

코웨이 (021240)

‘소유의 종말’ 이후 최적의 선택

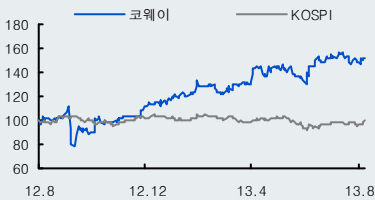
생활소비재

Initiation Report
2013. 9. 2

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	75,000
현재주가(13/08/30, 원)	58,800
상승여력	28%

영업이익(13F, 십억원)	303
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	300
EPS 성장률(13F, %)	116.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.6
P/E(13F, x)	17.5
MKT P/E(13F, x)	9.8
KOSPI	1,926.36
시가총액(십억원)	4,535
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	52.7
베타(12M, 일간수익률)	0.09
52주 최저가(원)	28,650
52주 최고가(원)	60,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	18.0	50.0
상대주가	-0.7	22.9	49.0



호텔/레저/생활소비재

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

코웨이에 대해 매수 투자이견으로 커버리지 개시

환경개선 렌탈시장의 독보적 1위 업체인 코웨이에 대해 투자이견 매수로 커버리지를 개시한다. 코웨이는 MBK파트너스와의 지분 매각이 결정되고 2013년부터 개별 기업으로 새롭게 도약하게 되어 본격적으로 펀더멘탈에 기반한 평가가 가능한 국면에 진입했다고 판단한다.

투자이견 매수를 제시하는 이유는; 1) 옹진그룹에서 분리된 이후 본격적으로 본 사업과 수익성 중심의 사업 전개가 가능해졌고, 2) 기존 렌탈 시장 내에서의 독보적인 입지를 활용한 다양한 신규사업이 추진될 예정이며, 3) 2006년 이후 처음으로 렌탈료 인상을 결정해 추가 비용 증가 없이 현금흐름 및 이익 증가가 예상되고, 4) 지난 1월 옹진케미칼 매각 완료로 연결 실적의 변동성 요인이 완화돼 긍정적이며, 5) 말레이시아와 미국 법인을 중심으로 해외 법인 실적의 턴어라운드 가 본격화될 전망이다.

단기 Catalysts: 구조개편 + 렌탈사업 수익성 개선, 해외 수출사업 본격 성장기 진입

경영권 교체 이후 가장 큰 변화 중 하나는 수익성이 낮은 사업에 대한 검토와 의사 결정이 매우 신속하고 정확하게 이루어지고 있다는 점이다. 렌탈과 서비스 사업으로의 집중도가 높아지며 품질과 고객 서비스 강화로 해지를 하락, 렌탈자산 폐기손실 축소가 기대보다 빠르게 진행되고 있다. 성장 가능성이 낮고 수익성이 저조한 일본 법인은 지난 2분기에 매각이 결정되었고 중국 법인은 적극적인 구조 개편 중으로 보다 긍정적인 변화와 전사 수익성 개선에 대한 기대감이 고조되는 상황이다.

그룹 리스크 해소와 품질 강화에 힘입어 수출 부문은 본격적인 성장 국면에 진입했다. 말레이시아, 미국 등지 주요 계열사의 계정 성장이 가파르게 진행되고 있으며 필립스, 샤프 등 해외 고객사향 ODM 매출도 급증하고 있다. 2012년 전체 매출의 6.1%에 불과했던 수출부문은 2015년 14.3%까지 확대되며 탑라인 성장을 주도할 전망이다.

Valuation & Risks

코웨이에 대해 투자이견 매수와 DCF valuation(Rf 2.9%, WACC 6.2%, g 2.0%)으로 산출된 적정주가 75,000원을 제시한다. DCF valuation을 적용한 이유는 렌탈 사업의 특성상 현금흐름의 가시성이 높고, 독특한 사업모델을 보유하고 있어 상대 밸류에이션 기법 적용이 적합하지 않다고 판단하기 때문이다. 적정주가의 2014년 기준 implied P/E는 21.6배이며 최근 5년 평균 historical P/E 18.0배 대비 19.8% 할증된 수치이다. 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

주요 리스크 요인으로는; 1) 후발 업체들의 저가 물량 공세에 대응하는 과정에서 전반적인 ASP가 정체 또는 하락할 경우, 2) 제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우, 3) 화장품 사업의 수익성 개선이 지연될 경우 등으로 분석된다

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,502	1,710	1,807	1,954	2,119	2,303
영업이익(십억원)	254	243	228	303	345	385
영업이익률 (%)	16.9	14.2	12.6	15.5	16.3	16.7
순이익(십억원)	183	177	120	260	268	301
EPS (원)	2,376	2,296	1,553	3,365	3,478	3,907
ROE (%)	26.0	24.0	15.4	29.1	25.0	23.7
P/E (배)	17.0	15.9	28.1	17.5	16.9	15.1
P/B (배)	5.1	4.0	4.6	5.0	4.1	3.5

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

C O N T E N T S

I. Investment summary	3
코웨이에 대해 투자의견 매수로 커버리지 개시	3
투자포인트: 사업 집중도 강화와 신규사업 전개, 해외 계열사 안정화의 복합 모멘텀	3
Valuation: 투자의견 매수, 목표주가 75,000원(14F implied P/E 21.6x)	4
리스크 요인	4
II. Valuation	6
DCF valuation에 기반해 산출된 목표주가 75,000원	6
Peer comparison – 밸류에이션 상대적으로 저평가	8
III. Business overview	9
1. 렌탈사업: 전체 매출의 80%를 차지하는 핵심 사업	9
2. 일시불 사업: 중장기 성장의 중심은 수출부문	10
IV. 렌탈사업: 안정적 현금흐름에 기반한 모델	12
1. 외환위기 이후 안정적인 현금흐름을 창출하는 렌탈 사업모델 구축	12
2. 렌탈사업의 구조: 초기 현금유출 발생 이후 장기간 렌탈수입으로 회수	14
3. 렌탈계정 순증 둔화: ASP 상승과 신규 수요층 공략으로 대응	18
V. 환경가전사업: 여전히 확대 가능한 시장	22
1. 환경가전사업은 경기와 무관한 성장 지속	22
2. 성장 여력이 높은 국내 환경가전시장	23
VI. 신규사업 및 해외사업 전망	26
1. 환경가전에서 케어 서비스로 사업영역 확대	26
2. 가파른 성장이 진행 중인 해외 ODM 수출사업	27
3. 화장품 사업은 2014년 턴어라운드 가능할 전망	28
4. 말레이시아, 미국 렌탈사업 성장 본격화 기대	29
VII. 실적 전망	31
2013년부터 수익성 중심의 사업 전개로 마진 개선 본격화될 전망	31
VIII. 리스크 요인	33
후발 업체들의 저가 물량 공세 과정에서의 ARPU 상승세 둔화	33
제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우	33
화장품 사업 턴어라운드 지연 가능성	33
코웨이 (021240)	34

I. Investment summary

코웨이에 대해 투자의견 매수로 커버리지 개시

환경가전 렌탈시장의 독보적 1위 업체인 코웨이에 대해 매수 투자의견으로 커버리지를 개시한다. 코웨이는 지난 1월 MBK파트너스로 지분 매각이 완료되며 웅진그룹으로부터 완전히 분리되었다. 2012년까지 그룹 리스크와 경영권 관련 불확실성이 고조되며 본사업 가치로부터 디스카운트를 받아왔으나 2013년부터 개별 기업으로 새롭게 도약하게 되어 본격적으로 펀더멘털에 기반한 투자가 가능한 국면에 진입했다고 판단한다. 경영진 교체 이후 수익성이 낮은 사업에 대한 검토와 의사 결정이 빠르게 진행되고 있어 사업구조 개선의 본격화가 기대되는 시점이다.

향후 독보적 경쟁력을 지니고 있는 환경가전사업과 렌탈사업에 집중하고 사업 효율성 강화에 주력할 것으로 보여 점진적인 수익성 개선이 진행될 것으로 예상된다. 중기적 매크로 경제 환경이 여전히 불확실한 가운데 안정적인 현금흐름을 기반으로 한 특유의 사업모델에 대한 매력은 더욱 부각될 수 있을 것으로 보인다.

투자포인트: 사업 집중도 강화와 신규사업 전개, 해외 계열사 안정화의 복합 모멘텀

코웨이에 대해 투자의견 매수를 제시하는 이유는 다섯 가지이다.

- 1) **수익성 개선과 환경가전, 렌탈 사업 중심의 사업 역량 강화가 기대된다.** 과거 본업과 관련도가 낮은 그룹 차원의 프로젝트에 동참해야 하는 경우가 많았다. 웅진그룹에서 분리된 이후 기존 렌탈사업으로의 집중도 강화와 판매비 감축을 통한 수익성 개선이 본격화될 것으로 예상된다.
- 2) **'환경'적 요소와 '렌탈' 시스템을 활용한 신규사업 전개가 활발히 진행 중이다.** 코웨이는 다양한 신규 사업 진행에 있어 주체적이고 혁신적인 행보를 보여왔다. 최근 환경관리 서비스로의 영역 확대도 빠르게 이루어지고 있으며 렌탈 시장의 독보적인 입지를 기반으로 향후 진행될 신규 사업의 성공 가능성도 높다고 판단된다.
- 3) **7년 만의 요금 인상으로 ASP 상승효과가 기대된다.** 코웨이는 2006년 이후 처음으로 렌탈료(4월부터 +5%)와 멤버십 단가(5월부터 +6%)인상을 진행했다. 요금 인상 효과와 렌탈등록비 매출 재개로 추가 비용의 부담 없이 이익 증가와 현금흐름 개선이 예상된다.
- 4) **계열사 리스크에서 자유로워졌다.** 2013년 1월 웅진케미칼을 웅진그룹에 매각 완료하며 본사업과 관련도가 낮은 계열사 정리는 어느 정도 마무리되었다. 연결 실적의 변동성 요인이 제거되고 사업 역량 집중도가 강화될 수 있어 긍정적이다.
- 5) **해외 법인 실적은 2013년 내 턴어라운드 가능할 것으로 예상된다.** 말레이시아 법인은 가파른 성장을 지속 중이고 미국 법인은 지난 2분기 BEP에 도달했다. 중국 사업은 구조 재편 과정에 있으며 일본 법인은 2분기에 매각돼 향후 성장성과 안정성이 입증된 계열사 중심의 영업력 강화가 기대된다.

Valuation: 투자이건 매수, 목표주가 75,000원(14F implied P/E 21.6x)

코웨이에 대해 DCF valuation으로 산출된 **목표주가 75,000원과 매수 투자이건을 제시한다**. 목표주가의 14F implied P/E 21.6배는 **과거 5년간 평균 P/E배수 대비 19.8% 할인된 수치**이다. 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

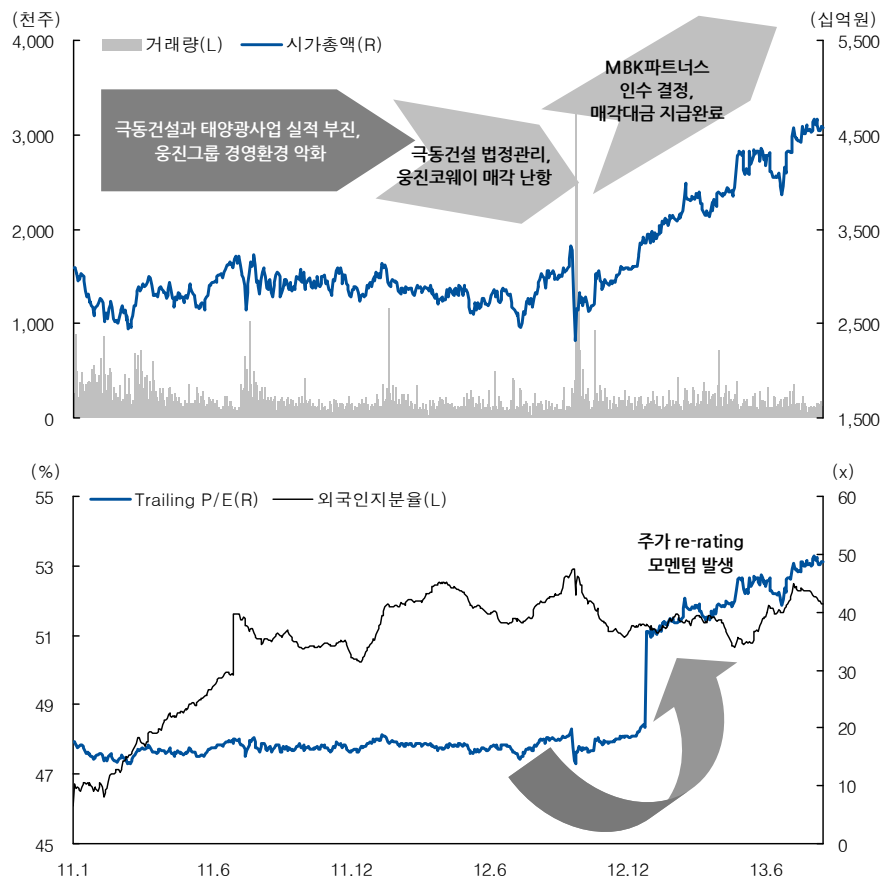
또한 기존의 높은 밸류에이션이 유지될 수 있는 근거는 1) 주요 제품의 시장점유율이 40~60%로 시장 지배력이 막강하고, 2) 렌탈사업의 특성상 타 산업 대비 안정적 현금흐름의 창출이 가능해 이익가 시성이 높고, 3) 코디 네트워크에 기반한 독보적이고 강력한 유통채널을 확보하고 있으며, 4) 이미 대규모 투자가 완료되어 있어 향후 수익성 중심의 사업이 전개될 경우 영업 레버리지 효과가 부각될 수 있기 때문이다.

리스크 요인

장기간 가장 큰 불확실성과 우려의 요인이었던 경영권과 관련한 리스크가 완전히 해소되고 실적 변동성을 심화시키는 계열사의 지분 정리도 대부분 마무리되어 현시점에서 큰 리스크 요인은 부재하다고 판단된다.

기타 주요 리스크 요인으로는; 1) 후발 업체들의 홈쇼핑 등 저가 채널을 통한 물량 공세로 코웨이가 신규 저가 제품 라인업의 확충으로 대응하는 과정에서 전반적인 ASP가 정체 또는 하락할 경우, 2) 제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우, 3) 화장품 사업의 수익성 개선이 지연될 경우 등으로 분석된다.

그림 1. 2011년 이후 주요 이벤트와 시가총액, trailing P/E 추이 비교

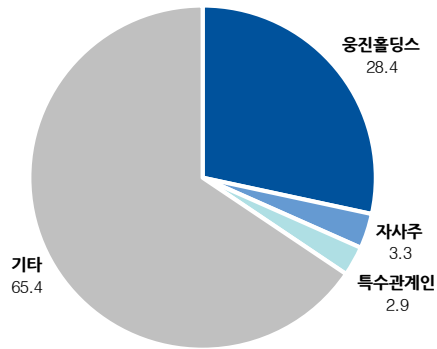


자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

코웨이

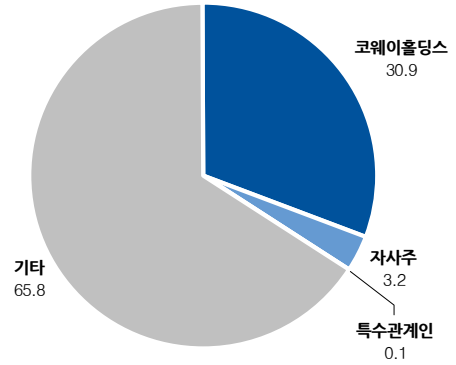
'소유의 종말' 이후 최적의 선택

그림 2. 매각 전 코웨이 지분구조(4Q12 기준)



주: 웅진홀딩스의 최대주주는 윤석금회장(74% 보유)
자료: 코웨이

그림 3. 매각 후 코웨이 지분구조(1Q13 기준)



주: 코웨이홀딩스는 MBK파트너스가 100% 출자한 사모투자회사
자료: 코웨이

표 1. 코웨이 주요 계열사 매각 전후 비교

4Q12	지분율(%)	1Q13	지분율(%)
Woongjin Coway (Thailand)	100	Woongjin Coway (Thailand)	100
Coway Japan	100	Coway Japan	100
Woongjin Coway (Shenyang) Living Goods	100	Woongjin Coway (Shenyang) Living Goods	100
Woongjin Coway(M) S dn Bhd.	100	Woongjin Coway(M) S dn Bhd.	100
Woongjin Coway USA	100	Woongjin Coway USA	100
그린엔텍	100	그린엔텍	100
웅진케미칼	45		
Woongjin USA	35		
Woongjin Coway Italia	100		

주: Coway Japan은 2013년 2분기 매각 결정
자료: 코웨이

II. Valuation

DCF valuation에 기반해 산출된 목표주가 75,000원

코웨이에 대해 투자조건 매수와 DCF valuation(Rf 2.9%, WACC 6.2%, g 2.0%)으로 산출된 적정주가 75,000원을 제시한다. 2012년 기준 매출액의 80%를 차지하는 렌탈 사업은(렌탈료 + 렌탈등록비 + 멤버쉽 합산 기준) 장기 가입자를 기반으로 안정적인 현금흐름이 창출되는 특유의 성격을 지니고 있다. 중장기 현금 흐름의 가시성이 높아 DCF valuation을 적용하였다.

잉여현금흐름 추정에 있어 판관비 내 비현금성 비용인 렌탈자산 폐기손실을 합산하였다. 코웨이는 신규 렌탈 계약 시 렌탈자산의 원가를 회계적으로 자산 처리하고 기본 계약 기간인 5년간 1/60로 분할 상각한다. 손익계산서와 현금흐름표에서는 계약 발생 시 원가의 전액이 비용으로 반영돼 월 단위로 판매 관리비에 포함되는 렌탈자산 상각비는 일반 감가상각비와 유사한 성격을 지닌다. 가입자가 계약기간 내 이탈할 경우 잔여 렌탈자산은 일시적으로 손실 처리되고, 이와 관련해 발생하는 비용이 렌탈자산 폐기손실이다.

적정주가 75,000원의 2014년 기준 implied P/E는 21.6배이며 최근 5년 평균 historical P/E 18.0배 대비 19.8% 할증된 수치이다. 장기간 주가에 걸림목이 되어왔던 경영권과 그룹사 리스크가 해소되어 과거 대비 프리미엄은 정당화될 수 있다고 판단한다.

표 2. 코웨이의 DCF valuation 내역

(십억원, x, %, 원)

	13F	14F	15F	16F	17F	Terminal
Sales	1,954	2,119	2,303	2,418	2,539	2,590
EBIT	303	345	385	397	416	425
Depreciation	163	169	178	187	196	200
Amortization	7	7	7	7	7	8
Taxes	(81)	(86)	(96)	(99)	(104)	(106)
Net working capital	(49)	8	1	1	1	1
CAPEX	(242)	(243)	(247)	(259)	(272)	(277)
Rental asset disposal losses	44	49	53	56	58	60
Free cash flow	146	249	281	289	303	309
Discount factor	0.94	0.89	0.83	0.79	0.74	0.70
PV of FCF	137	221	234	227	225	216
Sum of PV	1,044					

Terminal value	
FCFn+1	309
WACC (%)	6.2
g (%)	2.0
Terminal Value (TV)	7,372
Discount factor	0.70
PV of TV	5,139

Total Firm Value	6,183
Value of Debt (13F)	415
Value of Equity	5,768
# shrs outstanding (000)	77,125
Equity value/share	75,000
Current price	58,800
% discount (premium)	27.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

코웨이

'소유의 종말' 이후 최적의 선택

표 3. WACC calculation

Item	Unit	Assumption
Rf	%	2.9
Beta		0.6
MRP	%	5.5
Cost of equity	%	6.4
Cost of debt	%	5.1
Tc	%	25.0
Mkt cap		4,412
Total debt		415
E/V		0.9
D/V		0.1
WACC		6.2

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 목표주가 Sensitivity

(%, 원)

WACC/g (%)	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6
4.7	93,000	101,000	112,000	125,000	142,000
5.2	82,000	88,000	96,000	105,000	116,000
5.7	73,000	78,000	84,000	90,000	98,000
6.2	66,000	70,000	75,000	80,000	86,000
6.7	61,000	64,000	68,000	72,000	76,000
7.2	56,000	59,000	62,000	65,000	69,000
7.7	53,000	55,000	57,000	60,000	63,000
8.2	49,000	51,000	53,000	56,000	58,000

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 코웨이 historical valuation

(x, %)

	05	06	07	08	09	10	11	12	5-yr avg (07~12)
P/E (End)	21.7	25.6	19.5	15.4	19.0	17.6	15.9	28.1	19.2
P/E (High)	22.1	30.3	24.3	20.4	20.2	20.0	18.7	28.6	21.6
P/E (Low)	8.5	16.7	14.1	11.7	11.3	13.6	13.5	18.5	13.7
P/E (Avg)	15.7	24.2	18.7	17.0	15.9	17.0	16.2	24.0	18.0
P/B (End)	5.0	4.4	4.3	3.3	4.3	4.0	3.6	4.1	3.9
P/B (High)	5.1	5.2	5.4	4.4	4.6	4.6	4.2	4.1	4.4
P/B (Low)	2.0	2.9	3.1	2.5	2.6	3.1	3.1	2.7	2.8
P/B (Avg)	3.6	4.2	4.1	3.7	3.6	3.9	3.7	3.5	3.7
ROE	29.2	19.2	24.0	22.9	24.0	24.5	23.4	15.4	22.1
ROA	13.7	9.4	12.8	12.9	13.1	13.1	11.7	7.3	11.6
ROIC	14.6	15.5	20.6	23.4	20.2	21.4	20.5	17.1	20.5
EV/EBITDA	8.5	8.1	7.8	6.2	8.8	8.4	8.2	10.5	8.4

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

코웨이

'소유의 종말' 이후 최적의 선택

Peer comparison - 밸류에이션 상대적으로 저평가

코웨이는 특유의 렌탈사업에 기반한 사업구조를 지니고 있어 국내 상장사 중 적합한 peer를 찾기가 쉽지 않다. 가입자 기반의 사업모델을 지닌 에스원과 방문판매사업을 진행 중인 아모레퍼시픽과 LG 생활건강을 peer로 비교해보면 코웨이의 현재 주가 기준 14F P/E는 16.9배로 peer 그룹의 평균 P/E 20.3배 대비 16.7% 저평가 되어있다.

표 6. Peer valuation

(십억원, x)

		Coway	S-1	Amorepacific	LG H&H	Avg, peers
Code		021240 KS	012750 KS	090430 KS	051900 KS	
시가총액		4,535	2,413	5,261	7,669	
매출액	13F	1,954	1,221	3,122	4,260	
	14F	2,119	1,339	3,453	4,689	
	15F	2,303	1,470	3,862	5,163	
영업이익	13F	303	143	361	520	
	14F	345	165	398	584	
	15F	385	184	440	644	
순이익	13F	260	115	281	348	
	14F	268	132	316	393	
	15F	301	147	355	454	
P/E	13F	17.5	22.0	22.1	25.0	23.0
	14F	16.9	19.2	19.6	22.1	20.3
	15F	15.1	17.2	17.5	19.2	18.0
P/B	13F	5.0	2.5	2.6	5.6	3.6
	14F	4.1	2.3	2.3	4.5	3.0
	15F	3.5	2.1	2.0	3.6	2.6
ROE	13F	29.1	13.6	11.5	26.0	17.0
	14F	25.0	14.3	11.7	23.9	16.6
	15F	23.7	14.4	11.8	22.7	16.3
EV/EBITDA	13F	10.2	9.1	12.4	12.3	11.3
	14F	9.2	7.6	11.0	11.3	10.0
	15F	8.2	6.8	9.6	9.8	8.7

자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Business overview

1. 렌탈사업: 전체 매출의 80%를 차지하는 핵심 사업

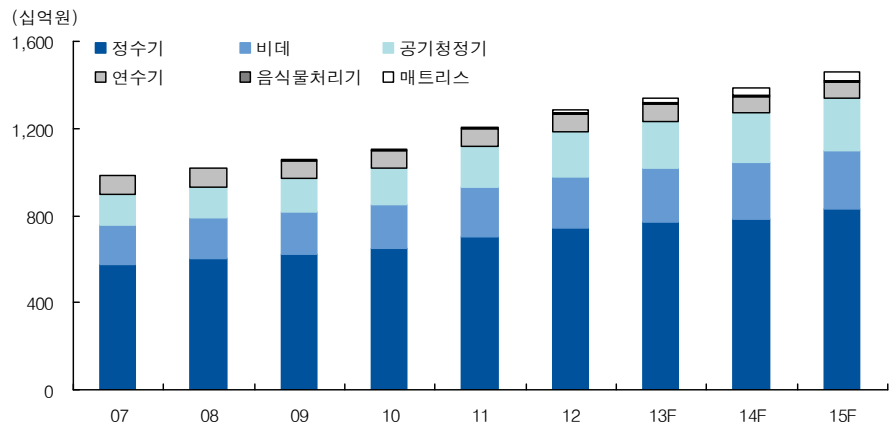
■ 사업 구조의 핵심은 렌탈사업

코웨이는 국내에 렌탈사업의 개념을 도입한 최초의 업체이다. 렌탈 고객은 합리적인 소비를 추구하고 제품의 소유보다 본래 가치를 중시하기 때문에 렌탈 시스템은 제공되는 서비스와 권리의 가치가 신규 수요 창출의 중심이 된다. 그리고 합리적인 가격으로 서비스를 이용 가능케 해 시장의 패러다임을 바꾸고 이용 고객 베이스를 빠르게 확대할 수 있는 강점이 있다. 공급자와 수요자의 니즈를 모두 충족하며 효율적인 시장 성장이 가능케 되는 것이다.

과거 일시불로 정수기를 판매하던 코웨이는 1998년 외환위기 도래로 판매가 급감하고 고객 기반의 확대가 어려워지자 교육지책의 일환으로 렌탈 시스템을 도입했다. 초기 회사측의 비용 부담이 크고 손익분기점 도달에 일정 시간이 필요해 도입 시 논란이 있었으나, 환경가전의 특성상 지속적인 유지, 관리 서비스에 대한 소비자의 요구에도 최적화될 수 있는 시스템이었고 소비자들의 반응은 긍정적이었다. 이로 인해 비 우호적인 경기환경에서도 2000년부터 2004년까지 매출액은 연평균 25.3%의 성장률을 기록하며 가파르게 증가했고 제품군은 비데, 연수기, 공기청정기 등 다양한 환경가전 제품으로 확대되었다.

렌탈사업은 선제적 투자가 요구되어 자금 여력이 없이 사업 전개가 어렵고 진입 장벽이 높다. 현재 경기 둔화 국면에서 강화되고 있는 렌탈사업의 입지와 파생되는 신규 시장의 기회는 기존 메이저 업체에 집중될 가능성이 크다. 코웨이는 매트리스, 에어컨 관리 등 신규 런칭 사업의 수요를 성공적으로 창출하며 기존 환경가전 렌탈에서 관련 제품 관리, 서비스 영역으로 빠르게 확장하고 있다. 견고하게 다져진 사업 기반을 활용해 '환경'과 '렌탈'에 결부되는 신규 사업의 전개가 용이하다는 점은 중장기적 프리미엄을 충분히 정당화할 수 있는 핵심으로 판단된다.

그림 4. 렌탈사업 부문별 매출 추이 및 전망

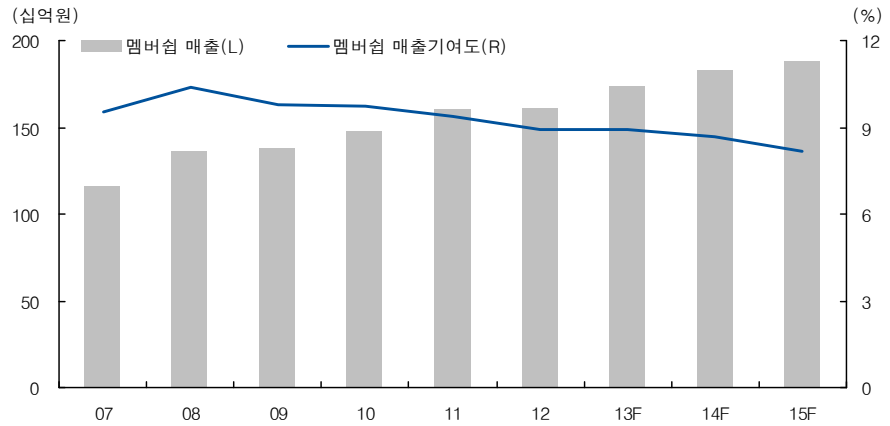


자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

■ 멤버십 매출은 2012년 전체 매출의 9%, 렌탈관련 매출액 내 11%를 차지

멤버십 매출은 일시불 구매 고객과 계약이 만료된 기존 렌탈 고객에게 관리서비스를 제공하면서 발생한다. 렌탈사업이 1998년 시작되었기 때문에 2000년 초반까지 신규 계정 성장이 가장 가파르게 진행되었고 5년 계약기간 이후 순차적으로 만기가 도래하는 2005년부터 2008년까지 멤버십 매출 비중이 빠르게 확대되었다. 이후 신제품 출시로 만기 고객의 신상품 재렌탈이 증가하며 멤버십 매출 비중은 2008년 10.4%를 정점으로 하향 안정화되어 왔으며 중기적으로 8% 수준에 수렴할 전망이다.

그림 5. 멤버십 매출비중은 8% 수준으로 수렴할 전망



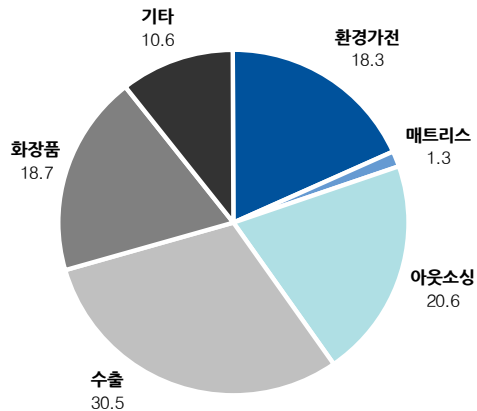
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

2. 일시불 사업: 중장기 성장의 중심은 수출부문

코웨이의 전체 매출액 중 약 20%는 일시불 매출에서 발생한다. 기존 렌탈로 판매하고 있는 환경가전 제품 모두 일시불 구매가 가능하고 이 외에도 화장품, 건강/주방용품, 매트리스, ODM 제품 수출 등이 일시불 매출 내 포함된다. 환경가전 제품은 일시불로 구매할 경우 가격 부담이 크고 관리 서비스를 받는데 불편함이 있어 전반적인 수요는 정체 또는 축소되고 있다.

일시불 내에서 가장 성장성이 높은 부문은 수출 사업이다. 수출업은 해외 계열사향 매출과 해외 업체향 ODM 실적으로 구성되는데, 각각의 비중은 과거 3:7 수준이었으나 최근 ODM 주문이 급증하며 매출 기여도가 80% 이상으로 확대되고 있다.

그림 6. 일시불 내 부문별 매출 구성 (2012년 기준)



자료: 코웨이

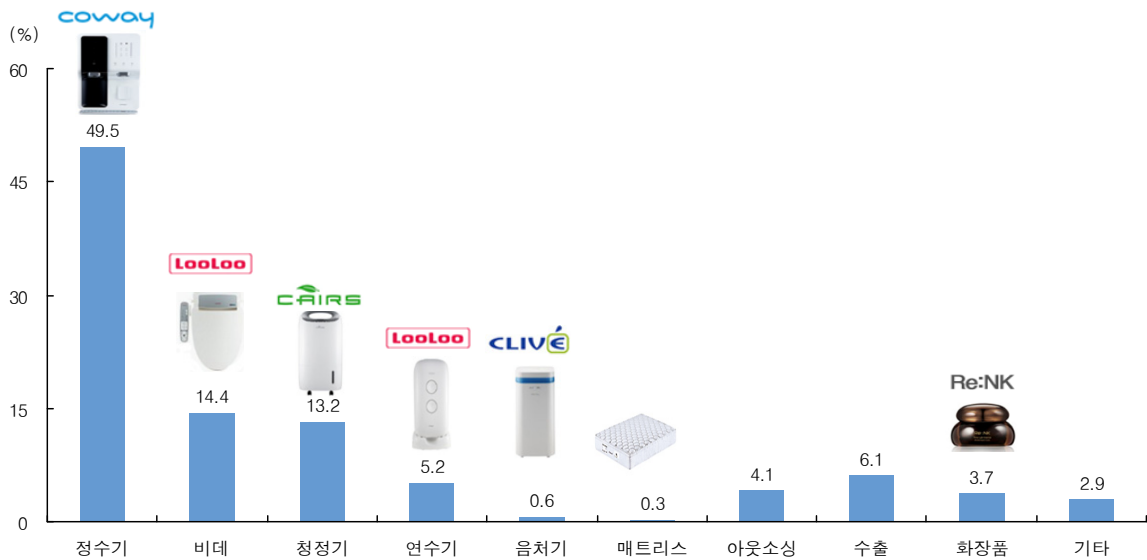
표 7. 매출 부문별 비중 및 전망 분석

(%)

구분	제품군	부문 내 매출기여도(2012)	성장성	모멘텀
렌탈+멤버십 80%	정수기	60	→	- 제품 라인업 확대로 추가 고객 흡수
	비데	17	↗	- 관리 불편에 대한 소비자 인식 확산, 렌탈 수요 증가 - 보급률 확대
	공기청정기	15	↗	- 대기오염 이슈 부각으로 필수품이라는 인식 강화 - 가습, 제습 기능 탑재로 제품 고기능화, 제습기 수요 흡수
	연수기	6	→	- 아토피 등 환경과 관련한 피부질환 환자 증가
	음식물처리기	1	→	- 음식물쓰레기 종량제 확대 시행
	기타	1	↗	- 매트리스 렌탈 증가, 관리서비스 영역 확대
일시불 20%	환경가전	19	→	
	매트리스	1	→	
	아웃소싱	21	↗	- 기후 변화로 제습기 수요 증가
	수출	30	↑	- 해외 업체향 ODM 주문 증가, 해외 계열사 성장
	화장품	19	↗	- 화장품 인지도 상승, 건강관리식품 매출 확대

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 전체 매출액(렌탈+멤버십+일시불) 내 제품군별 구성 비중(2012년 기준)



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

IV. 렌탈사업: 안정적 현금흐름에 기반한 모델

1. 외환위기 이후 안정적인 현금흐름을 창출하는 렌탈 사업모델 구축

■ 98년 4월부터 렌탈사업 전개, 05년 5월 웅진코웨이개발을 합병하며 제조와 렌탈 통합

1989년 설립된 코웨이는 초기에는 일시불 판매를 중심으로 사업을 영위해왔다. 외환위기 발발 이후 소비가 급격히 위축되자 1998년 4월부터 초기 납입 금액의 부담이 낮은 렌탈사업을 전개하기 시작했다. 렌탈 사업모델은 코웨이가 빠르게 시장 내 입지를 확대하고 국내 최대의 생활환경가전 기업으로 거듭나는데 중요한 기반이 되었다. 과거에는 정수기, 공기청정기, 필터 등 환경가전제품의 제조를 주로 담당하고 판매법인인 웅진코웨이개발로 제품을 판매하는 제조와 판매가 분리된 사업구조였으나 2005년 5월 웅진코웨이개발을 흡수합병하며 현재와 같이 제조와 판매, 서비스가 통합된 구조를 확립하게 되었다.

그림 8. 코웨이 주요 연혁



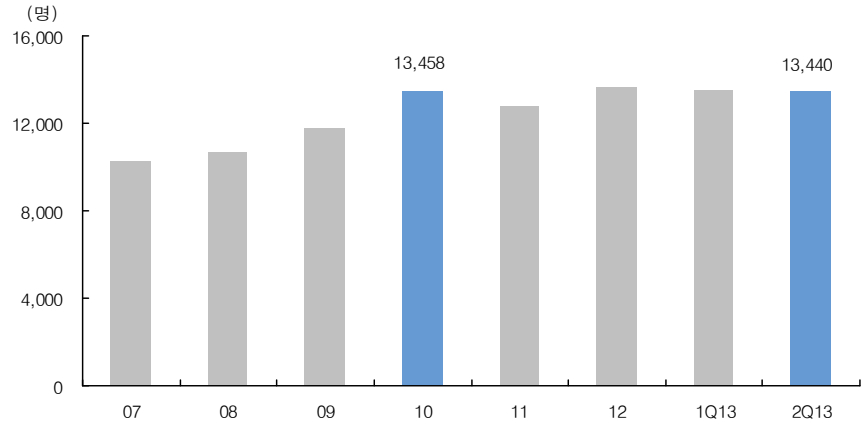
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

■ 코웨이의 'CODY'는 제품 품질 강화와 세일즈 네트워크 활용에 중요한 역할을 수행

코웨이는 렌탈 마케팅을 통한 새로운 사업모델 구축으로 소비자들의 가격 저항감을 낮추었을 뿐 아니라 '코디(CODY: Coway-Lady)'라는 개별 주부 영업사원이 주축이 되는 관리 서비스를 도입하였다. 코디는 보통 2개월 간격으로 고객을 방문해 렌탈 제품의 정기점검과 비품 교체 등의 서비스를 제공한다. 이를 기반으로 코웨이의 환경가전 제품은 청결도 유지와 관리가 용이하며 코디 네트워크를 활용해 방문판매와 연계한 신사업 전개도 수월하다는 점이 타사와 차별될 수 있는 중요한 강점이라고 판단된다.

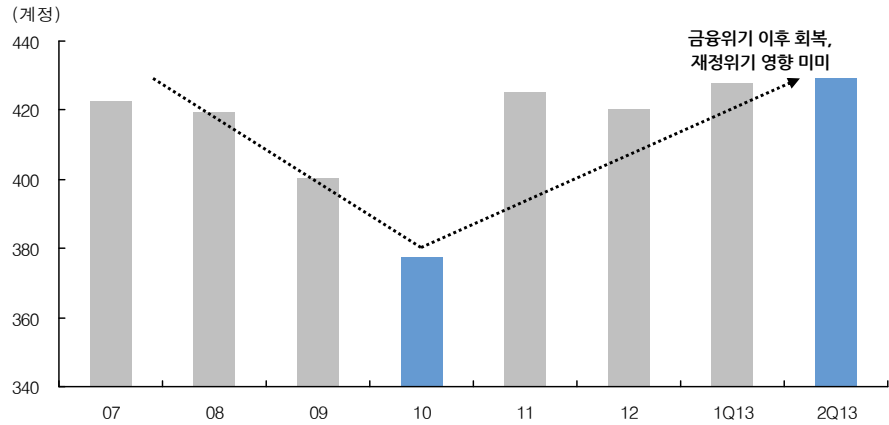
현재 코디 지국은 약 500개이며 지국장을 제외한 코디들은 웹사이트 등의 개인 판매 채널을 통해 영업을 하고 있다. 2013년 2분기 말 코디수는 13,440명이며 2010년 이후 증가율은 정체되어 있으나 전체 관리계정은 금융위기 이후 회복 및 안정적 성장기에 머물러 있어 인당관리계정은 2010년 378개에서 현재 433개로 확대되어 효율성이 강화된 것으로 보인다.

그림 9. 전체 코디 수는 2010년 이후 정체



자료: 코웨이

그림 10. 기간별 코디 인당 관리계정(렌탈+멤버십 계정 합산 기준) 증가로 효율성 강화



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

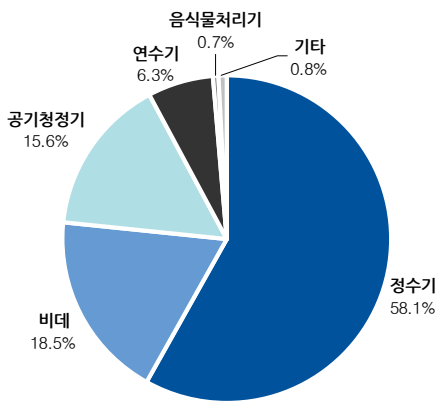
2. 렌탈사업의 구조: 초기 현금유출 발생 이후 장기간 렌탈수입으로 회수

■ 대규모 초기 현금 유출이 요구되는 사업 구조로 진입장벽이 높음

렌탈사업은 가입자 기반의 사업모델로 안정성과 지속가능성이 가장 큰 특징이다. 가입 시점에 대규모 현금 유출이 필요하고 5년간의 가입기간 동안 점진적 매출 발생을 통해 현금을 회수하는 사업구조로 기존 가입자와 안정적 현금 흐름의 기반이 없는 신규 사업자가 진행하기 어려운 사업이며, 따라서 진입 장벽이 높다. 반면 코웨이와 같이 상당한 규모의 가입자와 현금 유입원을 확보한 경우에는 신규 수요 창출에 부담이 없고 소비자 입장에서도 월 이용료 지불로 고가의 가전제품을 이용할 수 있기 때문에 신제품 출시에 따른 인당 이용 제품 수(PPC, Product Per Consumer)의 추가 확대가 용이하다.

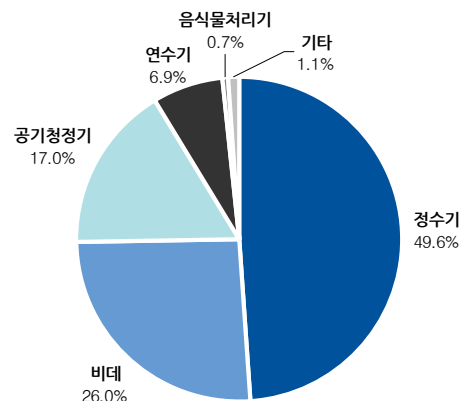
현재 코웨이의 상품 중 렌탈이 가능한 제품은 정수기, 비데, 공기청정기, 연수기, 음식물처리기, 매트리스의 6가지 제품이다. 2012년 기준으로 렌탈사업의 주축이 되는 정수기의 매출 기여도는 약 58.1%이며, 비데가 18.5%, 공기청정기가 15.6%를 차지해 세 가지 제품에서 92% 이상의 렌탈 매출이 창출된다.

그림 11. 제품별 렌탈료 기여도



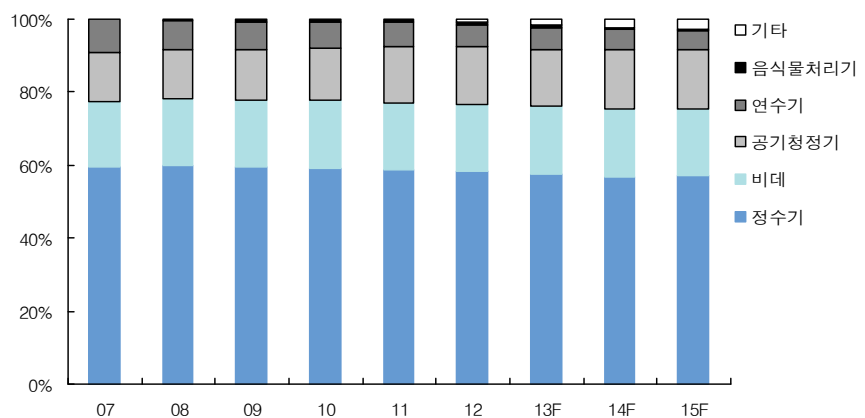
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 렌탈계정 내 제품별 구성



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 제품별 렌탈 매출 기여도 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

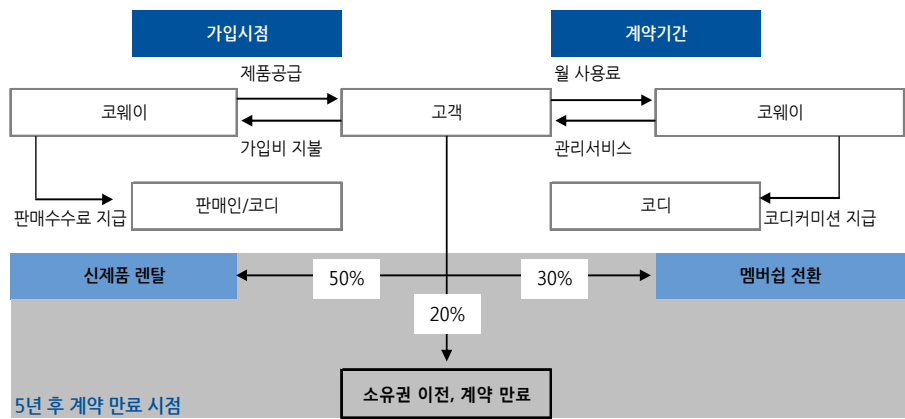
■ 렌탈사업 기본 영업 흐름 - 2년의 의무계약기간 후 자을 해지 가능, 5년 후 소유권 완전 이전

코웨이의 판매조직은 크게 시판(대형 할인점)과 방문판매로 나뉜다. 렌탈판매의 기본 계약 기간은 5년 이고 초기 2년은 의무계약기간으로 이 기간 내 계약을 해지할 경우 잔여월 렌탈료의 10%에 해당하는 금액이 위약금으로 부과된다. 가입 시점에서 코웨이는 제품을 설치해주고 필터교체와 제품검진(HEART 서비스), A/S 등의 관리서비스를 2개월에 1회 '코디(관리서비스를 담당하는 계약직 조직)' 를 통해 제공한다.

가입자는 제품 종류와 초기 렌탈등록비의 선택 여부에 따라 결정되는 월 사용료를 납입하는데, 월 사용료는 초기 2년의 의무기간이 지나면 할인혜택이 주어지고 5년의 렌탈기간이 경과한 이후 제품의 소유권은 고객에게 이전된다. 2년 이후에 해지는 자유로우나 제품 반환의 조건이 있다. 반환된 제품은 선별적으로 분해, 세척, 부품교환, 테스트 등의 단계를 통해 신제품과 유사한 상태로 재가공한 뒤 정가 대비 최대 50% 저렴한 리퍼브(refurbish) 제품의 판매에 활용한다.

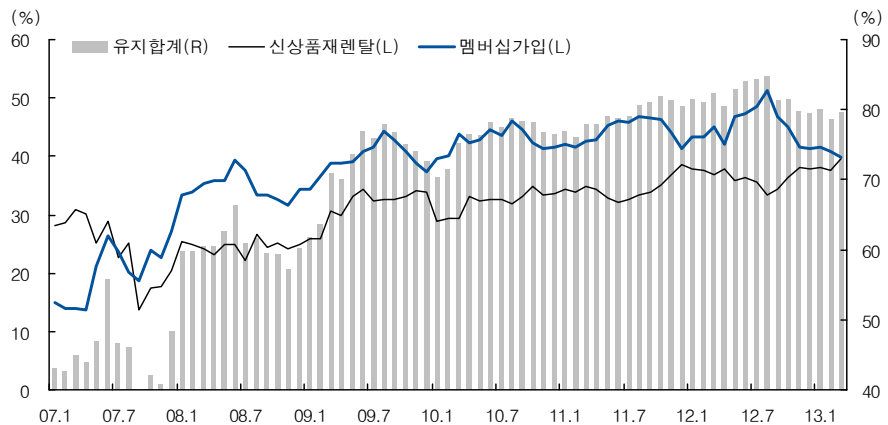
5년 만기 이후에는 새로운 제품을 렌탈하거나, 소유권이 이전된 제품을 사용하며 멤버십에 가입해 렌탈료 대비 절반 이하의 가격으로 기존 가입자와 동일한 관리서비스를 받을 수 있다. 만기고객 중 렌탈 재가입자와 멤버십 가입자를 합산한 유지율(retention rate)은 2009년 72%, 2010년 76%에서 2011년 79%, 2012년 82%로 개선돼 렌탈사업의 성숙화와 함께 계정 이탈율은 점진적으로 낮아지고 있는 것으로 판단된다.

그림 14. 렌탈사업 영업 흐름도



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 렌탈사업 성숙화와 함께 월별 제품 유지율 개선



자료: 코웨이

■ 초기 현금유출 발생 후 점진적 매출로 회수, 렌탈 중도해지 시 렌탈자산 폐기손실 발생

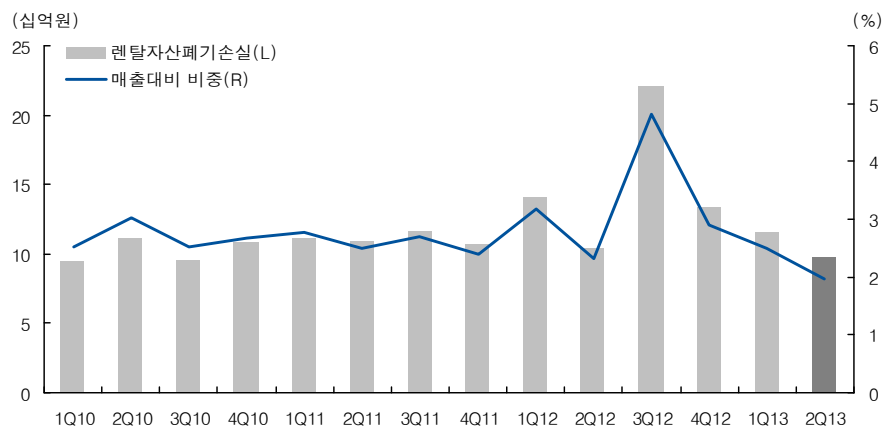
렌탈사업은 계약 당시 판매제품의 제조원가와 판매수수료 등의 대규모 비용이 발생하기 때문에 초기 현금 유출이 크다. 반면 현금 회수는 월별 렌탈료를 통해 장기간에 걸쳐 이루어져 중도 해지가 발생하는 경우 단기적인 현금 불일치가 발생할 가능성이 있다. 코웨이의 렌탈사업 모델은 수 차례의 합리화 과정을 거쳐 2년 내 중도 해지 시에도 현금 흐름상으로 손실이 거의 없도록 설계되어 있고 대부분의 제품은 1년 내 잉여 현금흐름의 발생 시점에 도달하는 것으로 파악된다. 또한 판매, 관리와 관련한 기초 투자는 이미 완료되어 있고 상당한 가입자를 기반으로 가지고 있기 때문에 급격한 경기 위축 및 대규모의 불량품 발생 등을 제외한 정상적인 영업환경에서는 현금흐름의 불일치가 발생할 가능성이 상당히 낮은 것으로 분석된다.

만약 렌탈 계약이 기간 내 중도해지 될 경우 회계적인 측면에서는 판매관리비 내 '렌탈자산 폐기손실'이라는 비용이 발생하게 된다. 렌탈 계약 시 렌탈자산과 관련한 제조원가가 가장 큰 초기 현금유출항목인데, 회계적으로는 기본 계약기간인 60개월 간 정액법으로 상각된다. 계약이 중간에 해약되면 잔여 렌탈 자산을 당기 내 일시적으로 손실처리하고 '렌탈자산 폐기손실'이라는 비현금성 비용으로 반영한다.

코웨이의 분기별 렌탈자산 손실액은 2011년까지 안정적인 수준에서 유지되었으나 2012년 매각 관련 이슈로 본사업에 대한 집중도가 떨어져있는 상황에서 공격적으로 신제품을 조기 런칭한 결과 하반기에 제품 결함의 이슈가 크게 발생했었다. 특히 2012년 3분기는 경영권과 관련한 불확실성이 극대화 되어있어 고객 불만 사항을 즉시적인 교환, 반품으로 대응하였고 대규모 렌탈자산 폐기손실이 발생하였다.

2013년부터 본격적으로 품질과 효율성 중심의 사업을 전개하고 있어 손실액은 의미 있는 하락세를 보이고 있고 2분기 렌탈자산 폐기손실의 매출 대비 비중은 사상 최저수준인 2.0%까지 개선되었다.

그림 16. 렌탈자산폐기손실은 경영권 이슈가 해소된 2013년 이후 본격적으로 개선세



자료: 코웨이

표 8. 렌탈사업 초기 현금흐름분석

(원)

	Accum. CF	Cash inflow	Cash outflow	COGS	Installation	Sales commission	Other VC	Filter and parts	Maintenance
1m	-160,799	122,909	283,708	169,738	14,761	96,192	3,017		
2m	-138,591	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000
3m	-115,683	32,000	9,092			3,400	2,692		3,000
4m	-93,475	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000
5m	-70,567	32,000	9,092			3,400	2,692		3,000
6m	-48,359	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000
7m	-25,451	32,000	9,092			3,400	2,692		3,000
8m	-3,243	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000
9m	19,665	32,000	9,092			3,400	2,692		3,000
10m	41,873	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000
11m	64,781	32,000	9,092			3,400	2,692		3,000
12m	86,989	32,000	9,792			3,400	2,692	700	3,000

주: 정수기 모델 CP-07BLO의 사례

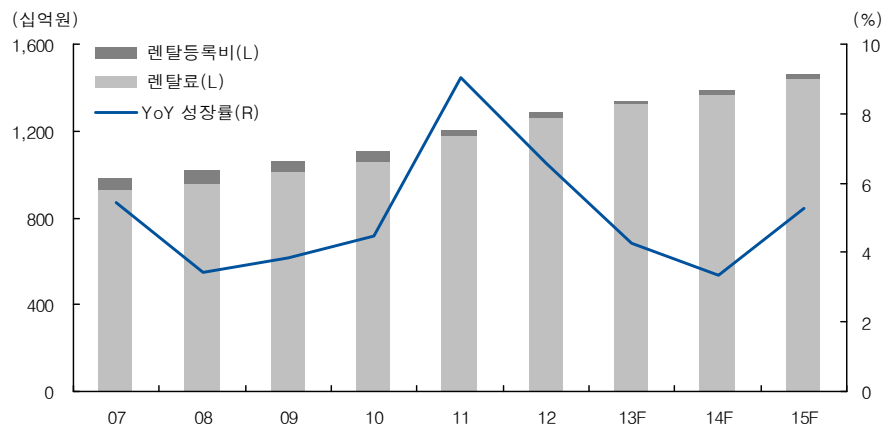
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

■ 렌탈 가입비 감소와 신규 가입자 증가세 둔화로 렌탈사업 매출 기여도 축소

기본 렌탈사업에서 창출되는 매출액(렌탈료+ 렌탈등록비 합산, 멤버쉽 제외)은 2012년 말 전체 매출의 71%를 차지한다. 렌탈사업의 성숙화로 신규 가입자 증가세가 둔화되고 금융위기와 매각 과정에서 렌탈 가입비 면제 프로그램이 수 차례 진행된 영향으로 렌탈 매출 기여도는 2006년 84%, 2010년 73%에서 지속적으로 축소되어왔다.

렌탈 매출액 중 렌탈등록비는 매출 내 비중은 미미하지만 비용이 수반되지 않는 일시적 수익이다. 렌탈등록비는 2008년 605억원에서 2012년 238억원으로 4년간 61% 감소했으나 2013년부터 본격적으로 수익성 중심의 사업을 전개하고 있어 렌탈등록비 매출 감소가 둔화되고 2014년 이후 증가세에 다시 진입할 전망이다.

그림 17. 렌탈사업 매출액 추이 및 성장률



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

3. 렌탈계정 순증 둔화: ASP 상승과 신규 수요층 공략으로 대응

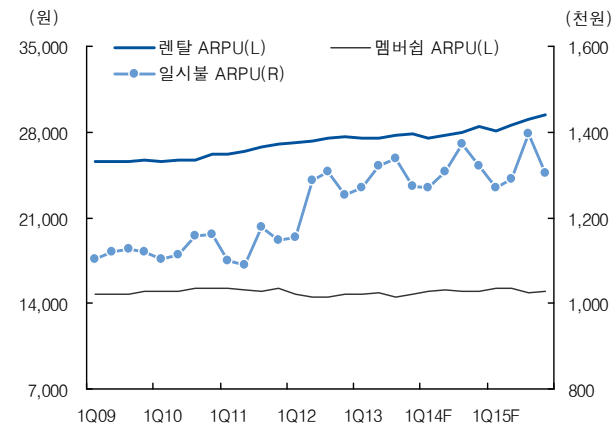
■ 렌탈계정 성장은 2~3%의 저성장기에 진입하였지만 ASP는 구조적 상승 지속 중

코웨이의 렌탈사업은 16년 차에 접어들었고 정수기, 비데, 청정기 등 주요 제품의 시장점유율이 이미 40~60%로 신규 계정의 고성장은 기대하기 어려운 상황이다. 또한 초기 가입자의 만기가 집중적으로 도래했던 2000년대까지 멤버십 계정이 급성장하며 전체 계정수의 증가를 견인하는 요인이 되었으나 렌탈사업의 전반적인 성숙화로 저성장 국면에 머물러있다.

중장기적으로 렌탈계정의 구조적 성장은 기대하기 어렵지만 코웨이는 신제품 개발과 고기능성 제품 출시로 자연적인 ASP 인상을 피하고 있다. 전체 렌탈매출의 약 60%를 기여하는 핵심 제품인 정수기의 ARPU는 신규 가입자와 만기 재렌탈 가입자의 고기능성 제품 사용이 증가하며 자연적인 가격 상승이 진행되어 왔다. 최근 제품 유지, 관리의 중요성이 점차 부각되고 있는 비데와 청정기의 제품단가도 점진적인 상승세를 보이고 있어 볼륨 저성장의 영향이 일부분 상쇄될 것으로 기대된다.

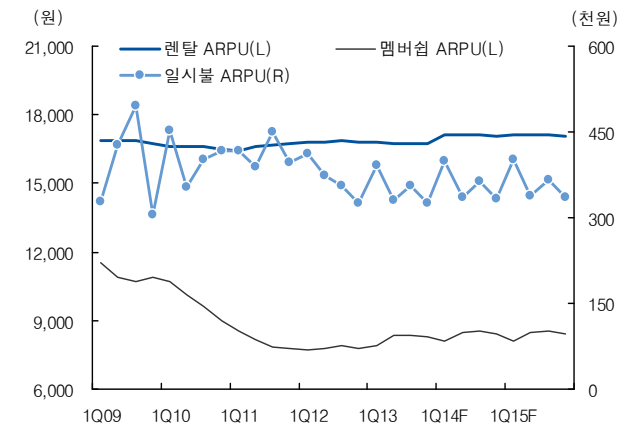
또한 지난 4월 1일을 기점으로 렌탈 단가를 5% 인상(월 요금 약 1,500원)하고 5월 1일부터 멤버십 단가를 6%(월 요금 약 600원) 인상하였다. 신규 가입자에만 적용되기에 2013년 내 가시적 인상효과를 기대하기는 어렵지만 2015년까지 전체 ASP는 1~2%의 구조적 성장이 가능할 전망이다.

그림 18. 정수기 분기별 ARPU 추이 및 전망



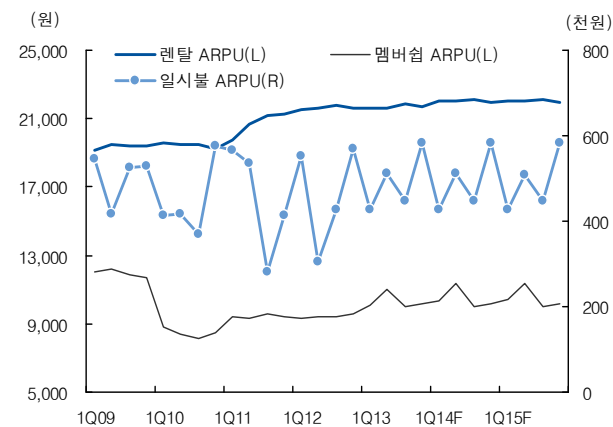
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 비데 분기별 ARPU 추이 및 전망



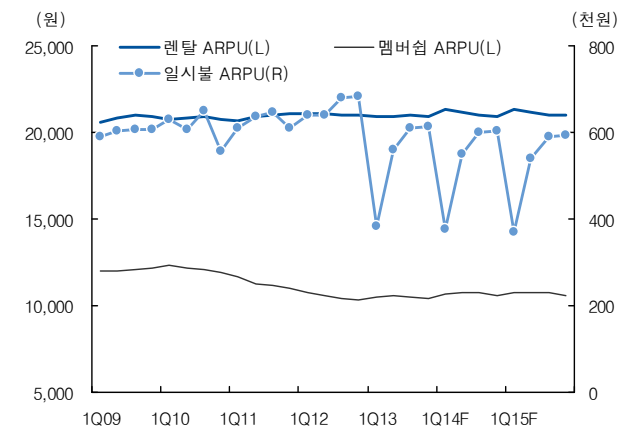
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 청정기 분기별 ARPU 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 연수기 분기별 ARPU 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

■ 대중적 수요를 겨냥한 신제품 출시 전략 적극 전개

최근 홈쇼핑 채널 등을 통한 2, 3위 업체들의 저가 공세가 가속화되고 있는 점은 주요 리스크 요인 중 하나이다. 선두업체인 코웨이로서는 기존의 코드 네트워크에 기반한 차별적인 유지, 관리 서비스의 제공이 중요한 강점이기 때문에 홈쇼핑 채널 등을 통한 저가 제품 판매로 신규 계정을 증가시키는 전략보다는 저가 수요를 흡수할 수 있는 단순 기능성 제품 출시에 주력하고 있다.

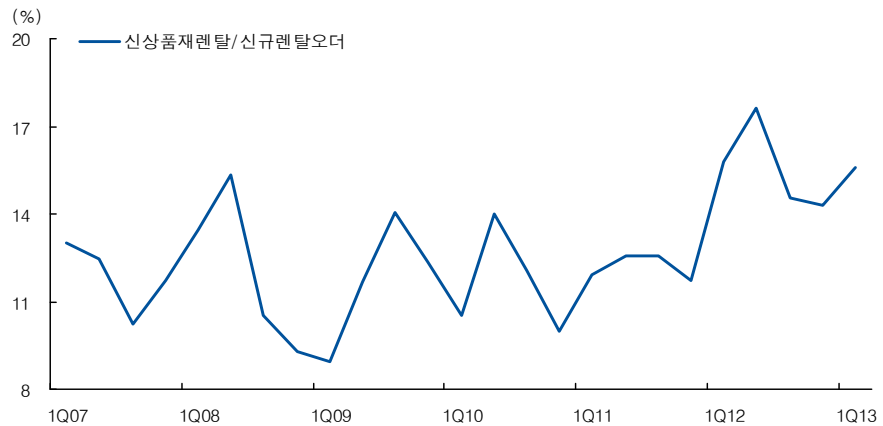
일례로 2분기 새로 출시된 냉정수기는 정수기 소비자들이 온수보다는 냉수를 사용하는 빈도가 높음에서 착안하여 기타 기능을 배제하고 냉수를 중심으로 기능을 간소화한 제품이다. 기능은 단순화했지만 코웨이 특유의 차별적 디자인의 컨셉은 유지되고 있어 실용적 소비자를 대상으로 한 신규 수요 창출이 가능해 보인다. 향후 고기능성 기능 제품 개발을 지속하는 가운데 다양한 수요를 충족시킬 수 있는 신제품을 지속적으로 출시하며 하위 업체들의 시장 침투에 적극적으로 대응할 것으로 기대된다.

표 9. 고기능성 제품과 기능 간소화된 신규제품 비교

구분	고기능성	저가 신규제품
제품명	스스로살균 카운터탑 얼음정수기	냉정수기
코드	코웨이 CHPI-280L	코웨이 CP-260N
주요기능	<ul style="list-style-type: none"> - 얼음/냉온정수 기능 - 5일마다 자동 살균되는 시스템, 위생관리 용이 - 핑거타입 얼음 추출, 얼음탱크 내부관리 시스템 내재 - 기존 얼음정수기 대비 1/2 사이즈의 슬림한 디자인 	<ul style="list-style-type: none"> - 냉/정수 기능에 집중 - 냉수용량 15% 확대 - 기존대비 디자인 슬림화
렌탈료	48,400원/월	33,800원/월
일시불액	2,190,000원	1,140,000원
제품사진		

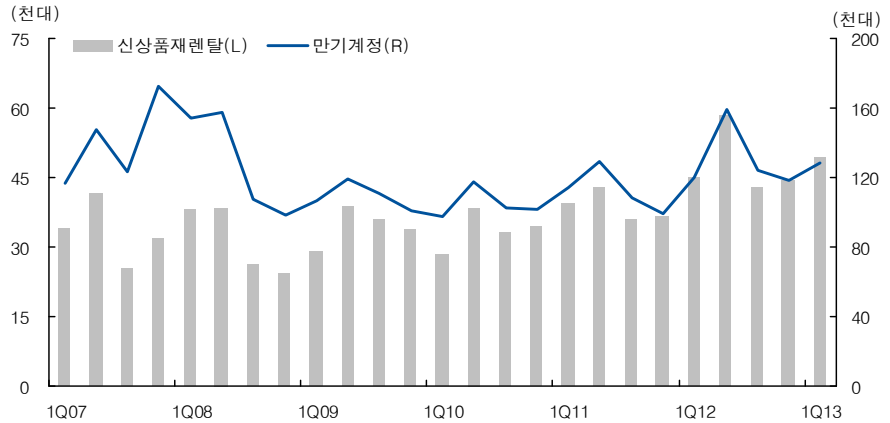
주: 렌탈료는 렌탈등록비 10만원 기준
 자료: 코웨이 웹사이트

그림 22. 신규 렌탈주문 내 기존 고객의 신상품 재렌탈 비중 상승 중



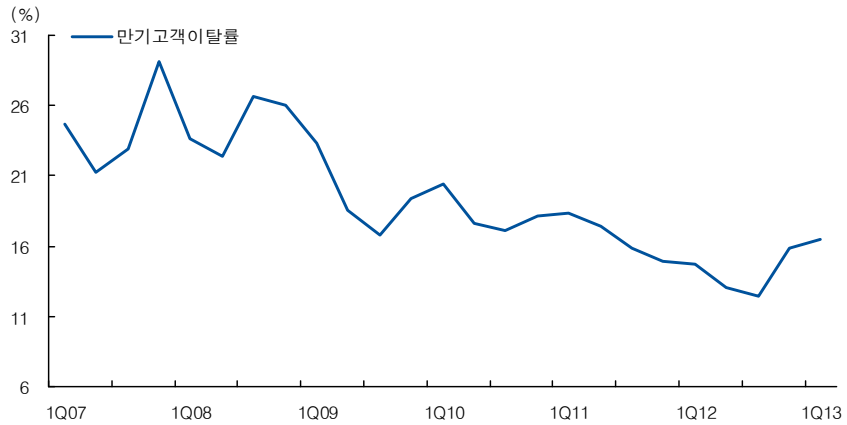
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 계정 만기 고객의 신상품 재렌탈 증가



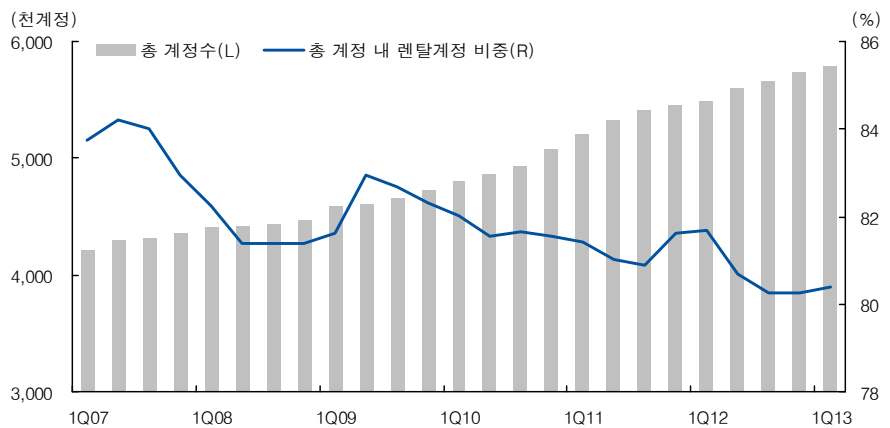
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 만기고객 이탈률은 하향안정세



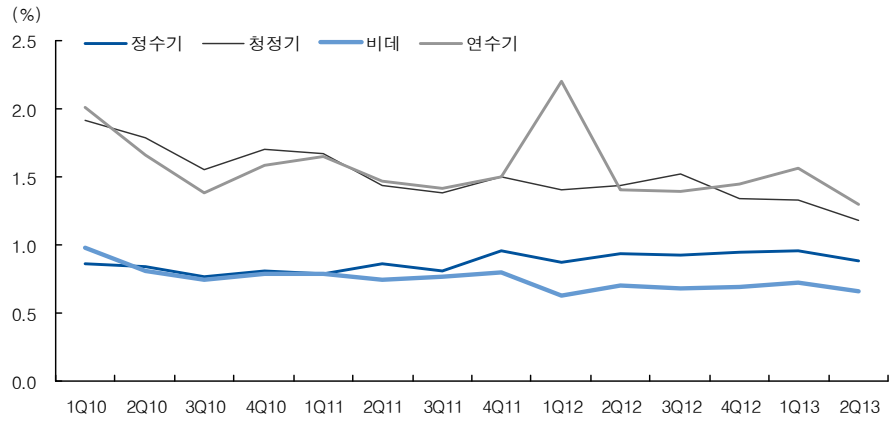
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 멤버십 고객 증가로 총 계정 내 렌탈 비중 감소



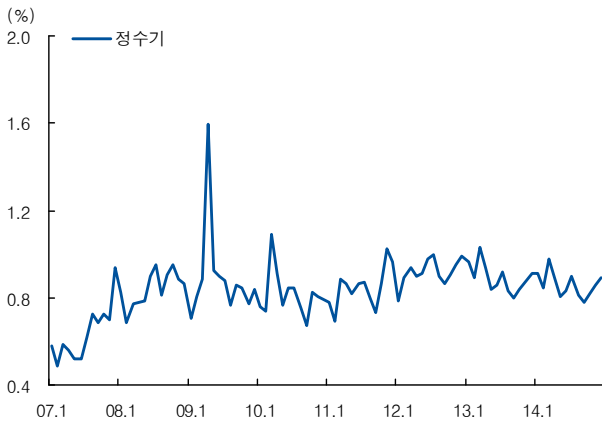
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 주요 제품의 월평균 해약률은 꾸준히 개선 지속



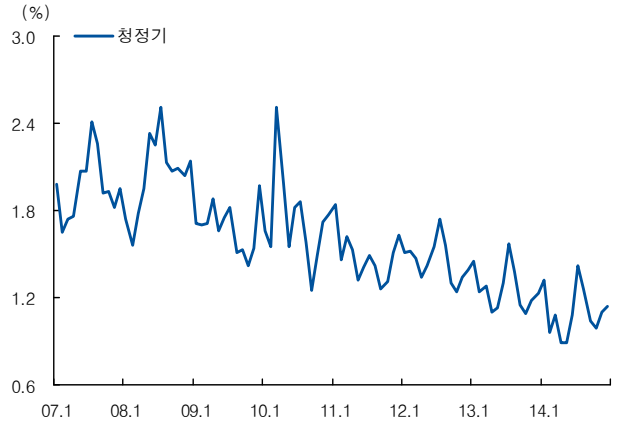
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 정수기 월별 해약률 추이 및 전망



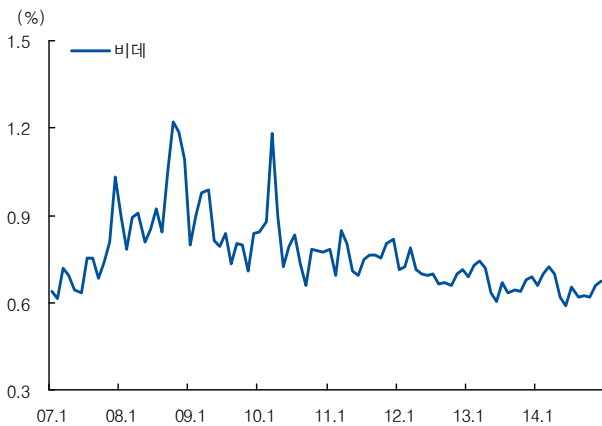
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 청정기 월별 해약률 추이 및 전망



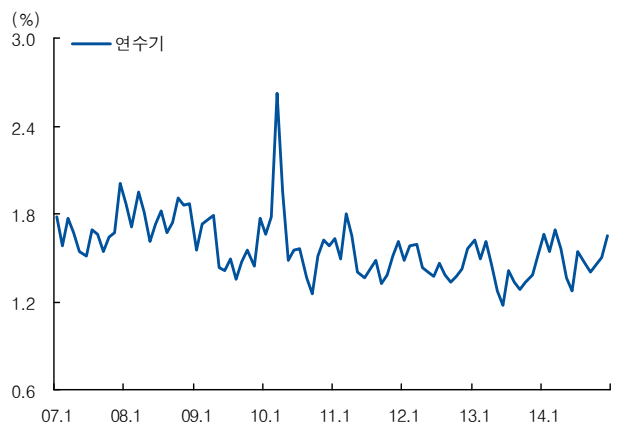
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 비데 월별 해약률 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 연수기 월별 해약률 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

V. 환경가전사업: 여전히 확대 가능한 시장

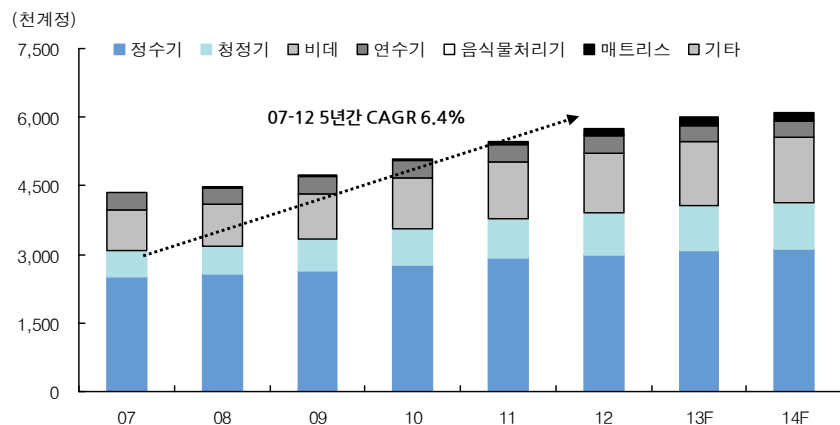
1. 환경가전사업은 경기와 무관한 성장 지속

■ 2012년까지 5년 평균 계정성장을 6.4%, 경기 방어적인 사업 특성

코웨이는 1998년 정수기 렌탈사업을 도입한 후 공기청정기, 비데, 연수기 등의 다양한 환경가전을 지속적으로 출시하며 사업 영역을 확대하고 견조한 가입자 성장을 주도해왔다. **계정수를 기반으로 분석한 가입자수는 2007년 435만명에서 2012년 574만명으로 32% 증가했고 연평균 성장률은 6.4%**였다. 동기간 내 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기 등의 부정적인 매크로 이벤트가 발생했음에도 불구하고 가입자수는 경기와 무관한 건전한 성장을 지속해왔다.

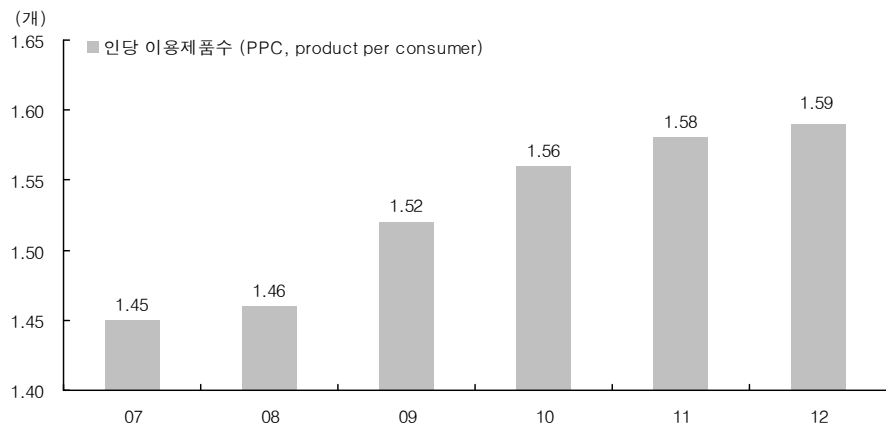
소득수준의 상승이라는 근본적 요인 이외에도 ‘환경과 웰빙’에 대한 관심도가 점차 높아지고 있어 필수 가전에 대한 인식 범위가 환경가전으로 확대되고 있는 것으로 파악되며, 코웨이는 특유의 렌탈사업 모델을 기반으로 고가 가전에 대한 제품 수요를 상대적으로 수월하게 창출하고 있다. 코웨이의 **고객당 이용 제품 수는 2007년 1.45개에서 2012년 1.59개로 상승해 이용 제품군의 실질적 확대가 진행되어 온 것으로 파악된다.**

그림 31. 서비스 가입자는 견조한 성장을 지속



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 환경가전에 대한 인식 확대로 중복 사용제품 증가



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

2. 성장 여력이 높은 국내 환경가전시장

국내 환경가전시장은 2000년대 이후 가파른 성장을 해왔지만 정수기를 제외한 기타 제품의 보급률은 여전히 매우 낮은 수준에 머물러있다. 가장 대표적인 환경가전제품인 정수기의 보급률도 40% 미만으로 인근 국가인 일본의 60% 대비 상승 여력을 보유하고 있다. 특히 비데와 공기청정기의 2012년 기준 국내 보급률은 각각 18.3%, 12.3%로 집계되는데, 이는 일본 내 두 제품의 보급률이 50% 수준임을 감안하면 아직 보급의 본격화 단계에 진입하지 못한 것으로 분석된다.

가전제품의 보급률은 1) 소득 수준과, 2) 필수성에 대한 인식이 주요 결정 요인이다. 이제는 보편화된 에어컨의 예로 보면 소득 수준이 낮고 필수성에 대한 인식이 미약했던 1997년의 국내 보급률은 15.9%에 불과했다. 이후 에어컨 보급률은 2004년 39.6%로 빠르게 확대된 이후 추가 상승을 지속해 2011년에는 58%까지 상승했다.

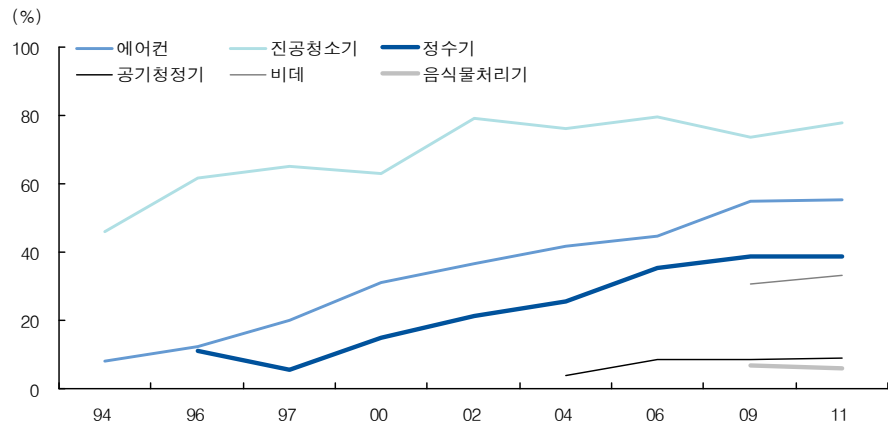
향후 환경오염 이슈가 더욱 부각되고 건강과 웰빙에 대한 관심이 높아지며 환경가전은 필수소비재라는 인식이 점차 확산될 것으로 예상된다. 특히 대기오염에 대한 우려가 심화되며 공기청정기의 보급률은 2011년 8.9%에서 2012년 12.3%로 빠르게 확대되고 있어 정수기 이외 제품군에서 특히 가파른 성장이 진행될 전망이다. 환경가전시장이 본격적 확대기에 진입할 경우 시장 내 1위의 독보적인 위치를 점하고 있는 코웨이의 수요 흡수가 가장 효과적으로 전개될 것으로 기대된다.

표 10. 2012년 기준 주요 제품 보급률 현황

제품	한국 보급률	일본 보급률	코웨이 시장점유율 환산 (%)
정수기	34.4	55~60	50.1
비데	18.3	50~60	42.9
청정기	12.3	45~50	41.1

자료: Gallup research, 통계청, 코웨이

그림 33. 주요 환경 관련 가전제품의 보급률 추이

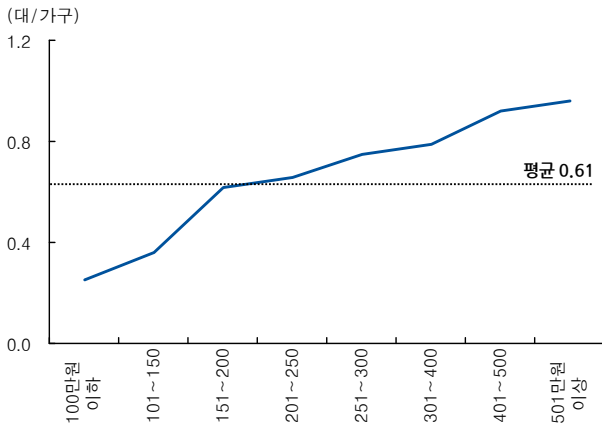


자료: 한국전력거래소

코웨이

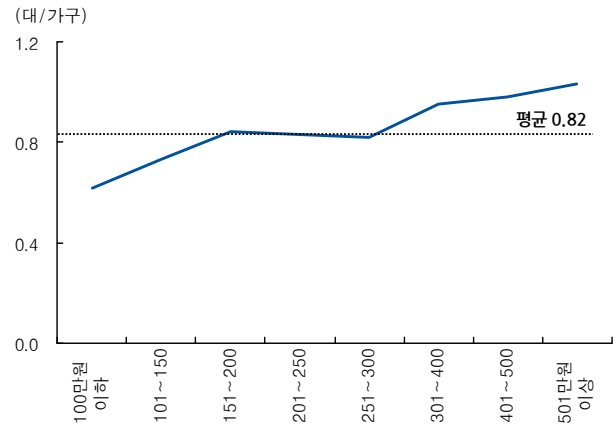
'소유의 종말' 이후 최적의 선택

그림 34. 소득수준별 에어컨 보급률(2011년 기준)



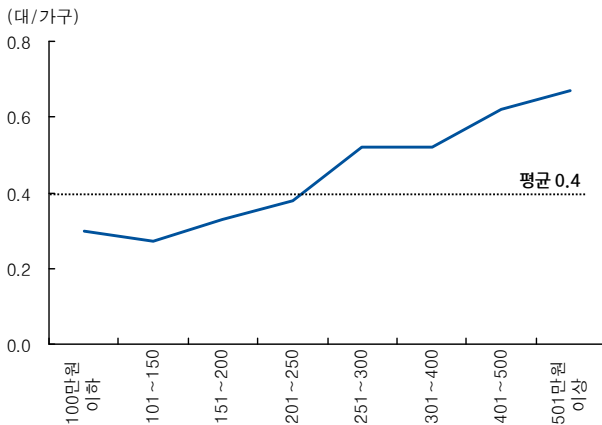
자료: 한국전력거래소

그림 35. 진공청소기 보급률(2011년 기준)



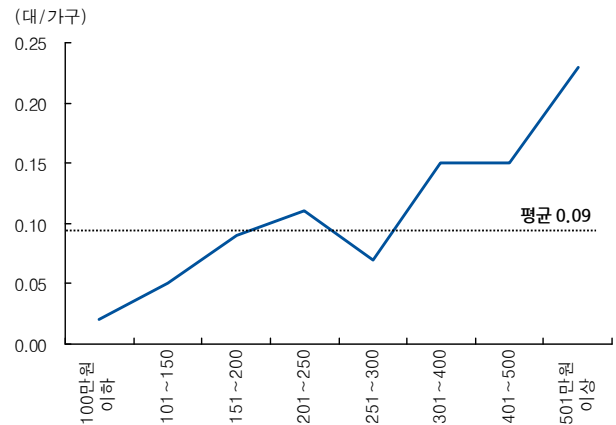
자료: 한국전력거래소

그림 36. 정수기 보급률(2011년 기준)



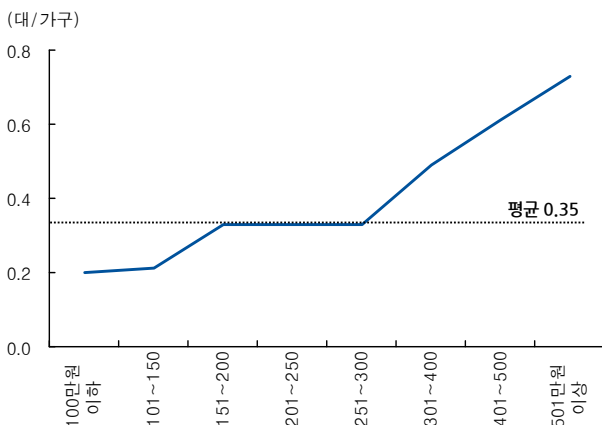
자료: 한국전력거래소

그림 37. 공기청정기 보급률(2011년 기준)



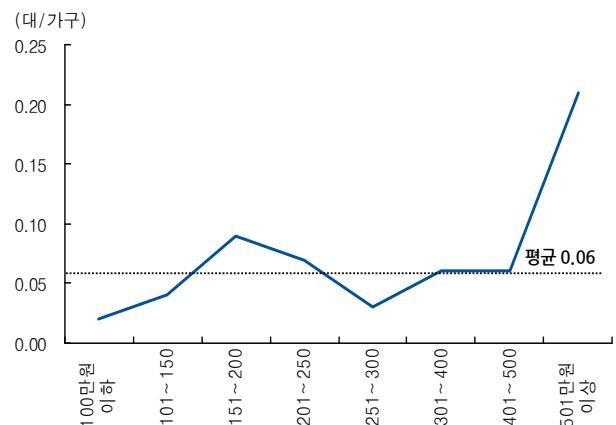
자료: 한국전력거래소

그림 38. 비데 보급률(2011년 기준)



자료: 한국전력거래소

그림 39. 음식물처리기 보급률(2011년 기준)

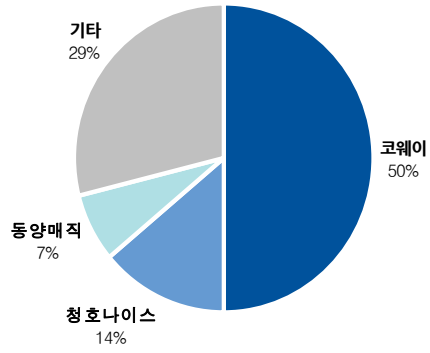


자료: 한국전력거래소

코웨이

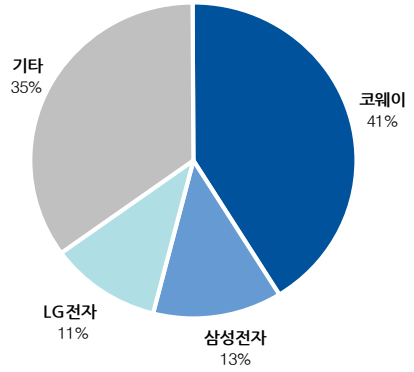
'소유의 종말' 이후 최적의 선택

그림 40. 정수기 시장 점유율(1Q13)



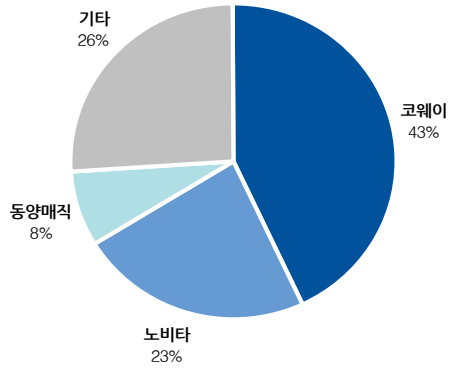
자료: Gallup research, 코웨이

그림 41. 청정기 시장 점유율(1Q13)



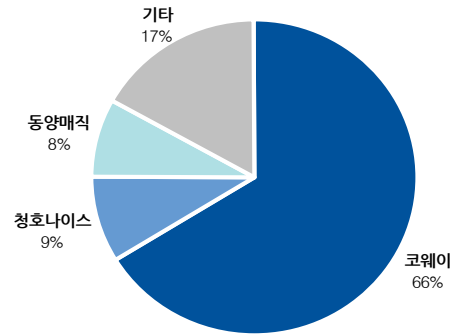
자료: Gallup research, 코웨이

그림 42. 비데 시장 점유율(1Q13)



자료: Gallup research, 코웨이

그림 43. 연수기 시장 점유율(1Q13)



자료: Gallup research, 코웨이

VI. 신규사업 및 해외사업 전망

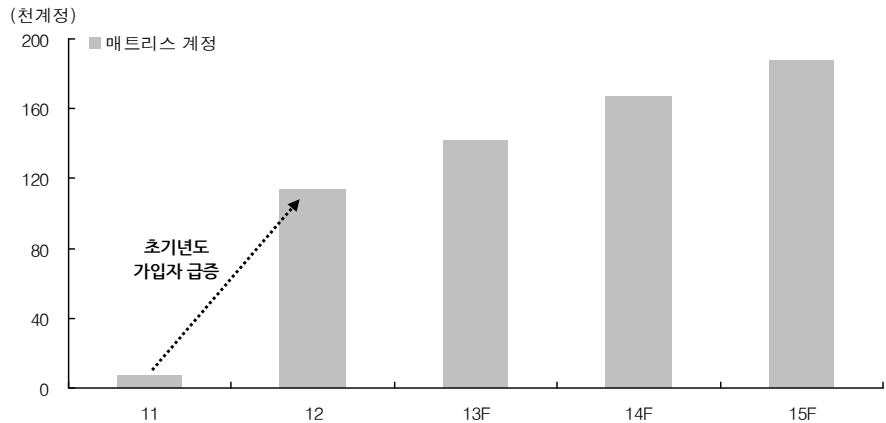
1. 환경가전에서 케어 서비스로 사업영역 확대

코웨이는 기존 환경가전 렌탈사업에서 유지, 관리 서비스로 사업영역을 빠르게 확대하고 있다. 2011년 4분기부터 매트리스 렌탈사업을 추가하며 케어 서비스도 진행하기 시작했는데 렌탈 뿐 아니라 멤버십 관리 서비스 수요도 빠르게 증가해 2013년 2분기 기준 매트리스와 관련한 총 12만 5천 계정 내 48%가 멤버십 계정이었다. 기타 환경가전 계정의 70~80%가 렌탈 계정임을 감안하면 매트리스에 대한 멤버십 수요가 상대적으로 큰 것으로 판단된다.

코웨이는 2013년 3월부터 에어컨의 살균세척 서비스도 시작했는데 런칭 초기부터 주문이 급증해 약 3개월의 예약이 조기 완료된 바 있다. 과거 매트리스 사업 런칭 시에도 초기부터 수요가 빠르게 증가해 2012년말 11만명 이상의 고객을 확보했다. 여기에서 확인할 수 있는 **코웨이의 경쟁력은 신규 사업을 진행함에 있어 독창적인 아이템을 발굴하고 새로운 수요를 창출하며 기존 인지도와 네트워크를 기반으로 신사업의 성공 가능성이 매우 높다는 점이다.**

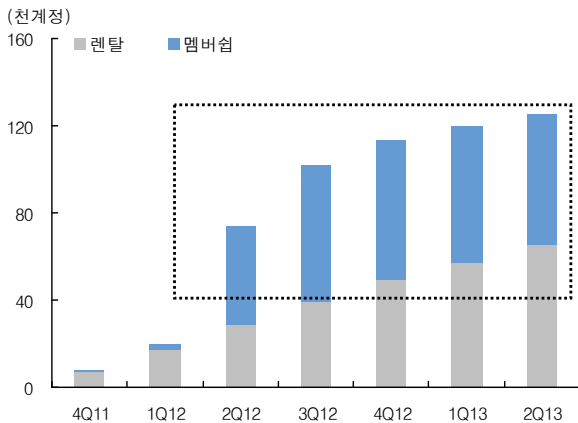
기존 시장에서 정체되지 않고 꾸준히 신규 시장 발굴을 지속하는 노력은 중장기적 성장을 견인하는 결정적 동인이 될 전망이다.

그림 44. 매트리스 사업 런칭 첫 해부터 정상 궤도 진입



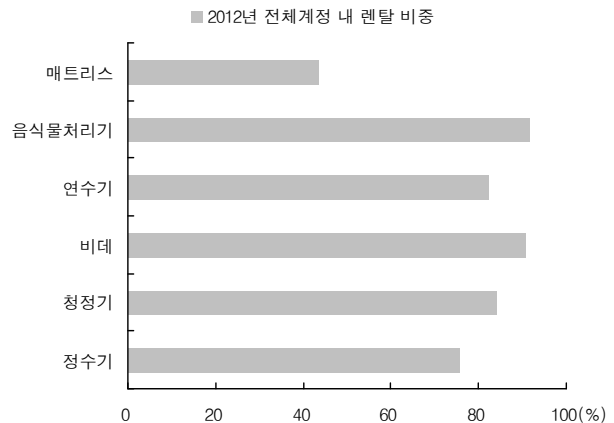
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 45. 매트리스 케어 서비스 수요 빠르게 증가



자료: 코웨이

그림 46. 매트리스는 타 제품 대비 렌탈 비중 낮음



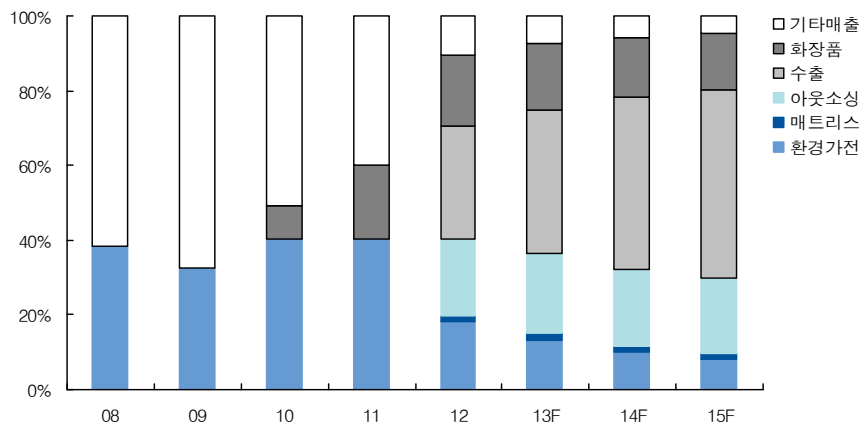
자료: 코웨이

2. 가파른 성장이 진행 중인 해외 ODM 수출사업

코웨이는 해외 업체향 ODM 사업을 진행 중인데 2012년부터 Philips사 향 공기청정기 ODM 주문이 급증해 매출 규모가 급속도로 확대되고 있다. Philips는 코웨이와 독점 계약하여 청정기를 중국에서 판매하고 있는데 중국 내 환경오염 이슈가 점차 부각되고 있고 청정기는 정수기와 달리 필터 교체가 용이한 특성을 지니고 있어 일시불 매출이 큰 폭으로 증가하고 있다.

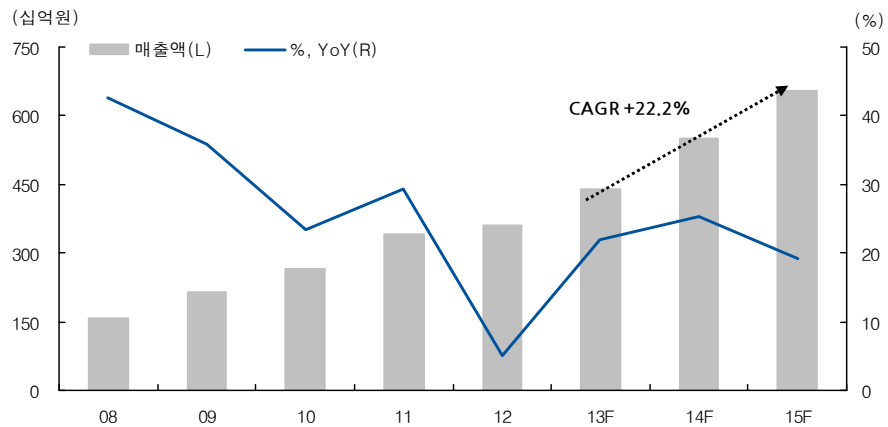
해외 ODM 사업의 마진은 기존 렌탈사업 대비 낮지만 일시불 판매로 수반되는 비용이 적어 실질적 이익 기여도는 높은 것으로 파악된다. ODM 사업의 가파른 성장으로 해외 법인향 매출이 합산된 일시불 내 수출 실적은 2015년까지 연평균 44.9% 성장하고 전체 매출 내 기여도는 2012년 6.1%에서 2015년 14.3%로 확대될 전망이다. 또한 일시불 매출 내 수출 비중은 2012년 30.5%에서 2015년 50.3%로 확대되며 일시불 사업규모 성장을 주도할 것으로 예상된다.

그림 47. 일시불 내 부문별 매출기여도 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 일시불 매출 추이 및 전망



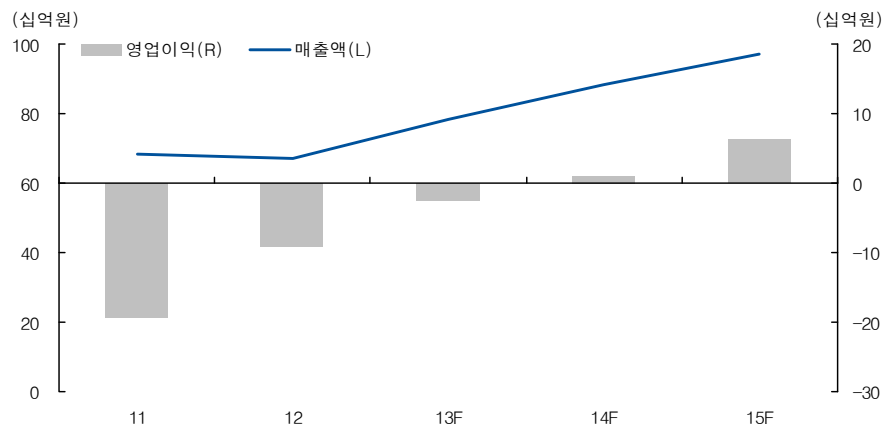
자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

3. 화장품 사업은 2014년 턱아라운드 가능할 전망

코웨이는 2010년 9월부터 방문판매를 중심으로 화장품 제조, 판매사업을 진행 중이다. 과거 웅진그룹의 일부였을 때 사업 포트폴리오 확대와 기존 사업과의 시너지를 목적으로 시작된 사업이었는데 2012년 매각 이슈로 아직 본 궤도에 진입하지 못했다. 경영권 이전 과정에서 구조재편이 진행되며 본격적 확장과 수익성 확보 단계에 도달하지 못했지만 **2013년 하반기부터 화장품 마케팅 강화와 건강기능식품 매출 기여 확대로 성장 재개가 가능할 전망이다.**

화장품사업은 매출액은 2012년 -1.4% YoY로 소폭 역성장했으나 2013년에는 +16.6% YoY 성장이 예상된다. 프로모션 비용과 뷰티플래너 인력 확대로 2013년 영업이익은 -25억원의 적자가 예상되고 2012년의 -92억원 적자와 대비해서는 크게 개선될 전망이다. **화장품 사업이 본격적으로 BEP에 도달하는 시점은 2014년이 될 것으로 추정한다.**

그림 49. 화장품사업 실적 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

4. 말레이시아, 미국 렌탈사업 성장 본격화 기대

코웨이의 연결실적에 반영되는 해외 법인은 총 5개이며, 이 중 일본법인은 2분기에 매각이 결정되었다. 일본법인은 리테일 고객을 대상으로 렌탈 사업을 진행해왔는데 시장 침투가 쉽지 않아 매출 성장과 수익 개선이 더디게 진행되어 왔다. 연결 실적의 마이너스 요인이 일부 제거되고 성장성이 높은 법인으로 전략이 집중될 수 있어 매각 결정은 합리적으로 보인다.

현재 중심이 되는 해외 법인은 말레이시아 법인과 미국 법인이다. 특히 말레이시아 법인의 누적 계정은 지난해 처음으로 10만개를 돌파하고 흑자 전환했으며, 2013년 상반기 누적 계정수는 14만개로 빠른 성장을 지속하고 있다. 미국 법인의 누적 계정수는 6만개이며 매출 성장률이 2011년 +61.6%, 2012년 +85.7%으로 급성장 중이다. 말레이시아 법인의 수익성은 이미 정상 궤도에 진입해있고 미국 법인은 지난 2분기 BEP를 돌파해 계열사 연간 실적의 턴어라운드 기대된다.

전체 해외 계열사 합산 매출액은 2012년 1,553억원에서 2013년 1,918억원으로 23.5% 증가하고(일본법인 제외 기준) 순이익은 4억원 적지에서 23억원 흑자로 턴어라운드 하며 매출 성장세를 크게 상회하는 이익의 증가가 시현될 전망이다.

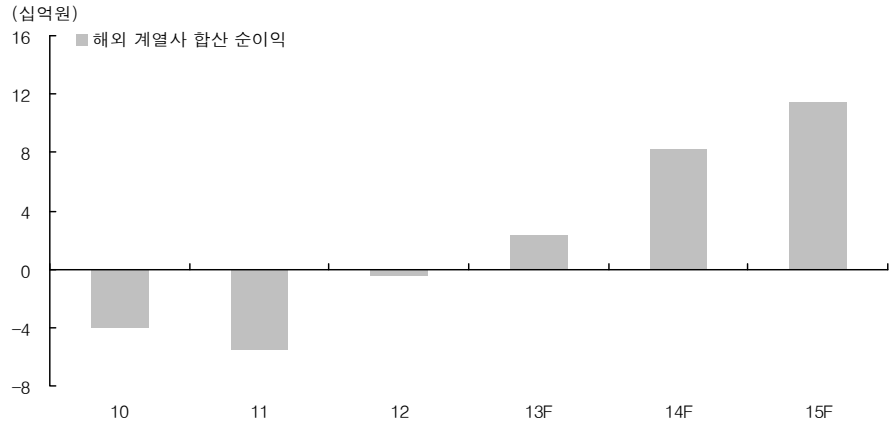
표 11. 계열사 분기실적 추이

(십억원, %)

	2Q12	1Q13	2Q13	%, YoY	%, QoQ
매출	49.5	50.8	66.1	33.5	-34.0
말레이시아법인	13.7	15.3	18.7	36.5	138.5
미국법인	7.0	9.0	9.4	34.3	281.0
중국법인	15.1	12.9	17.5	15.9	23.2
태국법인	2.7	3.6	3.1	14.8	311.5
일본법인	2.8	3.0	2.7	-3.6	-219.0
그린엔텍	8.2	7.0	14.7	79.3	1,032.4
영업이익	-1.6	-1.0	-1.3	na	na
말레이시아법인	0.5	0.5	0.9	80.0	15,900.0
미국법인	-0.4	-0.2	0.0	na	na
중국법인	0.2	-0.2	0.1	-50.0	na
태국법인	-0.2	-0.7	-2.4	na	na
일본법인	-0.5	-0.1	-0.6	na	na
그린엔텍	-1.2	-0.3	0.7	na	na
영업이익률	-3.2	-2.0	-2.0		
말레이시아법인	3.6	3.3	4.8		
미국법인	-5.7	-2.2	0.1		
중국법인	1.3	-1.6	0.6		
태국법인	-7.4	-19.4	-77.4		
일본법인	-17.9	-3.3	-22.2		
그린엔텍	-14.6	-4.3	4.8		

주: 일본법인은 2013년 2분기 매각
 자료: 코웨이

그림 50. 해외 계열사 합산 순이익 추이 및 전망



자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

표 12. 연결 계열사 실적 추이 및 전망

(십억원)

	08	09	10	11	12	13F	14F	15F
매출액								
Woongjin Coway(China) Living Goods	21.0	41.6	46.4	55.1	58.1	62.2	68.4	75.2
Woongjin Coway(Thailand)			6.8	8.9	12.3	14.8	17.7	21.3
Woongjin Coway USA	6.1	9.6	10.1	16.4	30.4	40.6	52.7	68.5
Woongjin Coway (M) S dn Bhd		10.8	20.8	39.9	54.4	74.3	96.6	125.6
당기순이익								
Woongjin Coway(China) Living Goods	2.4	14.0	4.0	6.2	-0.3	0.6	3.4	3.8
Woongjin Coway(Thailand)			-2.9	-3.2	-1.7	-3.7	-3.5	-3.2
Woongjin Coway USA	-3.6	-2.5	-2.7	-5.9	-1.5	0.4	1.6	2.1
Woongjin Coway (M) S dn Bhd		-0.7	-2.4	-2.7	3.1	5.0	6.8	8.8

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

VII. 실적 전망

2013년부터 수익성 중심의 사업 전개로 마진 개선 본격화될 전망

■ 2013년 2분기 실적은 탑라인 성장과 수익성 개선 측면 모두에서 시장 기대를 상회

코웨이의 2013년 2분기 별도기준 매출액은 4,969억원(+11.3% YoY), 영업이익은 794억원(+21.9% YoY), 영업이익률은 16.0%를 기록하며 시장 기대치를 크게 상회했다. 렌탈과 멤버십 매출액은 전년동기대비 각각 +4.1%, +9.1% 증가해 견조한 성장여력을 입증했다고 판단된다. 일시불 실적은 서프라이즈에 가까운 +38.4%의 성장률을 기록했는데, ODM 수출사업 호조(+111.4% YoY)와 제휴기 판매 급증(아웃소싱, +37.7% YoY)의 영향이 컸다.

1분기에 이어 제조원가의 합리화와 판매비 절감 노력이 지속되며 영업이익률은 전년동기 14.6%와 전분기 14.9%에서 큰 폭으로 개선된 16.0%를 기록하였다. MBK파트너스로의 인수 완료 이후 추진된 주요 전략이 기대보다 빠르게 실적으로 입증되고 있다는 점이 긍정적이며 중장기 사업 전망에 대한 신뢰도가 더욱 높아질 수 있는 시점이라고 판단된다.

2012년 하반기에는 신규 출시된 제품의 결함 발생으로 렌탈자산폐기손실이 확대되고 매각이슈로 계정 이탈이 증가하며 실적이 훼손되었던 바 있다. 따라서 화장품 사업 비용 증가와 신규 계정 성장의 둔화를 가정하더라도 계정 건전성 강화와 해지율 하락, 렌탈자산폐기손실 감소에 힘입어 하반기의 전년 대비 실적 개선폭은 더욱 클 전망이다.

표 13. 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
매출액	442.4	446.4	458.0	460.1	465.2	496.9	498.1	493.4
(%, YoY)	10.6	2.4	6.5	3.6	5.2	11.3	8.7	7.3
렌탈매출	316.3	318.9	323.2	327.3	327.4	331.9	338.4	342.6
렌탈료	309.7	313.1	317.7	321.4	323.8	328.8	333.3	337.1
렌탈등록비	6.6	5.8	5.5	5.9	3.6	3.2	5.1	5.5
멤버십매출	38.8	39.2	41.1	42.3	42.8	42.8	44.0	44.7
일시불매출	87.3	88.3	93.8	90.4	95.0	122.3	115.7	106.1
환경가전	17.1	17.9	14.7	16.1	16.0	14.5	13.0	14.4
매트리스	0.0	0.0	2.4	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2
아웃소싱	15.6	22.6	22.0	14.1	18.5	31.1	26.4	16.9
수출	30.0	21.1	28.0	30.5	31.5	44.6	47.6	45.8
화장품	16.8	16.3	17.3	16.8	17.9	22.1	19.6	18.8
기타	7.8	10.4	9.4	10.7	9.1	7.8	7.0	7.9
[매출기여도]								
렌탈매출	71.5	71.4	70.6	71.2	70.4	66.8	68.0	69.4
멤버십매출	8.8	8.8	9.0	9.2	9.2	8.6	8.8	9.1
일시불매출	19.7	19.8	20.5	19.7	20.4	24.6	23.2	21.5
매출총이익	296.9	304.3	306.5	293.8	310.5	329.0	331.2	329.8
(%, YoY)	8.2	3.3	3.8	0.1	4.6	8.1	8.1	12.3
영업이익	64.1	65.1	62.9	35.7	69.2	79.4	76.6	77.7
(%, YoY)	13.6	5.4	2.4	-44.0	7.9	21.9	21.8	117.8
순이익	41.2	44.0	12.9	21.6	80.2	60.6	58.8	59.9
(%, YoY)	6.4	4.6	-73.7	-54.2	94.5	37.6	355.6	177.6
[수익성지표]								
매출총이익률	67.1	68.2	66.9	63.9	66.8	66.2	66.5	66.8
영업이익률	14.5	14.6	13.7	7.8	14.9	16.0	15.4	15.7
세전이익률	12.6	12.6	3.9	6.9	24.7	16.2	15.7	16.2
순이익률	9.3	9.9	2.8	4.7	17.2	12.2	11.8	12.1

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

■ 2013년 연간실적 매출액 +8.1 YoY, 영업이익 +33.0% YoY, 영업이익률 15.5% 예상

2013년 신규 렌탈주문은 전년도와 유사한 122만건을 기록할 전망이다. 전체 계정 성장이 미진할 것으로 예상되는 가장 큰 이유는 약 50%의 비중을 차지하는 정수기가 2012년 상반기 신제품 출시에 따른 기고효과로 성장세가 다소 둔화될 것으로 분석되기 때문이다. 하지만 **환경가전에 대한 인식범위 확대**와 수요의 기저효과로 청정기와 비데의 신규 주문은 전년대비 +12.9%, +11.4%의 증가가 기대된다.

2013년 연간 매출액은 전년대비 +8.1% 성장한 1조 9,536억원을, 영업이익은 +33.0% 증가한 3,029억원을 기록하며(영업이익률 15.5%) 본격적인 성장 재개와 마진 확대기에 진입할 전망이다. 특히 제습기와 ODM 매출의 가파른 성장으로 전체 매출 내 일시불 비중은 2012년 19.9%에서 2013년 22.5%로 확대되고 렌탈사업의 성장 둔화를 상당부분 상쇄할 것으로 예상된다.

표 14. 연간실적 추이 및 전망

(천계정, 천대, %, 십억원)

구분	11	12	13F	14F	15F
총 계정	5,452	5,741	6,001	6,113	6,280
렌탈계정	4,450	4,607	4,810	4,878	5,007
멤버십계정	1,002	1,133	1,192	1,235	1,273
렌탈주문	1,273	1,219	1,218	1,263	1,295
월평균해약률	1.04	1.01	0.95	0.88	0.86
만기도래고객 서비스유지율	79.3	82.0	78.6	79.6	80.7
매출액	1,709.9	1,806.8	1,953.6	2,119.1	2,303.3
렌탈매출	1,206.3	1,285.7	1,340.4	1,385.5	1,458.5
렌탈료	1,175.2	1,261.9	1,322.9	1,365.7	1,437.9
렌탈등록비	31.1	23.8	17.5	19.7	20.6
멤버십매출	160.8	161.3	174.2	183.5	188.6
일시불매출	342.8	359.8	439.0	550.2	656.2
환경가전	138.2	65.9	57.9	55.4	53.7
매트리스	0.0	4.6	8.8	9.1	9.5
아웃소싱	77.1	103.8	125.2	145.5	169.7
수출	98.0	109.6	169.4	254.1	330.4
화장품	68.2	67.2	78.3	88.4	97.2
기타	38.4	38.3	31.7	31.7	31.7
%, YoY					
매출액	12.6	5.7	8.1	8.5	8.7
렌탈매출	9.0	6.6	4.3	3.4	5.3
렌탈료	11.0	7.4	4.8	3.2	5.3
렌탈등록비	-34.5	-23.4	-26.6	12.9	4.4
멤버십매출	8.8	0.3	8.0	5.3	2.8
일시불매출	29.3	5.0	22.0	25.3	19.3
매출총이익	1,157.9	1,201.4	1,300.6	1,396.1	1,503.9
(%, YoY)	13.0	3.8	8.3	7.3	7.7
판매관리비	914.5	973.6	988.6	1,043.0	1,109.0
(%, YoY)	14.9	6.5	1.5	5.5	6.3
영업이익	243.3	227.8	312.0	353.1	394.9
(%, YoY)	6.4	-6.4	37.0	13.2	11.8
세전이익	225.4	161.5	362.1	363.3	409.2
(%, YoY)	-4.7	-28.3	124.3	0.3	12.6
순이익	177.1	119.7	265.7	272.7	307.0
(%, YoY)	0.0	-32.4	121.9	2.6	12.6
[수익성지표]					
매출총이익률	67.7	66.5	66.6	65.9	65.3
영업이익률	14.2	12.6	16.0	16.7	17.1
세전이익률	13.2	8.9	18.5	17.1	17.8
순이익률	10.4	6.6	13.6	12.9	13.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

VIII. 리스크 요인

후발 업체들의 저가 물량 공세 과정에서의 ARPU 상승세 둔화

최근 견고한 세일즈 네트워크를 보유하지 못한 업체들은 최근 홈쇼핑 등의 채널에서 저가 상품 판매에 집중하고 있다. 코웨이는 후발 업체들에 비해 고 기능성 high-end 제품의 라인업이 많아 평균적으로 ARPU가 20~30% 높고 기존 고객들의 기능성 제품에 대한 선호도가 강해 저가 제품으로 인한 계정 이탈이 촉발될 가능성은 낮다. 하지만 신규 계정 증가를 위해 저가 수요층도 공략할 필요가 있어 기능이 단순화된 제품의 출시를 진행 중이다.

기존 누적 계정의 베이스가 막대하기 때문에 저가 제품에 대한 신규 주문이 증가하더라도 전체적 영향은 미미할 것으로 예상되지만, 꾸준히 진행되어왔던 ARPU의 상승세가 둔화될 가능성은 리스크 요인으로 판단된다.

제품에 대한 위생 이슈가 불거질 경우

코웨이 렌탈사업의 근간을 이루는 환경가전은 제품 특성상 위생 이슈에 민감하고 과거 소비자 고발 프로그램에서 정수기와 관련한 위생 이슈가 불거졌을 때 해지율이 급등한 바 있다. 지속적으로 R&D에 투자가 이루어지고 있고 자가살균기능까지 갖춘 제품들도 출시되고 있으며 렌탈 시스템에서 위생 관리가 더욱 용이한 장점이 있어 현재 위생 관련한 리스크가 부각될 가능성은 매우 낮다고 판단된다. 하지만 이미지가 중요한 환경가전의 특성상 이슈가 제기될 경우 단기적인 소비 심리에 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다.

화장품 사업 턱어라운드 지연 가능성

코웨이가 2010년 3분기 런칭한 화장품 사업은 진행 초기에 그룹 리스크가 부각되고 매각 관련 노이즈가 발생하며 정상 궤도에 안착하지 못했다. 2012년 매출액은 전년대비 -1.4% 소폭 역성장하고 영업이익은 -92억원 적자가 발생해 전체 사업에 있어 마이너스 요인이 되었다. 2013년부터 탑라인 성장은 재개될 전망이지만 영업이익 턱어라운드는 기대하기 어려울 것으로 보인다.

화장품 부문의 매출 기여도는 전체 매출액 대비 4% 수준으로 크지 않지만 전사 수익성에 마이너스 요인이 되는 점은 부정적이다. 2014년에는 매출 규모 확대와 브랜드 이미지 개선으로 영업이익 턱어라운드가 기대되는데 예상보다 수익성 확보 시점이 지연될 가능성은 크지 않지만 하나의 불확실성이 내재된 리스크 요인으로 볼 수 있다.

코웨이

'소유의 종말' 이후 최적의 선택

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	1,807	1,954	2,119	2,303
매출원가	605	653	723	799
매출총이익	1,201	1,301	1,396	1,504
판매비와관리비	974	998	1,051	1,119
조정영업이익	228	303	345	385
영업이익	228	303	345	385
비영업손익	-66	51	12	16
순금융비용	27	19	14	11
관계기업등 투자손익	-3	45	0	0
세전계속사업손익	162	354	358	402
계속사업법인세비용	42	94	89	100
계속사업이익	120	260	268	301
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	120	260	268	301
지배주주	120	260	268	301
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	118	255	264	297
지배주주	118	255	264	297
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	400	473	521	570
FCF	45	110	161	193
EBITDA마진율 (%)	22.1	24.2	24.6	24.7
영업이익률 (%)	12.6	15.5	16.3	16.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	13.3	12.7	13.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	413	407	436	470
당기순이익	120	260	268	301
비현금수익비용가감	382	239	253	269
유형자산감가상각비	165	163	169	178
무형자산상각비	7	7	7	7
기타	-137	-4	14	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	-54	-25	4	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-33	-26	-29
재고자산 감소(증가)	25	0	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	11	14	16
법인세납부	-35	-67	-89	-100
투자활동으로 인한 현금흐름	-301	-66	-245	-249
유형자산처분(취득)	-292	-242	-243	-247
무형자산감소(증가)	-8	-7	-7	-7
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	0
기타투자활동	0	183	5	5
재무활동으로 인한 현금흐름	-57	-323	-108	1
장단기금융부채의 증가(감소)	37	-225	-64	-42
자본의 증가(감소)	12	2	0	0
배당금의 지급	-78	-157	-82	-82
기타재무활동	-29	-21	-16	-13
현금의증가	54	19	83	221
기초현금	65	119	138	221
기말현금	119	138	221	442

자료: 코웨이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	691	623	745	1,010
현금 및 현금성자산	119	138	221	442
매출채권 및 기타채권	291	310	336	365
재고자산	41	44	48	52
기타유동자산	239	116	126	137
비유동자산	1,010	1,091	1,191	1,289
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	594	655	729	798
무형자산	158	156	156	156
자산총계	1,702	1,714	1,936	2,299
유동부채	720	589	575	576
매입채무 및 기타채무	166	170	184	200
단기금융부채	439	332	297	273
기타유동부채	115	88	95	103
비유동부채	179	142	196	343
장기금융부채	154	83	109	228
기타비유동부채	15	21	21	21
부채총계	899	732	771	920
지배주주지분	803	983	1,165	1,380
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	717	896	1,082	1,301
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	803	983	1,165	1,380

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	28.1	17.5	16.9	15.1
P/CF (x)	11.5	10.6	10.2	9.3
P/B (x)	4.6	5.0	4.1	3.5
EV/EBITDA (x)	9.6	10.2	9.2	8.2
EPS (원)	1,553	3,365	3,478	3,907
CFPS (원)	3,781	5,574	5,761	6,301
BPS (원)	9,541	11,853	14,215	17,002
DPS (원)	0	2,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	0.0	30.2	30.6	27.3
배당수익률 (%)	0.0	3.6	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	5.7	8.1	8.5	8.7
EBITDA증가율 (%)	1.0	18.4	10.2	9.3
영업이익증가율 (%)	-6.4	33.0	14.0	11.5
EPS증가율 (%)	-32.4	116.7	3.4	12.3
매출채권 회전율 (회)	6.9	6.8	6.8	6.9
재고자산 회전율 (회)	31.6	45.6	45.9	46.0
매입채무 회전율 (회)	58.5	61.5	64.6	64.7
ROA (%)	7.3	15.2	14.7	14.2
ROE (%)	15.4	29.1	25.0	23.7
ROIC (%)	17.2	21.1	22.5	23.1
부채비율 (%)	112.0	74.4	66.2	66.6
유동비율 (%)	96.1	105.8	129.5	175.4
순차입금/자기자본 (%)	58.9	26.7	14.6	3.2
영업이익/금융비용 (x)	7.9	14.4	21.2	29.0

코웨이

'소유의 종말' 이후 최적의 선택

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

