

# 코웨이(021240)

Above
In line
Below

## 매수(유지)

목표주가: 117,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(2/17)	1,884
주가(2/17)	98,300
시가총액(십억원)	7,581
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	105,500/79,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,512
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.2/52.8
주요주주(%)	코웨이홀딩스 외 10인 31.1
	국민연금 6.0

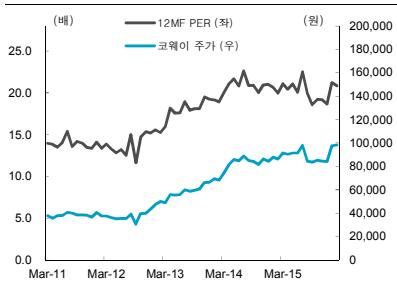
### Valuation 지표

	2014A	2015F	2016F
PER(x)	25.1	18.2	19.8
PBR(x)	5.6	5.0	5.2
ROE(%)	25.2	31.0	29.6
EV/EBITDA(x)	11.0	9.2	10.2
EPS(원)	3,361	4,621	4,966
BPS(원)	15,146	16,898	18,792

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.8	7.3	12.1
상대주가(%p)	4.5	11.6	16.0

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 성장성보다 안정성과 배당 매력에 초점

### What's new : 매출 호조로 영업이익 예상 상회

4분기 매출액은 전년대비 16% 증가한 6,313억원, 영업이익은 전년대비 57% 급증한 1,286억원을 기록했다. 영업이익률은 20.4%로 전년대비 5.3%p 상승했다 (4Q14 일회성 비용 제거 시 약 4%p 개선). 4분기 매출 호조는 일시불 매출(+103% YoY), 수출(+24% YoY), 자회사 매출 호조 등 비렌탈 부문 호조와 3분기부터 반영된 매트리스 금융리스 매출(261억원)이 주요인이다. 렌탈 관련 (렌탈+멤버십)매출액은 전년대비 4.5% 증가했다. 매출 호조와 더불어 판관비율이 전년대비 3.2%p 하락하면서 수익성이 개선되었다.

### Positives : 대외 변수와 무관한 실적 안정성, 해외 사업 가능성

2015년 렌탈 매출 비중은 72%다. 렌탈 매출은 가입자와 단가 변동성이 낮아 높은 실적 안정성이 담보된다. 4분기 말 총 계정수는 577만으로 전년대비 2.8% 증가, ARPU는 1.7% 상승, 완만한 성장이 지속되었다. 청정기, 비데, 매트리스 위주로 신규 렌탈 판매도 전년대비 8% 증가했고, 해지율은 0.96%로 안정적이다. 총 계정 순증은 48,000건으로 전분기보다 확대되었다. 4분기 중국을 비롯해 수출이 회복되었고, 말레이시아 렌탈 사업은 계정수가 빠르게 증가, 27만 계정으로 국내 사업의 5% 수준까지 상승했다. 2015년부터 이익 창출 단계로 들어섰다.

### Negatives : 실적 호조 일부는 회계 및 영업 정책 변경 이슈, ARPU 증가세 둔화

4분기 매트리스 금융리스 회계로 매출 인식 기준 변경, 연수기 렌탈에서 일시불 판매로 전환, 자회사인 그린엔텍 매출 급증 요인을 감안하면 실질적인 매출 성장률은 6~7% 수준으로 추정되고 영업이익 호조의 일부도 이에서 창출된 것으로 판단된다. 특히 매트리스 금융리스와 연수기 일시불은 하반기부터 높은 베이스로 작용할 것이다. 또한 ARPU 증가세 둔화는 향후 관전 포인트다. 단가 인상, 수익성 높은 렌탈 위주의 믹스 변화, 신제품 효과 등으로 동사의 렌탈 매출 호조 및 수익성 개선을 주도했던 ARPU 증가세가 둔화되면서 향후 수익성 개선은 제한적일 전망이다.

### 결론 : 이익 안정성과 배당에 초점, 향후 방어주 역할 예상

최대 주주 변경 이후 수익성 위주 전략에 힘입어 2015년 영업이익은 2012년 대비 105% 증가, 영업이익률은 12.9%에서 20%로 상승했다. 수익성 개선은 금년 상반기를 기점으로 일단락 될 것이다. 실적 개선 모멘텀 둔화와 최대주주 지분 매각과 관련된 불확실성, 그러나 견고한 이익 창출력과 배당 매력(2016년 예상 배당 수익률 3.1%)이라는 투자 포인트 사이에서 주가는 박스권을 형성할 것으로 예상된다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 117,000원(12MF PER 23배, 역사적 고점 PER)을 유지한다. 조정 시 매수를 권유한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q15P				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	595	631	6.1	590	8.8	16.3	2,549	2,436
영업이익	117	129	9.9	107	3.8	57.4	487	485
영업이익률	19.7	20.4	0.7	18.1	(1.0)	5.3	19.1	19.9
세전이익	119	123	3.1	163	0.8	71.5	489	485
순이익	88	91	2.8	72	(2.0)	69.6	369	361

<표 1> 실적 breakdown

(단위:십억원, %, % YoY)

	연간					2014				2015			
	2013	2014	2015	2016F	2017F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP
매출액	2,118	2,160	2,315	2,547	2,682	535	557	526	543	548	555	580	631
증감	6.3	2.0	7.2	10.0	5.3	5.4	0.1	(0.9)	3.6	2.5	(0.3)	10.4	16.3
렌탈 관련	1,507	1,584	1,671	1,745	1,818	386	392	400	406	409	417	421	424
증감	4.7	5.1	5.5	4.5	4.1	4.3	4.7	5.7	5.6	6.0	6.1	5.3	4.5
렌탈	1,335	1,401	1,491	1,577	1,654	342	347	353	359	363	371	376	380
증감	4.5	4.9	6.5	5.8	4.9	4.6	4.5	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	6.0
멤버십	172	183	180	168	163	44	46	47	47	46	45	45	44
증감	6.8	6.7	(2.1)	(6.5)	(2.8)	2.6	7.0	8.6	7.5	4.8	(0.7)	(5.1)	(6.8)
금융리스			41	101	107								14.8
증감				146	6								NM
일시불	149	124	171	198	222	28	37	32	27	30	41	46	54
증감	22.4	(17.3)	38.6	15.8	11.9	(24.6)	(21.7)	(10.4)	(9.1)	8.8	10.7	43.5	102.7
화장품	76	80	83	90	97	21	22	17	20	23	21	19	20
증감	13.7	5.3	3.4	8.0	8.0	17.1	0.7	3.6	1.0	10.2	(5.2)	8.3	1.5
수출	145	167	149	164	181	45	56	33	33	33	39	36	42
증감	31.9	15.8	(10.8)	10.0	10.0	43.5	25.2	(13.0)	9.3	(27.0)	(30.0)	8.5	24.1
기타	56	58	46	52	52	15	15	15	14	8	15	15	8
증감	(18.5)	3.9	(21.1)	12.1	0.0	62.6	95.9	(31.1)	(31.4)	(45.6)	(0.0)	2.9	(44.2)
자회사	214	203	239	260	287	52	49	43	59	53	51	58	77
증감	3.0	(5.3)	18.0	8.8	10.1	9.0	(23.2)	(16.9)	15.9	2.7	5.4	33.3	30.6
영업이익	339	364	463	486	507	90	97	95	82	100	110	124	129
증감	49.9	7.5	27.1	5.0	4.2	29.5	18.6	(1.0)	(10.3)	11.1	13.7	30.1	57.4
영업이익률	16.0	16.9	20.0	19.1	18.9	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	19.9	21.4	20.4

자료: 한국투자증권

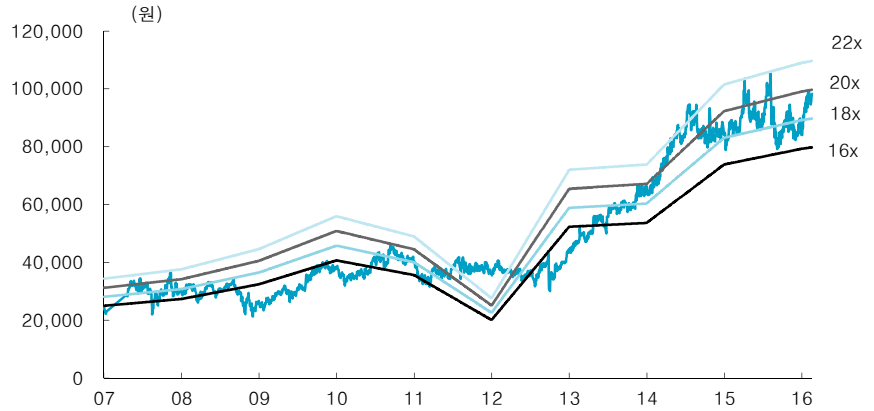
<표 2> 렌탈 주요 가정

(단위: 십억원, 원, 천계정, 천대, % YoY, %)

	연간					2014				2015			
	2013	2014	2015P	2016F	2017F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP
총 계정수	5,446	5,617	5,771	5,917	6,104	5,469	5,539	5,571	5,617	5,661	5,714	5,723	5,771
총 계정 순증	(36)	170	155	146	187	23	70	32	45	44	54	9	48
증감	(0.6)	3.1	2.8	2.5	3.2	1.8	2.7	3.0	3.1	3.5	3.2	2.7	2.8
렌탈 계정수 (기말)	4,435	4,601	4,832	5,050	5,238	4,455	4,487	4,538	4,601	4,666	4,747	4,780	4,832
증감	2.0	3.7	5.0	4.5	3.7	2.8	2.6	3.4	3.7	4.7	5.8	5.3	5.0
렌탈 계정 순증	86	166	232	218	187	20	32	51	63	66	81	33	53
멤버십 계정수 (기말)	1,012	1,016	939	867	867	1,014	1,052	1,034	1,016	994	967	944	939
% YoY	(10.7)	0.4	(7.6)	(7.7)	0.0	(2.5)	2.9	1.3	0.4	(2.0)	(8.1)	(8.7)	(7.6)
멤버십 계정 순증	(121)	4	(77)	(72)	0	2	38	(18)	(18)	(22)	(27)	(24)	(5)
신규 렌탈 판매	1,166	1,330	1,409	1,435	1,489	317	371	311	332	341	371	338	359
증감 (%YoY)	(4.3)	14.1	5.9	1.9	3.8	(0)	24	21	14	8	(0)	9	8
렌탈 해지율 (%)	0.94	0.97	1.00	1.02	1.03	0.97	1.04	0.96	0.94	0.96	1.01	1.06	0.96
전체 월 ARPU	22,755	23,863	24,367	24,885	25,200	23,590	23,768	23,973	24,176	24,196	24,416	24,533	24,585
증감 (%YoY)	3.1	4.9	2.1	2.1	1.3	3.7	2.5	2.8	2.4	2.6	2.7	2.3	1.7
렌탈 ARPU	25,339	25,836	26,345	26,600	26,800	25,676	25,850	26,051	26,178	26,136	26,289	26,340	26,370
증감 (%YoY)	1.8	2.0	2.0	1.0	0.8	2.1	1.7	2.2	2.1	1.8	1.7	1.1	0.7
멤버십 ARPU	13,358	15,073	15,311	15,500	15,700	14,441	14,757	14,983	15,253	15,253	15,429	15,523	15,475
증감 %YoY	6.3	12.8	1.6	1.2	1.3	10.1	6.8	6.3	6.6	5.6	4.6	3.6	1.5

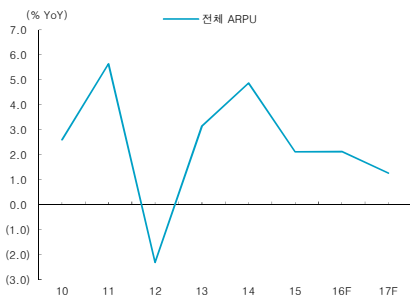
자료: 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 밴드차트



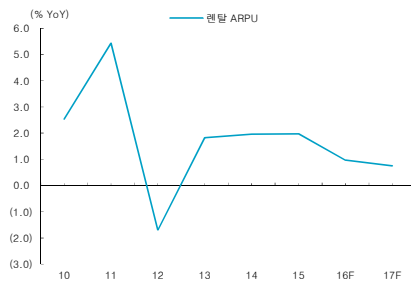
자료: 한국투자증권

[그림 2] 연간 전체 ARPU 증가율



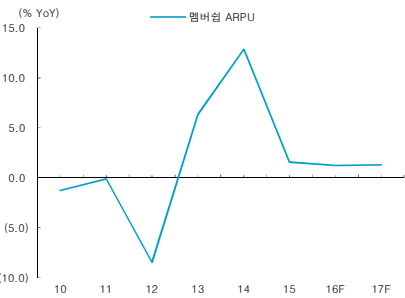
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 3] 연간 렌탈 ARPU 증가율



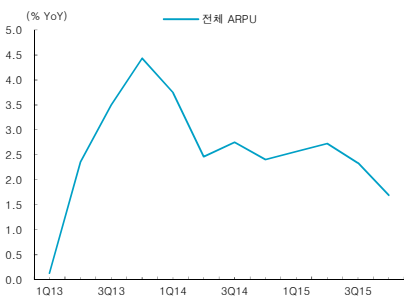
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 4] 연간 멤버십 ARPU 증가율



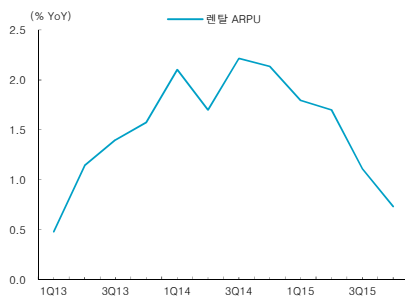
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 5] 분기 전체 ARPU 증가율



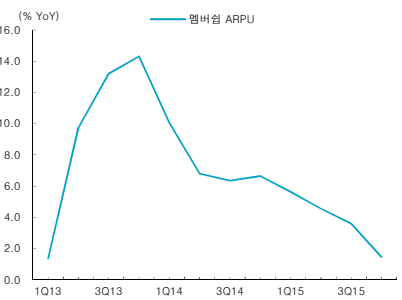
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 6] 분기 렌탈 ARPU 증가율



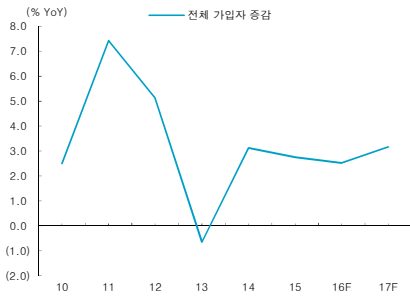
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 7] 분기 멤버십 ARPU 증가율



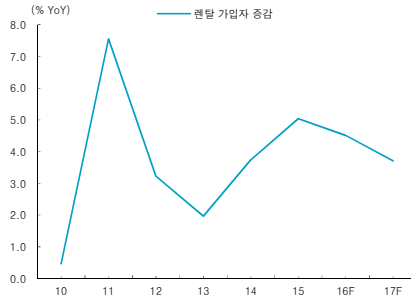
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 8] 연간 총 가입자 증감



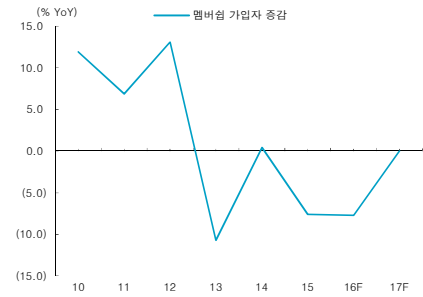
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 9] 렌탈 가입자 증감



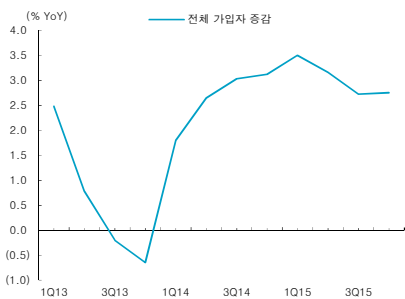
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 10] 멤버십 가입자 증감



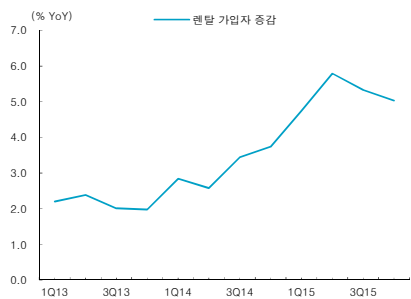
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 11] 분기 전체 가입자 증감



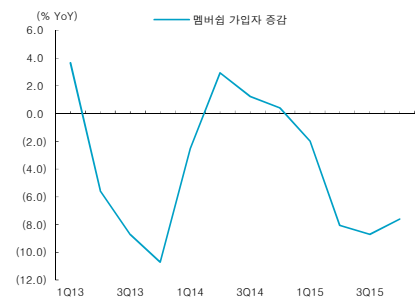
자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 12] 렌탈 가입자 증감



자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 13] 멤버십 가입자 증감



자료: 코웨이, 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 577만의 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	644	683	747
현금성자산	239	147	162	153	188
매출채권및기타채권	250	229	246	270	285
재고자산	66	62	66	73	77
비유동자산	976	1,025	1,092	1,171	1,235
투자자산	55	55	59	65	68
유형자산	638	675	717	758	800
무형자산	177	171	183	201	212
자산총계	1,668	1,622	1,735	1,854	1,983
유동부채	677	526	499	466	427
매입채무및기타채무	224	251	268	296	312
단기차입금및단기사채	182	164	114	44	0
유동성장기부채	146	0	0	0	0
비유동부채	50	56	62	68	72
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	11	13	14	15
부채총계	727	582	561	534	499
지배주주지분	941	1,039	1,174	1,320	1,483
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	126	126	126	126	126
기타자본	(94)	(114)	(114)	(114)	(114)
이익잉여금	868	986	1,121	1,267	1,430
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	941	1,039	1,175	1,321	1,484

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	537	537	560	595	608
당기순이익	245	250	343	369	386
유형자산감가상각비	191	206	215	224	233
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(41)	(29)	(7)	(9)	(22)
기타	134	102	1	2	1
투자활동현금흐름	(76)	(299)	(290)	(313)	(307)
유형자산투자	(268)	(306)	(266)	(275)	(285)
유형자산매각	10	10	10	10	10
투자자산순증	180	0	(4)	(6)	(4)
무형자산순증	(2)	(6)	(21)	(28)	(21)
기타	4	3	(9)	(14)	(7)
재무활동현금흐름	(373)	(328)	(256)	(292)	(266)
자본의증가	5	5	0	0	0
차입금의순증	(262)	(162)	(48)	(69)	(43)
배당금지급	(78)	(124)	(148)	(208)	(223)
기타	(38)	(47)	(60)	(15)	0
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	86	(91)	15	(9)	35

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

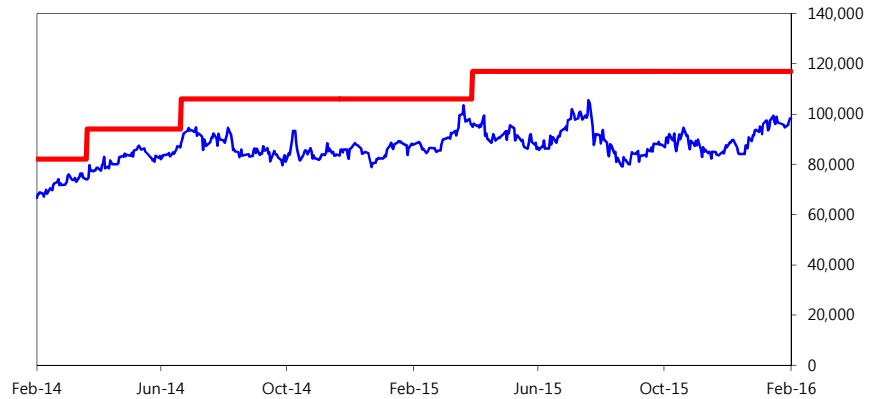
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,118	2,160	2,315	2,549	2,688
매출원가	721	727	729	808	852
매출총이익	1,397	1,434	1,586	1,741	1,836
판매관리비	1,058	1,069	1,123	1,254	1,328
영업이익	339	364	463	487	508
금융수익	4	3	2	2	2
이자수익	4	3	2	2	2
금융비용	19	12	11	2	1
이자비용	19	12	3	2	1
기타영업외손익	(15)	(23)	0	2	2
관계기업관련손익	18	0	0	0	0
세전계속사업이익	327	332	454	489	511
법인세비용	82	83	111	120	125
연결당기순이익	245	250	343	369	386
지배주주지분순이익	245	250	343	369	386
기타포괄이익	(1)	(9)	0	0	0
총포괄이익	244	241	343	369	386
지배주주지분포괄이익	244	241	343	369	386
EBITDA	537	578	687	720	751

**주요 투자지표**

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,361	4,621	4,966	5,197
BPS	13,535	15,146	16,898	18,792	20,909
DPS	2,710	2,000	2,800	3,000	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	6.3	2.0	7.2	10.1	5.5
영업이익증가율	49.9	7.5	27.1	5.1	4.4
순이익증가율	160.6	1.9	37.4	7.5	4.6
EPS증가율	159.1	2.4	37.5	7.5	4.6
EBITDA증가율	31.1	7.6	18.8	4.9	4.3
수익성(%)					
영업이익률	16.0	16.9	20.0	19.1	18.9
순이익률	11.6	11.6	14.8	14.5	14.4
EBITDA Margin	25.4	26.8	29.7	28.3	27.9
ROA	14.3	15.2	20.4	20.6	20.1
ROE	28.4	25.2	31.0	29.6	27.6
배당수익률	4.1	2.4	3.3	3.1	3.1
배당성향	82.4	59.4	60.6	60.4	57.7
안정성					
순차입금(십억원)	98	21	(42)	(102)	(194)
차입금/자본총계비율(%)	36.5	16.8	10.8	4.4	0.1
Valuation(X)					
PER	20.2	25.1	18.2	19.8	18.9
PBR	4.9	5.6	5.0	5.2	4.7
EV/EBITDA	9.5	11.0	9.2	10.2	9.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
코웨이(021240)	2014.03.18	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 2016년 2월 18일 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 (2015.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.0%	20.8%	2.2%

※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.