

Initiating coverage

Korea / Consumer

15 May 2014

**BUY**

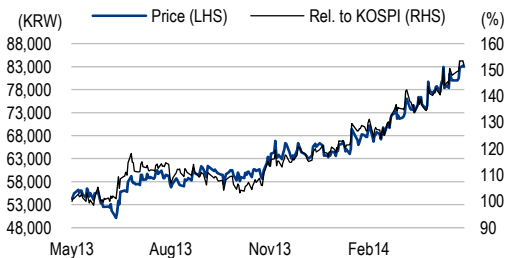
목표주가 **107,000** 원  
현재주가 (13 May 2014) **83,000** 원

Upside/downside (%) 28.9  
KOSPI 1,982.93  
시가총액 (십억원) 6,401  
52주 최저/최고 50,100 - 83,200  
일평균거래대금 (십억원) 17.65  
외국인 지분율 (%) 54.1

**Forecast earnings & valuation**

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	2,118	2,266	2,432	2,572
영업이익 (십억원)	339.0	405.9	481.2	542.9
당기순이익 (십억원)	245.1	304.4	361.9	410.4
수정순이익 (십억원)	245.1	304.4	361.9	410.3
EPS (원)	3,178	3,947	4,692	5,321
EPS 성장률 (%)	160.6	24.2	18.9	13.4
P/E (x)	20.9	21.0	17.7	15.6
EV/EBITDA (x)	9.7	10.4	8.8	7.8
배당수익률 (%)	2.5	2.7	3.5	4.3
P/B (x)	5.4	5.7	4.9	4.2
ROE (%)	28.4	29.5	29.7	29.0
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(4.1)	(14.5)	(23.0)

**Performance**



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	6.8	20.3	48.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.5	17.4	46.5

정우창, Analyst  
3774 6753 wchung@miraeasset.com

최승환  
3774 2147 sh.choi@miraeasset.com

**코웨이 (021240 KS)**

**선물보따리**

코웨이는 잉여현금흐름의 적극적인 주주환원 정책 및 실적 개선을 바탕으로 지속적인 주가 리레이팅을 실현할 것으로 전망됨. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 107,000 원으로 커버리지를 개시.

**국내 최대의 환경가전 렌탈 업체**

코웨이는 국내 최대의 환경가전 렌탈 업체로 국내 정수기, 공기청정기 렌탈 시장의 45%, 38%를 점유하고 있음. 코웨이의 렌탈 사업은 초기에는 렌탈용 가전 구매에 따른 상당한 자본 투자가 필요하지만 일단 규모의 경제가 확보되면 안정적인 현금흐름이 발생하여 본격적인 투자금 회수가 가능함. 코웨이의 환경가전 렌탈 서비스 시장에서의 독보적인 지위가 유지될 것으로 기대됨에 따라, 렌탈 서비스 사업을 통한 안정적인 현금창출이 지속가능할 것으로 판단함.

**잉여현금흐름의 적극적인 주주환원정책에 의한 기업가치 개선 가능성**

코웨이는 영업이익 성장과 Capex의 안정화를 바탕으로 잉여현금흐름이 2014-16년 연평균 12%씩 증가할 것으로 기대됨. 동사의 순현금 포지션을 고려 시, 향후 배당금 지급액 증가에 의한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 예상됨. 동사의 주당배당금은 시장 기대치보다 높은 2014년 2,200 원, 2015년 2,900 원까지 증가할 수 있을 것으로 예상됨. 컨센서스 주당배당금은 2014년 1,903 원, 2015년 2,306 원 수준.

**견조한 이익 성장 모멘텀**

코웨이의 EPS는 2014년 24%, 2015년 19% 증가할 것으로 추정. 주요 동인으로는 1) 2013년 4월 렌탈 서비스 수수료 인상에 따른 연 1-1.5%의 ARPU (가입자당 평균렌탈요금) 상승, 2) 해지율 하락에 따라 렌탈 계정이 2014년 3.4%, 2015년 4% 증가, 3) 경영진의 꾸준한 판관비 절감 노력 등을 들 수 있음. 당사의 2014-15년 EPS 예상치는 컨센서스 전망치를 각각 8%와 13% 상회하는데, 당사는 시장기대치가 코웨이의 성장 모멘텀을 충분히 반영하지 못하고 있는 것으로 판단함.

**투자리스크**

코웨이의 전반적인 사업모델은 상대적으로 경기사이클 영향을 적게 받지만, 내수가 급격히 악화될 경우 해지율 상승 및 소비자들의 하향구매 현상이 나타날 수 있음.

**투자의견 BUY 및 목표주가 107,000 원으로 커버리지 개시**

투자의견 BUY 및 배당할인모형 (dividend discount model: DDM)을 적용한 목표주가 107,000 원으로 코웨이에 대한 커버리지를 개시함. 동 모형은 코웨이의 풍부한 현금흐름 및 빠르게 증가하고 있는 배당성향을 가장 잘 반영하고 있다고 판단. 목표 주가는 2015년 P/E 22.8 배, EV/EBITDA 11.5 배로 환산되는데, 이는 동사의 과거 5년 밸류에이션 평균 대비 프리미엄에 해당. 프리미엄은 무리 없는 수준이라고 판단하는데, 1) MBK 파트너스로의 대주주 변경 이후 기업지배구조 개선, 2) 향후 3년 간 EPS, EBITDA의 성장성, 수익성 개선 폭 및 배당성향이 과거 5년 대비 높을 것으로 전망되기 때문.

## 밸류에이션

투자의견 BUY 및 목표주가 107,000 원으로 코웨이에 대한 커버리지를 개시한다. 주요 밸류에이션 방법으로는 배당할인모형 (dividend discount model: DDM)을 적용하였는데, 동 모형이 코웨이의 풍부한 현금흐름 및 빠르게 증가하고 있는 배당성향을 가장 잘 반영하고 있다고 판단하기 때문이다.

코웨이의 렌탈 사업 (연결기준 매출액의 68%)은 초기에는 가전 구매에 따른 상당한 자본 투자가 필요하지만 일단 규모의 경제가 확보되면 안정적인 현금흐름이 보장된다. 동사의 견조한 영업이익 성장 및 capex 의 안정화에 힘입어 동사의 잉여현금흐름 (Free Cash Flow)은 2014-16년 연평균 12% 증가할 것으로 기대된다. 동사가 현재 순현금 상태임을 고려할 때, 향후 배당금 지급액 증가에 의한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 예상된다.

코웨이의 적정 가치 평가를 위해서 동사의 배당성향 증가 속도를 반영하여 주당배당금이 2014-16년 3년 동안 연평균 EPS 증가율보다 훨씬 빠른 연평균 29%씩 증가하는 것으로 가정했다. 동사의 배당 성향이 2014년 55%에서 2016년 65%로 증가할 것으로 예상되는 가운데, 2016년에는 잉여현금흐름 중 약 71%가 현금 배당을 위해 사용될 것으로 추정된다. 밸류에이션에는 영구성장률 3%, 자기자본 비용 6.1%를 적용했고, 자기자본비용 산출에는 무위험 수익률 3%, 리스크 프리미엄 6.2%, 베타는 0.5를 가정했다.

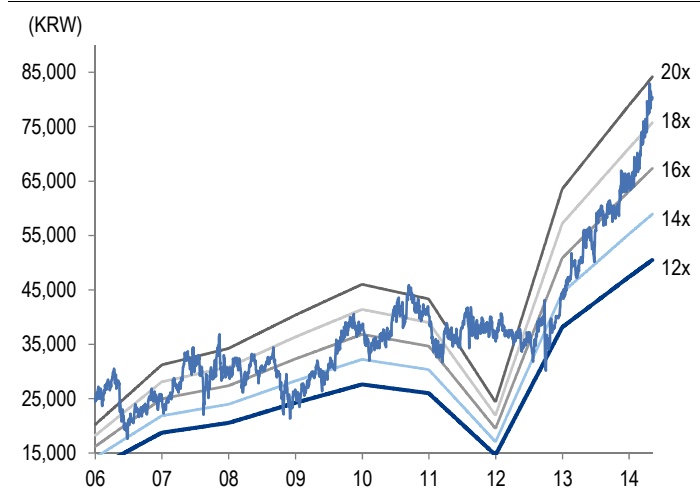
Figure 1 DDM 밸류에이션

(원)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
DPS (a)	2,200	2,900	3,600	4,300	5,000
자기자본비용 (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
할인을 (b)	1.06	1.13	1.19	1.27	1.34
DPS 현가 (a/b=i)	2,074	2,576	3,014	3,393	3,719
잔여가치					123,557
<b>영구성장률</b>					<b>3%</b>
잔여가치 현가 (ii)					91,895
<b>적정 주당가치 (i+ii)</b>					<b>107,000</b>
총 주식 수 (백만)					77.1
<b>적정 시가총액 (십억원)</b>					<b>8,252</b>
<b>자기자본비용 산출</b>					
무위험 수익률 (%)	3.0				
베타 (x)	0.5				
국가 리스크 프리미엄 (%)	6.2				
자기자본비용 (%)	6.1				
<b>민감도 분석</b>					
자기자본비용	내재 배당성장률				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
5.1%	111,000	130,000	157,000	203,000	289,000
5.6%	95,000	109,000	127,000	155,000	199,000
<b>6.1%</b>	84,000	94,000	<b>107,000</b>	125,000	152,000
6.6%	74,000	82,000	92,000	105,000	123,000
7.1%	67,000	73,000	81,000	90,000	103,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

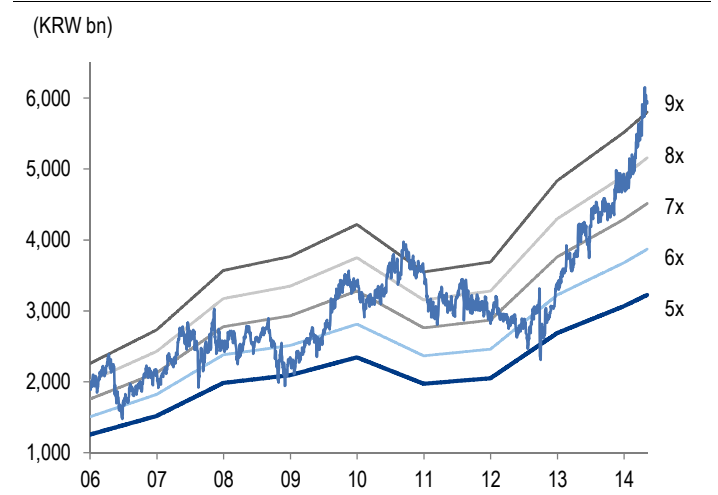
DDM 방식으로 산출된 코웨이의 적정가치를 P/E 와 EV/EBITDA 방식으로 환산하면 각각 2015 년 기준으로 22.8 배와 11.5 배 수준이며, 이는 동사의 과거 5 년 밸류에이션 평균 대비 프리미엄에 해당 한다. 동사의 밸류에이션 프리미엄은 무리없는 수준이라고 판단하는데, 1) MBK 파트너스로의 대주 주 변경이후 기업지배구조가 개선되었고, 2) 2014-16 년 동안 EPS 와 EBITDA 증가율이 각각 연평 균 19%, 13%에 달할 것으로 전망되며 (과거 5 년 평균 EPS, EBITDA 증가율은 각각 13%, 6% 수준), 3) 2014-16 년 동안 배당성향이 평균 60%로 상승할 것 (과거 5 년 평균 53%)이 예상되기 때문이다.

Figure 2 코웨이 역사적 P/E 밴드



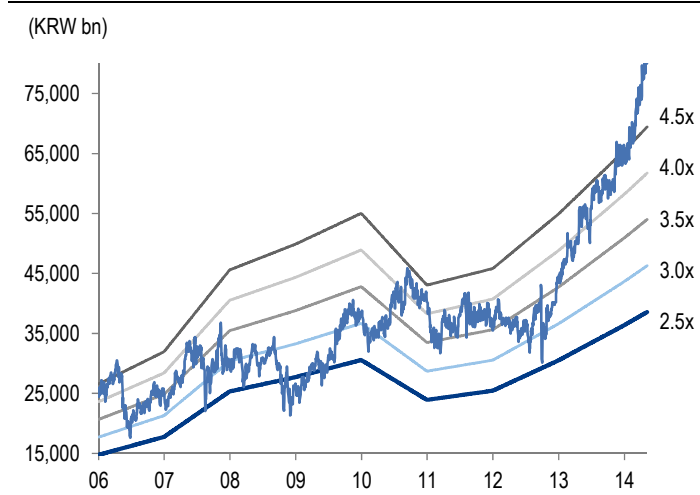
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 코웨이 역사적 EV/EBITDA 밴드



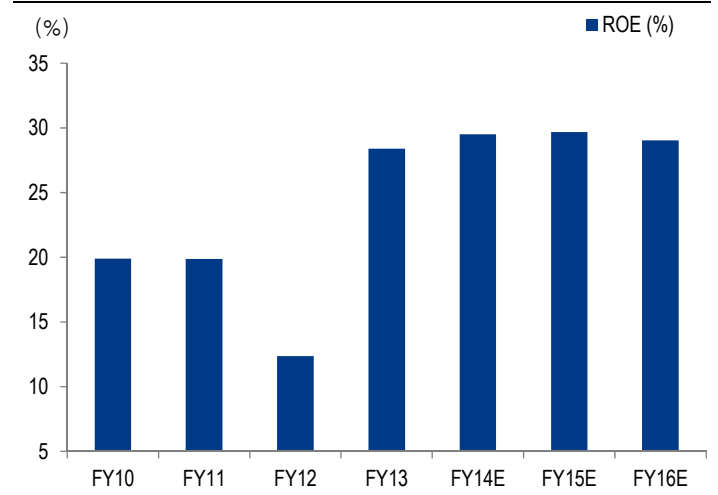
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 코웨이 역사적 P/B 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 코웨이 역사적 ROE 추이



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

코웨이의 독특한 환경가전 렌탈 비즈니스 모델을 감안할 때 동사와 비즈니스 구조가 100% 일치하는 동종업체를 찾기는 쉽지 않다. 이에 향후 실적 및 현금 흐름 전망이 양호한 국내 우량 소비재 업체들 을 밸류에이션 비교그룹으로 선택했다. 국내 우량 소비재 업체 대비 코웨이의 구조적 수익성, 실적 전망, 기대 배당 수익률 등이 상대적으로 우월함에도 불구하고 동사는 다른 소비재 업체들보다 밸류 에이션 할인을 받고 있다. 당사는 향후 수 년 내에 이러한 밸류에이션 할인이 할증으로 역전될 것으 로 기대한다.

Figure 6 코웨이와 국내 소비재업체 비교

		코웨이	아모레퍼시픽	LG생활건강	호텔신라	오리온
		021240 KS	090430 KS	051900 KS	008770 KS	001800 KS
주가	(원)	83,000	1,459,000	490,000	87,800	834,000
시가총액	(십억원)	6,401	8,529	7,653	3,446	4,982
1M 평균거래대금	(십억원)	19.0	21.8	27.0	29.7	13.6
투자의견		BUY	BUY	BUY	Not Rated	BUY
목표주가	(원)	107,000	1,600,000	550,000	N/A	1,150,000
상승여력	(%)	28.9	9.7	12.2	N/A	37.9
매출액 (십억원)	13A	2,118	3,100	4,326	2,297	2,485
	14E	2,266	3,499	4,639	2,855	2,573
	15E	2,432	3,856	5,013	3,727	2,828
영업이익 (십억원)	13A	339	370	496	87	259
	14E	406	425	541	167	298
	15E	481	491	625	239	343
순이익 (십억원)	13A	245	268	357	11	146
	14E	304	321	392	121	189
	15E	362	368	454	175	226
EPS (원)	13A	3,178	45,840	22,877	274	24,400
	14E	3,947	54,943	25,078	3,065	31,729
	15E	4,692	62,981	29,084	4,439	37,918
EPS 성장률 (%)	13A	160.6	(0.9)	17.6	(89.3)	(4.0)
	14E	24.2	19.9	9.6	1,018.5	30.0
	15E	18.9	14.6	16.0	44.8	19.5
영업이익률 (%)	13A	16.0	11.9	11.5	3.8	10.4
	14E	17.9	12.2	11.7	5.9	11.6
	15E	19.8	12.7	12.5	6.4	12.1
순이익률 (%)	13A	11.6	8.6	8.3	0.5	5.9
	14E	13.4	9.2	8.4	4.2	7.4
	15E	14.9	9.5	9.1	4.7	8.0
ROE (%)	13A	28.4	11.0	27.4	1.6	13.8
	14E	29.5	12.2	26.0	16.2	15.0
	15E	29.7	12.8	26.4	19.7	14.5
P/E (x)	13A	26.1	31.8	21.4	320.4	34.2
	14E	21.0	26.6	19.5	28.6	26.3
	15E	17.7	23.2	16.8	19.8	22.0
EV/EBITDA (x)	13A	12.1	11.3	15.7	21.3	17.8
	14E	10.4	9.8	14.3	16.5	15.6
	15E	8.8	8.5	12.4	12.6	13.6
배당수익률 (%)	13A	2.0	0.7	0.7	0.2	0.3
	14E	2.7	0.4	0.8	0.4	0.4
	15E	3.5	0.4	0.8	0.5	0.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배당할인모형으로 산출된 당사의 목표주가를 크로스체크하기 위해 현금흐름할인모형 (DCF)을 통한 적정 가치를 산출해 보았다. 코웨이가 장기적으로 예측 가능한 현금흐름을 창출하는 기업임을 감안할 때, DCF 역시 동사의 적정가치 평가를 위한 적절한 밸류에이션 방식이라는 판단이다. DCF를 통한 적정가치 평가를 위해 영구성장률 3%, 가중평균자본비용 (WACC) 5.9%를 적용했고, WACC의 산출을 위해 무위험 수익률 3%, 리스크 프리미엄 6.2%, 베타 0.5 를 가정했다. 동사의 매출 성장률과 EBIT 마진률은 2023 년까지 지속적으로 하락하는 것으로 가정했다.

Figure 7 코웨이 DCF valuation

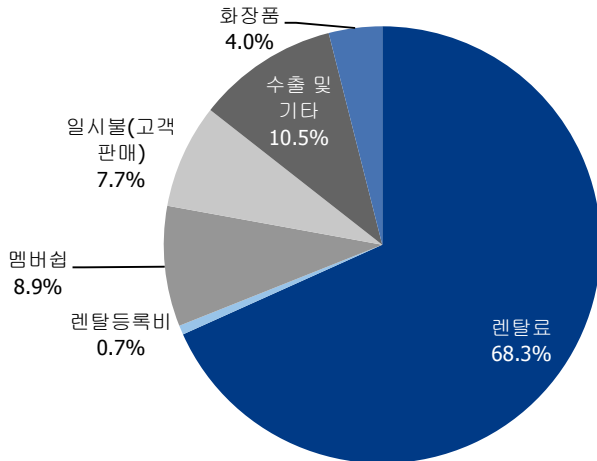
(십억원)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	Terminal
매출액	2,266	2,432	2,572	2,725	2,883	3,036	3,184	3,324	3,455	3,574	3,682
EBIT	406	481	543	596	653	629	597	559	514	463	405
(+) 감가상각비&렌탈자산폐기손실	239	255	267	276	282	294	306	316	325	332	339
(+) 무형자산상각비	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
(-) 세금	(101)	(121)	(137)	(151)	(166)	(160)	(152)	(142)	(131)	(117)	(103)
(-) 운전자본순증	(2)	(45)	(44)	(44)	(43)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
(-) CAPEX	(300)	(270)	(270)	(270)	(270)	(283)	(295)	(307)	(317)	(327)	(335)
FCF (a)	249	308	366	414	463	458	433	404	368	328	283
현가계수 (b)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	
FCF 현가 (a*b)	235	274	306	327	345	321	286	251	216	182	
FCF 현가 합 (i)	2,743										
<b>잔여가치 산출</b>											
FCF (n+1)	283										
WACC	5.9										
영구성장률	3.0										
잔여가치 (a)	9,806										
현가계수 (b)	0.55										
잔여가치 현가 (a*b = ii)	5,424										
<b>적정 영업가치 (i+ii)</b>	<b>8,167</b>										
<b>WACC</b>	<b>5.9%</b>										
무위험 수익률	3.0%										
리스크 프리미엄	6.2%										
타인자본비용	4.0%										
자기자본비용	6.1%										
타인자본비율	10.0%										
순차입금 (십억원)	(46)										
적정 지분가치 (십억원)	8,213										
<b>적정 주당가치 (원)</b>	<b>106,000</b>										
총 주식 수 (백만)	77										

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 사업 내용

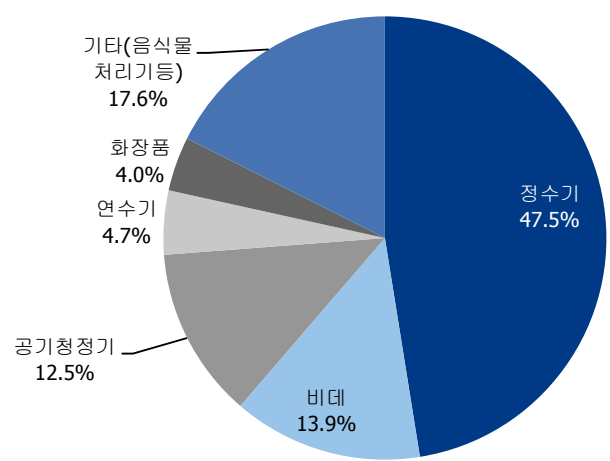
코웨이는 국내 최대의 환경가전 렌탈 업체로 국내 정수기, 공기청정기 렌탈 시장의 45%, 38%를 점유하고 있다. 2013 년 연결 매출액의 68.3%를 렌탈료 (환경가전 렌탈 및 유지관리 서비스 계약)가, 8.9%를 멤버십 서비스가 차지하고 있으며, 국내 화장품과 가전 매출 및 수출로 구성되는 기타 사업 부문이 매출의 약 23%를 차지하고 있다. 품목별로는 2013 년 매출액에서 정수기가 47.5%, 비데가 13.9%, 공기청정기가 12.5%를 차지하고 있다.

Figure 8 서비스별 매출분석 (2013 년)



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 품목별 매출분석 (2013 년)



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

코웨이는 정수기 렌탈 시장에서는 청호나이스 (비상장), 비데 렌탈 시장에서는 노비타 (비상장), 대림 비데 (비상장) 등과 경쟁하고 있으며, 렌탈이 아닌 환경가전 판매 부문에서는 LG 전자 (066570 KS, BUY, TP: 85,000 원, CP: 67,500 원), 삼성하우젠 (비상장)과 경쟁하고 있다.

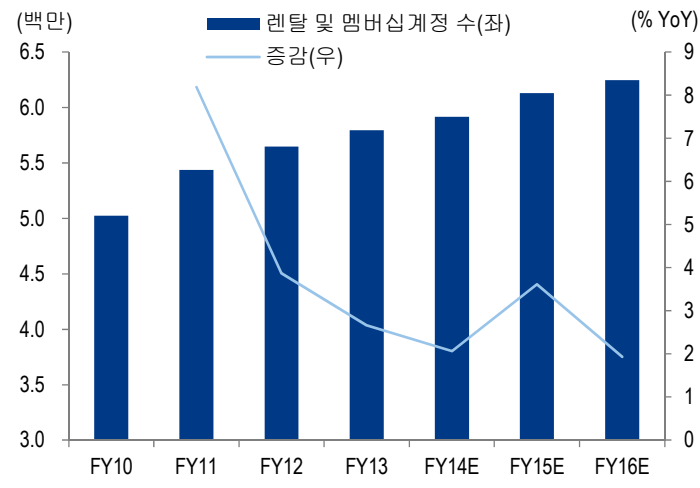
Figure 10 코웨이 및 경쟁사 M/S

제품 종류	코웨이 M/S	경쟁사
정수기	45%	C사 (11%), T사 (8%)
비데	38%	N사 (27%), T사 (8%)
공기청정기	38%	L사 (14%), S사 (9%)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

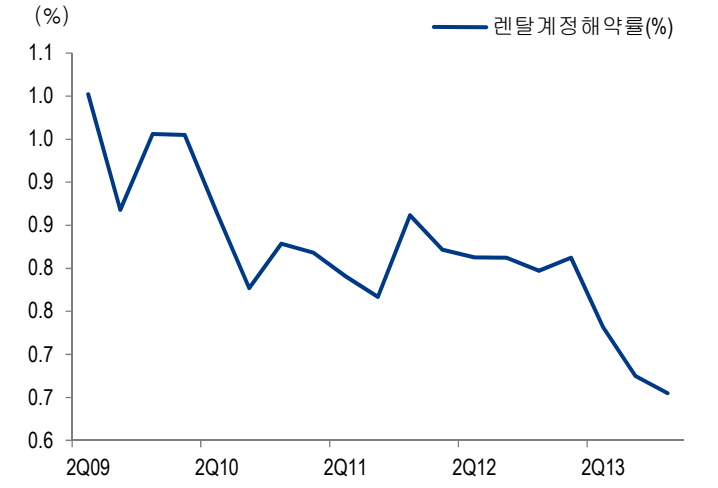
코웨이의 견조한 제품 라인업 구성 및 12,700 여명에 달하는 코디 (Coway-Lady)라는 개별 주부 영업사원이 주축이 되는 서비스 네트워크 등을 감안할 때 동사의 국내 환경가전 시장에서의 독보적 지위는 계속 유지될 수 있을 것으로 판단한다. 참고로 국내 2위 정수기업체의 영업사원은 2,500 명 정도로 추정된다. 2013년 4분기 현재 동사의 렌탈 및 멤버십 누적 계정은 약 580만개이며, 계정 해약률은 약 0.7%로 매우 낮은 수준에서 관리되고 있다.

Figure 11 렌탈 및 멤버십 계정 수



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

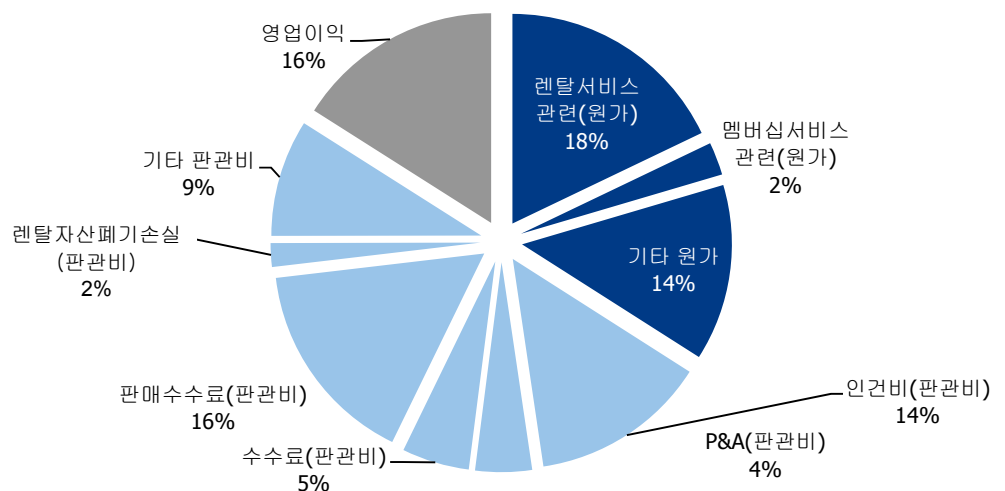
Figure 12 렌탈 해약률 추이



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

코웨이의 주요한 원가 및 판관비는 1) 렌탈서비스 관련 비용 (매출의 18%), 2) 코웨이 임직원 인건비 (14%), 3) 판매수수료 (16%), 4) 렌탈자산 폐기손실 (2%) 등으로 구성된다. 코디 수수료는 1) 신규 계정 추가 시 판매수수료 (판관비로 인식)를 지급하고, 2) 서비스 유지관리 비용을 원가로 인식한다. 렌탈자산은 고객의 해약 시 렌탈자산폐기손실로 회계처리한다.

Figure 13 매출액 대비 원가 및 판관비 비중



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

## 실적 전망

코웨이의 EPS는 2014년 24%, 2015년 19% 증가할 것으로 추정한다. 주요 동인으로는 1) 2013년 4월 렌탈 서비스 수수료 인상으로 따른 연 1~1.5%의 ARPU (가입자당 평균렌탈요금) 상승, 2) 해지율 하락에 따라 렌탈 계정이 2014년 3.4%, 2015년 4% 증가, 3) 경영진의 꾸준한 판관비 절감 노력 등을 들 수 있다.

Figure 14 코웨이 추정 손익계산서

(십억원)	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>매출액</b>	<b>1,993</b>	<b>2,118</b>	<b>2,266</b>	<b>2,432</b>	<b>2,572</b>
YoY (%)	9.2	6.3	7.0	7.3	5.8
<b>매출원가</b>	<b>678</b>	<b>721</b>	<b>775</b>	<b>827</b>	<b>879</b>
YoY (%)	16.8	6.3	7.5	6.7	6.4
<b>매출총이익</b>	<b>1,315</b>	<b>1,397</b>	<b>1,491</b>	<b>1,605</b>	<b>1,693</b>
YoY (%)	5.7	6.3	6.7	7.6	5.5
매출액 대비 (%)	66.0	66.0	65.8	66.0	65.8
<b>판관비</b>	<b>1,088</b>	<b>1,058</b>	<b>1,085</b>	<b>1,123</b>	<b>1,150</b>
YoY (%)	7.9	(2.8)	2.5	3.5	2.3
매출액 대비 (%)	54.6	50.0	47.9	46.2	44.7
인건비	290	289	302	314	324
광고선전비	97	93	94	95	92
지급수수료	93	110	114	118	120
판매수수료	346	337	356	375	391
렌탈자산폐기손실	60	39	39	40	39
기타비용	202	191	180	183	183
<b>영업이익</b>	<b>226</b>	<b>339</b>	<b>406</b>	<b>481</b>	<b>543</b>
YoY (%)	(3.7)	49.9	19.7	18.5	12.8
매출액 대비 (%)	11.3	16.0	17.9	19.8	21.1
<b>비영업손익</b>	<b>(80)</b>	<b>(12)</b>	<b>(0)</b>	<b>1</b>	<b>4</b>
이자비용	30	19	7	6	6
<b>세전이익</b>	<b>146</b>	<b>327</b>	<b>406</b>	<b>483</b>	<b>547</b>
법인세비용	52	82	101	121	137
<b>순이익</b>	<b>94</b>	<b>245</b>	<b>304</b>	<b>362</b>	<b>410</b>
<b>EPS (원)</b>	<b>1,219</b>	<b>3,178</b>	<b>3,947</b>	<b>4,692</b>	<b>5,321</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>					
매출액		6.3	7.0	7.3	5.8
매출총이익		6.3	6.7	7.6	5.5
판관비		(2.8)	2.5	3.5	2.3
영업이익		49.9	19.7	18.5	12.8
세전이익		124.4	24.1	18.9	13.4
순이익		160.6	24.2	18.9	13.4
EPS (원)		160.6	24.2	18.9	13.4

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터



코웨이는 2013 년 4 월부로 렌탈료를 평균 5% 인상하였다. 렌탈료 인상은 신규 가입자 및 재계약건 (전체 가입자의 약 20%)에만 적용되기에, 5% 인상효과가 향후 5년에 걸쳐 분산될 것으로 기대된다.

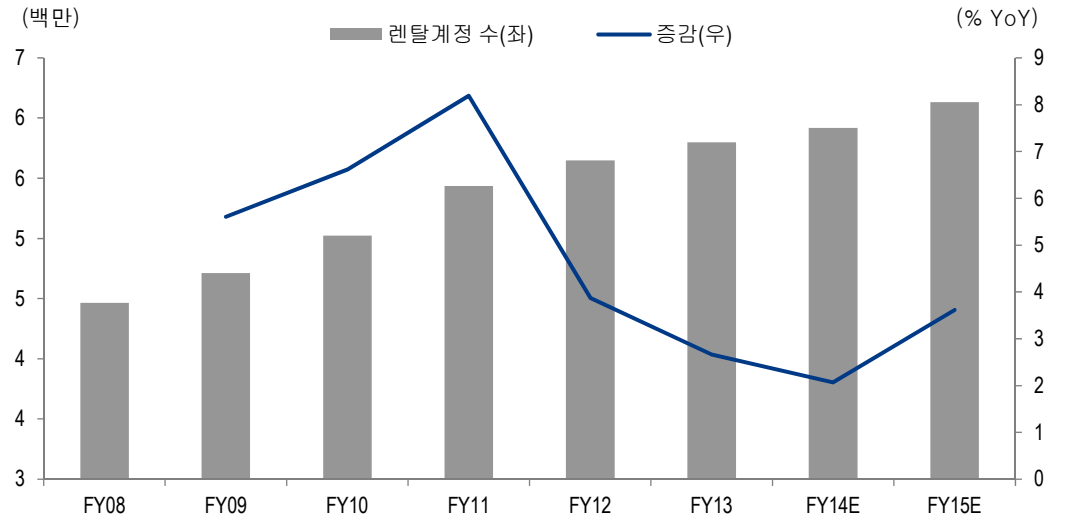
Figure 15 코웨이 매출구성 분석

(십억원)	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
<b>연결 매출액</b>	<b>1,993</b>	<b>2,118</b>	<b>2,266</b>	<b>2,432</b>	<b>2,572</b>
<b>I. 본사 매출액</b>	<b>1,807</b>	<b>1,934</b>	<b>2,073</b>	<b>2,220</b>	<b>2,339</b>
렌탈료	1,262	1,320	1,385	1,455	1,499
렌탈등록비	24	13	14	14	15
멤버십	161	172	176	181	186
일시불 (고객판매)	145	149	155	166	176
기타 및 수출	148	202	262	319	377
화장품	67	76	81	84	86
<b>II. 연결대상자회사 매출액</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	<b>193</b>	<b>212</b>	<b>233</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>					
<b>연결 매출액</b>		<b>6.3</b>	<b>7.0</b>	<b>7.3</b>	<b>5.8</b>
<b>I. 본사 매출액</b>		<b>7.0</b>	<b>7.2</b>	<b>7.1</b>	<b>5.4</b>
렌탈료		4.6	4.9	5.0	3.0
렌탈등록비		(44.6)	3.6	5.0	3.0
멤버십		6.8	2.4	2.8	2.6
일시불 (고객판매)		3.2	3.7	7.0	6.0
기타 및 수출		36.8	29.4	21.9	18.1
화장품		13.6	6.4	3.0	3.0
<b>II. 연결대상자회사 매출액</b>		<b>(0.8)</b>	<b>4.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
<b>비중 (%)</b>					
<b>연결 매출액</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>I. 본사 매출액</b>	<b>90.7</b>	<b>91.3</b>	<b>91.5</b>	<b>91.3</b>	<b>90.9</b>
렌탈료	63.3	62.3	61.1	59.8	58.3
렌탈등록비	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
멤버십	8.1	8.1	7.8	7.5	7.2
일시불 (고객판매)	7.3	7.0	6.8	6.8	6.8
기타 및 수출	7.4	9.6	11.6	13.1	14.7
화장품	3.4	3.6	3.6	3.4	3.4
<b>II. 연결대상자회사 매출액</b>	<b>9.3</b>	<b>8.7</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>	<b>9.1</b>

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

국내 환경 가전 시장의 꾸준한 성장과 더불어 코웨이의 렌탈 계정 수는 2012년 3.9%, 2013년 2.7% 증가했다. 향후 시장 경쟁이 현재 수준으로 지속될 것으로 예상되고, 환경가전 품목의 국내 렌탈시장 보급률이 다른 선진국 시장 대비 상대적으로 낮은 점을 감안할 때, 동사의 렌탈 계정 수는 2014-15년 연평균 2.8% 증가할 것으로 예상된다.

Figure 16 렌탈 계정 수 전망



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

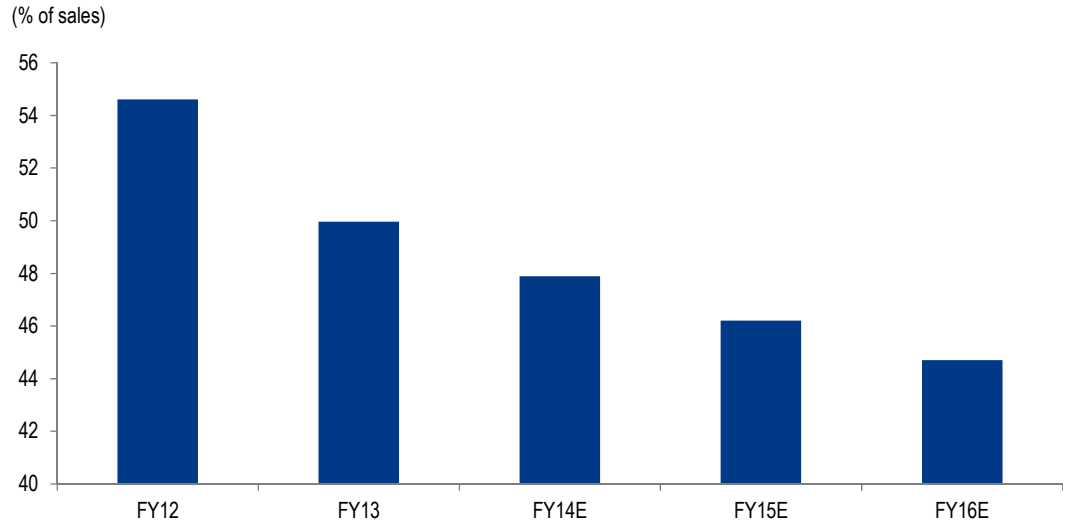
Figure 17 품목별 보급률 및 예상 보급률

품목	현 보급률 (%)	예상 보급률 (%)
정수기	37.9	55~60
비데	20.4	50~60
공기청정기	14.3	45~50

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

2013년 코웨이홀딩스가 웅진그룹으로부터 지분을 인수한 이후, 판관비 절감에 심혈을 기울인 결과 코웨이의 매출액 대비 판관비 비중이 2012년 54.6%에서 2013년 50%로 축소되었다. 1) 경영진의 지속적인 판관비(특히 홍보/광고비, 사무용품 및 기타 관리비용) 절감 및 2) 견조한 매출 성장으로 인한 영업레버리지 개선을 감안하여, 동사의 매출액 대비 판관비 비중은 2014년 2.1%pt, 2015년 1.7% pt 각각 전년 대비 감소할 것으로 예상된다.

Figure 18 매출액 대비 판관비 비중 전망



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

당사의 2014-15년 EPS 예상치는 컨센서스 전망치를 각각 8%와 13% 상회한다. 당사는 시장 기대치가 코웨이의 성장 모멘텀을 충분히 반영하지 못하고 있는 것으로 판단한다.

Figure 19 컨센서스와 당사 추정치 비교

(십억원)	당사 추정치		컨센서스		차이 (%)	
	FY14E	FY15E	FY14E	FY15E	FY14E	FY15E
매출액	2,266	2,432	2,247	2,438	0.9	(0.3)
영업이익	406	481	380	428	6.7	12.4
지배주주순이익	304	362	282	319	8.0	13.3
<b>Margins (%)</b>						
영업이익률	17.9	19.8	16.9	17.6		
지배주주순이익률	13.4	14.9	12.5	13.1		

자료: 코웨이, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

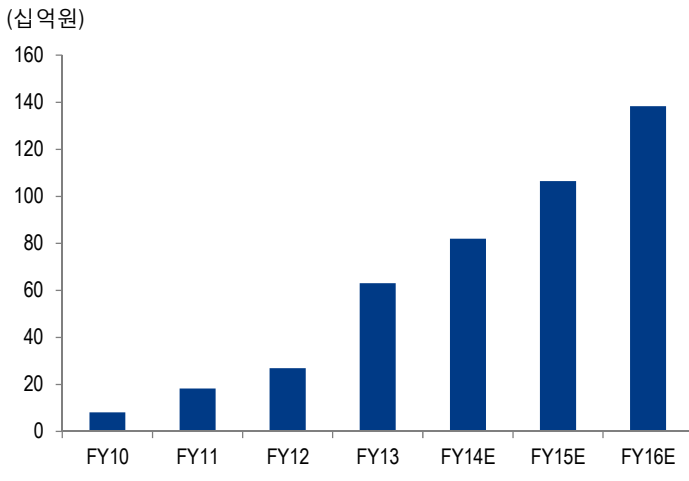
Figure 20 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	507	556	531	524	535	589	575	568
영업이익	70	82	96	91	90	97	112	106
순이익	57	60	60	68	68	73	84	80
<b>Margins (%)</b>								
영업이익률	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	16.5	19.5	18.7
순이익률	11.3	10.7	11.3	13.0	12.7	12.4	14.6	14.0

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

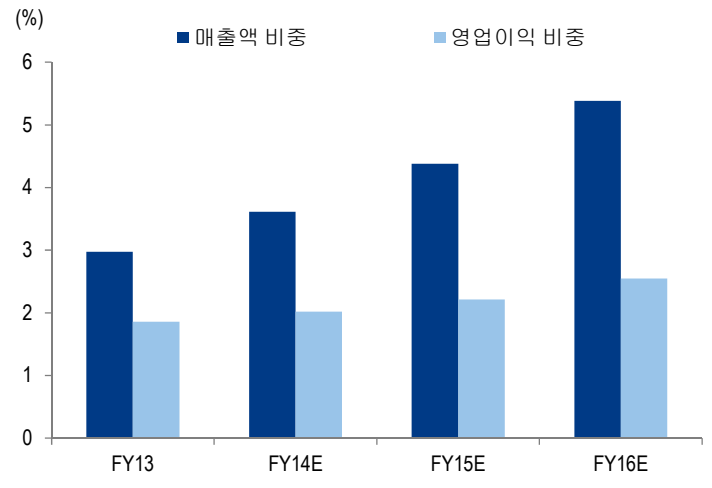
코웨이는 2010년부터 ODM 형식으로 공기청정기를 중국에 수출하고 있다. 2013년 기준으로 대 중국 수출액은 630 억원으로 전체 연결 매출에 차지하는 비중은 3% 수준으로 아직 미미한 상태이다. 그러나, 향후 중국 공기 청정기 시장의 높은 성장성을 감안할 때, 코웨이의 중국 수출 비중은 점차 증가해 중국 수출이 2016년 전체 매출에 차지하는 비중이 5.4%까지 늘어날 것으로 전망된다.

Figure 21 코웨이 중국 수출액 동향 및 전망



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 22 중국 수출액이 코웨이 연결 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

## 민감도 분석

당사의 민감도 분석 결과 렌탈료 단가 1%pt 상승 시 코웨이의 2014년 EPS 예상치는 약 2.9% 증가하는 것으로 추정되어, 코웨이의 실적은 렌탈 ARPU 상승에 비교적 큰 민감도를 보인 것으로 나타났다.

Figure 23 민감도 분석

구분	FY14E EPS (%)
렌탈료 단가 1%pt 상승	2.9
렌탈계정 수 1% 증가	1.9
렌탈서비스 관련비용 1% 증가	(1.0)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 잉여현금흐름의 적극적인 주주환원정책에 의한 기업가치 개선 가능성

동사의 영업이익 증가 및 안정적인 capex 흐름으로 동사의 잉여현금흐름은 2014-16년 연평균 12%씩 증가할 것으로 기대된다. 동사의 순현금 포지션을 고려 시, 향후 배당금 지급액 증가로 인한 주주 가치 극대화가 가능할 것으로 예상된다.

#### 잉여현금흐름 급증

코웨이의 렌탈 사업 (연결기준 매출액의 68%)은 초기에는 렌탈용 가전 구매에 따른 상당한 자본 투자가 필요하지만 일단 규모의 경제가 확보되면 안정적인 현금흐름 발생을 통한 투자금 회수가 가능하다. 지난 5년간 코웨이의 잉여현금흐름은 연평균 19%씩 증가했으며, 향후 소폭 둔화될 수는 있으나 증가 추세는 지속될 것으로 판단한다. 동사의 영업현금흐름은 견조한 EBITDA 증가세, 안정적인 운전자본 흐름 및 설비투자 등에 힘입어 2014-16년 연평균 6.3% 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

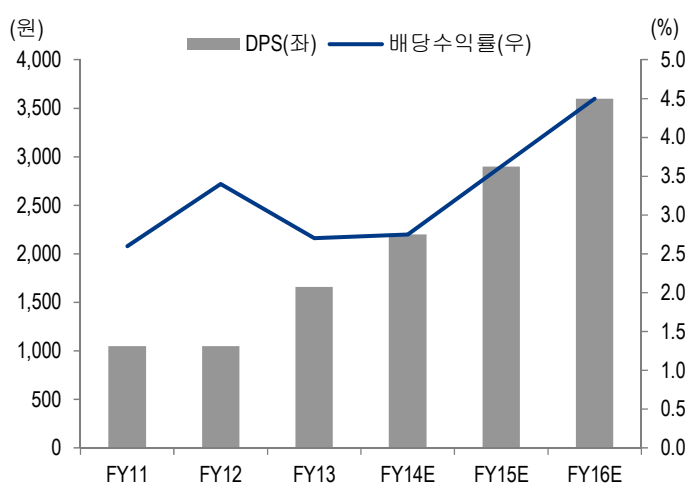
Figure 24 코웨이 잉여현금흐름 (free cash flow) 전망

(십억원)	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
(+) 당기순이익	94	245	304	362	410
(+) 감가상각 및 무형자산상각	184	198	207	223	235
(+) 기타 비현금손실	201	135	44	44	44
외화환산손실(-이익)	7	5	3	3	3
자산처분손실(-이익)	(0)	0	1	1	1
지분법손실(-이익)	0	0	0	0	0
렌탈자산폐기손실	62	41	39	40	39
기타	132	89	0	0	0
(-) 운전자본의 증가	(24)	(41)	(2)	(45)	(44)
<b>총영업현금흐름</b>	<b>454</b>	<b>537</b>	<b>553</b>	<b>584</b>	<b>645</b>
(-) Net Capex	(314)	(268)	(300)	(270)	(270)
<b>Free cash flow</b>	<b>140</b>	<b>269</b>	<b>253</b>	<b>314</b>	<b>375</b>

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

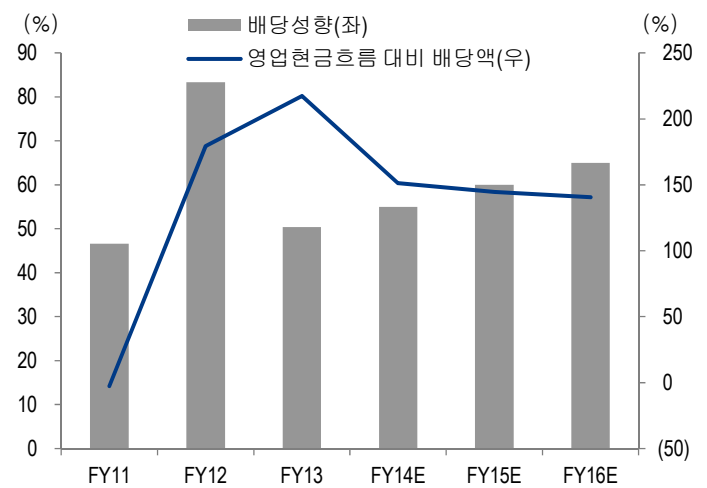
코웨이는 2012-13년에 잉여현금흐름의 약 50%를 배당금 지급에, 나머지 50%를 차입금상환에 사용했다. 동사의 낮은 부채비율 및 제한적인 신규 사업확대 가능성 등을 감안할 때 향후에도 배당성향이 증가할 수 있을 것으로 보이며, 이에 따라 동사의 주당배당금은 2014년 2,200원, 2015년 2,900원까지 증가할 수 있을 것으로 예상된다. 이에 따른 동사의 배당수익률은 2014년 2.7%, 2015년 3.5%로 환산된다.

Figure 25 배당수익률 전망



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 26 배당성향 및 영업현금흐름 대비 배당액 전망



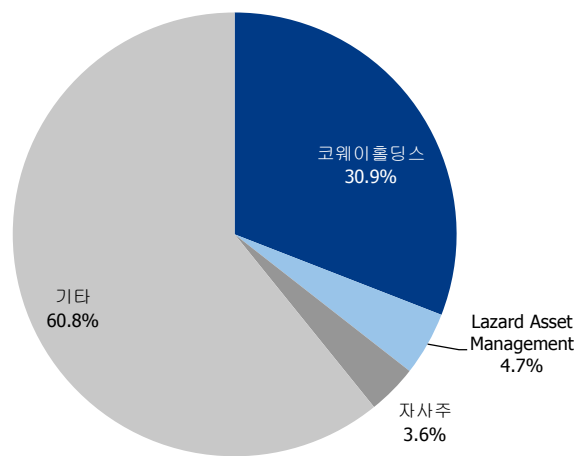
자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

### 지분구조 및 계열사

코웨이의 최대주주는 코웨이홀딩스로 코웨이 지분 30.9%를 보유하고 있다. 코웨이홀딩스는 MBK 파트너스(독립 사모펀드 회사)가 설립한 특수목적법인(SPC)으로 2013년 1월 코웨이 지분 30.9%를 1,2조원에 인수했다. 올해 1분기 기준 기타 대주주로는 라자드자산운용(4.7%)이 있으며, 동사의 총 외국인 지분율은 54%다.

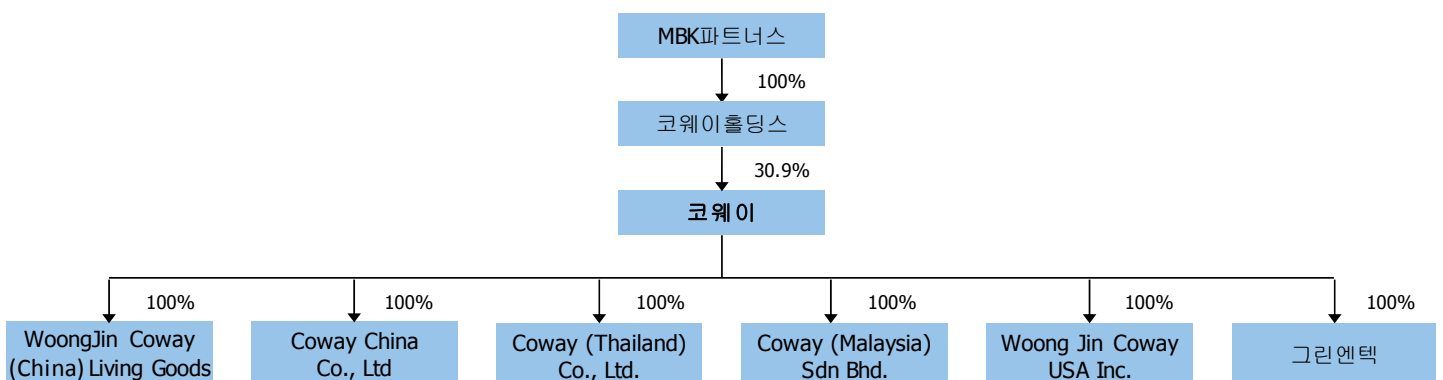
코웨이는 현재 1) 핵심 환경가전 렌탈 및 제조부문 해외 자회사 5개사와 2) 정수부문 국내 자회사 2개사를 운영 중이며, 모든 계열사의 지분을 100% 보유하고 있다.

Figure 27 코웨이 주주현황 (1Q14 기준)



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 28 코웨이 지분구조 및 자회사



자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터



## 리스크

삼성전자, LG 전자 등 메이저 가전업체들이 공기청정기, 정수기 등의 환경가전 부문 포트폴리오를 강화할 가능성이 있다. 상대적으로 높은 브랜드 가치를 가진 경쟁사의 신제품 출시는 코웨이에 장기적으로 위협이 될 수 있다.

코웨이의 전반적인 사업모델은 상대적으로 경기사이클 영향을 적게 받지만, 내수가 급격히 악화될 경우 해지율 상승 및 소비자들의 하향구매 현상이 나타날 수 있다.

## Summary financial statements

### 손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,118	2,266	2,432	2,572
매출원가	721	775	827	879
매출총이익	1,397	1,491	1,605	1,693
판매비와관리비	1,058	1,085	1,123	1,150
영업이익 (조정)	339	406	481	543
영업이익	339	406	481	543
순이자손익	(14)	(3)	(1)	2
지분법손익	0	0	0	0
기타	3	3	3	3
세전계속사업손익	327	406	483	547
법인세비용	82	101	121	137
당기순이익	245	304	362	410
당기순이익 (지배주주지분)	245	304	362	410
EPS (지배주주지분, 원)	3,178	3,947	4,692	5,321

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	6.3	7.0	7.3	5.8
매출총이익증가율	6.3	6.7	7.6	5.5
영업이익증가율	49.9	19.7	18.5	12.8
당기순이익증가율	160.6	24.2	18.9	13.4
EPS 증가율	160.6	24.2	18.9	13.4
매출총이익율	66.0	65.8	66.0	65.8
영업이익률	16.0	17.9	19.8	21.1
당기순이익률	11.6	13.4	14.9	16.0

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	537	553	584	645
당기순이익	245	304	362	410
유무형자산상각비	198	207	223	235
기타	135	44	44	44
운전자본증감	(41)	(2)	(45)	(44)
투자현금	(74)	(301)	(271)	(271)
자본적지출	(268)	(300)	(270)	(270)
기타	194	(1)	(1)	(1)
재무현금	(373)	(332)	(167)	(217)
배당금	(78)	(124)	(167)	(217)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(262)	(208)	0	0
기초현금	156	245	166	311
기말현금	245	166	311	467

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	691	598	774	958
현금및현금성자산	239	113	122	129
단기금융자산	6	52	189	339
매출채권	213	216	232	245
재고자산	66	59	63	67
기타유동자산	168	157	168	178
비유동자산	976	1,069	1,117	1,152
유형자산	638	739	794	836
투자자산	2	2	2	2
기타비유동자산	336	328	320	313
자산총계	1,668	1,667	1,891	2,109
유동부채	677	373	400	424
매입채무	37	39	42	45
단기금융부채	328	0	0	0
기타유동부채	312	334	358	379
비유동부채	50	172	175	176
장기금융부채	0	120	120	120
기타비유동부채	50	52	55	56
부채총계	727	545	575	600
지배주주지분	941	1,122	1,316	1,509
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	941	1,122	1,316	1,509
BVPS (원)	12,200	14,544	17,065	19,571

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	28.4	29.5	29.7	29.0
총자산이익률 (%)	14.3	18.3	20.3	20.5
재고자산보유기간 (일)	11.8	10.1	9.2	9.2
매출채권회수기간 (일)	40.9	34.5	33.6	33.9
매입채무결제기간 (일)	7.1	6.1	6.1	6.1
순차입금/자기자본 (%)	8.8	(4.1)	(14.5)	(23.0)
이자보상배율 (x)	23.4	153.8	364.9	(319.8)

자료: 코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

**Recommendations**

**종목별 투자의견 (12개월 기준)**

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과  
 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내  
 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과  
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

**업종별 투자의견**

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과  
 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내  
 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과

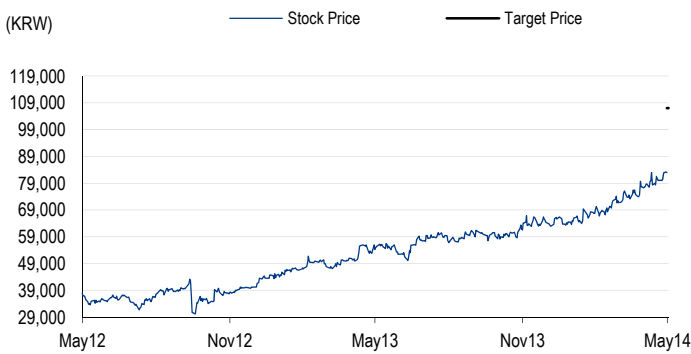
**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
 [작성자 : 정우창, 최승환]

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

**Target Price and Recommendation Chart**

코웨이 (021240 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2014-05-15	BUY	107,000