2013년 3월 4일 기업분석

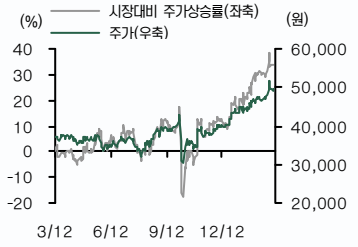
SMART ON

코웨이 (021240)

BUY (유지)

유통 Analyst **이상구**
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

주가(2/27)			49,400원
적정주가			**65,000원**
산업내 투자선호도			★★★
업종명/산업명			기타 소비자서비스
업종 투자의견			Overweight
시가총액			3.8조원
발행주식수 (보통주)			77,124,796주
유동주식비율			62.6%
KOSPI 지수			2004.04
KOSDAQ 지수			533.36
60일 평균 거래량			166,412주
60일 평균 거래대금			75억원
외국인보유비중			51.3%
수정EPS 성장률(12~14 CAGR)			12.5%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)			17.3%
52주 최고/최저가 (보통주)			51,700원
			30,150원
베타(12M, 일간수익률)			0.2
주요주주		코웨이홀딩스	등 30.9%
주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	6.6%	22.9%	24.7%
상대	3.5%	18.1%	19.4%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

변화와 스토리가 진행되고 있다

주가 re-rating 국면 지속

적정 주가는 1) 렌탈 및 멤버쉽 요금 인상 가능성, 2) 수처리 등 저수익사업 매각, 그리고 3) 매트리스 사업 안정(10년 후 보급율 5%) 등을 가정할 때 주당 65,000원(FY13F PER 23배)으로 예상된다. 기업가치 제고를 위한 정책들이 구체화된다면 추가 상승 여력이 기대된다.

구조조정 등 변화는 이미 진행

동사는 두 가지 방식으로 기업가치 제고를 위한 변화가 예상된다. 첫째는 수익성 중시(환경가전 마진 개선)와 두 번째 현금흐름 중심의 영업(저수익사업 매각)이다. 이를 통해 ROE(2013년 예상 28%)는 정상 수준으로 회복될 것으로 전망된다.

환경 가전은 cash cow로 신제품 효과

2013년 이후 계정 증가는 평균 4%, 판매대수는 연 120만대가 유지될 전망이다. 일인가구에 적합한 저가 신제품 출시와 환경 관련 인식으로 안정적 판매가 예상된다. 신규 사업인 매트리스도 침대 문화와 소비자 인식 제고로 계정 증가에 기여할 전망이다.

2013년부터 강한 수익성 나타날 듯

향후 3년간(2013-2015년) 영업이익 성장은 CAGR 16-19%가 예상된다. 신규 렌탈 요금에 변함가 없다면 16% 이익 성장이 기대된다. 하지만 당사 예상대로 요금 조정이 2분기부터 이루어진다면 성장은 19%까지 높아질 전망이다.

결산기말	12/10A	12/11A	12/12P	12/13F	12/14F
(적용기준)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,519.1	1,824.4	1,806.8	1,906.0	2,017.0
영업이익 (십억원)	228.8	233.2	227.8	292.0	322.0
순이익 (십억원)	177.0	167.1	119.8	246.6	236.0
지배기업순이익 (십억원)	177.0	167.1	119.8	246.6	236.0
EPS (원)	2,294	2,192	1,588	3,258	3,118
수정EPS (원)	2,294	2,192	1,955	2,812	3,118
PER* (배)	20.0 - 13.6	19.5 - 14.2	22.7 - 14.7	17.6	15.8
PBR (배)	4.1	3.7	4.2	3.9	3.4
EV/EBITDA (배)	8.8	7.3	8.6	7.9	7.2
배당수익률 (%)	2.6	2.9	0.0	4.3	2.1
ROE (%)	24.5	22.6	15.4	28.6	23.0
ROIC (%)	22.1	19.7	16.5	22.1	23.1

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표 *자료: 코웨이, 현대증권*

▲현대증권

Contents

주가 re-rating 국면 지속 | 3

구조조정 등 변화는 이미 진행되고 있다 | 9

환경가전은 cash cow로 신제품효과 이어질 듯 | 12

2013년부터 강한 수익성 개선 나타날 듯 | 15

지배구조, 우여곡절을 거쳐 MBK로 | 17

부록 1. 포괄손익계산서 | 19

부록 2. 현금흐름표 | 20

부록 3. 재무상태표 | 21

부록 4. 주요재무비율 및 경영성과 | 22

주가 re-rating 국면 지속

재평가 감안 시 적정주가 65,000원

코웨이의 적정 주가는 1) 렌탈 및 멤버쉽 요금 인상 가능성, 2) 수처리 등 저수익사업 매각, 그리고 3) 매트리스사업 안정(10년 후 보급율 5%) 등을 가정할 때 주당 65,000원(FY13F PER 23배)으로 예상된다. 이는 기존 50,000원에서 상향 조정된 것으로 상승 여력은 약 32%이다

동 주가는 기존 SOTP 방식으로 산출되었다. EV/EBITDA 적용 배수는 기존 8배에서 10배로 상향 조정되었다. 지난 5년간 EV/EBITDA 상단은 9배가 조금 넘는 수준이었다. 주식가치가 비싼 수준으로 진입한 것으로 보일 수 있다.

하지만 신 경영진의 수익성 및 현금흐름 중시 전략, 그리고 지배구조 리스크 해소가 재평가로 이어질 수 있을 것으로 본다. 특히 동사의 수익모델이 경기 불황에 강하고 변동성이 크지 않은 현금 중심의 영업을 감안할 때 주목 받기 충분하다.

한편, 동사의 영업 및 수익 구조가 향후 3-4년 내 당사 예상대로 진행된다면 적정주가는 최대 90,000원(FY13F PER 32배)까지 상승이 전망된다. 이러한 배경은 3년마다 요금 조정과 신사업 매트리스가 새로운 성장 동력으로 자리잡을 때 가능하다.

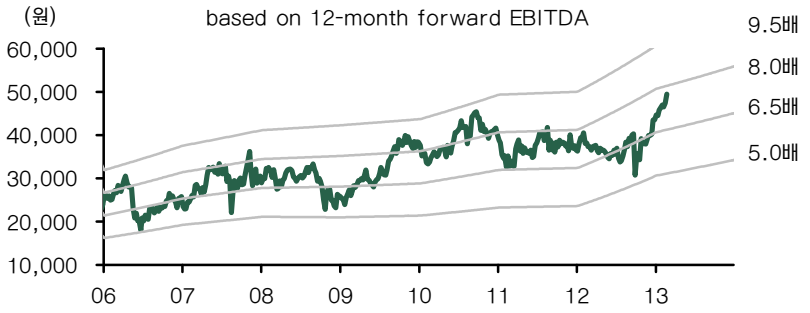
동일한 수익모델은 아니지만 가입자 기반으로 영업을 하고 있는 에스원(012750, BUY)도 평균적으로 EV/EBITDA 9배 내외에서 거래되고 있다. 이에 따라 동 배수 적용은 무리가 없어 보인다.

그림 1> 적정주가는 EV/EBITDA 10배 적용 시 65,000원

EBITDA(FY13F, 십억원)	506.5	
EBITDA 배수(배)	10.0	지난 5년간 상단 (9배)
영업가치	5,065.0	
세후 투자자산가치	52.5	
중국현지법인(100%)	52.5	중국소비재 평균 PER 15배 적용
기업가치	5,117.5	
순차입금	214.2	
적정가치	4,903.3	
발행주식수(백만주)	77.1	
자사주 제외 시(백만주)	74.6	
적정주가(원)	**65,697**	

자료: 현대증권

그림 2> EV/EBITDA 7배는 아직 부담스럽지 않아



자료: 현대증권

시나리오 1 렌탈 및 멤버쉽 요금 인상 시 적정주가 주당 67,000원

기업가치는 DCF를 통해서도 접근이 가능하다. 동사의 영업은 2012년말 기준 5.7백만 가입자를 기반으로 정수기 등을 주로 렌탈 형식으로 판매하고 있다. 동사 고객의 계약 유지는 평균 3년 이상이고 정수기 등은 필수 소비재 성향을 띠고 있어 경기 영향이 크지 않다.

동사는 2006년에 신규 고객을 대상으로 요금을 조정한 바 있다. 2012년에는 웅진그룹 부도 사태로 가격 조정이 이루어지지 못하였다. 하지만 2013년에는 누적 인플레이션 감안 시 요금 인상 가능성이 높아지고 있다. 동사의 수익모델이 개인사업자 코디를 기반으로 하고 있어 물가 상승분 만큼 요금인상도 정당화될 전망이다.

당사에서는 기업가치 제고의 핵심인 렌탈 및 멤버쉽 가격인상이 2013년 2분기부터 평균 6% 이루어질 것으로 가정하였다. 수익모델에는 아직 반영하지 않았고 적정주가 산출 시 이를 감안하여 반영하였다. DCF 산출 시 가중평균자본비용은 7%, 영구성장률은 1%를 적용하였을 때 적정주가는 주당 67,000원으로 산출된다.

동사는 지난 3년간 평균적으로 매년 120만대의 렌탈 판매와 20만대의 일시불 판매를 보여왔다. 2012년에도 어려운 영업 환경 속에서 122만대의 렌탈 판매와 24만대 일시불 판매를 기록하였다.

요금 인상 효과는 2014년 190억원(2014년 영업이익의 6%), 2015년 340억원(2015년 영업이익의 10%) 추가 영업이익 개선으로 예상된다. 이는 1) 월 10만대 렌탈 판매와 2) 판매에 따른 이익이 누적으로 잡히는 수익 모델을 감안하였기 때문이다.

이에 따라 2015년 영업이익률은 2012년 일회성 제외한 영업이익률 14%보다 약 2%p 이상 높아질 전망이다. 이는 기업가치로 환산할 때 주당 약 1만원 정도 상승시키는 요인이다.

저수익사업인 수처리 등은 2013년부터 일부 중단되는 것으로 가정하였다. 신사업 매트리스 보급율은 향후 10년내 5%(현재 1%), 시장점유율 50%로 2012년 코웨이 전체 계정의 10% 수준까지 완만한 성장을 가정하였다.

그림 3> 요금 인상 6% 감안 시 67,000원

(십억원)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
영업이익	295.8	338.9	376.9	421.3	459.1	497.6	536.3	576.2	617.5	661.8	
법인세율	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	
세후영업이익(NOPLAT)	224.2	256.9	285.7	319.3	348.0	377.2	406.5	436.7	468.1	501.6	
감가상각비/무형자산 상각비	252.5	255.0	260.1	265.3	270.6	276.0	281.6	287.2	292.9	298.8	
운전자본의증감	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	
CAPEX	(290.0)	(295.8)	(301.7)	(307.8)	(313.9)	(320.2)	(326.6)	(333.1)	(339.8)	(346.6)	
FCF	**146.7**	**176.1**	**204.1**	**236.9**	**264.7**	**293.0**	**321.5**	**350.8**	**381.2**	**413.8**	**434.5**
Discount Factor	1.07	1.14	1.23	1.31	1.40	1.50	1.61	1.72	1.84	1.97	
FCF(Present Value)	137.1	153.8	166.6	180.7	188.7	195.3	200.2	204.2	207.4	210.4	

FCF의 현재가치	1,844.4
잔존가치	3,475.1
사업가치	**5,319.6**
투자유가증권	**50.0**
기업가치	**5,369.6**
순현금	**(214.2)**
자본가치	**5,155.4**
주식수(주)	77,000,000
주당가치(원)	**66,953**
잔존가치 계산	
FCF (Terminal year)	434.5
가중평균자본비용	7.0%
영구성장률	1.0%
잔존가치	3,475

자료: 현대증권

그림 4> 2013년부터 요금 인상으로 수익성 개선 예상

(십억원)	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출	1,807	2,000	2,185	2,368	2,587	2,758	2,935	3,113	3,300	3,498	3,715
%YoY	5.7%	10.7%	9.3%	8.4%	9.3%	6.6%	6.4%	6.1%	6.0%	6.0%	6.2%
환경가전	1,578	1,656	1,741	1,808	1,952	2,062	2,177	2,297	2,421	2,552	2,686
매트리스	14	66	90	114	140	167	192	211	231	253	287
수출	110	179	217	296	319	345	372	402	434	469	506
화장품	67	78	87	96	100	105	110	116	122	128	134
기타(수처리 등)	38										
영업이익	228	293	339	377	421	459	498	536	576	617	662
%YoY	-3.4%	31.1%	17.1%	11.9%	11.7%	8.9%	8.3%	7.7%	7.4%	7.1%	7.1%
환경가전	231	284	313	340	376	408	441	474	509	544	581
매트리스	1	7	11	15	21	25	29	32	35	38	43
수출	7	10	15	22	24	26	28	30	33	35	38
화장품	(13)	(8)									
기타(수처리 등)	2										
OPM	12.4%	14.7%	15.8%	16.3%	16.7%	17.0%	17.3%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%
환경가전	14.6	17.1	18.0	18.8	19.3	19.8	20.2	20.7	21.0	21.3	21.6
매트리스	7.3	10.6	12.2	13.2	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
수출	6.4	5.6	6.9	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
화장품	(19.3)	(10.3)									
기타(수처리 등)	3.9										

자료: 현대증권

시나리오 2 최상의 시나리오 시 적정주가 90,000원

한편, 2017년 및 2020년에도 지속적인 요금 조정과 신규사업인 매트리스 렌탈 보급율 30%로 가정하면 기업가치는 주당 90,000원으로 올라갈 전망이다. 이는 향후 3년간 손익 개선 추이가 기대를 충족하고 추가적인 요금 조정 등이 구체화된다면 가능한 목표 주가로 판단된다.

매트리스사업은 2011년 10월 도입되었는데 초기 반응이 예상보다 좋다. 2012년 매월 판매(렌탈 및 일시불)이 약 4,300건으로 전체 판매의 약 3%을 치지하고 있다. 조직의 안정화 이후인 2015년부터 연수기 수준(월 판매 7,000대) 이상의 판매를 가정하면 향후 10년 후에는 침투율이 30%에 달할 전망이다.

침대시장은 매년 40-50만대 판매가 이루어지고 있는 것으로 추정된다. 누적기준으로는 인구의 약 20%, 1,000만명 이상이 침대를 사용하고 있는 것으로 보인다. 낙관적인 침투율 30% (정수기시장과 유사)와 동사의 시장점유율 50%를 가정하면 매트리스 렌탈 및 일시불 판매대수는 향후 10년간 150만대까지 확대될 수 있을 전망이다.

매트리스 렌탈은 자사 제품이 아니라 수입이라 원가 및 물류비 부담이 있다. 하지만 규모의 효과 등으로 영업이익률은 향후 15%(환경가전 17%)까지 올라갈 수 있을 전망이다.

그림 5> 최상의 경우 적정주가 90,000원 예상

(십억원)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
영업이익	295.8	347.7	390.4	437.0	485.1	545.2	641.0	720.5	808.1	905.9	
법인세율	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	
세후영업이익(NOPLAT)	224.2	263.6	295.9	331.3	367.7	413.3	485.9	546.1	612.6	686.7	
감가상각비/무형자산 상각비	252.5	255.0	260.1	265.3	270.6	276.0	281.6	287.2	292.9	298.8	
운전자본의증감	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)	
CAPEX	(295.8)	(301.7)	(307.8)	(313.9)	(320.2)	(326.6)	(333.1)	(339.8)	(346.6)	(353.5)	
FCF	**140.9**	**176.9**	**208.3**	**242.7**	**278.2**	**322.7**	**394.3**	**453.6**	**518.9**	**592.0**	**621.6**
Discount Factor	1.07	1.14	1.23	1.31	1.40	1.50	1.61	1.72	1.84	1.97	
FCF(Present Value)	131.7	154.5	170.0	185.2	198.3	215.0	245.6	264.0	282.3	300.9	
FCF의 현재가치	2,147.5										
잔존가치	4,971.1										
사업가치	**7,118.7**										
투자유가증권	**50.0**										
기업가치	**7,168.7**										
순현금	**(214.2)**										
자본가치	**6,954.5**										
주식수(주)	77,000,000										
주당가치(원)	**90,318**										
잔존가치 계산											
FCF (Terminal year)	621.6										
가중평균자본비용	7.0%										
영구성장률	1.0%										
잔존가치	4,971										

자료: 현대증권

그림 6> 3년마다 요금 조정 시 높은 수익성 개선 전망

(십억원)	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출	1,807	2,007	2,215	2,411	2,637	2,832	3,053	3,282	3,533	3,815	4,111
%YoY	5.7%	10.7%	9.3%	8.4%	9.3%	6.6%	6.4%	6.1%	6.0%	6.0%	6.2%
환경가전	1,578	1,655	1,729	1,774	1,897	1,992	2,107	2,226	2,351	2,488	2,644
매트리스	14	75	132	190	246	310	380	450	534	634	725
수출	110	179	217	296	319	345	372	402	434	469	506
화장품	67	78	87	96	100	105	110	116	122	128	134
기타(수처리 등)	38										
영업이익	228	293	348	390	437	485	545	641	721	808	906
%YoY	-3.4%	31.1%	17.1%	11.9%	11.7%	8.9%	8.3%	7.7%	7.4%	7.1%	7.1%
환경가전	231	284	313	340	376	413	460	543	608	678	759
매트리스	1	7	20	28	37	46	57	68	80	95	109
수출	7	10	15	22	24	26	28	30	33	35	38
화장품	(13)	(8)									
기타(수처리 등)	2										
OPM	12.4%	14.7%	15.8%	16.3%	16.7%	17.0%	17.3%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%
환경가전	14.6	17.1	18.1	19.1	19.8	20.7	21.8	24.4	25.9	27.2	28.7
매트리스	7.3	9.4	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
수출	6.4	5.6	6.9	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
화장품	(19.3)	(10.3)									
기타(수처리 등)	3.9										

자료: 현대증권

주가는 차익 실현 파고를 넘어 재평가

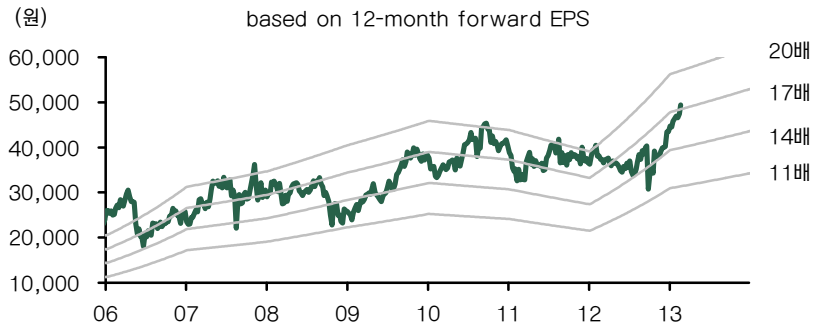
동사의 주가는 2012년초 그룹의 코웨이 매각 소식이 알려지면서 급락하였다. 이후 웅진그룹의 부도와 일련의 매각 과정 잡음들로 주가 변동성이 매우 컸다. 하지만 2012년 11월초 법원이 MBK파트너스의 코웨이 지분 인수(30.9%, 1.2조원)를 최종 허용함으로써 지배구조 리스크 해소 기대감이 주가 상승세를 이끌고 있다.

현 주식가치 (FY13F PER 17배)는 지난 하반기 하단 저점 PER 12배 대비 많이 재평가되어 있다. 하지만 과거 동사 주가가 보통 PER 15-20배 사이에서 움직여 왔고 새로운 경영진의 정책 변화가 주가 촉매제 역할을 계속 할 것으로 보여 상승 여력이 높다고 여겨진다.

향후 3년간(2013-2015) 영업이익은 CAGR 16%(요금인상 시 19%)로 예상된다. 과거 웅진그룹 내 cash cow로서 간접적 비용(MRO 등) 지원 소멸과 수익성 개선을 위한 정책을 감안할 때 차별화된 이익 모멘텀이 예상된다.

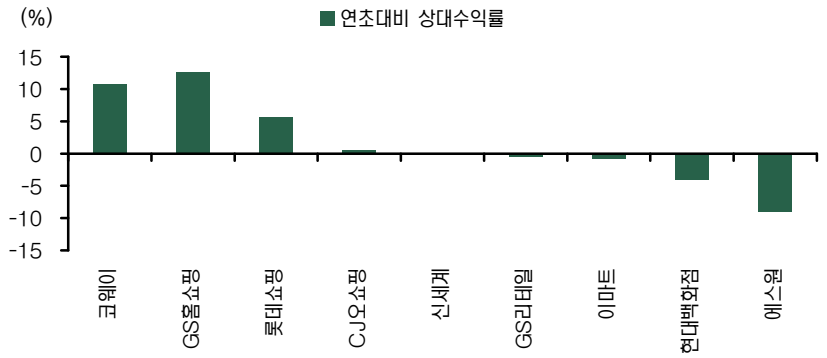
한편, 동사는 매년 당기순이익(특별손익 제외)의 40%를 배당으로 지급하고 있다. 2013년에는 2012년말 일시적으로 조정되었던 배당기산일(3월말)과 12월말 배당을 감안할 때 배당수익률은 최소 4% 이상으로 예상된다. 이는 안정적 수익을 추구하는 투자자에게 매력적인 투자 포인트로 작용할 전망이다.

그림 7> 주가는 재평가 과정에 있어



자료: 현대증권

그림 8> 2013년 코웨이의 높은 상대수익률은 기대감 반영



자료: 현대증권

구조조정 등 변화는 이미 진행되고 있다

기업가치 제고를 위한 사업 구조조정은 필연적

코웨이는 두 가지 방식으로 기업가치 제고를 위한 영업 변화가 예상된다. 첫째는 수익성 중시와 두번째 현금흐름 중심의 영업이다. 이를 통해 ROE(2013년 예상 28%)가 정상 수준으로 높아질 것으로 전망된다.

동사는 2009년부터 새로운 성장 동력을 위해 신사업, 즉 수처리 및 국내화장품을 진행하고 있다. 두 사업부 모두 의미있는 이익을 보여주지 못하던지 적자가 커 기업가치에 기여를 못하고 있다.

1)수처리사업 매각은 이미 결정된 사항

동사는 우선 이해 관계 내지 시너지가 없는 수처리 사업부 매각에 들어갔다. 수처리사업은 웅진케미칼 인수(2008년)와 웅진그룹의 극동건설 신사업과 맞물려 시작되었다. 국내에서 하수 재처리 등 공공사업을 주 영업으로 하고 있고 기술적 우위를 위해 중소형 수처리업체 두 개(그린엔텍 및 삼양정수)를 총 300억원에 인수하였다.

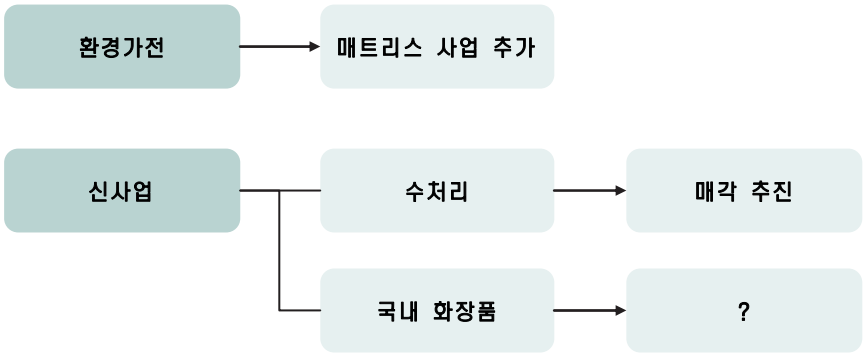
동사가 영위하는 수처리사업은 대기업(주로 건설업체)의 하청 영업으로 중소형회사들이 독자적인 기술을 바탕으로 치열한 수주 경쟁을 하고 있다. 정부 관련 프로젝트에 참여하다 보니 공사 발주 및 수주가 불규칙하고 수익성도 예상보다 낮은 상태이다.

동사는 웅진케미칼 수처리사업을 2008년부터 인수하여 설계 및 운영 등에 관여해 왔다. 2012년 매출액은 연결기준 약 200억원(매출의 1%) 규모이다. 자회사 그린엔텍(2012년 삼양정수 흡수합병)도 해외 및 국내 합쳐 액 300억원의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 영업이익률은 3%로 파악된다.

한편, 동사가 웅진그룹에서 매각되었고 동사 자회사 웅진케미칼도 웅진그룹에 매각됨에 따라 동 사업이 계속 진행될 이유는 없다. 특히 동 사업부가 수익성 및 현금흐름 측면에서 기여를 못하고 있어 매각이 진행되고 있다.

매각가격은 장부가 550억원 이상이 기대된다. 이는 자회사들의 수처리 기술 보유와 해외 사업장 보유, 그리고 환경 친화적 사업 특성을 감안 시 장부가 이상에서 매각이 어렵지 않을 전망이다.

그림 9> 수처리사업은 시장 매물로 나와



자료: 코웨이, 현대증권

2) 국내화장품사업 처리 여부는 주목 대상

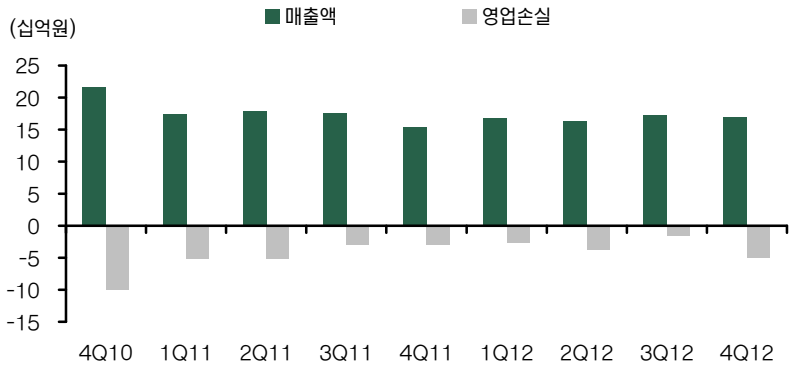
국내화장품사업은 2010년 말부터 기존 환경가전 방판 조직 코디와 별도인 뷰티 플래너 조직으로 시작되었다. 브랜드는 리엔케이에서 2012년에 올빛 및 프롬으로 확장되었다. 주로 여성용 및 한방 스킨케어 고가 제품을 중심으로 생산 및 판매를 하고 있다.

2012년 국내화장품 매출은 672억원으로 2011년 682억원과 유사한 수준이다. 제품이 다양화되었지만 외형 신장은 없었다. 이는 경기 불황에 따른 저가 상품 선호와 낮은 브랜드 인지도에 기인한다.

동사 주 고객층이 중산층을 대상으로 하고 있어 프로모션 여부에 따라 영업 변동성이 크게 나타나고 있다. 2012년 영업적자가 137억원(영업이익의 6%)으로 2011년 190억원 대비 개선되었지만 당초 예상보다 적자 폭은 컸다.

동사는 2013년 적자 폭을 70억원 이상으로 줄일 계획이다. 비용이 수반되는 방판 조직의 확대보다는 기존 조직의 효율성 제고를 추구할 전망이다. 2013년 영업 적자가 의미있는 수준으로 축소되지 않는다면 2014년에는 변화의 가능성도 있어 보인다.

그림 10> 화장품 성과 나타나고 있지 않고 있어



자료: 코웨이, 현대증권

3) 요금 인상은 불가피, 효과는 기하 급수적

동사는 2006년부터 렌탈 요금 등 가격 조정을 통해 수익성 제고 노력을 경주해 왔다. 2006년에 렌탈 요금 6%, 멤버쉽 요금 20%가 인상되었다. 신규 고객을 대상으로 이루어졌는데 인플레이션 등을 반영한 것이다.

2009년에는 렌탈 의무사용기간을 1년에서 2년으로 조정하고 초기 요금 부담을 낮추는 등 가격 체계를 통해 렌탈 요금이 6% 인상되는 효과를 보았다. 2012년에도 요금 조정이 기대되었는데 그룹 사태로 인해 지연되었다.

2013년에는 7년만에 요금 인상이 예상된다. 인상률은 이전과 동일한 6%로 신규 고객을 대상으로 추진될 전망이다. 2분기부터 적용하면 3년 후 영업이익률은 약 1%p 개선이 예상된다. 이는 수익모델 상 요금 인상 효과가 누적적으로 나타나기 때문이다.

연 판매대수 120만대과 렌탈 ARPU 23,000원, 멤버쉽 ARPU 13,000원을 기준으로 산출되었다. 추가 매출은 2013년 약 70억원, 2014년 280억원, 2015년 490억원이 예상된다. 요금인상에서 발생하는 추가 이익은 2013년 약 50억원, 2014년 190억원, 2015년

340억원으로 예상된다. 2012년 기준 이익 기여는 2013년 2%에 불과하지만 2014년 10%, 2015년에는 17%로 확대될 전망이다.

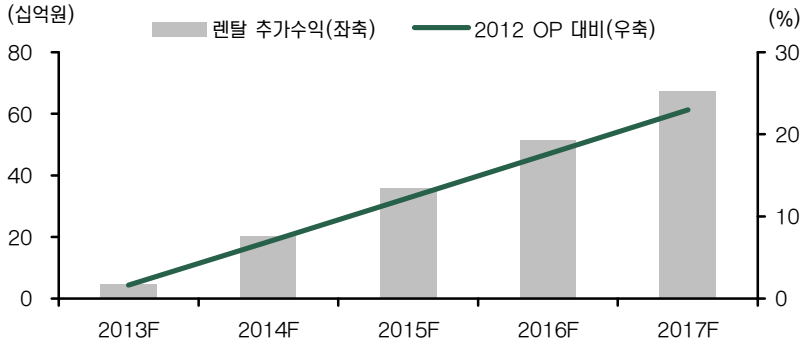
동사가 요금 인상 시 고객 이탈 등 부작용 우려도 예상된다. 하지만 동 조치는 신규 고객을 대상으로 하고 있고 후발업체들도 동반 인상하는 경우가 많아 해약 증가 등 이탈 현상은 없을 전망이다.

그림 11> 3년 마다 요금 조정이 이루어지고 있어

인상 시기	인상 폭
2006. 7. 1	렌탈 6%, 멤버쉽 20%
2009. 7. 1	렌탈 6% (인상효과)
2013년 예상	렌탈, 멤버쉽 각각 6%

자료: 현대증권

그림 12> 요금 인상 시 이익 기여는 기하급수적



자료: 현대증권

환경가전은 신제품효과 이어질 듯

환경가전부문은 cash cow

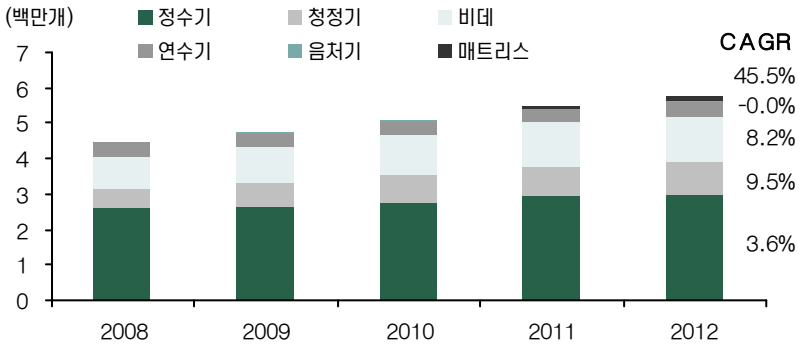
동사의 사업부는 크게 4가지로 나누어진다. 주력인 환경가전(정수기, 비데, 청정기, 연수기 등), 국내 화장품, 수처리 그리고 수출이다. 2012년 개별기준 매출 구성은 환경가전 88%, 화장품 4%, 수처리 2%, 수출 6%이다.

환경가전은 영업이익의 대부분을 차지하고 있는 cash cow사업이다. 2012년 기준 약 5.7백만 계정(렌탈 4.6백만 및 멤버쉽 1.1백만)을 통해 매월 300억원 가까운 영업현금이 창출된다. 영업이익률도 평균 17%를 기록하고 있는 것으로 판단된다.

영업 기반인 계정은 지난 5년간(2008-2012) CAGR 6%로 매년 약 30만개 증가하고 있다. 주력인 정수기가 신제품 출시 등으로 매년 4% 성장을 보이며 계정 증가의 가장 큰 부분인 30%를 차지하고 있다.

청정기 및 비데도 환경 오염 이슈 및 생활 수준 향상으로 매년 9%, 8% 성장하며 전체 성장을 이끌었다. 반면 연수기와 음식물처리기는 기대와 달리 인지도 및 기술적 문제로 시장 확대가 더딘 모습이다.

그림 13> 청정기 및 비데가 계정 성장을 이끌고 있어



자료: 현대증권

신제품 및 신사업 효과로 향후 계정 증가는 4%

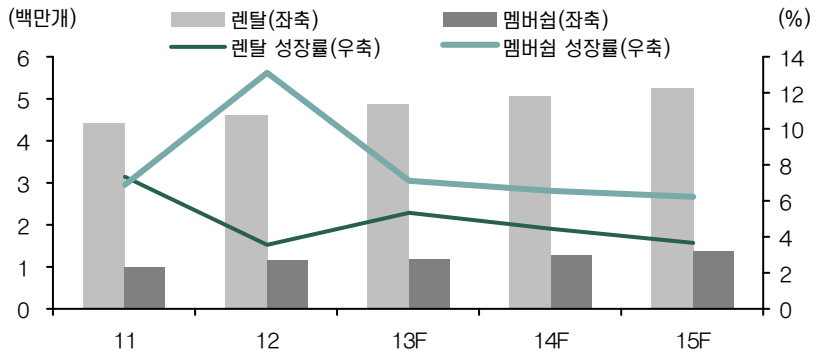
2013년 이후 계정 증가는 평균 4%, 판매대수는 연 120만대가 전망된다. 정수기, 비데 및 청정기 제품은 시장보급율이 10~30%이다. 정수기(보급율 30%)는 2012년 렌탈 및 멤버쉽 계정 증가가 75,000건에 그쳐 2010-2011년 매평균 13만건 대비 둔화되었다.

정수기시장은 일인 가구 증가로 가격 대비 효율성이 떨어질 수 있어 성장 둔화가 예상된다. 하지만 일인가구에 적합한 저가 신제품 출시와 물 소비가 많은 생활 패턴으로 인해 안정적인 신규 및 교체 수요가 예상된다.

한편, 청정기는 2012년 황사 일수 감소로 판매가 약 3만대로 크게 주춤하였다(2010-2011년 평균 10만대). 하지만 환경 오염에 따른 수요와 가습 및 제습 기능이 첨부된 신제품이 나오면서 계절적 제품에서 벗어나 안정적 판매 회복이 예상된다.

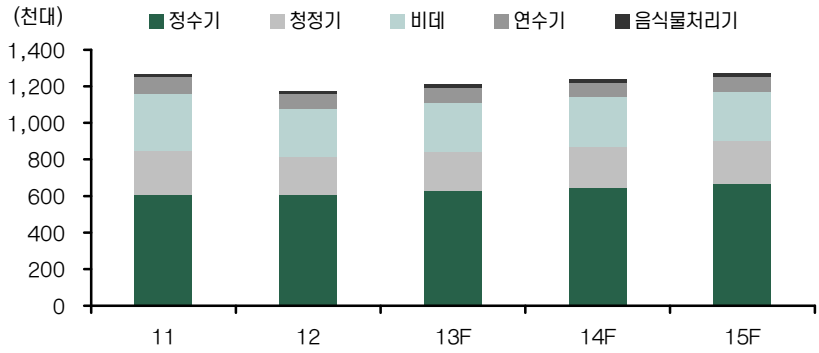
매트리스사업도 소비자 인식 제고로 판매에 기여할 전망이다. 특히 가입비(월 10,000원)가 저렴한 매트리스와 생환가구의 유지 및 관리서비스인 멤버쉽 고객은 크게 증가할 것으로 보인다.

그림 14> 계정 평균 4% 성장 예상



자료: 코웨이, 현대증권

그림 15> 판매는 매년 120만개 이루어질 듯



자료: 코웨이, 현대증권

신사업 매트리스는 주목

매트리스사업은 2011년 10월 도입되었는데 초기 반응이 예상보다 좋다. 2012년 월평균 계정(렌탈 및 일시불)이 약 9,000건으로 계정 순증의 40% 가까이를 치지하였다.

매트리스 사업의 근간을 이루는 침대시장은 매년 40-50만대 판매가 이루어지고 있는 것으로 추정된다. 누적기준으로는 인구의 약 20%, 1,000만명 이상이 침대를 사용하고 있는 것으로 보인다. 사용 연수는 보통 10년이 넘어서고 있는데 최근 진드기 등 환경관련 이슈로 매트리스 교체에 대한 인식이 증가하고 있다.

동사는 미국 Restonic사 제품을 도입하여 새로운 렌탈 서비스를 시작하였다. 2012년말에는 고가 Sealy사 제품을 추가 수입하면서 제품군을 다양화하고 있다. 매트리스 렌탈은 수입 원가 및 물류비 부담이 있으나 음식물처리기처럼 반품의 리스크가 적다.

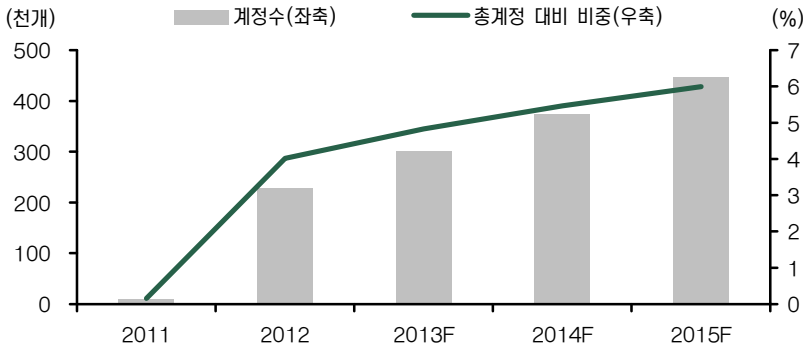
월 판매단가는 평균 35,000원으로 동사의 평균 ARPU 23,000원 대비 높아 초기 수입에 따른 비용 부담을 점차 상쇄될 것으로 전망된다.

한편, 매트리스 판매조직은 기존 여성인력이 아닌 남성으로 새로 구성됨에 따라 동 조직의 안정적 보수를 위한 수요처 확대를 추진하고 있다. 조직이 안정화 단계에 진입한다면 동 사업은 본격적인 성장 궤도에 진입할 수 있을 전망이다.

현재로서는 보수적인 침투율 5% (음식물처리기시장과 유사)와 동사의 시장점유율 50%를 가정하면 매트리스 렌탈 및 일시불 판매대수도 향후 10년간 50만대까지 확대될 수 있을 전망이다.

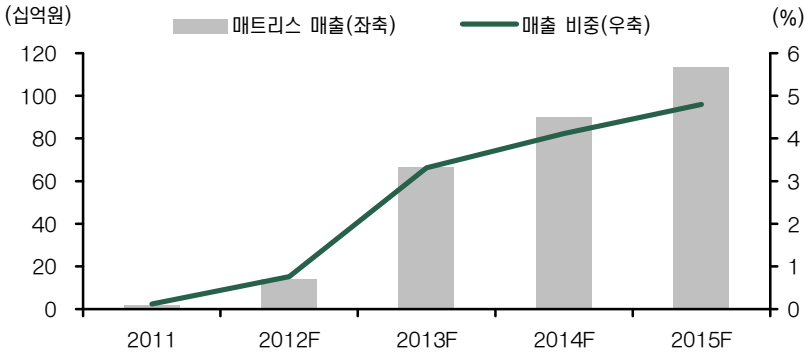
영업이익률도 판매가 확장된다면 규모의 효과 등으로 15%(환경가전 17%)까지 올라갈 수 있을 전망이다.

그림 16> 매트리스 사업은 안정화 단계를 거칠 듯



자료: 코웨이, 현대증권

그림 17> 매트리스 매출은 2013년부터 기여 확대 예상



자료: 코웨이, 현대증권

2013년부터 강한 수익성 개선 나타날 듯

2013-2015년 영업이익 CAGR 16-19% 예상

향후 3년간(2013-2015년) 영업이익 성장은 CAGR 16-19%가 예상된다. 현 요금 수준에서 변함이 없다면 16% 성장이 예상된다. 하지만 당사 예상대로 요금 조정이 2분기부터 이루어진다면 이익 성장은 19%까지 높아질 전망이다.

2013년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 6%, 28% 성장이 예상된다. 수익성은 2012년 대비 크게 개선될 전망이다. 영업이익률 15.3%로 2012년 일회성 비용 제외 시 14.1% 대비 1.2%p 개선이 예상된다. 이는 역사적 최고 수익성으로 손익 중심의 영업이 본격화됨을 의미한다.

코웨이 경영진도 2013년 가이던스 매출액과 영업이익을 각각 1.9조원(6.3%yoy), 291억원(28%yoy, 영업이익률 15.2%)로 제시하여 당사 기대치를 충족하고 있다.

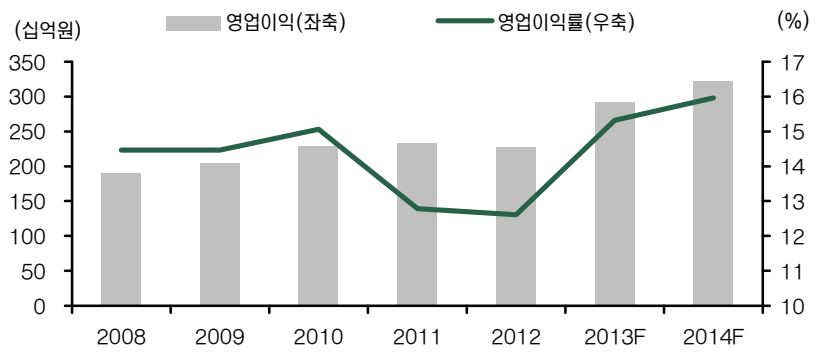
세전이익은 전년 대비 93% 증가가 예상된다. 2013년 1분기에 웅진케미칼(008000) 매각(약 1,700억원) 및 이에 따른 일회성 이익(약 450억원)이 이미 잡혔다. 향후 수처리 매각까지 어우러지면서 현금 흐름이 더욱 좋아져 이자비용은 지속적으로 감소할 전망이다.

손익 개선은 2012년 일회성 손실 소멸 및 2013년 수익성 중심 영업에 기인한다. 2012년 일회성 손실은 1) 일본법인 손실(327억원, 영업외손실), 2) 신제품 정수기 리콜 비용과 불용재고폐기 등 자산관련 손실(약 200억원) 등이다.

그리고 2012년 4분기 일회성으로 지급되었던 위로금 160억원이 없어지기 때문이다. 반면, 비용 구조는 원가 관리 및 판관비 통제로 개선이 예상된다. 특히, 웅진그룹 관련 간접비(광고성 지원 및 MRO 등)절감 효과가 있을 것으로 보인다.

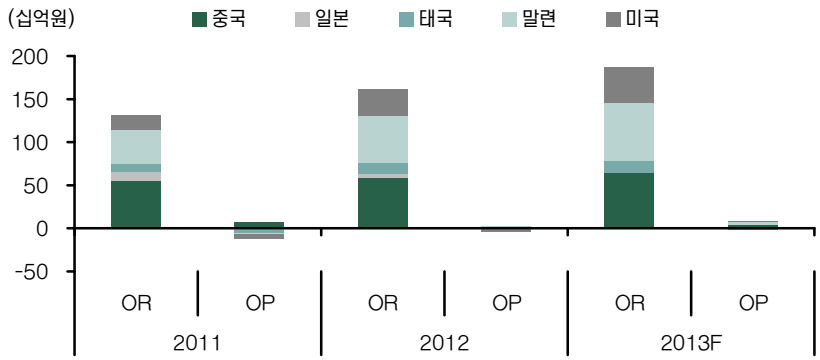
해외법인은 2012년 20억원 영업 적자에서 2013년은 60억원 흑자 전환이 예상된다. 말레이지아 및 미국 법인이 이익 성장을 견인할 전망이다. 또한 중국화장품법인도 영업 조직이 안정되면서 다시 이익 기여를 할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

그림 18> 2013년부터 수익성 개선 속도 빨라질 듯



자료: 현대증권

그림 19> 해외법인도 2013년 흑자 전환할 듯



자료: 현대증권

2014년 영업이익 성장은 최소 10%에서 최대 16% 예상

2014년에도 매출액과 영업이익이 전년 대비 각각 6%, 10% 성장을 예상하고 있다. 영업이익률은 15.5%로 2013년 대비 0.3%p 개선될 전망이다. 국내 화장품관련 적자가 없을 것으로 가정하였다. 주력인 렌탈부문 수익성도 더욱 제고될 것으로 보고 있다.

렌탈자산 폐기손(매출액 대비 2%)은 2012년 혁신적인 정수기 출시로 인한 리콜 비용으로 매출액 대비 3%까지 확대되었다. 하지만 향후에는 정상적인 수준으로 회귀해 매출액 대비 2%(약 400억원)로 줄 전망이다.

동사는 과거 웅진그룹 산하에서 지주회사 웅진홀딩스와 약 2,000억원 가까운 거래관계를 맺어 왔다. 이번 지배주주 변화로 기존 거래 중 50%가 단절되고 비용 절감도 있을 수 있어 이익 개선의 가시성은 높아질 전망이다.

한편, 요금 인상이 이루어진다면 2014년 추가적인 이익 개선 약 200억원(2014년 영업이익의 10%)에 달해 영업이익률이 15.8%까지 높아질 전망이다.

지배구조, 우여곡절을 거쳐 MBK로

코웨이 지배구조 변화와 일시적 배당기일 변경

코웨이는 2012년 한해 격변의 시기를 보냈다. 지주회사였던 웅진홀딩스(016880)의 자금난으로 동사가 매물로 나왔기 때문이다. 웅진그룹은 2007년 신수종사업으로 진출했던 극동건설(인수) 및 태양광(웅진에너지, 웅진폴리실리콘) 사업에서 큰 어려움을 겪어 왔다.

국내 부동산시장 침체와 태양광사업 업황 악화로 차입금 규모가 눈덩이처럼 불어 났기 때문이다. 이에 따라 웅진그룹은 채권단의 요구로 cash cow인 코웨이를 2012년 초 매각하기로 결정하였다.

코웨이 인수에는 GS리테일, 롯데쇼핑, SK네트웍스, 교원, 중국 콩가그룹, 사모펀드 KTB, MBK파트너스 등이 관심을 보였다. 최종 우선협상자 발표가 이런저런 잡음 속에 계속 연기되고 매입 주체도 중도에 바뀌는 등 논란 끝에 2012년 8월 MBK파트너스가 최종 인수자로 선정되었다.

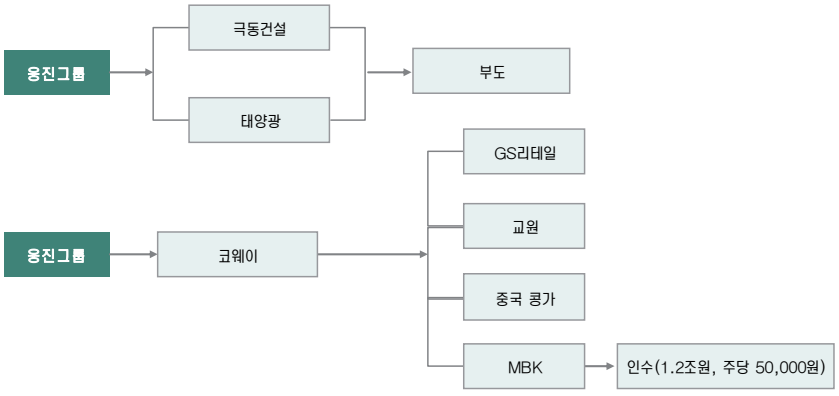
하지만 최종 계약이 완료되는 임시 주총(9/28)을 하루 앞두고 그룹이 갑작스러운 법정관리를 신청함에 따라 매각 계약도 모두 취소되고 다시 원점으로 되돌아갔다.

이후 코웨이 매각은 도덕적 해이에 대한 논란과 채권단 및 여론의 압박 등으로 법원의 강제 조정 절차를 거쳐 다시 MBK에 매각되는 과정을 겪었다. 매각 가격은 30.9% (1.2조원, 주당 50,000원)로 2012년 11/30일 임시 주총을 거쳐 중도금이 납입되었다. 2013년 1월 2일에는 잔금이 모두 지급되면서 대주주가 MBK파트너스로 바뀌었다.

이와 관련 일시적으로 변동이 생긴 것은 배당기산일이다. 기존 MBK와 웅진홀딩스의 최종 계약이 연기(당초 2012년 11월에서 2013년 1월)됨에 따라 2012년 연말 배당 시 배당 수령자에 대한 논란이 발생하였다.

MBK는 이사회 결정을 통해 배당지급일을 일시적으로 2013년 3월말로 연기하였다. 이에 따라 2013년 배당은 3월말과 12월말 두 번 지급하게 되었다. 배당수익률은 동사의 배당성향 40% 이상을 감안할 때 주당 1,000원이 넘을 전망이어서 최소 4%가 예상된다.

그림 20> 웅진그룹 신사업 부진으로 법정관리



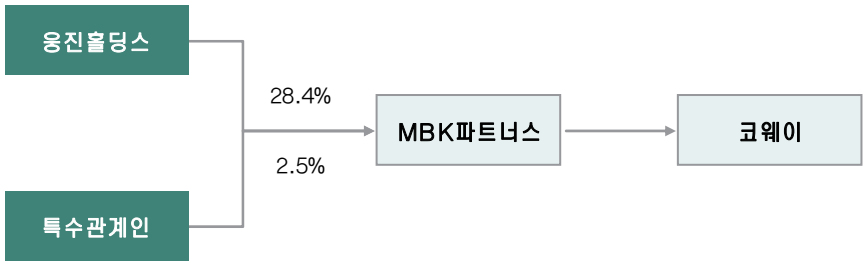
자료: 현대증권

그림 21> 잡음이 많았던 매각 일정

일시	코웨이 매각 일정
02/05/12	웅진그룹 코웨이 매각 추진
05/30/12	코웨이, 자회사 웅진케미칼 웅진홀딩스에 매각
07/23/12	코웨이, 인수 우선협상자 KTB 사모펀드 선정
08/16/12	인수 우선협상자 변경 (KTB → MBK) 및 임시주총 확정 (9/28)
09/27/12	웅진그룹, 법정관리 신청 및 코웨이 매각 중단 발표
10/11/12	웅진그룹 법정관리 승인
10/25/12	법원, 코웨이 재매각 결정
11/02/12	법원, 코웨이 MBK 재매각 승인
11/08/12	채권단, 미래에셋PE와 매각 잡음 해소(임시주총 11/30)
11/27/12	MBK 임시주총 당초 30일에서 당김
	MBK 출신 및 요청 4명(사내이사) 및 3명(사외이사) 취임 예정
11/28/12	중도금 납부 (매각대금 1.2조원의 40%)
01/02/13	완납 및 웅진케미칼 지분 매각대금 유입

자료: 현대증권

그림 22> MBK파트너스가 마침내 대주주로



자료: 현대증권

부록 1. 포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	12/10A (GAAP-P)	12/11A (IFRS-C)	12/12P (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)	12/14F (IFRS-P)
매출액	**1,519.1**	**1,824.4**	**1,806.8**	**1,906.0**	**2,017.0**
증감률 (%)	7.6	NA	NA	5.5	5.8
매출원가	494.1	580.8	605.4	606.0	644.0
매출총이익	**1,025.1**	**1,243.5**	**1,201.4**	**1,300.0**	**1,373.0**
매출총이익률 (%)	67.5	68.2	66.5	68.2	68.1
판매비와관리비	796.3	955.0	919.6	956.0	991.0
기타영업손익	0.0	(55.3)	(54.0)	(52.0)	(60.0)
영업이익	**228.8**	**233.2**	**227.8**	**292.0**	**322.0**
증감률 (%)	12.0	NA	NA	28.2	10.3
영업이익률 (%)	15.1	12.8	12.6	15.3	16.0
EBITDA	**382.6**	**448.0**	**441.8**	**506.5**	**547.0**
증감률 (%)					
EBITDA 이익률 (%)	25.2	24.6	24.5	26.6	27.1
영업외손익	7.7	(15.7)	(66.3)	33.3	(10.7)
금융손익	(14.1)	(24.3)	(29.4)	(21.7)	(20.7)
이자수익	3.5	2.1	0.3	0.3	0.3
이자비용	17.6	26.4	29.7	22.0	21.0
지분법손익	22.1	3.4	0.0	10.0	10.0
기타영업외손익	(0.3)	5.3	(37.0)	45.0	0.0
세전이익	**236.5**	**217.5**	**161.5**	**325.3**	**311.3**
증감률 (%)	16.7	NA	NA	101.5	(4.3)
세전이익률 (%)	15.6	11.9	8.9	17.1	15.4
법인세비용	59.5	50.5	41.7	78.7	75.3
유효법인세율 (%)	25.1	23.2	25.8	24.2	24.2
계속사업이익	**177.0**	**167.1**	**119.8**	**246.6**	**236.0**
중단사업이익 (세후)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**177.0**	**167.1**	**119.8**	**246.6**	**236.0**
증감률 (%)	15.5	NA	NA	105.9	(4.3)
당기순이익률 (%)	11.7	9.2	6.6	12.9	11.7
지배기업순이익	**177.0**	**167.1**	**119.8**	**246.6**	**236.0**
증감률 (%)	15.5	(5.6)	(28.3)	105.9	(4.3)
지배기업순이익률 (%)	11.7	9.2	6.6	12.9	11.7
총포괄이익	**174.3**	**161.2**	**119.8**	**246.6**	**236.0**
지배기업총포괄이익	**174.3**	**161.2**	**119.8**	**246.6**	**236.0**
순비경상손익	0.0	0.0	(27.8)	33.8	0.0
수정순이익	**177.0**	**167.1**	**147.5**	**212.8**	**236.0**
증감률 (%)	15.5	(5.6)	(11.7)	44.3	10.9
수정순이익률 (%)	11.7	9.2	8.2	11.2	11.7

참고: 수정순이익: 중단사업손익, 순비경상손익 제외, 수정EPS: 희석효과 반영
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 코웨이, 현대증권

부록 2. 현금흐름표

(십억원) (적용기준)	12/10A (GAAP-P)	12/11A (IFRS-C)	12/12P (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)	12/14F (IFRS-P)
당기순이익	177.0	167.1	119.8	246.6	236.0
유무형자산상각비	153.8	159.5	160.0	162.5	165.0
기타비현금손익 조정	53.5	151.8	56.5	84.0	65.3
운전자본투자	(70.6)	(120.8)	(0.8)	3.5	(30.5)
기타영업현금흐름	0.0	(43.1)	(49.7)	(78.7)	(75.3)
영업활동 현금흐름	**313.8**	**314.5**	**285.7**	**417.8**	**360.5**
설비투자	(211.9)	(302.8)	(300.0)	(290.0)	(295.8)
무형자산투자	(14.7)	(6.8)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
단기금융자산 증감	(3.3)	(0.5)	(10.0)	(3.6)	(3.6)
투자자산증감	(65.1)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	(1.3)	(6.4)	7.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(296.4)**	**(324.2)**	**(318.0)**	**(308.6)**	**(314.4)**
금융부채 증감	54.5	208.7	0.0	55.0	0.0
자본의 증감	0.0	(73.5)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(76.8)	(79.9)	(77.8)	0.0	(79.5)
기타재무현금흐름	1.9	(24.8)	123.9	50.7	59.3
재무활동 현금흐름	**(20.4)**	**30.5**	**46.1**	**105.7**	**(20.2)**
기타현금흐름	(4.3)	2.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**(7.4)**	**23.6**	**13.7**	**214.9**	**25.9**
기초 현금 및 현금성자산	63.7	74.6	98.2	112.0	326.8
기말 현금 및 현금성자산	56.3	98.2	112.0	326.8	352.7
NOPLAT	**174.4**	**192.2**	**162.1**	**221.3**	**244.1**
총영업현금흐름	**328.2**	**351.7**	**322.1**	**383.8**	**409.1**
잉여현금흐름	**30.7**	**(74.9)**	**2.5**	**82.3**	**67.7**
순현금흐름	**(63.5)**	**(181.8)**	**11.2**	**220.4**	**75.9**
기초 순현금 (순금융부채)	(200.5)	(264.0)	(445.8)	(434.6)	(214.2)
기말 순현금 (순금융부채)	(264.0)	(445.8)	(434.6)	(214.2)	(138.3)

참고: 적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

부록 3. 재무상태표

(십억원) (적용기준)	12/10A (GAAP-P)	12/11A (IFRS-C)	12/12P (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)	12/14F (IFRS-P)
현금 및 현금성자산	56.3	98.2	112.0	326.8	352.7
단기금융자산	3.9	2.2	6.8	9.0	9.0
매출채권	207.3	205.3	220.0	210.0	240.0
재고자산	73.2	103.7	41.3	42.0	45.0
기타유동자산	238.1	163.2	267.6	282.0	300.0
유동자산	**578.8**	**572.6**	**647.7**	**869.8**	**946.7**
투자자산	204.3	229.0	243.0	150.0	150.0
유형자산	454.2	568.9	594.2	634.8	674.8
무형자산	133.6	183.2	157.5	160.0	160.0
이연법인세자산	5.2	0.7	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	63.4	70.4	63.4	63.4	63.4
비유동자산	**860.7**	**1,052.1**	**1,058.1**	**1,008.3**	**1,048.3**
자산총계	**1,439.5**	**1,624.7**	**1,705.8**	**1,878.1**	**1,995.0**
매입채무	38.3	51.9	43.1	45.5	50.0
단기금융부채	104.5	278.8	405.6	400.0	350.0
단기충당부채	4.2	6.9	4.3	4.4	4.4
기타유동부채	294.0	240.7	308.0	314.0	330.0
유동부채	**441.0**	**578.3**	**760.9**	**763.9**	**734.4**
장기금융부채	219.8	267.3	147.8	150.0	150.0
장기충당부채	0.1	0.7	0.1	0.1	0.0
퇴직급여부채	6.7	14.6	10.0	10.0	0.0
이연법인세부채	0.0	8.6	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	7.2	17.2	7.2	7.2	7.2
비유동부채	**233.8**	**308.5**	**165.1**	**167.3**	**157.2**
부채총계	**674.7**	**886.8**	**926.0**	**931.2**	**891.6**
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	140.0	126.3	126.3	126.3	126.3
기타자본항목	(43.0)	(98.8)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
기타포괄손익누계액	(2.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
이익잉여금	629.8	675.7	717.6	884.7	1,041.2
지배기업 자본총계	**764.8**	**737.9**	**779.8**	**946.9**	**1,103.4**
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**764.8**	**737.9**	**779.8**	**946.9**	**1,103.4**
부채와자본총계	**1,439.5**	**1,624.7**	**1,705.8**	**1,878.1**	**1,995.0**

참고: 적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

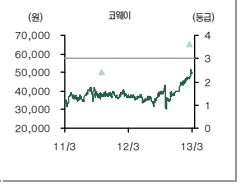
부록 4. 주요재무비율 및 경영성과

(배, %) (적용기준)	12/10A (GAAP-P)	12/11A (IFRS-C)	12/12P (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)	12/14F (IFRS-P)
PER*	20.0 - 13.6	19.5 - 14.2	22.7 - 14.7	17.6	15.8
PBR	4.1	3.7	4.2	3.9	3.4
EV/OR	2.2	1.8	2.1	2.1	2.0
EV/EBIT	14.7	11.3	13.5	11.7	10.3
EV/EBITDA	8.8	7.3	8.6	7.9	7.2
EV/FCF	109.8	NA	1,509.8	48.9	58.3
EV/IC	4.1	3.3	3.9	3.9	3.6
보통주 배당수익률	2.6	2.9	0.0	4.3	2.1
우선주 배당수익률	NA	NA	NA	NA	NA
PEGR	NA	2.4	1.8	0.9	NA
(원)	**12/10A**	**12/11A**	**12/12P**	**12/13F**	**12/14F**
EPS	2,294	2,192	1,588	3,258	3,118
수정EPS	2,294	2,192	1,955	2,812	3,118
주당순자산(BPS)	9,907	9,813	10,306	12,510	14,577
주당매출액(SPS)	19,688	23,943	23,954	25,185	26,646
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	4,253	4,615	4,270	5,072	5,404
주당배당금	1,050	1,050	0	2,100	1,050
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	(1.1)	7.0	12.5	19.5	NA
(%)	**12/10A**	**12/11A**	**12/12P**	**12/13F**	**12/14F**
매출액 성장률	7.6	NA	NA	5.5	5.8
영업이익 성장률	12.0	NA	NA	28.2	10.3
EBITDA 성장률	8.6	NA	NA	14.6	8.0
지배기업순이익 성장률	15.5	(5.6)	(28.3)	105.9	(4.3)
수정순이익 성장률	15.5	(5.6)	(11.7)	44.3	10.9
영업이익률	15.1	12.8	12.6	15.3	16.0
EBITDA이익률	25.2	24.6	24.5	26.6	27.1
당기순이익률	11.7	9.2	6.6	12.9	11.7
수정순이익률	11.7	9.2	8.2	11.2	11.7
(%)	**12/10A**	**12/11A**	**12/12P**	**12/13F**	**12/14F**
ROE	24.5	22.6	15.4	28.6	23.0
ROA	14.1	11.5	8.3	14.7	13.0
ROIC	22.1	19.7	16.5	22.1	23.1
WACC	9.7	9.0	4.2	4.2	4.1
ROIC/WACC (배)	2.3	2.2	3.9	5.3	5.6
경제적이익 (EP, 십억원)	101.3	118.1	121.1	180.5	202.0
부채비율	88.2	120.2	118.7	98.3	80.8
순금융부채비율	34.5	60.4	55.7	22.6	12.5
이자보상배율 (배)	21.7	17.0	14.9	23.0	26.0

참고: 적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
  등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



리서치센터

리서치센터		애널리스트	직책	사내번호	담당업종/분야	E-mail
		오성진	본부장	2900	Head of Research	sj.oh
투자전략부	경제분석	이상재	부장	2950	투자전략부 총괄/Economist	sangjae.lee
		강현구	선임연구원	2954	Economist	hg.kang
	투자전략	이상원	팀장	2958	Strategist	sw.lee
		김경환	선임연구원	2959	글로벌전략	kh.kim
	채권전략	박혁수	팀장	2952	채권전략	hs.park
		민동원	수석연구원	2963	신용분석	dongwon.min
		김경국	선임연구원	2997	신용분석	kk.kim
	계량분석	박천식	팀장	2970	계량분석	cs.park
		이영준	연구위원	2973	계량분석	yj.lee
		권서영	과장	2942	Data Manager/유니버스관리	sy.kwon
		김수진	과장	2941	Data Manager/유니버스관리	sj.kim
기업분석 1 부	산업재	이상화	부장	2909	기업분석 1 부 총괄/조선, 기계	sanghwa.lee
		채희근	팀장	2905	자동차, 타이어	heeguen.chae
		김열매	수석연구원	2935	건설	fruitism
		김대성	선임연구원	2933	운송, 유틸리티	daesung.kim
	테크	김동원	팀장	2913	디스플레이	jeff.kim
		백종석	연구위원	2929	휴대폰, 가전	jongsuk.baek
		박종운	수석연구원	2923	전자부품	ken.park
	경기소비재	한익희	팀장	2906	미디어, 엔터테인먼트	ikhee.han
		김석민	수석연구원	2921	인터넷, 게임	min.kim
		김미송	수석연구원	2919	통신서비스	ms.kim
	스몰캡	한병화	팀장	2908	스몰캡	bh.han
		송동헌	선임연구원	2924	스몰캡	dongheon.song
		진홍국	선임연구원	2928	스몰캡	kevin.jin
		유진	선임연구원	2931	스몰캡	eugene
기업분석 2 부	소재	박대용	부장	2904	기업분석 2 부 총괄/복합화학	dy.park
		백영찬	팀장	2968	석유화학, 정유	yc.baek
		김지환	수석연구원	2917	철강, 비철금속	jh.kim
		김동건	연구원	2907	복합화학	dongkun.kim
	금융	구경회	팀장	2903	은행, 카드	kh.koo
		이태경	연구위원	2911	증권, 보험	david.rhee
	필수소비재	지기창	팀장	2925	음식료	jvalue
		이상구	연구위원	2915	유통	sk.lee
		김혜림	수석연구원	2914	제약, 화장품	hyerim.kim
		최민주	선임연구원	2927	섬유, 의류	minjoo.choi
		태윤선	연구원	2934	교육, 제지	yoonsun.tae
	복합기업	전용기	팀장	2916	지주회사, 복합기업	yong.jun
마케팅매니저		정재균	팀장	2985	마케팅 기획, 리서치 기획	jk.chung
		유아름	대리	2989	해외 마케팅	kirsten.yoo
		안혜성	대리	2988	국내 행사	hyesong.ahn
		차서영		2990	국내 마케팅	seoyoung.cha

■ 전화: 02-2003+사내번호 ■ E-mail+@hdsrc.com

현대증권

현대증권 지역별 지점 현황

150-735 서울시 영등포구 여의도동 34-4 Tel.02-768-0114

가 락	02-404-6341	성 북	02-921-9311	강 릉	033-641-2811	대구서	053-554-6511	서 산	041-666-6611	전 주	063-287-1911
강 남	02-554-0900	신 림	02-887-2411	경 산	053-816-7411	덕 진	063-251-6511	서대전	042-536-7411	전하동	052-234-6511
강 동	02-474-1161	신반포	02-3476-4411	경 주	054-773-8411	동 래	051-558-3311	수 원	031-238-8900	제 주	064-721-6511
개 봉	02-2613-6511	신 사	02-517-6511	계 양	032-551-7711	동 탄	031-8003-1881	순 천	061-743-4711	서귀포영업소	064-733-5611
대치WMC	02-554-8811	신설동	02-921-6511	과 천	02-504-5101	동울산	052-252-9600	시 화	031-498-5050	주 안	032-425-6511
광화문	02-720-6511	잠실신천역	02-425-6511	광 산	062-952~2500	둔 산	042-489-9811	신탄진	042-935-9911	주 엽	031-916-7811
구 로	02-2612-7771	신 촌	02-393-6511	광 주	062-224-2311	마 산	055-241-3511	아 산	041-534-6511	죽 전	031-898-2700
도 곡	02-573-2100	쌍 문	02-991-6611	남광주영업소	062-227-4311	목 포	061-284-4811	안 동	054-857-2311	진 주	055-747-6521
도 봉	02-997-2011	압구정WMC	02-549-4701	구 리	031-566-4611	무거동	052-247-7311	안 산	031-414-4411	창 원	055-285-5331
독 산	02-855-8311	양 재	02-575-0990	구 미	054-458-6211	방어진	052-234-3411	안 양	031-444-5551	천 안	041-552-5611
동교동	02-322-4455	역 삼	02-501-4131	구 포	051-337-8611	병 영	052-281-6511	연 수	032-821-0600	천안아산역	041-578-6511
마 포	02-715-2711	영 동	02-545-8611	군 산	063-462-2811	부 산	051-257-3111	영 주	054-638-6611	첨 단	062-973-9911
목 동	02-2646-0611	영등포	02-2631-1033	김 천	054-435-6511	부전동	051-819-7111	영 통	031-206-6511	청 주	043-257-6611
무 교	02-757-6511	원효로	02-3271-7911	김 포	031-981-8711	부 천	032-663-5111	신갈영업소	031-282-2611	춘 천	033-241-6511
무역센터	02-564-6511	이촌동	02-794-1300	김 해	055-329-6511	부 평	032-529-9701	옥 동	052-274-6511	충 주	043-845-5411
방 배	02-3477-4811	자양동	02-444-4511	남울산WMC	052-257-8411	북울산	052-286-4811	용 인	031-337-2311	통 영	055-643-8411
불 광	02-382-6611	잠 실	02-3434-1611	노 은	042-824-6311	분당WMC	031-708-5611	울 산	052-244-4151	평 택	031-652-7887
사 당	02-597-9200	장 안	02-2217-6511	논 산	041-736-8711	분당남	031-715-3611	원 주	033-748-3111	송탄영업소	031-611-4611
삼성역	02-567-0511	종 로	02-734-7203	대 구	053-421-3100	산 본	031-395-2911	의정부	031-821-6611	포 항	054-277-6511
상 계	02-935-2100	청 담	02-516-5255	대 전	042-253-9191	상 무	062-381-8311	이 천	031-637-6511	해운대	051-703-1311
서 초	02-587-6511	테크노	02-3424-6511	대 천	041-934-5111	상 인	053-641-2611	익 산	063-855-6611	화 봉	052-288-6511
서초남	02-598-1611	화 곡	02-2690-6511	대구동	053-755-8900	상 주	054-536-6511	일 산	031-906-6511	화 정	031-978-8611