

코웨이(021240)

매수(유지)

목표주가: 106,000원(상향)

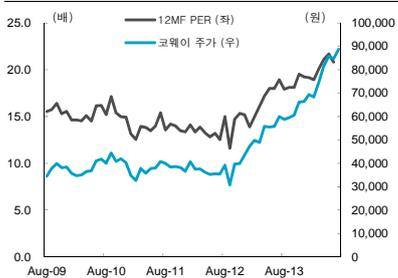
Stock Data

KOSPI(7/8)	2,007
주가(7/8)	88,800
시가총액(십억원)	6,849
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	88,800/56,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,687
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.4/53.7
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 12인 31.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.3	38.3	50.0
상대주가(%p)	4.8	35.9	39.6

12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

2014 Preview: 외풍 없는 실적이란 이런 것

2분기 신규 판매 호조, 영업이익 예상 소폭 상회 전망

2분기 별도 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 8%, 22% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 968억원, 영업이익률은 18.0%로 컨센서스인 930억원을 소폭 상회할 전망이다. 2013년 4월 가격 인상 이후 감소한 판매량이 3분기를 저점으로 증가하고 있으며 금년 2분기 신규 판매량은 전년대비 12% 증가한 333,000대로 5분기 만에 전년동기대비 플러스 전환이 예상된다. 2013년 계정 순증이 해지율 하락에 기인한 반면 이제는 판매 호조에 따른 계정 순증이고 1분기를 최저로 개선될 전망이다. 해지율은 안정적으로 월 1% 이내에서 유지되고 있다. 추세적으로는 하향 안정화되고 있는데, 청정기와 비데 등의 제품군이 필수품으로 인지되면서 가입자 해지가 낮아지고 있기 때문이다. ARPU는 가격 인상과 저단가 멤버십 유출, 단가 높은 신제품 비중 확대에 2% 이상의 성장이 기대된다.

신제품과 성장 사업 고성장 + 물 셸 틈 없는 판관비 관리

렌탈 부문 (매출 비중 75%)매출액이 6%대, 화장품 (매출 비중 5%)과 수출 (매출 비중 10%)이 약 20%대 성장할 것으로 예상된다. 렌탈 강화 전략으로 일시불 (매출 비중 8%)은 전년대비 감소가 예상된다. 신제품 효과와 신규 사업 성장성이 부각되고 있다. 정수기, 청정기, 매트리스가 2분기 판매 호조를 견인한 것으로 추정된다. 5분기 연속 감소했던 정수기 판매량이 초소형인 '한뼉 아이스 정수기' 등 신제품 효과로 증가할 것으로 예상되고, 청정기는 제습청정기 등 복합청정기 판매 호조, 그리고 매트리스 부문이 규격별 풀 라인업 확보와 이사 정수기 효과로 판매 호조가 기대된다. 정수기는 1등 업체의 회복, 제습기는 시장 성장 수혜, 매트리스는 MS 확대이다. 수출 부문은 지난 2분기 전년대비 111% 급증해 베이스가 높으나 중국 청정기 시장 고성장에 힘입어 호조가 이어지고 화장품 사업부도 홈쇼핑 매출과 히트 상품 판매 호조가 기대된다. 비용에서도 우려는 없다. 수수료율이 높은 일시불 매출 축소로 판매수수료 부담이 낮고 광고비 등 비용이 타이트하게 관리되었으며 낮은 해지율에 힘입어 렌탈폐기손실도 안정적인 수준으로 예상된다.

주가 재평가 지속 전망, 목표주가 106,000원으로 상향

목표주가를 기존 94,000원에서 106,000원으로 13% 상향한다. 실적 호조를 반영해 2014년, 2015년 EPS를 각각 2% 상향했고 12MF EPS 기준 시점도 변경했다. 또한 목표 PER을 23배 (최고 PER 대비 10% 할증)에서 25배 (20% 할증)으로 변경했다. 2013년 수익성 level-up 이후 금년에도 완만하게 수익성이 개선되면서 높은 이익 안정성과 펀더멘털 개선을 입증하고 있다. 환경 가진 수요 증가와 서비스에 기반한 렌탈 사업의 안정적인 현금 흐름, 국내의 성장 사업 호조로 밸류에이션 상승이 지속될 전망이다. 또한 높은 ROE와 금년 예상 시가배당률 2.1%로 일관적인 주주가치 제고 정책은 대형 소비재에서 차별화되는 요인이라고 판단된다.

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2012A	1,993	226	94	1,267	(43.3)	410	34.4	9.0	3.8	12.3	-
2013A	2,118	339	245	3,283	159.1	537	20.2	9.5	4.9	28.4	4.1
2014F	2,311	391	294	3,956	20.5	582	22.4	11.6	5.7	28.9	2.1
2015F	2,517	437	331	4,455	12.6	629	19.9	10.6	5.0	28.0	2.4
2016F	2,738	481	367	4,935	10.8	674	18.0	9.7	4.4	26.8	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 2Q14 Preview: 실적 예상 소폭 상회 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q14F		증감률	
	추정	컨센서스	QoQ	YoY
매출액	537	531	8.5	8.0
영업이익	97	93	7.8	22.0
영업이익률(%)	18.0	17.6	(0.1)	2.1
세전이익	96	90	9.0	18.6
순이익	73	67	9.8	19.8

자료: Fnguide, 한국투자증권

<표 2> 주요 환경가전 시장 현황

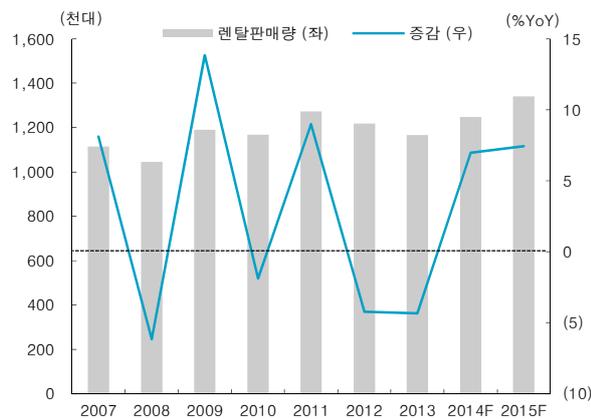
(단위: 십억원, 천대, %, 천계정)

	시장규모	연간 판매량	보급율	예상 포화율	코웨이 점유율	가입 계정수 (판매대수)	매출형태
정수기	1.5 조원	120 만대	34.0%	55~60%	50%	302 만	렌탈/멤버십/일시불
비데	5,000 억원	80~100 만대	18.0%	50~60%	43%	135 만	렌탈/멤버십/일시불
청정기 (국내)	5,000 억원	40 만대	12.3%	45~50%	41%	96 만	렌탈/멤버십/일시불
청정기 (중국)	8,500 억원	240 만대	0.1%	45~50%	45%	50 만	일시불/ODM
매트리스 (프레임 포함)	8,000 억원	70 만대	70.0%	70%	10%	14 만	렌탈/멤버십/일시불
제습기	3,000 억원	100 만대	12.0%	50%	10%	10 만	일시불
연수기	1,000 억원	NA	NA	NA	NA	36 만	렌탈/멤버십/일시불
음식물처리기	1,000 억원 미만	NA	NA	NA	NA	3.6 만	렌탈/멤버십/일시불

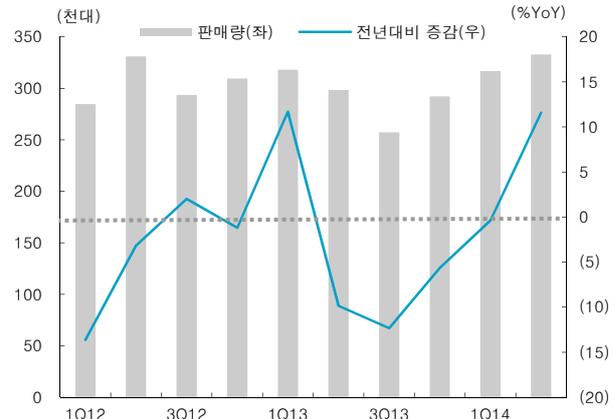
자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 1] 렌탈 판매량 2012~2013년 감소, 우려 요인이었으나 회복 전망

[그림 2] 2분기 판매량 5분기 만에 전년동기대비 플러스 전환



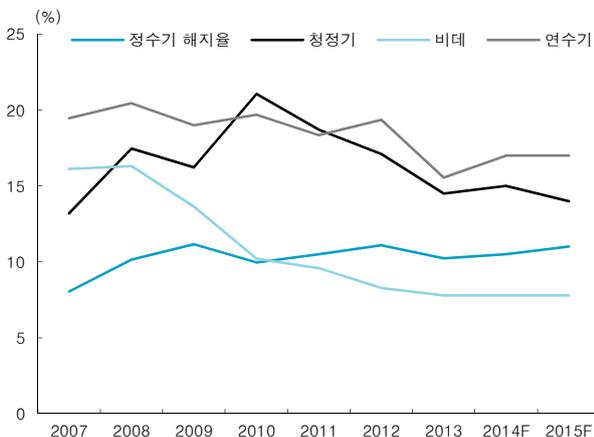
자료: 코웨이, 한국투자증권



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 해지를 추세적 하락

[그림 4] 2분기 월별 해지를 1% 미만 유지, 1분기와 유사할 듯

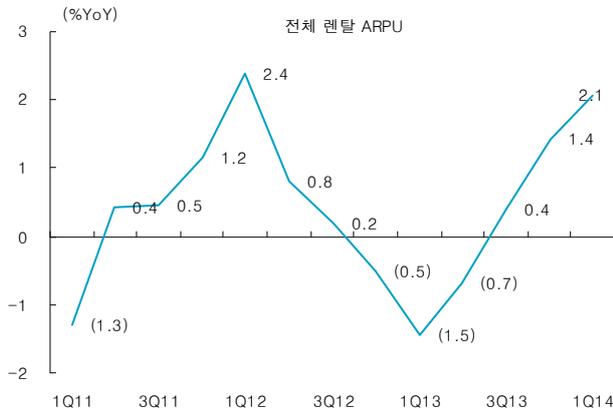


자료: 코웨이, 한국투자증권



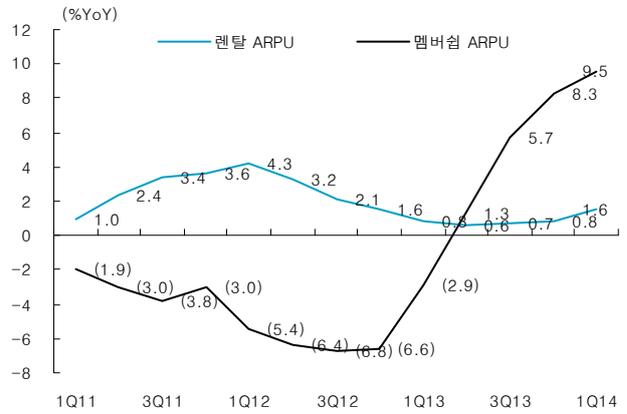
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] ARPU 상승 지속



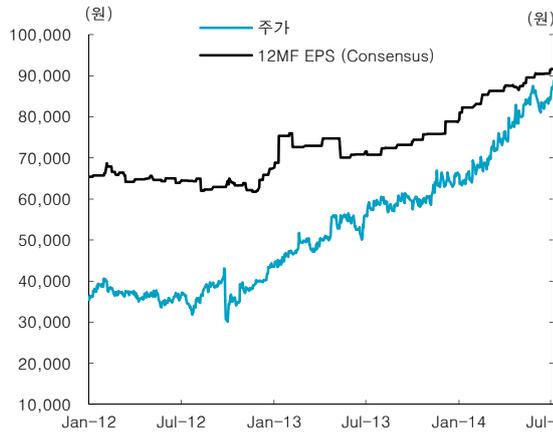
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 6] 멤버십 ARPU가 더 빠르게 상승



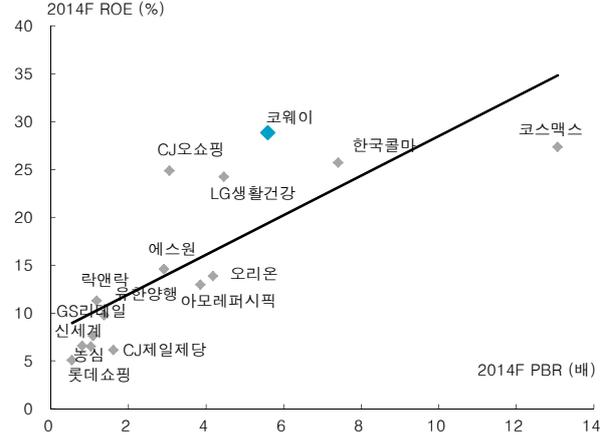
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 7] EPS 상향 지속



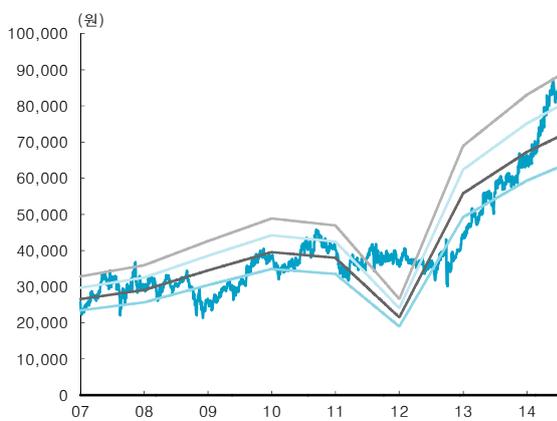
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 8] 코웨이 동종업체 대비 PBR/ROE



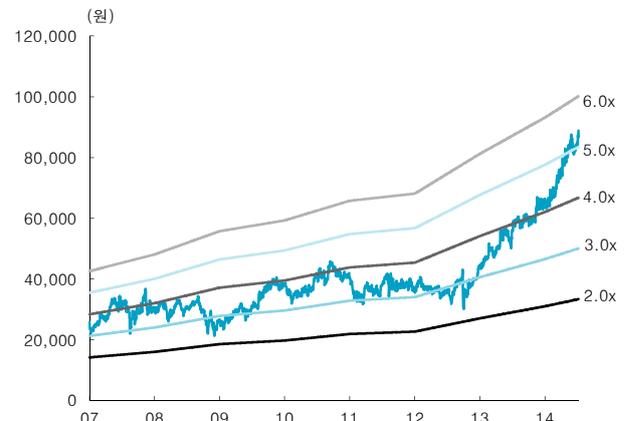
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 9] 코웨이 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 10] 코웨이 PBR 밴드



자료: Quantwise, 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	754	865	996
현금성자산	152	239	260	327	411
매출채권및기타채권	262	250	272	296	323
재고자산	72	66	72	78	85
비유동자산	976	976	1,026	1,078	1,132
투자자산	54	55	60	65	71
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	193	210	229
자산총계	1,755	1,668	1,781	1,943	2,128
유동부채	759	677	632	614	598
매입채무및기타채무	236	224	245	266	290
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	55	60	65
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	687	674	663
지배주주지분	785	941	1,094	1,269	1,465
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	1,021	1,196	1,392
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,094	1,269	1,465

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	453	516	551
당기순이익	94	245	294	331	367
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(24)	(41)	(33)	(8)	(10)
기타	201	134	1	1	1
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(240)	(243)	(246)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(5)	(5)	(6)
무형자산순증	(8)	(2)	(24)	(26)	(28)
기타	2	4	(9)	(10)	(10)
재무활동현금흐름	(76)	(373)	(191)	(206)	(221)
자본의증가	12	5	0	0	0
차입금의순증	20	(262)	(50)	(50)	(50)
배당금지급	(78)	(78)	(202)	(141)	(156)
기타	(30)	(38)	61	(15)	(15)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	54	86	22	67	83

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

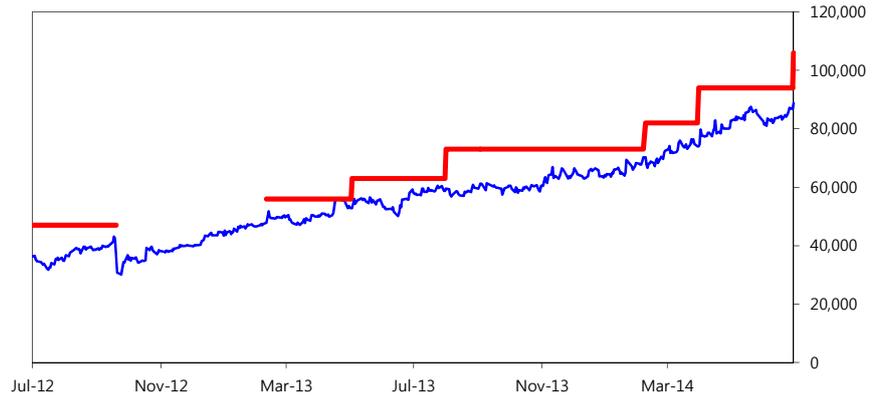
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,311	2,517	2,738
매출원가	678	721	786	846	920
매출총이익	1,315	1,397	1,525	1,671	1,818
판매관리비	1,088	1,058	1,134	1,234	1,337
영업이익	226	339	391	437	481
금융수익	2	4	6	8	9
이자수익	2	4	6	8	9
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	0	0	0
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	388	437	484
법인세비용	52	82	94	106	117
연결당기순이익	94	245	294	331	367
지배주주지분순이익	94	245	294	331	367
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	294	331	367
지배주주지분포괄이익	99	244	294	331	367
EBITDA	410	537	582	629	674

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,956	4,455	4,935
BPS	11,354	13,535	15,519	17,789	20,328
DPS	0	2,710	1,900	2,100	2,300
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	9.1	8.9	8.8
영업이익증가율	(3.7)	49.9	15.3	11.8	10.0
순이익증가율	(43.7)	160.6	20.1	12.5	10.8
EPS증가율	(43.3)	159.1	20.5	12.6	10.8
EBITDA증가율	3.9	31.1	8.4	8.0	7.1
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	16.9	17.4	17.6
순이익률	4.7	11.6	12.7	13.2	13.4
EBITDA Margin	20.6	25.4	25.2	25.0	24.6
ROA	5.6	14.3	17.1	17.8	18.0
ROE	12.3	28.4	28.9	28.0	26.8
배당수익률	-	4.1	2.1	2.4	2.6
배당성향	0.0	82.4	48.0	47.1	46.6
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	17	(100)	(234)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	26.0	18.5	12.6
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	22.4	19.9	18.0
PBR	3.8	4.9	5.7	5.0	4.4
EV/EBITDA	9.0	9.5	11.6	10.6	9.7

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	73,000 원
	2013.08.09	매수	82,000 원
	2014.02.16	매수	94,000 원
	2014.04.08	매수	94,000 원
	2014.07.08	매수	106,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 7월 8일 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.