

# 코웨이(021240)

<b>매수(유지)</b>
목표가: 94,000원(유지)
종가(4/28): 79,000원

## 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) 낮아진 해지율에 따른 렌탈폐기손실 축소 (95억원, -18%YoY), 3) 일시불 판매 축소에 따른 판매수수료를 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 만회되었고 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 가전 수요 증가와 렌탈 사업의 안정적인 현금 흐름, 국내외 확장 전략에 대해 긍정적으로 본다. 금년 예상 시가 배당률은 2.3%이고 일관적인 주주가치 제고 정책을 고려하면 최근 주가 re-rating은 지속될 수 있다고 판단된다. 가입자 확대는 향후 관전 포인트이다.

	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

\*상기 보고서는 2014년 4월 29일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.