

# 코웨이(021240)

<b>매수(유지)</b>
목표가: 106,000원(유지)
종가(9/26): 85,400원

## 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. 영업 이익률은 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. 계정 수 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 쿠키전자(192400, NR) 등 경쟁업체 부상으로 MS가 하락했으나 금년은 ‘한뼉아이스정수기’, ‘탄산정수기’ 등 신제품 효과로 MS 확대가 기대된다.

### ■ 성수기인 4분기, 배당 메리트 부각될 전망

투자 의견 ‘매수’를 유지하고 목표주가 106,000원(12MF PER 25배)을 유지한다. 국내 환경 가전 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

\*상기 보고서는 2014년 9월 27일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.