

# 코웨이 (021240.KS)

## Buy (신규)

목표주가 100,000원 (신규)

현재가 ('14/04/22) 79,400원

업종 기타 소비재

KOSPI 2004.22

KOSDAQ 570.98

시가총액(보통주) 6,123.7십억원

발행주식수(보통주) 77.1백만주

52주 최고가('14/04/10) 79,700원

최저가('13/04/19) 49,950원

평균거래대금(60일) 15.3십억원

배당수익률(2013) 2.50%

외국인지분율 53.9%

주요주주

코웨이홀딩스 외 12인 31.0%

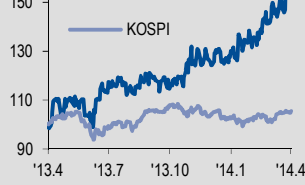
우리은행 5.8%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 20.9 32.6 59.0

상대수익률 19.2 40.2 52.0

Price Trend



Analyst 한국희  
02)768-7480, cookie@wooriwm.com

## 환경-렌탈-채널: 장기 성장을 이끄는 삼각 편대

코웨이에 대한 조사분석 제한이 해제되어 커버리지 개시. 환경가전 렌탈의 독보적인 사업자로 구조적 성장 잠재력 큰데다, 옹진그룹과의 결별 후 기업 전반적인 효율성이 개선되는 초입이라 매력적인 투자 대상. 추가적인 리레이팅 기대

### Buy 투자의견과 목표주가 10만원으로 커버리지 개시

- 당사는 최근 코웨이에 대한 조사분석 제한이 종료되어 커버리지를 개시, 동시에 대해 Buy 투자의견과 목표주가 10만원을 제시. 목표주가는 현금할인 방식(DCF)으로 산출되었는데, 유무형자산 상각 등의 비현금성 비용이 대규모로 발생하는 수익구조의 특징상 단기 손익보다는 현금흐름을 기초로 한 밸류에이션이 적절
- 목표주가 10만원의 implied PER과 EV/EBITDA는 2014년 기준 각각 26.2배, 14.3배. 지난 1년간 KOSPI 지수를 약 50.6%p 상회하는 우수한 수익률을 기록했으나, 구조적 성장 잠재력 측면에서 추가적인 프리미엄 부여 가능하다고 판단

### 프리미엄 강화의 세 가지 키워드: 환경, 렌탈, 채널

- 환경과 관련된 소비자들의 인식은 계속해서 커지고, 관련 수요도 증가. 특히 공기 청정기는 정수기를 잇는 대형 아이템이 될 가능성 상당히 높아, 당분간 동사의 성장을 이끌 전망
- 렌탈 비즈니스는 월 이용료를 지불하는 방식으로 소비자 부담이 적어 수요의 지속성이 견고. 또, 전국적인 판매망과 서비스 관리조직(CODY)이 창출하는 프랜차이즈 밸류와 환경 가전 시장에서의 강한 지배력도 장기적으로 매력적

### 비교하기 어려운 장기 투자 매력

- 동사의 비즈니스 모델은 세계적으로도 비교 대상을 찾기 어려울만큼 독특. 가입자 기반 렌탈 사업의 지속성이 뛰어난 실적 안정성을 뒷받침. 경기 순환적 요인이나 외부 환경 변화로부터 상당히 자유로울 수 있는 투자 선택
- 또한 옹진그룹과의 결별로 지배구조 위험 제거되고, 새로운 대주주 하에서 실적 개선이 고배당을 통해 소액주주 가치 제고로 이어질 수 있는 연결 고리 마련. 장기적으로 이익 성장률만큼 배당 증액 가능. 올해 배당수익률 2.5% 기대

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	1,807	5.7	228	12.6	120	1,553	-28.3	28.0	4.2	9.5	15.4	112.0	434
2013	1,934	7.0	333	17.2	253	3,283	111.4	20.2	5.3	10.0	28.6	69.6	116
2014E	2,117	9.5	372	17.6	294	3,810	16.0	20.3	5.3	11.2	28.2	64.2	59
2015F	2,369	11.9	423	17.8	330	4,278	12.3	18.1	4.6	9.8	27.4	60.0	-24
2016F	2,624	10.8	469	17.9	364	4,718	10.3	16.4	4.1	8.7	26.4	56.1	-122

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

# CONTENTS

I. Buy 투자의견과 목표주가 10만원으로 커버리지 개시 .....	3
II. 프리미엄 확대의 세 가지 근거들 .....	5
1. 환경 문제의 가장 경제적인 해결책	
2. 렌탈 모델, 불황에 더 빛나는 향유 경제의 기반	
3. 채널 파워, 진입 장벽이자 신규 성장의 발판	
III. 위험 요인들을 압도하는 실적 성장 가시성 .....	11
1. 실적 전망: 향후 3년 EPS CAGR 12.5%로 고성장	
2. 몇 가지 위험 요인 점검 (저가품 경쟁, 채널 갈등, 현금 불일치)	
IV. Appendix .....	17

## I. Buy 투자 의견과 목표주가 10만원으로 커버리지 개시

### DCF 방식으로 산출된 목표주가 10만원 제시

당사는 최근 코웨이에 대한 조사분석 제한 해제로 동 기업에 대한 커버리지를 시작한다. 현금흐름할인 방식(DCF)으로 산출된 목표주가 10만원은 현 주가 대비 26%의 주가 상승 여력을 시사하여, 투자 의견을 Buy로 제시한다. 유무형자산 상각비를 포함한 비현금성 비용이 대규모로 발생하는 동사의 수익 구조 특징상, 손익 지표보다는 EBITDA 혹은 현금흐름을 기초로 한 가치 산정 방식이 적절하다고 판단하였다. 목표주가 10만원의 2014년 기준 PER은 26.2배, EV/EBITDA는 14.3배이다.

#### DCF 방식으로 산출된 목표주가 10만원

	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
EBIT	333	372	423	469	525	576	618
NOPLAT	254	278	316	351	393	431	462
DEP+AMOR	189	168	187	204	221	238	249
CAPEX	246	227	254	269	283	299	291
FCF	19	241	265	308	357	402	435
Discount factor		0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.68
PV of FCF		226	234	255	278	293	298
Sum of PV	1,583						
Continuing Value							
Noplat as of 2019	462						
g	1.5						
ROIC	27.9						
CV at the end of 2019	8,792						
discount factor	0.68						
PV of Continuing Value	6,017						
Equity Value	7,717						
+net debt	116						
-minority interest	0						
-Preferred Stock	0						
mid-year adjust factor	1.02						
Current Equity Value	7,870						
<b>Per share Value</b>	<b>100,000</b>						
shares outstanding	77,125						
Present price	79,400						
Upside (%)	25.9						

**[Key assumptions]**

g=1.5%

Rf=4.0%

Rp=6.0%

Beta=0.8

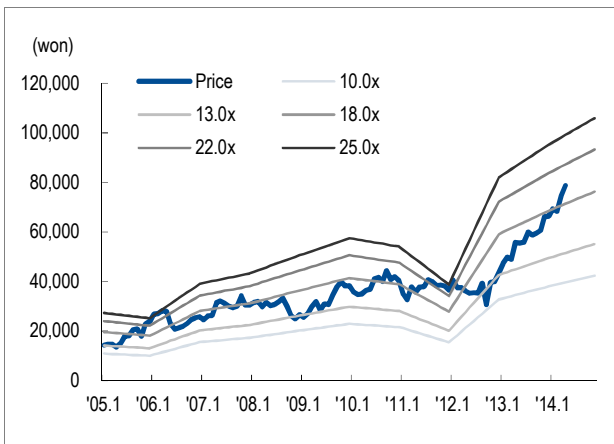
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

목표주가 민감도 분석 (단위: 원)

		Terminal Growth						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	4.5%	120,826	133,419	149,584	171,094	201,125	245,989	320,280
	5.0%	108,482	118,346	130,660	146,468	167,503	196,870	240,742
	5.5%	98,384	106,284	115,931	127,974	143,435	164,007	192,728
	6.0%	89,971	96,416	104,144	113,579	125,359	140,481	160,603
	6.5%	82,857	88,195	94,500	102,059	111,289	122,813	137,605
	7.0%	76,764	81,243	86,466	92,633	100,029	109,059	120,333
	7.5%	71,488	75,288	79,670	84,780	90,815	98,051	106,886
	8.0%	66,876	70,131	73,850	78,138	83,138	89,044	96,124
	8.5%	62,811	65,623	68,809	72,448	76,645	81,538	87,317

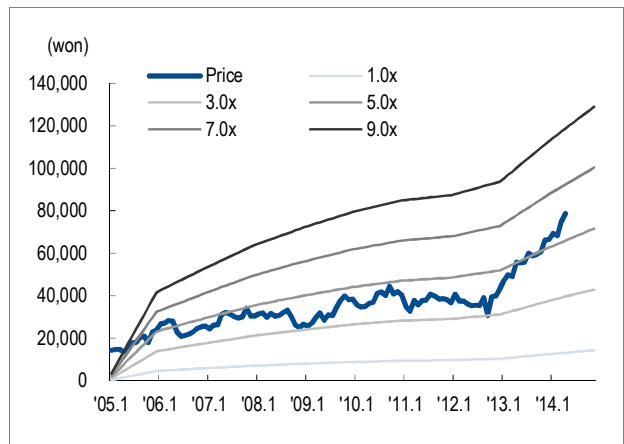
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

코웨이의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

## II. 프리미엄 확대의 세 가지 근거들

### 리레이팅이 계속될 수 있는 세 가지 이유

코웨이는 2013년 1월 MBK파트너스에 인수되면서 웅진 그룹과 완전히 결별했다. 그룹 리스크 해소를 계기로 그간 Forward 12개월 PER 15배 내외에서 형성되어 있던 동사의 밸류에이션은 최근 1년 간 약 20배 수준까지 높아졌다. 이러한 밸류에이션 리레이팅에도 불구하고 당사는 추가적인 프리미엄 확대를 예상한다. 다음 세 가지 이유에서 국내 내수 산업 내에서 최고 수준의 밸류에이션을 적용할 수 있다고 판단한다.

### 1. 환경 문제의 가장 경제적인 해결책

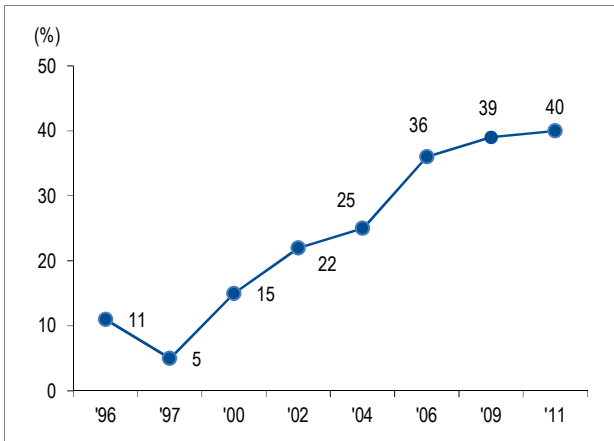
#### 핵심 사업의 구조적 성장 잠재력

코웨이는 핵심 사업, 즉 환경 가전 제품의 구조적 성장 잠재력이 높다는 점에서 프리미엄 부여가 정당하다. 즉 주력 품목인 환경 가전 제품에 대한 소비자 수요는 앞으로 더 강해질 것으로 보이며, 구체적으로는 당분간 공기 청정기가 핵심 성장 동력으로 작동할 것이다. 현재 동사의 렌탈 계정 중 약 48%(2013년 기준)를 차지하는 정수기의 과거 장기 성장 궤적에서 시사점을 발견할 수 있다.

#### 정수기 보급률의 상승과 코웨이의 성장

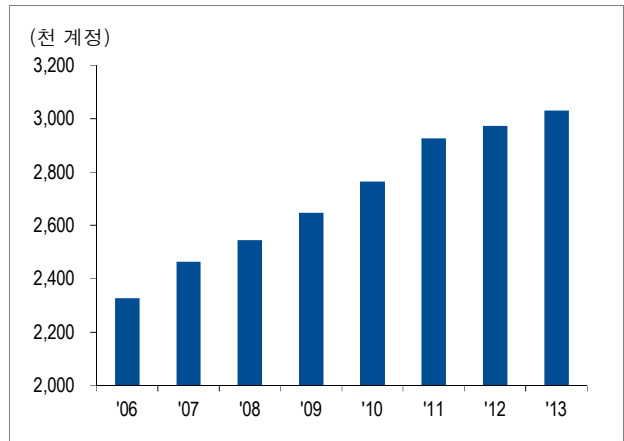
코웨이의 명실상부한 주력 아이템인 정수기의 경우, 2006년에만 하더라도 렌탈 계정 수가 173만 정도에 불과했다. 2013년 현재 이 숫자는 약 322만에 이르렀다. 여기에 멤버십 계정까지 포함하면 같은 기간 동안 정수기 계정 수는 233만에서 303만으로 증가했다. 그 배경에는 정수기 보급률의 꾸준한 상승이 있었다.

2000년대 들어 크게 높아진 정수기 보급률



자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

꾸준히 증가해 온 코웨이 정수기 계정 수



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

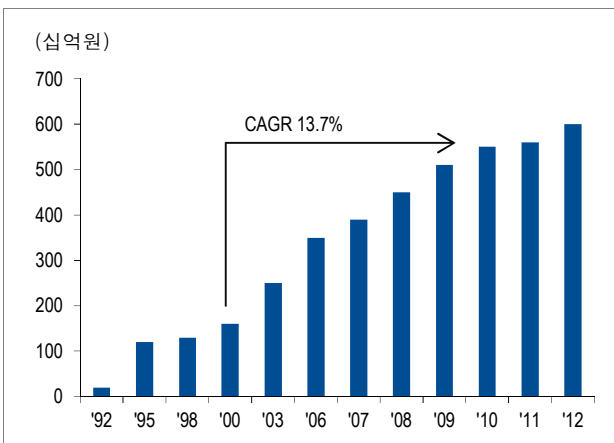
**동시에 진행된 생수  
시장 급팽창**

통계청에 따르면 2000년에 약 15%에 불과했던 한국 가계의 정수기 보급률은 2011년 현재 약 40%까지 높아졌다. 10년 만에 수요가 약 2.7배 늘어난 셈이다. 같은 기간 동안 국내 생수 시장의 규모도 급격히 늘어났다. 2000년 약 1600억원 규모에 불과했던 국내 생수 시장은 2011년에 약 5,500억원으로 약 3.5배 성장했다.

**환경 이슈에 대한 관심  
= 동시의 초과 성장  
기회**

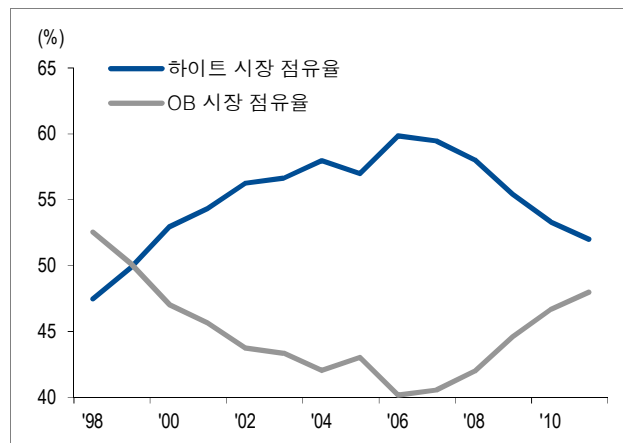
십여 년에 걸쳐 정수기 보급과 생수 수요가 동시에 급팽창한 배경에는 분명히 ‘더 깨끗한 물’에 대한 소비자들의 요구가 존재했던 것 같다. 공교롭게도 하이트진로의 ‘하이트’ 브랜드가 오비맥주를 누르고 국내 레귤러 맥주 시장에서 1위(최고 점유율 60%)에 올랐던 것도 같은 기간의 일이었는데, 하이트의 ‘물’ 마케팅 성공은 이미 잘 알려진 사례이다. 요컨대 2000년대 들어 ‘깨끗한 물’에 대한 소비자들의 관심과 수요는 폭발적으로 늘어났고, 관련 제품인 생수나 정수기 시장도 초과 성장을 향유하였다.

**국내 생수 시장은 2000 년대에 급격히 성장**



자료: 우리투자증권 리서치센터

**하이트맥주, '물'을 이슈화하여 시장 1 위 차지**



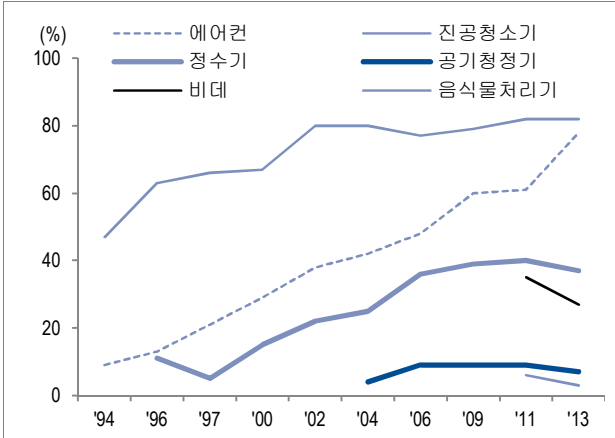
자료: 통계청, 하이트진로

주: 자료 부족으로 총수요는 출고량 기준, 각 사는 판매량 기준으로 출하였음. 정확한 숫자는 아니지만 추세 파악에는 무리 없음

**공기 오염 이슈  
빈발하나 청정기  
보급률 아직 낮아**

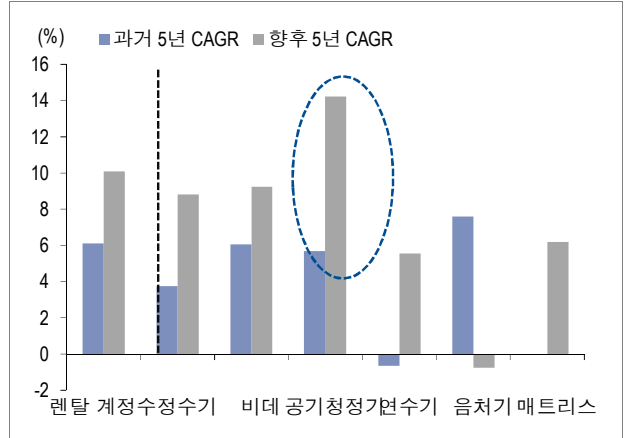
최근 대기오염이나 중국발 미세먼지 등 오염 이슈 때문에 소비자들의 ‘깨끗한 공기’에 대한 관심과 수요도 크게 증가한 것으로 추정된다. 그런데도 통계청에 따르면 국내 공기청정기 보급률은 2006년 이후 줄곧 9% 수준에서 정체되어 있고, 이는 정수기의 40%나 에어컨의 61%에 비해 매우 낮다. 정수기의 경우도 10% 내외에서 보급률이 정체되었다가 이후 급등했음을 상기할 필요가 있다. 다시 말해 현재 낮은 공기 청정기의 보급률은 역으로 향후 풍부한 성장 잠재력을 시사한다.

**가구당 가전기기 보급률: 공기 청정기의 성장 잠재력 시사**



자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

**코웨이의 생활가전 종류별 렌탈 계정수 증가율 트렌드**

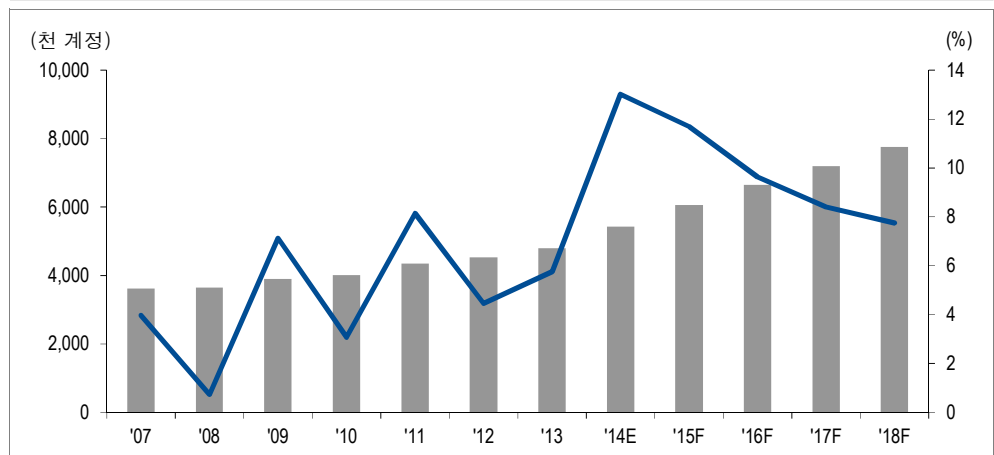


자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

**향후 5년간 청정기  
보급률 급등에 따른  
성장 향유 전망**

당사는 코웨이의 렌탈 계정수가 향후 5년 간 평균 10.1% 증가할 것으로 전망하는데, 그 가운데 공기청정기의 증가율이 14.3%로 가장 높아, 향후 동사의 핵심적인 성장 동력으로 자리잡을 전망이다. 현재 40% 수준의 보급률(코웨이 자체 조사로는 약 32%)을 보이는 정수기의 경우, 동사의 계정 수(렌탈과 멤버십 모두 포함)는 약 303만이다. 현재 공기청정기의 계정 수는 135만에 불과하고, 당사는 이것이 2018년에 약 254만으로 증가할 것으로 전망한다 (CAGR 13.4%). 5년 안에 공기청정기의 계정 수가 현재 정수기 계정수의 85%까지 올라가게 되는 셈이다.

**꾸준히 증가하는 렌탈 사용자 기반**



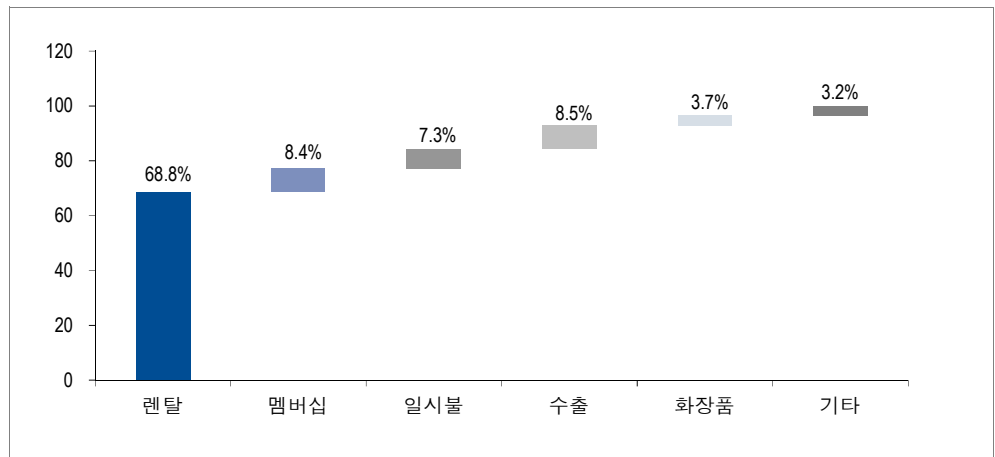
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 2. 렌탈 모델, 불황에 더 빛나는 향유 경제의 기반

**변동성 극히 낮고  
진입장벽 높은 렌탈  
비즈니스**

두 번째로 코웨이는 거시 경제 조건과 상관없이 가시성 높은 성장이 가능하기 때문에 프리미엄 부여가 타당하다. 코웨이 매출의 약 69%는 렌탈 비즈니스에서 창출된다. 렌탈 비즈니스의 핵심 속성은 회사와 가입자간 계약과 동시에 판매 제품의 제조원가와 판매수수료가 일시에 비용으로 반영되고, 이 같은 비용은 매월 렌탈료로 장기간에 걸쳐 회수된다는 점이다.

**코웨이의 매출 중 69%는 렌탈 비즈니스에서 발생**



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

따라서 초기 현금 유출이 클 수 밖에 없어 자금력이 약한 신규 사업자의 시장 진입이 어렵고, 가입자들로부터 꾸준히 현금(렌탈료) 수취가 가능한 모델이기 때문에, 일정 규모의 가입자 기반이 확보되면 매우 안정적인 사업이 된다. 실제로 렌탈 판매 시점에서는 회사는 매출액보다 훨씬 큰 현금 유출 때문에 마이너스의 현금흐름 상태를 보이나, 1년이 지나면 플러스로 전환되는 구조이다.



렌탈 판매 시 현금 흐름 분석: 정수기 CP-07BLO의 예 (단위: 원)

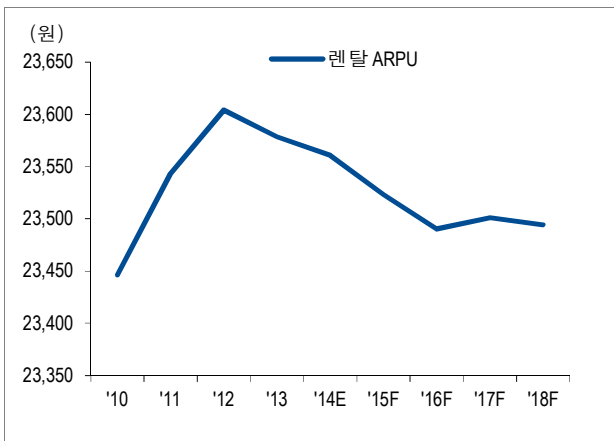
	판매시점	1년	2년	3년	4년	5년
<b>[현금유입]</b>						
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	339,273	339,273	339,273
<b>[현금유출]</b>						
제품제조원가	152,536	152,536				
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
소계	272,085	377,363	89,366	76,638	82,435	76,253
<b>[현금흐름]</b>	<b>-149,176</b>	<b>97,546</b>	<b>294,634</b>	<b>262,635</b>	<b>256,838</b>	<b>263,020</b>
<b>(누계)</b>		<b>97,546</b>	<b>392,180</b>	<b>654,815</b>	<b>911,653</b>	<b>1,174,673</b>

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

낮은 ARPU가 의미하는 경기 방어력

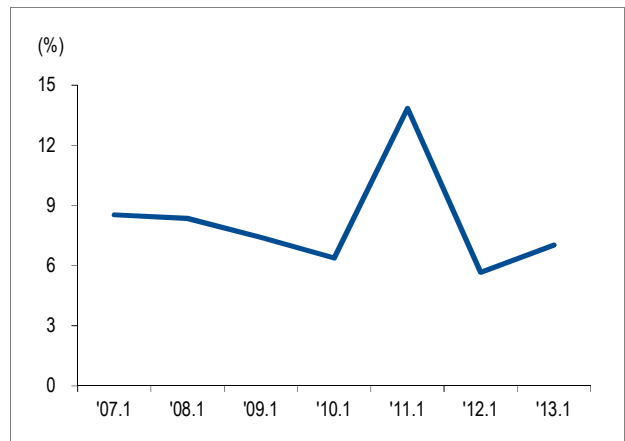
이에 더하여 코웨이의 비즈니스는 경기 변화에 매우 둔감하다. 동사 매출의 약 80%를 렌탈 및 멤버십 비즈니스가 차지하는데, 각각의 monthly ARPU(average revenue per user, 가입자당 월 지불 금액)는 2013년 현재 2만4,000원, 1만3,000원 수준에 불과하다. 즉 웬만한 경기 악화나 가치분소득 감소가 예상되더라도 소비자들이 건강이나 생활 습관을 유지하기 위해 감내할 수 있는 수준의 지불 금액이다. 이는 결국 기업 이익의 안정성으로 귀결된다.

코웨이의 월별 렌탈료는 2만원 남짓에 불과



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

불경기에도 견조한 코웨이의 매출 성장률



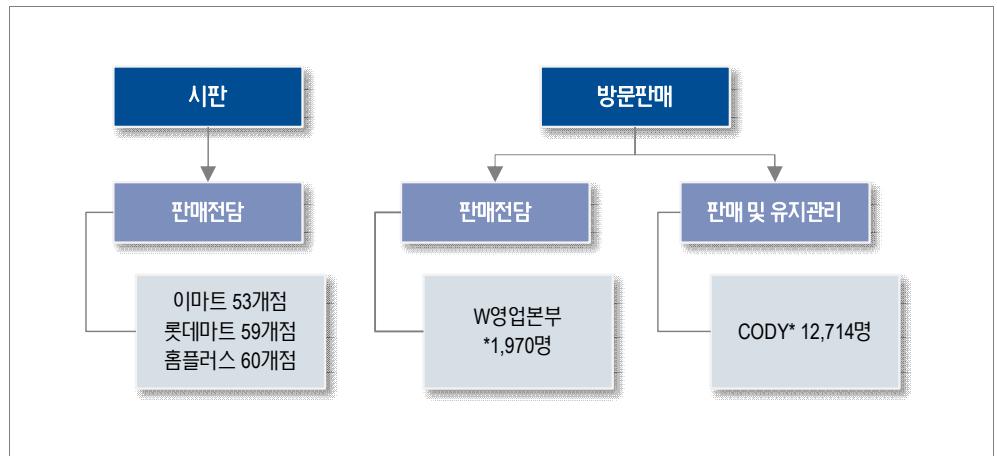
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

### 3. 채널 파워, 진입 장벽이자 신규 성장의 발판

#### CODY로 대표되는 채널 특수성

마지막으로 코웨이의 채널 파워 혹은 판매 네트워크의 특수성이 프리미엄의 근거이다. 동사의 판매 조직으로는 크게 CODY로 대표되는 방문판매와 이마트 등을 통하는 시판 채널이 공존한다. 특히 코웨이의 방문판매 조직은 1) 이미 잘 확립된 무형의 채널이며, 2) 훌륭한 고객 접점으로서 신규 수요를 창출하며, 3) 소비자 트렌드 관련 정보를 수집할 수 있는 핵심 자산이다.

코웨이의 판매 조직 구성

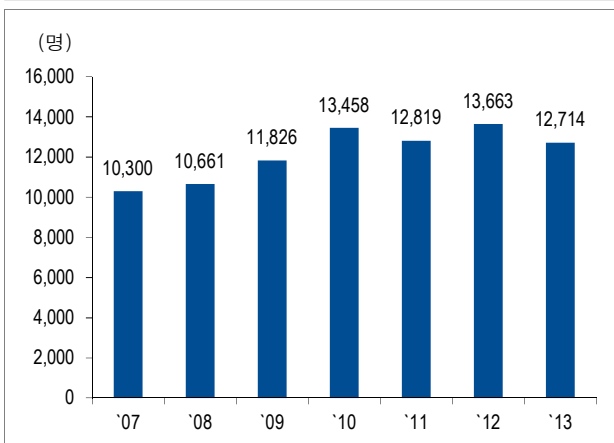


자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 정리

#### 몇 년 간 크게 향상된 채널 효율성

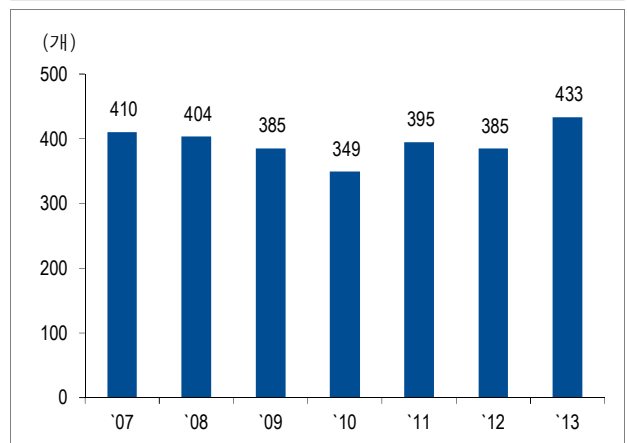
일반적인 경우, 방문판매 사업은 판매원 수의 증감이 사업 규모의 증감과 동행한다. 하지만 동사의 경우 CODY는 단순 판매뿐만 아니라 2개월에 한 번 가입자 가정을 방문하여 필터 교체 등의 서비스를 전담한다는 점에서 차별화된다. 다시 말해, CODY의 개인 수익이 생활가전 판매뿐 아니라 서비스 활동에서도 발생함에 따라 조직이 안정적으로 유지될 수 있었다. 따라서 지난 몇 년 간은 CODY 인원을 줄이면서도 효율성을 키우는 데 성공하여 더 이상 CODY 인원 증감이 회사의 외형을 좌우하지 않게 되었다.

코디 인원 현황



자료: 코웨이

코디 1인당 관리 계정수



자료: 코웨이

### Ⅲ. 위험 요인들을 압도하는 실적 성장 가시성

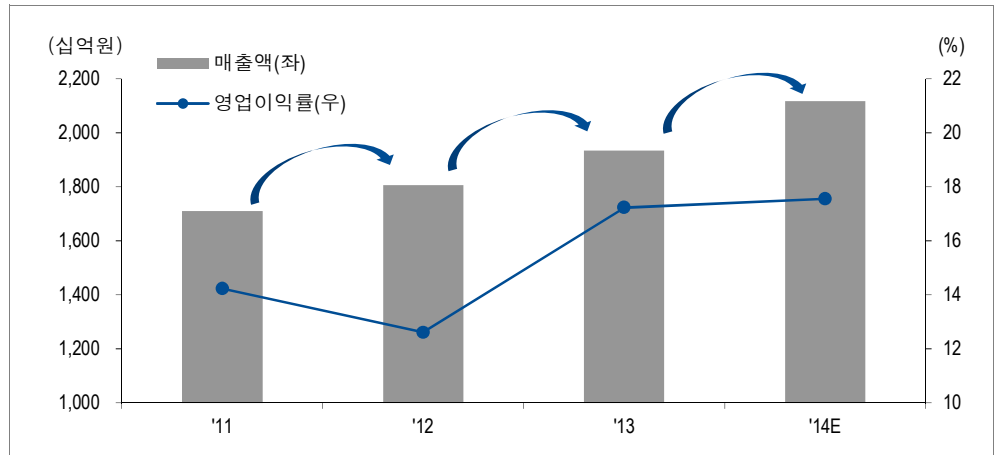
#### 1. 실적 전망: 향후 3년 EPS CAGR 125%로 고성장

##### 1) 다시 성장에 집중

#### 올해 매출액 9.5% 성장 전망

2013년이 새로운 대주주 MBK 파트너스가 경영하는 첫해였던 만큼, 기업 운영의 초점은 주로 비효율의 제거와 각종 핵심 지표의 개선에 맞춰져 있었다. 반면 2014년은 개선된 효율성의 바탕 위에서 보다 성장성에 집중하는 한 해가 될 전망이다. 국내 환경 가전의 경우 1) 정수기, 청정기, 매트리스 중심의 렌탈 판매 확대와, 2) 시판 채널 확대 (홈쇼핑, 마트, 하이마트 입점 등), 3) 13년 가격 인상 지속 반영에 따른 점진적인 ARPU 상승, 4) 판매 전담 조직 충원을 기반으로 한 채널 파워 강화 등이 성장을 뒷받침할 전망이다. 2014년 동사의 매출액은 약 9.5% 성장한 2조1,173억원에 이를 전망이다. 이 중 렌탈 매출 증가율은 약 9.2%에 이를 것으로 추정하는데, 특히 공기청정기의 렌탈 계정 수 증가가 핵심 동인이 될 전망이다.

성장에 더 무게가 실리는 2014년



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

코웨이 사업부별 주요 가정에 따른 실적 추정								(단위: 십억원, %)	
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>1,502</b>	<b>1,710</b>	<b>1,807</b>	<b>1,934</b>	<b>2,117.3</b>	<b>2,369</b>	<b>2,624</b>	<b>2,878</b>	<b>3,143</b>
렌탈	1,106	1,206	1,286	1,333	1,456	1,622	1,781	1,931	2,080
멤버십	148	161	161	172	179	203	241	287	347
일시불	107	138	145	149	154	161	168	173	176
수출	-	-	110	145	181	218	251	284	318
화장품	23	68	67	76	79	81	84	85	86
기타	117	136	38	58	69	83	100	118	136
<b>매출액 성장률</b>	<b>6.4</b>	<b>13.9</b>	<b>5.7</b>	<b>7.0</b>	<b>9.5</b>	<b>11.9</b>	<b>10.8</b>	<b>9.7</b>	<b>9.2</b>
렌탈	4.5	9.0	6.6	3.7	9.2	11.4	9.8	8.4	7.7
멤버십	7.1	8.8	0.3	6.8	3.7	13.4	18.7	19.3	20.9
일시불	36.6	28.7	4.7	3.2	3.0	5.0	4.0	3.0	2.0
수출				32.0	25.0	20.9	15.0	13.0	12.0
화장품		191.9	-1.4	13.6	3.5	2.6	3.0	1.5	1.7
기타				50.7	19.1	21.1	20.1	18.0	15.0
<b>매출액 구성</b>									
렌탈	73.7	70.5	71.2	69.0	68.8	68.5	67.9	67.1	66.2
멤버십	9.8	9.4	8.9	8.9	8.4	8.6	9.2	10.0	11.0
일시불	7.1	8.1	8.0	7.7	7.3	6.8	6.4	6.0	5.6
수출	0.0	0.0	6.1	7.5	8.5	9.2	9.6	9.9	10.1
화장품	1.6	4.0	3.7	4.0	3.7	3.4	3.2	2.9	2.7
기타	7.8	8.0	2.1	3.0	3.2	3.5	3.8	4.1	4.3
<b>매출총이익</b>	<b>1,011</b>	<b>1,158</b>	<b>1,201</b>	<b>1,282</b>	<b>1,407</b>	<b>1,569</b>	<b>1,732</b>	<b>1,892</b>	<b>2,060</b>
렌탈	811	871	921	955	1,043	1,161	1,275	1,383	1,489
멤버십	102	111	110	118	125	143	169	202	244
일시불	-	84	78	93	107	115	120	125	128
수출	-	-	22	34	45	57	65	74	83
화장품	-	56	56	65	64	66	68	69	70
기타	98	36	15	18	23	28	34	40	46
<b>매출총이익률</b>	<b>67.3</b>	<b>67.7</b>	<b>66.5</b>	<b>66.3</b>	<b>66.5</b>	<b>66.3</b>	<b>66.0</b>	<b>65.8</b>	<b>65.5</b>
렌탈	73.3	72.2	71.6	71.6	71.6	71.6	71.6	71.6	71.6
멤버십	68.9	68.8	68.1	68.7	70.1	70.4	70.4	70.4	70.4
일시불		61.1	53.9	62.0	69.3	71.0	71.7	72.2	72.5
수출			20.0	23.2	25.1	26.0	26.0	26.0	26.0
화장품		82.1	83.2	84.6	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
기타			39.2	32.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
<b>판매비</b>	<b>704</b>	<b>915</b>	<b>974</b>	<b>949</b>	<b>1,035</b>	<b>1,147</b>	<b>1,262</b>	<b>1,367</b>	<b>1,484</b>
인건비	196	232	267	265	290	325	360	394	431
광고선전비	56	58	51	48	53	59	66	72	79
판매수수료	220	305	316	303	330	367	404	440	478
기타 판매비	233	320	339	333	362	396	433	460	497
<b>영업이익</b>	<b>307</b>	<b>243</b>	<b>228</b>	<b>333</b>	<b>372</b>	<b>423</b>	<b>469</b>	<b>525</b>	<b>576</b>
영업이익 성장률	50.2	-20.7	-6.4	46.3	11.6	13.7	11.0	11.9	9.7
영업이익률	20.4	14.2	12.6	17.2	17.6	17.8	17.9	18.2	18.3
<b>EBITDA</b>	<b>445</b>	<b>396</b>	<b>400</b>	<b>522</b>	<b>540</b>	<b>609</b>	<b>674</b>	<b>746</b>	<b>814</b>
EBITDA 성장률	26.4	-11.1	1.0	30.6	3.4	12.9	10.6	10.8	9.1
EBITDA 마진	29.7	23.1	22.1	27.0	25.5	25.7	25.7	25.9	25.9

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 사업부별 매출 추정을 위한 핵심 가정

(단위: 십억원, 천대, 천원, %)

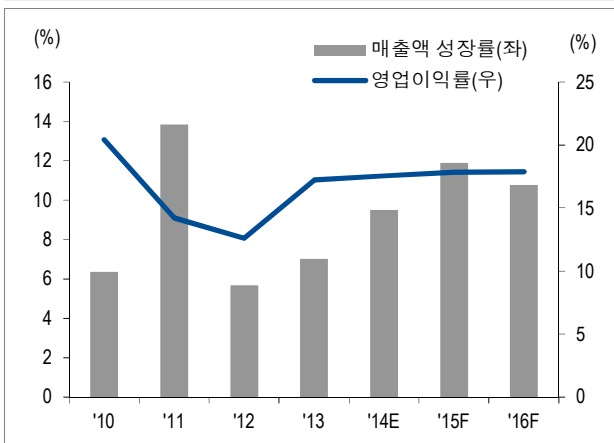
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>렌탈 비즈니스 관련</b>									
렌탈 매출액	1,106	1,206	1,286	1,333	1,456	1,622	1,781	1,931	2,080
렌탈 계정 수	4,018	4,345	4,539	4,800	5,424	6,059	6,642	7,200	7,758
정수기	2,081	2,216	2,259	2,324	2,575	2,848	3,097	3,321	3,544
비데	692	756	772	826	922	1,015	1,105	1,195	1,285
공기청정기	1,036	1,128	1,181	1,223	1,476	1,718	1,938	2,158	2,378
연수기	309	315	313	302	321	340	359	378	396
음식물처리기	27	28	34	34	34	33	33	33	32
매트리스	-	7	49	91	97	103	110	116	123
ARPU/월	23	24	24	24	24	24	23	24	23
<b>멤버십 비즈니스 관련</b>									
멤버십 매출액	148	161	161	172	179	203	241	287	347
멤버십 계정 수	901	1,004	1,084	1,097	1,026	1,050	1,120	1,189	1,263
정수기	684	712	715	707	674	688	727	766	806
비데	85	121	140	137	120	118	124	129	134
공기청정기	56	91	111	129	131	138	147	156	166
연수기	72	74	68	63	55	54	56	57	59
음식물처리기	3	4	3	3	2	2	2	2	2
매트리스	-	0	44	57	44	50	65	79	96
ARPU/월	14	13	12	13	15	16	18	20	23
<b>일시불 판매 관련</b>									
성장률	36.6	28.7	4.7	3.2	3.0	5.0	4.0	3.0	2.0
<b>수출 관련</b>									
성장률	-	-	-	32.0	25.0	20.9	15.0	13.0	12.0
<b>화장품 관련</b>									
성장률	-	-	-	50.7	19.1	21.1	20.1	18.0	15.0

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

영업이익률 0.4%p 개선  
전망

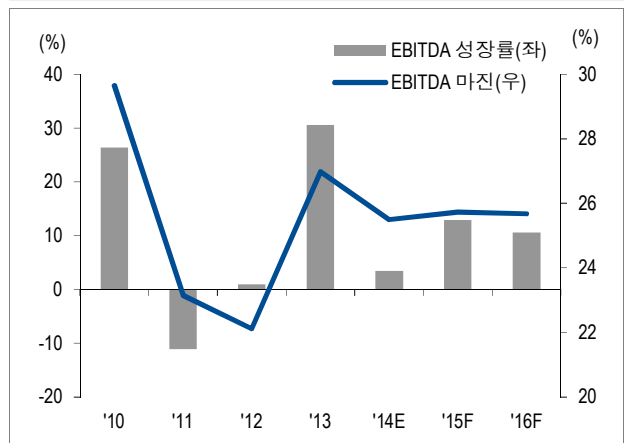
2014년 동사의 영업이익은 전년대비 11.6% 증가한 3,717억원에 이를 전망이다. 영업이익률은 2013년의 17.2%에서 0.4%p 개선된 17.6%를 예상한다. 작년에 비용 효율성을 제고한 만큼, 올해 성장성을 추구하는 과정에서 나타날 영업이익률의 개선은 그리 크지 않을 전망이다.

코웨이의 매출액과 영업이익 성장 트렌드



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

코웨이의 EBITDA 성장률과 마진



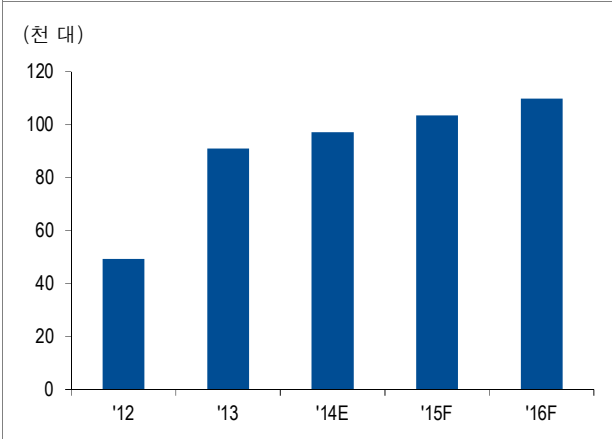
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

## 2) 더욱 매력적인 장기 성장 전망

### 장기 성장 잠재력이 더 매력적

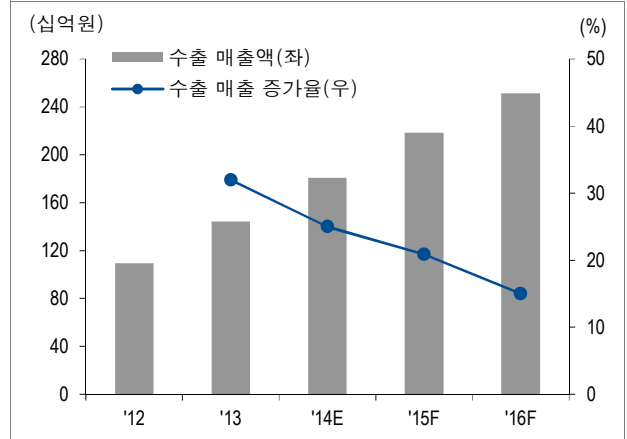
동사의 향후 3년 EPS CAGR은 12.4%에 달하면서 고성장을 지속할 전망이다. 우선 위에서 언급한 핵심 성장 기반을 제외하고, 매출 성장의 지속성을 더 탄탄하게 만들어 주는 성장 동력들이 존재하는데, 1) 수출 (청정기 ODM 등) 부문이 특히 중국을 중심으로 빠르게 성장하고 있고, 2) 매트리스 등 신규 아이템이 빠르게 정착하고 있다는 점이 긍정적이다.

매트리스 렌탈 계정 수 증가 추이



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

고성장하는 수출 매출액

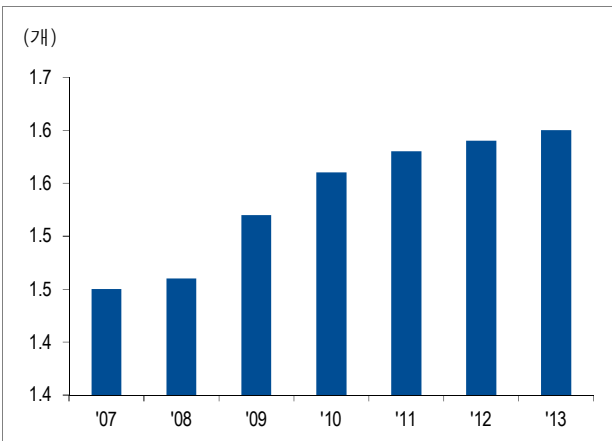


자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

### 효율성 개선도 지속

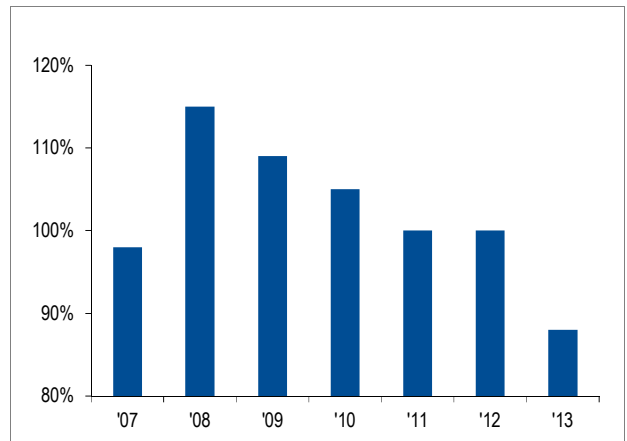
게다가 1인당 사용 제품 수가 꾸준히 증가하는 반면, 해약률은 하향 안정화되고 있는데 이는 회사의 성장과 이익 창출이 더 효율적으로 이뤄질 수 있음을 시사한다. 이 부문에서는 향후에도 특별한 변화 요인은 없어 보인다.

1인당 사용 제품 수 증가 추세



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

해약률은 하향 안정화



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**1분기 실적은 기대치를  
충족할 것**

코웨이의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,999억원(+7.4%, y-y)과 851억원(+22.9%)으로 추정되어 시장 컨센서스에 부합할 것으로 보인다. 매출액 성장률보다 영업이익 성장률이 크게 높은 이유는, 2013년 렌탈료 가격인상이 3월에 단행되어 이익률의 기저 효과가 존재하기 때문이다

구 분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014E	2015F
<b>매출액</b>	<b>465</b>	<b>497</b>	<b>489</b>	<b>482</b>	<b>500</b>	<b>541</b>	<b>540</b>	<b>536</b>	<b>1,934</b>	<b>2,117</b>	<b>2,369</b>
렌탈 매출액	327	332	335	339	349	359	369	379	1,333	1,456	1,622
계정 수	4,658	4,717	4,746	4,800	4,952	5,110	5,267	5,424	4,800	5,424	6,059
ARPU	23	24	24	24	24	24	23	24	24	24	24
멤버십 매출액	43	43	43	44	44	44	45	45	172	179	203
계정 수	1,135	1,100	1,088	1,066	1,052	1,033	1,017	1,001	1,097	1,026	1,050
ARPU	13	13	13	14	14	14	15	15	13	15	16
일시불 매출액	37	48	35	29	38	49	37	30	149	154	161
수출 매출액	31	45	38	31	39	56	47	38	145	181	218
화장품 매출액	18	22	17	20	19	23	17	20	76	79	81
기타	9	8	21	20	11	10	25	23	58	69	83
<b>매출액 성장률</b>	<b>5.2</b>	<b>11.3</b>	<b>6.8</b>	<b>4.9</b>	<b>7.4</b>	<b>8.9</b>	<b>10.5</b>	<b>11.1</b>	<b>7.0</b>	<b>9.5</b>	<b>11.9</b>
렌탈 매출액	3.5	4.1	3.6	3.6	6.5	8.2	10.2	11.8	3.7	9.2	11.4
멤버십 매출액	10.4	9.1	5.1	3.2	2.9	3.9	4.0	4.1	6.8	3.7	13.4
일시불 매출액	11.9	18.1	-9.3	-9.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.0	5.0
수출 매출액	5.0	111.4	35.6	0.2	25.0	25.0	25.0	25.0	32.0	25.0	20.9
화장품 매출액	6.3	35.5	-4.2	18.1	5.0	4.0	3.0	2.0	13.6	3.5	2.6
기타	16.1	-25.8	125.6	85.0	25.0	23.0	20.0	14.0	50.7	19.1	21.1
<b>매출총이익</b>	<b>311</b>	<b>329</b>	<b>319</b>	<b>323</b>	<b>333</b>	<b>359</b>	<b>356</b>	<b>359</b>	<b>1,282</b>	<b>1,407</b>	<b>1,569</b>
매출총이익률	66.8	66.2	65.3	67.0	66.6	66.4	65.9	66.9	66.3	66.5	66.3
<b>영업이익</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>97</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>98</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>333</b>	<b>372</b>	<b>423</b>
영업이익 성장률	7.9	21.9	54.2	145.7	22.9	24.1	-2.4	6.7	46.3	11.6	13.7
영업이익률	14.9	16.0	19.8	18.2	17.0	18.2	17.5	17.4	17.2	17.6	17.8

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 2. 몇 가지 위험 요인 점검 (저가품 경쟁, 채널 갈등, 현금 불일치)

투자자들이 동사의 비즈니스 모델이나 현 상태와 관련하여 인지하는 기업 가치 하락 위험은 크게 경쟁 격화, (채널 확장 시) 기존 채널과의 갈등, 만약의 사태에 발생할 현금 불일치 등으로 요약된다. 당사는 이들을 크게 우려하지 않는데, 각각의 이유는 다음과 같다.

**저가 브랜드 위협 늘  
존재, 특별히 위협이 될  
순간은 아님**

1) 저가 브랜드의 시장 신규 진입이라는 위협 요인은 지난 10여년 간 늘 존재해 왔다. 그러나 필터 교체 및 청소 서비스가 동반되어야 하는 환경 가전 렌탈 사업의 특성상 동사의 비교 우위는 크게 위협받은 적이 없었다.

**기존 채널과 신규  
채널의 갈등 여지도  
크지 않아**

2) 신규 채널 진입 시 기존 채널의 반발은 주로 기존 채널 판매자의 이해관계를 크게 침해할 때 발생하는데 전술했듯이 동사의 기존 판매망은 판매 이외의 관리 서비스 제공을 통해 수익 창출이 가능하기 때문에 심각한 갈등의 여지는 적다고 판단된다

**충분한 사업 경험  
축적으로 현금  
mismatch 가능성도  
낮음**

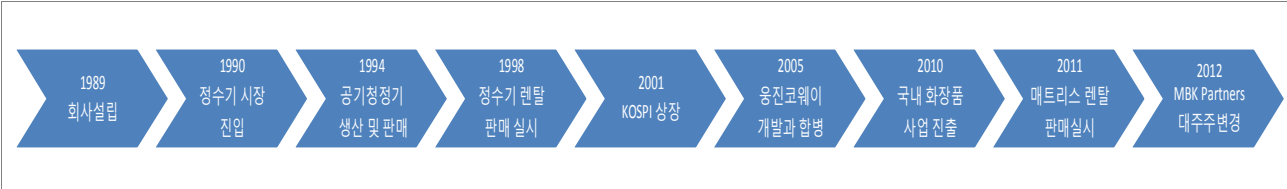
3) 코웨이의 렌탈 의무 사용 기간은 2년인데, 대부분의 제품이 2년 내 증도 해지 시에도 현금흐름상 손해가 거의 없도록 설계되어 있고 주력 제품들은 1년 내 현금흐름이 플러스 전환되는 구조이다. 2006년 이후 렌탈 비즈니스 운영의 역사가 길어 인프라 관련된 투자는 이미 완료되었기 때문에, 아주 특수한 경우를 제외하고는 현금흐름의 불일치가 심각하게 발생할 가능성은 낮아 보인다.



## IV. Appendix

### [코웨이 지배구조와 역사]

#### 코웨이 대략의 역사



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

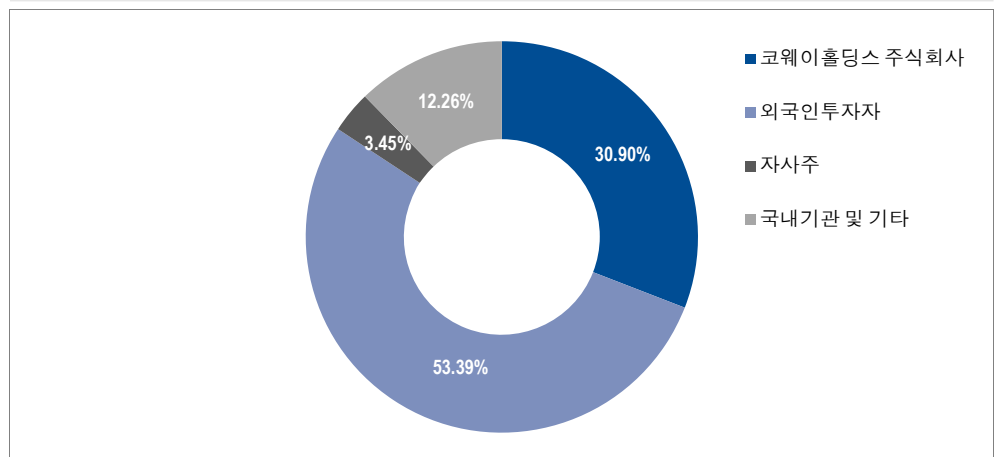
#### 코웨이의 연결 대상 종속기업 현황

(단위: %, 십억원)

종속기업	소재지	결산월	업종	지분율	자산	부채	자본	매출액	당기손익	포괄손익
WoongJin Coway (China) Living Goods Co., Ltd.	중국	12월	화장품 제조/정수기 등 판매 및 렌탈	100	42.1	16.6	25.5	44.9	-5.8	-5.3
Coway China Co., Ltd.	중국	12월	공기청정기 등 판매	100	38.8	40.0	-1.3	38.9	-1.4	-1.4
Coway(Thailand) Company Limited.	태국	12월	정수기 등 판매 및 렌탈	100	7.5	16.7	-9.2	12.3	-4.6	-3.8
Coway (M) Sdn Bhd.	말레이시아	12월	정수기 등 판매 및 렌탈	100	52.7	39.5	13.1	71.9	3.5	2.3
Woong Jin Coway USA Inc.	미국	12월	정수기 등 판매 및 렌탈	100	1.8	0.0	1.7	-	-	0.0
그린엔텍(주)	한국	12월	폐기물처리 및 오염방지시설 건설업	100	2.5	0.3	2.1	-	0.0	0.0
포천맑은물(주)	한국	12월	폐기물처리 및 오염방지시설 건설업	100	29.9	17.1	12.8	46.0	0.6	0.6

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

#### 코웨이의 지배구조



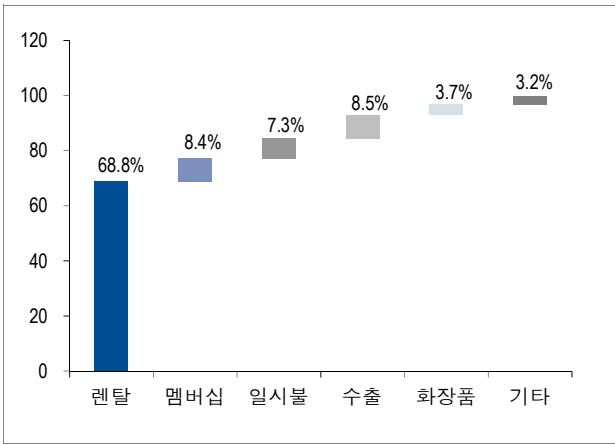
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**[매출과 제품구성]**

**렌탈과 멤버십**

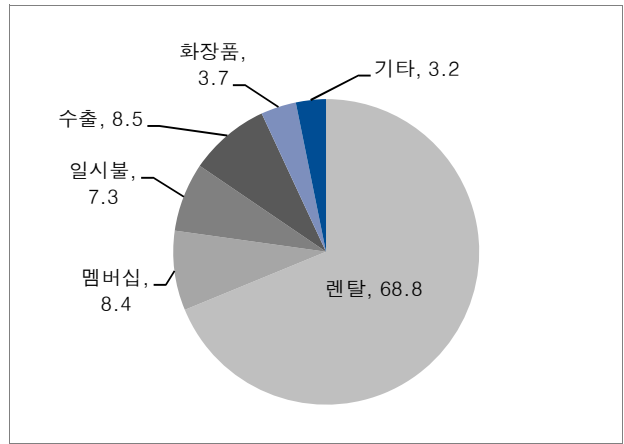
1. 렌탈 매출: CODY 등을 통해 소비자와 제품 렌탈 계약을 맺으면 첫 달에 등록비가 발생하는데, 이 등록비와 이후 매달 소비자가 지불하는 렌탈 요금으로 구성. 5년의 의무 계약 유지 기간. 실제 계약 유지 기간은 평균 40개월임
2. 멤버십 매출: 5년 계약 기간 종료 후, 해당 제품이 소비자 명의로 이전되면 이 제품에 대한 유지보수 서비스 통해 매출 발생. 또, 일시불로 판매된 제품들에 대한 유지/보수(필터 교환 등)를 통해서도 매출 발생

**코웨이의 매출 구성**



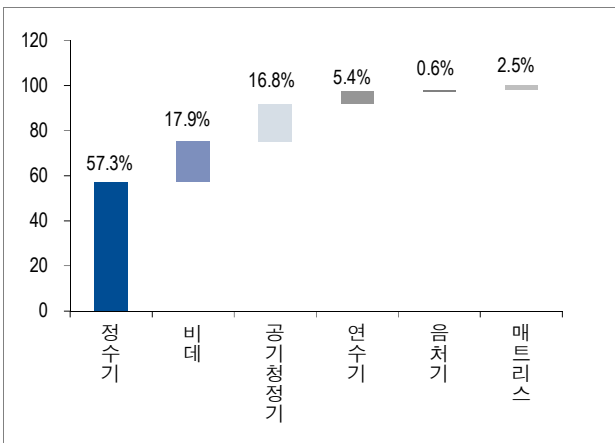
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**코웨이의 매출 구성**



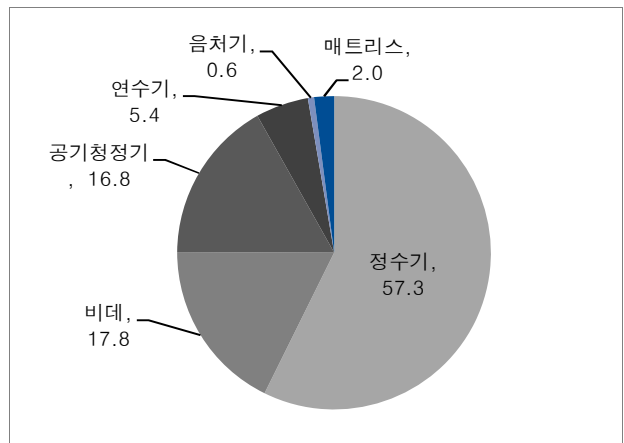
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**렌탈 매출의 제품군별 구성**



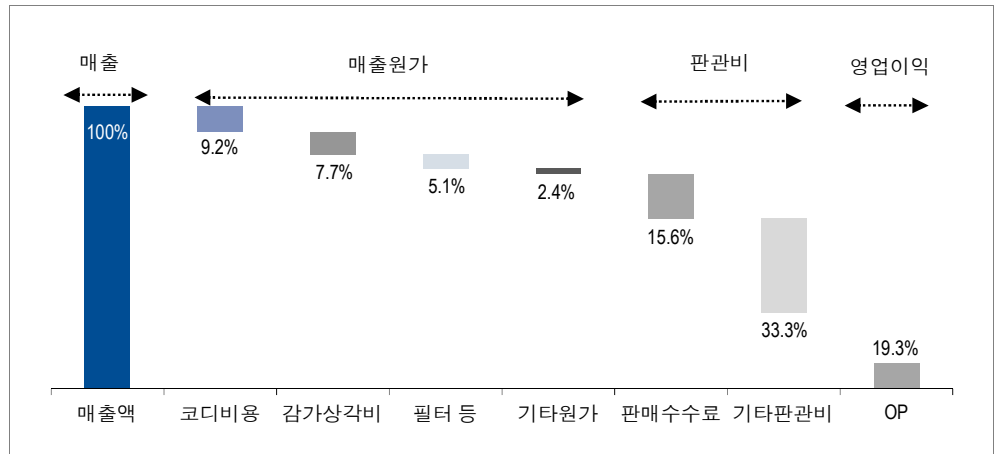
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**렌탈 매출의 제품군별 구성**



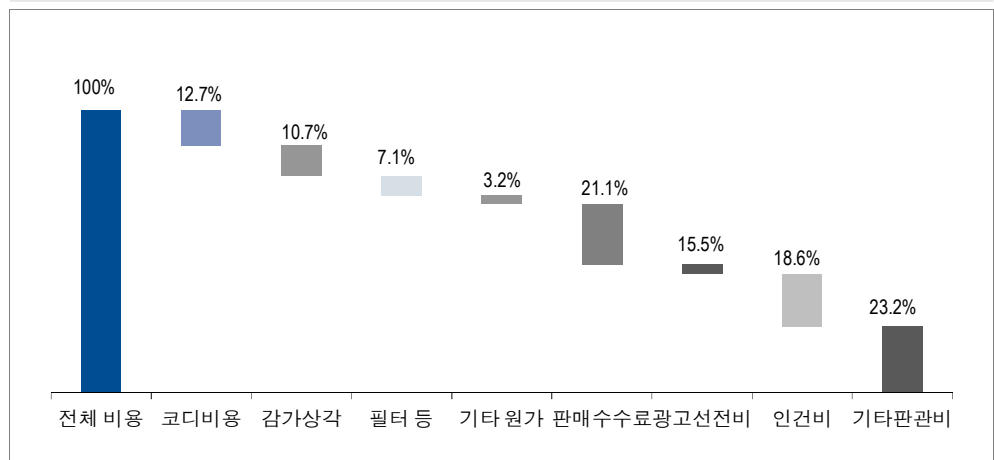
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

코웨이의 비용 구조



자료: 코웨이

코웨이의 주요 비용 믹스 (원가+판관비=100%)



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

렌탈자산 폐기손실

동사는 신규 렌탈 계약 시 렌탈 자산의 원가를 회계적으로 자산 처리하고 기본 계약 유지 기간인 5년간 이를 매달 1/60씩 분할 상각함. 이때 손익계산서와 현금흐름표에서는 계약 발생과 동시에 원가의 전액이 비용으로 반영됨. 만약 가입자가 계약기간 내 이탈할 경우 잔여 렌탈자산은 일시적으로 손실 처리하는데 이를 렌탈자산 폐기손실이라 하고, 2013년 그 규모는 388억원으로 전체 판관비의 4.1% 수준이었음

**렌탈 모델의 현금흐름 분석: 정수기 CP-07BLO의 예** (단위: 원)

	판매시점	1년	2년	3년	4년	5년
<b>[현금유입]</b>						
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	339,273	339,273	339,273
<b>[현금유출]</b>						
제품제조원가	152,536	152,536				
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
소계	272,085	377,363	89,366	76,638	82,435	76,253
<b>[현금흐름]</b>	<b>-149,176</b>	<b>97,546</b>	<b>294,634</b>	<b>262,635</b>	<b>256,838</b>	<b>263,020</b>
<b>(누계)</b>		<b>97,546</b>	<b>392,180</b>	<b>654,815</b>	<b>911,653</b>	<b>1,174,673</b>

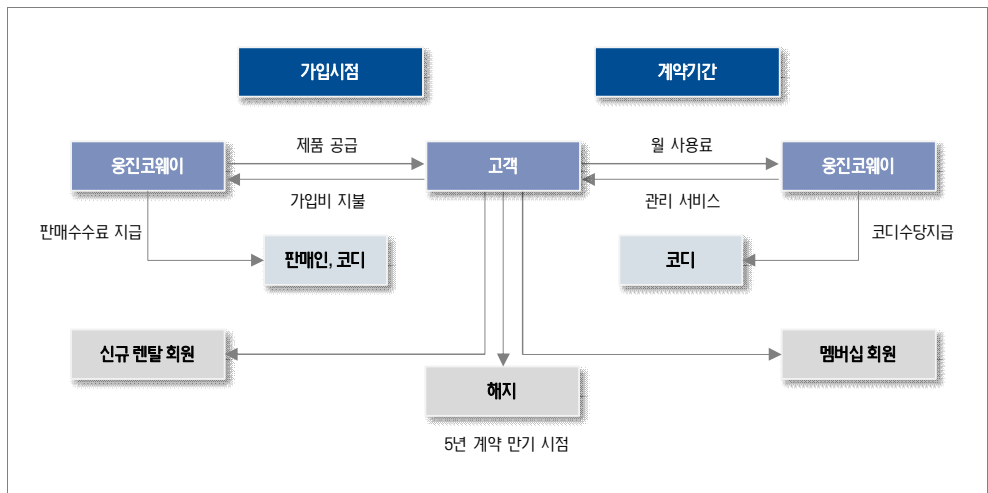
자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**렌탈 모델의 공헌이익 분석: 정수기 CP-07BLO의 예** (단위: 원)

	판매시점	1년	2년	3년	4년	5년
<b>[매출인식]</b>						
렌탈등록비	3,788	45,455	45,455			
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	35,788	429,455	429,455	339,273	339,273	339,273
<b>[비용인식]</b>						
감가상각비	2,542	30,507	30,507	30,507	30,507	30,507
설치수수료	934	11,204	11,204			
필터 및 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	5,567	66,800	66,800			
기타변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
유지관리수수료	0	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
소계	12,184	180,630	194,577	107,145	112,942	106,760
<b>[손익]</b>	<b>23,604</b>	<b>248,824</b>	<b>234,877</b>	<b>232,128</b>	<b>226,331</b>	<b>232,513</b>
<b>(누계)</b>		<b>248,824</b>	<b>483,702</b>	<b>715,829</b>	<b>942,160</b>	<b>1,174,673</b>

자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

**렌탈 모델의 거래 구조도**



자료: 코웨이, 우리투자증권 리서치센터

대표상품군의 일시불가격/렌탈비 Range				
	대표 상품	일시불 가격	렌탈비 (월)	판매방식
정수기	 스스로 살균 정수기	199만원~ 219만원	45,700~ 48,400원	일시불/ 렌탈
	 알칼리 이온 정수기	229만원	59,500원	일시불/ 렌탈
공기청정기	 자연 가습 공기 청정기 (청색)	690,000원	27,900원	일시불/ 렌탈
	 자연 가습 공기 청정기 (흰색)	940,000원	39,400원	일시불/ 렌탈
비데	 롤루 살균 비데	760,000원	23,900원	일시불/ 렌탈
	 롤루 비데	819,000원	25,900원	일시불/ 렌탈
기타 가정용품	 음식물처리기	790,000원		일시불
	 매트리스/ 침대	1,150,000원 (프레임) 1,350,000원 (매트리스)	31,900원(프레임) 38,900원(매트리스)	일시불/ 렌탈

자료: 코웨이, 주:프레임 상단 매트리스 별도 구매가격

포괄손익계산서(IFRS)

(십억원)	2012/12A	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F
<b>매출액</b>	<b>1,807</b>	<b>1,934</b>	<b>2,117</b>	<b>2,369</b>	<b>2,624</b>	<b>2,878</b>
증감률 (%)	5.7	7.0	9.5	11.9	10.8	9.7
<b>매출원가</b>	<b>605</b>	<b>652</b>	<b>710</b>	<b>800</b>	<b>892</b>	<b>986</b>
매출원가율 (%)	33.5	33.7	33.5	33.7	34.0	34.2
<b>매출총이익</b>	<b>1,201</b>	<b>1,282</b>	<b>1,407</b>	<b>1,569</b>	<b>1,732</b>	<b>1,892</b>
Gross 마진 (%)	66.5	66.3	66.5	66.3	66.0	65.8
증감률 (%)	3.8	6.7	9.8	11.5	10.3	9.3
판매비와 일반관리비	974	949	1,035	1,147	1,262	1,367
<b>영업이익 (A, GP-SG&amp;A)</b>	<b>228</b>	<b>333</b>	<b>372</b>	<b>423</b>	<b>469</b>	<b>525</b>
OP 마진 (%)	12.6	17.2	17.6	17.8	17.9	18.2
증감률 (%)	-6.4	46.3	11.6	13.7	11.0	11.9
유/무형자산상각비 (B)	172	189	168	187	204	221
유형자산상각비	165	181	165	183	201	218
무형자산상각비	7	7	4	3	3	3
<b>EBITDA (A+B)</b>	<b>400</b>	<b>522</b>	<b>540</b>	<b>609</b>	<b>674</b>	<b>746</b>
EBITDA 마진 (%)	22.1	27.0	25.5	25.7	25.7	25.9
증감률 (%)	1.0	30.6	3.4	12.9	10.6	10.8
금융수익	4	4	29	29	30	31
이자수익	1	4	6	8	10	13
외환관련수익	0	0	3	3	3	3
기타금융수익	2	0	20	18	17	15
금융비용	62	18	16	16	17	18
이자비용	29	18	13	13	14	15
외환관련비용	0	0	3	3	3	3
기타금융비용	33	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-9	0	0	0	0
기타영업외수익	23	14	0	0	0	0
기타영업외비용	28	23	20	18	17	15
종속 및 관계기업관련손익	-3	40	10	8	6	4
지분법손익	0	0	0	0	0	0
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>161</b>	<b>351</b>	<b>394</b>	<b>443</b>	<b>488</b>	<b>542</b>
증감률 (%)	-28.3	117.1	12.5	12.3	10.3	11.0
<b>법인세비용</b>	<b>42</b>	<b>97</b>	<b>101</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>138</b>
계속사업이익	120	253	294	330	364	404
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>120</b>	<b>253</b>	<b>294</b>	<b>330</b>	<b>364</b>	<b>404</b>
Net 마진 (%)	6.6	13.1	13.9	13.9	13.9	14.0
증감률 (%)	-32.4	111.4	16.0	12.3	10.3	11.0
기타포괄이익	-2	-1	0	0	0	0
증감률 (%)	적지	적지	-100.0	-	-	-
<b>총포괄이익</b>	<b>118</b>	<b>253</b>	<b>294</b>	<b>330</b>	<b>364</b>	<b>404</b>
증감률 (%)	-31.5	113.7	16.3	12.3	10.3	11.0
순이익 (우선주배당금제외)	120	253	294	330	364	404
<b>총현금배당금</b>	<b>0</b>	<b>202</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>178</b>	<b>197</b>

재무상태표

(십억원)	2012/12A	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F
현금 및 단기금융상품	119	202	271	367	479	611
매출채권	278	266	298	333	369	405
재고자산	41	41	51	62	74	90
기타유동자산	252	134	144	154	164	176
<b>유동자산</b>	<b>691</b>	<b>642</b>	<b>764</b>	<b>916</b>	<b>1,087</b>	<b>1,282</b>
증감률 (%)	35.1	-7.1	18.9	19.9	18.7	17.9
Current Asset Turnover	3.0	2.9	3.0	2.8	2.6	2.4
유형자산	594	597	660	731	799	863
설비투자	295	246	227	254	269	283
유형자산처분	3	6	0	0	0	0
감가상각비	165	181	165	183	201	218
투자자산	158	154	158	162	166	171
무형자산	158	151	157	154	151	148
기타비유동자산	76	73	73	73	73	73
<b>비유동자산</b>	<b>1,010</b>	<b>999</b>	<b>1,072</b>	<b>1,143</b>	<b>1,212</b>	<b>1,278</b>
증감률 (%)	-5.1	-1.2	7.3	6.7	6.0	5.4
Non-Current Asset Turnover	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
기타금융융업자산	0	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>1,702</b>	<b>1,641</b>	<b>1,835</b>	<b>2,059</b>	<b>2,299</b>	<b>2,560</b>
증감률 (%)	7.9	-3.6	11.8	12.2	11.7	11.3
Total Asset Turnover	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
매입채무	29	30	32	36	39	43
단기성부채	438	325	338	351	365	381
단기차입금	296	172	184	197	211	226
단기사채	0	0	0	0	0	0
유동성장기부채	110	146	146	146	146	146
단기금융부채	33	7	7	8	9	9
기타유동부채	246	279	305	339	373	404
<b>유동부채</b>	<b>720</b>	<b>637</b>	<b>678</b>	<b>730</b>	<b>781</b>	<b>832</b>
증감률 (%)	34.7	-11.5	6.5	7.7	7.0	6.5
Current Liability Turnover	2.9	2.9	3.2	3.4	3.5	3.6
장기성부채	154	0	0	0	0	0
사채	118	0	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	6	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	7	8	8	9	9
기타비유동부채	12	14	15	16	17	18
<b>비유동부채</b>	<b>179</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>48</b>
증감률 (%)	-39.0	-79.4	7.0	7.0	7.0	7.0
Non-Current Liability Turnover	7.6	17.9	55.5	58.0	60.0	61.5
<b>부채총계</b>	<b>899</b>	<b>674</b>	<b>718</b>	<b>772</b>	<b>827</b>	<b>880</b>
증감률 (%)	8.5	-25.0	6.5	7.6	7.0	6.5
Total Liabilities Turnover	2.1	2.5	3.0	3.2	3.3	3.4
자본금	41	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	131	131	131	131
주식발행초과금	98	98	98	98	98	98
기타	33	33	33	33	33	33
이익잉여금	717	890	1,041	1,210	1,396	1,603
기타자본	-85	-94	-94	-94	-94	-94
자기주식	-91	-103	-103	-103	-103	-103
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>803</b>	<b>967</b>	<b>1,118</b>	<b>1,287</b>	<b>1,473</b>	<b>1,680</b>
증감률 (%)	7.3	20.5	15.5	15.1	14.5	14.0
Shareholders' Equity Turnover	2.3	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
<b>Capital Employed</b>	<b>982</b>	<b>1,004</b>	<b>1,157</b>	<b>1,329</b>	<b>1,518</b>	<b>1,728</b>

현금흐름표

(십억원)	2012/12A	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>429</b>	<b>518</b>	<b>429</b>	<b>490</b>	<b>536</b>	<b>583</b>
+ 당기순이익	120	253	294	330	364	404
+ 현금유출이없는비용(수익)	382	348	276	305	333	361
+ 유형자산상각비	165	181	165	183	201	218
+ 무형자산상각비	7	7	4	3	3	3
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	3	-40	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	60	39	0	0	0	0
+ 기타손실(이익)	147	160	108	119	129	140
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>502</b>	<b>601</b>	<b>570</b>	<b>635</b>	<b>697</b>	<b>765</b>
- 운전자본의증가(감소)	-38	-42	-40	-33	-36	-44
- 매출채권의 증가(감소)	-55	-8	-32	-35	-36	-36
- 재고자산의 증가(감소)	25	11	-10	-11	-13	-15
+ 매입채무의 증가(감소)	0	1	3	4	4	3
- 기타운전자본의증가(감소)	-7	-45	-1	10	9	4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-301</b>	<b>-58</b>	<b>-236</b>	<b>-251</b>	<b>-263</b>	<b>-274</b>
+ 유동자산의감소(증가)	8	0	0	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	127	4	-4	-4	-4	-5
+ 유형자산의감소	3	6	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-295	-246	-227	-254	-269	-283
+ 무형자산의감소(증가)	-9	-1	-10	0	0	0
+ 기타	-136	178	6	8	10	13
<b>Free Cash Flow</b>	<b>134</b>	<b>272</b>	<b>202</b>	<b>236</b>	<b>267</b>	<b>300</b>
<b>Net Cash Flow</b>	<b>128</b>	<b>459</b>	<b>194</b>	<b>239</b>	<b>273</b>	<b>309</b>
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-74</b>	<b>-377</b>	<b>-124</b>	<b>-143</b>	<b>-161</b>	<b>-177</b>
+ 단기차입금의 증가(감소)	164	-150	13	13	14	15
+ 유동성장기부채의 증가(감소)	0	36	0	0	0	0
+ 사채의 증가(감소)	-59	-118	0	0	0	0
+ 장기차입금의 증가(감소)	-54	-36	0	0	0	0
+ 기타 이자발생자산부채의 증감	0	0	0	0	0	0
+ 자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0	0
+ 자기주식의처분(취득)	0	-19	0	0	0	0
- 배당금의 지급	-78	-78	-124	-143	-161	-178
+ 기타	-46	-13	-13	-13	-14	-15
기타현금흐름	-1	0	0	0	0	0
현금 및 현금성 자산의 증가	54	82	70	96	112	132
기초 현금 및 현금성자산	65	119	201	271	367	479
기말 현금 및 현금성자산	119	201	271	367	479	611



VALUATION (I)

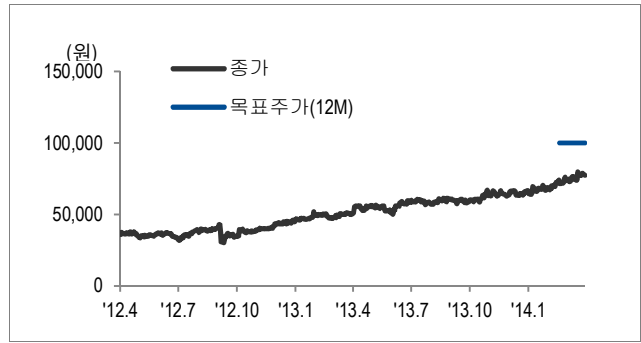
(십억원)	2012/12A	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F
<b>WACC (%)</b>						
부채비용 (COD)	3.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
평균부채비용	5.3	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
조정 (세금 등)	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
자기자본비용 (COE)	8.0	7.8	8.8	8.3	8.3	8.1
무위험수익률	3.2	3.0	4.0	3.5	3.5	3.3
주식리스크 Premium	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
WACC	5.9	5.8	6.5	6.3	6.4	6.3
전년대비 변동률 (%p)	-0.7	-0.1	0.7	-0.2	0.1	0.0
<b>RIM</b>						
Spread (FROE-COE) (%)	7.4	20.8	19.4	19.1	18.1	17.6
Residual Income	57.4	184.2	214.6	238.6	259.0	284.3
12M RIM Target Price (W)	98,579					
<b>EVA</b>						
투하자본	1,121.5	952.2	1,044.4	1,130.0	1,217.7	1,306.9
영업용비유동자산	824.8	819.9	889.1	956.8	1,021.6	1,083.1
순운영자본	296.7	132.3	155.3	173.2	196.0	223.8
세후영업이익	173.0	253.7	278.1	316.2	351.0	392.6
EBIT	227.8	333.2	371.7	422.7	469.4	525.1
(세금)	54.8	79.5	93.7	106.6	118.4	132.5
ROIC (%)	16.8	24.5	27.9	29.1	29.9	31.1
ROIC - WACC (%)	10.9	18.7	21.3	22.8	23.5	24.8
EVA	122.6	177.9	222.8	257.4	286.7	324.0
<b>DCF</b>						
EBIT	227.8	333.2	371.7	422.7	469.4	525.1
+ 유/무형자산상각비	171.9	188.7	168.1	186.6	204.3	221.1
- 세금	-58.9	-92.5	-94.8	-107.8	-119.7	-133.9
- CAPEX	-295.0	-245.7	-227.4	-254.2	-269.2	-282.6
- 영업용자본의 증가 (+감소)	-111.6	164.4	-23.0	-17.9	-22.8	-27.7
Free Cash Flow for Firm	157.4	19.2	240.6	265.3	307.7	357.4
<b>Enterprise Value</b>						
+ 시가총액	3,359	5,121	5,977	5,977	5,977	5,977
+ Net debt (-cash)	434	116	59	-24	-122	-239
Enterprise Value	3,793	5,238	6,036	5,953	5,855	5,738
- 투자자산	158	154	158	162	166	171
EV (조정후)	3,635	5,084	5,878	5,791	5,689	5,567
EV/ EBITDA (X)	9.5	10.0	11.2	9.8	8.7	7.7
EV/ EBIT (X)	16.6	15.7	16.2	14.1	12.5	10.9
EV/ EBITDA (조정후) (X)	9.1	9.7	10.9	9.5	8.4	7.5
EV/ EBIT (조정후) (X)	16.0	15.3	15.8	13.7	12.1	10.6
주당EBIT (W)	2,954	4,320	4,820	5,481	6,087	6,808
주당EBITDA (W)	5,182	6,767	7,000	7,901	8,736	9,675

VALUATION (II)

	2012/12A	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F
<b>PER, PBR &amp; PCR</b>						
<b>PER (X)</b>	<b>28.0</b>	<b>20.2</b>	<b>20.3</b>	<b>18.1</b>	<b>16.4</b>	<b>14.8</b>
PER (High,X)	28.6	20.6	20.9	18.6	16.9	15.2
PER (Low,X)	18.5	13.1	16.5	14.7	13.3	12.0
EPS (W)	1,553	3,283	3,810	4,278	4,718	5,239
<b>PBR (X)</b>	<b>4.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>
PBR (High,X)	4.3	5.4	5.5	4.8	4.2	3.7
PBR (Low,X)	2.8	3.4	4.3	3.8	3.3	2.9
BPS (W)	10,408	12,543	14,492	16,681	19,096	21,777
<b>PCR (X)</b>	<b>6.7</b>	<b>8.5</b>	<b>10.5</b>	<b>9.4</b>	<b>8.6</b>	<b>7.8</b>
CFPS (W)	6,503	7,789	7,389	8,238	9,034	9,921
<b>PSR &amp; PEG</b>						
<b>PSR (End)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
주당매출액 (W)	23,427	25,073	27,453	30,716	34,023	37,313
<b>PEG (X)</b>	<b>0.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.1</b>
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7	-
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.9	2.3	1.8	1.8	1.9	-
<b>주당EPS CAGR (3년) (%)</b>	<b>40.2</b>	<b>12.9</b>	<b>11.2</b>	<b>10.4</b>	<b>9.5</b>	<b>-</b>
주당EBIT CAGR (3년) (%)	22.9	12.1	12.2	10.9	9.6	-
주당EBITDA CAGR (3년) (%)	15.1	8.9	11.4	10.1	8.8	-
<b>Profitability Breakdown</b>						
<b>투자수익률</b>						
총자산이익률 (ROA) (%)	7.3	15.1	16.9	16.9	16.7	16.6
투자자본이익률 (ROIC) (%)	16.8	24.5	27.9	29.1	29.9	31.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	49.8	54.0	48.3	47.4	45.7	44.4
EBITDA/ 총자산 (%)	23.5	31.8	29.4	29.6	29.3	29.1
<b>ROE Breakdown</b>						
자기자본이익률 (ROE) (%)	15.4	28.6	28.2	27.4	26.4	25.6
순이익/매출액 (%)	6.6	13.1	13.9	13.9	13.9	14.0
매출액/총자산 (X)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
총자산자기자본 (평균,%)	219.4	185.4	176.0	171.3	166.7	162.4
<b>Stability &amp; Turnover</b>						
<b>장기부채비율</b>						
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	54.1	12.0	5.3	-1.9	-8.3	-14.2
총부채/ 자기자본 (%)	112.0	69.6	64.2	60.0	56.1	52.4
순이자비용/ 매출액 (%)	1.6	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
EBIT/ 순이자비용 (X)	7.9	19.0	28.7	31.4	33.5	36.0
<b>단기유동성비율</b>						
유동비율 (%)	96.1	100.9	112.6	125.4	139.1	154.0
당좌비율 (%)	90.3	94.5	105.1	117.0	129.6	143.3
현금비율 (%)	16.5	31.6	40.0	50.2	61.2	73.4
<b>자산회전율</b>						
재고자산회전율 (X)	31.6	47.0	46.2	42.2	38.6	35.1
매출채권회전율 (X)	7.0	7.1	7.5	7.5	7.5	7.4
순운전자본회전율 (X)	7.5	9.0	14.7	14.4	14.2	13.7
<b>Dividend</b>						
<b>배당수익률 (%)</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>
총현금배당금 (십억원)	0	202	143	161	178	197
보통주 주당현금배당금(W)	1,050	1,660	1,931	2,168	2,391	2,655
<b>주식및 추가 Data</b>						
총발행주식수 (mn)	77	77	77	77	77	77
보통주 (mn)	77	77	77	77	77	77
우선주 (mn)	0	0	0	0	0	0
가중평균주식수 (보통주) (mn)	77	77	77	77	77	77
가중평균주식수 (FD) (보통주) (mn)	77	77	77	77	77	77
액면가 (W)	500	500	500	500	500	500

투자조건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자조건	목표가
코웨이	021240.KS	2014.04.22	Buy	100,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
  - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : 0% ~ 15%
  - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "코웨이"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.