

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/28)	2,049
주가(7/28)	91,100
시가총액(십억원)	7,026
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	94,600/56,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,661
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/54.3
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 12인 31.0

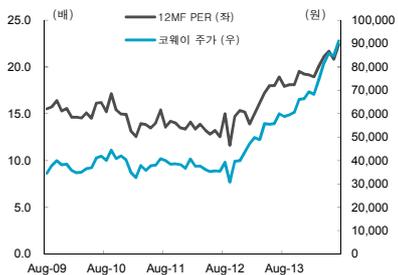
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	20.2	23.9	20.1
PBR(x)	4.9	5.9	5.1
ROE(%)	28.4	28.0	28.7
EV/EBITDA(x)	9.5	12.1	10.7
EPS(원)	3,283	3,816	4,532
BPS(원)	13,535	15,383	17,727

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.5	40.2	54.4
상대주가(%p)	6.5	33.3	47.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1등 정수기 자존심 회복, 신규 사업 성장성 확인

What's new: 외풍 없는 실적, 렌탈 안정성 + 신규 판매 호조

2분기 별도 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 5.3%, 23% 증가했다. 영업이익은 976억 원으로 우리 예상과 일치했고 영업이익률은 18.7%로 전년동기대비 2.7%p 개선되었다. 세전이익은 870억원으로 예상을 하회했는데 외화관련손실 71억원이 주요인으로 이를 제외 시 예상에 부합했다. 연결 영업이익은 971억원으로 별도와 대동소이하다. 렌탈 부문 매출액이 4.7%, 수출 부문이 25% 성장했고 화장품은 전년 수준에 그쳤다. 2분기 말 렌탈 총 계정수는 557.4만으로 전년동기대비 1.8% 증가했고 ARPU는 3.4% 상승했다. 2분기 신규 렌탈 판매대수는 371,000대로 전년대비 24% 증가, 계정 순증은 62,000건으로 전년 기보다 확대되었다. 해지율은 월 1.04%로 안정적인 수준이다.

Positives : 신규 판매 서프라이즈, 계정 확대에 따른 매출 증가율 회복 signal

2013년 4월 가격 인상 이후 감소한 판매량이 3분기를 저점으로 증가했고 금년 2분기 신규 판매량은 분기별 사상 최대 판매량을 시현했다. 품목별로 정수기 판매량이 30% 증가해 주력 렌탈군에서 가장 호조였고 청정기도 14% 증가했다. 매트리스 판매량은 3만대로 전년 동기대비 191% 증가했고 전체 신규 판매량의 8%에 달했다. 정수기는 동사의 연간 전체 판매량의 40~50%에 달하는 주력 품목으로 2013년 가격 인상과 경쟁 심화로 신규 판매가 14% 감소해 점유율이 하락했으나 금년 초소형 얼음정수기 등의 신제품 호조로 점유율 회복이 기대된다. 정수기는 전체 판매 호조를 견인해 계정 순증 확대를 견인할 뿐 아니라 동사의 렌탈 사업군 중 ARPU가 가장 높아 제품 믹스 개선 효과도 있다. 청정기는 시장 성장 수혜, 매트리스는 MS 확대로 현재 업계에서 매트리스 판매 3위로 파악된다. 중국 청정기 판매 호조가 견인하는 수출 사업 호조도 지속되었다.

Negatives : 다소 낮은 매출 증가율, 하반기에 성장률 소폭 회복 전망

2분기 전체 매출 성장률이 5%대에 그쳐 아쉽다. 그러나 높은 베이스와 작년 하반기부터 가격 인상으로 계정 순증이 둔화된 것이 주요인이고 우리는 3분기부터 계정 확대에 힘입어 매출 증가율이 상반기보다 회복될 것으로 예상된다. 구체적으로 1분기, 2분기 계정수는 전년대비 각각 0.8%, 1.8% 증가에 그쳤으나 3분기 3.5%, 4분기 4.6%로 상승할 전망이다.

결론 : 강화된 경쟁력과 성장 기회가 돋보이는 실적, 투자의견 매수 유지

투자의견 '매수'와 목표주가 106,000원 (12MF PER 25배)을 유지한다. 환경 가전 수요 증가와 서비스에 기반한 렌탈 사업의 안정적인 현금 흐름, 주력 사업 회복과 국내외 성장 사업 호조가 긍정적이다. 높은 배당성향과 주주우호정책에 힘입어 안정적인 주가 상승이 지속될 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q14P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	537	523	(2.6)	531	5.8	5.3	2,051	2,075
영업이익	97	98	0.6	93	8.7	23.0	384	376
영업이익률	18.1	18.7	0.6	18	0.5	2.7	18.7	18.1
세전이익	96	87	(9.7)	90	(1.3)	7.4	387	385
순이익	73	65	(10.7)	67	(1.3)	7.7	293	283

주: 별도 기준

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
Jinah.na@truefriend.com

<표 1> 코웨이 2분기 연결 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q14P		증감률	
	실적	컨센서스	QoQ	YoY
매출액	557	568	4.1	0.1
영업이익	97	97	7.6	18.6
영업이익률(%)	17.4	17.1	0.6	2.7
세전이익	87	94	(2.2)	6.8
순이익	66	71	0.3	11.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

<표 2> 실적 상세 내역

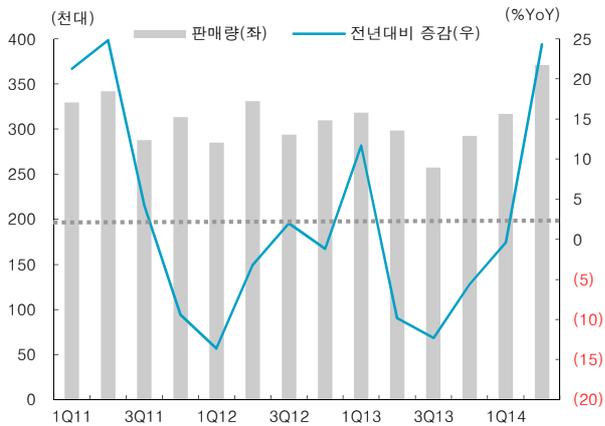
(단위: 십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
총계정수	5,201	5,333	5,411	5,452	5,484	5,600	5,670	5,741	5,467	5,474	5,474	5,501	5,513	5,574
총 계정순증 (천명, QoQ)	118	132	78	41	32	116	70	71	NM	7	0	27	12	62
증감 %YoY	8.4	9.6	9.7	7.3	5.4	5.0	4.8	5.3	NM	NM	NM	NM	0.8	1.8
렌탈 계정수 (천명, 기말)	4,234	4,321	4,377	4,450	4,480	4,518	4,551	4,607	4,332	4,374	4,387	4,435	4,455	4,487
렌탈 계정 순증 (QoQ)	89	87	55	73	30	38	34	56	NA	43	12	48	20	32
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	1,087
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29	44	23	(32)	2	78	36	15	2	(36)	(12)	(21)	(8)	29
렌탈 판매대수 (천대)	330	342	288	313	285	331	294	310	318	298	257	292	317	371
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)	24.3
해지율 (%)	3.1	3.0	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.7	2.2	2.9	3.1
전체 ARPU (원)	21,206	21,493	21,511	21,706	21,715	21,667	21,550	21,595	22,021	22,831	23,024	23,347	23,380	23,598
증감 %YoY	(1.3)	0.4	0.5	1.2	2.4	0.8	0.2	(0.5)	NM	NM	NM	NM	NM	3.4
렌탈 ARPU (원)	22,218	22,586	22,845	22,993	23,164	23,319	23,325	23,357	NM	25,176	25,253	25,381	25,67	25,850
렌탈 ARPU (%YoY)	1.0	2.4	3.4	3.6	4.3	3.2	2.1	1.6	NM	NM	NM	NM	NM	2.7
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	13,773	14,213
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	11.5
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497	489	482	495	523
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	6.4	5.3
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375	378	384	386	392
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	4.3	4.7
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48	35	29	28	37
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)	(21.7)
확장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22	17	20	21	22
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	0.7
수출	18	23	25	32	30	21	20	31	32	45	38	31	45	56
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	25.2
기타	5	17	0	11	7	8	17	11	9	8	21	20	15	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	95.9
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329	319	323	326	343
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	65.8	65.5
영업이익	70	73	73	28	64	65	63	36	69	79	97	88	90	98
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	23.0
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	18.1	18.7
세전이익	50	55	65	55	56	56	18	32	115	81	83	72	88	87
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)	7.4
순이익	39	42	49	47	41	44	13	22	80	61	62	50	66	65
증감 (%YoY)	(25)	(29)	37	29	6	5	(74)	(54)	95	38	382	132	(18)	8

주: 계정수 기준 2013년부터 변경. 채권 계정 및 미확인 계정 제외. 2013년부터 계정수가 감소한 것으로 나타나나 분류 기준 변경으로 인한 것임

자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 판매량 분기별 사상 최대 실적



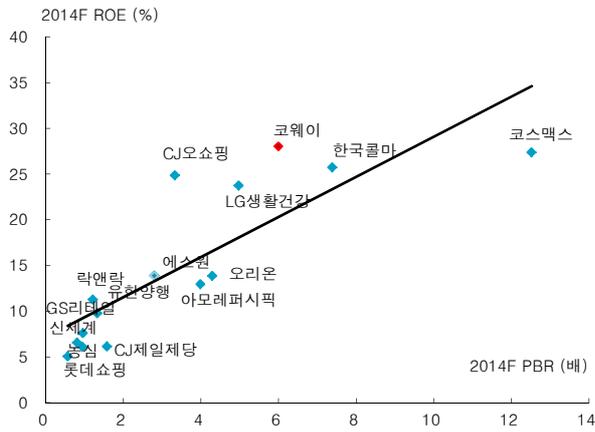
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 해지율 추이



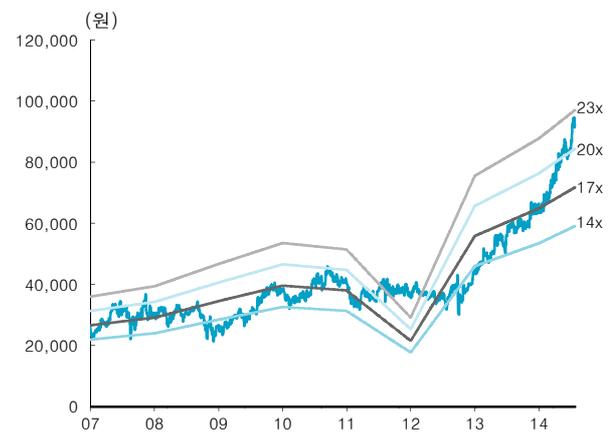
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 코웨이 동종업체 대비 PBR/ROE



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 코웨이 밴드차트



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 3> 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

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	734	843	968
현금성자산	152	239	253	319	399
매출채권및기타채권	262	250	265	289	314
재고자산	72	66	70	76	83
비유동자산	976	976	1,016	1,068	1,120
투자자산	54	55	58	64	69
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	188	205	222
자산총계	1,755	1,668	1,750	1,911	2,089
유동부채	759	677	613	588	558
매입채무및기타채무	236	224	238	260	282
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	53	58	63
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	667	647	621
지배주주지분	785	941	1,083	1,264	1,468
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	1,010	1,191	1,395
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,083	1,264	1,468

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	436	514	546
당기순이익	94	245	284	337	375
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	9	9
자산부채변동	(24)	(41)	(39)	(16)	(23)
기타	201	134	0	1	2
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(230)	(243)	(244)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(3)	(5)	(5)
무형자산순증	(8)	(2)	(19)	(26)	(27)
기타	2	4	(6)	(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	15	65	81

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

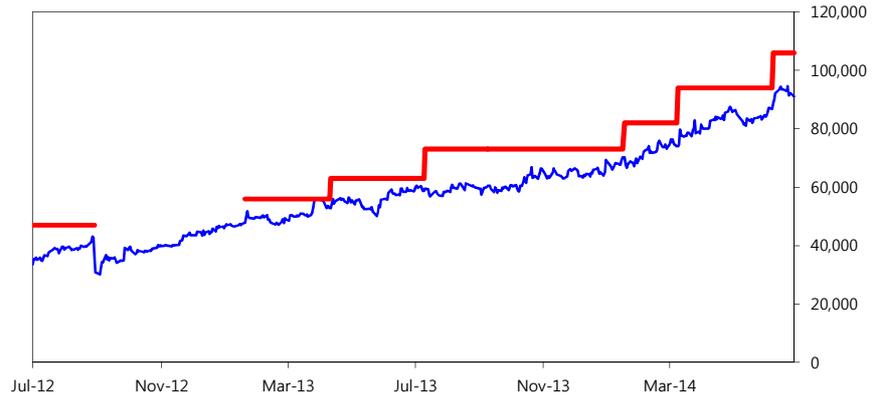
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,248	2,452	2,662
매출원가	678	721	760	822	887
매출총이익	1,315	1,397	1,488	1,631	1,776
판매관리비	1,088	1,058	1,104	1,186	1,284
영업이익	226	339	384	445	491
금융수익	2	4	(1)	7	9
이자수익	2	4	6	7	9
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	0	0	0
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	374	444	494
법인세비용	52	82	91	108	120
연결당기순이익	94	245	284	337	375
지배주주지분순이익	94	245	284	337	375
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	284	337	375
지배주주지분포괄이익	99	244	284	337	375
EBITDA	410	537	575	637	684

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,816	4,532	5,042
BPS	11,354	13,535	15,383	17,727	20,369
DPS	0	2,710	1,900	2,100	2,300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	6.1	9.1	8.6
영업이익증가율	(3.7)	49.9	13.3	15.8	10.5
순이익증가율	(43.7)	160.6	15.8	18.7	11.2
EPS증가율	(43.3)	159.1	16.2	18.8	11.2
EBITDA증가율	3.9	31.1	7.1	10.6	7.4
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	17.1	18.1	18.5
순이익률	4.7	11.6	12.6	13.7	14.1
EBITDA Margin	20.6	25.4	25.6	26.0	25.7
ROA	5.6	14.3	16.6	18.4	18.7
ROE	12.3	28.4	28.0	28.7	27.4
배당수익률	-	4.1	2.1	2.3	2.5
배당성향	0.0	82.4	49.6	46.3	45.6
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	25	(91)	(223)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	26.3	18.6	12.6
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	23.9	20.1	18.1
PBR	3.8	4.9	5.9	5.1	4.5
EV/EBITDA	9.0	9.5	12.1	10.7	9.8

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	82,000 원
	2014.04.08	매수	94,000 원
	2014.07.08	매수	106,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 7월 28일 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.
- 당사는 코웨이 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 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.