코웨이 (021240)

매수 (신규)

서비스업

현재주가 (12 월 11 일)	40,200 원
목표주가	54,000 원 (신규)
상승여력	34.3%

[Analyst]

공영규 연구원 ☎ 02) 3772-1527 ✉ jxlove1983@shinhan.com

성준원 책임연구원 ☎ 02) 3772-1538 ✉ jwsung79@shinhan.com

KOSPI		1,964.62p
KOSDAQ		481.59p
시가총액		3,100.4 십억원
액면가		500 원
발행주식수		77.1 백만주
유동주식수		50.4 백만주(65.4%)
52 주 최고가/최저가		43,100 원/30,150 원
일평균 거래량 (60 일)		328,051 주
일평균 거래액 (60 일)		11,611 백만원
외국인 지분율 :		51.26%
주요주주	웅진홀딩스 외 29 인	31.15%
	Lazard Asset Management	14.50%
절대수익률	3 개월	4.1%
	6 개월	14.2%
	12 개월	6.2%
KOSPI 대비	3 개월	1.8%
상대수익률	6 개월	8.5%
	12 개월	1.4%

리서치센터

2013년, 새로운 시작

2013년 환경 가전 사업 렌탈 가입자 고성장 전망

2013년 환경 가전 사업의 렌탈 신규 가입자는 130만건(+6.1% YoY)으로 전망된다. 렌탈 계약 만료 가입자의 감소로 순증 가입자는 28만건(+73.8% YoY)으로 큰 폭의 증가가 예상된다. 2013년 전체 렌탈 가입자는 490만건(+6.2% YoY), 평균 ARPU(가입자 1인당 월평균 매출)는 23,338원(+2.3% YoY)으로 성장세가 유지될 전망이다.

매각 이후 기대되는 코웨이의 변화 3가지

2013년 1월 2일 MBK파트너스가 웅진홀딩스에 남은 잔금을 지불하면 코웨이의 매각 절차는 완전히 마무리된다. 매각 이후 기대되는 변화는 크게 3가지이다. 1) 수익성이 저조한 사업이 매각될 가능성이 높다. 2) 웅진홀딩스와의 거래 축소로 판관비율 개선도 예상된다. 3) 재무구조 개선과 안정적인 배당 성향 유지도 가능할 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시

목표주가 54,000원은 2013년 연결 기준 EPS 3,102원에 17배의 PER을 적용한 수준이다. 동사는 실적이 저조했던 2011~2012년에도 평균 PER 16배 이상의 밸류에이션을 적용 받아왔다. 2013년에는 K-IFRS 별도 기준으로 영업이익은 2,954억원(+18.0% YoY), 순이익은 2,441억원(+72.9% YoY)으로 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 현재 주가는 2013년 연결 기준 PER 13배 수준이다. 향후 주가의 상승여력은 크다고 판단된다.

12월 결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액 (십억원)	1,501.8	1,709.9	1,815.8	1,966.1	2,127.1
영업이익 (십억원)	253.5	242.5	250.3	295.4	334.7
순이익 (십억원)	183.3	177.1	141.1	244.1	250.7
EPS (원)	2,376	2,296	1,830	3,165	3,250
BPS (원)	9,428	9,704	10,520	12,526	14,280
영업이익률 (%)	16.9	14.2	13.8	15.0	15.7
순이익률 (%)	12.2	10.4	7.8	12.4	11.8
ROE (%)	26.0	24.0	18.1	27.5	24.3
PER (x)	17.0	15.9	22.0	12.7	12.4
PBR (x)	4.3	3.8	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	8.6	8.5	8.4	6.8	6.0

주: K-IFRS 별도 기준

Contents

3 I. Investment Summary

5 II. Valuation: 목표주가 54,000원

7 III. 국내 환경 가전 시장의 독보적인 일인자

14 IV. 환경 가전 시장의 사회 구조적인 변화 2가지

17 V. 2013년 전망: 외형 확대 지속, 수익성 개선 본격화

31 VI. 중장기 전망: 매각 이후 기대되는 코웨이의 변화 3가지

33 VII. 재무 구조 및 현금 흐름 분석

35 VIII. 외국인의 귀환이 기대되는 이유

36 IX. 지배구조 리스크 해소 국면, 이제는 펀더멘탈에 베팅하자

38 부록: 요약 재무제표

I. Investment Summary

2013년 외형 확대 지속, 수익성 개선 본격화

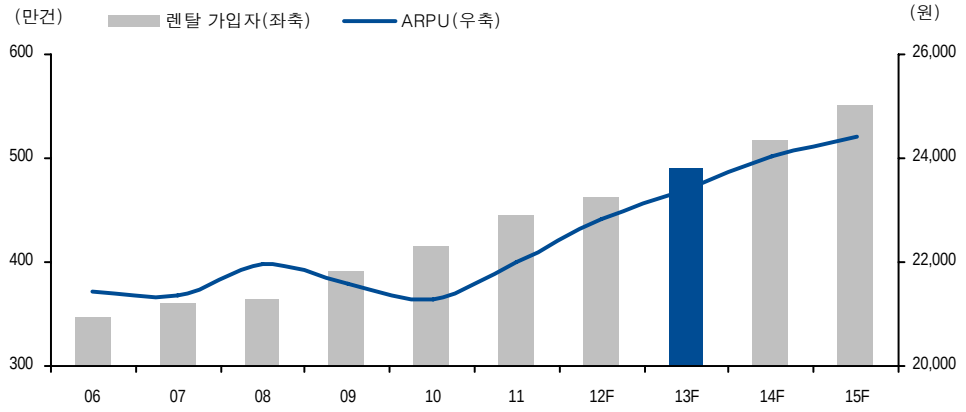
2013년 렌탈 순증 가입자 28만건(+73.8% YoY) 예상

코웨이는 최근 2년동안 외형 성장이 지속되는 가운데 수익성과 현금 흐름이 악화되는 모습을 보였다. 모회사인 웅진홀딩스 및 계열 회사들에 대한 지원과 신규 사업에 대한 투자 부담 때문이었다. 2013년에는 렌탈 순증 가입자가 +73.8% YoY 증가하며 외형 확대가 지속될 전망이다. K-IFRS 별도 기준 영업이익은 2,954억원(+18.0% YoY), 순이익은 2,441억원(+72.9% YoY)으로 큰 폭의 실적 개선도 예상된다.

2013년 연결 EPS 80.7% 증가 예상, 목표주가 54,000원은 2013년 PER 17배 수준

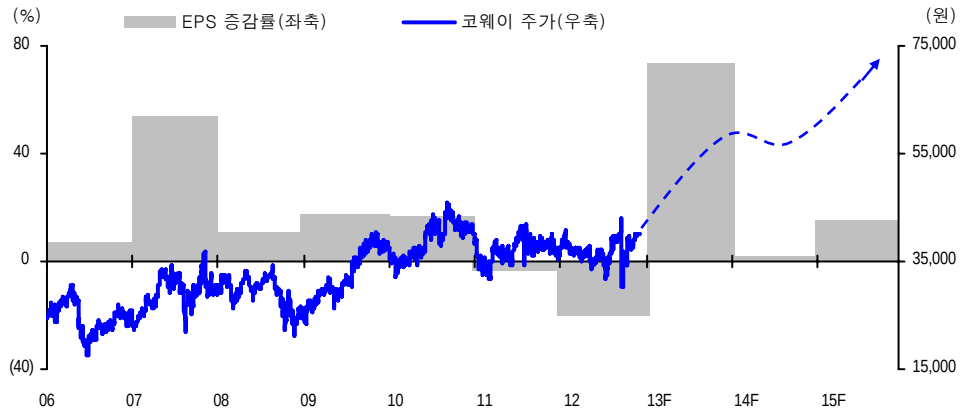
2013년 연결 기준 EPS는 전년 대비 80.7% 증가한 3,102원으로 예상된다. 잉여 현금 흐름(Free cash flow)도 1,624억원(+108.4% YoY)으로 크게 개선될 전망이다. 목표주가 54,000원은 2013년 PER 17배 수준이다. 동사는 실적이 저조했던 2011~2012년 에도 평균 PER 16배 이상의 밸류에이션을 적용 받아왔다. 현재 주가는 2013년 연결 기준 PER 13배 수준이다. 향후 주가의 상승여력은 크다고 판단된다.

렌탈 가입자 vs. ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

EPS 증감률 vs. 코웨이 주가 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

중장기 전망: 매각 이후 기대되는 코웨이의 변화 3가지

동사는 2012년 11월 27일 주주총회를 통해 사명을 '웅진코웨이' 에서 '코웨이' 로 바꾸고 이사회 임원을 새로운 대주주인 'MBK파트너스' 관계자들로 선임했다. 2013년 1월 2일 남은 잔금을 지불하면 매각은 완전히 마무리된다. 매각 이후 기대되는 변화는 크게 3가지이다.

1) 수익성 낮은 사업 매각 가능: 수처리 사업 매각 시 영업이익률 +0.5%p 개선 효과

1) 우선 코웨이의 새로운 대주주인 MBK파트너스가 인수 이후 가장 크게 중점을 두는 부분이 바로 수익성 개선이다. 따라서 수익성이 낮은 사업은 정리하는 대신 본업인 환경 가전 사업을 강화할 가능성이 높다. 환경 가전 사업의 영업이익률은 17%를 상회하지만 수처리 사업, 화장품 사업, 그린엔텍(수처리 전문 자회사), 그리고 해외 자회사는 모두 적자 상태이다. 2012년 기준으로 보면 적자가 가장 큰 화장품 사업을 제외하면 영업이익률은 1.0%p 개선된다. 본사 수처리 사업과 그린엔텍을 제외할 경우에는 약 0.5%p 영업이익률이 개선되는 효과가 있다.

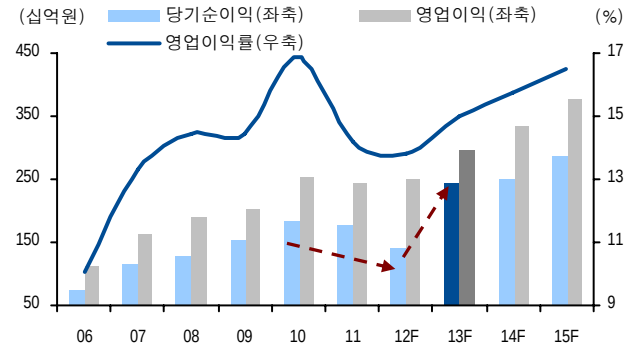
2) 웅진 홀딩스로부터 MRO 거래 금액 2008~2011년 6배 증가 → 점진적인 감소 가능

2) 코웨이는 웅진홀딩스로부터 MRO(Maintenance, repair and operation)관련 소모 자재를 지속적으로 구입해 오고 있다. 거래 금액은 2008년 181억원에서 2011년 1,074억원으로 3년 동안 약 6배 증가했다. 같은 기간 매출액 증가율은 30.1% 수준에 불과했다. 거래 금액이 급증한 이유는 MRO 자재에 대한 수요가 증가한 것 보다는 재무구조가 악화된 모회사인 웅진홀딩스에 대한 지원이 크다고 판단된다. 매각이 완료되면 더 이상 필요 이상의 MRO 자재를 웅진홀딩스로부터 구입할 필요가 없다. 따라서 판관비에 부담으로 작용했던 웅진홀딩스와의 MRO 거래 금액이 점진적으로 감소할 가능성이 크다고 판단된다. 이는 장기적으로 수익성 개선에 긍정적이다.

3) 2013년 5.6% 배당수익률 기대

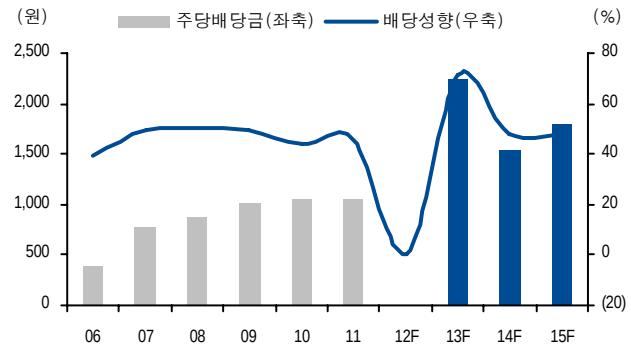
3) MBK파트너스는 코웨이 인수를 위해 1조 2,000억원의 현금을 지출하게 된다. 장기적으로는 기업가치 증가로 자본이익(Capital gain)이 예상되지만 매년 일정 수준 이상의 현금 배당을 요구할 가능성이 높다. 동사는 현재 약 45% 수준의 배당성향을 유지하고 있으며 향후에도 최소 현재 수준은 유지될 전망이다. 2012년 기말 배당은 2013년 1분기에 중간 배당으로 들어오게 된다. 2013년 DPS(주당 배당금)는 중간 배당 1,050원, 기말 배당 1,200원 정도로 예상된다. 현재 주가 수준에서 2013년 기대되는 배당수익률은 5.6% 수준이다.

코웨이의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코웨이 주당배당금 vs. 배당성향 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

II. Valuation: 목표주가 54,000원

목표주가 54,000원은 2013년 연결 PER 17배 수준

코웨이는 최근 2년동안 외형 성장이 지속되는 가운데 수익성과 현금 흐름이 악화되는 모습을 보였다. 2011년에는 잉여 현금 흐름(Free cash flow)이 마이너스로 전환되기도 했다. 모회사인 웅진홀딩스 및 계열 회사들에 대한 지원과 신규 사업에 대한 투자 부담 때문이었다. 2013년부터는 외형 확대가 지속되는 가운데 본격적인 수익성 개선과 현금 흐름 개선이 전망된다. 2013년에는 연결 기준 EPS가 전년 대비 81% 증가하고 잉여 현금 흐름도 크게 개선될 전망이다.

장기적으로 개선되는 현금 흐름을 반영하여 목표주가는 DCF 방식으로 계산했다. 베타 0.3, WACC 4.1, 영구성장률 0.9%를 기본 가정으로 사용했다. 목표주가 54,000원은 2013년 연결 기준 EPS 3,102원에 17배의 PER을 적용한 수준이다. 현재 주가 기준으로 35.0%의 상승 여력이 있다.

코웨이의 DCF방식에 의한 목표주가 54,000원

주요가정	(%, 십억원)	DCF	(십억원)		
유효세율	24.3	영구가치의 현가	2,908.3	**목표주가 (원)**	**54,000**
무위험수익률 (Rf)	2.3	1~10년차 잉여 현금 흐름의 현가	1,543.0	현재가 (원)	40,200
시장프리미엄	6.7	기업가치(EV)	4,451.4	상승여력 (%)	35.0
영구현금 흐름	4,342.4	+ 비핵심자산의 시장가치	8.8		
영구성장률	0.5	- 순차입금(+현금)	477.1		
차입금 비중	39	순 기업가치	3,983		
베타	0.3	기말주식수(천주)	77,125		
WACC	4.1	주당 주식가치(원)	53,623		

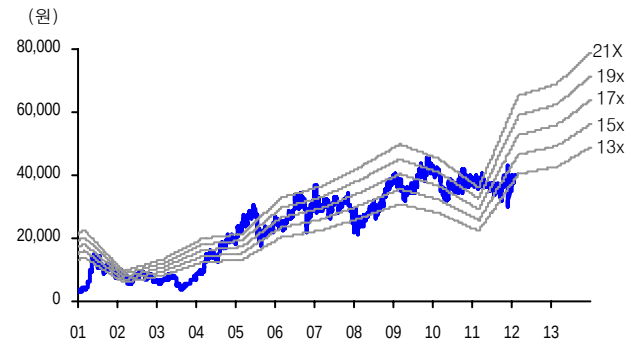
자료: 신한금융투자 추정

EPS 기준 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2012년 연결 순이익	132.4	12개월 Forward 순이익	230.5	2013년 연결 순이익	239.2
EPS (원)	1,717	EPS (원)	2,988	EPS (원)	3,102
Target PER (x)	17	Target PER (x)	17	Target PER (x)	17
목표주가 (원)	30,000	목표주가 (원)	52,000	목표주가 (원)	54,000
현재주가 (원)	40,200	현재주가 (원)	40,200	현재주가 (원)	40,200
현재주가 PER (x)	23.3	현재주가 PER (x)	13.4	현재주가 PER (x)	12.9

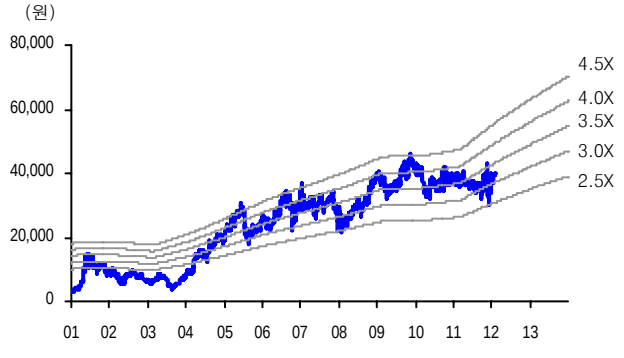
자료: 신한금융투자 추정
주: K-IFRS 연결 기준

코웨이 PER밴드



자료: 신한금융투자

코웨이 PBR밴드



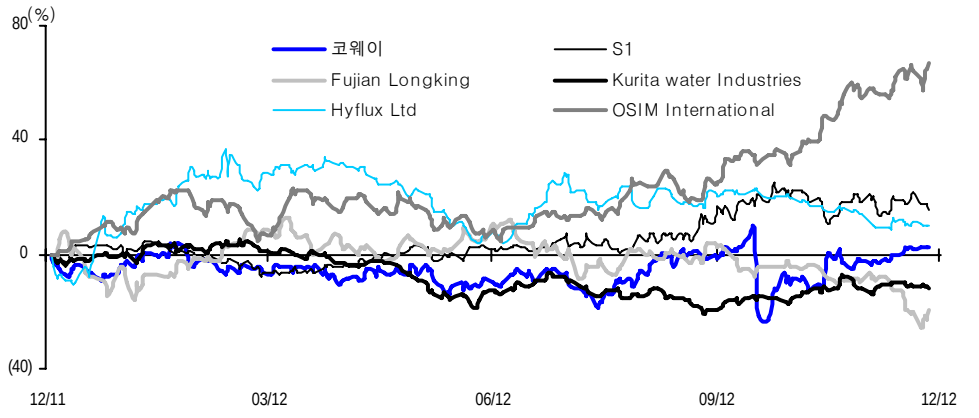
자료: 신한금융투자 추정

코웨이 Global Peers

회사명		코웨이	Kurita water Industries	S1	OSIM International	Hyflux Ltd	Fujian Longking
Ticker		021240 KS	6370 JP	012750 KS	OSIM SP	HYF SP	600388 CH
시가총액 (십억원)		3,100.4	3,053.5	2,420.5	1,148.7	924.6	729.1
Sales	2011	1,709.9	2,438.3	953.6	488.0	418.4	595.6
(십억원)	2012F	1,860.4	2,654.9	1,175.9	547.3	600.2	737.0
	2013F	2,027.7	2,554.5	1,258.1	614.7	657.1	870.9
OP	2011	288.7	365.0	145.3	94.2	71.2	48.0
(십억원)	2012F	266.6	399.8	162.1	102.7	81.9	58.6
	2013F	296.9	322.9	182.7	116.8	95.5	74.7
OP margin	2011	16.9	15.0	15.2	19.3	17.0	8.1
(%)	2012F	14.3	15.1	13.8	18.8	13.6	7.9
	2013F	14.6	12.6	14.5	19.0	14.5	8.6
NP	2011	177.1	230.6	117.3	60.9	46.7	43.2
(십억원)	2012F	188.1	235.4	129.8	76.6	43.0	49.8
	2013F	218.0	181.6	145.1	87.0	58.3	60.3
NP margin	2011	10.4	9.5	12.3	12.5	11.2	7.3
(%)	2012F	10.1	8.9	11.0	14.0	7.2	6.8
	2013F	10.8	7.1	11.5	14.1	8.9	6.9
EPS Growth	2011	T/B	3.0	8.2	43.1	(57.6)	10.5
(% YoY)	2012F	4.1	2.0	6.9	15.7	30.2	14.6
	2013F	15.9	(22.8)	11.4	13.5	31.6	19.2
P/E	2011	15.4	18.3	16.6	11.3	28.0	19.4
(x)	2012F	16.3	13.4	17.1	15.4	22.7	14.7
	2013F	14.1	16.3	15.4	13.7	17.4	12.3
P/B	2011	3.6	1.6	2.7	5.2	3.3	2.2
(x)	2012F	3.6	1.1	3.0	6.4	1.5	1.7
	2013F	3.1	1.1	3.0	4.9	1.4	1.6
EV/EBITDA	2011	7.2	6.2	7.1	6.6	7.6	14.6
(x)	2012F	7.8	4.0	8.7	9.7	17.6	10.4
	2013F	7.1	4.3	8.2	8.5	15.3	9.0
ROE	2011	24.0	8.8	17.2	50.5	10.3	11.7
(%)	2012F	23.4	8.2	17.7	43.9	8.0	11.7
	2013F	23.6	7.0	20.0	38.7	9.9	12.8

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

Global Peers 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Ⅲ. 국내 환경 가전 시장의 독보적인 일인자

1. 안정적인 성장이 돋보이는 일등 내수주

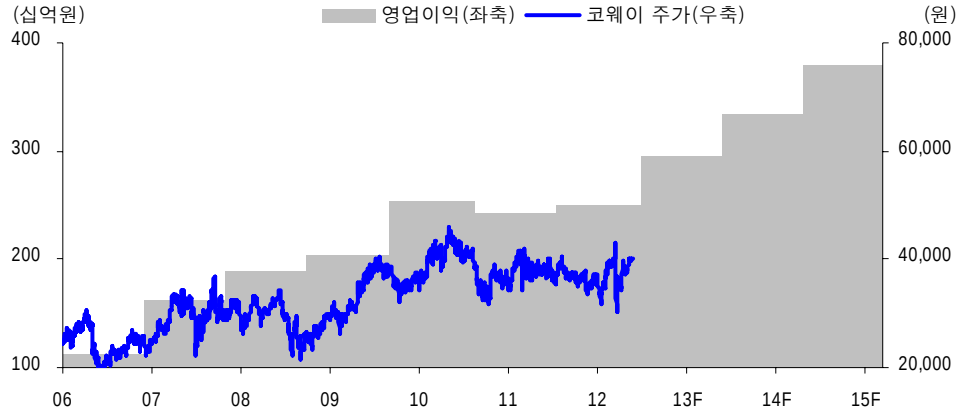
최근 5개년 연평균 매출 성장률 8% 수준

코웨이는 최근 5개년 동안 연평균 8%를 상회하는 외형 성장을 달성했고 비록 최근 3개년은 정체되었지만 영업이익도 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있다. 전체 매출의 70%를 차지하는 정수기, 공기청정기 등 환경 가전의 렌탈 사업이 동사의 주 비즈니스로서 전체 렌탈 가입자는 약 460만건, 멤버십 가입자는 약 110만건 수준이다.

동사가 취급하는 주요 제품으로는 정수기, 공기청정기, 비데, 연수기, 음식물처리기, 그리고 매트리스가 있다. 일시불 판매는 환경 가전 제품을 렌탈이 아닌 일시불로 판매하는 사업을 말하고 멤버십 매출은 렌탈 계약 기간 종료 후 필터 교체 등 지속적으로 제품 케어 서비스를 제공하는 비즈니스를 말한다.

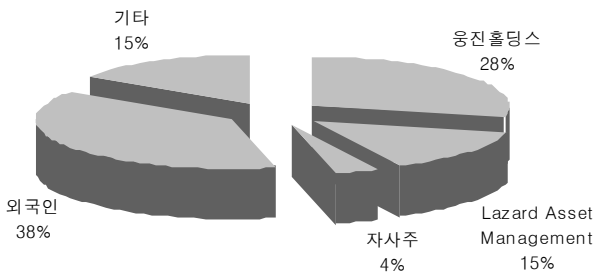
동사는 환경 가전 제품을 해외에도 수출하고 있다. 수출액의 약 40% 정도는 ODM(Original Daevelopment Manufacturing) 형태로 해외 거래처에 납품하고 있으며 나머지 60%는 렌탈 비즈니스를 하는 해외 연결 자회사에 공급하고 있다. 2010년부터 국내와 중국에서 화장품 사업을 진행하고 있으며 수처리 업체를 인수하는 등 사업 다각화를 위해 노력하고 있다.

영업이익 vs. 주가 추이 및 전망



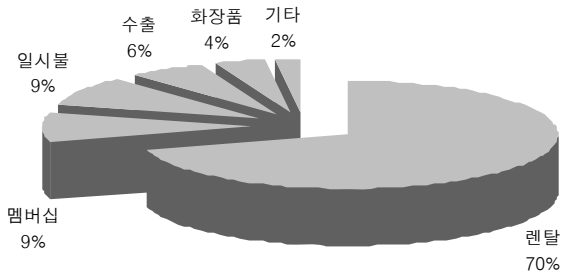
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코웨이 지분 구조(2012년 9월 30일 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 웅진홀딩스 지분은 2013년 1월 2일부로 코웨이홀딩스(MBK파트너스의 SPC)로 전환될 계획

K-IFRS 별도 기준 매출 구성(2012년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

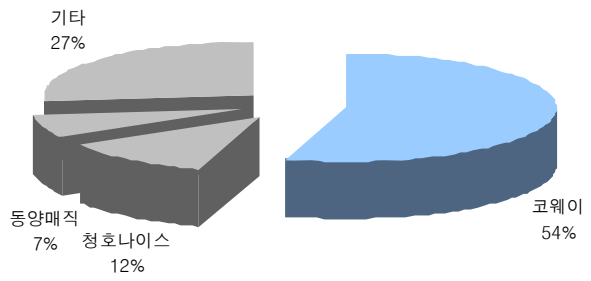
2. 정수기, 비데, 연수기, 공기청정기 시장 점유율 1위

<주요 제품 M/S>
정수기: 54%,
공기청정기: 43%
비데: 46%
연수기: 62%

동사는 주요 제품인 정수기, 공기청정기, 연수기, 비데 모두에서 압도적인 시장 점유율 1위를 유지하고 있다. 특히 핵심 제품인 정수기에서 54% 수준으로 절반이 넘는 시장 점유율을 유지하고 있다. 경쟁사 대비 뛰어난 기술력과 브랜드 인지도를 바탕으로 환경 가전 시장에서 확실한 입지를 구축했다고 판단된다.

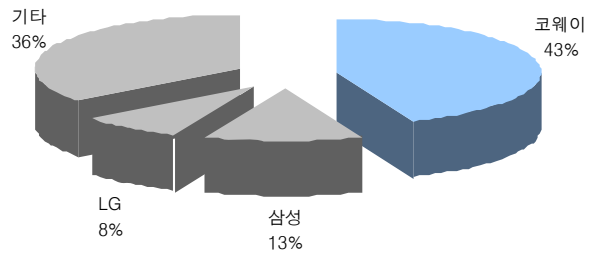
2011 4분기부터는 기존 제품외에 매트리스 판매 및 렌탈 사업을 시작했는데 가입자 증가가 긍정적이다. 불과 1년 사이에 9만건이 넘는 렌탈 가입자를 달성했고 멤버십 가입자도 11만건을 상회했다. 코디(Coway Lady의 약자, 방문 판매원) 중심의 체계화된 유통 채널을 바탕으로 제품 다변화를 통해 지속적인 성장이 전망된다.

2011년 정수기 시장 점유율



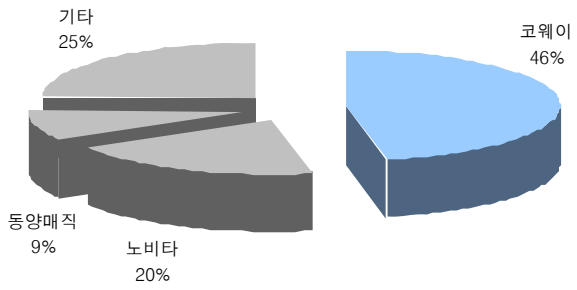
자료: 회사 자료, 신한금융투자

2011년 공기청정기 시장 점유율



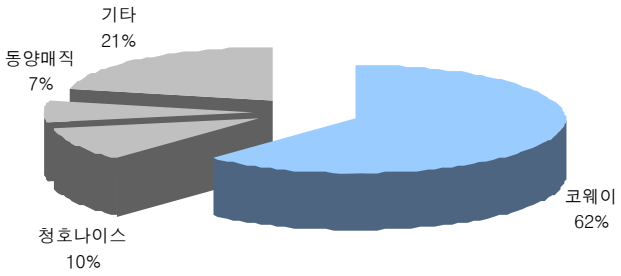
자료: 회사 자료, 신한금융투자

2011년 비데 시장 점유율



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2011년 연수기 시장 점유율



자료: 회사 자료, 신한금융투자

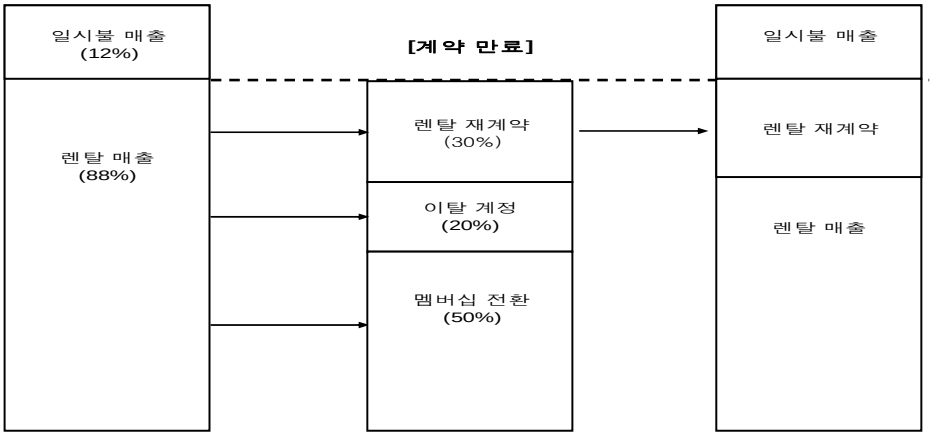
3. 일시불 판매 + 렌탈 + 멤버십 가입자의 3박자 조화

<렌탈 계약 만료시>
30%: 렌탈 재계약
50%: 멤버십 전환
20%: 이탈

동사는 환경 가전 사업에서 렌탈과 멤버십, 그리고 일시불 판매라는 독특한 유통 구조를 가지고 있다. 우선 일시불 판매는 일반적인 제품 판매를 말한다. 렌탈 판매는 제품을 5년 단위 계약으로 렌탈해 주는 사업을 말하는데 렌탈 기간 중 필터 교체 등 관리 서비스를 주기적으로 받을 수 있다. 5년 계약 기간이 만료되면 소유권이 고객에게 넘어가게 되며 고객이 계약 기간 후에도 관리 서비스를 받기 원한다면 렌탈 요금의 절반 정도 되는 요금으로 멤버십이라는 새로운 서비스에 가입하게 된다.

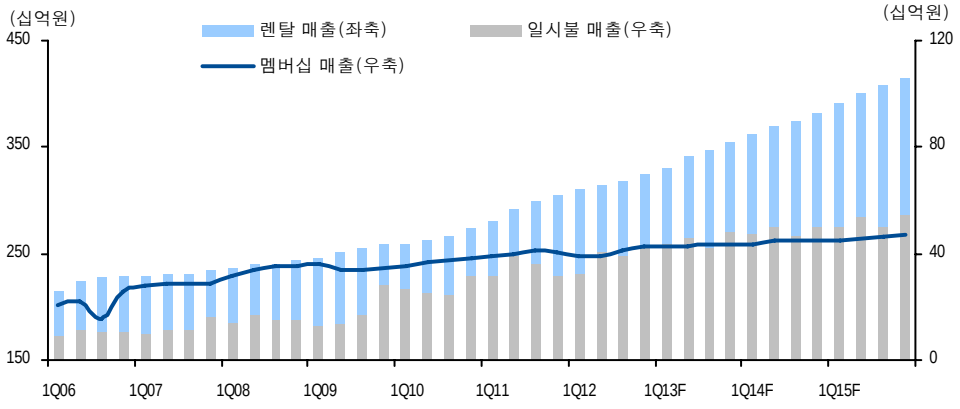
전체적으로 계약 만료가 되었을 때 계약 만료 가입자의 약 30% 정도는 새 제품으로 렌탈 재계약을 하고 50% 정도는 멤버십 서비스로 전환하는 경향이 있다. 나머지 20% 정도만 실질적으로 이탈하는 가입자가 발생하게 된다. 렌탈 가입자는 단 한번도 순증 가입자가 마이너스를 기록한 적이 없을 정도로 지속적인 성장세를 이어가고 있다. 일시불 매출은 2010년과 2011년에는 급증하는 모습을 보였으며 향후에는 고성장세는 어렵겠지만 신제품 출시와 더불어 지속적인 매출성장이 기대된다.

환경 가전 사업 비즈니스 구조



자료: 신한금융투자

환경 가전 사업 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

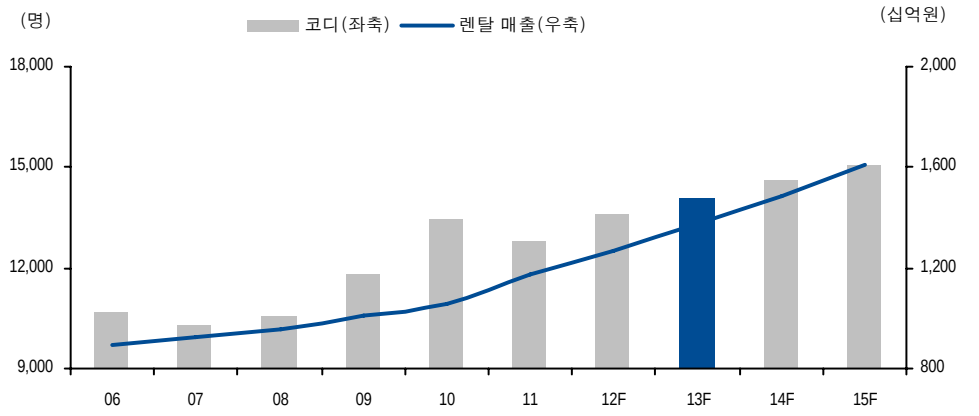
4. 13,607명의 코디 조직으로 체계화된 안정적인 유통망 확보

<코디 수수료는 변동비 성격>
1. 기본 가입자 서비스→ 매출원가로 바로 인식
2. 제품 판매 수수료→ 3년 상각, 판관비에 포함

코웨이는 코디 조직이라는 독특한 유통채널을 가지고 있다. 코디는 "Coway Lady"의 약자로서 코웨이의 방문 판매원 조직을 말한다. 코디는 제품에 대한 판매와 렌탈 및 멤버십 가입자에 대한 지속적인 관리 서비스를 동시에 수행하고 있으며 그에 대한 대가로 판매 수수료를 지급 받는다. 판매수수료는 크게 기본 가입자에 대한 서비스 제공에 대하여 지급하는 수수료와 제품 판매시 지급하는 수수료로 나누어진다고 볼 수 있다. 기본 가입자에 대한 서비스 수수료는 매출원가로 바로 인식되고 제품 판매 수수료는 3년 동안 상각하여 판관비로 인식되게 된다.

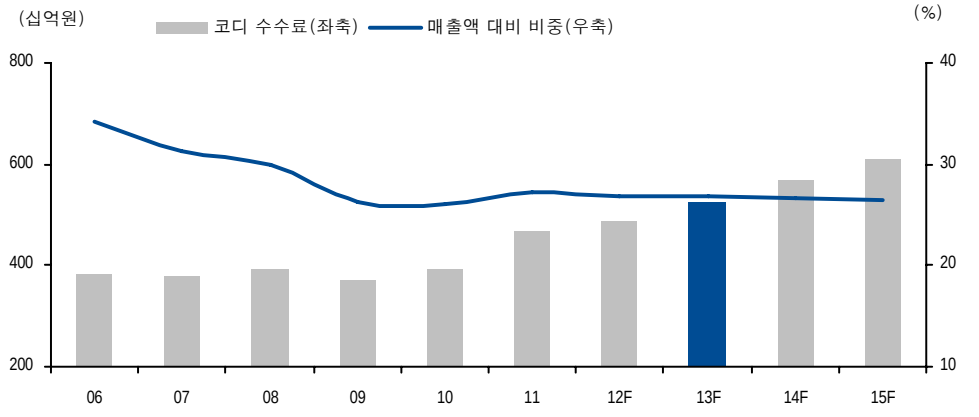
코디에 대한 수수료는 매출액 대비 증가하는 변동비 성격이기 때문에 코디수가 증가한다고 해서 고정비 부담이 증가하지는 않는다. 반면에 코디는 본인의 실적에 비례하여 수수료를 지급받기 때문에 보수 상승을 위해서는 개인 판매량이 증가해야 한다. 2012년 3분기 기준 전체 코디수는 13,607명이다. 향후 렌탈 가입자 증가와 더불어 지속적인 증가가 예상된다.

코웨이 코디수 vs. 렌탈 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코디 수수료 vs. 매출액 대비 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

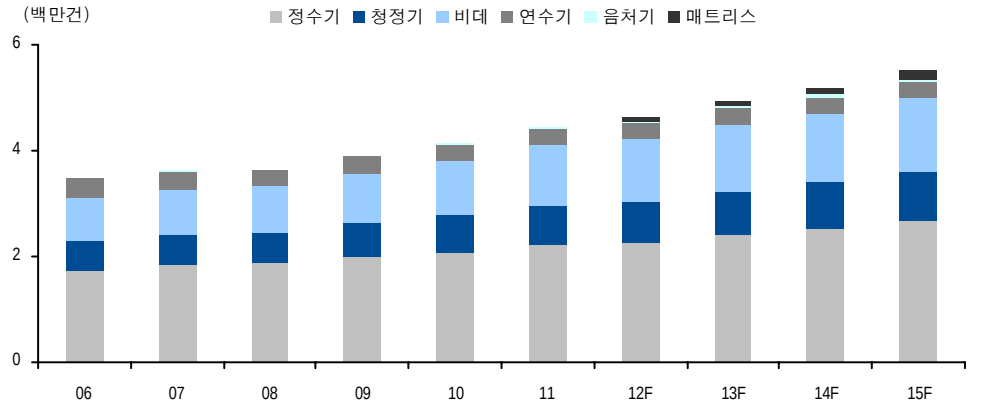
5. 전체 렌탈 가입자는 460만, 평균 ARPU는 23,000원 수준

<렌탈 가입자 현황>
정수기: 225만(49%)
비데: 117만(26%)
공기청정기: 75만(17%)
연수기: 31만(7%)
매트리스: 4만(1%)

코웨이의 전체 렌탈 가입자는 약 460만건 수준이다. 이중 정수기 렌탈 가입자가 225만건 정도로 전체 가입자의 49% 수준으로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 비데와 공기청정기, 그리고 연수기가 각각 117만, 75만, 31만 가입자를 보유하고 있으며 정수기, 청정기, 비데, 연수기를 합친 가입자가 전체 렌탈 가입자의 98% 수준을 차지하고 있다. 이외에 음식물처리기와 매트리스 가입자가 있으며 최근 시작한 매트리스 가입자의 경우 월평균 1만건 수준으로 가입자가 급증하고 있다.

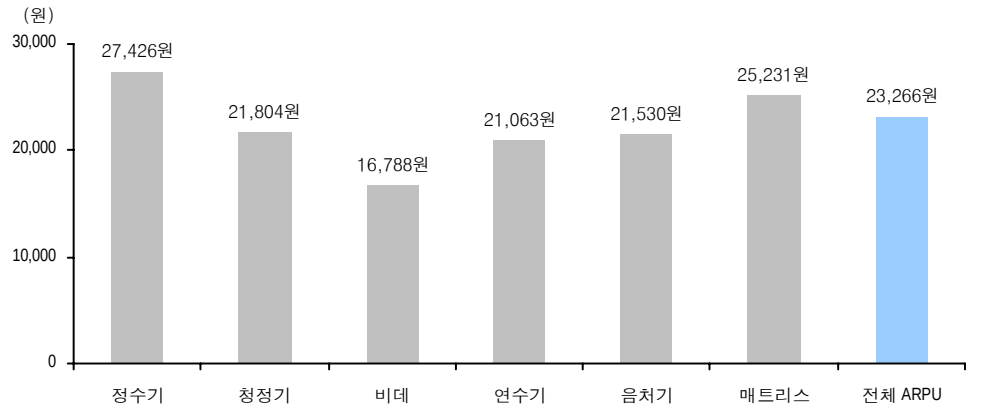
ARPU(가입자 1인당 평균 매출)의 경우 정수기가 2012년 3분기 현재 27,426원으로 가장 높고 비데가 16,788원으로 가장 낮다. 전체 렌탈 가입자의 평균 ARPU는 23,266원 수준이며 프리미엄 신제품의 지속적인 출시로 ARPU는 상승 추세를 이어가고 있다.

코웨이 렌탈 가입자 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

제품별 ARPU 비교(2012년 3분기 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

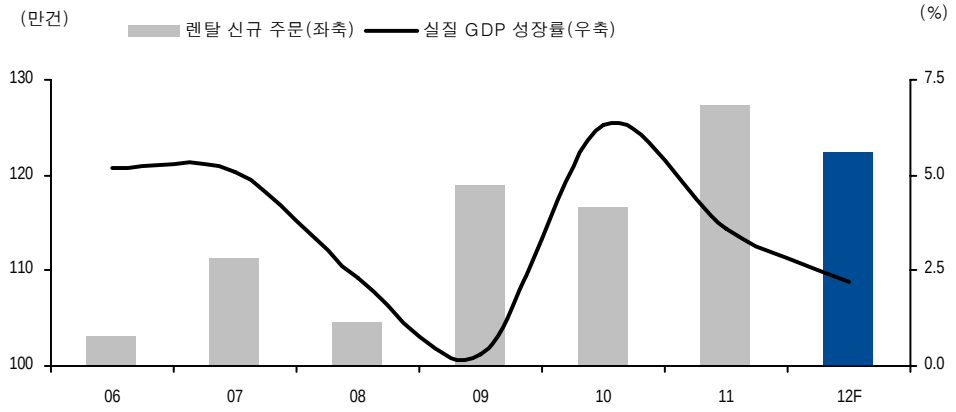
6. 렌탈 사업은 경기 방어형 사업 구조

2009년 실질 GDP 성장률 0.3%, 렌탈 신규 주문건수 119만건 기록(+13.7% YoY)

렌탈 사업은 경기 변화에 민감하지 않다. 과거 실질 GDP 성장률과 동사의 렌탈 신규 주문 건수를 비교해 보면 둘 사이에 큰 상관 관계는 없다. 오히려 2009년도 실질 GDP 성장률이 0.3% 수준으로 저조했을 때 렌탈 신규 주문건수는 전년 대비 13.7% 급증한 119만건을 기록했다. 월 평균 2~3만원 대의 저렴한 이용료에 지속적인 관리 서비스를 받을 수 있고 계약 기간이 끝나면 소유권까지 이전되기 때문에 사용자 입장에서는 경제적으로 큰 부담이 없다.

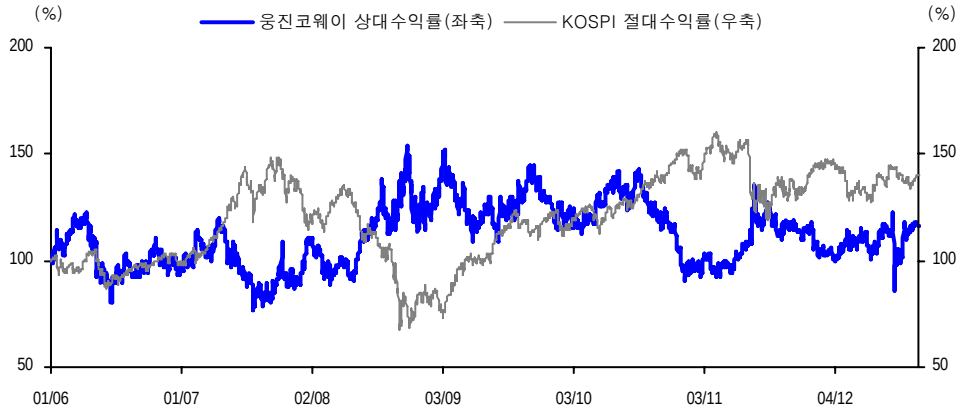
고가의 가전 제품을 매월 저렴한 요금으로 사용할 수 있기 때문에 경기가 불황일 때 오히려 가입자가 늘어나는 사업 구조라고 볼 수 있다. 실제로, 과거 주가 추이를 보면 코스피 절대수익률이 하락할 때 코웨이 주가의 코스피 대비 상대수익률은 상승하는 전형적인 경기 방어주 성격을 가지고 있음을 알 수 있다. 글로벌 거시 경제 환경이 불안정한 가운에 한국 경제가 장기 저성장으로 빠질 수 있다는 전망이 나오고 있다. 경기에 민감하지 않은 동사의 사업구조는 불황기에 경기 방어주로 더욱 부각받을 수 있다.

렌탈 신규 주문 vs. 실질 GDP 성장률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 회사 자료, 신한금융투자 추정

코웨이의 KOSPI 대비 상대수익률 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

7. 화장품 판매 사업 개요

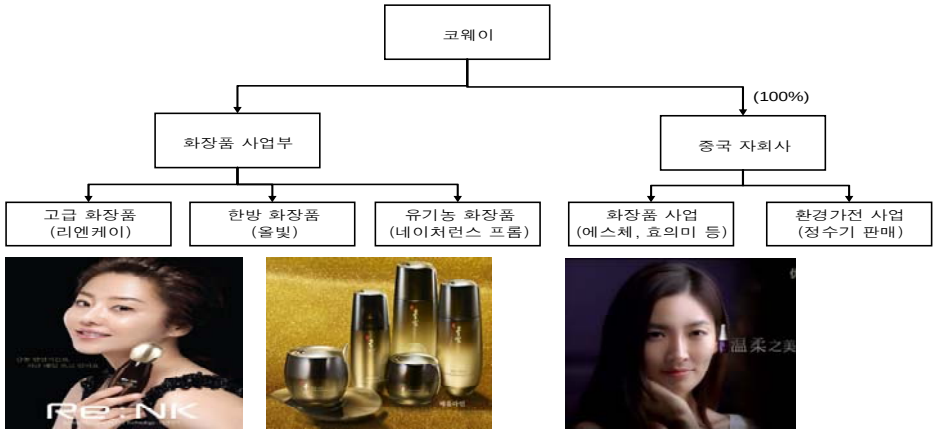
중국 화장품 사업 BEP 돌파, 국내 화장품 사업 적자 지속

코웨이는 2010년부터 중국과 한국에서 방문 판매 채널 등을 활용한 화장품 사업에 진출했다. 국내는 본사 화장품 사업부에서, 중국은 중국 내 자회사에서 각각 영업을 하고 있다. 국내 비즈니스의 경우 '고현정 화장품'으로 잘 알려진 '리엔케이'라는 브랜드의 고가의 기능성 화장품과 '올빛' 이라는 한방 화장품 브랜드, 그리고 중저가인 유기농 화장품 '네이처스 프롬'을 가지고 있으며 중국 내에서는 배우 '김소현'을 광고 모델로 내세운 '에스쳬'와 '효의미' 등 총 6개의 브랜드로 사업을 하고 있다.

2011년에는 중국과 한국, 양쪽에서 큰 외형 성장을 달성했으나 2012년 들어서는 정체 상태를 보이고 있다. 코웨이가 매각 과정에 진통을 겪으면서 자사 화장품 브랜드들의 이미지가 타격을 입은 것이 주요 원인으로 보인다.

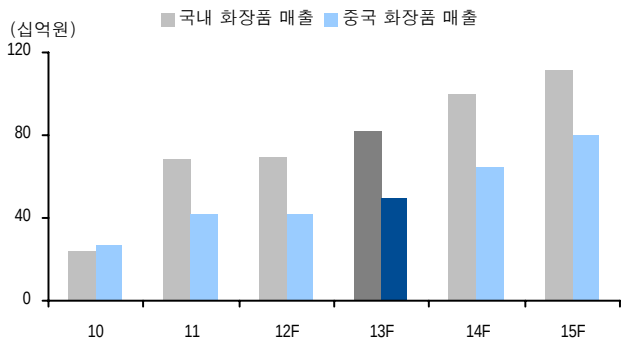
수익성 측면에서 보면 중국 내 화장품 사업은 BEP(손익분기점)를 넘어서 수익을 내는 구조로 진입했으나 국내 화장품 사업은 적자 상태이다. 화장품 사업은 매출 원가 비중이 낮고 일정 부분 매출을 내면 단위당 고정비 절감 효과로 수익성이 크게 개선될 수 있다. 국내 화장품 시장이 고성장을 이어가고 있기 때문에 동사의 국내 화장품 사업의 적자 폭은 향후 줄어들 수 있을 전망이다.

코웨이 화장품 사업 구조



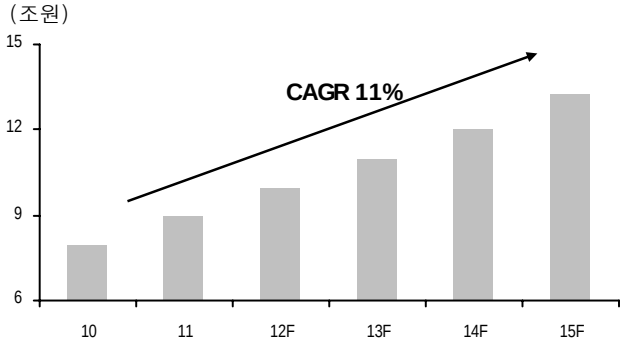
자료: 회사 자료, 신한금융투자

화장품 사업 국내 매출 vs. 중국 매출 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

국내 화장품 시장 전망



자료: 신한금융투자 추정

Ⅳ. 환경 가전 시장의 사회 구조적인 변화 2가지

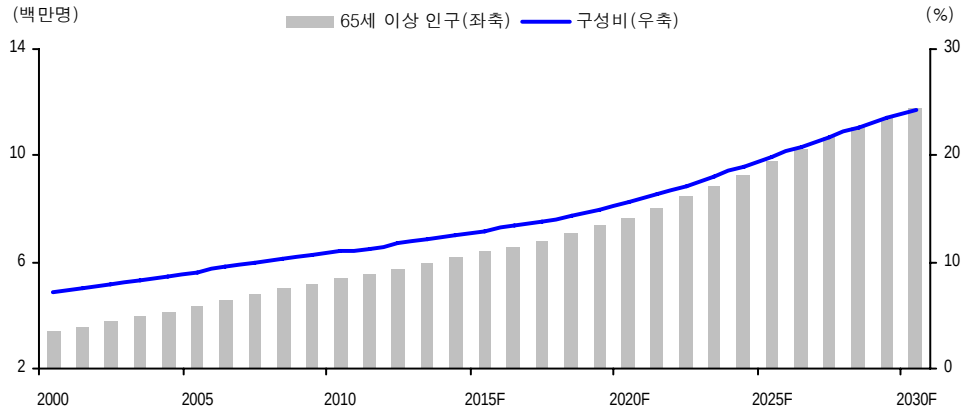
1. 환경 가전 산업, 인구 고령화 수혜로 중장기적인 성장 잠재력 확보

고령화 사회 진행된 일본은 한국보다 정수기 시장 침투율은 2배, 비데와 공기청정기 침투율은 3배 이상 높음

우리 나라 65세 이상 고령 인구는 2012년 570만명 수준이며 전체 인구 대비 11.7% 수준이며 지속적으로 증가하는 추세에 있다. 평균 수명이 연장되고 베이비붐 세대가 고령화에 들어서면서 향후 고령화는 더욱 가속화 될 전망이다. 통계청에 따르면 65세 이상 인구수는 2020년 770만명, 전체 인구 대비 15.6% 수준으로 증가할 전망이다.

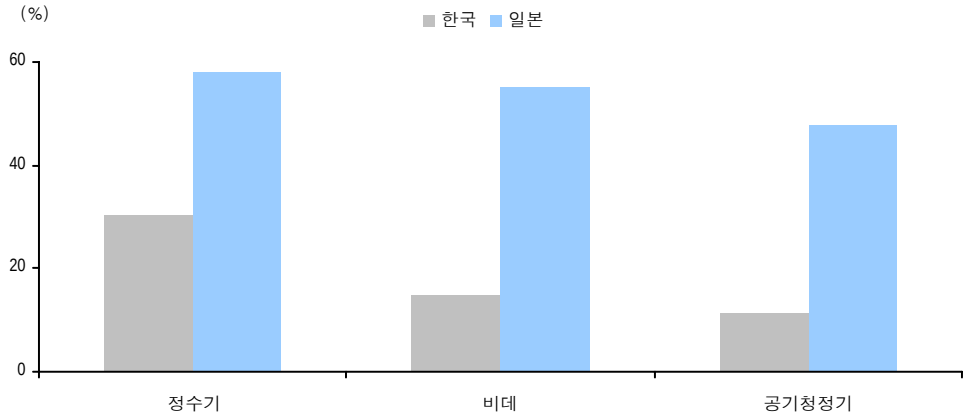
환경 가전 사업은 건강을 중시하는 고령 인구가 증가할수록 수혜를 받을 수 있다. 이미 고령화 사회에 접어든 일본의 환경 가전 시장의 침투율과 비교해 보면 우리나라에 비해 더 높음을 알 수 있다. 정수기 시장은 한국이 30% 수준인데 비해 일본의 경우 58% 수준으로 약 2배 정도 높고 비데와 공기청정기 시장의 경우 우리나라 대비 3배 이상 침투율이 높은 상황이다. 인구 고령화가 진행되면 국내 환경 가전 산업이 수혜를 받을 수 있다.

국내 65세 이상 인구 추이 및 전망



자료: 통계청, 신한금융투자

한국 vs. 일본 환경 가전 시장 침투율 비교(2011년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2. 맞벌이 가구 증가로 가전 렌탈 시장의 성장은 지속될 전망

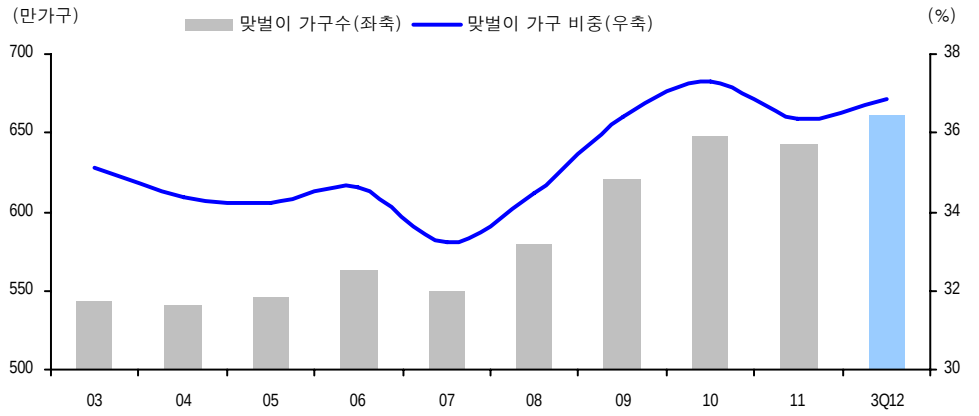
맞벌이 가구의 가정용품 및 가사 서비스 지출 추이: 2007년 월평균 76,674원 → 2012년 3분기 120,792원

통계청에 따르면 우리나라의 맞벌이 가구 비중은 2007년 33% 수준에서 2012년 3분기 현재 37% 수준으로 증가했다. 경제 불안이 지속되고 물가가 상승하면서 전반적으로 맞벌이 가구 비중이 늘어나고 있는 추세이다. 맞벌이 가구는 외벌이 가구 대비 가정용품 및 가사서비스에 대해 지출하는 금액이 크다. 부부가 사회 생활에 바쁘기 때문에 가정일을 돌 볼 시간이 상대적으로 부족하기 때문이다.

맞벌이 가구 비중이 증가하면서 가정용품 및 가사 서비스 지출도 빠른 속도로 상승하고 있다. 외벌이 가구의 경우 2007년 월평균 74,299원에서 2012년 3분기 84,611원으로 증가했으나 맞벌이 가구의 지출은 2007년 76,674원에서 2012년 120,792원으로 가파르게 증가했다. 경제 성장이 정체되고 집값 등 물가 상승이 지속되면서 맞벌이 가구 비중 증가 추세는 향후에도 지속될 가능성이 높다.

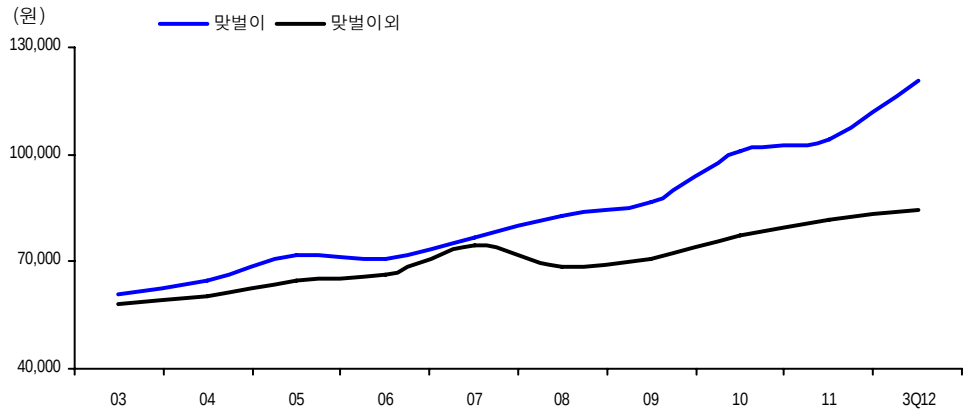
동사는 정수기, 공기청정기 등의 환경 가전 제품을 월 2~3만원의 가격으로 렌탈해 주면서 정기적으로 관리 서비스까지 제공한다. 맞벌이 가구 비중의 증가하면서 동사의 렌탈 비즈니스 또한 더욱 탄력을 받을 수 있을 전망이다.

맞벌이 가구수 와 맞벌이 가구 비중 추이



자료: 통계청, 신한금융투자

가구별 월평균 가정용품 및 가사서비스 지출 추이



자료: 통계청, 신한금융투자

코웨이의 영업실적 추정

(십억원)	10	11	12F	13F	14F	15F
매출액	1,501.8	1,709.9	1,815.8	1,966.1	2,127.1	2,296.7
증감률(% YoY)	6.0	13.9	6.2	8.3	8.2	8.0
렌탈 가입자(건)	4,145,102	4,450,003	4,613,358	4,897,218	5,160,791	5,502,478
증감률(% YoY)	6.3	7.4	3.7	6.2	5.4	6.6
렌탈 ARPU(원)	21,285	22,008	22,849	23,378	24,041	24,426
렌탈 매출	1,058.8	1,175.2	1,264.9	1,373.8	1,488.8	1,612.8
정수기	628.0	689.0	733.7	794.0	858.8	927.4
공기청정기	150.1	182.3	197.9	215.4	234.7	255.4
비데	197.5	217.2	234.8	250.1	263.2	278.5
연수기	75.8	78.8	79.7	79.9	80.2	80.7
기타(음식물처리기등)	7.5	7.8	8.2	9.5	10.7	11.9
매트리스			6.7	20.9	37.1	54.6
렌탈 등록 매출	47.5	31.1	22.6	10.2	2.0	
멤버십 매출	147.7	160.8	161.6	171.8	179.0	183.9
일시불 매출	107.4	138.2	154.7	177.9	193.1	207.8
수출	69.2	98.0	105.5	112.3	126.5	143.0
화장품 매출	23.4	68.2	69.3	82.1	99.6	111.1
기타	47.9	38.4	37.2	38.0	38.1	38.1
증감률(% YoY)						
렌탈	4.9	11.0	7.6	8.6	8.4	8.3
렌탈 등록	(4.3)	(34.5)	(27.4)	(54.8)	(80.8)	(100.0)
멤버십	7.1	8.8	0.5	6.3	4.2	2.7
일시불	52.9	28.7	11.9	15.0	8.5	7.6
수출	52.9	41.6	7.6	6.5	12.6	13.1
화장품		191.9	1.7	18.4	21.4	11.5
기타(리빙+수처리)		(19.8)	(3.1)	2.2	0.2	0.0
매출원가	490.6	552.0	592.7	644.5	699.3	752.6
매출원가율(%)	32.7	32.3	32.6	32.8	32.9	32.8
매출총이익	1,011.2	1,157.9	1,223.1	1,321.6	1,427.7	1,544.2
매출총이익률(%)	67.3	67.7	67.4	67.2	67.1	67.2
판매비와관리비	704.4	869.2	904.8	970.5	1,035.3	1,104.9
판관비율(%)	46.9	50.8	49.8	49.4	48.7	48.1
기타영업수익	1.5	0.6	1.4	1.5	1.5	1.6
기타영업비용	54.8	46.8	69.3	57.2	59.2	61.4
영업이익	253.5	242.5	250.3	295.4	334.7	379.4
영업이익률(%)	16.9	14.2	13.8	15.0	15.7	16.5
증감률(% YoY)	0.0	(4.4)	3.2	18.0	13.3	13.4
금융수익	6.4	2.2	3.4	2.0	2.6	3.4
금융비용	18.1	25.8	67.0	19.9	14.4	11.3
기타영업외손익	1.5	6.4	2.9	43.0	4.8	5.5
세전이익	243.3	225.4	186.5	320.5	327.6	377.1
법인세비용	60.0	48.2	45.4	76.4	77.0	89.9
법인세율(%)	24.7	21.4	24.3	23.8	23.5	23.8
당기순이익	183.3	177.1	141.1	244.1	250.7	287.2
순이익률(%)	12.2	10.4	7.8	12.4	11.8	12.5
증감률(% YoY)		(3.4)	(20.3)	72.9	2.7	14.6
자회사 손익(지분법+연결)	10.6	(10.1)	(8.7)	(4.8)	3.2	9.7
연결 순이익	193.9	167.1	132.4	239.2	253.9	296.9
증감률(% YoY)		(13.8)	(20.7)	80.7	6.1	17.0
별도 기준 EPS(원)	2,376	2,296	1,830	3,165	3,250	3,738
연결 기준 EPS(원)	2,516	2,149	1,717	3,102	3,291	3,850

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: K-IFRS 별도 기준

V. 2013년 전망: 외형 확대 지속, 수익성 개선 본격화

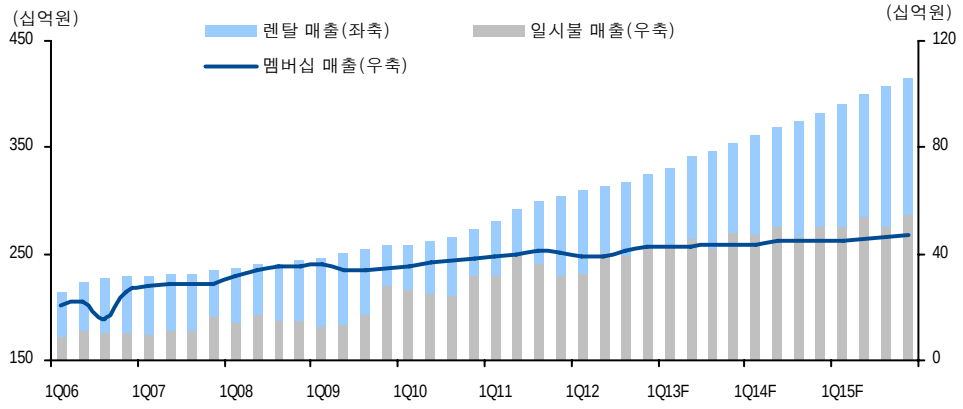
1. 환경 가전 사업: 렌탈 이탈 가입자 축소 사이클 도래 & 제품 다변화로 성장 지속

<2013년 환경 가전 매출 전망>
렌탈: 1.37조원(+8.6% YoY)
일시불: 1,779억원(+15.0% oY)
멤버십: 1,718억원(+6.3% YoY)

환경 가전 사업은 일시불 판매, 렌탈, 멤버십 서비스로 구성되어 있다. 전체 매출의 70%를 차지하는 렌탈 사업은 꾸준히 증가하는 가입자와 ARPU 상승을 바탕으로 매년 안정적인 성장세를 유지하고 있다. 2012년에는 순증 가입자가 16만건(-46.4% YoY)으로 저조했지만 2013년에는 28만건(+73.8% YoY)으로 회복될 전망이다. 전체 렌탈 가입자는 2012년 461만건(+3.7% YoY), 2013년 490만건(+6.2% YoY)으로 예상된다. 렌탈 매출은 2012년 1조 2,649억원(+7.6% YoY), 2013년 1조 3,738억원(+8.6% YoY)으로 전망된다.

일시불 매출은 2012년에는 정수기 등 주요 제품의 판매량이 부진하면서 판매량이 전년 대비 15% 이상 감소할 전망이다. 그러나 안마기 등 아웃소싱 제품 매출이 증가하면서 전체적으로 매출 증가 추세는 이어지고 있다. 일시불 매출은 2012년 1,547억원(+11.9% YoY), 2013년 1,779억원(+15.0% YoY)을 기록할 전망이다. 멤버십 매출은 계약 만료 가입자가 증가하면서 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 멤버십 매출은 2012년 1,616억원(+0.5% YoY), 2013년 1,718억원(+6.3% YoY)으로 전망된다.

환경 가전 사업 분기별 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

연도별 렌탈 가입자 및 ARPU의 추이 및 전망

(건)	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F	15F
ARPU(원)	21,427	21,369	21,970	21,575	21,285	22,008	22,849	23,378	24,041	24,426
총 가입자	3,478,035	3,612,491	3,639,197	3,898,647	4,145,102	4,450,003	4,613,358	4,897,218	5,160,791	5,502,478
순증 가입자	260,838	134,456	26,706	259,450	246,455	304,901	163,355	283,860	263,573	341,687
신규 가입자	1,030,172	1,173,707	1,045,248	1,188,939	1,167,378	1,272,538	1,223,022	1,297,073	1,332,415	1,418,239
해지율(%)	12.8	11.5	13.9	13.5	12.9	12.5	12.2	12.0	11.6	11.3
증감률 (%)										
ARPU		(0.3)	2.8	(1.8)	(1.3)	3.4	3.8	2.3	2.8	1.6
총 가입자		3.9	0.7	7.1	6.3	7.4	3.7	6.2	5.4	6.6
순증 가입자		(48.5)	(80.1)	871.5	(5.0)	23.7	(46.4)	73.8	(7.1)	29.6
신규 가입자		13.9	(10.9)	13.7	(1.8)	9.0	(3.9)	6.1	2.7	6.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

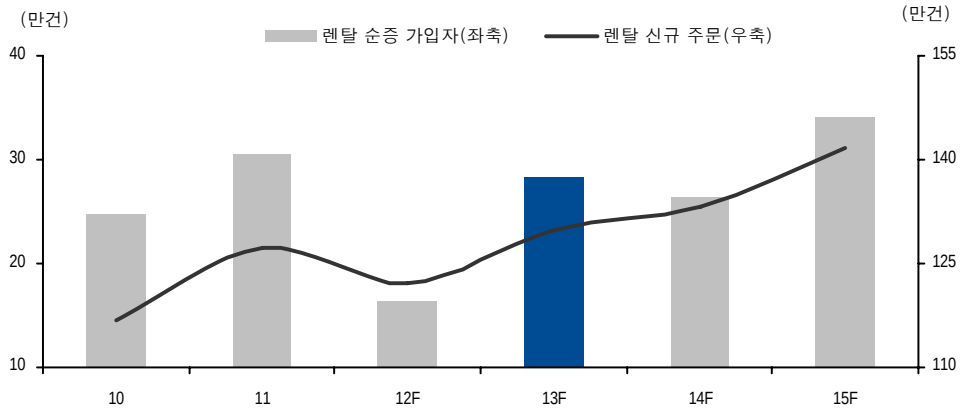
(1) 렌탈 사업 2013년 순증 가입자 28만건(+73.8% YoY) 전망

<2013년 렌탈 가입자 전망>
신규: 130만건(+6.1% YoY)
순증: 28만건(+73.8% YoY)
전체: 490만건(+6.2% YoY)

동사의 렌탈 신규 주문 건수는 경기 변동과 무관한 흐름을 보인다. 한해에 소폭 감소하면 이듬해에 큰 폭의 성장세를 보이면서 상승 추세가 이어지고 있다. 일본과 비교해 볼 때 보급률이 현저히 낮고 고령화 사회와 맞벌이 가구 비중이 증가하는 추세임을 감안할 때 우리나라의 환경가전 렌탈 시장의 성장 잠재력은 여전히 높다고 판단된다. 최근에 출시한 매트리스 가입자가 월 1만건 이상의 증가 추세를 보이고 있는 등 렌탈 제품 다변화를 통해서도 성장은 이어질 수 있다. 동사의 신규렌탈 가입자는 향후에도 증가하는 모습을 보일 가능성이 높다

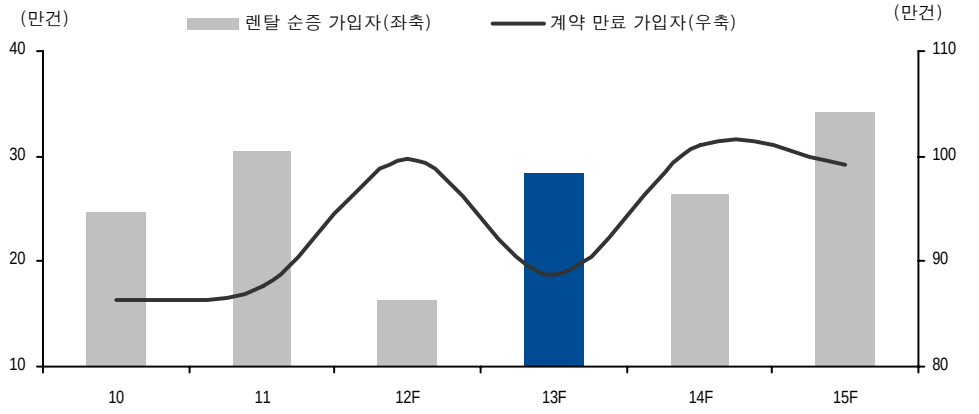
동사의 신규 렌탈 가입자는 2012년에는 122만건(-3.9% YoY), 2013년 130만건(+6.1% YoY)을 기록할 전망이다. 렌탈 순증 건수는 계약 만료 가입자가 도래하는 시기에 따라 변동폭이 커질 수 있다. 2012년에는 계약 만료 가입자가 14% 정도 증가하기 때문에 순증 가입자는 16만건(-46.4% YoY)으로 저조할 전망이다. 그러나 2013년에는 계약 만료 가입자가 2012년 대비 10% 이상 감소하고 해지율도 하락 추세가 이어지면서 렌탈 순증건수는 전년 대비 73.8% 상승한 28만건으로 예상된다. 전체 렌탈 가입자는 2012년 461만건(+3.7% YoY), 2013년 490만건(+6.2% YoY)으로 전망된다.

렌탈 순증 가입자 vs. 렌탈 신규 주문 건수 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

렌탈 순증 가입자 vs. 계약 만료 가입자 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

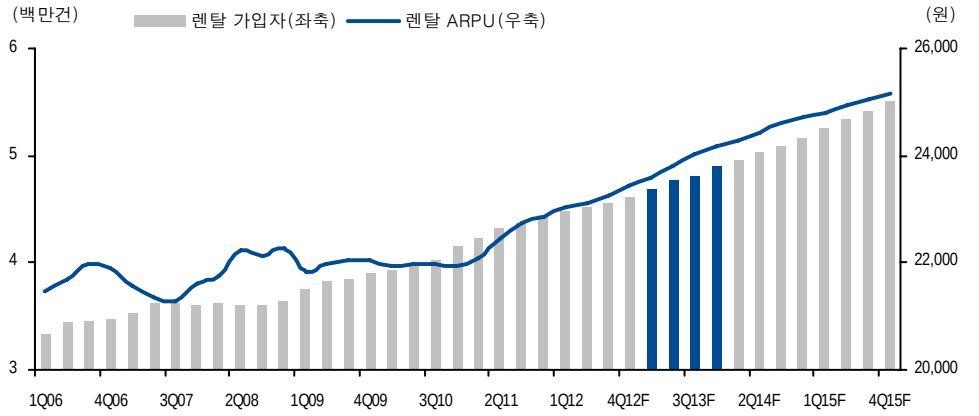
2013년 렌탈 매출액 1조 3,738억원(+8.6% YoY) 전망

<렌탈 매출액 전망>
2012년: 1.26조원(+7.6% YoY)
2013년: 1.37조원(+8.6% YoY)

렌탈 매출은 누적되는 가입자를 기반으로 발생하기 때문에 지속적으로 증가 추세가 이어질 수 있다. 프리미엄 제품 출시가 이어지면서 자연스럽게 ARPU의 상승 추세도 이어지고 있다. 전체 렌탈 가입자는 2012년 461만건(+3.7% YoY), 2013년 490만건(+6.2% YoY), ARPU는 2012년 22,849원(+3.8% YoY), 2013년 23,378원(+2.3% YoY)으로 예상한다. 전체 렌탈 매출은 2012년 1조 2,649억원(+7.6% YoY), 2013년 1조 3,738억원(+8.6%)으로 전망된다.

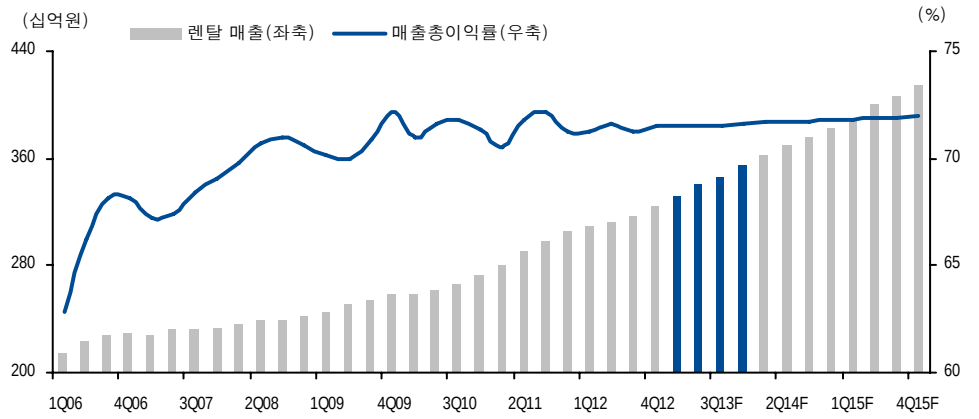
렌탈 매출의 주요 원가 항목으로는 코디 수수료와 감가상각비, 그리고 필터 부품이 있다. 이중 감가상각비를 제외하면 모두 변동비 항목이고 매출총이익률은 2012년 3분기 현재 71% 수준이다. 원재료 가격에 민감한 필터부품의 비중은 매출액 대비 6% 수준에 불과하기 때문에 매출원가의 변동성은 높지 않다. 매출 총이익률은 장기적으로 현재 수준이 유지될 전망이다.

렌탈 가입자 vs. ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

렌탈 매출 및 매출총이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

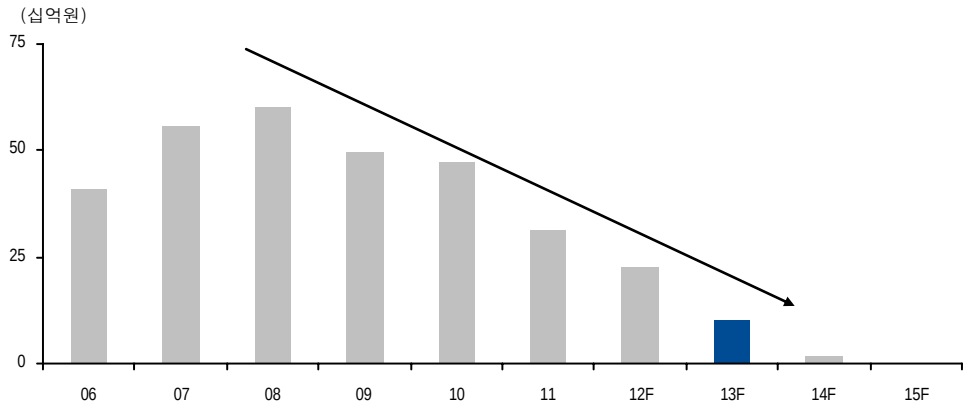
렌탈 등록 매출 감소 지속, 2014년까지 수익성에 미치는 영향은 부정적

<렌탈 등록 매출 전망>
2012년: 226억원(-27.4% YoY)
2013년: 102억원(-54.8% YoY)

동사는 렌탈 신규 가입자에게 평균 4만원 수준의 등록 요금을 받고 최초에 부채로 인식한 후 5년에 걸쳐서 매출로 인식하고 있다. 2010년 이후 5년 계약하는 가입자에 한해 등록 요금을 면제해 주고 있으며 이로 인해 렌탈 등록 매출이 급감하는 추세이다. 2012년 226억원, 2013년 102억원으로 점진적으로 감소추세를 이어간 후 2015년에는 거의 0원 수준으로 감소할 전망이다. 렌탈 등록 매출은 비용 발생이 없고 바로 이익과 연결되기 때문에 매출 감소가 수익성에 미치는 영향은 부정적이다.

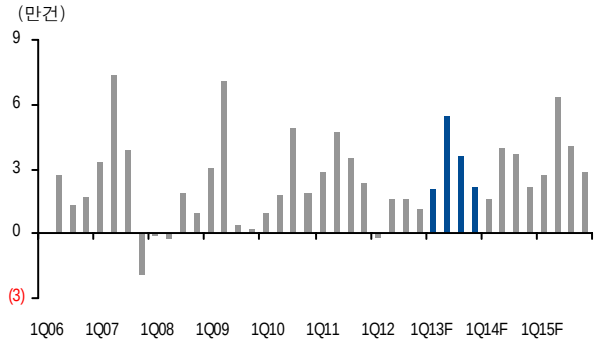
렌탈 등록 매출의 감소폭은 2012년 -85억원, 2013년 -124억원, 2014년 -82억원으로 예상된다. 2015년에는 렌탈 등록 매출이 거의 사라지기 때문에 그 이후로는 더 이상의 매출 감소가 발생하지 않는다. 동사의 렌탈 등록 매출은 2012년 226억원(-27.4% YoY), 2013년 102억원(-54.8% YoY)으로 전망된다.

렌탈 등록 매출 추이 및 전망



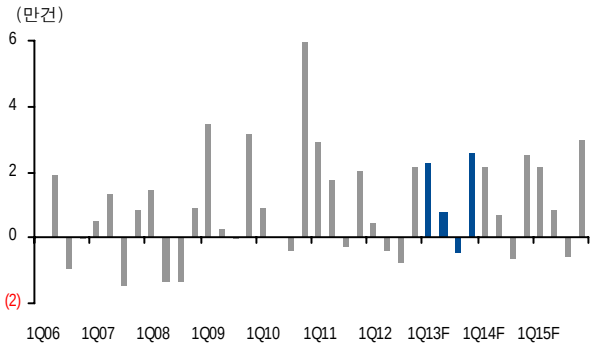
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

정수기 순증 가입자 추이 및 전망



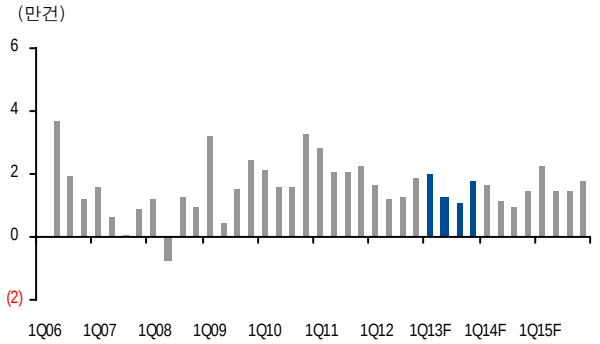
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

청정기 순증 가입자 추이 및 전망



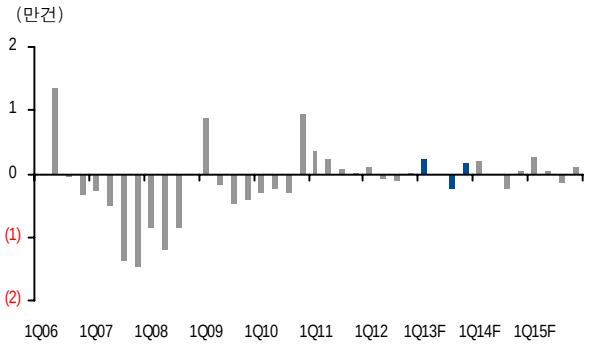
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비데 순증 가입자 추이 및 전망



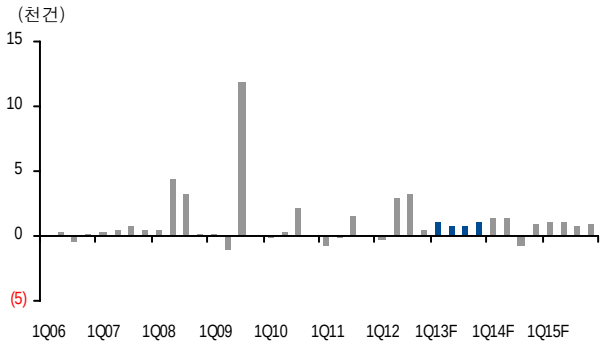
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

연수기 순증 가입자 추이 및 전망



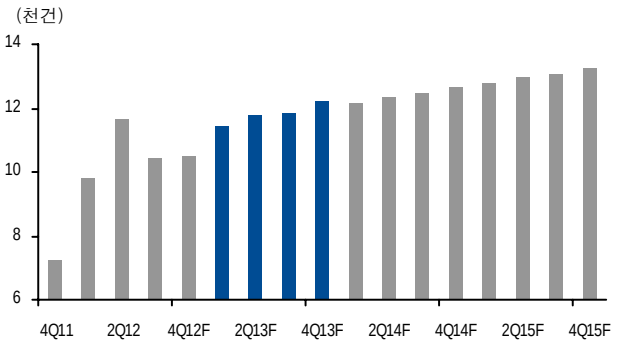
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

음식물처리기 순증 가입자 추이 및 전망



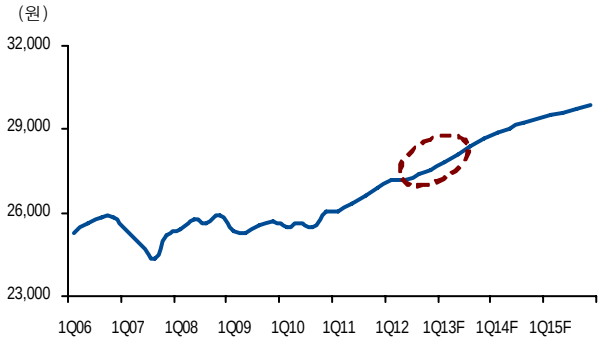
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

매트리스 순증 가입자 추이 및 전망



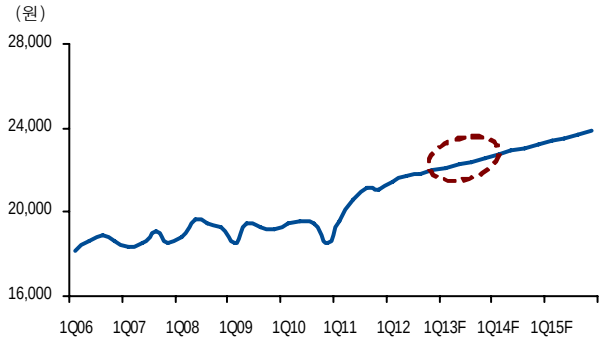
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

정수기 ARPU 추이 및 전망



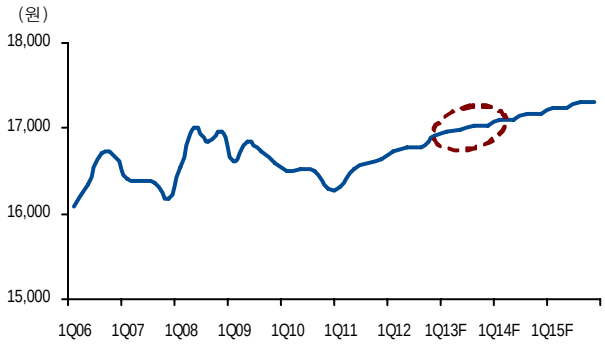
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

청정기 ARPU 추이 및 전망



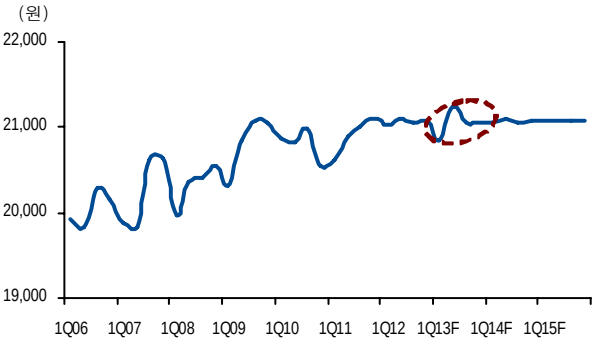
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비데 ARPU 추이 및 전망



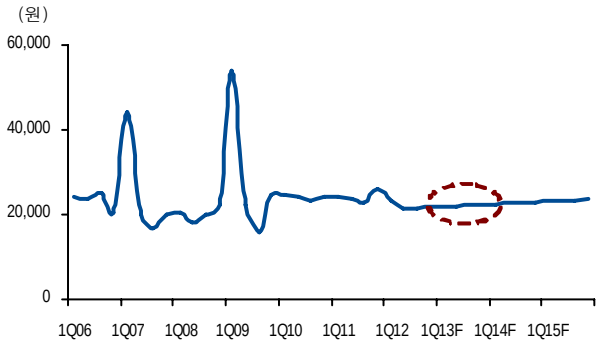
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

연수기 ARPU 추이 및 전망



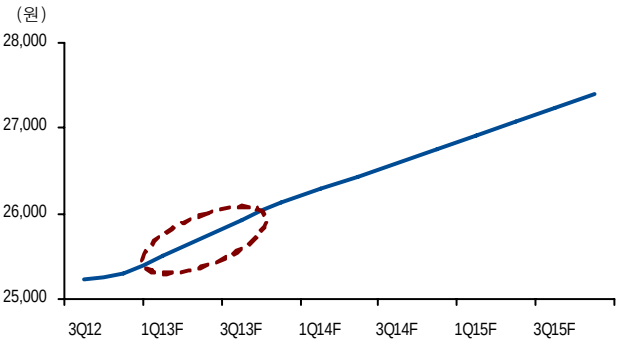
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

음식물처리기 ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

매트리스 ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

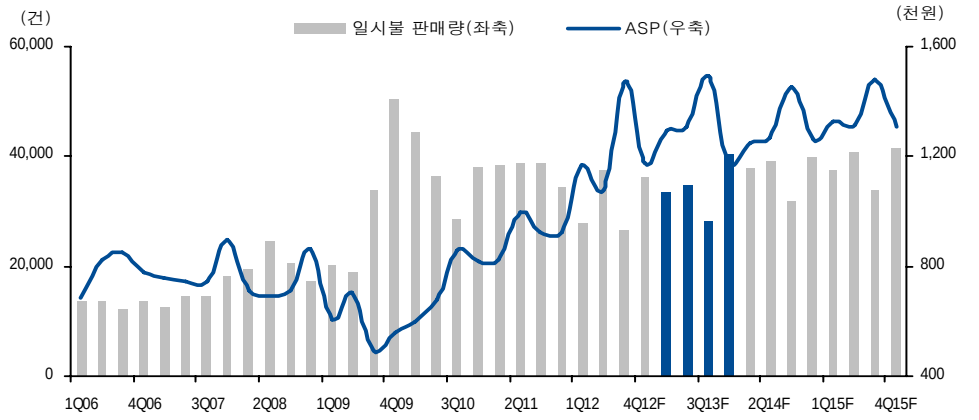
(2) 2013년 일시불 매출액 1,779억원(+15.0% YoY) 전망

<일시불 매출 전망>
2012년: 1,547억원(+11.9% YoY)
2013년: 1,779억원(+15.0% YoY)

코웨이의 일시불 판매 실적은 그동안 고속성장을 지속해 왔다. 지속적인 프리미엄 제품 출시로 인한 ASP 상승과 판매량 증가에 힘입어 매출은 연평균 28% 수준으로 증가했다. 2012년에는 전체 판매량이 15% 정도 감소할 전망인데 이는 코웨이의 매각 과정에서 브랜드 신뢰도가 낮아졌고 주요 품목인 정수기, 비데 제품에서 고가의 프리미엄 제품이 출시됨에 따라 전체 ASP가 각각 +12%, +34% 수준으로 증가하기 때문이다. 특히 정수기 판매량이 -41.6% YoY 감소하며 전체 매출 감소를 이끌 전망이다. 그러나 아웃소싱 제품 매출 확대에 힘입어 2012년 일시불 매출은 1,547억원(11.9% YoY)으로 증가가 예상된다.

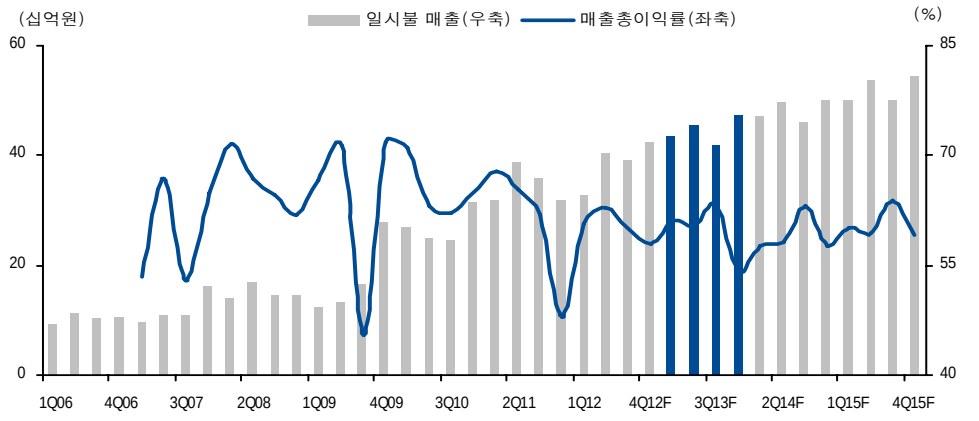
2013년 아웃소싱 제품을 제외한 일시불 판매량은 136,666건(+6.6% YoY)으로 예상된다. 정수기 판매량이 기저효과로 27,302건(+16.5% YoY)수준으로 회복될 전망이다. 전체 ASP도 13% 이상 상승이 기대된다. 아웃소싱 제품 매출은 885억원(+9.7% YoY)으로 증가할 전망이다. 2013년 전체 일시불 매출액은 1,779억원(+15.0% YoY)으로 예상한다.

일시불 판매량 vs. ASP 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

일시불 매출 및 매출총이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

(3) 2013년 멤버십 매출 1,718억원(+6.3% YoY) 전망

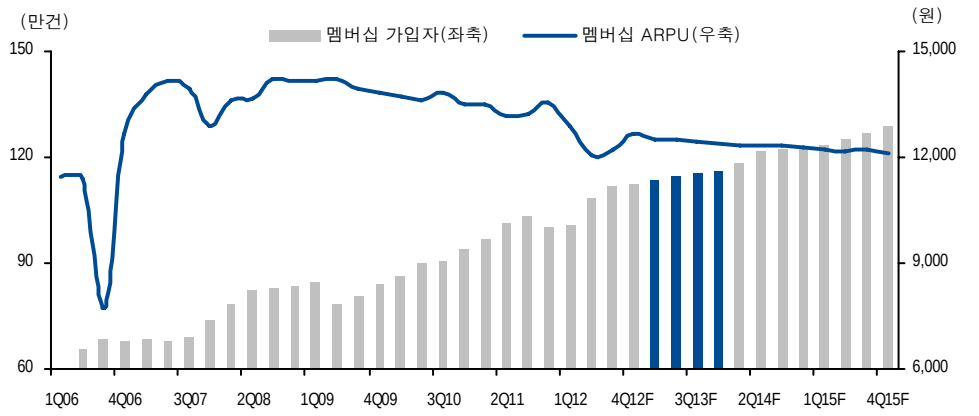
<멤버십 매출 전망>
2012년: 1,616억원(+0.5% YoY)
2013년: 1,718억원(+6.3% YoY)

멤버십 가입자는 렌탈 계약 만료 가입자가 증가함에 따라 지속적으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 렌탈 계약이 만료될 경우 약 50% 정도가 멤버십 가입자에 가입하는 경향이 있기 때문이다. 2012년에는 전체 가입자가 112만건(+11.9% YoY)으로 크게 증가할 전망이다. 그러나 단가하락으로 ARPU는 전년 대비 10.1% 하락한 12,014원으로 예상된다. 2012년 멤버십 매출은 1,616억원(+0.5% YoY)을 기록할 전망이다.

2013년에는 렌탈 계약 만료 가입자가 전년 대비 11% 정도 감소하게 된다. 멤버십 가입자는 전년 대비 +3.4% YoY 증가한 112만건으로 전망된다. ARPU는 12,352원(+2.8% YoY)으로 예상한다. 전체 매출은 1,718억원(+6.3% YoY)으로 전망된다.

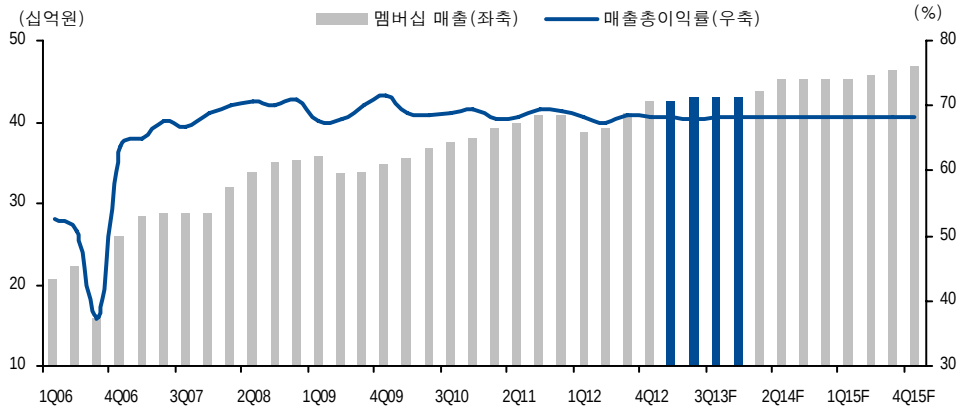
멤버십 매출의 ARPU는 렌탈 제품 대비 절반 정도 수준이고 매출원가율은 렌탈 제품에 비해서 소폭 높은 수준이지만 판관비에 대한 부담이 없기 때문에 가입자가 증가할수록 수익성에는 긍정적이다. 렌탈 계약 만료 가입자가 증가하면 동사의 렌탈 가입자 순증건수는 감소할 수 있다. 그러나 멤버십 가입자가 증가하게 되면서 전체적인 수익성은 개선될 수 있다.

멤버십 가입자 vs. ASP 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

멤버십 매출 및 매출총이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

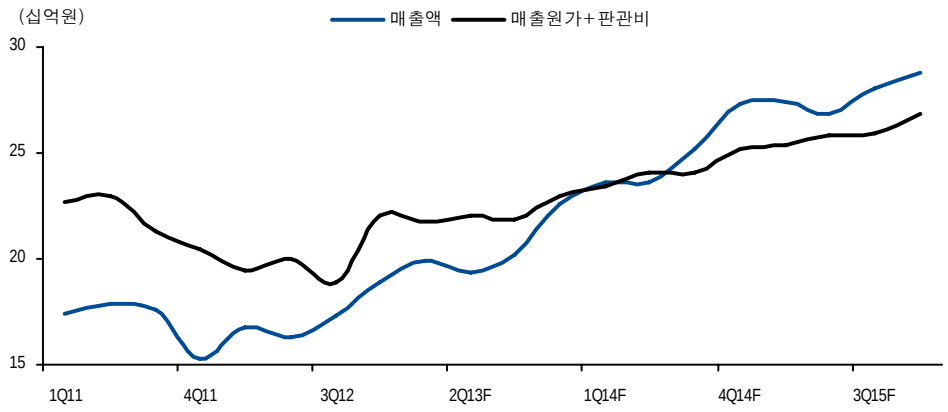
2. 국내 화장품 사업: 2013년에는 영업 적자 규모 축소 전망

<국내 화장품 사업 전망>
2012년: 매출 693억원(+1.7% YoY), 영업이익 -112억원
2013년: 매출 821억원(+18.3% YoY), 영업이익 -65억원

코웨이는 2010년부터 국내에서 화장품 사업을 해오고 있다. 현재는 초기 투자에 대한 부담으로 매년 적자 상태를 유지하고 있는 상황이다. 영업이익 적자 규모는 2010년 -130억원, 2011년 -193억원을 기록했다. 2012년에는 매출이 693억원(+1.7% YoY)으로 정체가 예상되지만 광고비 축소로 판관비가 감소하면서 영업이익 적자 규모는 -112억원으로 감소할 전망이다. 매출 성장이 정체된 이유는 화장품 방문 판매 채널의 한계와 2012년 코웨이 매각 과정에서 화장품 브랜드에 대한 신뢰도가 낮아졌기 때문으로 추정된다.

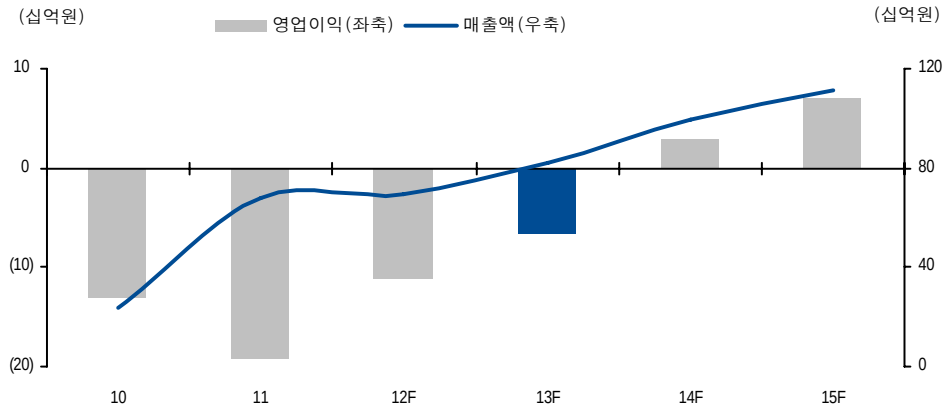
코웨이의 화장품 사업이 단기간에 BEP(손익분기점)를 넘어서기는 쉽지 않을 전망이다. 아직은 브랜드 인지도에 한계가 있고 빠른 외형 확대를 위해서는 광고비 부담이 크기 때문이다. 동사는 2013년 화장품 사업 매출 1,000억원 이상, 영업이익은 BEP 달성을 전망하고 있다. 그러나 당사는 매출은 821억원(+18.3% YoY), 영업적자 규모는 -65억원 수준으로 감소를 예상한다. 화장품 사업은 2014년부터는 손익분기점을 넘어서며 수익성 개선이 가능할 전망이다.

화장품 사업 매출액 vs. 비용 구조 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

화장품 사업 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3. 해외 사업 실적 전망: 2013년 적자규모 축소 지속, 2014년 BEP 달성 전망

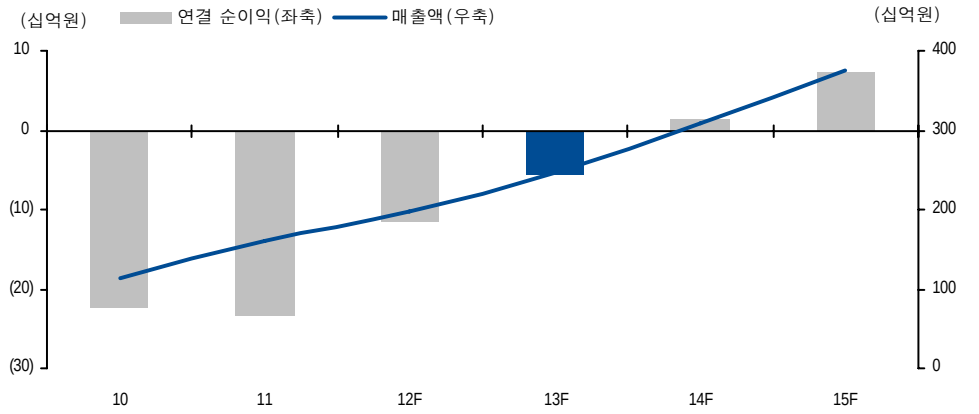
<해외 자회사 연결 손익 전망>
2012년: -116억원
2013년: -55억원
2014년: +13억원
2015년: +72억원

코웨이는 중국, 태국, 말레이시아, 미국, 그리고 일본 총 5개 국가에 자회사를 두고 있다. 중국 법인은 화장품 판매와 환경 가전 판매 사업을 하고 있고 나머지 자회사들은 모두 환경 가전 렌탈 사업을 진행중이다. 아직은 초기 투자 단계이기에 전체 연결 순이익에 미치는 영향은 마이너스이다. 내부 거래 손익을 차감할 경우 2011년 연결 기준으로 해외 자회사 순이익은 -234억원 적자를 기록했다.

2012년에는 말레이시아 법인이 누적 렌탈 가입자 12만건을 돌파하면서 흑자전환에 성공했고 다른 자회사들의 적자 규모가 축소되면서 전체 순이익 적자 규모는 -116억원으로 감소할 전망이다. 2013년에는 중국 법인의 화장품 매출이 회복되고 각 자회사별 렌탈 가입자 증가가 지속되면서 적자 규모는 -55억원으로 감소가 예상된다. 2014년부터는 해외 자회사 연결 손익의 BEP 달성이 가능할 전망이다.

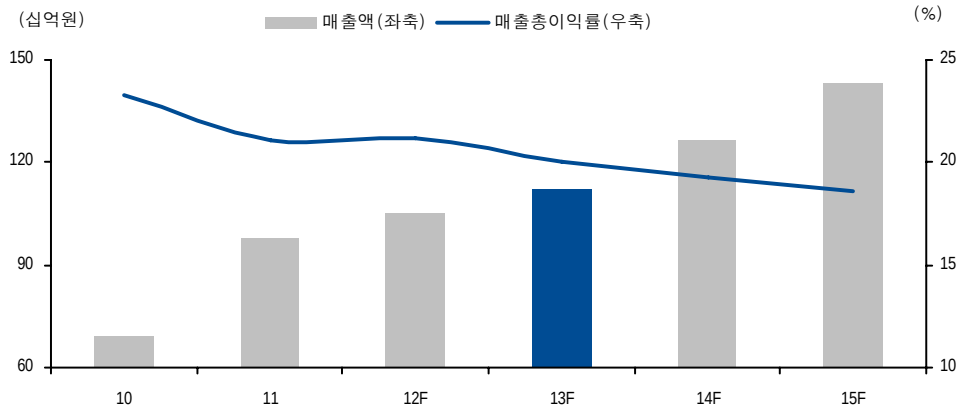
동사는 해외 법인 이외에 본사에서 직접 제품 수출도 하고 있다. 해외 자회사에 납품하는 비중이 40%, ODM(Original Development Manufacturing) 형태로 해외 거래처에 납품하는 비중이 60% 정도이다. 해외 자회사에 납품하는 금액은 100% 내부거래이기 때문에 연결실적에서는 차감되게 된다. K-IFRS 별도 기준으로 수출액은 2012년 1,055억원(+7.6% YoY), 2013년 1,123억원(+6.5% YoY)을 기록할 전망이다.

해외 연결 자회사 매출액 vs. 연결 순이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 연결 순이익은 해외 자회사 순이익에서 내부 거래 손익 차감

본사 해외 수출액 vs. 매출총이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

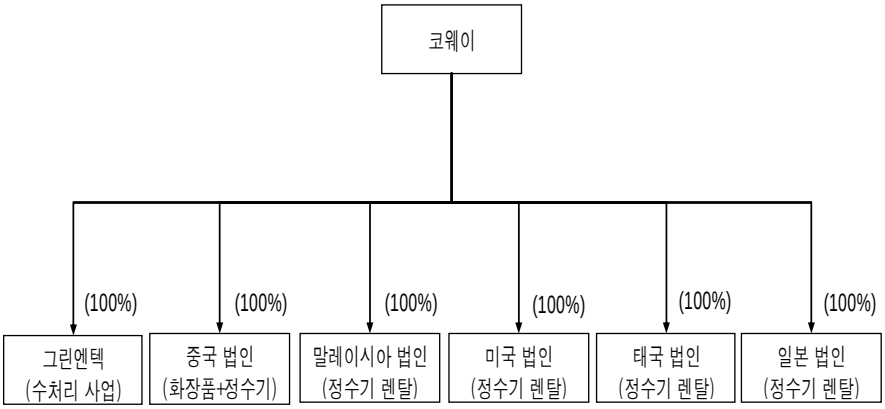
4. 2013년에는 웅진케미칼 매각, 100% 지분 보유 연결 자회사 6개로 재편

<연결 자회사 손익 전망>
2012년 -87억원
2013년 -48억원
2014년 +32억원
2015년 +97억원

코웨이는 2012년 기준으로 중국, 태국, 말레이시아, 미국, 일본에 있는 해외 법인 5개와 2010년 인수한 수처리 회사인 그린엔텍, 그리고 필터 공급 업체인 웅진케미칼을 자회사로 두고 있다. 웅진케미칼은 2013년 1월부로 웅진홀딩스에 매각되기 때문에 2013년부터는 총 6개의 자회사를 두게 된다. 모두 100% 지분 보유 회사이고 2013년부터는 연결 기준 분기 실적 보고서에 포함된다.

내부거래 손익을 차감한 연결 자회사 손익은 2011년에는 -101억원 적자를 기록했으나 해외 자회사 손실 규모가 줄어들면서 2012년에는 -87억원, 2013년에는 -48억원으로 점차 적자 폭이 줄어들 전망이다. 연결 자회사 손익은 2014년을 기점으로 점진적인 턴어라운드가 가능할 전망이다.

코웨이 연결 자회사 현황



자료: 회사 자료, 신한금융투자

연결 자회사 순이익 추정

(십억원)	지분율(%)	10	11	12F	13F	14F	15F
WoongJin Coway (China) Living Goods	100.0	4.5	6.2	3.7	6.0	8.5	11.0
Woong Jin Coway (Thailand)	100.0	(2.9)	(3.2)	(1.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
Woong Jin Coway (M) Sdn Bhd.	100.0	(3.6)	(2.7)	2.1	3.2	5.0	7.3
Woong Jin Coway USA	100.0	(2.7)	(5.9)	(1.0)	(0.5)	1.2	3.1
Coway (Japan) Co.,Ltd.	100.0	(2.7)	(2.7)	(1.0)	(1.6)	(1.0)	(0.8)
그린엔텍(주)	100.0	1.6	1.6	(1.7)	0.7	1.9	2.5
웅진케미칼㈜	45.2	23.1	3.9	3.5	매각		
내부거래 손익 차감		12.2	12.4	13.4	12.4	12.2	13.3
지분법+연결 손익		10.6	(10.1)	(8.7)	(4.8)	3.2	9.7
별도 순이익		183.3	177.1	141.1	249.5	254.5	289.1
연결 순이익		193.9	167.0	132.4	244.6	257.7	298.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

5. 점진적인 판관비율 개선으로 수익성 개선 예상

판관비 내 인건비와 광고비는 고정비 성격으로 장기적으로 매출액 대비 비중 감소 예상

코웨이의 매출원가는 변동비 성격으로 매출원가율은 일정 수준이 유지된다. 반면에 판관비는 고정비 성격이 커서 매출 성장이 지속될 경우 장기적으로 영업레버리지 효과를 기대해 볼 수 있다. 2011년 판관비율이 전년도 46.9%에서 50.8% 수준으로 크게 증가했는데 이는 2011년에 K-IFRS 적용으로 판매수수료 상각기간이 5년에서 3년으로 조정되면서 판매수수료가 급증했고 화장품과 수처리 사업을 위한 신규 인력 채용이 증가했기 때문이다.

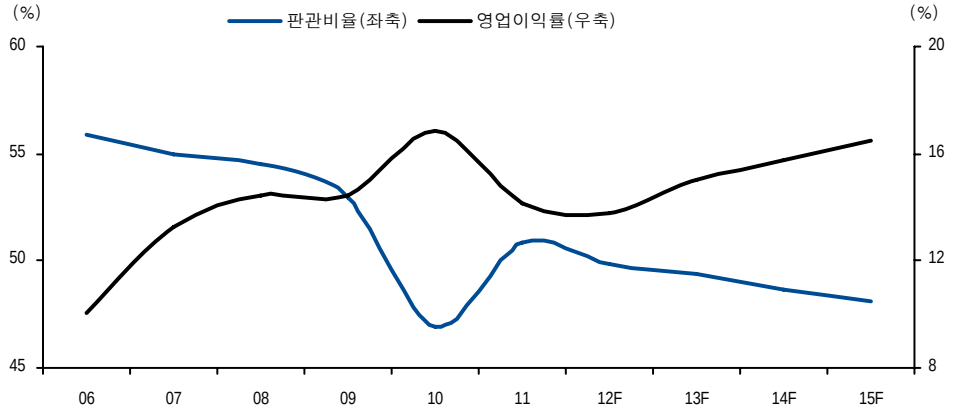
2012년에는 광고비와 일반관리비의 매출액 대비 비중이 각각 3.2%(-0.2p YoY), 13.1%(-0.6%p YoY) 수준으로 감소하면서 판관비율이 49.8%(-1.0%p YoY) 수준으로 개선이 예상된다. 그러나 2분기에 정수기 신제품 불량으로 일회성 렌탈 자산 폐기 손실이 약 105억원 정도 발생했고 키즈맘, 에임코리아 등 수익성이 낮은 자회사를 청산하는 과정에서 일부 손실이 발생하면서 영업이익률은 13.8%(-0.4%p)에 불과할 전망이다.

코웨이의 총 직원수는 생산 인력을 제외하고 약 4,500명 수준이다. '코디'라는 별도 판매 조직을 두고 있기 때문에 직원의 대부분은 관리 인력으로 인건비는 사실상 고정비 성격을 가진다. 최근에는 화장품과 수처리 사업을 위해 신규 인력을 많이 채용했고 이로 인해 인건비가 증가했다. 2013년부터는 신규 채용도 지양되고 수익성 개선을 위해 인건비 통제가 강화할 전망이다.

판관비율은 2012년 49.8(-1.0%p YoY) 수준에서 2015년 48.1% 수준까지 점진적인 개선 예상

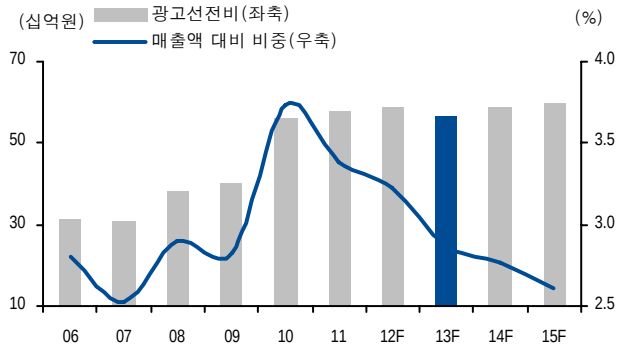
2013년에는 고정비 성격인 광고비와 인건비의 매출액 대비 비중이 각각 2.9%(-0.3%p YoY), 13.5%(-0.3%p) 수준으로 감소하면서 판관비율은 49.4%(-0.4%p YoY) 수준으로 감소가 예상된다. 2012년에 발생한 일회성 비용이 제외되면서 K-IFRS 별도 기준 영업이익률은 15.0%(+1.2%p YoY) 수준으로 크게 개선될 전망이다. 판관비율은 장기적으로 감소추세가 예상되고 수익성 개선은 지속될 가능성이 높다.

판관비율 vs. 영업이익률 추이 및 전망



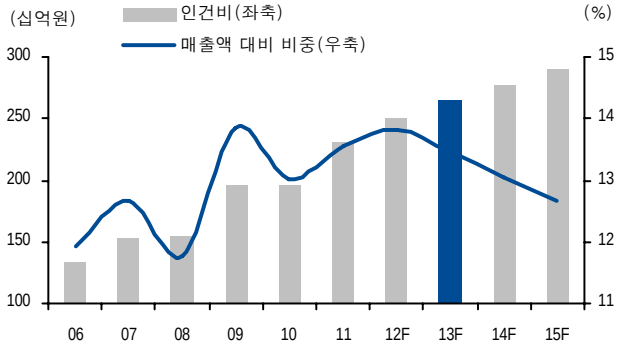
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

광고선전비 vs. 매출액 대비 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

인건비 vs. 매출액 대비 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

6. 2013년에는 일회성 비용은 제외, 일회성 이익은 증가

<2012년 발생 일회성 비용>
렌탈 자산 폐기 손실 (105억원) : 영업비용 반영
일본 법인 지급 보증 충당금 (350억원): 금융비용 반영

코웨이의 K-IFRS 별도 기준 2012년 매출액은 1조 8,158억원(+6.2% YoY), 영업이익은 2,503억원(+3.2% YoY), 당기순이익은 1,413억원(-20.2% YoY)을 기록할 전망이다. 매출액 증가에도 불구하고 수익성이 악화되는 이유는 렌탈 자산 폐기 손실 및 일본 법인 지급 보증 관련해서 일회성 비용이 발생했기 때문이다.

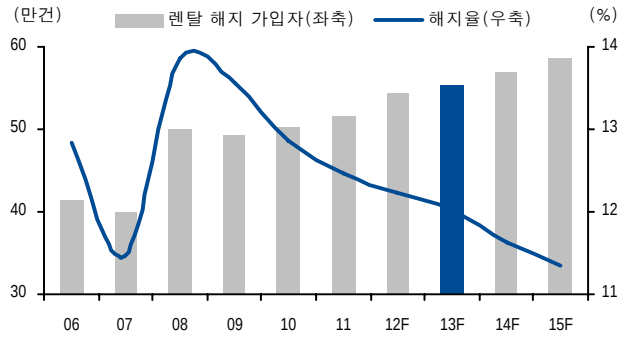
우선 동사는 2012년 2분기에 정수기 신제품들을 출시했으나 불량제품이 다량 발생했고 이와 관련된 폐기 손실 약 105억원 정도를 2분기에 일시적으로 인식했다. 이로 인해 기타 영업비용이 크게 증가했고 이는 2012년 영업이익률 감소에 영향을 미쳤다. 렌탈 자산 폐기 손실은 기본적으로 해약 계정이 증가할 때 나오는 손실이다. 최근에는 5년 단위의 계약이 증가하면서 렌탈 계약 해지율의 감소 추세가 지속되고 있다. 따라서 향후에는 그 비중이 감소할 가능성이 높다.

2012년 3분기에는 일본 법인의 적자가 지속되면서 코웨이가 지급 보증을 한 차입금에 대한 충당금으로 약 350억원의 금융비용이 발생했다. 이로 인해 2012년에는 순이익 역성장이 불가피할 전망이다. 일본 법인의 적자 지속으로 인해 발생한 충당금은 향후 일본 법인이 정상화될 경우 충당금 환입으로 반영될 가능성은 있다.

2013년 웅진케미칼 매각 차익으로 약 450억원, 영업외 수익으로 반영될 전망

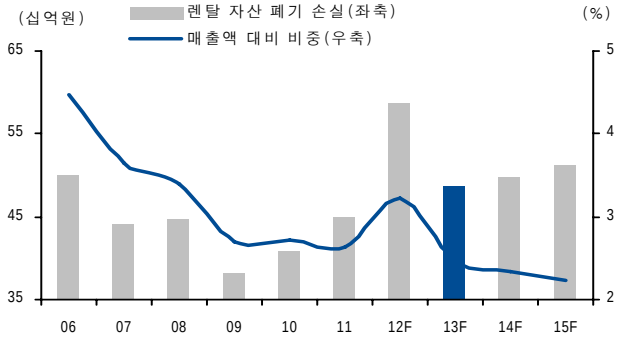
2013년에는 2012년 발생한 일회성 렌탈 자산 폐기 손실이 제외되면서 K-IFRS 별도 기준 영업이익률이 15.0%(+1.2%p) 수준으로 개선될 전망이다. 순이익률은 전년도 기저효과와 2013년 1분기에 인식되는 약 450억원 수준의 웅진케미칼 매각 이익으로 12.4%(+4.6%p) 수준으로 크게 개선될 전망이다.

렌탈 해지 가입자 vs. 해지율 추이 및 전망



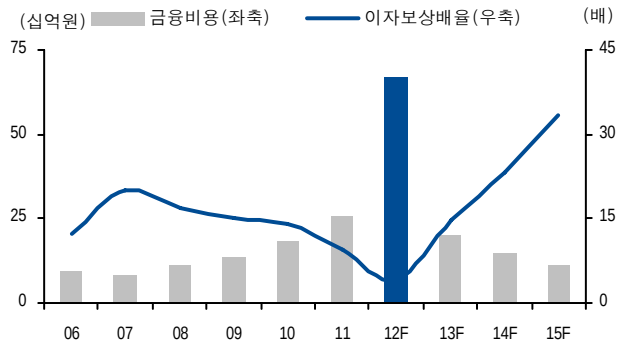
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

렌탈 자산 폐기 손실 vs. 매출액 대비 비중 추이 및 전망



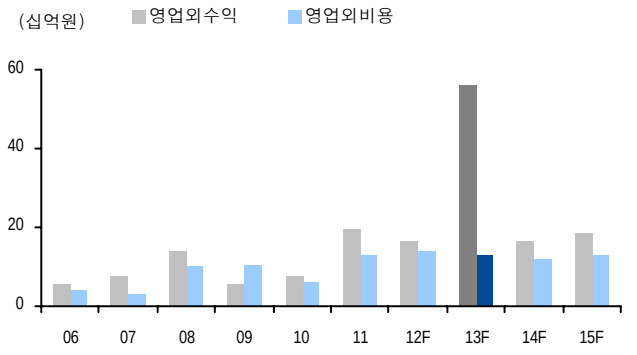
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

금융비용 vs. 이자보상배율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 2012년 3분기, 일본 법인 지급 보증 관련 충당금으로 약 350억원 금융비용 발생

영업외수익 vs. 영업외비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 2013년 1분기, 웅진케미칼 매각 차익으로 약 450억원 영업외수익 발생 전망

7. 13년 영업이익 2,954억원(+18.0% YoY), 순이익 2,441억원(+72.9% YoY) 전망

K-IFRS 연결 기준 순이익은 2012년 1,324억원(-20.7% YoY), 2013년 2,392억원 (+80.7% YoY) 전망

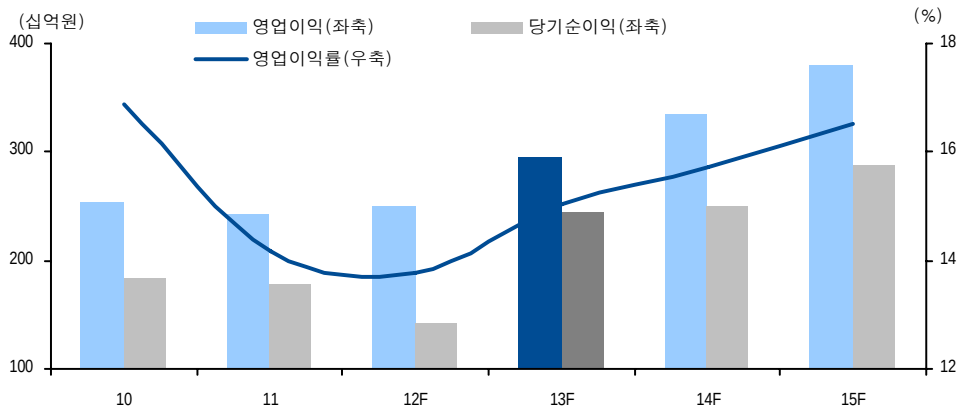
2012년에는 일회성 비용의 발생으로 수익성 악화가 불가피하다. 매출액은 1조 8,162억원(+6.2% YoY), 영업이익은 2,501억원(+3.1% YoY), 순이익은 1,411억원(-20.3% YoY)으로 전망된다. 2013년에는 렌탈 가입자 증가로 매출 상승이 기대되고 판관비율 개선과 2012년 발생한 일회성 비용의 제외로 큰 폭의 실적 개선이 가능할 전망이다. K-IFRS 별도 기준 매출액은 1조 9,661억원(+8.3% YoY), 영업이익은 2,954억원(+18.0% YoY), 순이익은 2,441억원(+72.9% YoY)으로 전망한다. K-IFRS 연결 기준 순이익은 2012년 1,324억원(-20.7% YoY), 2013년 2,392억원(+80.7% YoY)으로 전망한다.

코웨이의 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	11	12F	13F
매출액	399.8	435.9	430.1	444.0	442.4	446.4	458.0	469.1	477.8	487.9	492.5	508.0	1,709.9	1,815.8	1,966.1
증감률(% YoY)	9.4	19.3	15.6	11.3	10.6	2.4	6.5	5.6	8.0	9.3	7.5	8.3	13.9	6.2	8.3
렌탈 매출	280.4	291.1	298.6	305.1	309.7	313.1	317.7	324.4	331.1	340.5	347.1	355.2	1,175.2	1,264.9	1,373.8
렌탈 등록 매출	7.6	8.6	7.1	7.8	6.6	5.8	5.5	4.7	3.8	3.0	2.1	1.3	31.1	22.6	10.2
멤버십 매출	39.1	39.9	41.0	40.8	38.8	39.2	41.1	42.6	42.6	43.0	43.1	43.1	160.8	161.6	171.8
일시불 매출	31.8	38.8	35.7	31.9	32.7	40.5	39.1	42.4	43.3	45.3	41.8	47.5	138.2	154.7	177.9
수출	18.3	22.9	24.5	32.3	30.0	21.1	28.0	26.4	27.7	27.1	28.7	28.8	98.0	105.5	112.3
화장품 매출	17.4	17.9	17.6	15.3	16.8	16.3	17.3	18.9	19.9	19.4	20.2	22.5	68.2	69.3	82.1
기타	14.1	13.2	16.5	4.1	5.2	16.7	5.7	10.8	7.8	10.4	9.3	9.6	38.4	37.2	38.0
매출원가	125.4	141.4	134.8	150.4	145.4	142.1	151.5	153.6	155.9	159.4	160.2	169.1	552.0	592.7	644.5
매출원가율(%)	31.4	32.4	31.3	33.9	32.9	31.8	33.1	32.8	32.6	32.7	32.5	33.3	32.3	32.6	32.8
판매비와관리비	204.8	221.9	222.2	220.3	217.4	229.1	219.6	238.7	238.2	242.5	242.0	247.8	869.2	904.8	970.5
판관비율(%)	51.2	50.9	51.7	49.6	49.2	51.3	47.9	50.9	49.9	49.7	49.1	48.8	50.8	49.8	49.4
영업이익	56.5	61.8	61.4	62.8	64.4	63.0	62.0	60.9	70.1	72.3	76.3	76.7	242.5	250.3	295.4
영업이익률(%)	14.1	14.2	14.3	14.1	14.6	14.1	13.5	13.0	14.7	14.8	15.5	15.1	14.2	13.8	15.0
증감률(% YoY)	(18.4)	(13.3)	2.7	18.1	14.0	2.0	1.0	(3.0)	8.8	14.8	23.0	25.9	(4.4)	3.2	18.0
금융수익	0.7	0.9	0.1	0.5	0.5	2.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	2.2	3.4	2.0
금융비용	5.4	6.5	7.2	6.7	8.3	9.3	42.6	6.8	5.9	4.9	4.7	4.4	25.8	67.0	19.9
기타영업외손익	(1.4)	(1.2)	10.3	(1.4)	(1.0)	3.9	(2.4)	2.4	41.9	0.4	0.2	0.4	6.4	2.9	43.0
세전이익	50.4	55.1	64.6	55.2	55.6	56.4	17.7	56.8	106.5	68.4	72.3	73.3	225.4	186.5	320.5
당기순이익	38.8	42.1	49.2	47.1	41.2	44.0	12.9	43.0	80.8	51.8	55.3	56.2	177.1	141.1	244.1
순이익률(%)	9.7	9.7	11.4	10.6	9.3	9.9	2.8	9.2	16.9	10.6	11.2	11.1	10.4	7.8	12.4
증감률(% YoY)	(24.7)	(28.9)	36.6	28.6	6.4	4.6	(73.7)	(8.8)	96.0	17.7	328.1	30.8	(3.4)	(20.3)	72.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: K-IFRS 별도 기준

코웨이의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Ⅶ. 중장기 전망: 매각 이후 기대되는 코웨이의 변화 3가지

1. 본업 중심의 펀더멘탈 강화

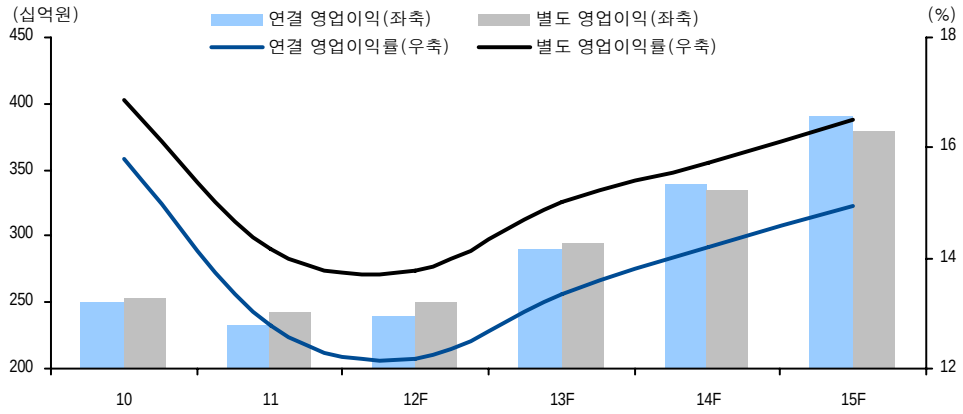
수익성 낮은 사업 매각 가능: 수처리 사업 매각 시 2012년 기준 영업이익률 +0.5%p 개선

2012년 기준 동사의 영업이익률은 별도 기준으로 13.8%, 연결 기준으로는 12.2% 수준으로 예상된다. 절대적인 영업이익은 큰 차이가 없으나 연결 기준으로 보면 영업이익률이 낮은 이유는 연결 자회사들의 수익성이 아직까지는 저조하기 때문이다. 코웨이의 새로운 대주주인 MBK 파트너스가 인수 이후 가장 크게 중점을 두는 부분은 바로 수익성 개선이다. 이를 위해서 수익성이 낮은 사업은 정리하는 대신 본업인 환경 가전 사업을 강화할 가능성이 높다.

환경 가전 사업의 영업이익률은 17% 수준이지만 수처리 사업, 화장품 사업, 그린엔텍(수처리 전문 자회사), 그리고 해외 자회사는 모두 적자 상태이다. 2012년 기준으로 적자가 가장 큰 화장품 사업을 제외하게 되면 영업이익률은 1.0%p 개선된다. 본사 수처리 사업과 그린엔텍을 제외할 경우에는 약 0.5%p 영업이익률이 개선되는 효과가 있다.

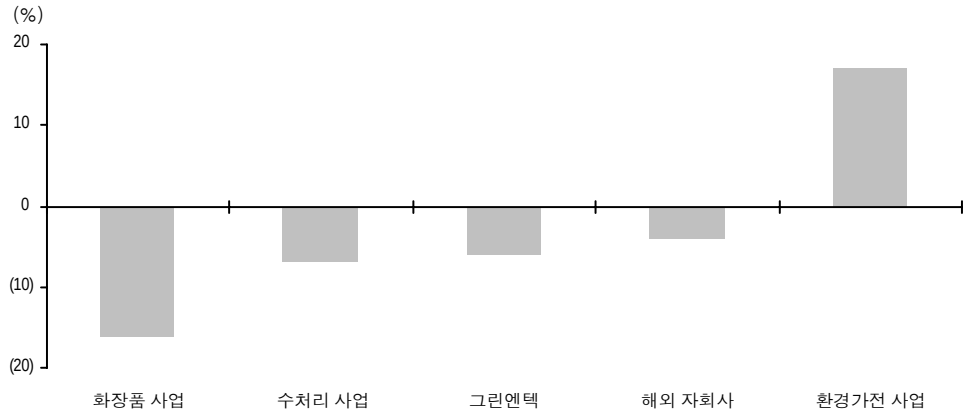
해외 자회사는 대부분 환경 가전 렌탈 사업을 하고 있다. 누적 가입자 증가로 BEP를 넘어설 경우 수익성이 크게 개선될 수 있다. 화장품 사업은 아직 초기 단계이고 영업레버리지 효과가 크기 때문에 단기적으로 청산될 가능성은 낮다. 그러나 수처리 사업은 매출의 변동성이 크고 수익성도 낮기 때문에 향후 매각될 가능성이 높다고 판단된다.

연결 vs. 별도 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

각 사업부별 영업이익률 비교(2012년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

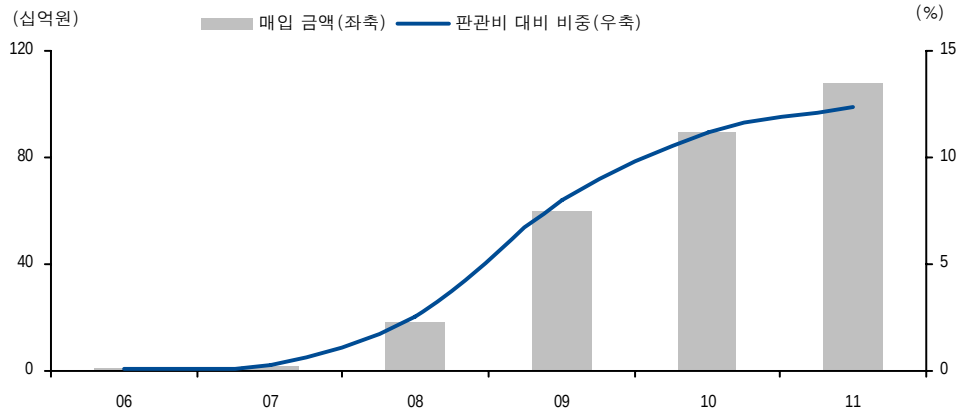
2. 웅진 홀딩스와의 거래 비중 축소로 수익성 개선

웅진 홀딩스로부터 MRO 거래 금액 2008~2011년 6배 증가 → 점진적인 감소 가능

코웨이는 웅진홀딩스로부터 MRO(Maintenance, repair and operation)관련 소모 자재를 지속적으로 구입해 오고 있다. 거래 금액은 2008년 181억원에서 2011년 1,074억원으로 3년 동안 약 6배 증가했다. 같은 기간 매출액 증가율은 30.1% 수준에 불과했다. 거래 금액이 급증한 이유는 MRO 자재에 대한 수요가 증가한 것 보다는 재무구조가 악화된 모회사인 웅진홀딩스에 대한 지원이 크다고 판단된다.

코웨이는 2012년 1월 2일부로 웅진홀딩스로부터 MBK파트너스로 완전히 매각된다. 매각이 완료되면 더 이상 필요 이상의 MRO 자재를 웅진홀딩스로부터 구입할 필요가 없다. 따라서 판관비에 부담으로 작용했던 웅진홀딩스와의 MRO 거래 금액이 점진적으로 감소할 가능성이 크다고 판단된다. 이는 장기적으로 수익성 개선에 긍정적이다.

웅진홀딩스와 코웨이의 거래 금액 추이



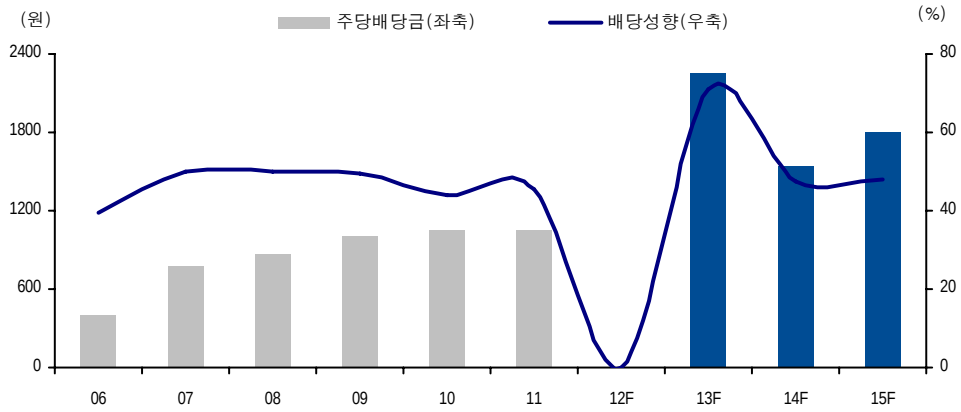
자료: 회사 자료, 신한금융투자

3. 재무 구조 개선, 안정적인 배당 성향 유지

2013년 5.6% 배당수익률 기대

MBK파트너스는 코웨이 인수를 위해 1조 2,000억원의 현금을 지출하게 된다. 장기적으로는 기업가치 증가로 자본이익(Capital gain)이 예상되지만 매년 일정 수준 이상의 현금 배당을 요구할 가능성이 높다. 동사는 현재 약 45% 수준의 배당성향을 유지하고 있으며 향후에도 최소 현재 수준은 유지될 전망이다. 2012년 기말 배당은 2013년 1분기에 중간 배당으로 들어오게 된다. 2013년 DPS(주당 배당금)는 중간 배당 1,050원, 기말 배당 1,200원 정도로 예상된다. 현재 주가 수준에서 2013년 기대되는 배당수익률은 5.6% 수준이다.

주당배당금 vs. 배당성향 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

Ⅵ. 재무 구조 및 현금 흐름 분석

1. Cash conversion cycle의 축소로 재무구조 개선될 전망

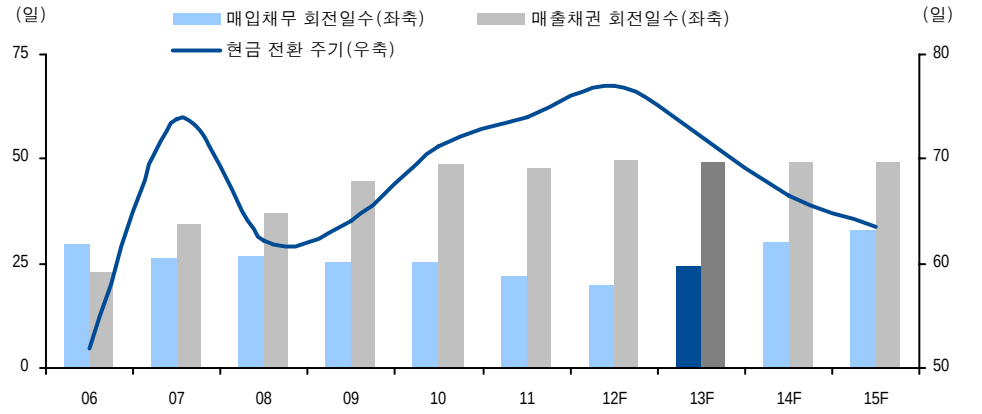
2007년 → 2011년
CAPEX 31.2% 증가
영업현금흐름 12.1% 증가

코웨이의 이자 발생 부채는 2007년 1,678억원에서 2011년 5,420억원으로 5년 사이에 3배 가까이 증가했다. 2011년에는 자사주 매입과 배당금 지급을 위해 차입금이 2,000억원 넘게 증가하기도 했다. 렌탈 비즈니스의 payback period는 10개월 수준으로 현금 흐름이 우수하다. 그럼에도 불구하고 재무 구조가 악화된 주된 이유는 외형 성장 지속으로 CAPEX가 증가했음에도 수익성은 정체 되었고, 웅진홀딩스 등 계열사 지원 과정에서 매입채무 회전일수가 매출채권 회전일수보다 길어지면서 Cash conversion cycle(현금 전환 주기)이 악화되었기 때문이다.

현금 전환 주기 2012년(77일)에서 2015년(64일)로 축소
예상 → 영업 현금 흐름 개선

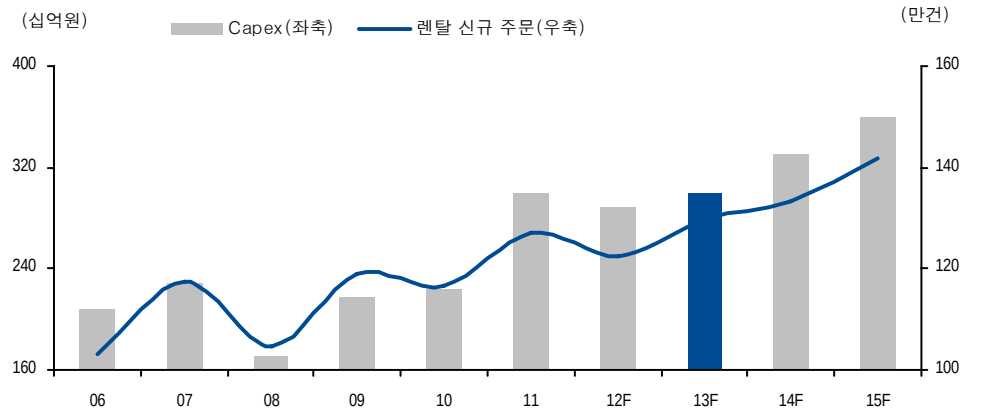
실제로 동사의 매출액은 2007년부터 2011년 사이 41% 상승했고 CAPEX는 31.2% 증가했으나 영업현금 흐름은 12.1% 증가하는데 그쳤다. 동사는 2013년부터는 본격적인 수익성 개선이 전망된다. 모회사인 웅진홀딩스로부터의 분리로 Cash conversion cycle도 점진적으로 단축될 전망이다. 따라서 2013년부터는 큰 폭의 영업 현금 흐름 개선이 예상된다.

Cash conversion cycle 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

CAPEX vs. 렌탈 신규 주문 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

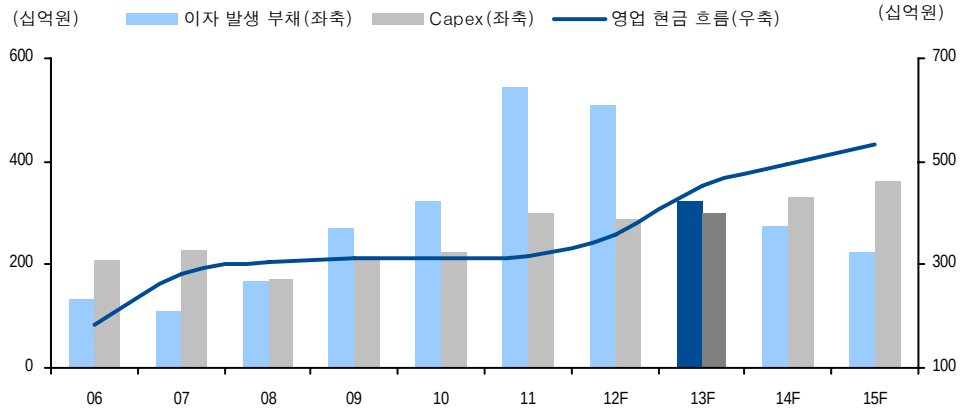
2. 현금 흐름 및 재무구조 개선으로 장기적인 수익성 개선 가능

영업 현금 흐름 전망:
2012년 3,583억원(+12.8% YoY)
2013년 4,545억원(+26.8% YoY)

코웨이의 영업 현금 흐름은 2012년 3,583억원(+12.8% YoY)에서 2013년 4,545억(+26.8% YoY) 수준으로 개선될 전망이다. 2013년에는 웅진케미칼 매각으로 1,782억원의 현금 유입도 발생한다. 영업활동개선과 지분 매각으로 발생한 현금은 그동안 증가한 이자 발생 부채를 상환하는데 쓰일 전망이다. 이자 발생 부채는 2012년 -330억원, 2013년에는 -1,860억원 정도 감소가 예상된다. 2013년부터는 영업현금 흐름이 CAPEX를 상회하기 때문에 이자 발생 부채의 감소가 지속되며 동사의 재무구조는 개선될 전망이다.

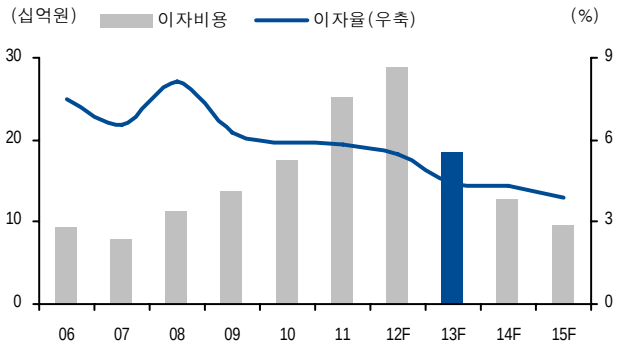
잉여 현금 흐름(Free cash flow)은 2011년에 28억원(-98.5% YoY)으로 크게 감소했으나 2012년 779억원(2,649.5% YoY), 2013년 1,624억원(+108.4% YoY) 수준으로 큰 폭의 개선이 전망된다. 현금 흐름이 개선되고 재무 구조가 안정화되면서 이자비용은 지속적인 감소가 예상된다. 동사의 이자비용은 2013년 184억원(-35.9% YoY), 2014년 128억원(-30.4% YoY)으로 점진적인 감소가 전망된다. 재무구조 개선으로 인한 차입금 축소와 금융비용 감소로 동사의 수익성 개선은 장기적으로 지속될 가능성이 높다.

이자 발생 부채 vs 영업 현금 흐름 추이 및 전망



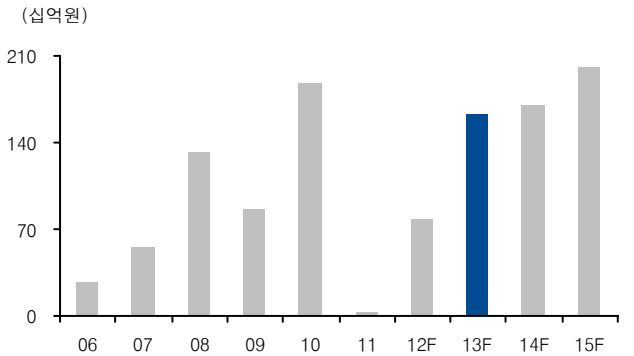
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

이자비용 vs. 이자율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

잉여 현금 흐름(Free cash flow) 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 렌탈 자산 폐기 손실(현금 유출이 없는 비용) 포함

Ⅷ. 외국인의 귀환이 기대되는 이유

외국인 지분율 51% 상회, 외국인은 PER 15배 미만에서 순매수 증가하는 경향 있음 → 현재 주가는 2013년 연결 기준 PER 13배 수준

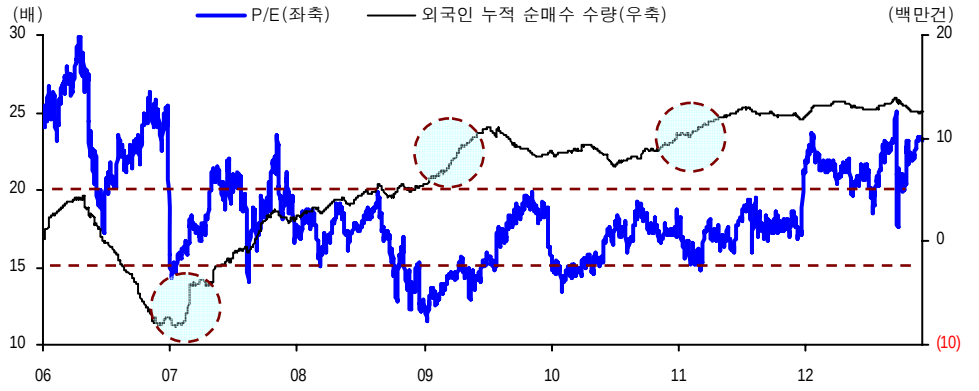
코웨이의 외국인 지분율은 약 51%로 매우 높은 수준이 유지되고 있다. 장기적으로 성장성과 안정성이 돋보이는 내수주로서 외국인의 관심이 높다. 과거 추이를 보면 외국인은 대체로 주가의 valuation 매력이 클 때 집중적으로 매수해 왔음을 알 수 있다. 특히, PER 15배 수준에서는 외국인의 순매수가 크게 증가하는 경향이 있다.

최근 2개월 동안은 외국인 수급이 매도 경향을 보이며 외국인 지분율이 줄어들었다. 모회사인 웅진홀딩스의 법정관리 신청으로 지배구조 리스크가 부각된 것이 주요 원인으로 보인다. 2012년에는 실적 부진으로 valuation 부담이 커진 것도 부정적인 영향을 미쳤다고 판단된다. 그러나 2013년에는 연결 기준 EPS 성장률이 80%를 상회하기 때문에 현재 주가 기준으로 PER이 13배 수준으로 낮아질 수 있다. 동사의 주가는 최근 3개년 동안 PER 15배 미만으로 하락한 적이 거의 없다.

지배구조 리스크 해소 & 2013년 실적 개선 & 배당 매력 → 외국인 수급 개선 → 주가 상승

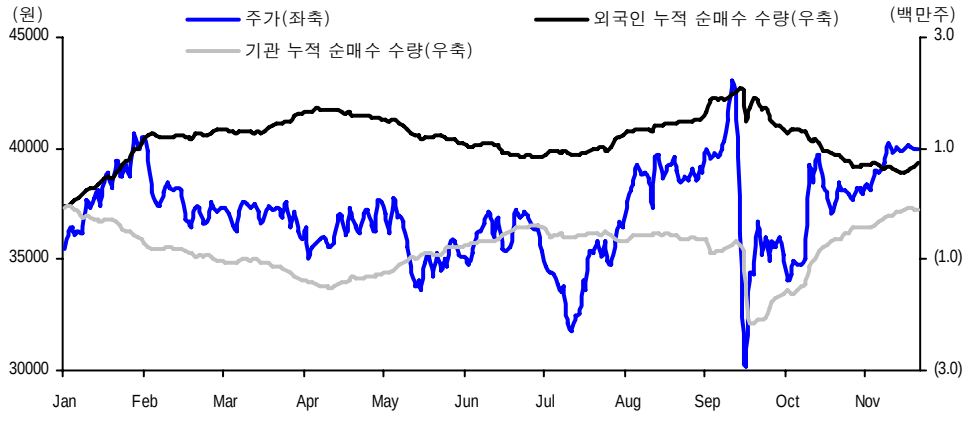
지배구조 리스크가 사라지고 2013년 실적에 대한 전망이 반영되기 시작하면 외국인 수급이 개선될 가능성이 크다. 동사는 2013년 1월 2일부로 웅진홀딩스로부터 완전한 매각이 이루어진다. 2013년에는 5.6% 수준의 높은 배당수익률도 기대해 볼 수 있기 때문에 매각을 기점으로 외국인 수급 심리가 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 기관은 지속적인 순매수를 이어가고 있다. 외국인 수급이 개선될 경우 주가는 상승할 가능성이 높다.

종가 기준 PER vs. 외국인 누적 순매수 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

코웨이의 기관 및 외국인 수급 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

IX. 지배구조 리스크 해소 국면, 이제는 펀더멘탈에 베팅하자

1. 2013년 1월 매각 완료 예정, 최대 주주 MBK로 변경

2013년 1월 2일, 잔금 지급과 함께 코웨이 매각 완료될 예정

동사는 2012년 11월 27일 주주총회를 통해 사명을 '웅진코웨이'에서 '코웨이'로 바꾸고 이사회 임원을 새로운 대주주인 'MBK파트너스' 관계자들로 선임했다. 웅진홀딩스로부터 매각과정에서 약간의 진통은 있었지만 2012년 10월 26일 법원은 기존계약서대로 매각 이행을 명령했다. 매각 대금 1조 2,000억원 중 약 30% 정도인 3,600억원이 11월 28일 중도금으로 지급되었고 2013년 1월 2일 남은 잔금을 지불하게되면 '코웨이'의 매각은 완전히 마무리된다.

날짜	내용
2012년 8월 15일	웅진그룹 MBK파트너스에 지분 30.9% 매각하는 본계약 체결
2012년 9월 26일	웅진 홀딩스 법정 관리 신청, 코웨이 매각 중단 의사 밝힘
2012년 10월 25일	법원 기존 계약 이행할 것을 명령
2012년 11월 27일	주주총회, 사명을 '코웨이'로 변경, MBK 주축으로 경영진 이사회 선임
2012년 11월 28일	중도금 3,600억원(전체 매각 대금의 30%) 지급 완료
2013년 1월 02일	잔금 지급, 코웨이 매각 완료

자료: 언론사, 신한금융투자

2. 2013년부터 구조적인 수익성 개선 가능

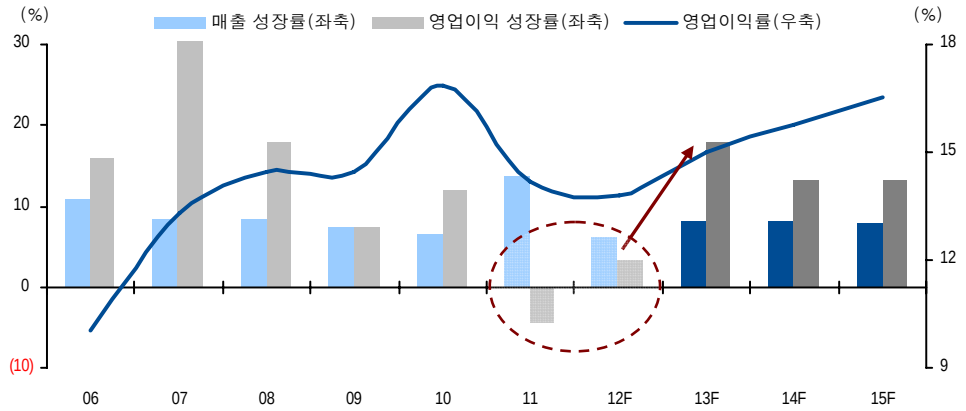
2009년~2011년 연평균 EPS 증감률 10.2%, 평균 PER은 16.5배

2013년 연결 EPS 80.7% 증가 예상, 목표주가 54,000원은 2013년 PER 17배 수준

2009년~2011년 코웨이의 연평균 영업이익 성장률은 약 5%, EPS 성장률은 10.2% 수준이다. 2012년 영업이익은 2,503억원(+3.2% YoY), 연결 기준 EPS는 1,717원(-20.3% YoY)으로 저조할 전망이다. 그러나 2013년에는 렌탈 순증 가입자가 +73.8% YoY 증가하며 외형 확대가 지속될 전망이고 영업이익은 2,954억원(+18.0% YoY), EPS는 3,102원(+80.7% YoY)으로 큰 폭의 실적 개선도 예상된다.

국내 환경 가전 시장의 침투율은 아직 일본에 비해 현저히 낮은 수준이다. 동사는 제품 다변화를 통해서도 외형 성장을 지속할 수 있다. K-IFRS 별도 기준으로 영업이익률은 2012년 13.8% 수준에서 2015년 16.5% 수준으로 점진적인 개선이 예상된다. 현재 주가는 2013년 연결 EPS 3,102원 기준 13배 수준에 불과하다. 목표주가 54,000원은 연결 기준 PER 17배 수준이다. 동사는 실적이 저조했던 2011~2012년에도 평균 PER 16배 이상의 밸류에이션을 적용 받아왔다. 2013년에 기대되는 외형 성장과 구조적인 수익성 개선을 감안할 때 현재 주가 수준에서는 상승 여력이 충분하다고 판단된다.

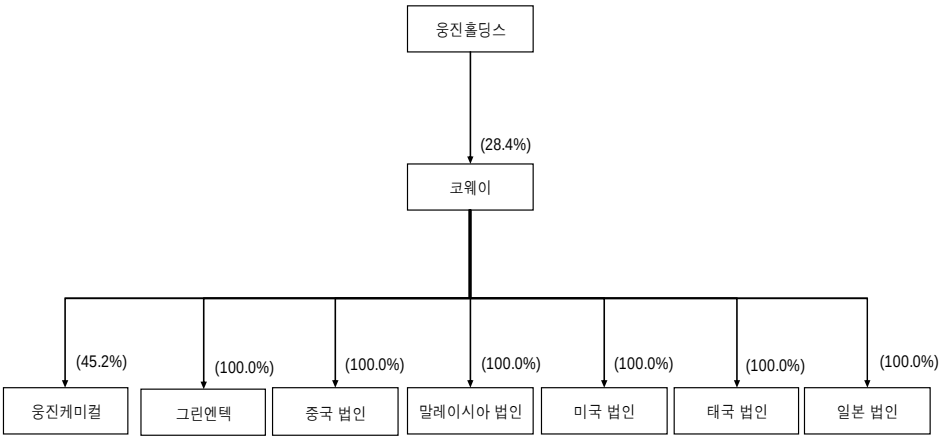
코웨이의 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: K-IFRS 별도 기준

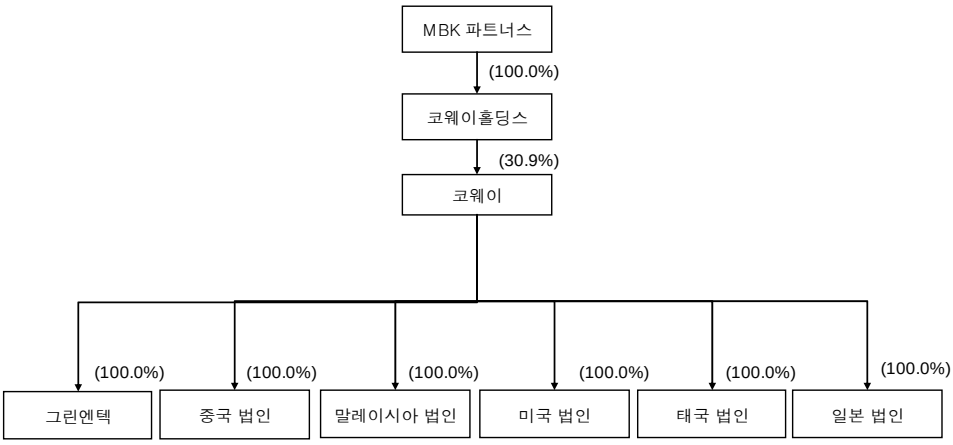
[코웨이 지배구조 변화]

매각전



자료: 회사 자료, 신한금융투자

매각후



자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
자산총계	**1,358.3**	**1,576.5**	**1,639.8**	**1,645.9**	**1,770.3**
유동자산	441.2	511.5	570.2	659.7	721.2
현금및현금성자산	56.4	64.9	30.2	82.0	88.8
매출채권	203.8	240.1	254.9	276.0	298.7
재고자산	73.2	73.0	80.0	86.6	93.7
기타유동자산	107.8	133.5	205.1	215.1	240.0
비유동자산	917.1	1,065.0	1,069.6	986.2	1,049.2
유형자산	441.6	534.7	569.3	607.5	657.0
무형자산	156.5	156.0	154.3	152.7	151.1
투자자산	241.2	285.1	256.9	136.9	151.9
기타비유동자산	77.8	89.2	89.1	89.1	89.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**631.1**	**828.1**	**828.5**	**679.8**	**669.0**
유동부채	384.5	534.3	647.1	536.0	532.7
단기차입금	74.5	164.8	246.0	180.0	170.0
매입채무	38.3	28.7	35.8	50.2	65.2
유동성장기부채	30.0	110.0	60.0	30.0	0.0
기타유동부채	241.7	230.8	305.3	275.8	297.5
비유동부채	246.6	293.8	181.4	143.8	136.3
사채	49.8	176.7	122.7	112.7	102.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	170.0	90.3	30.3	0.3	0.3
기타비유동부채	26.8	26.8	28.4	30.8	33.3
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**727.2**	**748.4**	**811.3**	**966.1**	**1,101.3**
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	130.9	130.9	130.9	130.9	130.9
기타자본	(27.3)	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
기타포괄이익누계액	0.0	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
이익잉여금	582.9	677.7	740.6	895.3	1,030.6
지배주주지분	**727.2**	**748.4**	**811.3**	**966.1**	**1,101.3**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	324.4	542.0	509.2	323.3	273.3
*순차입금(순현금)	264.1	468.3	464.0	226.3	164.5

손익보고서

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	**1,501.8**	**1,709.9**	**1,815.8**	**1,966.1**	**2,127.1**
증가율 (%)	6.4	13.9	6.2	8.3	8.2
매출원가	**490.6**	**552.0**	**592.7**	**644.5**	**699.3**
매출총이익	**1,011.2**	**1,157.9**	**1,223.1**	**1,321.6**	**1,427.7**
매출총이익률 (%)	67.3	67.7	67.4	67.2	67.1
판매관리비	**704.4**	**869.2**	**904.8**	**970.5**	**1,035.3**
조정영업이익(GAAP)	306.9	288.7	318.3	351.1	392.4
증가율 (%)	50.2	(5.9)	10.3	10.3	11.8
조정영업이익률 (%)	20.4	16.9	17.5	17.9	18.4
기타영업손익	**(53.4)**	**(46.2)**	**(68.0)**	**(55.7)**	**(57.7)**
지분법손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
영업이익	**253.5**	**242.5**	**250.3**	**295.4**	**334.7**
증가율 (%)	24.1	(4.4)	3.2	18.0	13.3
영업이익률 (%)	16.9	14.2	13.8	15.0	15.7
영업외손익	**11.9**	**(17.1)**	**(63.8)**	**25.1**	**(7.1)**
금융손익	(11.7)	(23.5)	(63.6)	(17.9)	(11.8)
기타영업외손익	1.5	6.4	(0.3)	43.0	4.8
종속 및 관계기업관련손익	22.1	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**265.4**	**225.4**	**186.5**	**320.5**	**327.6**
법인세비용	60.0	48.2	45.4	76.4	77.0
계속사업이익	183.3	177.1	141.1	244.1	250.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**183.3**	**177.1**	**141.1**	**244.1**	**250.7**
증가율 (%)	19.6	(3.4)	(20.3)	72.9	2.7
순이익률 (%)	12.2	10.4	7.8	12.4	11.8
(지배주주)당기순이익	183.3	177.1	141.1	244.1	250.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	180.2	172.7	141.1	244.1	250.7
(지배주주)총포괄이익	180.2	172.7	141.1	244.1	250.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	391.9	389.1	424.2	487.6	543.5
증가율 (%)	11.2	(0.7)	9.0	15.0	11.4
EBITDA 이익률 (%)	26.1	22.8	23.4	24.8	25.5

현금 흐름보고서

12월 결산 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금 흐름	**331.3**	**317.6**	**358.3**	**454.5**	**493.5**
당기순이익	183.3	177.1	141.1	244.1	250.7
유형자산상각비	131.6	144.9	172.2	190.7	207.2
무형자산상각비	6.8	1.7	1.7	1.6	1.6
외화환산손실(이익)	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	41.1	10.8	0.0	(45.0)	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(22.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(85.7)	(111.5)	(53.5)	(10.9)	(35.8)
(법인세납부)	(44.2)	(42.0)	(45.4)	(76.4)	(77.0)
기타	120.1	136.5	142.2	150.4	146.8
투자활동으로인한현금 흐름	**(299.9)**	**(344.2)**	**(252.8)**	**(119.4)**	**(333.8)**
유형자산의감소	11.2	8.9	12.0	14.0	15.0
무형자산의감소(증가)	(14.7)	(6.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(41.8)	(21.4)	28.2	165.0	(15.0)
단기금융자산의감소(증가)	(3.4)	(4.6)	(6.2)	0.0	(5.0)
기타	(251.2)	(320.4)	(286.8)	(298.4)	(328.8)
FCF	**146.9**	**(42.1)**	**19.3**	**113.8**	**120.3**
재무활동으로인한현금 흐름	**(38.2)**	**35.6**	**(139.4)**	**(282.6)**	**(152.2)**
차입금의 증가(감소)	54.5	213.0	(32.8)	(186.0)	(50.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	73.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(76.8)	(79.9)	(77.8)	(78.2)	(89.4)
기타	(15.9)	(171.0)	(28.8)	(18.4)	(12.8)
기타현금 흐름	(4.3)	0.0	(0.8)	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.6)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(7.4)**	**8.5**	**(34.7)**	**51.8**	**6.9**
기초현금	63.8	56.4	64.9	30.2	82.0
기말현금	56.4	64.9	30.2	82.0	88.9

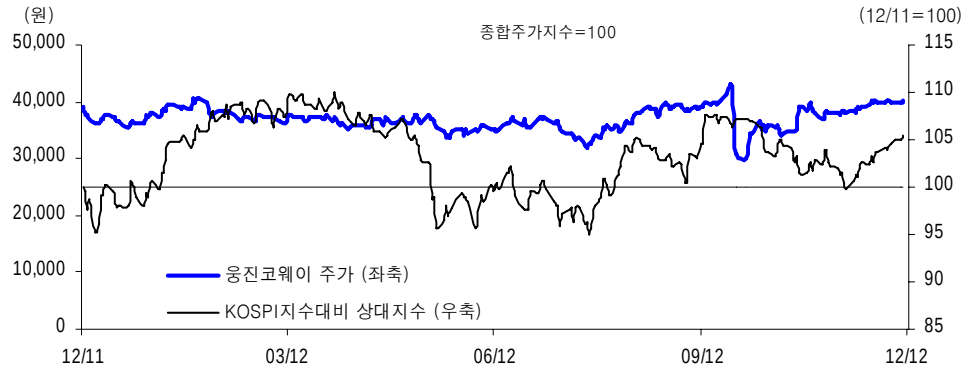
주요투자지표

12월 결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익, 원)	2,376	2,296	1,830	3,165	3,250
EPS(지배순이익, 원)	2,376	2,296	1,830	3,165	3,250
BPS(자본총계, 원)	9,428	9,704	10,520	12,526	14,280
BPS(지배지분, 원)	9,428	9,704	10,520	12,526	14,280
DPS (원)	1,050	1,050	1,050	1,200	1,550
PER(당기순이익, 원)	17.0	15.9	22.0	12.7	12.4
PER(지배순이익, 원)	17.0	15.9	22.0	12.7	12.4
PBR(자본총계, 원)	4.3	3.8	3.8	3.2	2.8
PBR(지배지분, 원)	4.3	3.8	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA (배)	8.6	8.5	8.4	6.8	6.0
EV/EBIT (배)	13.3	13.6	14.2	11.3	9.8
배당수익률 (%)	2.6	2.9	2.6	3.0	3.9
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	26.1	22.8	23.4	24.8	25.5
영업이익률 (%)	16.9	14.2	13.8	15.0	15.7
순이익률 (%)	12.2	10.4	7.8	12.4	11.8
ROA (%)	13.9	12.1	8.8	14.9	14.7
ROE (지배순이익, %)	26.0	24.0	18.1	27.5	24.3
ROIC (%)	27.3	25.7	20.6	22.8	24.7
안정성					
부채비율 (%)	86.8	110.6	102.1	70.4	60.7
순차입금비율 (%)	36.3	62.6	57.2	23.4	14.9
현금비율 (%)	14.7	12.1	4.7	15.3	16.7
이자보상배율 (배)	14.4	9.6	8.7	16.0	26.1
활동성 (%)					
순운전자본회전율 (회)	12.2	11.8	8.5	8.1	8.5
재고자산회수기간 (일)	15.5	15.6	15.4	15.5	15.5
매출채권회수기간 (일)	48.4	47.4	49.8	49.3	49.3

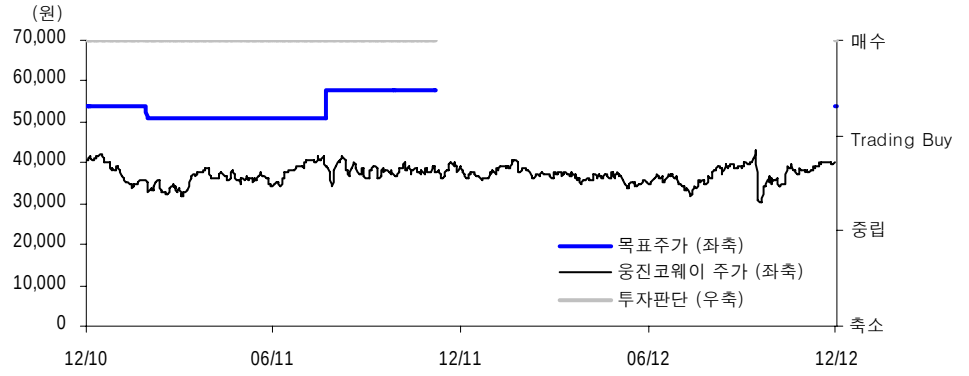
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

코웨이 (021240)

... 주가차트



... 투자의견 및 목표주가 추이



고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워
www.shinhaninvest.com

신한금융투자 영업망

서울지역											
강남	02) 538-0707	노원역	02) 937-0707	명동	02) 752-6655	신당	02) 2254-4090	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
강남중앙	02) 6354-5300	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
관악	02) 887-0809	답십리	02) 2217-2114	반포	02) 533-1851	여의도	02) 3775-4270	중부	02) 2270-6500
광교	02) 739-7155	성수동영업소	02) 466-4228	보라매	02) 820-2000	동부이촌동영업소	02) 798-4805	창동	02) 995-0123
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363	강북영업소	02) 906-0192
종로영업소	02) 722-4388	도곡	02) 2057-0707	삼풍	02) 3477-4567	영등포	02) 2677-7711		
구로	02) 857-8600	양재동영업소	02) 3463-1842	남부터미널영업소	02) 522-7861	영업부	02) 3772-1200		
중앙유통단지영업소	02) 2101-3621	동대문	02) 2232-7100	서교동	02) 335-6600	서여의도영업소	02) 784-0977~9		
남대문	02) 757-0707	마포	02) 718-0900	송파	02) 449-0808	올림픽	02) 448-0707		
인천 · 경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평촌	031) 381-8686
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	야탑역	031) 622-1400	정자동	031) 715-8600		
동두천	031) 862-1851	산본	031) 392-1141	연수	032) 819-0110	죽전	031) 898-0011		
부천	032) 327-1012	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평택	031) 657-9010		
부산 · 경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	PB부산영업소	051) 608-9500	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
대구 · 경북지역									
구미	054) 451-0707	대구동	053) 944-0707	시지	053) 793-8282	안동	054) 855-0606	포항	054) 252-0370
대구	053) 423-7700	대구서	053) 642-0606						
대전 · 충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주 · 전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	정읍	063) 531-0606	수완	062) 956-0707
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262						
강원지역				**제주지역**					
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	반포	02) 3478-2400	압구정	02) 541-5566	해운대	051) 701-2200		
도곡	02) 554-6556	서울파이낸스	02) 778-9600	압구정중앙	02) 547-0202	Privilege강남	02) 559-3399		
목동	02) 2649-0101	스타	02) 875-1851	태평로	02) 317-9100	Privilege서울	02) 6050-8100		
PB센터									
여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500		
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356				

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : 15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 공영규, 성준원). 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

신한금융투자