

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/12)	1,942
주가(2/12)	83,700
시가총액(십억원)	6,455
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	94,600/66,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,799
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.2/54.3
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 9인 31.0

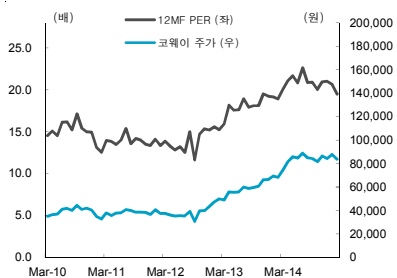
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	20.2	25.0	19.3
PBR(x)	4.9	5.7	5.0
ROE(%)	28.4	25.3	28.9
EV/EBITDA(x)	9.5	11.6	10.1
EPS(원)	3,283	3,374	4,345
BPS(원)	13,535	14,862	16,733

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.7	(4.3)	23.6
상대주가(%p)	2.6	0.5	23.3

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

완만한 성장과 주주환원정책 지속 예상

What's new : 일회성 요인으로 순이익 예상 하회

4분기 별도 영업이익은 전년대비 6.4% 증가한 932억원을 기록했다. 연말 프로모션 증가로 우리 예상을 4.5% 하회했으나 가입자 증가와 ARPU 상승으로 대체로 예상과는 대동소이했다. 순이익이 453억원에 그쳐 우리와 시장 예상을 크게 하회했는데 중국 및 태국 자회사와 수처리전문회사인 그린엔텍에 대해 투자주식손상차손 306억원을 반영했다. 일회성 비용으로 이를 제외한 당기순이익은 759억원으로 예상에 부합했다. 연결로는 자회사의 자산손상차손으로 반영되면서 연결 영업이익이 전년대비 10% 감소한 817억원을 기록했는데, 관련 비용을 제외시 974억원으로 시장 예상에 부합했다.

Positives : 견고한 렌탈 부문, 기대에 부합하는 가이던스와 배당 정책 확인

부문별로 렌탈 관련 매출액(비중 80%)이 전년대비 5.6% 증가하고 비렌탈 부문(일시불, 화장품, 수출, 수처리) 매출액이 전년대비 4.3% 감소했다. 4분기 말 총 계정수는 562만으로 전년대비 3.1% 증가, ARPU는 2.4% 상승했다. 신규 렌탈은 33.2만건(+13.5% YoY), 해지율은 0.95%로 안정적이다. 정수기 신규 판매 증가와 (+14% YoY), 매트리스 판매 호조(+89% YoY)가 돋보인다. ARPU 상승은 1) 렌탈료 인상, 2) 제품 믹스 개선, 3) 멤버십보다 ARPU가 높은 렌탈 위주의 계정 순증에 기인한다. 2015년 별도 매출 가이던스를 2.18조원(+8.3% YoY), 영업이익은 4,200억원(+11.3% YoY)으로 제시했는데, 기대치에 부합한다. 신규 렌탈 판매는 142만대(+6.7% YoY), 25만 계정 순증을 제시했다. 2014년 주당 배당금은 2,000원으로 작년 말 기준 시가배당률은 2.4%이다. 배당성향은 상향되고 있으며 현주가 기준 금년 예상 배당수익률은 2.9%에 달할 것으로 예상된다.

Negatives : 비핵심사업에서 뚜렷한 성과는 아직...

3분기보다 감소폭은 완화되었으나 비렌탈부문이 다소 부진했고 해외 사업 불확실성이 상존한다. 화장품은 홈쇼핑 판매 호조로 금년 실적 회복이 기대되고, 해외 사업은 가입자 확대가 지속되는 말레이시아 법인과 중국 청정기 ODM 사업으로 선택과 집중이 예상된다.

결론 : 다양한 성장 사업이 기반이 되는 완만한 성장, 주주환원정책 긍정적

렌탈 서비스 기반의 우수한 현금 흐름, 국내 환경 가전 및 렌탈 수요 증가에 힘입은 완만한 성장, 주주 가치 우호정책이라는 투자 포인트는 유효하다. 주력인 렌탈에서 경쟁 심화 우려에도 불구하고 제품 경쟁력과 영업력 강화, 신규 렌탈 품목 확대가 돋보이고 해외 진출로 추가 성장을 모색하고 있다. 금년 연결 예상 영업이익 증가율은 19%, EPS 증가율은 29% (2014년 일회성 비용 제거 시 16%) 이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 106,000원 (12MF PER 24배, 역사적 고점 PER)을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q14P				증감률		2015F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	512	500	(2.5)	516	0.7	3.6	2,364	2,309
영업이익	98	93	(4.5)	97	(3.9)	6.4	431	431
영업이익률	19.0	18.7	(0.4)	18.9	(0.9)	0.5	18.2	18.7
세전이익	95	67	(29.6)	96	(24.1)	(6.8)	425	426
순이익	74	45	(38.5)	72	(31.8)	(9.8)	322	321

주: 별도 기준 4Q14 실적. 연결 기준 2015 실적

<표 1> 코웨이 4분기 연결 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q14P		증감률	
	실적	컨센서스	QoQ	YoY
매출액	543	550	3.3	3.6
영업이익	82	96	(14.3)	(10.3)
영업이익률	15.1	17.5	(3.1)	(2.3)
세전이익	72	100	(16.8)	(20.9)
지배주주순이익	53	65	(16.5)	(21.4)

자료: 코웨이, 한국투자증권

<표 2> 분기 실적 상세 내역

(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, %YoY, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P
총계정수	5,484	5,600	5,670	5,741	5,372	5,396	5,408	5,446	5,469	5,539	5,571	5,617
총 계정순증 (천계정, QoQ)	32	116	70	71	NM	24	11	39	23	70	32	45
증감 %YoY	5.4	5.0	4.8	5.3	NM	NM	NM	NM	1.8	2.7	3.0	3.1
렌탈 계정수 (천계정, 기말)	4,480	4,518	4,551	4,607	4,332	4,374	4,387	4,435	4,455	4,487	4,538	4,601
렌탈 계정 순증 (QoQ)	30	38	34	56	NM	43	12	48	20	32	51	63
멤버십 계정수 (천계정, 기말)	1,004	1,082	1,118	1,133	1,040	1,022	1,021	1,012	1,014	1,052	1,034	1,016
멤버십 계정 순증 (QoQ)	2	78	36	15	NM	(18)	(1)	(9)	2	38	(18)	(18)
렌탈 판매대수 (천대)	285	331	294	310	318	298	257	292	317	371	311	332
증감 %YoY	(13.6)	(3.2)	2.0	(1.2)	11.7	(9.9)	(12.3)	(5.6)	(0.4)	24.3	20.8	13.5
해지율 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
전체 ARPU (원)	21,311	21,321	21,223	21,250	NM	23,197	23,331	23,608	23,590	23,768	23,973	24,176
증감 %YoY	2.9	1.8	0.7	0.1	NM	NM	NM	NM	NM	2.5	2.8	2.4
렌탈 ARPU (원)	23,164	23,319	23,325	23,357	NM	25,418	25,487	25,631	25,676	25,850	26,051	26,178
렌탈 ARPU (%YoY)	4.3	3.2	2.1	1.6	NM	NM	NM	NM	NM	1.7	2.2	2.1
멤버십 ARPU (원)	12,948	12,594	12,446	12,467	NM	12,753	13,159	13,498	14,441	14,757	14,905	15,253
멤버십 ARPU (%YoY)	(5.4)	(6.4)	(6.8)	(6.6)	NM	NM	NM	NM	NM	15.7	13.3	13.0
매출액	442	446	458	460	465	497	489	482	495	523	496	499
증감 (%YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	6.8	4.9	6.4	5.3	1.4	3.5
렌탈 관련	356	360	364	370	370	375	378	384	386	392	400	406
증감 (%YoY)	8.9	6.1	5.1	4.5	3.9	4.0	3.8	4.0	4.3	4.7	5.7	5.6
렌탈	317	321	323	327	327	332	335	339	342	347	353	359
증감 (%YoY)	10.1	7.1	5.7	4.6	3.2	3.5	3.6	3.6	4.6	4.5	5.3	5.8
멤버십	39	39	41	42	43	43	43	44	44	46	47	47
증감 (%YoY)	(0.4)	(1.3)	0.3	3.6	9.8	8.5	5.1	3.2	2.6	7.0	8.6	7.5
일시불	33	41	39	32	37	48	35	29	28	37	32	27
증감 (%YoY)	2.7	4.5	(4.6)	1.6	11.9	18.0	(9.4)	(9.2)	(24.6)	(21.7)	(10.4)	(9.1)
화장품	17	16	17	17	18	22	17	20	21	22	17	20
증감 (%YoY)	(3.3)	(8.8)	(1.8)	9.7	6.6	35.3	(4.2)	17.9	17.1	0.7	3.6	1.0
수출	30	21	20	31	32	45	38	31	45	56	33	33
증감 (%YoY)	63.9	(8.0)	(18.8)	(5.6)	5.0	111.1	90.7	0.4	43.5	25.2	(13.0)	9.3
기타	7	8	17	11	9	8	21	20	15	15	15	14
증감 (%YoY)	28.9	(50.6)	4711.7	(0.9)	36.7	(5.0)	21.1	83.9	62.6	95.9	(31.1)	(31.4)
매출총이익	297	304	306	294	311	329	319	323	326	343	334	338
매출총이익률	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	65.3	67.0	65.8	65.5	67.2	67.8
영업이익	64	65	63	36	69	79	97	88	90	98	97	93
증감 (%YoY)	(7.8)	(10.3)	(14.0)	27.3	7.9	21.9	54.2	145.7	29.7	23.0	(0.1)	6.4
영업이익률 (%)	14.5	14.6	13.7	7.7	14.9	16.0	19.8	18.2	18.1	18.7	19.5	18.7

주: 별도기준, 2013년부터 계정 기준 변경, 채권 계정, 미확정 계정 및 무상 계정 제외
 자료: 코웨이, 한국투자증권

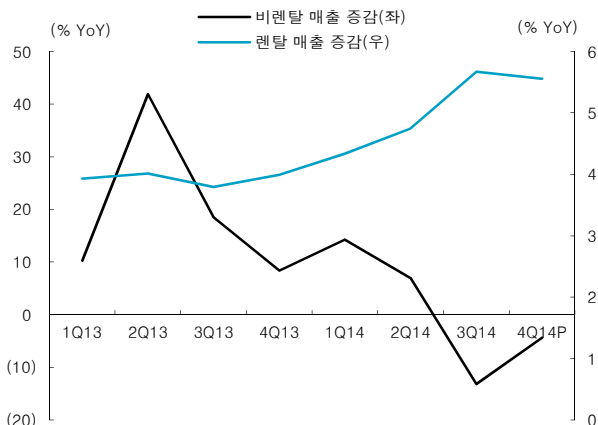
<표 3> 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, %YoY, %)

	2011	2012	2013	2014P	2015F	2016F
총계정수	5,452	5,741	5,446	5,617	5,870	6,157
총 계정순증 (천계정, YoY)	369	289	NM	170	253	287
증감 %YoY	7.3	5.3	NM	3.1	4.5	4.9
렌탈 계정수 (천계정, 기말)	4,450	4,607	4,435	4,601	4,859	5,109
렌탈 계정 순증 (YoY)	305	157	NM	166	259	250
멤버십 계정수 (천계정, 기말)	1,002	1,133	1,012	1,016	1,011	1,049
멤버십 계정 순증 (YoY)	64	131	NM	4	(5)	38
렌탈 판매대수 (천대)	1,273	1,219	1,166	1,330	1,399	1,460
증감 %YoY	9.0	(4.2)	(4.3)	14.1	5.2	4.3
해지율 (%)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
전체 ARPU (원)	21,587	21,084	NM	23,819	24,274	24,916
증감 %YoY	3.4	(2.3)	NM	NM	1.9	2.6
렌탈 ARPU (원)	23,362	23,093	NM	25,560	26,292	26,972
렌탈 ARPU (%YoY)	4.0	(1.1)	NM	NM	2.9	2.6
멤버십 ARPU (원)	13,723	12,560	NM	15,073	14,975	15,141
멤버십 ARPU (%YoY)	(0.1)	(8.5)	NM	NM	(0.7)	1.1
매출액	1,710	1,807	1,934	2,014	2,180	2,368
증감 (%YoY)	13.9	5.7	7.0	4.1	8.3	8.6
렌탈 관련	1,394	1,439	1,507	1,584	1,693	1,819
증감 (%YoY)	9.6	3.2	4.7	5.1	6.9	7.5
렌탈	1,235	1,278	1,335	1,401	1,511	1,632
증감 (%YoY)	9.7	3.5	4.5	4.9	7.9	8.0
멤버십	160	161	172	183	182	187
증감 (%YoY)	9.1	0.8	6.8	6.7	(0.7)	2.7
일시불	102	145	149	124	136	151
증감 (%YoY)	9.8	41.4	3.2	(17.3)	9.9	11.5
화장품	68	67	76	80	90	100
증감 (%YoY)	191.4	(1.5)	13.7	5.3	13.0	10.0
수출	98	110	145	167	198	227
증감 (%YoY)	41.6	11.8	31.9	15.8	18.0	15.0
기타	47	46	56	58	64	71
증감 (%YoY)	6.9	(1.5)	21.6	3.9	10.0	10.0
매출총이익	1,158	1,201	1,282	1,340	1,454	1,580
매출총이익률	67.7	66.5	66.3	66.6	66.7	66.7
영업이익	243	228	333	377	424	487
증감 (%YoY)	(20.7)	(6.4)	46.3	13.3	12.3	14.9
영업이익률 (%)	14.2	12.6	17.2	18.7	19.4	20.6

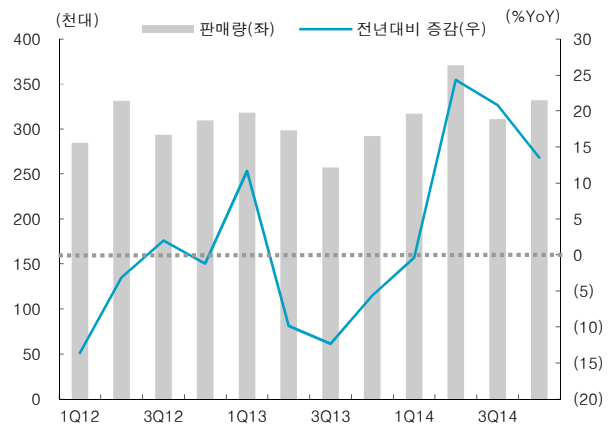
주: 별도기준, 2011년부터 IFRS 기준. 2013년부터 계정 기준 변경, 채권 계정, 미확정 계정 및 무상 계정 제외
 자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 렌탈 매출 증가율은 3Q13 저점으로 지속 상승



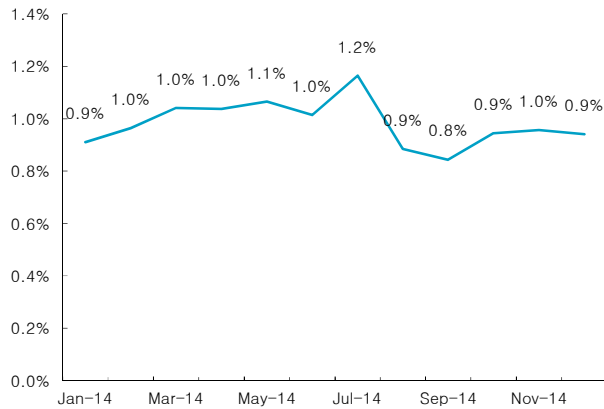
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 2] 신규 판매 호조 지속



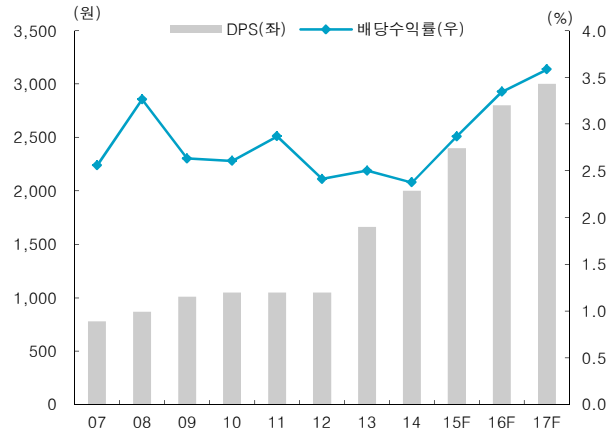
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 해지율 안정적 수준



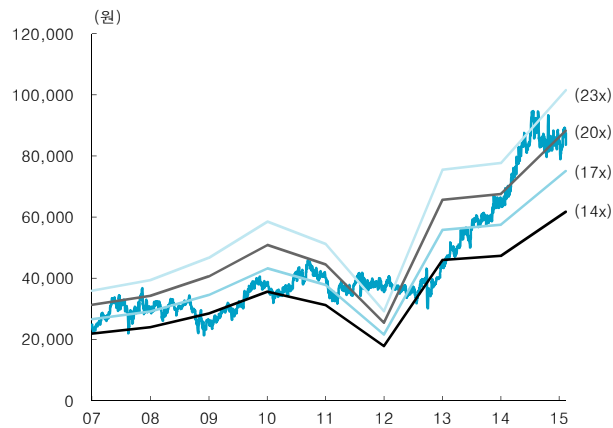
자료: 한국투자증권

[그림 4] 코웨이 주당 배당금과 배당수익률



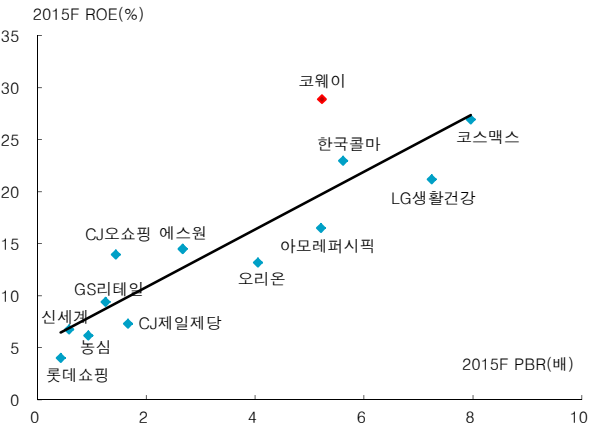
주: 연말 주가 기준, 2015년 이후는 현주가 기준
자료: 한국투자증권

[그림 5] PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 6] 주요 소비자 대비 PBR/ROE



자료: 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. 2015년 말 기준 약 562만의 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.

- 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	705	789	870
현금성자산	152	239	243	284	321
매출채권및기타채권	262	250	254	278	303
재고자산	72	66	67	73	80
비유동자산	976	976	1,002	1,054	1,105
투자자산	54	55	56	61	67
유형자산	630	638	657	676	695
무형자산	184	177	180	197	214
자산총계	1,755	1,668	1,707	1,843	1,975
유동부채	759	677	613	599	569
매입채무및기타채무	236	224	229	250	272
단기차입금및단기사채	330	182	132	82	32
유동성장기부채	110	146	146	146	146
비유동부채	211	50	51	56	61
사채	118	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	36	0	0	0	0
부채총계	970	727	664	655	630
지배주주지분	785	941	1,043	1,187	1,345
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(85)	(94)	(94)	(94)	(94)
이익잉여금	701	868	970	1,115	1,273
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	785	941	1,043	1,187	1,345

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	454	537	420	510	538
당기순이익	94	245	251	322	366
유형자산감가상각비	175	191	183	183	183
무형자산상각비	8	8	8	8	9
자산부채변동	(24)	(41)	(22)	(4)	(21)
기타	201	134	0	1	1
투자활동현금흐름	(319)	(76)	(216)	(242)	(243)
유형자산투자	(314)	(268)	(202)	(202)	(202)
유형자산매각	4	10	0	0	0
투자자산순증	(3)	180	(1)	(5)	(5)
무형자산순증	(8)	(2)	(11)	(25)	(26)
기타	2	4	(2)	(10)	(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	5	40	37

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

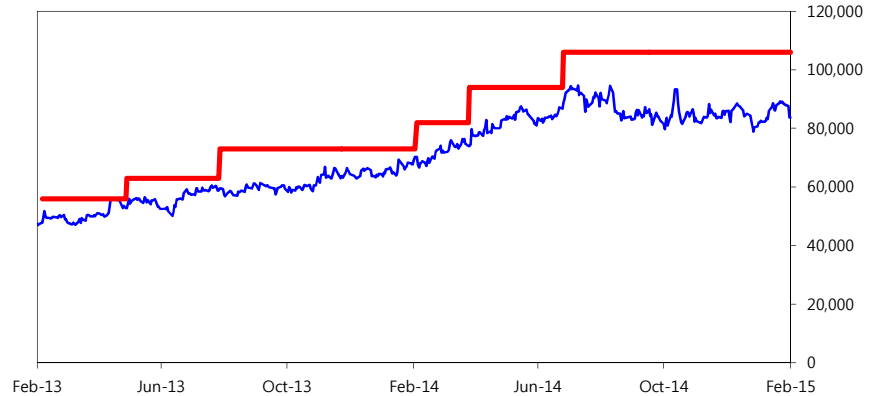
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,993	2,118	2,160	2,364	2,569
매출원가	678	721	727	799	855
매출총이익	1,315	1,397	1,434	1,565	1,713
판매관리비	1,088	1,058	1,069	1,134	1,229
영업이익	226	339	364	431	485
금융수익	2	4	(4)	3	4
이자수익	2	4	3	3	4
금융비용	30	19	9	8	6
이자비용	30	19	9	8	6
기타영업외손익	(58)	(15)	(16)	(1)	0
관계기업관련손익	5	18	0	0	0
세전계속사업이익	146	327	332	425	482
법인세비용	52	82	82	103	117
연결당기순이익	94	245	251	322	366
지배주주지분순이익	94	245	251	322	366
기타포괄이익	5	(1)	0	0	0
총포괄이익	99	244	251	322	366
지배주주지분포괄이익	99	244	251	322	366
EBITDA	410	537	553	623	677

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,267	3,283	3,374	4,345	4,929
BPS	11,354	13,535	14,862	16,733	18,780
DPS	0	2,710	2,000	2,400	2,800
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.2	6.3	2.0	9.4	8.7
영업이익증가율	(3.7)	49.9	6.8	19.0	12.5
순이익증가율	(43.7)	160.6	2.3	28.5	13.5
EPS증가율	(43.3)	159.1	2.8	28.8	13.5
EBITDA증가율	3.9	31.1	2.9	12.6	8.8
수익성(%)					
영업이익률	11.3	16.0	16.8	18.2	18.9
순이익률	4.7	11.6	11.6	13.6	14.2
EBITDA Margin	20.6	25.4	25.6	26.3	26.4
ROA	5.6	14.3	14.9	18.2	19.2
ROE	12.3	28.4	25.3	28.9	28.9
배당수익률	-	4.1	2.4	2.9	3.3
배당성향	0.0	82.4	59.2	55.2	56.8
안정성					
순차입금(십억원)	439	90	35	(56)	(144)
차입금/자본총계비율(%)	75.7	35.6	27.3	19.8	13.7
Valuation(X)					
PER	34.4	20.2	25.0	19.3	17.0
PBR	3.8	4.9	5.7	5.0	4.5
EV/EBITDA	9.0	9.5	11.6	10.1	9.2

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 2015년 2월 13일 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.