

## 코웨이(021240)

### 매수(유지)

목표주가: 117,000원(상향)

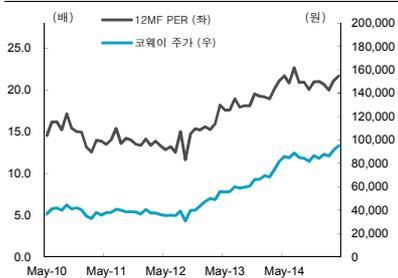
#### Stock Data

KOSPI(4/16)	2,140
주가(4/16)	94,900
시가총액(십억원)	7,319
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	103,500/77,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,277
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/54.8
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 9인 31.0
	국민연금 5.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.0	13.5	22.3
상대주가(%p)	3.3	2.0	14.9

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 1Q15 Preview: 꾸준히, 앞으로

#### 완만한 실적 개선, 목표주가 117,000원으로 상향

투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 기존 106,000원에서 117,000원으로 10% 상향한다. 2015~2016년 평균 EPS에 역사적 상단 목표 PER 25배를 적용했다. 완만한 실적 개선과 밸류에이션 시점 변경에 따른 목표 주가 상향이고 현 주가에서 24% 상승 여력이 있다. 사모펀드로 인수된 2013년 수익성 level-up 이후 가파른 실적 향상에 대한 기대는 낮아졌으나 국내 환경 가전/렌탈 수요 증가와 코디 채널 및 영업력에 힘입은 완만한 성장, 렌탈 사업에 기반하는 높은 이익 가시성, 해외 사업의 확장 가능성 및 주주 가치 우호정책이라는 투자 포인트가 유효하다. 2015, 2016년 배당수익률은 2.5%, 3.0%로 예상된다.

#### 1분기 영업이익 시장 예상 부합, 렌탈 부문이 견인하는 실적 개선

1분기 연결 매출액은 전년대비 8% 증가한 5,751억원, 영업이익은 전년대비 18% 증가한 1,062억원으로 시장 기대에 부합할 전망이다. 영업이익률은 18.5%로 전년 동기 대비 1.6%p 개선될 전망이다. 렌탈 매출액(비중 77%)이 전년대비 6.3% 증가하고 비렌탈 부문 매출(비중 20%)도 2분기 연속 감소 추세에서 벗어나 전년대비 8.2% 증가할 것이다. 렌탈 계정수는 568만 계정으로 전년대비 3.9% 증가, ARPU는 전년대비 2.7% 상승이 예상된다. 렌탈 신규 판매가 전년대비 약 10% 증가하고 해지율이 월 1% 미만으로 전분기대비 계정 순증도 65,000건으로 비수기이나 계정 순증도 양호할 전망이다. 비렌탈 부문에서 일시불 매출과 화장품은 전년대비 각각 10%, 25% 증가하고 수출은 경쟁 심화와 높은 기저로 전년과 유사한 수준에 그칠 전망이다. ARPU 상승에 힘입어 원가를 하락이 예상되고 광고비, 수수료 등 주요 판관비도 안정적으로 유지된 것으로 추정된다.

#### 2015년 성장성 확대, 경쟁 심화 불구 핵심 지표들은 양호

2015년 연결 매출액 2,4조원(+9.4% YoY), 영업이익 4,374억원(+20% YoY)을 예상한다. 렌탈 매출은 7.3% 증가, 비렌탈 부문은 15% 성장으로 예상한다. 2013년 수익성 위주의 전략으로 인해 2013년, 2014년 외형 성장은 다소 저조했다. 2014년 신규 렌탈 판매와 계정 순증이 확대되었는데 이는 금년 외형 회복으로 이어질 전망이다. 현대홈쇼핑(053050, 매출/TP 190,000원)의 렌탈 자회사 설립으로 렌탈 사업에 대해 시장 성장 기대와 경쟁 심화 우려가 공존하고 있는데, 코웨이는 경쟁업체들과의 매출 및 이익 격차가 크고 제품 경쟁력과 서비스 네트워크에서 우위를 점하고 있다고 판단된다. 우리는 경쟁 요인에 대해 1) 신규 판매, 2) 가입자 해지, 3) 마케팅 비용을 주요 지표로 판단한다. 성장 사업군인 매트리스, 청정기뿐 아니라 주력인 정수기에서 신규 판매가 호조다. 해지율은 안정적으로 유지되고 있고 재구매와 가입자 유치를 위한 무리한 마케팅 비용도 감지되지 않는다. 고부가 신제품 출시, 채널 확장, 코디 및 영업 인력 확대에 경쟁에 대응하고 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	2,118	339	245	3,283	159.1	537	20.2	9.5	4.9	28.4	4.1
2014A	2,160	364	250	3,361	2.4	578	25.1	11.0	5.6	25.2	2.4
2015F	2,364	437	327	4,407	31.1	661	21.5	10.8	5.6	29.4	2.5
2016F	2,567	488	368	4,957	12.5	721	19.1	9.8	5.0	29.0	3.0
2017F	2,796	538	408	5,491	10.8	782	17.3	9.0	4.4	28.5	3.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 1Q15 Preview: 컨센서스 부합

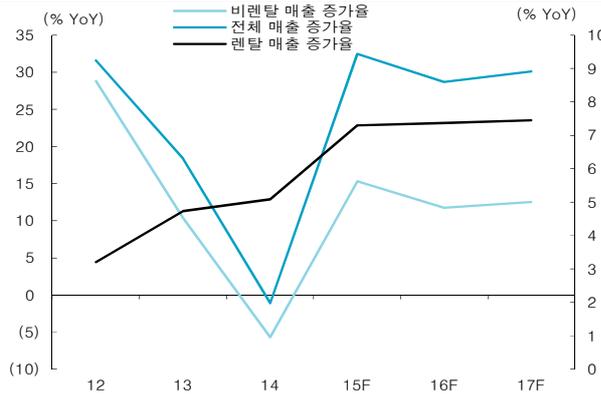
(단위: 십억원, %)

	1Q15F	전년대비	전분기대비	Consensus	1Q14	4Q14	2015F
매출액	575	7.5	5.9	532	535	543	2,364
영업이익	106	17.7	30.0	100	90	82	437
세전이익	105	19.0	47.1	104	88	72	433
순이익	79	20.3	48.9	77	66	53	327

주: Consensus는 별도 기준임

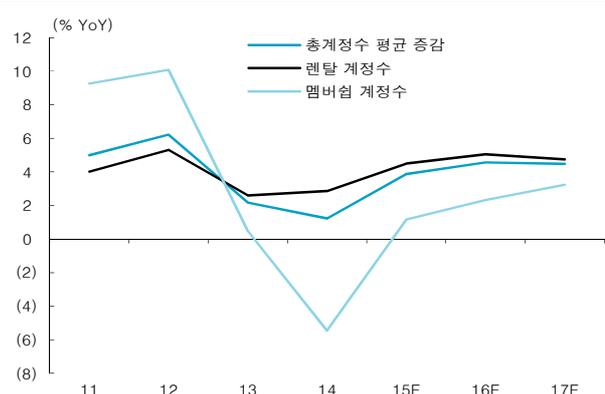
자료: 코웨이, Quantwise, 한국투자증권

[그림 1] 2014년 비렌탈 부문 부진, 외형 성장 저조



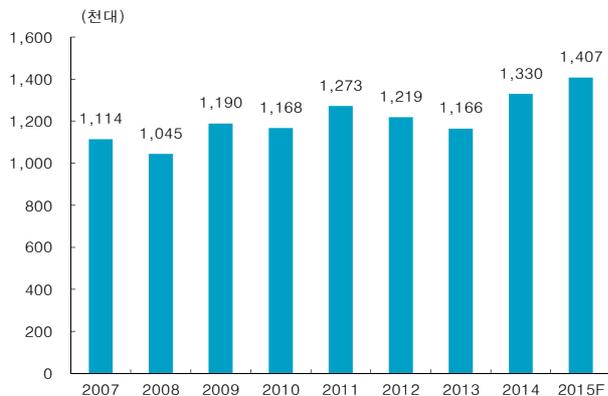
자료: 한국투자증권

[그림 2] 계정수 증가율 2013년 바닥으로 회복 추세



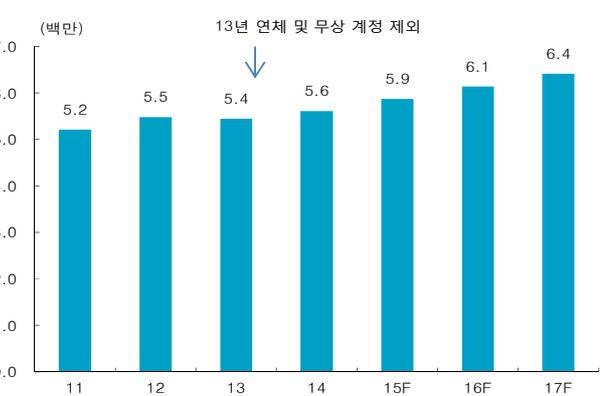
자료: 한국투자증권

[그림 3] 신규 렌탈 판매, 2014년부터 호조



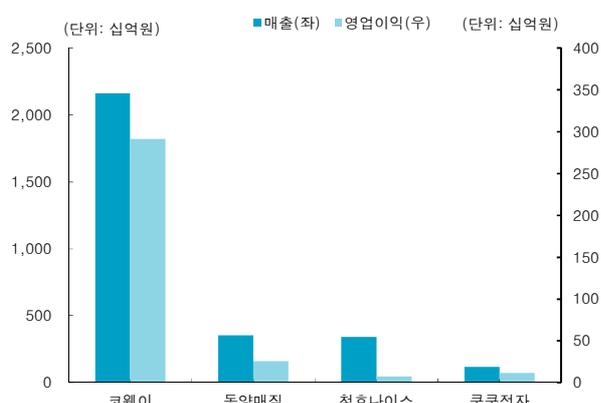
자료: 한국투자증권

[그림 4] 총 계정수 추이

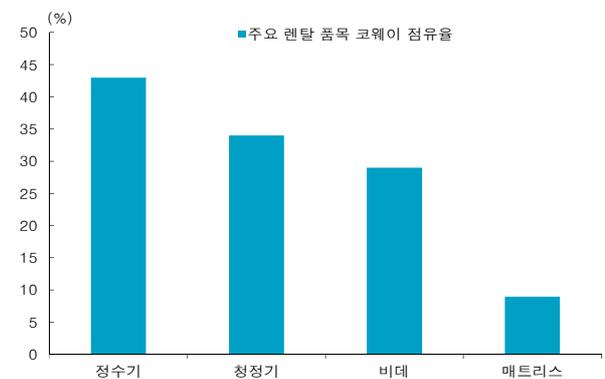


자료: 한국투자증권

[그림 5] 코웨이 vs 경쟁사 2014년 실적 비교

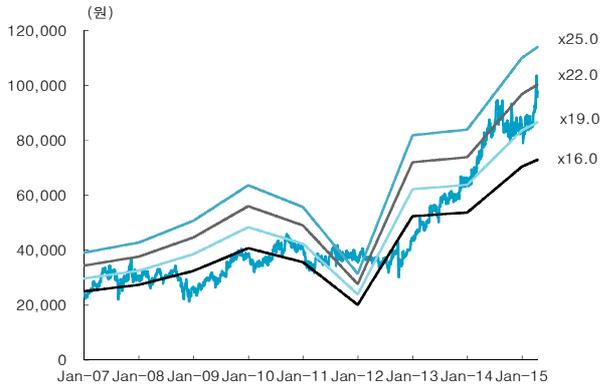


[그림 6] 코웨이 주요 렌탈 품목 점유율



자료: 한국투자증권

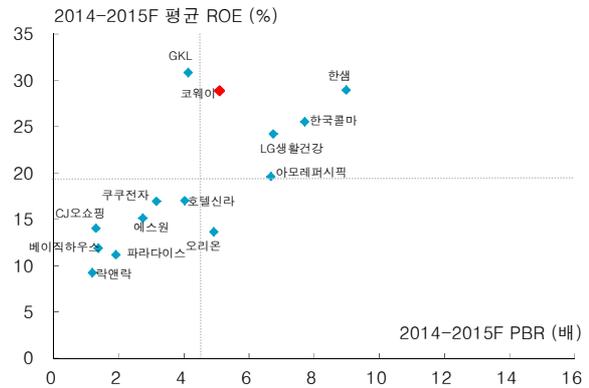
[그림 7] PER 밴드



자료: 한국투자증권

자료: 한국투자증권

[그림 8] 주요 소비재 대비 PBR/ROE



자료: 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 천 계정, % YoY)

	10	11	12	13	14	15F	16F	17F
총 계정수	4,855	5,215	5,482	5,446	5,617	5,876	6,141	6,414
총 계정 순증	118	360	267	(36)	170	259	266	273
% YoY	2.5	7.4	5.1	(0.6)	3.1	4.6	4.5	4.4
렌탈 계정수 (기말)	3,917	4,213	4,349	4,435	4,601	4,840	5,077	5,311
렌탈 계정 순증	18	296	136	86	166	240	237	234
멤버십 계정수 (기말)	938	1,002	1,133	1,012	1,016	1,035	1,064	1,103
멤버십 계정 순증	100	64	131	(121)	4	19	29	39
신규 렌탈 판매	1,168	1,273	1,219	1,166	1,330	1,407	1,470	1,549
% YoY	(1.9)	9.0	(4.2)	(4.3)	14.1	5.8	4.4	5.4
해지율 (%)	1.07	1.10	1.07	0.95	0.99	1.01	1.02	1.03
전체 월 ARPU	21,378	22,584	22,061	22,755	23,863	24,364	25,019	25,730
% YoY	2.6	5.6	(2.3)	3.1	4.9	2.1	2.7	2.8
렌탈 ARPU	23,114	24,698	24,430	25,050	25,614	26,391	27,096	27,834
% YoY	3.5	6.9	(1.1)	2.5	2.2	3.0	2.7	2.7
멤버십 ARPU	13,738	13,723	12,560	13,358	15,073	15,150	15,381	15,986
% YoY	(1.3)	(0.1)	(8.5)	6.3	12.8	0.5	1.5	3.9
매출액	1,584	1,824	1,993	2,118	2,160	2,364	2,567	2,796
% YoY	(31.1)	15.2	9.2	6.3	2.0	9.4	8.6	8.9
렌탈 관련	1,272	1,394	1,439	1,507	1,584	1,700	1,825	1,961
% YoY	6.4	9.6	3.2	4.7	5.1	7.3	7.4	7.4
렌탈	1,126	1,235	1,278	1,335	1,401	1,513	1,631	1,753
% YoY	6.3	9.7	3.5	4.5	4.9	8.0	7.8	7.5
멤버십	146	160	161	172	183	186	194	208
% YoY	7.1	9.1	0.8	6.8	6.7	1.7	3.9	7.3
비렌탈	311.7	429.9	553.7	611.0	576.3	664.5	742.4	835.2
% YoY	(71.8)	37.9	28.8	10.4	(5.7)	15.3	11.7	12.5
일시불	93	102	145	149	124	136	151	171
% YoY	22.4	9.8	41.4	3.2	(17.3)	9.9	11.5	12.9
화장품	23	68	67	76	80	90	100	112
% YoY		191.4	(1.5)	13.7	5.3	13.0	10.0	11.0
수출	69	98	110	145	167	193	221	255
% YoY	24.2	41.6	11.8	31.9	15.8	15.0	15.0	15.0
기타	44	47	46	56	58	64	71	78
% YoY	(48.0)	6.9	(1.5)	21.6	3.9	10.0	10.0	10.0
해외 자회사	105.9	150.5	207.8	214.1	202.8	227.6	248.9	275.3
% YoY		42.0	38.1	3.0	(5.3)	12.2	9.4	10.6
매출총이익	1,073	1,244	1,315	1,397	1,434	1,582	1,720	1,879
매출총이익률 (%)	67.7	68.2	66.0	66.0	66.4	66.9	67.0	67.2
영업이익	304	235	226	339	364	437	488	538
%YoY	27.3	(22.8)	(3.7)	49.9	7.5	20.0	11.5	10.3
영업이익률 (%)	19.2	12.9	11.3	16.0	16.9	18.5	19.0	19.3

주: 계정수 기준 2013년부터 변경. 채권 계정 및 미확인 계정 제외

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)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	691	597	657	714	777
현금성자산	239	147	165	180	196
매출채권및기타채권	250	229	251	272	297
재고자산	66	62	68	74	80
비유동자산	976	1,025	1,099	1,174	1,253
투자자산	55	55	60	65	71
유형자산	638	675	717	758	800
무형자산	177	171	187	203	221
자산총계	1,668	1,622	1,757	1,888	2,030
유동부채	677	526	506	471	437
매입채무및기타채무	224	251	274	298	324
단기차입금및단기사채	182	164	114	64	34
유동성장기부채	146	0	0	0	0
비유동부채	50	56	63	68	74
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	11	13	14	15
부채총계	727	582	568	539	512
지배주주지분	941	1,039	1,187	1,348	1,518
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
이익잉여금	868	986	1,135	1,295	1,465
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,188	1,348	1,518

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	537	537	542	579	604
당기순이익	245	250	327	368	408
유형자산감가상각비	191	206	215	224	233
무형자산상각비	8	8	9	9	10
자산부채변동	(41)	(29)	(10)	(24)	(49)
기타	134	102	1	2	2
투자활동현금흐름	(76)	(299)	(298)	(308)	(322)
유형자산투자	(268)	(306)	(266)	(275)	(285)
유형자산매각	10	10	10	10	10
투자자산순증	180	0	(5)	(5)	(6)
무형자산순증	(2)	(6)	(25)	(25)	(28)
기타	4	3	(12)	(13)	(13)
재무활동현금흐름	(373)	(328)	(226)	(257)	(266)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(262)	(162)	(48)	(49)	(29)
배당금지급	(78)	(124)	(148)	(178)	(208)
기타	(38)	(47)	(30)	(30)	(29)
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	86	(91)	18	14	16

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

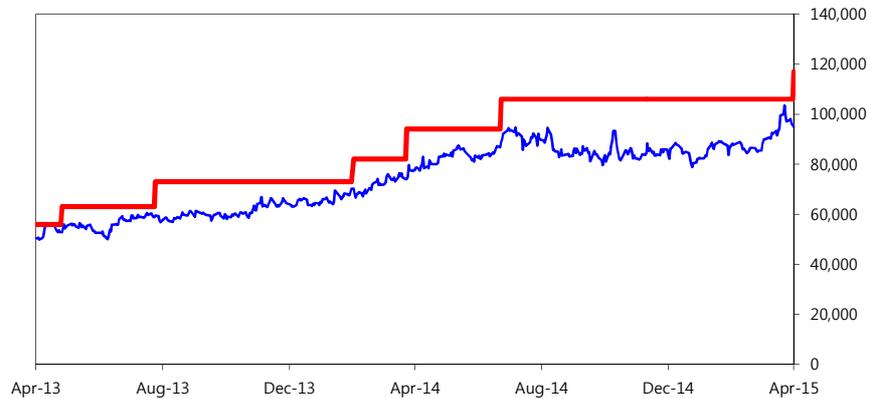
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,118	2,160	2,364	2,567	2,796
매출원가	721	727	783	847	917
매출총이익	1,397	1,434	1,582	1,720	1,879
판매관리비	1,058	1,069	1,144	1,232	1,341
영업이익	339	364	437	488	538
금융수익	4	3	2	2	3
이자수익	4	3	2	2	3
금융비용	19	12	7	5	3
이자비용	19	12	7	5	3
기타영업외손익	(15)	(23)	0	2	2
관계기업관련손익	18	0	0	0	0
세전계속사업이익	327	332	433	487	540
법인세비용	82	83	106	119	132
연결당기순이익	245	250	327	368	408
지배주주지분순이익	245	250	327	368	408
기타포괄이익	(1)	(9)	0	0	0
총포괄이익	244	241	327	368	408
지배주주지분포괄이익	244	241	327	368	408
EBITDA	537	578	661	721	782

**주요 투자지표**

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,361	4,407	4,957	5,491
BPS	13,535	15,146	17,077	19,153	21,358
DPS	2,710	2,000	2,400	2,800	3,200
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.3	2.0	9.4	8.6	8.9
영업이익증가율	49.9	7.5	20.0	11.5	10.3
순이익증가율	160.6	1.9	31.0	12.5	10.8
EPS증가율	159.1	2.4	31.1	12.5	10.8
EBITDA증가율	31.1	7.6	14.3	9.1	8.4
수익성(%)					
영업이익률	16.0	16.9	18.5	19.0	19.3
순이익률	11.6	11.6	13.8	14.3	14.6
EBITDA Margin	25.4	26.8	28.0	28.1	28.0
ROA	14.3	15.2	19.4	20.2	20.8
ROE	28.4	25.2	29.4	29.0	28.5
배당수익률	4.1	2.4	2.5	3.0	3.4
배당성향	82.4	59.4	54.5	56.5	58.3
안정성					
순차입금(십억원)	98	21	(45)	(109)	(168)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	16.8	10.7	5.8	2.4
Valuation(X)					
PER	20.2	25.1	21.5	19.1	17.3
PBR	4.9	5.6	5.6	5.0	4.4
EV/EBITDA	9.5	11.0	10.8	9.8	9.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	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
	2015.04.16	매수	117,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 4월 16일 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.