



2014년 2월 18일

코웨이(021240)

Equity Research

Downgrade Rating

매출 성장 둔화 부담

높은 이익모멘텀은 1분기까지 이어질 전망

전년도 4분기 매출과 영업이익은 YoY 각각 4.9%, 148.3% 증가한 4,824억원과 885억원을 기록했다(4Q12 일회성 비용 감소 OP YoY +40.4%). 매출은 다소 기대치 하회했지만 영업이익은 어닝서프라이즈를 기록했다(컨센서스 OP 790억원). 인건비/판매촉진비 등 판매비 절감, 지속적인 해약을 하락(13년 해약을 0.88% 역대 최저치)에 의한 렌탈폐기손실 감소(YoY 35.2%, 13년 연간)가 수익성 개선의 주요인으로 작용했다. 이러한 높은 이익모멘텀은 전년도 기저효과 등으로 1분기까지 이어질 전망이다.

홈쇼핑 등 타 채널과 경쟁심화 부담, 매출 성장 회복 관건

반면, 전체 매출의 70%를 차지하는 렌탈부문 성장률 둔화는 잠재적인 불안요인이다. 전년도 렌탈 계정 순증은 19.3만으로 목표대비 123% 달성했지만, 다분히 해약을 하락에 의한 것으로 렌탈(순주문, 일시불 포함) 판매는 2009년 이후 처음으로 3분기 연속 감소세에 있다. 올해 1분기 역시 전년도 높은 베이스를 감안하면 증가세로 전환은 어려워 보인다. 매출 성장을 전제하지 않은 수익성 개선은 올해 2분기 이후 이익모멘텀의 급격한 둔화로 이어질 공산이 크다. 렌탈판매 부진은 1) 가격인상, 2) 판매촉진비 절감 등의 요인도 있지만, 3) 홈쇼핑을 통한 증거가 렌탈 판매 확대에 의한 경쟁심화를 빼놓을 수 없다. 2012년 이후 홈쇼핑 업체들은 경쟁적으로 정수기부터 안마의자까지 다양한 상품에 대한 렌탈 판매를 확대하고 있다. 문제는 이러한 경쟁심화가 동일한 오프라인 업체간 현상이 아니라, 온라인 채널과 경쟁이라는 점이다. 코웨이의 렌탈 판매는 전국 약 1.3만명 코디의 오프라인 영업망을 기반으로 있기 때문에 구조적으로 홈쇼핑이나 다른 채널(하이마트/대형마트 등)로 판매망 확대를 공격적으로 전개하기 어렵다. 일시적 현상이 아닌 구조적 위협요인으로 다가오는 이유다.

목표주가 7.5만원→7.1만원, 투자 의견 매수→중립 하향조정

동사에 대한 투자 의견 '매수'에서 '중립'으로 하향조정하고, 목표주가를 7.5만원에서 7.1만원으로 내린다. 현재주가는 12MF PER 17.8배로 역대 최고치에 근접해 있는 반면, 핵심 사업인 렌탈 부문의 경쟁심화와 성장률 둔화는 중장기 실적 불확실성을 높이는 요인이다. 중국 ODM 등 해외 사업 고성장이 긍정적이나 의미있는 성장동력으로 작용하기에는 매출 비중이 너무 낮다(13년 7.5%). 렌탈부문 성장률 회복이 가시화되기 전까지 보수적인 접근이 바람직해 보인다.

Neutral(하향)

| TP(12M): 71,000원(하향) | CP(2월17일): 67,900원

Key Data		Consensus Data		
		2014	2015	
KOSPI 지수 (pt)	1,946.36	매출액(십억원)	2,081.4	2,230.9
52주최고/최저(원)	70,200/47,150	영업이익(십억원)	366.0	398.7
시가총액(십억원)	5,236.8	순이익(십억원)	273.6	308.9
시가총액비중(%)	0.46	EPS(원)	3,582	4,040
발행주식수(천주)	77,124.8	BPS(원)	14,753	17,588
60일 평균거래량(천주)	159.0			
60일 평균거래대금(십억원)	10.3			
13년 배당금(원)	1,660			
13년 배당수익률(%)	2.60			
외국인 지분율(%)	53.20			
주요주주 지분율(%)				
코웨이홀딩스의 12인	30.99			
Lazard AM외 33인	6.17			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	2.9 17.7 43.2			
상대	2.8 16.3 45.0			



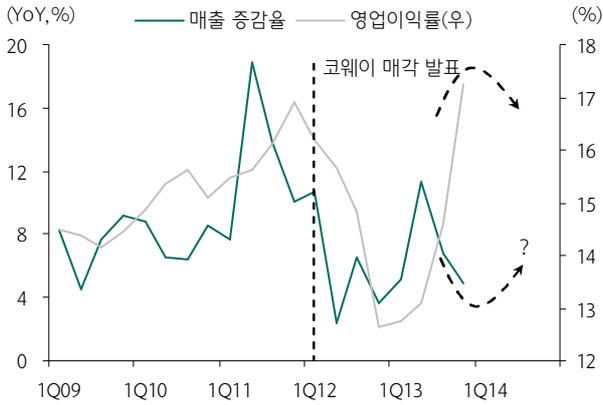
Financial Data (K-IFRS 별도)						
투자지표	단위	2011	2012	2013	2014F	2015F
매출액	십억원	1,709.9	1,806.8	1,933.7	2,083.0	2,211.8
영업이익	십억원	243.3	227.8	334.1	370.2	386.0
세전이익	십억원	225.4	161.5	351.5	348.5	368.9
순이익	십억원	177.1	122.1	224.9	264.0	279.0
EPS	원	2,296	1,583	2,916	3,423	3,617
증감율	%	10.4	(31.1)	84.2	17.4	5.7
PER	배	15.9	27.5	22.8	20.5	19.4
PBR	배	3.3	3.8	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	배	8.1	9.7	9.4	9.3	8.4
ROE	%	21.4	13.7	24.9	20.5	17.9
BPS	원	11,098	11,583	14,875	18,264	21,852
Net DER	%	56.1	52.2	25.5	9.9	(2.3)



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

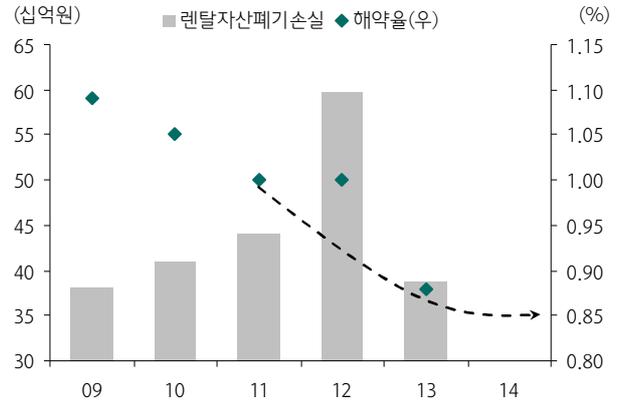
RA 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

그림 1. 추가적인 영업이익률 개선은 어려운 상황, 매출 성장을 회복이 추가적인 주가 상승 관건



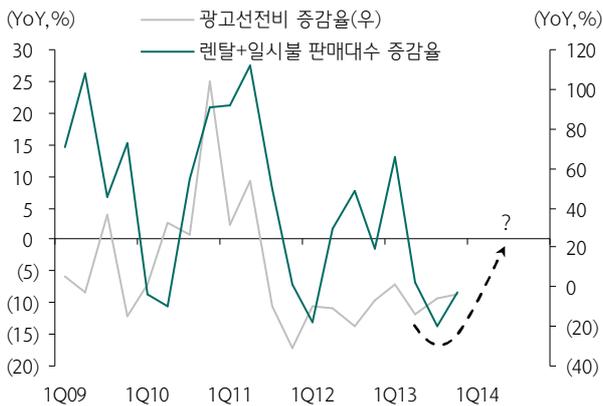
자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 2. 높은 이익모멘텀은 가파른 해약율 하락에 의한 렌탈자산폐기손실 감소가 주 요인



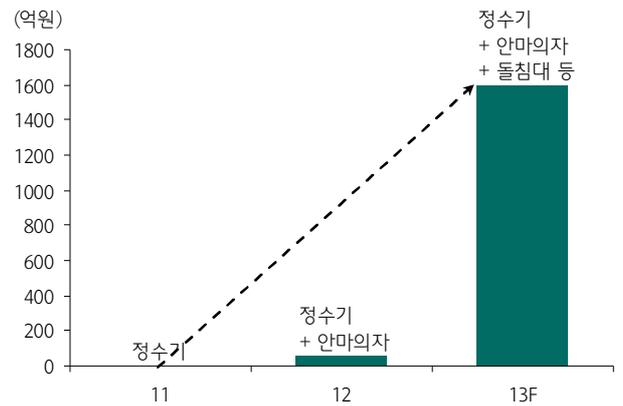
자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 3. 3분기 연속 렌탈 판매 감소는 향후 실적 불확실성을 높이고 있음. 홈쇼핑 채널과 경쟁심화는 구조적 불안 요인



자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 4. 현대홈쇼핑 렌탈 판매는 2011년 5억원에서 2013년 1,600억원으로 고성장



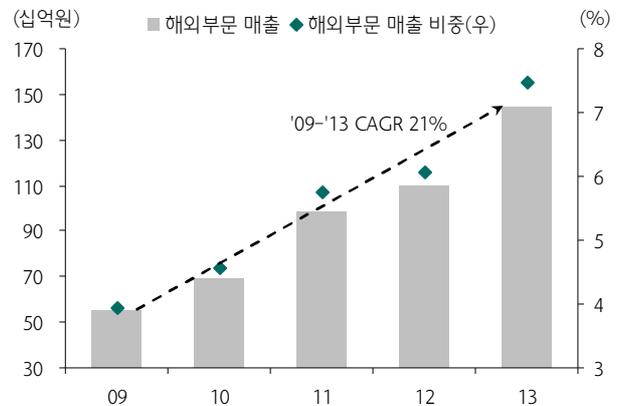
자료: 언론, 하나대투증권

그림 5. 코웨이 정수기 부문 MS는 2010년 이후 지속적인 하락세



자료: 코웨이, 하나대투증권

그림 6. 중국 ODM 등 해외 부문 매출 비중은 2013년 7.5%로 신규 성장 동력으로 작용하기에는 매출 비중이 너무 낮음



자료: 코웨이, 하나대투증권



표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013년	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2014년
매출	465	497	489	482	1,934	496	535	530	522	2,083
렌탈	327	332	335	339	1,333	344	350	356	361	1,411
멤버십	43	43	43	44	172	45	46	46	46	183
일시불판매	37	48	35	29	149	34	45	37	30	146
화장품	18	22	17	20	76	21	26	20	23	90
수출	31	45	38	31	145	42	60	51	41	195
기타(수처리 등)	9	8	21	20	58	9	8	21	20	58
영업이익	69	79	97	89	334	84	87	103	97	370
세전이익	115	81	83	73	352	79	79	98	93	348
순이익	80	61	62	51	254	59	59	74	69	261
영업이익률(%)	14.9	16.0	19.8	18.4	17.3	16.9	16.2	19.4	18.5	17.8
경상이익률(%)	24.7	16.2	17.0	15.1	18.2	15.9	14.7	18.5	17.7	16.7
순이익률(%)	17.2	12.2	12.7	10.6	13.1	12.0	11.0	13.9	13.3	12.5

자료: 코웨이, 하나대투증권

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출	1,807	1,934	2,083	2,212	2,308
렌탈	1,286	1,333	1,411	1,461	1,486
멤버십	161	172	183	188	188
일시불판매	145	149	146	150	154
화장품	67	76	90	106	126
수출	110	145	195	248	293
기타(수처리 등)	38	58	58	59	61
영업이익	228	334	370	386	400
세전이익	161	352	348	369	388
순이익	120	254	261	277	291
수정순익(연결기준)	94	281	300	327	291
적정시가총액	1,693	5,057	5,398	5,879	5,237
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	21,948	65,572	69,995	76,224	67,902
적정PER(배)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
EPS(원)	1,219	3,643	3,889	4,235	3,772
영업이익률(%)	12.6	17.3	17.8	17.5	17.3
매출 (YoY,%)	5.7	7.0	7.7	6.2	4.4
영업이익 (YoY,%)	(6.0)	46.7	10.8	4.3	3.6
순이익 (YoY,%)	(32.4)	112.0	2.9	5.9	5.1

자료: 코웨이, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,709.9	1,806.8	1,933.7	2,083.0	2,211.8
매출원가	552.0	605.4	651.7	700.0	742.2
매출총이익	1,157.9	1,201.4	1,282.1	1,383.0	1,469.7
판매비	914.5	973.6	947.9	1,012.8	1,083.7
영업이익	243.3	227.8	334.1	370.2	386.0
금융손익	(23.5)	(58.1)	(13.7)	(9.0)	(4.8)
종속/관계기업손익	0.0	(3.2)	40.2	(3.5)	(3.0)
기타영업외손익	5.5	(5.0)	(9.1)	(9.2)	(9.2)
세전이익	225.4	161.5	351.5	348.5	368.9
법인세	48.2	41.7	97.6	87.1	92.2
계속사업이익	177.1	119.7	253.9	261.4	276.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	177.1	119.7	253.9	261.4	276.7
포괄이익	172.7	118.2	253.9	261.4	276.7
(지분법제외)순이익	177.1	122.1	224.9	264.0	279.0
지배주주포괄이익	172.7	118.2	253.9	261.4	276.7
NOPAT	195.6	162.9	263.8	268.1	280.3
EBITDA	401.3	391.5	571.6	594.0	637.4
성장성(%)					
매출액증가율	12.6	5.7	7.0	7.7	6.2
NOPAT증가율	4.3	(16.7)	62.0	1.6	4.5
EBITDA증가율	(0.8)	(2.5)	46.0	3.9	7.3
(조정)영업이익증가율	6.4	(6.4)	46.7	10.8	4.3
(지분법제외)순이익증가율	10.4	(31.1)	84.2	17.4	5.7
(지분법제외)EPS증가율	10.4	(31.1)	84.2	17.4	5.7
수익성(%)					
매출총이익률	67.7	66.5	66.3	66.4	66.4
EBITDA이익률	23.5	21.7	29.6	28.5	28.8
(조정)영업이익률	14.2	12.6	17.3	17.8	17.5
계속사업이익률	10.4	6.6	13.1	12.5	12.5

투자지표

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,296	1,583	2,916	3,423	3,617
BPS	11,098	11,583	14,875	18,264	21,852
CFPS	3,878	5,005	5,621	6,090	6,707
EBITDAPS	5,204	5,076	7,411	7,702	8,264
SPS	22,170	23,427	25,073	27,009	28,679
DPS	1,050	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	15.9	27.5	22.8	20.5	19.4
PBR	3.3	3.8	4.5	3.8	3.2
PCFR	9.4	8.7	11.8	11.5	10.5
EV/EBITDA	8.1	9.7	9.4	9.3	8.4
PSR	1.7	1.9	2.6	2.6	2.4
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.7	24.9	20.5	17.9
ROA	11.7	7.3	14.1	12.8	12.0
ROIC	17.9	13.6	20.7	19.3	18.6
부채비율	110.6	112.0	80.9	64.0	53.9
순부채비율	56.1	52.2	25.5	9.9	(2.3)
이자보상배율(배)	9.7	7.9	11.7	14.3	15.5

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	10.6	8.7	8.6	4.9	21.8
Emerging Market	11.4	10.2	10.1	10.6	11.5
World	15.8	14.2	14.1	6.5	10.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	511.5	558.0	673.3	813.9	1,009.3
금융자산	73.7	119.4	203.7	308.1	472.4
현금성자산	64.9	118.9	127.2	137.1	145.5
매출채권 등	256.9	291.9	312.4	336.5	357.3
재고자산	73.0	41.3	44.5	47.8	50.7
기타유동자산	107.9	105.3	112.7	121.4	128.9
비유동자산	1,065.0	1,143.5	1,238.6	1,347.4	1,445.0
투자자산	285.1	155.3	155.3	155.3	155.3
금융자산	48.2	53.6	53.6	53.6	53.6
유형자산	534.7	594.2	707.2	808.9	900.3
무형자산	156.0	157.5	158.1	158.6	159.1
기타비유동자산	89.2	236.5	218.0	224.6	230.2
자산총계	1,576.5	1,701.5	1,911.9	2,161.3	2,454.3
유동부채	534.3	719.6	667.9	691.8	707.1
금융부채	275.0	438.5	366.8	369.7	366.6
매입채무 등	187.4	205.3	221.0	237.4	251.7
기타유동부채	71.9	75.8	80.2	84.8	88.8
비유동부채	293.8	179.2	187.4	151.5	152.5
금융부채	267.0	153.7	160.4	123.0	122.6
기타비유동부채	26.8	25.5	26.9	28.5	29.9
부채총계	828.1	898.8	855.3	843.3	859.6
지배주주지분	748.4	802.7	1,056.6	1,318.0	1,594.7
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	130.9	130.6	130.6	130.6	130.6
자본조성	(98.8)	(84.6)	(84.6)	(84.6)	(84.6)
기타포괄이익누계	(2.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	677.7	716.8	970.7	1,232.1	1,508.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	748.4	802.7	1,056.6	1,318.0	1,594.7
순금융부채	420.1	419.1	269.8	130.9	(36.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	317.6	429.1	443.4	476.5	520.9
당기순이익	177.1	122.1	224.9	264.0	279.0
조정	294.0	381.8	346.0	363.3	394.3
감가상각비	152.4	171.9	206.3	236.5	263.6
외환거래손익	1.4	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0
기타	140.1	206.4	139.6	126.8	130.7
자산/부채의 변동	(111.5)	(37.7)	(33.9)	(39.7)	(38.9)
투자활동현금흐름	(344.2)	(300.9)	(371.0)	(433.1)	(509.8)
투자자산감소(증가)	(42.1)	(2.7)	(75.9)	(94.6)	(155.8)
유형자산감소(증가)	(290.4)	(291.5)	(312.2)	(331.1)	(347.9)
기타투자활동	(11.7)	(6.7)	17.1	(7.4)	(6.1)
재무활동현금흐름	35.6	(73.6)	(64.1)	(33.6)	(2.6)
금융부채증가(감소)	213.0	20.9	(65.0)	(34.5)	(3.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(97.5)	(16.6)	0.9	0.9	0.8
배당지급	(79.9)	(77.8)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	8.5	54.0	8.3	9.8	8.5
Unlevered CFO	299.1	386.0	433.5	469.7	517.3
Free Cash Flow	48.7	109.5	159.2	145.7	171.3

Sector Aggregates

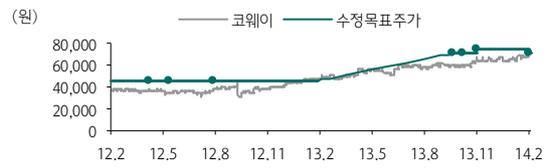
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	11.9	10.8	10.7	(5.8)	10.6
Emerging Market	16.1	14.8	14.4	15.0	9.1
World	24.2	20.6	20.5	10.0	17.5

* MSCI Retailing Industry Group



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코웨이		
날짜	투자의견	수정목표주가
14.2.18	Neutral	71,000 원
13.11.18	BUY	75,000 원
13.10.23	BUY	71,000 원
13.10.7	BUY	71,000 원
12.8.13	BUY	46,000 원
12.5.29	BUY	46,000 원
12.4.23	BUY	46,000 원



투자의견 분류 및 적용

투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류**
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류**
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 2월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2014년 2월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 해당회사(코웨이)에 대한 조사분석자료를 작성, 공표함에 있어 공표일 현재기준으로 2013년 10월 14일부터 2014년 4월 14일까지 자사주신탁계약을 체결하였음 알려드립니다.
- 당사는 본 조사분석자료 작성과 관련하여, 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 선량한 관리자의 주의 의무를 다하여, 신의성실하게 작성하였습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.