73,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(8/8)	1,884
주가(8/8)	58,800
시가총액(십억원)	4,535
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	60,500/30,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,551
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.8/52.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 16인 31.1
	Lazard Asset Management LLC 외 32인 11.7

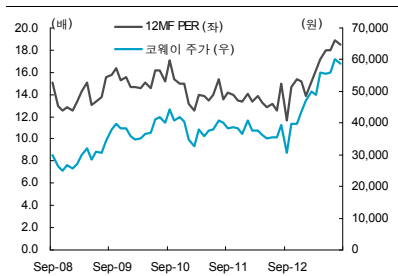
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	34.3	16.9	16.6
PBR(x)	3.8	4.3	3.7
ROE(%)	12.3	29.6	25.2
EV/EBITDA(x)	9.4	10.0	8.7
EPS(원)	1,268	3,478	3,544
BPS(원)	11,354	13,739	15,902

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.7)	26.3	69.2
상대주가(%p)	(4.4)	29.7	70.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

본연의 수익성도, 성장 잠재력도 확인되었다

What's new : 외형과 수익성 모두 예상 상회

2분기 별도 기준 매출액은 전년대비 11% 증가한 4,969억원, 영업이익은 22% 증가한 794억 원을 기록했다. 연결 매출액과 영업이익도 전년대비 각각 14%, 28% 성장했다. 별도 영업이익은 컨센서스를 9% 상회, 영업이익률은 16%로 전년동기대비 1.4%p 상승했다. 세전이익도 전년대비 43% 급증했다. 금융비용이 지난 2분기 93억원에서 43억원으로 축소, 영업외 부문 개선의 주요인이다. 판매비용은 전년동기대비 3.2%p 개선되었는데, 렌탈 해지율 하락과 2012년 재고 자산 처분에 따라 렌탈 자산 폐기손실이 감소했다. 또한 마케팅 비용 축소로 화장품 사업 적자폭도 2Q12 37억원에서 2Q13 6억원으로 감소했다.

Positives : 환경 가전 수익성 포텐셜 터지고, 아웃소싱, 화장품과 해외 사업 고성장

환경 가전 사업은 양호한 가입자 증가와 저수의 멤버십 가입자를 렌탈 가입자로 전환을 유도 하면서 수익성이 개선되고 있다. 4월 단행된 단가 인상 효과도 점진적으로 나타날 것이다. 일시불 매출이 18%, 화장품 부문이 35%, 수출 매출액이 111% 급증해 성장 잠재력도 확인되었다. 일시불 매출은 아웃소싱 제품인 제습기가 빅히트였고 3분기에도 동 추세는 지속되고 있다. 화장품 부문은 건강기능 식품 매출이 외형 확대를 주도하고 있다. 해외 사업 호조도 긍정적이다. 필립스, 샤프향 청정기 ODM 매출이 크게 확대되면서 전체 ODM 매출액이 129% 급증했다. 별도 기준 실적에 포함되지 않는 해외 법인 실적도 대부분 개선되었다. 말레이시아와 미국 법인 환경 가전 사업 매출액이 30%이상 고성장했다.

Negatives : 수익성 위주 영업 전략, 가입자 증가세는 둔화

2분기 말 렌탈 가입자 수는 582만에 달해 전년동기대비 3.9% 증가했으나 단가 인상과 멤버십 고객을 렌탈 수요로 유도하면서 전분기대비 가입자 순증은 23,300명으로 근래 가장 낮은 수준이다. 금년 계정수 순증 가이던스는 27만이고 상반기 순증은 7.6만이다. 가입자 저변 확대를 위해 기존 고가 시장에서 중저가 채널 확대를 모색하고 제품 출시를 계획 중인 것으로 파악된다. 기업 이미지 개선과 중장기 물수요 확대를 위한 프로모션도 진행 중이다.

결론 : 수익성도 성장 잠재력도 확인, 목표주가 73,000원으로 상향

목표주가를 기존 63,000원에서 73,000원으로 상향한다. 1) 기대 이상의 수익성 개선과 영업 외 부문 개선을 반영해 2013년, 2014년 EPS를 각각 6%, 7% 상향했고 2) 12MF 목표 PER을 기존 19배에서 과거 최고 PER 21배로 상향했다. 환경 가전 수요 확대에 따라 꾸준한 가입자 확대가 가능하고 불황기에 독점적인 시장 지배력과 가입자 기반의 안정적인 수익 모델이 부각된다. 수익성 개선 노력과 성장 잠재력 확인되어 밸류에이션 확장이 지속될 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	480	497	4	482	6.8	11.3	1,985	1,933
영업이익	76	79	5	73	14.6	21.9	304	293
영업이익률(%)	15.8	16.0	0	15	1.1	1.4	15.3	15.1
세전이익	65	81	23	66	(29.8)	43.1	339	320
순이익	50	61	22	50	(24.5)	37.6	257	236

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

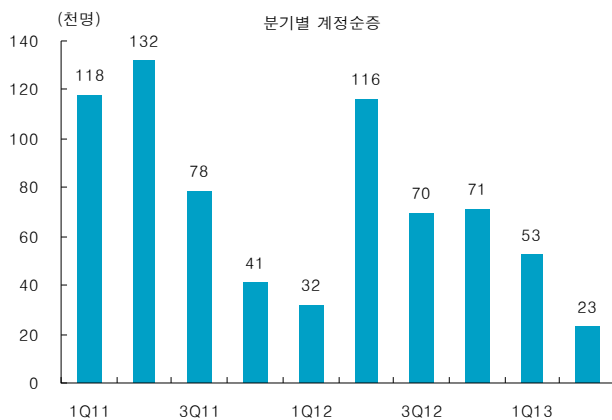
<표 1> 코웨이 상세 실적

(단위: 십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
총 계정순증 (천명, QoQ)	118.2	131.7	78.4	41.0	31.6	116.1	70.0	70.8	52.6	23.3
렌탈 ARPU (%YoY)	1.0	2.4	3.4	3.6	4.3	3.2	2.1	1.6	0.8	0.6
멤버십 ARPU (%YoY)	-1.9	-3.0	-3.8	-3.0	-5.4	-6.4	-6.8	-6.6	-2.9	1.3
렌탈 계정수 (천명, 기말)	4,234	4,321	4,377	4,450	4,480	4,518	4,551	4,607	4,658	4,717
렌탈 계정 순증 (QoQ)	88.9	87.2	55.4	73.4	30.0	37.6	33.7	56.2	50.4	59.0
렌탈 ARPU (원)	22,218	22,586	22,845	22,993	23,164	23,319	23,325	23,357	23,347	23,468
렌탈 판매대수 (천대)	329.6	341.9	287.7	313.3	284.7	331.1	293.5	309.6	318.0	298.4
렌탈 판매대수 YoY 증가율	21.3	24.8	4.2	(9.4)	(13.6)	(3.2)	2.0	(1.2)	11.7	(9.9)
멤버십 계정수 (천명, 말)	967	1,011	1,034	1,002	1,004	1,082	1,118	1,133	1,135	1,100
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29.3	44.5	23.0	(32.4)	1.6	78.5	36.3	14.7	2.1	(35.7)
멤버십 ARPU (원)	13,686	13,457	13,347	13,348	12,948	12,594	12,446	12,467	12,573	12,753
해지율 (%)	3.1	3.0	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.7
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497
증감 (%YoY)	9.4	19.3	15.6	11.3	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375
증감 (%YoY)	6.5	9.5	10.2	9.7	8.9	6.1	5.1	4.5	3.9	4.0
렌탈	288	300	306	313	317	321	323	327	327	332
증감 (%YoY)	6.0	9.5	10.3	10.0	10.1	7.1	5.7	4.6	3.2	3.5
멤버십	39	40	41	41	39	39	41	42	43	43
증감 (%YoY)	9.8	9.0	9.3	7.3	-0.4	-1.3	0.3	3.6	9.8	8.5
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48
증감 (%YoY)	19.2	57.0	67.3	1.6	2.7	4.5	-4.6	1.6	11.9	18.0
화장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22
증감 (%YoY)	NA	NA	878.4	-29.1	-3.3	-8.8	-1.8	9.7	6.6	35.3
수출	18	23	25	32	30	21	28	31	32	45
증감 (%YoY)	5.8	33.1	60.1	66.5	63.9	-8.0	14.2	-5.6	5.0	111.1
기타	5	17	0	11	7	8	9	11	9	8
증감 (%YoY)	-63.5	26.2	-97.7	167.0	28.9	-50.6	2482.1	-0.9	36.7	-5.4
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329
매출총이익률	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2
영업이익	70	61.8	73.1	28.0	64.1	65.1	62.0	35.6	69.2	79.4
증감 (%YoY)	-12.9	-27.7	1.3	-59.6	-7.8	5.3	-15.2	27.1	7.9	22.0
영업이익률 (%)	17.4	14.2	17.0	6.3	14.5	14.6	13.5	7.7	14.9	16.0
세전이익	50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	56.4	17.7	31.7	115.0	80.7
증감 (%YoY)	-22.1	-27.5	22.4	10.9	10.3	2.5	-72.6	-42.5	106.7	43.1
순이익	38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	44.0	12.9	21.6	80.2	60.6
증감 (%YoY)	-24.7	-28.9	36.6	28.6	6.4	4.6	-73.7	-54.2	94.5	37.7

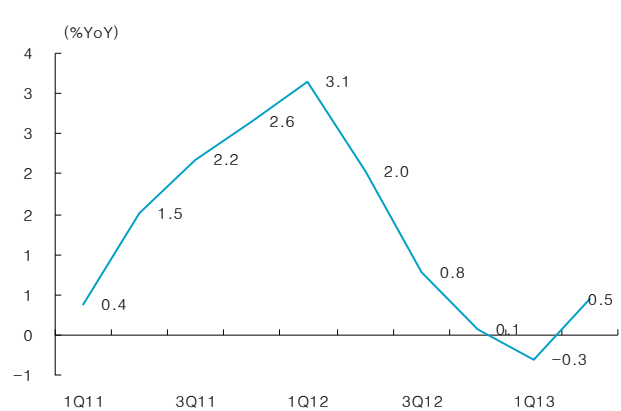
주: 2011년 실적은 IFRS 변경 기준에 따라 조정되지 않음
 자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 가입자 순증은 성수기에도 다소 둔화



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 반면 ARPU는 증가세로 전환



자료: 코웨이, 한국투자증권

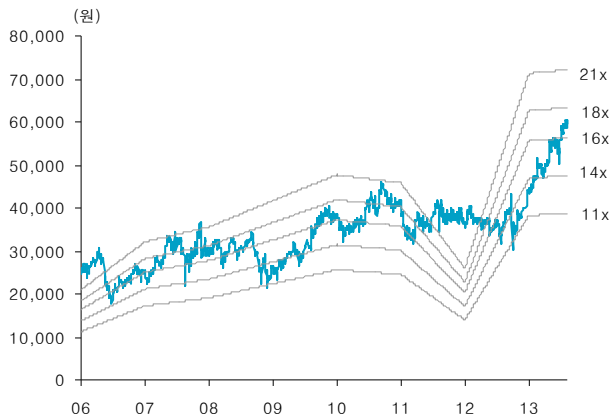
<표 2> 코웨이 자회사 현황

(단위: %, 십억원)

자회사	지분율	2012 매출액	2012 영업이익	1Q13 매출액	1Q13 영업이익
중국 법인	100	55	0.0	18	0.1
말레이시아 법인	100	54	1.9	19	0.9
미국 법인	100	30	(1.6)	9	0.0
태국 법인	100	12	(2.0)	3	(2.4)
그린엔텍	100	53	0.6	15	0.7

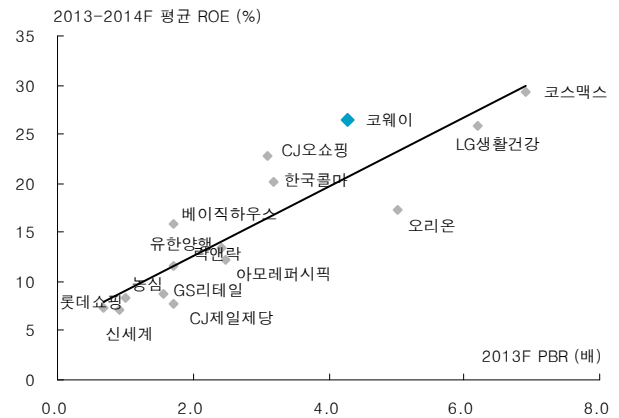
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 코웨이 목표 PER 과거 최고 21배로 상향



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] 주요 소비자 업체와 비교시 밸류에이션 상승 여력 있어



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 5] 물성장 프로젝트 광고



자료: 한국투자증권

[그림 6] 물성장 프로젝트란?



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.
- ARPU: 렌탈 Average Revenue Per User

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	511	691	664	751	822
현금성자산	65	119	60	106	135
매출채권및기타채권	257	292	321	342	364
재고자산	73	41	45	48	52
비유동자산	1,065	1,010	1,065	1,114	1,162
투자자산	285	155	168	179	184
유형자산	535	594	624	654	685
무형자산	156	158	159	159	165
자산총계	1,576	1,702	1,729	1,865	1,984
유동부채	534	720	690	667	610
매입채무및기타채무	187	205	226	241	256
단기차입금및단기사채	165	296	196	156	106
유동성장기부채	110	110	110	110	110
비유동부채	294	179	152	154	156
사채	177	118	118	118	118
장기차입금및금융부채	90	36	6	6	6
부채총계	828	899	841	820	766
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정	(99)	(85)	(85)	(85)	(85)
이익잉여금	678	717	802	958	1,132
자본총계	748	803	888	1,044	1,218
조정자본총계	738	785	969	1,136	1,322

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	318	429	385	424	440
당기순이익	177	120	257	261	286
유형자산감가상각비	145	165	176	189	202
무형자산상각비	8	7	7	7	7
자산부채변동	(112)	(38)	(56)	(34)	(55)
기타	100	175	1	1	0
투자활동현금흐름	(344)	(301)	(236)	(244)	(256)
유형자산투자	(299)	(295)	(209)	(222)	(235)
유형자산매각	9	3	3	3	3
투자자산순증	(42)	(3)	(13)	(11)	(5)
무형자산순증	(7)	(8)	(8)	(7)	(13)
기타	(5)	2	(9)	(7)	(6)
재무활동현금흐름	36	(74)	(208)	(133)	(155)
자본의증가	0	12	0	0	0
차입금의순증	213	21	(130)	(40)	(50)
배당금지급	(80)	(78)	(78)	(93)	(105)
기타	(97)	(29)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	8	54	(59)	46	29

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

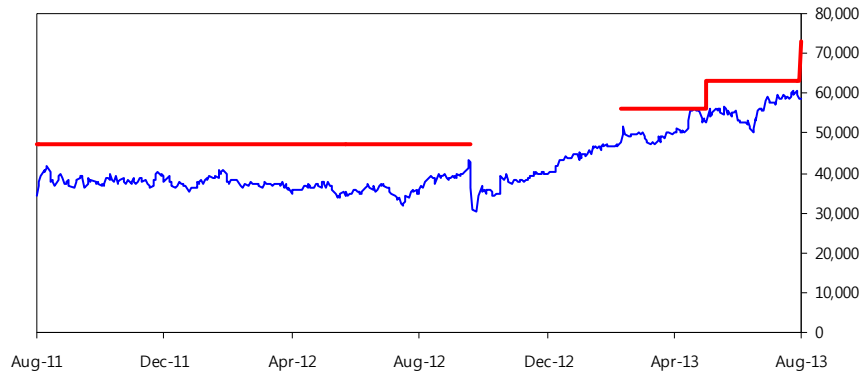
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,985	2,118	2,254
매출원가	552	605	655	688	726
매출총이익	1,158	1,201	1,330	1,430	1,528
판매관리비	915	974	1,026	1,080	1,149
영업이익	243	228	304	350	379
금융수익	2	4	4	4	5
이자수익	2	1	2	2	3
금융비용	26	62	21	18	16
이자비용	25	29	21	18	16
기타영업외손익	6	(5)	52	8	9
관계기업관련손익	0	(3)	0	0	0
세전계속사업이익	225	161	339	345	377
법인세비용	48	42	82	83	91
당기순이익	177	120	257	261	286
기타포괄이익	(4)	(2)	0	0	0
총포괄이익	173	118	257	261	286
EBITDA	396	400	487	545	588
조정당기순이익	167	94	260	265	290

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,235	1,268	3,478	3,544	3,881
BPS	10,962	11,354	13,739	15,902	18,321
DPS	1,050	0	2,300	1,400	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	13.9	5.7	9.9	6.7	6.4
영업이익증가율	(20.7)	(6.4)	33.3	15.1	8.4
순이익증가율	(5.6)	(43.7)	176.1	1.9	9.5
EPS증가율	(3.9)	(43.3)	174.4	1.9	9.5
EBITDA증가율	(11.1)	1.0	21.7	12.1	7.8
수익성(%)					
영업이익률	14.2	12.6	15.3	16.5	16.8
순이익률	9.8	5.2	13.1	12.5	12.9
EBITDA Margin	23.1	22.1	24.5	25.8	26.1
ROA	12.1	7.3	15.0	14.5	14.9
ROE	22.2	12.3	29.6	25.2	23.6
배당수익률	2.9	0.0	3.9	2.4	2.6
안정성					
순차입금(십억원)	468	473	402	316	236
차입금/자본총계비율(%)	72.4	73.8	52.1	40.4	30.5
Valuation(X)					
PER	16.4	34.3	16.9	16.6	15.2
PBR	3.3	3.8	4.3	3.7	3.2
PSR	1.7	1.9	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.0	9.4	10.0	8.7	8.0

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
	2013.08.09	매수	73,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 8월 9일 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.