

## 코웨이(021240)

Above
In line
Below

### 매수(유지)

목표주가: 82,000원(상향)

#### Stock Data

KOSPI(2/14)	1,940
주가(2/14)	70,200
시가총액(십억원)	5,414
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	70,200/46,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,827
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/53.2
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 12인 31.0
	Lazard Asset Management LLC 외 33인 6.2

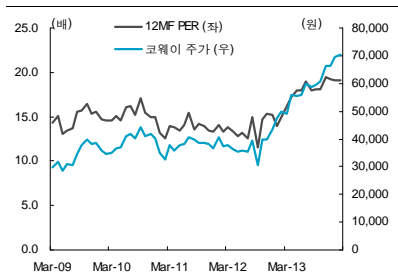
#### Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	34.3	19.9	18.5
PBR(x)	3.8	4.9	4.4
ROE(%)	12.3	28.5	27.1
EV/EBITDA(x)	9.4	10.6	9.9
EPS(원)	1,268	3,334	3,802
BPS(원)	11,354	13,639	15,796

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.4	23.6	49.5
상대주가(%p)	10.7	22.7	51.5

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 체력 입증, 성장 포텐셜도 유효

#### What's new : 예상을 상회한 수익성 개선

4분기 별도 매출액은 전년대비 5% 증가한 4,824억원, 영업이익은 148% 급증한 885억원을 기록했다. 4Q12에 발생한 일회성 비용 274억원 (성과급 156억원, 불용재고 폐기손실 118억원)을 감안해도 전년대비 31% 증가했다. 연결 매출액과 영업이익도 전년대비 각각 1%, 163% 증가했다. 별도 영업이익은 컨센서스를 10% 상회, 영업이익률은 18.3%로 전년동기대비 6.1%p 상승했다. 세전이익과 순이익은 영업이익 개선보다는 다소 저조했는데 1) 외화관련 손실 및 유형자산손상차손 (약 110억원 내외), 2) 청산 또는 사업 축소가 예상되는 중국 자회사 관련 손실 (38억원), 3) 예상보다 높은 법인세 비용이 주요인이나 크게 의미는 없다.

#### Positives : 견고한 수익성 확인, 2014년 가이드는 외형 성장 제시

4분기 가입자 순증은 32,000 계정으로 3분기보다 확대되었다. 렌탈 판매가 전년대비 5.6% 감소했으나 전분기 대비해서는 13.5% 증가했고 해약률이 하락했다. 렌탈과 멤버십 매출이 각각 3.6%, 3.2% 증가했는데 멤버십은 특히 무상 멤버십 종료와 저가 멤버십 디마케팅으로 계정수는 전년대비 축소되었으나 ARPU가 8% 상승했다. 화장품 매출은 홈쇼핑 매출 강화에 힘입어 18% 증가했고 수출 부문은 비수기로 전년과 유사했다. 예상을 상회한 수익성 개선은 1) 수출/일시불 제품 원가율이 하락했고, 2) 낮은 해약률에 힘입어 렌탈폐기손실이 축소 (81억원, -49%YoY)되었으며, 3) 급여, 판매수수료, 광고비 등 주요 판관비가 예상보다 낮아 타이트한 관리가 지속되었기 때문이다. 2014년 매출액과 영업이익은 전년대비 8%, 12% 증가한 2,09조원, 3,754억원으로 예상된다. 회사 가이드는 매출액은 당사와 유사한 2.08조원, 영업이익은 3,620억원이다. 2014년은 성장에 중점을 둘 것으로 예상된다.

#### Negatives : 2013년이 수익성 정상화였다면 2014년에는 성장성 확인이 필요

2013년 가입자 순증이 2009년 이래 가장 낮은 수준이었다. 가격 인상과 저수익 계정 축소가 주요인이다. 그러나 향후 성장 잠재력은 충분하다. 구체적으로 1) 국내 환경 가전 부문은 초소형 정수기 매출 확대를 통한 정수기 사업 매출 회복, 제습/가습 복합 청정기 매출 고성장, 자체 제습기 출시를 통한 일시불 매출 증가와 매트리스/홈케어 사업 강화가 예상된다. 동사는 이를 위해 우선적으로 영업력을 강화, 현재 16,000명 코디와 580명 수준의 홈케어 관리 인력을 각각 17,000명과 1,000명으로 확대할 계획이다. 2) 수출 부문에서 중국 공기청정기 시장 고 성장에 힘입어 20% 이상의 성장이 기대된다. 그 외 3) 말레이시아와 미국 자회사가 30%대 성장을 시현하고 있다는 점도 중기적으로 주목할 포인트이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q13P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	483	482	(0)	484	(1.4)	4.9	2,089	2,074
영업이익	80	89	11	80	(8.8)	148.3	375	362
영업이익률(%)	16.6	18.4	2	16	(1.5)	10.6	18.0	17.4
세전이익	76	73	(4)	78	(12.4)	129.2	372	344
순이익	66	51	(23)	61	(18.3)	135.7	282	271

나은채 3276-6160  
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171  
jinah.na@truefriend.com

**결론 : 실적 호조 반영 수익 상향, 배당도 긍정적, 목표주가 82,000원으로 상향**

투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 기존 73,000원 (2014F PER 20배)에서 82,000원 (12MF PER 21배)으로 상향한다. EPS를 3% 상향했고 목표 PER을 21배로 상향했다. 과거 5년 평균 PER은 17.3배로 목표 PER은 20% 할증된 수준이다. 환경 가전 수요 확대에 따라 지속적인 가입자 확대, 높은 시장 점유율과 가입자 기반의 안정적인 수익 모델은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 또한 동사는 2013년 주당 배당금을 1,660원으로 발표, 배당 성장 49%에 시가배당율은 2.4%이다. 2012년 주당 배당금 1,050원보다 대폭 상승했으며 2014년 이후에도 배당 성장 유지와 절대 배당금이 낮아지지 않을 것이라는 점을 강조했다. 배당 성장 뿐 아니라 시가배당율을 고려하여 결정되었고 현주가는 2014년 예상 주당 배당금 1,800원을 가정시 배당수익률이 2.6%로 주가의 하방 경직성도 확보될 것으로 예상된다.

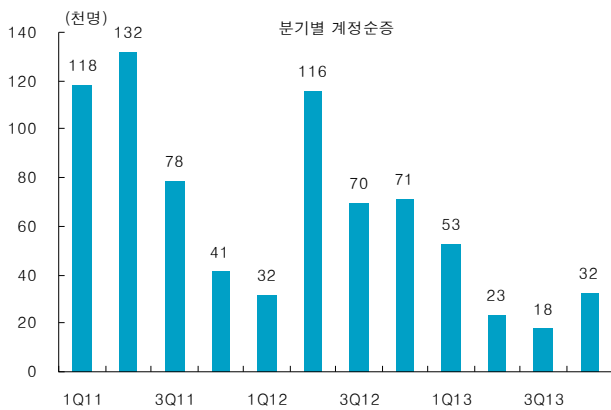
〈표 1〉 코웨이 4Q13 연결 실적

(단위:십억원, %, %p)

	4Q13P		% change	
	Actual		QoQ	YoY
매출액	524		(1.2)	0.9
영업이익	90		(6.0)	163.1
영업이익률(%)	17.3		(0.9)	10.6
세전이익	91		13.6	286.4
순이익	69		14.1	407.7

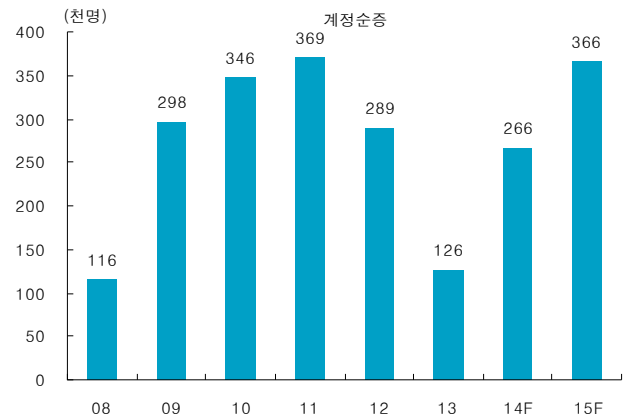
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 가입자 순증 4분기에 회복



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 2013년 수익성 위주로 계정 순증 약해, 14년 계정 순증 확대 예상



자료: 코웨이, 한국투자증권

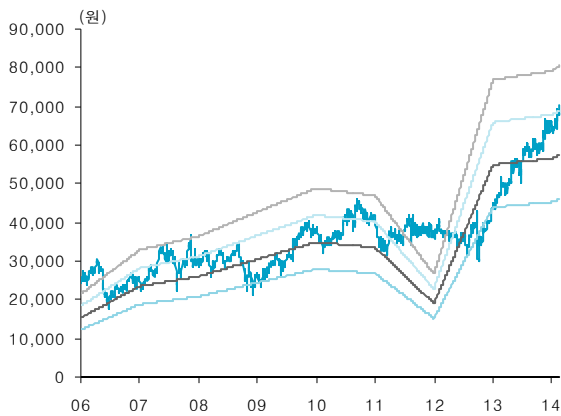
<표 2> 코웨이 4분기 상세 실적

(단위:십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
총계정수	5,201	5,333	5,411	5,452	5,484	5,600	5,670	5,741	5,793	5,816	5,834	5,866
총 계정순증 (천명, QoQ)	118	132	78	41	32	116	70	71	53	23	18	32
증감 %YoY	8.4	9.6	9.7	7.3	5.4	5.0	4.8	5.3	5.6	3.9	2.9	2.2
렌탈 계정수 (천명, 기말)	4,234	4,321	4,377	4,450	4,480	4,518	4,551	4,607	4,658	4,717	4,746	4,800
렌탈 계정 순증 (QoQ)	89	87	55	73	30	38	34	56	50	59	30	54
멤버십 계정수 (천명, 말)	967	1,011	1,034	1,002	1,004	1,082	1,118	1,133	1,135	1,100	1,088	1,066
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29	44	23	(32)	2	78	36	15	2	(36)	(12)	(21)
렌탈 판매대수 (천대)	330	342	288	313	285	331	294	310	318	298	257	292
증감 %YoY	21.3	24.8	4.2	(9.4)	(13.6)	(3.2)	2.0	(1.2)	11.7	(9.9)	(12.3)	(5.6)
해지율 (%)	3.1	3.0	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.7	2.5	2.6
렌탈 ARPU (원)	22,218	22,586	22,845	22,993	23,164	23,319	23,325	23,357	23,347	23,468	23,495	23,547
렌탈 ARPU (%YoY)	1.0	2.4	3.4	3.6	4.3	3.2	2.1	1.6	0.8	0.6	0.7	0.8
멤버십 ARPU (원)	13,686	13,457	13,347	13,348	12,948	12,594	12,446	12,467	12,573	12,753	13,159	13,498
멤버십 ARPU (%YoY)	(1.9)	(3.0)	(3.8)	(3.0)	(5.4)	(6.4)	(6.8)	(6.6)	(2.9)	1.3	5.7	8.3
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497	489	482
증감 (%YoY)	9.4	19.3	15.6	11.3	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	6.8	4.9
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375	378	384
증감 (%YoY)	6.5	9.5	10.2	9.7	8.9	6.1	5.1	4.5	3.9	4.0	3.8	4.0
렌탈	288	300	306	313	317	321	323	327	327	332	335	339
증감 (%YoY)	6.0	9.5	10.3	10.0	10.1	7.1	5.7	4.6	3.2	3.5	3.6	3.6
멤버십	39	40	41	41	39	39	41	42	43	43	43	44
증감 (%YoY)	9.8	9.0	9.3	7.3	(0.4)	(1.3)	0.3	3.6	9.8	8.5	5.1	3.2
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48	35	29
증감 (%YoY)	19.2	57.0	67.3	1.6	2.7	4.5	(4.6)	1.6	11.9	18.0	(9.4)	(9.1)
화장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22	17	20
증감 (%YoY)	NA	NA	878.4	(29.1)	(3.3)	(8.8)	(1.8)	9.7	6.6	35.3	(4.2)	17.9
수출	18	23	25	32	30	21	20	31	32	45	38	31
증감 (%YoY)	5.8	33.1	60.1	66.5	63.9	(8.0)	(18.8)	(5.6)	5.0	111.1	90.7	0.5
기타	5	17	0	11	7	8	17	11	9	8	21	18
증감 (%YoY)	(63.5)	26.2	(97.7)	167.0	28.9	(50.6)	4711.7	(0.9)	36.7	(5.0)	21.1	67.6
매출원가	125	141	135	150	145	142	152	166	155	168	170	159
원가율 (%)	31.4	32.4	31.3	33.9	32.9	31.8	33.1	36.1	33.2	33.8	34.7	32.9
렌탈 원가	95	95	96	100	101	102	104	109	107	108	108	109
매출액 대비 (%)	29.0	27.9	27.6	28.3	28.5	28.2	28.7	29.5	28.9	28.9	28.6	28.5
렌탈	83	82	83	88	89	89	91	95	93	94	95	96
매출액 대비 (%)	28.7	27.4	27.2	28.0	28.1	27.7	28.3	29.2	28.4	28.4	28.4	28.4
멤버십	12	13	12	13	12	13	13	13	14	14	13	13
매출액 대비 (%)	31.9	31.7	30.4	30.8	31.7	32.3	31.6	31.8	32.9	32.9	29.9	29.6
일시불 원가	10	13	14	17	13	15	16	23	14	19	14	9
매출액 대비 (%)	32	35	33	52	39	37	40	72	38	41	40	32
화장품 원가	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3
매출액 대비 (%)	17	19	18	18	16	16	17	18	15	15	15	18
수출 원가	15	18	20	25	24	16	23	26	25	33	29	24
매출액 대비 (%)	80	78	80	78	79	75	115	84	80	74	76	78
기타 원가	3	12	3	6	5	7	6	6	6	4	16	13
매출액 대비 (%)	50	72	77.2	53	71	86	33	53	60	52	78	73
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329	319	323
매출총이익률 (%)	68.6	67.6	68.7	66.1	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	65.3	67.0
영업이익	70	73	73	28	64	65	63	36	69	79	97	89
증감 (%YoY)	(12.9)	(15.0)	1.3	(59.6)	(7.8)	(10.3)	(14.0)	27.2	7.9	21.9	54.2	148.4
영업이익률 (%)	17.4	16.7	17.0	6.3	14.5	14.6	13.7	7.7	14.9	16.0	19.8	18.3
세전이익	50	55	65	55	56	56	18	32	115	81	83	73
증감 (%YoY)	(22.1)	(27.5)	22.4	10.9	10.3	2.5	(72.6)	(42.5)	106.7	43.1	369.2	129.4
순이익	39	42	49	47	41	44	13	22	80	61	62	51
증감 (%YoY)	(25)	(29)	37	29	6	5	(74)	(54)	95	(38)	382	136

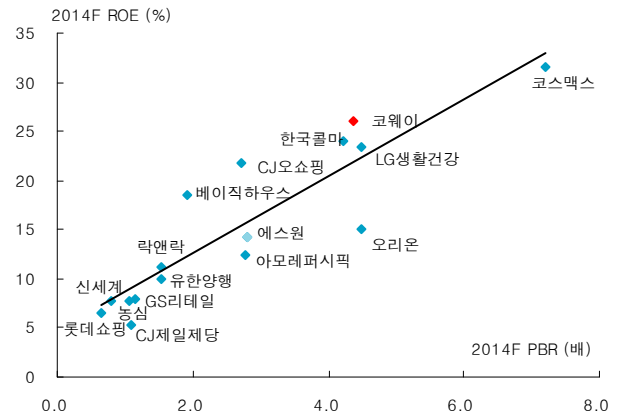
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 목표 PER 21배 제시, 밸류에이션 확장 과정 지속



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 주요 소비자 업체 비교시 밸류에이션 매력 유효



자료: Quantiwise, 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	621	671	771
현금성자산	65	119	174	178	237
매출채권및기타채권	257	292	300	324	350
재고자산	73	41	41	44	47
비유동자산	1,065	1,010	1,025	1,061	1,096
투자자산	285	155	158	171	184
유형자산	535	594	604	614	625
무형자산	156	158	153	157	158
자산총계	1,576	1,702	1,647	1,732	1,866
유동부채	534	720	712	665	620
매입채무및기타채무	187	205	220	237	257
단기차입금및단기사채	165	296	196	96	66
유동성장기부채	110	110	30	10	10
비유동부채	294	179	81	65	68
사채	177	118	18	0	0
장기차입금및금융부채	90	36	36	36	36
부채총계	828	899	793	731	688
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정	(99)	(85)	(85)	(85)	(85)
이익잉여금	678	717	768	916	1,093
자본총계	748	803	854	1,002	1,178
조정자본총계	738	785	961	1,128	1,311

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	318	429	505	536	418
당기순이익	177	120	253	282	318
유형자산감가상각비	145	165	149	153	155
무형자산상각비	8	7	7	7	7
자산부채변동	(112)	(38)	96	95	(62)
기타	100	175	0	(1)	0
투자활동현금흐름	(344)	(301)	(170)	(193)	(194)
유형자산투자	(299)	(295)	(162)	(166)	(169)
유형자산매각	9	3	3	3	3
투자자산순증	(42)	(3)	(3)	(12)	(12)
무형자산순증	(7)	(8)	(2)	(11)	(8)
기타	(5)	2	(6)	(7)	(8)
재무활동현금흐름	36	(74)	(280)	(340)	(164)
자본의증가	0	12	0	0	0
차입금의순증	213	21	(280)	(138)	(30)
배당금지급	(80)	(78)	0	(202)	(134)
기타	(97)	(29)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	8	54	55	4	59

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

손익계산서

(단위: 십억원)

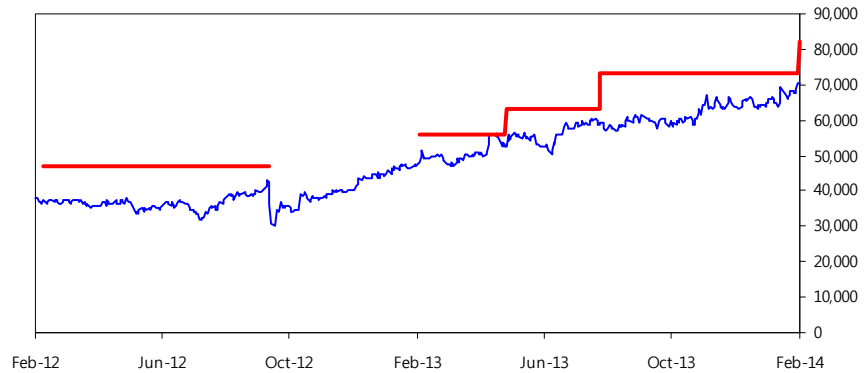
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,710	1,807	1,934	2,089	2,258
매출원가	552	605	651	694	745
매출총이익	1,158	1,201	1,282	1,396	1,513
판매관리비	915	974	949	1,020	1,095
영업이익	243	228	334	375	418
금융수익	2	4	6	4	5
이자수익	2	1	4	4	5
금융비용	26	62	16	9	5
이자비용	25	29	16	9	5
기타영업외손익	6	(5)	27	0	0
관계기업관련손익	0	(3)	0	1	2
세전계속사업이익	225	161	350	372	420
법인세비용	48	42	97	90	102
당기순이익	177	120	253	282	318
기타포괄이익	(4)	(2)	0	0	0
총포괄이익	173	118	253	282	318
EBITDA	396	400	489	535	580
조정당기순이익	167	94	249	283	319

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,235	1,268	3,334	3,802	4,285
BPS	10,962	11,354	13,639	15,796	18,179
DPS	1,050	0	2,710	1,800	1,900
성장성(% YoY)					
매출증가율	13.9	5.7	7.0	8.1	8.0
영업이익증가율	(20.7)	(6.4)	46.4	12.5	11.2
순이익증가율	(5.6)	(43.7)	164.6	13.8	12.7
EPS증가율	(3.9)	(43.3)	163.0	14.0	12.7
EBITDA증가율	(11.1)	1.0	22.4	9.3	8.4
수익성(%)					
영업이익률	14.2	12.6	17.3	18.0	18.5
순이익률	9.8	5.2	12.9	13.6	14.1
EBITDA Margin	23.1	22.1	25.3	25.6	25.7
ROA	12.1	7.3	15.1	16.7	17.7
ROE	22.2	12.3	28.5	27.1	26.2
배당수익률	2.9	0.0	4.1	2.6	2.7
안정성					
순차입금(십억원)	468	473	138	(4)	(93)
차입금/자본총계비율(%)	72.4	73.8	36.6	17.4	12.2
Valuation(X)					
PER	16.4	34.3	19.9	18.5	16.4
PBR	3.3	3.8	4.9	4.4	3.9
PSR	1.7	1.9	2.6	2.6	2.4
EV/EBITDA	8.0	9.4	10.6	9.9	9.0

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
	2014.02.16	매수	82,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 2월 16일 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.