

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 117,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/6)	2,105
주가(5/6)	92,000
시가총액(십억원)	7,095
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	103,500/78,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,831
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/54.6
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 9인 31.0
	국민연금 5.0

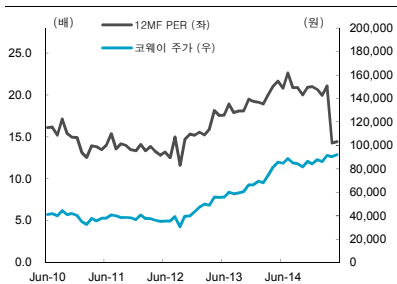
Valuation 지표

	2014A	2015F	2016F
PER(x)	25.1	21.0	18.6
PBR(x)	5.6	5.4	4.8
ROE(%)	25.2	29.3	29.0
EV/EBITDA(x)	11.0	10.6	9.6
EPS(원)	3,361	4,383	4,946
BPS(원)	15,146	17,054	19,120

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.0)	7.6	15.0
상대주가(%p)	(10.8)	(1.1)	7.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

돋보이는 수익성 개선, 해외 사업 회복은 관전 포인트

What's new : ARPU와 수익성 위주 전략, 돋보이는 원가율 개선

1분기 영업이익은 전년대비 11% 증가한 1,003억원을 기록, 영업이익률은 18.3%로 전년대비 1.5%p 상승했다. 영업이익은 우리 예상을 5% 하회했으나 광고비가 1분기에 일부 선 집행된 것을 반영하면 대체로 예상과 일치했다. 수출과 해외 자회사 매출 부진으로 매출 성장은 2.5%에 그쳐 다소 미흡했으나 수익성 높은 렌탈 부문 호조로 원가율이 전년 동기보다 2.1%p 개선되었다. 렌탈 위주의 성장 및 ARPU 상승 위주의 전략에 힘입은 수익성 개선이 돋보인다. 순이익은 776억원으로 전년대비 17.4% 증가, 예상에 부합했다.

Positives : 견고한 렌탈 부문, 2분기 영업 실적도 완만한 성장 예상

부문별로 렌탈 관련 매출액(매출 비중 75%)이 전년대비 6% 증가하고 비렌탈 부문(일시불, 화장품, 수출, 수처리) 매출액이 전년대비 1.7% 감소했다. 1분기 말 총 계정수는 566만으로 전년대비 3.5% 증가, ARPU는 2.6% 상승했다. 신규 렌탈은 34.1만건(+8% YoY)으로 호조이고, 해지율은 0.96%로 안정적이다. 정수기와 비데 신규 판매 증가와(+9% YoY, +8% YoY), 매트리스 판매 호조(+53% YoY)가 돋보인다. ARPU 상승은 1) 렌탈로 인상, 2) 제품 믹스 개선, 3) 멤버십보다 ARPU가 높은 렌탈 위주의 계정 순증 확대에 기인한다. 비렌탈에서는 화장품 매출(+10% YoY)과 일시불(+8.8%YoY) 매출 회복이 고무적이다. 1분기는 비수기 영향과 급여, 광고비 등 비용 집행이 일부 이루어져 연간 이익 규모가 가장 적다. 성수기인 2분기에 연결 영업이익은 전년대비 13% 증가한 1,100억원을 예상한다.

Negatives : 해외 사업 매출 부진, 향후 회복 여부가 관전 포인트

1분기 우려 요인은 수출(비중 6%, -27%YoY)과 해외 자회사 매출 부진(비중 6%, -20%YoY)이다. 수출은 중국 청정기 수출이 높은 기저와 경쟁 심화로 부진했다. 중국 화장품 사업 매각으로 인한 영업 중단 영향도 있었다. 다만 상기 요인이 실제 손익에 영향은 미미하다. 중국 화장품 사업은 적자 상태였고, 중국 청정기 수출도 전사보다 수익성은 낮다. 청정기는 하반기 제품 라인업을 정비하면서 신규 파트너를 모색하고 있어 향후 관전 포인트이다. 이익 창출 단계인 미주와 말레이시아 사업은 고성장이 지속되었다.

결론 : 완만한 성장과 수익성 위주 전략, 주주환원정책 긍정적

국내 환경 가전 및 렌탈 수요 증가에 힘입은 완만한 성장, 렌탈 서비스 기반의 우수한 현금 흐름과 높은 이익 가시성, 주주가치 우호 정책이라는 투자 포인트는 유효하다. 금년 연결 예상 영업이익 증가율은 19%, EPS 증가율은 30%(2014년 일회성 비용 제거 시 16%)이다. 투자자의견 '매수'와 목표주가 117,000원(12MF PER 25배, 역사적 고점 PER)을 유지한다. 현주가 기준 금년 및 내년 예상 배당수익률은 2.6%, 3.0%로 예상된다. (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15P				증감률		2015F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	575	548	(4.7)	532	1.0	2.5	2,302	2,313
영업이익	106	100	(5.4)	100	22.3	11.4	432	427
영업이익률	18.4	18.3	-0.1%pt	18.8	3.2%pt	1.5%pt	18.8	18.5
세전이익	105	101	(3.7)	104	40.4	14.9	431	425
순이익	79	78	(1.8)	77	46.4	17.6	325	316

주: 컨센서스는 별도 기준. 우리 추정치는 연결 기준임

<표 1> 분기 실적 상세 내역

(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, %YoY, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P
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	5,661
총 계정순증 (천계정, QoQ)	32	116	70	71	NM	24	11	39	23	70	32	45	44
증감 %YoY	5.4	5.0	4.8	5.3	NM	NM	NM	NM	1.8	2.7	3.0	3.1	3.5
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	4,666
렌탈 계정 순증 (QoQ)	30	38	34	56	NM	43	12	48	20	32	51	63	66
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	994
멤버십 계정 순증 (QoQ)	2	78	36	15	NM	(18)	(1)	(9)	2	38	(18)	(18)	(22)
렌탈 판매대수 (천대)	285	331	294	310	318	298	257	292	317	371	311	332	341
증감 %YoY	(14)	(3)	2	(1)	12	(10)	(12)	(6)	(0)	24	21	14	8
해지율 (%)	1.01	1.00	1.00	0.99	1.01	0.97	0.89	0.86	0.97	1.04	0.96	0.94	0.96
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	24,196
증감 %YoY	2.9	1.8	0.7	0.1	NM	NM	NM	NM	NM	2.5	2.8	2.4	2.6
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	26,136
렌탈 ARPU (%YoY)	4.3	3.2	2.1	1.6	NM	NM	NM	NM	NM	1.7	2.2	2.1	1.8
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	15,253
멤버십 ARPU (%YoY)	(5.4)	(6.4)	(6.8)	(6.6)	NM	NM	NM	NM	NM	15.7	13.3	13.0	5.6
매출액	478	489	507	519	507	556	531	524	535	557	526	543	548
증감 (%YoY)	19.5	12.3	17.8	16.9	6.2	13.7	4.7	0.9	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.5
렌탈 관련	356	360	364	370	370	375	378	384	386	392	400	406	409
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	6.0
렌탈	317	321	323	327	327	332	335	339	342	347	353	359	363
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	6.1
멤버십	39	39	41	42	43	43	43	44	44	46	47	47	46
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	4.8
비렌탈	86	86	94	90	95	122	111	100	109	131	97	94	106.7
증감 (%YoY)	18.6	(10.5)	12.3	0.1	10.4	41.9	18.5	10.1	14.1	7.0	(13.1)	(5.9)	(1.7)
일시불	33	41	39	32	37	48	35	29	28	37	32	27	30
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)	8.8
화장품	17	16	17	17	18	22	17	20	21	22	17	20	23
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	10.2
수출	30	21	20	31	32	45	38	31	45	56	33	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	(27.0)
기타	7	8	17	11	9	8	21	20	15	15	15	14	21
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)	39.4
자회사	35.3	42.9	48.5	59.2	42.1	59.5	41.3	40.0	40.2	33.6	29.5	43.4	32.2
증감 (%YoY)					19.1	38.7	(14.8)	(32.5)	(4.5)	(43.5)	(28.7)	8.5	(20.0)
매출총이익	321	331	336	326	340	364	346	348	353	369	357	355	373
매출총이익률 (%)	67.3	67.7	66.4	62.7	67.0	65.4	65.3	66.3	65.9	66.3	68.0	65.3	68.0
영업이익	65	64	63	34	70	82	96	91	90	97	95	82	100
증감 (%YoY)	(6.9)	(11.6)	(14.1)	22.7	7.7	27.6	53.2	165.0	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	11.1
영업이익률 (%)	13.6	13.1	12.4	6.6	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3

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

<표 2> 연간 실적 추정

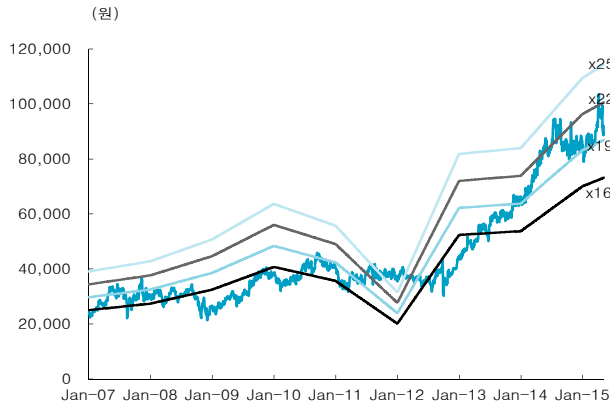
(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, %YoY, %)

	11	12	13	14	15F	16F
총계정수	5,215	5,482	5,446	5,617	5,876	6,141
총 계정순증 (천계정, QoQ)	360	267	(36)	170	259	266
증감 %YoY	7.4	5.1	(0.6)	3.1	4.6	4.5
렌탈 계정수 (천계정, 기말)	4,213	4,349	4,435	4,601	4,840	5,077
렌탈 계정 순증 (QoQ)	296	136	86	166	240	237
멤버십 계정수 (천계정, 기말)	1,002	1,133	1,012	1,016	1,035	1,064
멤버십 계정 순증 (QoQ)	64	131	(121)	4	19	29
렌탈 판매대수 (천대)	1,273	1,219	1,166	1,330	1,407	1,470
증감 %YoY	9.0	(4.2)	(4.3)	14.1	5.8	4.4
해지율 (%)	1.10	1.07	0.95	0.99	1.01	1.02
전체 ARPU (원)	22,584	22,061	22,755	23,863	24,364	25,019
증감 %YoY	5.6	(2.3)	3.1	4.9	2.1	2.7
렌탈 ARPU (원)	24,698	24,430	25,050	25,614	26,391	27,096
렌탈 ARPU (%YoY)	6.9	(1.1)	2.5	2.2	3.0	2.7
멤버십 ARPU (원)	13,723	12,560	13,358	15,073	15,150	15,381
멤버십 ARPU (%YoY)	(0.1)	(8.5)	6.3	12.8	0.5	1.5
매출액	1,824	1,993	2,118	2,160	2,302	2,491
증감 (%YoY)	15.2	9.2	6.3	2.0	6.6	8.2
렌탈 관련	1,394	1,439	1,507	1,584	1,680	1,804
증감 (%YoY)	9.6	3.2	4.7	5.1	6.1	7.4
렌탈	1,235	1,278	1,335	1,401	1,494	1,610
증감 (%YoY)	9.7	3.5	4.5	4.9	6.6	7.8
멤버십	160	161	172	183	186	194
증감 (%YoY)	9.1	0.8	6.8	6.7	1.7	3.9
비렌탈	429.9	553.7	611.0	576.3	622.2	687.2
증감 (%YoY)	37.9	28.8	10.4	(5.7)	8.0	10.4
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	167	184
증감 (%YoY)	41.6	11.8	31.9	15.8	0.0	10.0
기타	47	46	56	58	64	71
증감 (%YoY)	6.9	(1.5)	21.6	3.9	10.0	10.0
자회사	150.5	207.8	214.1	202.8	206.1	226.4
증감 (%YoY)	42.0	38.1	3.0	(5.3)	1.7	9.9
매출총이익	1,244	1,315	1,397	1,434	1,556	1,684
매출총이익률 (%)	68.2	66.0	66.0	66.4	67.6	67.6
영업이익	235	226	339	364	432	485
증감 (%YoY)	(22.8)	(3.7)	49.9	7.5	18.5	12.2
영업이익률 (%)	12.9	11.3	16.0	16.9	18.8	19.5

주: 2013년부터 계정 기준 변경, 채권 계정, 미확정 계정 및 무상 계정 제외

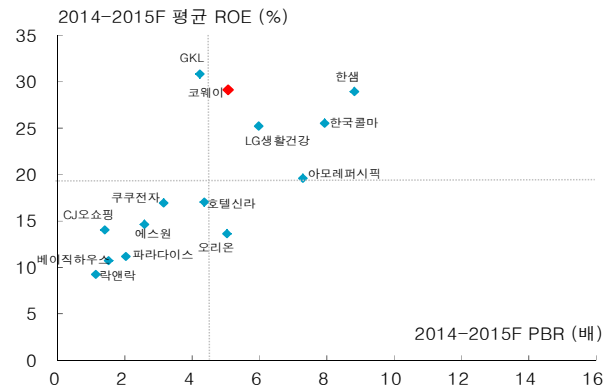
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] 주요 소비재 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: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	691	597	640	693	751
현금성자산	239	147	161	174	189
매출채권및기타채권	250	229	244	264	287
재고자산	66	62	66	71	77
비유동자산	976	1,025	1,089	1,162	1,238
투자자산	55	55	59	63	69
유형자산	638	675	717	758	800
무형자산	177	171	182	197	213
자산총계	1,668	1,622	1,730	1,854	1,989
유동부채	677	526	482	442	405
매입채무및기타채무	224	251	267	289	313
단기차입금및단기사채	182	164	114	64	34
유동성장기부채	146	0	0	0	0
비유동부채	50	56	61	67	72
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	11	13	14	15
부채총계	727	582	543	508	478
지배주주지분	941	1,039	1,186	1,345	1,511
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
이익잉여금	868	986	1,133	1,292	1,458
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,187	1,346	1,511

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	537	537	528	575	600
당기순이익	245	250	325	367	403
유형자산감가상각비	191	206	215	224	233
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(41)	(29)	(22)	(27)	(48)
기타	134	102	2	2	2
투자활동현금흐름	(76)	(299)	(288)	(305)	(319)
유형자산투자	(268)	(306)	(266)	(275)	(285)
유형자산매각	10	10	10	10	10
투자자산순증	180	0	(4)	(5)	(5)
무형자산순증	(2)	(6)	(20)	(24)	(26)
기타	4	3	(8)	(11)	(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)	14	13	15

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

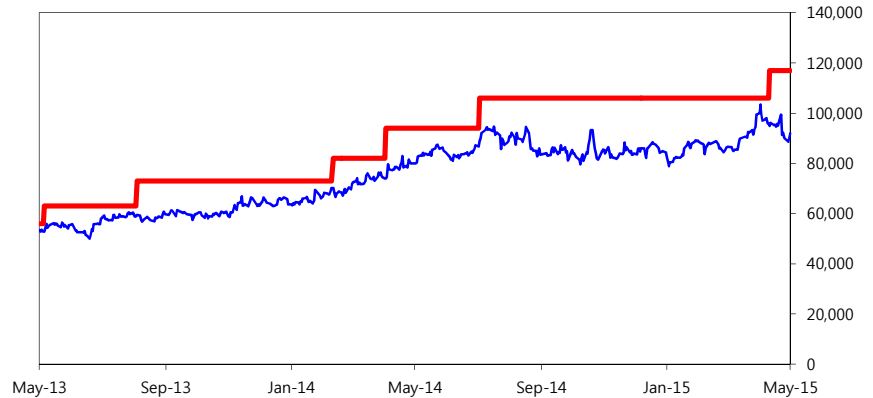
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,118	2,160	2,302	2,491	2,703
매출원가	721	727	746	807	870
매출총이익	1,397	1,434	1,556	1,684	1,832
판매관리비	1,058	1,069	1,125	1,199	1,301
영업이익	339	364	432	485	531
금융수익	4	3	2	2	3
이자수익	4	3	2	2	3
금융비용	19	12	3	2	1
이자비용	19	12	3	2	1
기타영업외손익	(15)	(23)	0	2	2
관계기업관련손익	18	0	0	0	0
세전계속사업이익	327	332	431	486	534
법인세비용	82	83	106	119	131
연결당기순이익	245	250	325	367	403
지배주주지분순이익	245	250	325	367	403
기타포괄이익	(1)	(9)	0	0	0
총포괄이익	244	241	325	367	403
지배주주지분포괄이익	244	241	325	367	403
EBITDA	537	578	655	718	774

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,361	4,383	4,946	5,431
BPS	13,535	15,146	17,054	19,120	21,267
DPS	2,710	2,000	2,400	2,800	3,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.3	2.0	6.6	8.2	8.5
영업이익증가율	49.9	7.5	18.5	12.2	9.6
순이익증가율	160.6	1.9	30.3	12.9	9.8
EPS증가율	159.1	2.4	30.4	12.8	9.8
EBITDA증가율	31.1	7.6	13.3	9.6	7.9
수익성(%)					
영업이익률	16.0	16.9	18.8	19.5	19.7
순이익률	11.6	11.6	14.1	14.7	14.9
EBITDA Margin	25.4	26.8	28.4	28.8	28.7
ROA	14.3	15.2	19.4	20.5	21.0
ROE	28.4	25.2	29.3	29.0	28.2
배당수익률	4.1	2.4	2.6	3.0	3.5
배당성향	82.4	59.4	54.8	56.6	58.9
안정성					
순차입금(십억원)	98	21	(41)	(103)	(161)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	16.8	10.7	5.8	2.4
Valuation(X)					
PER	20.2	25.1	21.0	18.6	16.9
PBR	4.9	5.6	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	9.5	11.0	10.6	9.6	8.8

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 5월 6일 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 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 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.