

# 코웨이 (021240 / TP 130,000원)

## 성장의 기본은 530만 계정과 재구매율 75%

### 이 불경기에도 렌탈 판매량 최고치 경신의 근거

장기화 되는 내수 부진과 저가 렌탈 업체들의 경쟁 심화 속에서도 차별적인 사업 모델을 강화할 것으로 판단하는 기본적인 근거는 1) 국내 350만(국내 전체 1,700만 가구)가구, 2) 총 562만 계정(렌탈 460만) 그리고 3) 5년 기간 도래 시점에서의 10년 평균 재구매율(retention rate) 75%에 있다. 한편 2015년 시장 컨센서스는 매출액과 영업이익 모두 가이던스 대비 6.7%, 1.3%를 상회하는 수준이다. 2015년 가이던스 기준, 동사가 제시하는 렌탈 판매량은 142만대(+6.7%)로 2년 연속 최고치 경신을 이어가는 수준이다. 이를 반영한 2015년 매출액은 21,800억원(+8.3%), 영업이익 4,200억원(+11.3%), 영업이익률은 19.3%(+0.6%p)이다. IBK의 추정치는 동사가 가이던스가 높다는 우려를 뒤로하고 매출액은 가이던스를 2.7% 상회하는 22,401억원(+11.2%), 영업이익은 2.2% 상회하는 4,293억원(+13.7%)를 영업이익은 19.2%(+0.5%p)를 제시한다.

### 선택과 집중을 통한 수익성을 기반, 15년 성장의 한 해

2014년 렌탈 판매량이 133만대(+14.1%)로 역대 최고치를 경신에도 전체 성장성이 4%에 그친 이유는 일시불, 국내화장품, 수처리, 해외수출 등의 일회성 요인에 서 확인된다. 2015년에는 핵심사업의 고성장뿐만 아니라 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장으로 기타 부문의 턴어라운드도 충분할 것이다. 특히 홈쇼핑은 기존 1개 채널에서 3개로 확대, 할인점은 전담 판매 사원이 2,000명에서 3,000명으로 증가했다. 또한 하이마트 입점 매장은 기존 50여개에서 100여개 확대와 일시불 위주의 판매 강화가 예상되며 하반기 면세점 입점을 통해 중국인 대상 소형 청정기 판매도 가능해질 전망이다. 또한 코디조직의 인력확대와 커미션구조 강화로 서비스 경쟁력면에서 타업체 대비 우위를 유지할 것이다. 2014년 대대적인 코디 인력 보강이 있었는데 기존 렌탈부문은 13,000명(+800명), 홈케어닥터(매트리스) 1,000명(+430명), 판매전담원 3,000명(+1,000명)로 총 2,230명의 총원이 있었다. 이는 2015년 기존 채널과 신규 채널 부문의 전체적으로 판매와 서비스 강화가 구체화 될 것으로 판단한다.

### 투자의견 '매수', 목표주가 130,000원

반면에 동사는 2013년 재무제표상의 턴어라운드에서 2014년 렌탈판매량 최고치 시현과 영업인력의 생산성 확대를 통해 영업력의 강화를 증명했다. 여기에 배당성향의 꾸준한 상승으로 밸류에이션 프리미엄을 유지해 왔다. 그럼에도 금일 주가 하락은 4분기 회계상의 이슈에 대한 이해 부족에서 발생한 외국인 수급 영향때문으로 판단된다. 그러나 4분기 분석결과 핵심사업에 대한 펀더멘털 확인되었으며, 2015년에는 핵심사업의 고성장뿐만 아니라 신채널(홈쇼핑, 할인점, 하이마트, 온라인) 확장으로 부진했던 사업부의 성장성 회복도 가시화될 전망이다. 2015년 다소 공격적이지만 외형성장과 수익성개선을 바탕으로 동사의 밸류에이션은 내수업종 내 우위를 유지하기에 충분한 것으로 판단된다.

(단위: 십억원, %, 배)	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,240	2,397	2,397
영업이익	333	378	430	461	500
세전이익	351	330	458	480	550
지배주주순이익	253	243	336	350	402
EPS(원)	3,283	3,148	4,356	4,543	5,206
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	4.3	14.6
영업이익률(%)	17.2	18.8	19.2	19.2	20.9
순이익률(%)	13.1	12.1	15.0	14.6	16.7
ROE(%)	28.6	23.9	27.8	24.4	24.7
PER	20.2	26.7	22.0	21.1	18.4
PBR	5.3	6.1	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	10.0	10.3	11.2	10.6	10.1
차입금/EBITDA	0.6	0.4	-0.1	0.0	0.0
현재가 (4/23)		95,700원	시가총액		7,381 십억원
목표주가		130,000원	발행주식수		77,125 천주
상승여력		35.8%	60일 평균거래대금		17 십억원
52주 최고가/최저가		103,500원 / 78,400원	외국인 지분율		54.7%

주: IFRS 개별기준