

코웨이(021240)

매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

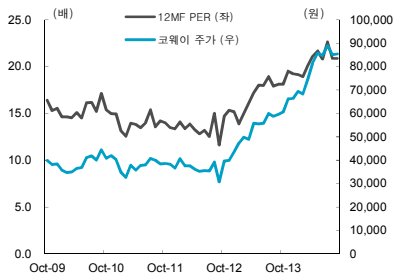
Stock Data

KOSPI(9/26)	2,032
주가(9/26)	85,400
시가총액(십억원)	6,586
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	94,600/57,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,562
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/54.7
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 11인 31.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	15.9	42.6
상대주가(%p)	(2.1)	12.4	41.4

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q14 Preview: 렌탈 가입자 증가가 Catalyst

3분기 외형 성장은 낮지만 핵심 렌탈 성장은 회복, 손익 개선 지속될 전망

3분기 별도 매출액은 전년대비 4% 증가한 5,083억원, 영업이익은 전년대비 1% 증가한 984억원이 기대된다. 영업이익률은 19.4%로 전년 동기 19.8%와 유사할 전망이다. 매출은 시장 컨센서스를 소폭 하회하나 영업이익은 부합할 것으로 예상된다. 수출 부문이 높은 기저(3Q13 매출액 +90% YoY)로 이번 3분기 실적이 저조해 낮은 외형 성장의 이유이다. 그러나 ODM이 주인 수출 부문은 바이어의 sell-through가 일단락되면서 4분기부터 다시 성장이 기대된다. 추세적으로는 중국 청정기 고성장과 낮은 보급률에 근거해 MS 1위 업체의 성장은 당분간 지속될 전망이다. 또한 매출의 약 80%를 차지하는 렌탈 부문 매출 증가율은 오히려 회복되고 있어 4분기부터 외형 성장은 높아질 전망이다. 영업이익이 시장 예상에 부합하는 근거는 판매 호조가 일시불이 아닌 렌탈로 수수료 부담이 높지 않고 광고비 등 판매비가 추세적으로 안정화되고 있기 때문이다.

가입자 확대가 Catalyst, 정수기 회복과 청정기, 매트리스 호조 지속

렌탈 부문 매출 회복과 가입자 확대는 4분기와 2015년 외형 회복의 시그널이다. 렌탈 매출액은 상반기 4.5% 증가했으나 하반기 6.3%로 회복되고 연간으로는 2013년 4.5%에서 2014년 5.1%, 2015년 7.6%로 상승할 전망이다. 계정수 확대에 기인하며 총 계정수는 금년 1분기, 2분기 0.8%, 1.8% 증가에 그쳤으나 3분기, 4분기 3.4%, 4.6% 증가할 전망이다. 3분기 신규 판매량은 전년대비 26% 증가한 325,000대로 예상되고 해지율은 1% 내외에서 안정적으로 유지된 것으로 추정된다. 가입자 순증은 85,000 계정으로 2분기 62,000 계정보다 높을 것으로 예상되고 4분기는 성수기로 더욱 확대될 전망이다. 청정기와 매트리스 판매 호조가 지속되고 있고 2013년 판매량 감소의 주요인인 정수기 판매량이 금년 2분기부터 전년대비 증가했고 3분기에도 동 추세는 지속될 것으로 예상된다. 2013년 쿠키 전자(192400, NR) 등 경쟁업체 부상으로 MS가 하락했으나 금년은 '한뼉아이스정수기', '탄산정수기' 등 신제품 효과로 MS 확대가 기대된다.

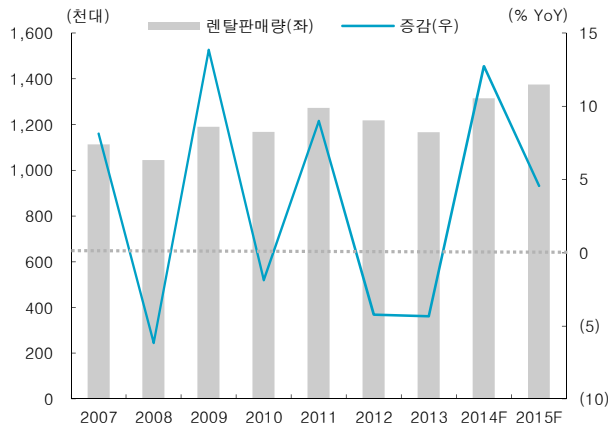
성수기인 4분기, 배당 메리트 부각될 전망

투자자의견 '매수'를 유지하고 목표주가 106,000원(12MF PER 25배)을 유지한다. 국내 환경가전 수요 증가에 힘입어 완만한 성장이 기대되고 서비스에 기반한 렌탈 사업의 안정적인 현금 흐름이 긍정적이다. 주력 사업 회복과 국내외 성장 사업도 다수 포진되어 있다. 2014년, 2015년 예상 시가배당률은 2.4%, 2.8%이다. 4분기 성수기 모멘텀과 배당 메리트가 부각될 것으로 예상된다.

	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	2,245	385	284	3,824	16.5	576	22.3	11.3	5.6	28.2	2.3
2015F	2,454	435	329	4,433	15.9	627	19.3	10.2	4.9	28.6	2.8
2016F	2,682	495	377	5,071	14.4	688	16.8	9.2	4.4	28.7	3.3

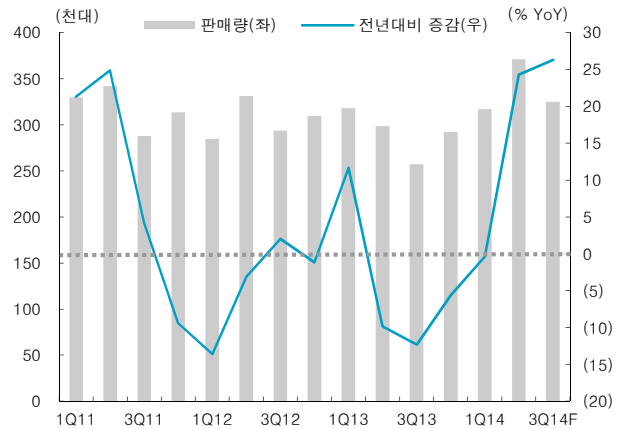
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 2014년 렌탈 신규 판매 회복 가시화



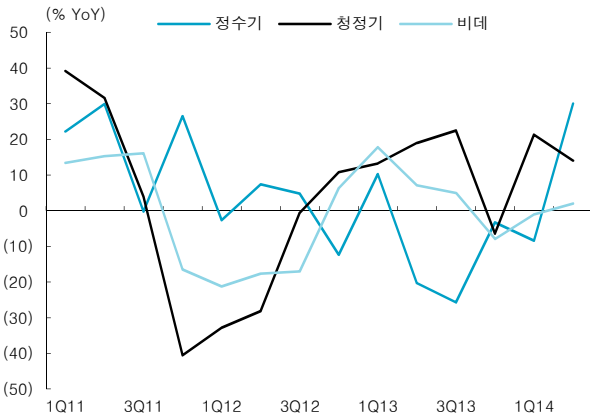
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 3분기 렌탈 신규 판매 전년대비 27% 증가 예상



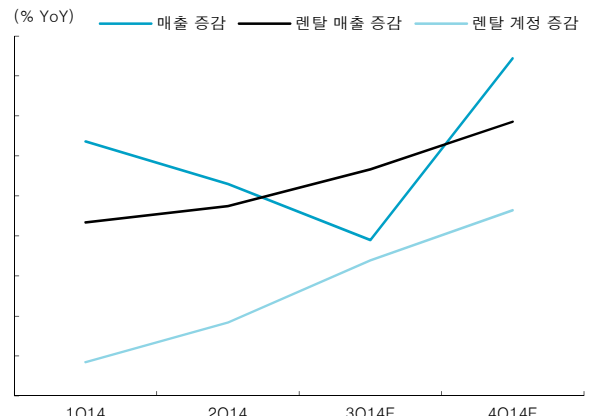
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 정수기 판매 회복 긍정적



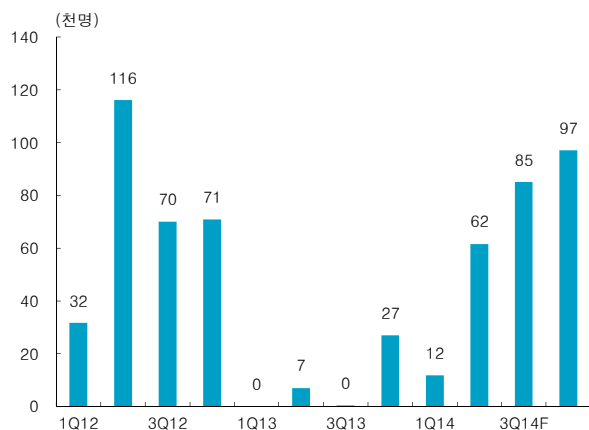
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 3분기 매출 증가세는 최저이나 렌탈은 회복



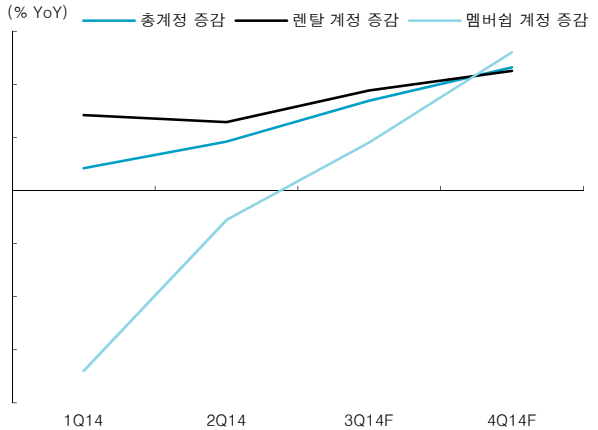
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 계정 순증 2분기부터 확대, 하반기 증가폭 더욱 클 것



주: 2013년부터 계정 기준 변경. 채권 계정과 미확정 계정 제외.
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 6] 3, 4분기 기말 계정수 전년대비 각각 3.4%, 4.6% 증가 예상



자료: 코웨이, 한국투자증권

〈표 1〉 실적 상세 내역

(단위: 십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F
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	5,659	5,757
총 계정순증 (천명, QoQ)	118	132	78	41	32	116	70	71	NM	7	0	27	12	62	85	97
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	3.4	4.6
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	4,552	4,635
렌탈 계정 순증 (QoQ)	89	87	55	73	30	38	34	56	NA	43	12	48	20	32	65	82
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	1,107	1,122
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29	44	23	(32)	2	78	36	15	2	(36)	(12)	(21)	(8)	29	20	15
렌탈 판매대수 (천대)	330	342	288	313	285	331	294	310	318	298	257	292	317	371	325	302
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	26.3	3.3
해지율 (%)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
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	23,708	23,985
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	3.0	2.7
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	25,676	25,850	25,979	26,288
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	2.9	3.6
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	14,213	14,355	14,495
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	9.1	7.4
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497	489	482	495	523	508	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	3.9	8.4
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375	378	384	386	392	400	411
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	5.7	6.9
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48	35	29	28	37	34	33
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)	(5.0)	11.0
화장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22	17	20	21	22	18	23
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	8.0	15.6
수출	18	23	25	32	30	21	20	31	32	45	38	31	45	56	36	38
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	(5.0)	24.0
기타	5	17	0	11	7	8	17	11	9	8	21	20	15	15	21	19
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	0.0	(4.8)
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329	319	323	326	343	332	342
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	65.3	65.4
영업이익	70	73	73	28	64	65	63	36	69	79	97	88	90	98	98	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	1.4	11.6
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	19.4	18.7

주: 2013년부터 계정 기준 변경. 채권 계정과 미확정 계정 제외
 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 45%, 공기청정기 44%, 비데 38%, 연수기 62%), 브랜드 인지도 등에서 국내 최고의 위치를 점하고 있다. 2014년 상반기말 기준 약 558만의 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	733	819	922
현금성자산	152	239	253	294	349
매출채권및기타채권	262	250	264	289	316
재고자산	72	66	70	76	83
비유동자산	976	976	1,016	1,068	1,123
투자자산	54	55	58	64	70
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	187	205	224
자산총계	1,755	1,668	1,748	1,887	2,045
유동부채	759	677	618	601	585
매입채무및기타채무	236	224	238	260	284
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	53	58	64
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	672	659	649
지배주주지분	785	941	1,077	1,228	1,396
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	1,004	1,155	1,323
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,077	1,228	1,396

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	443	513	559
당기순이익	94	245	284	329	377
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	9	9
자산부채변동	(24)	(41)	(34)	(9)	(11)
기타	201	134	2	1	1
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(230)	(243)	(247)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(3)	(5)	(6)
무형자산순증	(8)	(2)	(18)	(26)	(29)
기타	2	4	(7)	(10)	(10)
재무활동현금흐름	(76)	(373)	(199)	(228)	(258)
자본의증가	12	5	0	0	0
차입금의순증	20	(262)	(50)	(50)	(50)
배당금지급	(78)	(78)	(202)	(149)	(178)
기타	(30)	(38)	53	(29)	(30)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	54	86	14	42	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

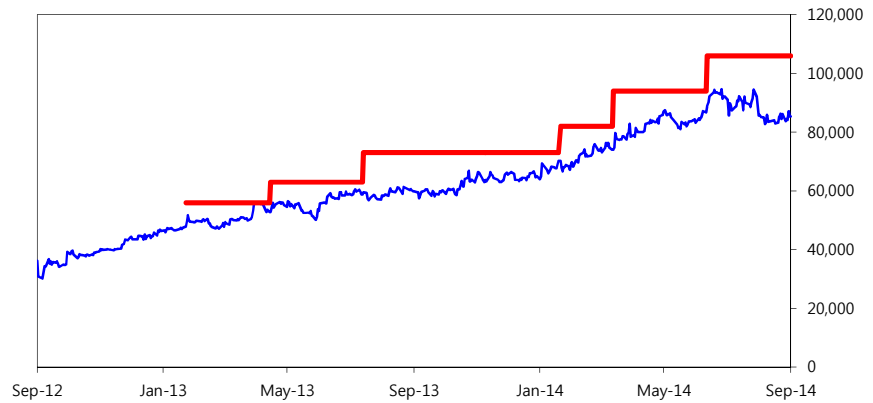
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,245	2,454	2,682
매출원가	678	721	779	832	898
매출총이익	1,315	1,397	1,466	1,622	1,784
판매관리비	1,088	1,058	1,081	1,187	1,289
영업이익	226	339	385	435	495
금융수익	2	4	(1)	7	8
이자수익	2	4	6	7	8
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	0	0	0
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	375	434	497
법인세비용	52	82	91	105	120
연결당기순이익	94	245	284	329	377
지배주주지분순이익	94	245	284	329	377
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	284	329	377
지배주주지분포괄이익	99	244	284	329	377
EBITDA	410	537	576	627	688

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,824	4,433	5,071
BPS	11,354	13,535	15,296	17,253	19,441
DPS	0	2,710	2,000	2,400	2,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	6.0	9.3	9.3
영업이익증가율	(3.7)	49.9	13.6	13.0	13.7
순이익증가율	(43.7)	160.6	16.0	15.8	14.4
EPS증가율	(43.3)	159.1	16.5	15.9	14.4
EBITDA증가율	3.9	31.1	7.3	8.8	9.7
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	17.2	17.7	18.5
순이익률	4.7	11.6	12.7	13.4	14.0
EBITDA Margin	20.6	25.4	25.7	25.6	25.6
ROA	5.6	14.3	16.6	18.1	19.2
ROE	12.3	28.4	28.2	28.6	28.7
배당수익률	-	4.1	2.3	2.8	3.3
배당성향	0.0	82.4	52.5	54.1	55.2
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	25	(67)	(172)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	26.5	19.1	13.2
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	22.3	19.3	16.8
PBR	3.8	4.9	5.6	4.9	4.4
EV/EBITDA	9.0	9.5	11.3	10.2	9.2

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
	2014.07.08	매수	106,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 9월 27일 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.