

코웨이(021240)

매수(유지)
목표가: 106,000원(유지)
종가(1/8): 78,900원

4Q14 Preview: 이번 없는 실적 개선

■ 4분기 영업이익 시장 예상 부합, 렌탈 부문이 견인하는 실적 개선

4분기 별도 매출액은 전년대비 6% 증가한 5,124억원, 영업이익은 전년대비 11% 증가한 976억원이 기대되어 대체로 시장 기대에 부합할 전망이다. 영업이익률은 19.0%로 전년 동기 대비 0.8%p 개선될 것으로 예상된다. 렌탈 매출액(비중 80%)이 전년대비 6.1% 증가하고 비렌탈 부문(일시불, 화장품, 수출, 기타) 매출도 3분기 전년대비 13% 감소에서 벗어나 전년대비 6.7% 증가할 것이다. 4분기 말 총 계정수는 567만으로 전년대비 3.0% 증가, ARPU는 2.9% 상승이 예상된다. 전분기대비 총 계정(렌탈+멤버십) 순증은 62,000건으로 예상되어 3분기 28,000건에서 확대될 것으로 예상된다. 광고비, 수수료, 상여금 등 주요 판관비 비율도 추세적으로 소폭 하향되고 있어 비용상에서의 이슈는 없다.

■ 크게 이번 없는 실적, 견고한 신규 판매 + 낮은 해지율 + 중국 청정기 수출 회복

렌탈 부문 실적 개선을 견인하는 렌탈 계정 순증 확대는 판매 호조에 기인한다. 4분기 신규 렌탈 판매는 32.2만건으로 전년대비 10% 증가할 것으로 예상된다. 비데와 청정기 계절적 수요 호조에 더해 최근 정수기에서 점유율을 회복하고 있다. 고성장 사업군인 매트리스 월 판매량은 8,000대를 상회해 신규 렌탈 판매의 7% 이상을 차지한다. 월 해지율도 1% 내외에서 안정적으로 유지되고 있다. 지속적인 ARPU 상승은 1) 렌탈료 인상으로 인한 1%대 ARPU 상승 효과와 2) 고부가 제품 비중 확대, 3) 멤버십보다 ARPU가 두배 가까이 높은 렌탈 위주의 계정 순증에 기인한다. 렌탈 품목 중에서도 평균 ARPU보다 10% 이상 높은 정수기와 매트리스 판매 호조가 주목할 만하다. 비렌탈 부문 회복은 3분기 부진했던 수출 부문 매출액이 중국향 청정기 매출 호조에 힘입어 4분기에 재차 전년대비 25% 증가가 예상되기 때문이다. 2015년 매출액과 영업이익은 전년대비 8.3%, 11.7% 증가할 전망이다. 렌탈 부문 매출 증가율을 6.9%로 비렌탈 부문은 13%로 예상한다.

■ 성장에 대한 우려와 밸류에이션 부담으로 인한 주가 하락, 목표주가 106,000원 유지

3분기 매출 증가율이 1%대까지 하락하며 성장에 대한 우려와 밸류에이션 부담으로 인해 주가는 고점 대비 17% 하락했다. 주력인 렌탈 사업은 2013년 가격 인상 이후 주춤했으나 신규 판매가 재차 호조이고 렌탈 품목 다각화가 진행형이어서 완만한 성장이 지속될 전망이다. 국내외 경쟁 심화가 우려되고 있으나 국내에서는 제품 경쟁력 및 영업력 강화, 신규 판매 채널 확대로 수성하고 있고 중국 청정기는 시장 자체가 고성장하고 있다. 화장품 사업은 상표권 분쟁 종료 이후 영업력 회복이 기대되고 말레이시아, 미주 사업 등 해외 사업은 추가 성장 잠재력이다. 국내 환경 개선 수요 증가에 힘입은 완만한 성장, 해외 사업의 확장 가능성, 주주가치 우호정책이라는 투자 포인트는 훼손되지 않은 것으로 판단된다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 106,000원(12MF PER 24배, 역사적 고점 PER)을 유지한다.

	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	2,166	380	266	3,578	9.0	571	23.5	11.3	5.6	26.6	2.4
2015F	2,353	432	323	4,360	21.9	624	18.1	9.5	4.7	28.6	3.0
2016F	2,560	478	361	4,861	11.5	671	16.2	8.7	4.2	28.2	3.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

*상기 보고서는 2015년 1월 8일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.