

코웨이(021240)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 117,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/4)	2,028
주가(8/4)	98,600
시가총액(십억원)	7,605
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	103,500/78,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,930
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/53.7
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 9인 31.0
	국민연금 6.0

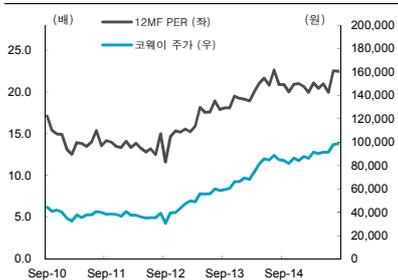
Valuation 지표

	2014A	2015F	2016F
PER(x)	25.1	22.5	20.3
PBR(x)	5.6	5.8	5.2
ROE(%)	25.2	29.2	28.6
EV/EBITDA(x)	11.0	11.4	10.4
EPS(원)	3,361	4,376	4,860
BPS(원)	15,146	17,047	19,031

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.6	11.0	11.4
상대주가(%p)	12.2	7.7	13.9

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

빈틈 없는 수익성 개선

What's new : 외풍 없는 실적, 돋보이는 원가율 개선

2분기 영업이익은 전년대비 14% 증가한 1,105억원을 기록, 영업이익률은 19.9%로 전년대비 2.5%p 상승, 영업이익은 우리 예상과 일치했다. 수출 부진과 중국 화장품 사업 매각으로 인한 중국 법인 매출 감소로 매출은 전년대비 0.3% 감소했으나 수익성 높은 렌탈 부문 호조로 원가율이 전년 동기보다 3.0%p 개선되었다. 렌탈 위주의 성장과 ARPU 상승으로 인한 수익성 개선이 돋보인다. 판관비도 전년도동기대비 0.9% 증가에 그쳐 타이트한 비용 관리도 지속되었다. 순이익은 827억원으로 전년대비 25% 증가, 예상과 일치했다.

Positives : 렌탈 계정 순증, ARPU 상승으로 견고한 핵심 지표

렌탈 관련 매출액(비중 75%)이 전년대비 6.1% 증가하고 비렌탈 부문(일시불, 화장품, 수출, 수처리) 매출액이 전년대비 10.6% 감소했다. 2분기 말 총 계정수는 571만으로 전년대비 3.2% 증가, ARPU는 2.7% 상승했다. 신규 렌탈은 37.1만건(-0.1% YoY)이고, 해지율은 1.01%로 안정적이다. 총 계정 순증은 54,000건으로, 이중 렌탈 계정 순증은 81,000건에 달했다. 2분기 신규 판매는 청정기와 비데가 각각 전년대비 21%, 16% 증가해 호조였고 정수기는 교체 수요가 피크였던 2Q14보다 감소했으나 전분기보다 월등하게 높은 판매량을 기록한 것으로 파악된다. ARPU 상승은 1) 렌탈로 인상, 2) 제품 믹스 개선, 3) 멤버쉽보다 ARPU가 약 70% 높은 렌탈 위주의 계정 순증 확대에 기인한다. 가입자 기반의 렌탈 부문 호조는 하반기 동사의 성장을 견인할 전망이다.

Negatives : 비렌탈 사업은 하반기 관전 포인트

비렌탈 사업 부문(일시불, 화장품, 수출, 수처리) 매출액이 4분기 연속 전년대비 감소, 매출이 정체하고 있다. 수익성이 렌탈 부문보다 현저하게 낮거나 소폭 영업 손실을 시현하는 사업도 있어 전체 손익에 미치는 영향은 미미하나, 외형 성장이 저조하다. 특히 중국 청정기 시장 경쟁 심화로 인해 상반기 수출은 29% 감소했다. 단 상반기 일시불 등 일부 사업은 성장을 회복했고, ODM 수출 부문은 하반기 다양한 신제품으로 중국 청정기 시장을 공략할 것이다. 중국 정수기 브랜드 사업은 하반기 중 가시화될 전망이다. 이익 창출 단계인 미주와 말레이시아 사업은 고성장이 지속되고 있다.

결론 : 이익 개선을 동반한 질적 성장 기대, 배당 매력 유효

소득 수준 향상에 따른 환경 가전 수요 확대를 제품력과 서비스, 렌탈 모델로 동사의 가입자 기반으로 흡수하고 있다. ARPU 상승으로 인한 수익성 개선과 우수한 현금 흐름, 높은 이익 가시성과 배당 매력이 유효하다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 117,000원(12MF PER 25배, 역사적 고점 PER)을 유지한다. 금년 및 내년 예상 배당수익률은 2.5%, 2.9%이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q15P			컨센서스	종감률		2015F	
	추정	실적	차이		QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	590	555	(5.9)	590	1.3	(0.3)	2,263	2,290
영업이익	110	111	0.5	108	10.2	13.7	431	420
영업이익률	18.6	19.9	1.3	18.3	1.6	2.5	19.1	18.4
세전이익	110	109	(0.6)	106	7.7	25.9	430	415
순이익	83	83	(0.1)	80	6.6	24.8	325	315

<표 1> 수익 추정

(단위: 십억원, %, % YoY)

	13	14	15F	16F	17F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15F	4Q15F
매출액	2,118	2,160	2,263	2,436	2,629	535	557	526	543	548	555	568	591
증감	6.3	2.0	4.8	7.6	7.9	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.5	(0.3)	8.1	8.9
렌탈 관련	1,507	1,584	1,676	1,797	1,929	386	392	400	406	409	417	423	427
증감	4.7	5.1	5.8	7.2	7.4	4.3	4.7	5.7	5.6	6.0	6.1	5.8	5.2
렌탈	1,335	1,401	1,496	1,612	1,733	342	347	353	359	363	371	378	383
증감	4.5	4.9	6.8	7.8	7.5	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.1	7.1	6.9
멤버십	172	183	180	184	195	44	46	47	47	46	45	45	44
증감	6.8	6.7	(1.8)	2.4	6.0	2.6	7.0	8.6	7.5	4.8	(0.7)	(3.8)	(7.1)
비렌탈	439.8	432	431	468	512	109	131	97	94	101	102	109	119
증감	(20.6)	(29.3)	(0.2)	8.7	9.3	14.1	7.0	(13.1)	(5.9)	(7.0)	(22.4)	13.4	26.8
일시불	149	124	136	151	171	28	37	32	27	30	41	35	29
증감	22.4	(17.3)	9.9	11.5	12.9	(24.6)	(21.7)	(10.4)	(9.1)	8.8	10.7	10.0	9.8
화장품	76	80	86	93	100	21	22	17	20	23	21	19	23
증감	13.7	5.3	7.0	8.0	8.0	17.1	0.7	3.6	1.0	10.2	(5.2)	12.0	12.9
수출	145	167	151	166	182	45	56	33	33	33	39	40	38
증감	31.9	15.8	(10.0)	10.0	10.0	43.5	25.2	(13.0)	9.3	(27.0)	(30.0)	22.0	14.8
기타	56	58	58	58	58	15	15	15	14	15	15	15	13
증감	(18.5)	3.9	0.0	0.0	0.0	62.6	95.9	(31.1)	(31.4)	0.0	(0.0)	2.9	(3.1)
자회사	214	181	196	213	235	52	49	43	37	53	51	49	42
증감	3.0	(15.6)	8.3	9.0	10.3	9.0	(23.2)	(16.9)	(27.6)	2.7	5.4	12.8	14.5
매출총이익	1,397	1,434	1,539	1,651	1,777	353	369	357	355	373	385	385	396
매출총이익률	66.0	66.4	68.0	67.8	67.6	65.9	66.3	68.0	65.3	68.0	69.3	67.8	67.0
영업이익	339	364	431	476	514	90	97	95	82	100	111	108	112
증감	49.9	7.5	18.3	10.5	7.9	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	11.1	13.7	13.2	37.6
영업이익률	16.0	16.9	19.1	19.6	19.6	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	19.0	19.0

자료: 한국투자증권

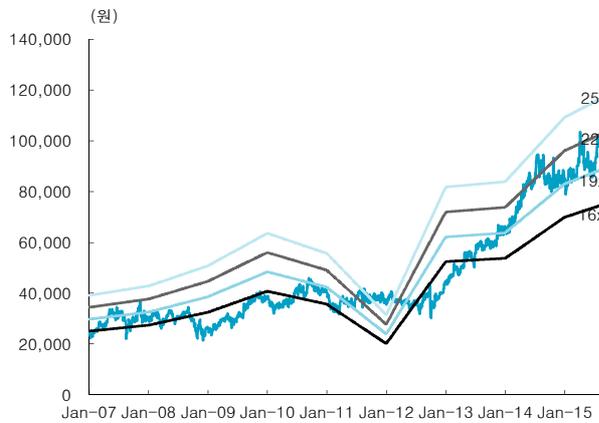
<표 2> 렌탈 사업 주요 기정

(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, % YoY, %)

	13	14	15F	16F	17F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15F	4Q15F
총 계정수	5,446	5,617	5,811	6,064	6,320	5,469	5,539	5,571	5,617	5,661	5,714	5,769	5,811
총 계정 순증	(36)	170	194	253	256	23	70	32	45	44	54	55	42
증감	(0.6)	3.1	3.5	4.4	4.2	1.8	2.7	3.0	3.1	3.5	3.2	3.6	3.5
렌탈 계정수 (기말)	4,435	4,601	4,832	5,067	5,303	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,747	4,797	4,832
렌탈 계정 순증	86	166	231	235	236	20	32	51	63	66	81	50	35
멤버십 계정수 (기말)	1,012	1,016	979	997	1,016	1,014	1,052	1,034	1,016	994	967	972	979
멤버십 계정 순증	(121)	4	(37)	18	20	2	38	(18)	(18)	(22)	(27)	5	7
신규 렌탈 판매	1,166	1,330	1,405	1,471	1,554	317	371	311	332	341	371	333	361
증감	(4.3)	14.1	5.6	4.7	5.7	(0.4)	24.3	20.8	13.5	7.5	(0.1)	7.0	8.9
해지율	0.95	0.99	1.02	1.02	1.04	0.97	1.04	0.96	0.94	0.96	1.01	1.00	1.01
전체 월 ARPU	22,755	23,863	24,441	25,215	25,958	23,590	23,768	23,973	24,176	24,196	24,416	24,551	24,582
증감	3.1	4.9	2.4	3.2	2.9	NM	2.5	2.8	2.4	2.6	2.7	2.4	1.7
렌탈 ARPU	25,050	25,614	26,453	27,179	27,925	25,676	25,850	26,051	26,178	26,136	26,289	26,390	26,546
증감	2.5	2.2	3.3	2.7	2.7	NM	1.7	2.2	2.1	1.8	1.7	1.3	1.4
멤버십 ARPU	13,358	15,073	15,044	15,548	16,175	14,441	14,757	14,905	15,253	15,253	15,429	15,501	14,890
증감	6.3	12.8	(0.2)	3.3	4.0	NM	15.7	13.3	13.0	5.6	4.6	4.0	(2.4)

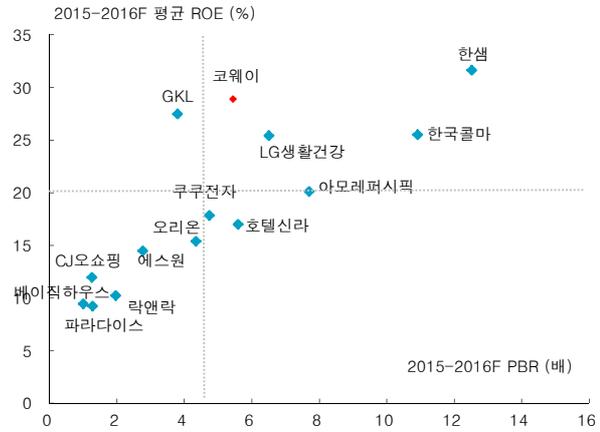
주: 2013년부터 계정 기준 변경, 채권 계정, 미확정 계정 및 무상 계정 제외
 자료: 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] 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 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	691	597	629	677	731
현금성자산	239	147	158	170	184
매출채권및기타채권	250	229	240	258	279
재고자산	66	62	65	70	75
비유동자산	976	1,025	1,083	1,153	1,226
투자자산	55	55	58	62	67
유형자산	638	675	717	758	800
무형자산	177	171	179	192	208
자산총계	1,668	1,622	1,712	1,830	1,957
유동부채	677	526	466	426	394
매입채무및기타채무	224	251	262	282	305
단기차입금및단기사채	182	164	114	44	0
유동성장기부채	146	0	0	0	0
비유동부채	50	56	61	65	71
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	11	13	14	15
부채총계	727	582	526	491	465
지배주주지분	941	1,039	1,185	1,338	1,491
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
이익잉여금	868	986	1,133	1,285	1,438
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,186	1,339	1,492

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	537	537	518	591	610
당기순이익	245	250	325	361	391
유형자산감가상각비	191	206	215	224	233
무형자산상각비	8	8	8	9	9
자산부채변동	(41)	(29)	(30)	(4)	(25)
기타	134	102	0	1	2
투자활동현금흐름	(76)	(299)	(281)	(302)	(316)
유형자산투자	(268)	(306)	(266)	(275)	(285)
유형자산매각	10	10	10	10	10
투자자산순증	180	0	(3)	(4)	(5)
무형자산순증	(2)	(6)	(16)	(22)	(25)
기타	4	3	(6)	(11)	(11)
재무활동현금흐름	(373)	(328)	(226)	(277)	(281)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(262)	(162)	(48)	(69)	(43)
배당금지급	(78)	(124)	(148)	(178)	(208)
기타	(38)	(47)	(30)	(30)	(30)
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	86	(91)	11	12	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

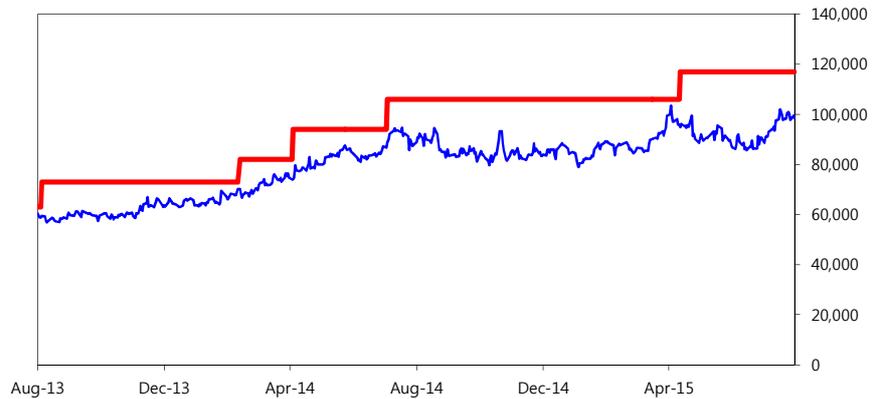
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,118	2,160	2,263	2,436	2,629
매출원가	721	727	724	784	852
매출총이익	1,397	1,434	1,539	1,651	1,777
판매관리비	1,058	1,069	1,108	1,175	1,263
영업이익	339	364	431	476	514
금융수익	4	3	2	2	3
이자수익	4	3	2	2	3
금융비용	19	12	3	2	1
이자비용	19	12	3	2	1
기타영업외손익	(15)	(23)	0	2	2
관계기업관련손익	18	0	0	0	0
세전계속사업이익	327	332	430	478	517
법인세비용	82	83	105	117	127
연결당기순이익	245	250	325	361	391
지배주주지분순이익	245	250	325	361	391
기타포괄이익	(1)	(9)	0	0	0
총포괄이익	244	241	325	361	391
지배주주지분포괄이익	244	241	325	361	391
EBITDA	537	578	654	709	757

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,361	4,376	4,860	5,259
BPS	13,535	15,146	17,047	19,031	21,014
DPS	2,710	2,000	2,400	2,800	3,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.3	2.0	4.8	7.6	7.9
영업이익증가율	49.9	7.5	18.3	10.5	7.9
순이익증가율	160.6	1.9	30.1	11.1	8.2
EPS증가율	159.1	2.4	30.2	11.1	8.2
EBITDA증가율	31.1	7.6	13.2	8.4	6.7
수익성(%)					
영업이익률	16.0	16.9	19.1	19.6	19.6
순이익률	11.6	11.6	14.4	14.8	14.9
EBITDA Margin	25.4	26.8	28.9	29.1	28.8
ROA	14.3	15.2	19.5	20.4	20.6
ROE	28.4	25.2	29.2	28.6	27.6
배당수익률	4.1	2.4	2.4	2.8	3.2
배당성향	82.4	59.4	54.9	57.6	60.8
안정성					
순차입금(십억원)	98	21	(38)	(119)	(190)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	16.8	10.7	4.3	0.1
Valuation(X)					
PER	20.2	25.1	22.5	20.3	18.7
PBR	4.9	5.6	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA	9.5	11.0	11.4	10.4	9.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	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 8월 4일 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 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

■ 투자등급 비율 (2015.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
76.6%	20.5%	2.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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 결정에 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.