

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 94,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/28)	1,969
주가(4/28)	79,000
시가총액(십억원)	6,093
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	82,900/50,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,921
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/54.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 12인 31.0
	우리은행 5.8

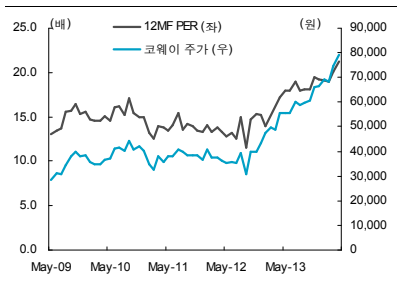
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	20.2	20.4	17.8
PBR(x)	4.9	5.1	4.4
ROE(%)	28.4	28.3	27.8
EV/EBITDA(x)	9.5	10.4	9.4
EPS(원)	3,283	3,877	4,430
BPS(원)	13,535	15,539	17,880

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	33.9	41.8
상대주가(%)p)	8.7	37.7	40.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

종합 점수는 양호, 가입자 확대는 관전 포인트

What's new : 어려운 시기에 흔들림 없는 실적

1분기 별도 매출액은 전년대비 6% 증가한 4,948억원, 영업이익은 30% 증가한 898억원을 기록해 우리 예상과 유사하고 컨센서스를 소폭 상회했다. 영업이익률은 18.1%로 전년동기대비 3.2%p 상승했다. 연결 매출액과 영업이익도 전년대비 5%, 30% 증가한 5,350억원과 903억원을 기록했다. 렌탈 가입자수와 ARPU는 전년대비 각각 1.6%, 2.1% 상승했다. 렌탈 판매량은 전년대비 0.4% 감소했으나 전분기대비 8% 증가, 3Q13을 저점으로 회복되고 있다. 1분기 해지율은 2.7%로 전분기보다 소폭 상승했지만 전년 1분기 3%보다 낮아 양호하다.

Positives : 높은 이익 가시성과 한단계 높아진 수익성, 성장 잠재력 확인

렌탈 사업의 높은 이익 가시성과 한단계 올라간 수익성이 긍정적이다. 1분기 견고한 수익성 개선은 1) ARPU 상승 (+2.1%YoY), 2) 낮은 해지율에 따른 렌탈폐기손실 축소 (95억원, -18%YoY), 3) 일시불 판매 축소에 따른 판매수수료율 하락, 4) 광고선전비 감소를 포함한 타이트한 비용 관리에 기인한다. 성장 잠재력도 확인되었는데 환경가전 렌탈 부문 매출액이 4% 증가에 그쳤으나 화장품과 수출 부문 매출액이 각각 17%, 44% 성장했다. 청정기와 매트리스 위주로 판매량이 회복되었고 중국 청정기 판매가 호조이다. 홈쇼핑 매출 호조에 따른 화장품 부문 성장과 말레이시아와 미국 법인 실적 호조도 긍정적이다.

Negatives : 낮은 계정 순증, 가입자 기반 확대는 향후 확인 요인

2013년 가입자 순증이 2009년 이래 가장 낮은 수준이었다. 금년 회사의 목표는 가입자 확대를 통한 성장이고 이를 위해서는 1) 판매량 증가와 2) 낮은 해지율이 필수이다. 금년 동사의 목표 렌탈 판매량은 전년대비 7% 증가한 125만대, 목표 계정 순증은 25만 계정이다. 1분기 판매량은 31.7만대로 목표치를 달성했으나 계정순증이 1.8만 계정에 그쳤다. 낮은 해지율에 비해 저조한 계정 순증은 무상계정 종료에 따른 멤버십 계정 이탈도 있지만, 정수기 등 주력 제품 판매가 신규 가입자 유치보다는 기존 고객의 교체 수요 대응에 그쳤기 때문인 것으로 판단된다. ARPU 상승, 비핵심 사업부 성장으로 낮은 계정 순증이 만회 되었고 2분기부터 정수기 신제품 강화와 복합청정기로 가입자 순증 확대를 기대한다. 추후 확인 요인이다.

결론 : 이익 창출력과 확장성 긍정적, 투자의견 '매수' 와 목표주가 94,000원 유지

투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가 94,000원 (12MF PER 23배, 과거 고점 대비 10% 할증)을 유지한다. 국내 환경 가진 수요 증가와 렌탈 사업의 안정적인 현금 흐름, 국내외 확장 전략에 대해 긍정적으로 본다. 금년 예상 시가배당률은 2.3%이고 일관적인 주주 가치 제고 정책을 고려하면 최근 주가 re-rating은 지속될 수 있다고 판단된다. 가입자 확대는 향후 관전 포인트이다.

(단위: 십억원, %, %p)

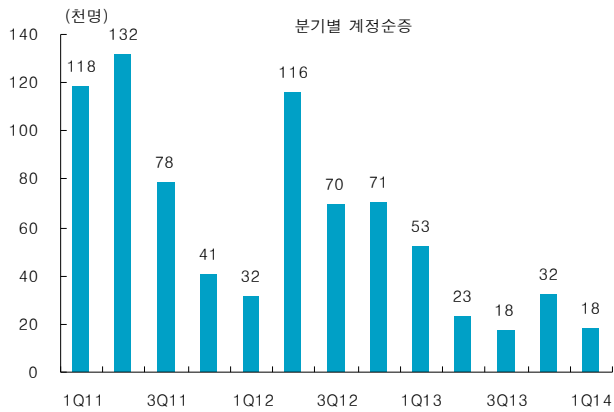
	1Q14P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	493	495	0.3	498	2.6	6.4	2,102	2,072
영업이익	89	90	1.3	85	2.5	29.7	382	366
영업이익률(%)	18.0	18.1	0.2	17	(1.7)	3.3	18.2	17.7
세전이익	89	88	(1.3)	84	22.3	(23.6)	379	367
순이익	68	66	(2.2)	64	31.7	(17.6)	287	274

주: 별도기준임

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

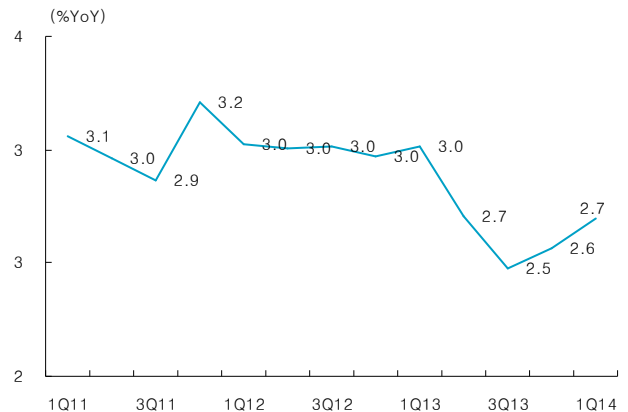
나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

[그림 1] 저조한 가입자 순증, 렌탈보다는 무상 멤버십 위주 유출



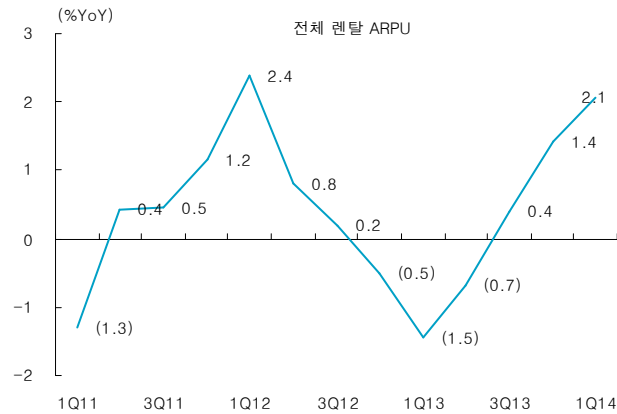
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 해지율 작년 1분기보다 낮은 수준, QoQ로는 소폭 상승



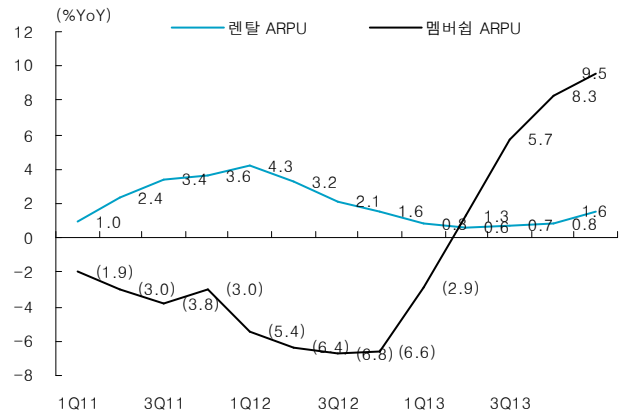
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 렌탈 ARPU 상승 추세



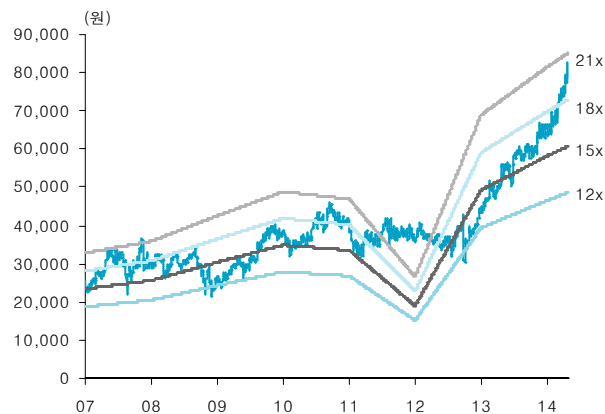
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 멤버십 ARPU 가파른 증가세, 서비스 계정 종료와 ASP 인상



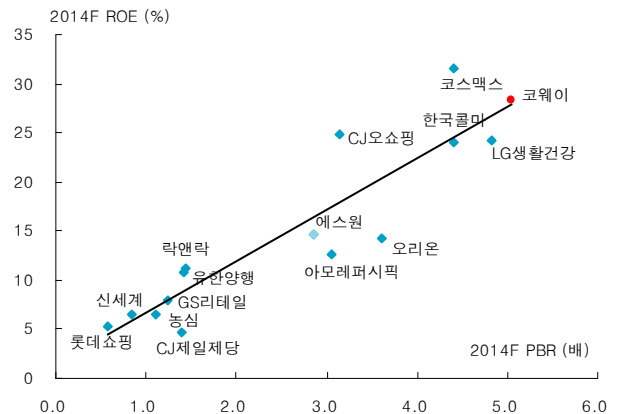
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 밸류에이션 re-rating 지속



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] 소비자 업종 내 밸류에이션 매력은 과거보다 둔화



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 부문별 실적 추이

(단위:십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
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	5,884
총 계정순증 (천명, QoQ)	118	132	78	41	32	116	70	71	53	23	18	32	18
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	1.6
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	4,824
렌탈 계정 순증 (QoQ)	89	87	55	73	30	38	34	56	50	59	30	54	24
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	1,058
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29	44	23	(32)	2	78	36	15	2	(36)	(12)	(21)	(6)
렌탈 판매대수 (천대)	330	342	288	313	285	331	294	310	318	298	257	292	317
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)	(0.4)
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	2.7
전체 ARPU (원)	21,206	21,493	21,511	21,706	21,715	21,667	21,550	21,595	21,398	21,516	21,636	21,900	21,843
증감 %YoY	(1.3)	0.4	0.5	1.2	2.4	0.8	0.2	(0.5)	(1.5)	(0.7)	0.4	1.4	2.1
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	23,716.1
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	1.6
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	13,772.5
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	9.5
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497	489	482	494
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	6.1
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375	378	384	385
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	4.0
렌탈	288	300	306	313	317	321	323	327	327	332	335	339	342
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	4.6
멤버십	39	40	41	41	39	39	41	42	43	43	43	44	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	2.6
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48	35	29	28
증감 (%YoY)	19.2	57.0	67.3	1.6	2.7	4.5	(4.6)	1.6	11.9	18.0	(9.4)	(9.2)	(24.6)
화장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22	17	20	21
증감 (%YoY)	NA	NA	878.4	(29.1)	(3.3)	(8.8)	(1.8)	9.7	6.6	35.3	(4.2)	17.9	17.1
수출	18	23	25	32	30	21	20	31	32	45	38	31	45
증감 (%YoY)	5.8	33.1	60.1	66.5	63.9	(8.0)	(18.8)	(5.6)	5.0	111.1	90.7	0.4	43.5
기타	5	17	0	11	7	8	17	11	9	8	21	20	15
증감 (%YoY)	(63.5)	26.2	(97.7)	167.0	28.9	(50.6)	4711.7	(0.9)	36.7	(5.0)	21.1	83.9	62.6
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329	319	323	326
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	66.0
영업이익	70	73	73	28	64	65	63	36	69	79	97	88	90
증감 (%YoY)	(12.9)	(15.0)	1.3	(59.6)	(7.8)	(10.3)	(14.0)	27.3	7.9	21.9	54.2	145.7	29.7
영업이익률 (%)	17.4	16.7	17.0	6.3	14.5	14.6	13.7	7.7	14.9	16.0	19.8	18.2	18.2
세전이익	50	55	65	55	56	56	18	32	115	81	83	72	88
증감 (%YoY)	(22.1)	(27.5)	22.4	10.9	10.3	2.5	(72.6)	(42.5)	106.7	43.1	369.2	126.3	(23.6)
순이익	39	42	49	47	41	44	13	22	80	61	62	50	66
증감 (%YoY)	(25)	(29)	37	29	6	5	(74)	(54)	95	38	382	132	(18)

주: 2014년부터 채권계정을 제외한 계정수 발표. 우리는 계정 순증으로 채권계정 포함한 계정수로 재추정. 향후 과거 수치 re-state될 시 채권계정 제외한 계정수로 통일 예정

자료: 코웨이, 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)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	779	691	764	879	984
현금성자산	152	239	264	332	389
매출채권및기타채권	262	250	276	301	328
재고자산	72	66	73	79	86
비유동자산	976	976	1,031	1,084	1,139
투자자산	54	55	61	66	72
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	195	213	232
자산총계	1,755	1,668	1,795	1,963	2,123
유동부채	759	677	644	626	581
매입채무및기타채무	236	224	248	271	294
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	55	61	66
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	699	687	647
지배주주지분	785	941	1,095	1,276	1,477
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
자본조정	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	1,023	1,203	1,404
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,095	1,276	1,477

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	454	512	518
당기순이익	94	245	288	329	364
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(24)	(41)	(27)	(11)	(41)
기타	201	134	2	2	2
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(245)	(245)	(247)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(6)	(6)	(6)
무형자산순증	(8)	(2)	(27)	(27)	(29)
기타	2	4	(10)	(10)	(10)
재무활동현금흐름	(76)	(373)	(184)	(199)	(213)
자본의증가	12	5	0	0	0
차입금의순증	20	(262)	(50)	(50)	(50)
배당금지급	(78)	(78)	(202)	(134)	(149)
기타	(30)	(38)	68	(15)	(14)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	54	86	25	69	57

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

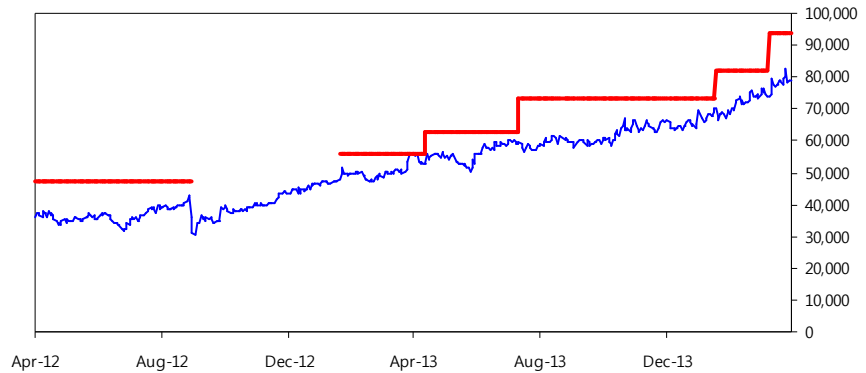
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,340	2,556	2,782
매출원가	678	721	796	859	935
매출총이익	1,315	1,397	1,545	1,697	1,847
판매관리비	1,088	1,058	1,160	1,262	1,369
영업이익	226	339	384	436	479
금융수익	2	4	6	8	9
이자수익	2	4	6	8	9
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	380	434	480
법인세비용	52	82	92	105	116
연결당기순이익	94	245	288	329	364
지배주주지분순이익	94	245	288	329	364
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	288	329	364
지배주주지분포괄이익	99	244	288	329	364
EBITDA	410	537	576	628	672

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,877	4,430	4,899
BPS	11,354	13,535	15,539	17,880	20,481
DPS	0	2,710	1,800	2,000	2,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	10.5	9.2	8.8
영업이익증가율	(3.7)	49.9	13.3	13.4	9.9
순이익증가율	(43.7)	160.6	17.6	14.2	10.6
EPS증가율	(43.3)	159.1	18.1	14.3	10.6
EBITDA증가율	3.9	31.1	7.2	9.0	7.0
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	16.4	17.0	17.2
순이익률	4.7	11.6	12.3	12.9	13.1
EBITDA Margin	20.6	25.4	24.6	24.6	24.1
ROA	5.6	14.3	16.7	17.5	17.8
ROE	12.3	28.4	28.3	27.8	26.4
배당수익률	0.0	4.1	2.3	2.6	2.8
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	14	(105)	(213)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	26.0	18.4	12.5
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	20.4	17.8	16.1
PBR	3.8	4.9	5.1	4.4	3.9
PSR	1.7	2.4	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.0	9.5	10.4	9.4	8.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	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
	2014.04.08	매수	94,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 4월 29일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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.