

# 코웨이(021240)

Above
In line
Below

## 매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(10/24)	1,926
주가(10/24)	93,300
시가총액(십억원)	7,196
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	94,600/58,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,081
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.1/55.0
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 11인 31.0

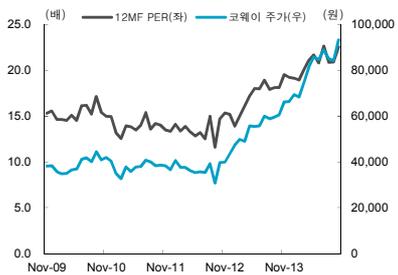
### Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	20.2	25.7	21.3
PBR(x)	4.9	6.2	5.5
ROE(%)	28.4	26.9	28.6
EV/EBITDA(x)	9.5	12.4	11.3
EPS(원)	3,283	3,629	4,375
BPS(원)	13,535	15,109	17,008

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.8	12.5	55.2
상대주가(%p)	16.2	16.2	61.2

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 선방한 3분기, 4분기 회복과 배당 메리트

### What's new: 비핵심 사업 부진, 그러나 높은 실적 가시성

3분기 별도 매출액이 전년대비 1.4% 증가에 그쳤으나 영업이익은 970억원(영업이익률 19.5%)으로 우리 예상과 일치했다. 전년 동기가 신규 판매 부진으로 인한 수수료 비용 절감으로 분기별 가장 높은 수익성을 시현했는데 금년 3분기에는 신규 판매 호조에도 불구하고 양호한 수익성이 지속되었다. 세전이익은 예상을 하회했는데 외화관련손실을 포함한 일회성 손실을 제외시 우리 예상과 유사하다. 매출의 약 80%를 차지하는 렌탈 부문 매출액이 전년대비 5.7% 증가했으나 일시불과 수출 부문이 전년대비 10%, 13% 감소한 것이 저조한 외형 성장의 이유이다. 화장품 매출도 전년대비 3.9% 증가에 그쳤다.

### Positives : 렌탈 부문 매출 완만한 회복 추세, 판매 호조가 렌탈 회복 견인

렌탈 부문 매출액은 2013년도 3%대를 저점으로 금년 가입자 확대와 ARPU 상승으로 증가세가 회복되고 있다. 3분기 말 렌탈 계정수는 560.3만으로 전년동기대비 2.3% 증가, ARPU는 3.5% 상승했다. 금년 판매 호조가 계정 순증을 견인하고 있으며 3분기 신규 렌탈 판매는 전년대비 21% 증가, 전분기대비 계정 순증은 28,000건이었고 이 중 ARPU가 높은 렌탈 계정 순증은 51,000건으로 2분기보다 확대되었다. 3분기 해지율은 월 0.96%로 2분기보다 하락했다. 정수기 신규 판매가 전년대비 30% 이상 증가했고 매트리스 판매도 82% 증가했다. 정수기는 연 판매량 약 50%를 차지하는 주요 품목인데 금년 신제품 효과와 유통 채널 다각화에 힘입어 점유율이 회복되고 있다. 매트리스는 신규 판매 비중이 8% 이상으로 상승해 신규 판매와 계정 순증에 기여하고 있다. 정수기와 매트리스는 월 ARPU가 청정기와 비데보다 높아 Product mix 개선에도 긍정적이다.

### Negatives : 최근 가장 낮은 매출 성장, 4분기 회복 전망

3분기 매출 증가율은 근래 가장 낮은 수준이다. 그러나 렌탈 가입자 증가와 비렌탈 사업 회복으로 4분기 매출액과 영업이익은 전년대비 8%, 14% 증가가 예상된다. 4분기는 청정기와 비데의 계절적 성수기로 신규 판매와 계정 순증이 3분기보다 확대될 것으로 기대된다. 또한 3분기에 부진했던 수출 부문은 오더 회복으로, 화장품은 상표권 분쟁 이슈가 마무리되면서 성장이 기대된다. 오히려 금년 3분기 부진했던 일시불 매출이 대부분 저조한 제습기 판매에 기인하는데 렌탈 비중이 높아 부침 없는 실적을 시현한 점은 고무적이다.

### 결론 : 아쉬움은 있지만 역전 가능성 확인될 것, 투자 의견 매수 유지

투자 의견 '매수'와 목표주가 106,000원(2015F PER 25배)을 유지한다. 환경 가전 수요 증가와 서비스에 기반한 렌탈 사업의 안정성, 주력 사업 회복과 국내의 성장 사업이 다수 포진되어 있다. 2014, 2015년 예상 배당수익률은 2.1%, 2.6%이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q14P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	508	496	(2.4)	520	(5.2)	1.4	2,229	2,233
영업이익	98	97	(1.3)	99	(0.7)	(0.0)	382	384
영업이익률	19.3	19.5	0.2	19.0	0.9	(0.3)	17.7	17.2
세전이익	97	88	(8.7)	96	1.7	6.2	356	380
순이익	73	66	(9.3)	73	1.8	6.6	270	285

주: 3Q14P 별도 기준. 2014F 실적은 연결 기준

<표 1> 코웨이 3분기 연결 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q14P		증감률	
	실적	컨센서스	QoQ	YoY
매출액	526	552	(5.7)	(0.9)
영업이익	95	97	(1.8)	(1.0)
영업이익률(%)	18.1	17.6	0.7	(0.0)
세전이익	86	94	(1.3)	6.8
순이익	64	70	(3.2)	6.3

자료: 코웨이, 한국투자증권

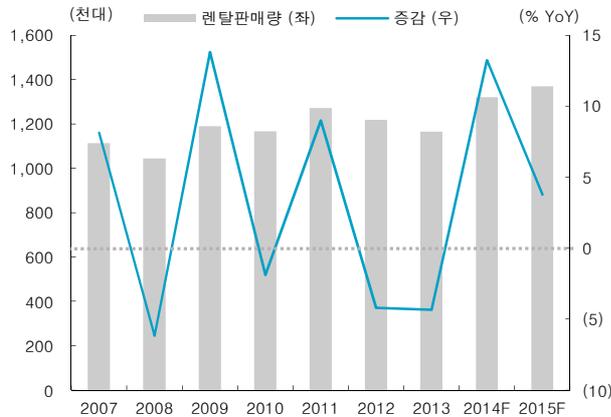
<표 2> 실적 상세 내역

(단위: 십억원, 원, 천명, %YoY, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14P	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	5,603	5,694
총 계정순증 (천명, QoQ)	118	132	78	41	32	116	70	71	NM	7	0	27	12	62	28	92
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	2.3	3.5
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	4,538	4,608
렌탈 계정 순증 (QoQ)	89	87	55	73	30	38	34	56	NA	43	12	48	20	32	51	71
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	1,065	1,086
멤버십 계정 순증 (QoQ)	29	44	23	(32)	2	78	36	15	2	(36)	(12)	(21)	(8)	29	(22)	21
렌탈 판매대수 (천대)	330	342	288	313	285	331	294	310	318	298	257	292	317	371	311	322
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	20.8	10.1
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	23,831	24,044
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	3.5	3.0
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	26,232
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	3.4
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	14,742
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	9.2
매출액	400	436	430	444	442	446	458	460	465	497	489	482	495	523	496	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	1.4	8.4
렌탈 관련	327	340	347	354	356	360	364	370	370	375	378	384	386	392	400	407
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	6.0
일시불	32	39	41	32	33	41	39	32	37	48	35	29	28	37	32	32
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)	(10.4)	7.6
확장품	17	18	18	15	17	16	17	17	18	22	17	20	21	22	17	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	3.6	11.6
수출	18	23	25	32	30	21	20	31	32	45	38	31	45	56	33	41
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	(13.0)	34.0
기타	5	17	0	11	7	8	17	11	9	8	21	20	15	15	15	21
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	(31.1)	5.7
매출총이익	274	295	295	294	297	304	306	294	311	329	319	323	326	343	334	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	67.2	65.5
영업이익	70	73	73	28	64	65	63	36	69	79	97	88	90	98	97	99
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	(0.0)	13.5
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	19.6	19.0

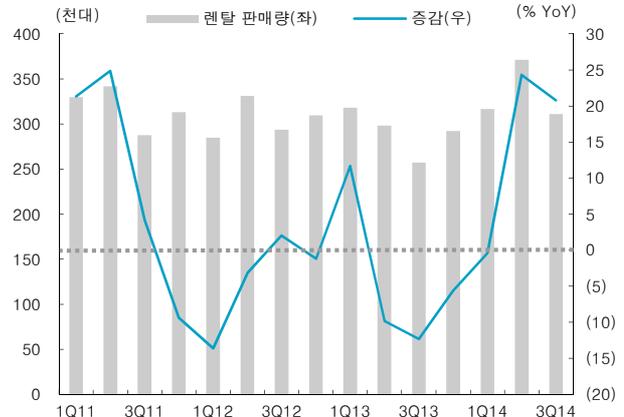
주: 2013년부터 계정 기준 변경. 채권 계정과 미확정 계정 제외  
 자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 2014년 렌탈 신규 판매 회복 가시화



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 3분기 렌탈 신규 판매 전년 대비 21% 증가



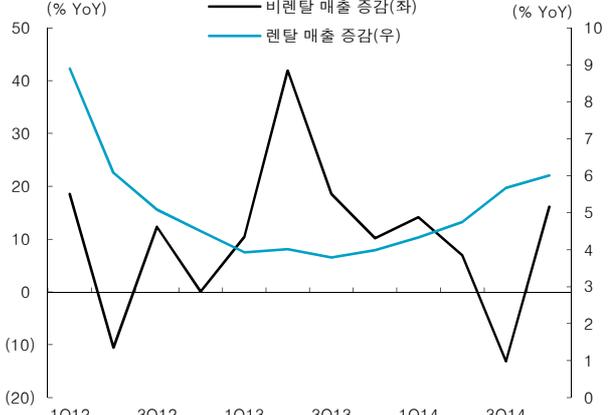
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 정수기 판매 회복 3분기 지속



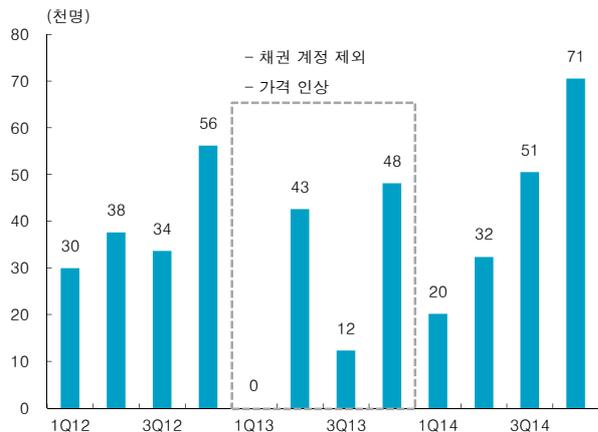
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 3분기 렌탈 부문 회복, 4분기 렌탈/비렌탈 동반 회복 예상



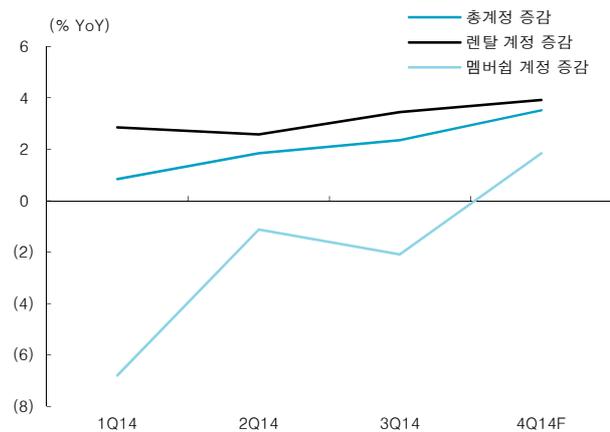
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 3분기 ARPU 높은 렌탈 계정 순증 확대



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

[그림 6] 3, 4분기 기말 계정수 전년 대비 각각 2.3%, 3.5% 증가 예상



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	728	809	893
현금성자산	152	239	251	291	330
매출채권및기타채권	262	250	263	286	311
재고자산	72	66	69	75	82
비유동자산	976	976	1,013	1,063	1,116
투자자산	54	55	58	63	68
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	186	202	220
자산총계	1,755	1,668	1,741	1,872	2,010
유동부채	759	677	626	606	576
매입채무및기타채무	236	224	236	257	279
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	53	57	63
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	678	664	638
지배주주지분	785	941	1,062	1,209	1,371
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	989	1,136	1,299
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,062	1,209	1,371

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	438	509	541
당기순이익	94	245	270	324	370
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	9	9
자산부채변동	(24)	(41)	(23)	(8)	(23)
기타	201	134	0	1	2
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(227)	(241)	(245)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(3)	(5)	(6)
무형자산순증	(8)	(2)	(17)	(25)	(27)
기타	2	4	(5)	(9)	(10)
재무활동현금흐름	(76)	(373)	(198)	(228)	(258)
자본의증가	12	5	0	0	0
차입금의순증	20	(262)	(50)	(50)	(50)
배당금지급	(78)	(78)	(202)	(148)	(178)
기타	(30)	(38)	54	(30)	(30)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	54	86	12	40	39

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

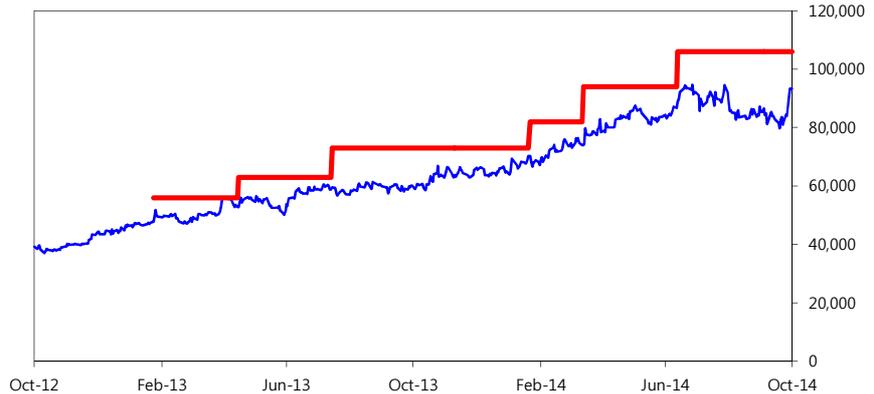
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,229	2,424	2,638
매출원가	678	721	774	822	884
매출총이익	1,315	1,397	1,456	1,602	1,754
판매관리비	1,088	1,058	1,073	1,173	1,267
영업이익	226	339	382	430	487
금융수익	2	4	(1)	7	8
이자수익	2	4	6	7	8
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	(17)	(1)	0
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	356	428	488
법인세비용	52	82	86	104	118
연결당기순이익	94	245	270	324	370
지배주주지분순이익	94	245	270	324	370
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	270	324	370
지배주주지분포괄이익	99	244	270	324	370
EBITDA	410	537	574	622	679

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,629	4,375	4,994
BPS	11,354	13,535	15,109	17,008	19,118
DPS	0	2,710	2,000	2,400	2,800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	5.2	8.8	8.8
영업이익증가율	(3.7)	49.9	12.8	12.4	13.2
순이익증가율	(43.7)	160.6	10.0	20.3	14.1
EPS증가율	(43.3)	159.1	10.5	20.6	14.1
EBITDA증가율	3.9	31.1	6.8	8.4	9.3
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	17.2	17.7	18.5
순이익률	4.7	11.6	12.1	13.4	14.0
EBITDA Margin	20.6	25.4	25.7	25.7	25.8
ROA	5.6	14.3	15.8	18.0	19.1
ROE	12.3	28.4	26.9	28.6	28.7
배당수익률	-	4.1	2.1	2.6	3.0
배당성향	0.0	82.4	55.0	54.9	56.1
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	27	(63)	(153)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	26.8	19.4	13.5
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	25.7	21.3	18.7
PBR	3.8	4.9	6.2	5.5	4.9
EV/EBITDA	9.0	9.5	12.4	11.3	10.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	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 10월 26일 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.