

# Company Initiation



박은경  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

## 코웨이 (021240)

### 안정에 성장을 더하다

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 커버리지 재개.

**Impact:** 코웨이는 FCF의 적극적인 주주환원 정책 및 실적 개선을 바탕으로 역사적 최고 수준의 밸류에이션 레벨에 머물러 있을 수 있을 것으로 전망. 동시에 대해 투자자의견 BUY, 목표주가 113,000 원으로 커버리지를 재개.

**Action:** 중장기적인 어닝 모멘텀은 다소 밋밋해 보일 수 있으나 매년 현금이 쌓이는 만큼의 주가 상승이 가능할 장기투자주식. 단기적으로도 시장의 성장성 둔화에 대한 우려가 과도하게 반영되어 있던 판단.

#### THE QUICK VIEW

**주주환원 가능한 현금흐름에 중점을 두며 목표주가 113,000원에 BUY 투자의견으로 커버리지 재개:** 목표주가 113,000원은 동사 현금흐름의 안정성과 성장성, 그리고 배당성향 상승 가능성이 주가에 반영될 필요가 있다고 판단하여 DCF 밸류에이션 모델을 활용하여 산출. 이는 2015년 P/E 30.0배, EV/EBITDA 14.3배 수준. 과거 peak 밸류에이션보다도 할증 거래 되어야 한다 판단한 이유는, 기업지배구조 개선 이후 영업비용 및 투자자금 사용 출처가 투명해지며 현금흐름이 레밸업 되는 바탕 위에, 배당성향과 같은 소액주주 환원정책도 업그레이드 될 것으로 기대하기 때문.

**안정적인 현금흐름을 통한 꾸준한 배당의 매력:** 동사는 향후 최소 연간 5,000억원의 영업현금흐름을 창출하나 capex는 연간 2,500억원~3,000억원 수준에서 안정될 것으로 전망. 이에 동사는 향후 적어도 연간 2,000억원 가량의 FCF를 창출할 수 있을 것으로 전망. 한편, FI인 대주주의 주주친화적 태도 (MBK파트너스), 그리고 정부의 배당 장려 등을 고려할 때 배당성향은 현행 50%에서 적어도 60%까지 빠르게 상승할 수 있을 것으로 전망. 배당성향이 2013년 50%에서 2014~2016년 각각 55%, 60%, 60%로 상승할 것으로 전망하는데, 이는 2.5%, 2.8%, 3.0%의 배당수익률을 의미.

**렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치:** 2012년 개시한 매트리스 렌탈서비스는 해외, 정수기와 함께 동사 성장을 견인하고 있는 3대 요소. 매트리스의 성공은 비단 신성장동력 발굴에서만 그 의미를 찾을 수 있는 것이 아니라, 동사의 핵심 경쟁력이 남들이 쉽게 모방될 수 없는 렌탈&서비스에 있고, 이에 동사는 사후관리가 요구되는 아이템의 지속적 발굴을 통해 계속해서 시장 평균을 상회하는 성장을 시현할 수 있을 것이란 의미를 가진. 한국의 구조적인 내수 소비 성장세 둔화에 대한 우려가 갈수록 깊어지는 시점에서 시장 평균을 상회하는 이익 성장을 꾸준히 시현할 수 있다는 사실은 분명 매력적인 요소.

**단기적인 성장 모멘텀 둔화에 대한 우려는 과도:** 주요 성장동력과 최근 부진한 부분들의 턴어라운드 가능성을 점검한 결과 2014~2016년 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 연평균 7%, 6%, 6% 씩 성장하며 견조한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 전망. 1) 핵심 성장동력인 렌탈서비스 (정수기와 매트리스 중심), 그리고 해외의 성장성이 유효한 가운데 그 영향력이 점점 더 커지고 있고, 2) 경쟁심화의 직격탄을 맞고 있는 일시불 부분의 실적이 안정될 가능성이 높아 보이며, 3) 추가적인 비용 효율화의 여지가 남아있다 판단.

#### ■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	113,000원 (38%)
현재주가	82,200원
Bloomberg code	021240 KS
시가총액	6.3조원
Shares (float)	77,124,796주 (65.2%)
52주 최저/최고	62,900원/94,600원
60일-평균거래대금	170억원
One-year performance	1M 6M 12M
코웨이 (%)	+1.5 -1.4 +22.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.0 +1.0 +26.1

#### ■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	Buy	Not rated	
목표주가	113,000	N/A	N/A
2014E EPS	3,584	N/A	N/A
2015E EPS	3,764	N/A	N/A
2016E EPS	4,020	N/A	N/A

#### ■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	8
Target price vs I/B/E/S mean	6.1%
Estimates up/down (4 weeks)	2/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	0.3%
Estimates up/down (4 weeks)	1/3
I/B/E/S recommendation	Buy

#### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	2,118	2,166	2,298	2,451
순이익 (십억원)	245	276	290	310
EPS (adj) (원)	3,222	3,584	3,764	4,020
EPS (adj) growth (%)	47.5	11.2	5.0	6.8
EBITDA margin (%)	25.4	28.2	28.3	28.1
ROE (%)	28.4	27.2	25.0	23.9
P/E (adj) (배)	25.5	22.9	21.8	20.4
P/B (배)	7.3	6.2	5.5	4.9
EV/EBITDA (배)	11.9	10.4	9.7	9.1
Dividend yield (%)	2.0	2.5	2.8	3.0

자료: 삼성증권 추정

■ 목차

1. Valuation	p2
2. 안정적인 현금흐름으로 꾸준한 배당 매력 발산 전망	p5
3. 렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치	p13
4. 단기 성장성 둔화에 대한 우려는 과도	p15

# 1. Valuation

## BUY 투자의견에 목표주가 113,000원으로 커버리지 재개

코웨이에 대해 BUY 투자의견에 목표주가 113,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가 113,000원은 동사 현금흐름의 안정성과 성장성, 그리고 배당성향 상승 가능성이 주가에 반영될 필요가 있다고 판단하여 DCF 밸류에이션 모델을 활용하여 산출하였으며, 이는 2015년 P/E 30.0배, EV/EBITDA 14.3배 수준. 무위험이자율은 2.6%, 시장 프리미엄 6.5%, 베타 0.8을 가정하여 WACC 7.0%를 도출한 것이다. 과거 peak 밸류에이션보다도 할증 거래 되어야 한다 판단한 이유는, 기업지배구조 개선 이후 영업비용 및 투자자금 사용 출처가 투명해지며 현금흐름이 레벨업 되는 바탕 위에, 배당성향과 같은 소액주주 환원 정책도 업그레이드 될 것으로 기대하기 때문이다.

### DCF valuation

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>FCF</b>												
NOPLAT	113	256	284	298	317	349	385	426	470	518	572	632
(전년대비, %)	(39.4)	127.4	11.1	4.7	6.4	10.3	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
EBIT	174	342	380	397	423	466	515	568	627	692	764	843
(전년대비, %)	(27.9)	95.9	11.1	4.7	6.4	10.3	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
Taxes on EBIT	62	86	95	100	106	117	129	142	157	174	192	212
Tax rate (%)	35.5	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1
Depreciation and amortization	184	198	231	252	265	281	292	292	292	292	292	292
Capex	318	261	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Net working capital Change	24	41	30	19	22	23	26	26	26	26	26	26
PV of FCF			184	214	226	249	267	278	289	300	312	323
<b>Terminal value</b>	<b>11,172</b>											
<b>Sum of PV</b>	<b>2,642</b>											
<b>PV of TV</b>	<b>5,647</b>											
<b>Total enterprise value</b>	<b>8,735</b>											
Value of debt	(17)											
Value of equity	8,735											
<b>Equity value/shr (Won)</b>	<b>113,255</b>											
Current price (Won)	82,200											
Potential (%)	37.8											

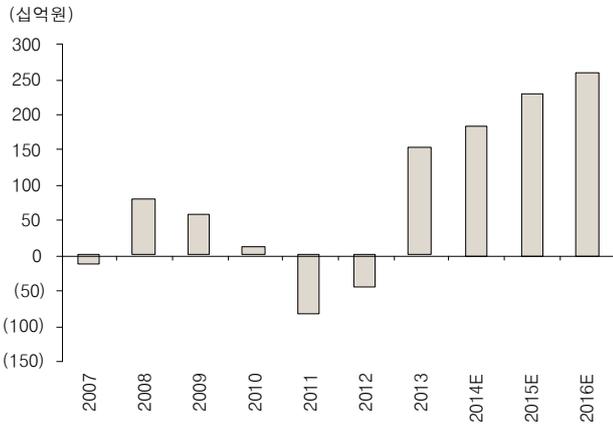
자료: 삼성증권 추정

목표주가 민감도 차트

	Terminal Growth (%)						
	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
3.9%	156,419	171,505	190,900	216,761	252,967	307,274	397,787
4.4%	138,978	150,532	164,974	183,543	208,301	242,962	294,954
4.9%	124,795	133,847	144,910	158,739	176,520	200,227	233,417
5.4%	113,050	120,275	128,944	139,540	152,785	169,814	192,519
5.9%	103,178	109,034	115,955	124,259	134,409	147,097	163,410
6.4%	94,773	99,582	105,193	111,824	119,781	129,506	141,663
6.9%	87,539	91,534	96,142	<b>113,255</b>	107,874	115,499	124,819
7.4%	81,255	84,605	88,433	92,851	98,005	104,096	111,405
7.9%	75,749	78,583	81,795	85,465	89,700	94,641	100,481
8.4%	70,891	73,307	76,024	79,103	82,623	86,684	91,422
8.9%	66,576	68,649	70,966	73,572	76,525	79,901	83,795
9.4%	62,722	64,511	66,500	68,722	71,221	74,055	77,293
9.9%	59,261	60,814	62,531	64,438	66,570	68,969	71,687

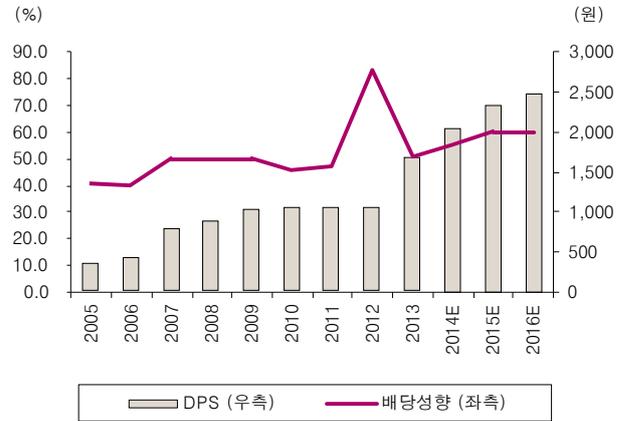
자료: 삼성증권 추정

FCF 추이와 전망



자료: 삼성증권 추정

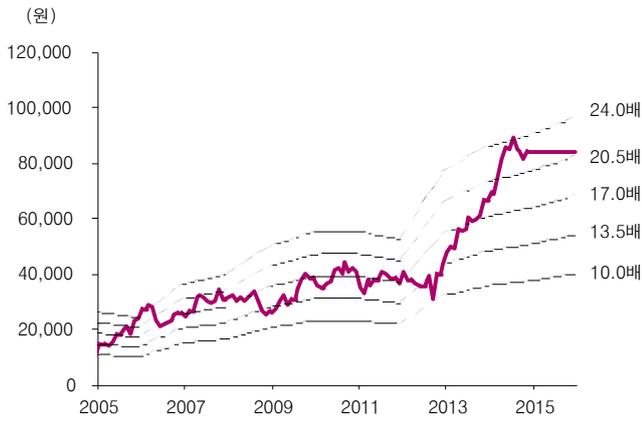
DPS와 배당성향 추이와 전망



자료: 삼성증권 추정

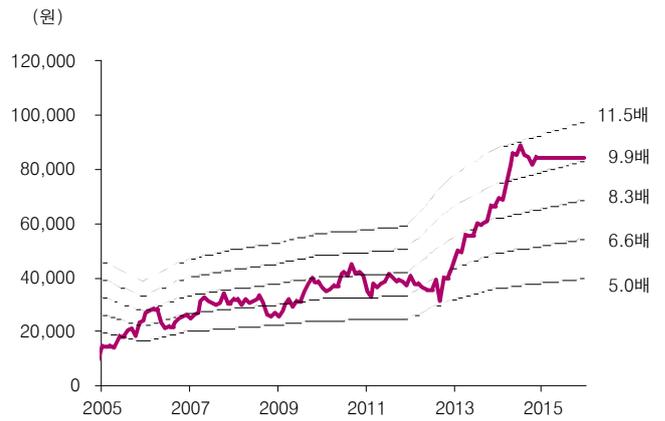
2013년 1월, 우여곡절 끝에 법정관리 상태에 있던 웅진그룹에서 사모펀드인 MBK파트너스를 새 주인으로 맞이한 이후 코웨이 주가는 리레이팅을 거듭하며 한때 종전 최고치인 P/E 20배를 넘어서 P/E 23배까지 상승한 뒤 2Q 이후 조정 국면에 돌입해 있는 상황이다. 시장의 코웨이의 성장성에 대한 우려에도 불구하고 당사는 코웨이가 종전 최고 수준의 밸류에이션에서 거래되는 것이 합당하다 생각하는데 이는, 1) 성장성뿐만 아니라 안정적이고 풍부한 현금흐름 매력도를 기업가치에 반영할 필요 있다 생각하고, 2) 국내 최고 수준의 주주친화정책이 기대되며, 3) 단기적인 성장성은 둔화됐을 지라도 비즈니스 모델의 특성상 낮은 투자로도 신규 렌탈 아이템의 추가를 통해 언제든지 성장을 재개할 잠재력을 지녔기 때문이다.

Forward P/E 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

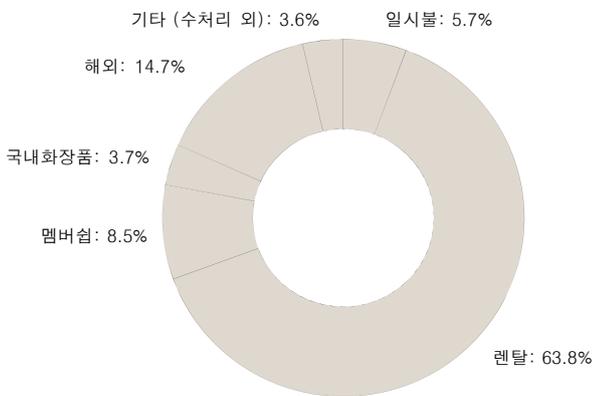
■ 목차

1. Valuation	p2
2. 안정적인 현금흐름으로 꾸준한 배당 매력 발산 전망	p5
3. 렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치	p13
4. 단기 성장성 둔화에 대한 우려는 과도	p15

## 2. 안정적인 현금흐름으로 꾸준한 배당 매력 발산 전망

코웨이는 환경가전을 중심으로 위생과 관련이 높은 제품의 렌탈서비스를 주업으로 하는 업체로, 렌탈 및 멤버십 서비스에서 2013년 전체 매출의 71% 를 올렸으며 그 밖에 일시불 판매, 국내화장품, 그리고 해외사업에서 (수출+해외법인) 각각 7%, 4%, 7%의 매출을 올린바 있다.

서비스별 매출 breakdown (2014E)



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

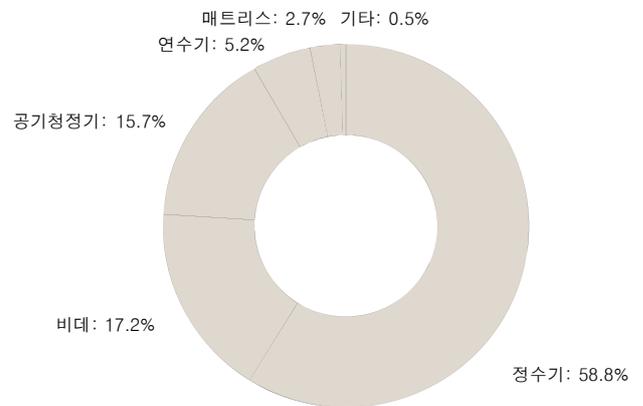
### 렌탈사업 본연의 안정성

렌탈 사업의 속성 자체가 안정적인 현금흐름을 자랑한다. 계약 초기엔 제품 제조원가, 판매수수료 등이 일시에 대규모 부의 현금흐름을 유발하나, 이후 매달 렌탈료가 유입되어 3~4년 가량이 지난 뒤엔 손익분기점을 넘어서는 구조 (2년 의무약정, 5년 만기 조건). 거기에 동사와 같이 부품은 아웃소싱하고 개발과 제품조립만 회사가 담당할 경우, 초기 유형 자산 투자 이후 capex 부담이 크지 않아 일정 규모 이상의 가입자 기반만 형성되고 나면 사업개시 3~4년 뒤부터 안정적인 양의 FCF을 향유 할 수 있다.

### 렌탈사업 선도업체로서의 특전

한편 선점효과가 크다는 것도 렌탈사업이 안정적 현금흐름을 창출할 수 있는 이유이다. 물론 렌탈사업도 경쟁에서 자유로울 순 없으나, 일단 회원을 확보한 이후에는 교체비용 (switching cost)을 높여, 특별한 불만사항이 야기되지 않는 한, 회원을 유지 하기가 용이한 측면이 존재한다. 일례로 코웨이의 경우 고객 유보율을 높이기 위한 일환으로 재렌탈시 렌탈등록비 면제 혜택을 줘 금전적 교체비용을 높이고 있으며, 교차판매 장려를 통해 비금전적 교체비용을 높여 고객 유보율을 높이고 있다. 이 결과 코웨이는 5년 렌탈 계약 만기 이후에도 약 80%에 달하는 높은 고객 유보율을 유지하고 있는데, 약 40%는 제품에 대한 소유권을 이전 받은 뒤 멤버십 서비스에 가입하여 기존의 제품 유지보수 서비스를 이어가고 있는 경우이고, 약 40%는 신상품을 재렌탈 하며, 약 20% 정도만이 회원에서 이탈하고 있는 상황이다. 참고로 교차판매란, 한 가정에서 여러 개의 코웨이 제품 (예- 정수기와 공기청정기)을 이용하게 하는 것으로, 회사의 영업관리성과 고객의 편의 향상에 두루 긍정적 효과를 나타낸다.

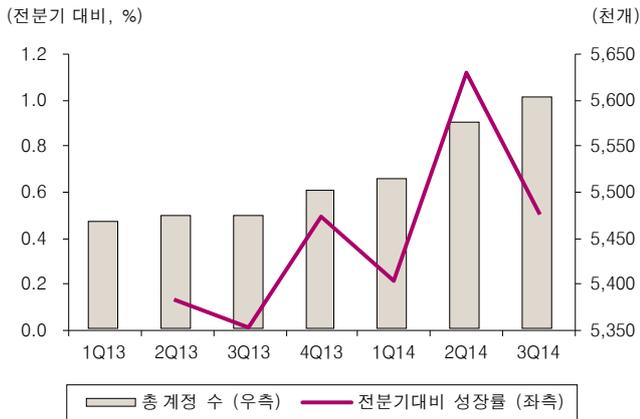
렌탈 & 멤버십 서비스 내 제품별 매출 breakdown (2014E)



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

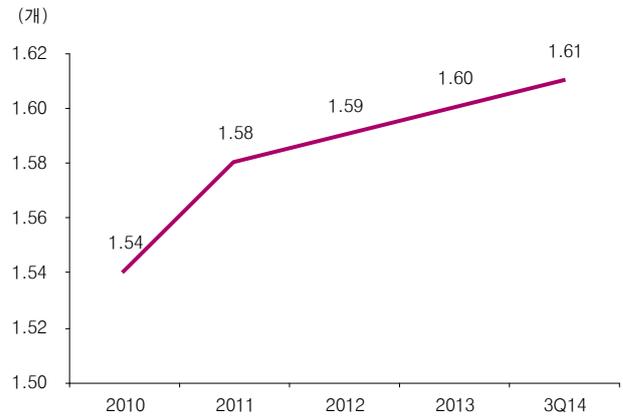
코웨이

코웨이 총 계정 수 및 성장률 추이



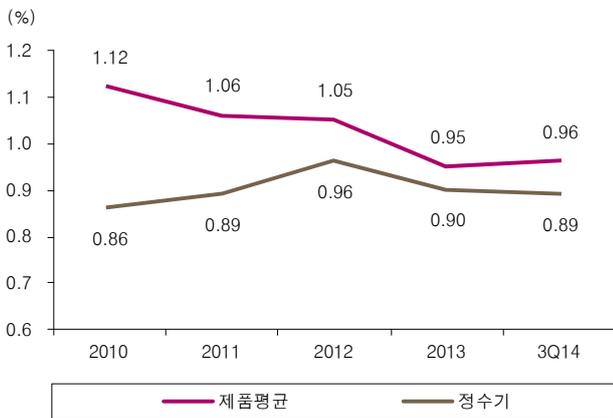
자료: 코웨이

코웨이 제품 중복 사용률 추이



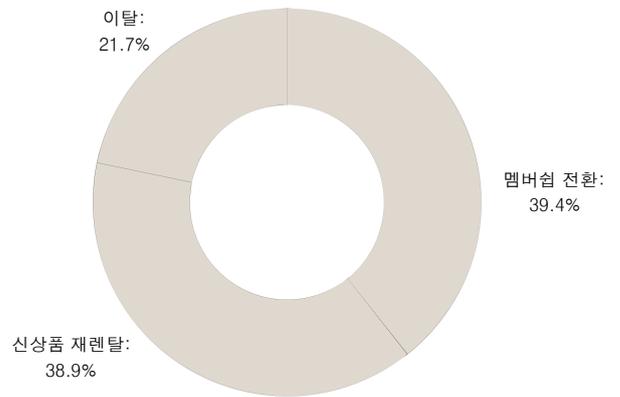
자료: 코웨이

코웨이 해약률 추이



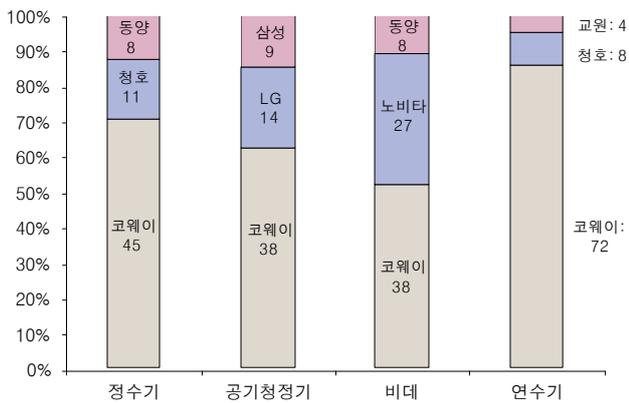
자료: 코웨이

코웨이 5년 만기 이후 retention rate



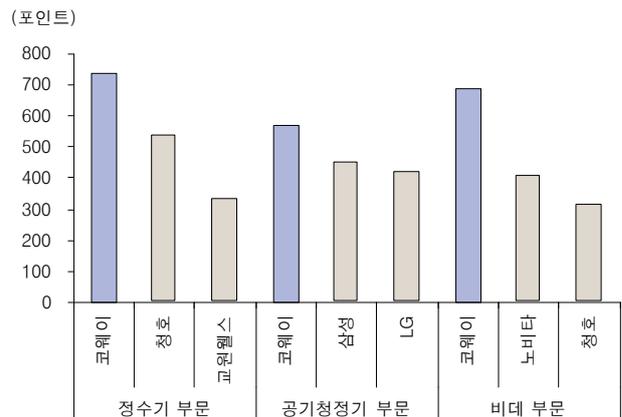
자료: 코웨이

코웨이 제품별 시장 점유율



자료: 코웨이

제품군별 브랜드 파워



자료: 한국능률협회

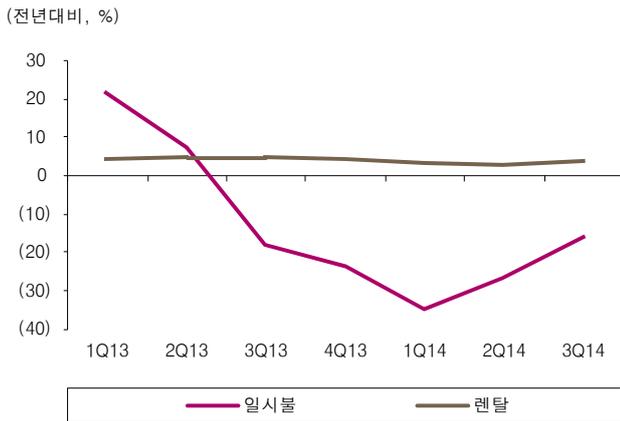
코웨이

서비스 경쟁력을 통한 스테디셀러의 입지 유지

당연히 렌탈사업자 모두가 안정적인 현금흐름을 영위한다고 볼 수 없으며 이를 뒷받침 하는 것은 결국 동사의 서비스 경쟁력이다. 독보적 브랜드 파워에도 불구하고 경쟁으로부터 완전히 자유로운 것은 아니다. 제품을 통한 차별화가 점점 어려워지고 홈쇼핑 등으로 판매 채널이 다변화되며 경쟁이 점점 치열해지고 있다. 이는 동사의 일시불판매 실적 부진으로도 확인이 가능하다. 코웨이의 일시불 매출은 2013년부터 역성장하기 시작하여 3Q14 까지 20%대의 큰폭의 감소세를 기록하고 있는 중이다. 반면 동사의 렌탈판매 실적은, 경영권 불안이 최고조에 달했던 2012년 포함, 경쟁이 치열해지고 있는 지금까지도 3~4% y-y 수준의 기복 없는 성장세를 보이고 있다. 이는 광고비, 판매수수료와 같은 마케팅성 비용이 감소하고 있는 가운데 나타난 결과란 점에서 주목할 만 하다.

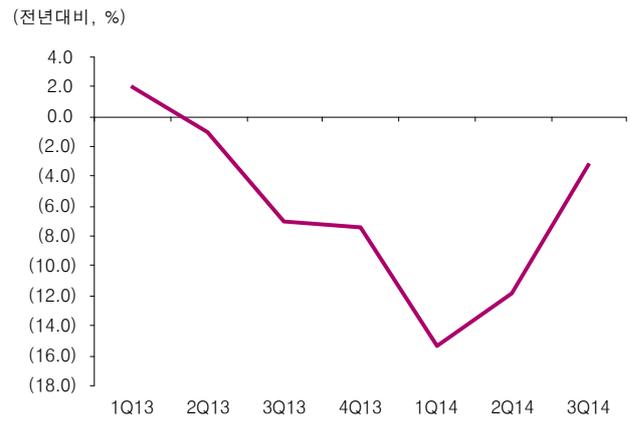
당사는 이와 같은 상반된 현상이 합리적 소비의 시대에 제품의 성능과 품질을 중시하며 가격에 민감한 소비자층과 (업체별 제품의 성능과 품질의 차이는 크지 않은 상황), 위생·사후관리를 중시하며 서비스에 민감한 소비자층으로 나뉘는 양극화로 인해 나타나는 것으로 판단하며, 동사가 후발업체들이 쉽게 흉내내기 어려운 서비스에서 경쟁력을 보유하고 있음을 감안하면 코웨이는 렌탈서비스사업을 통해 적어도 향후 2~3년간 안정적인 현금흐름을 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 코웨이의 서비스 경쟁력은 일차적으로는 경쟁사 대비 월등한 규모의 판매관리원 (CODY-코디)에서 출발하며, 그 밖에 가장 짧은 의무사용연수 (동사는 2년, 일반적으로 3년), 가장 짧은 서비스 주기 (동사는 2개월에 1회, 최장 4개월에 1회까지 분포) 등도 경쟁사들이 쉽게 따라 할 수 없는 서비스 요소이다.

코웨이 렌탈 vs 일시불 계정 수 증감율 추이



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

코웨이 마케팅성 비용 (광고비+판매수수료) 증감율 추이



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

렌탈 vs 멤버십 ASP 증감율 추이



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

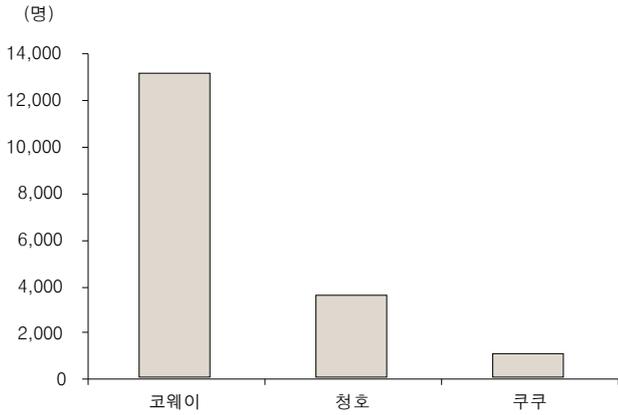
렌탈 vs 멤버십 매출액 증감율 추이



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

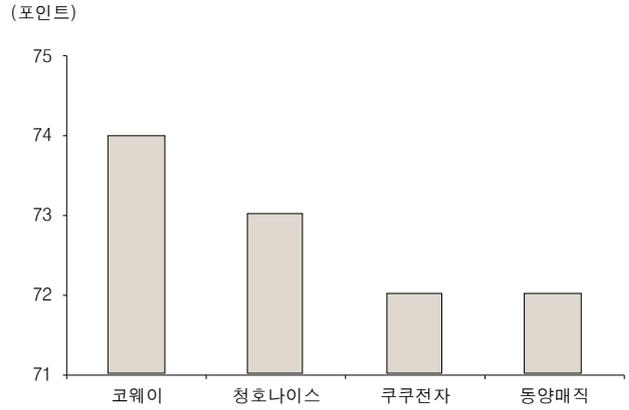
코웨이

업체별 판매원 수



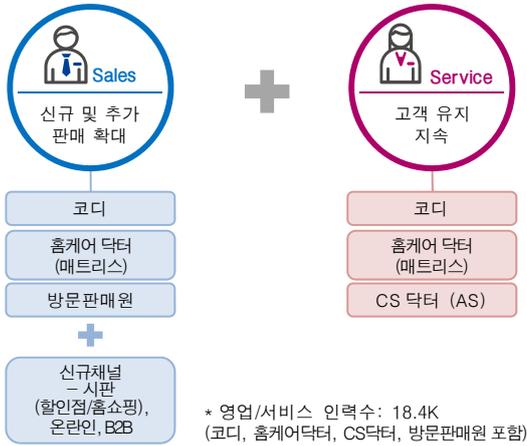
참고: 쿠쿠전자 판매원은 5월 말 기준, 청호 판매원은 홈페이지 등록 기준  
 자료: 각 사

국가고객만족도(NCSI): 정수기 부문



자료: 한국생산성본부

코웨이 영업/서비스 플랫폼



자료: 코웨이

코웨이 영업강화 전략

- 1. 지역화 추진**  
 (전국 3개 지역 사업부문)  
 → 영업목표 관리  
 → 점점 서비스 강화
- 2. 영업 생산성 향상 프로젝트**  
 (코디 교육 및 코칭 강화)
- 3. 신규채널 확장**  
 (홈쇼핑, 할인점, 온라인 등)



자료: 코웨이

코웨이 경쟁사 및 경쟁 제품 현황 (1)

회사	코웨이	청호나이스	LG전자	교원 L&C	동양매직	쿠쿠전자	위닉스	현대 H&S	대림케어서비스	루헨스	노비타
브랜드											
<b>정수기</b>											
제품군	하이브리드, 냉·온수, 얼음 정수기 등	커피, 냉·온수, 얼음 정수기 등	냉·온수, 얼음 정수기	냉·온수 정수기	냉·온수 정수기	냉·온수, 얼음 정수기	스파클링, 냉·온수 정수기	냉·온수 정수기	냉·온수 정수기	냉·온수 정수기	냉·온수 정수기
일시불 (천원)	820 ~ 2,930	891 ~ 2,970	2,000 ~ 2,100	649 ~ 1,980	428 ~ 2,266	619 ~ 2,350	460 ~ 790	550 ~ 990	572 ~ 690	180 ~ 990	398
렌탈 (천원)	16 ~ 67.5	21.9 ~ 53.9	19.4 ~ 45.9	18.5 ~ 43	19.9 ~ 43.5	16.9 ~ 46.9	17.9 ~ 34.9	19.9 ~ 35.9	19.8 ~ 25.8	13.9 ~ 37.0	19.9
의무사용	2년	3년	3년	2년	3년	3년	3년	3년	3년	3년	3
소유권 이전	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	3년 후	4년 후	5년 후	5년 후	3년 후
서비스 주기	2개월 1회	2개월 1회	2개월 1회	3개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	2, 4개월 1회	4개월 1회
대표상품	스파클링정수기 	휘카페티니 	직수형정수기 	순간온수정수기 	AUTO살균정수기 	자동살균얼음정수기 	스파클링정수기 	레드와인정수기 	천연미네랄냉온수기 	파스퇴르 정수기 	NWP-1000 
<b>공기청정기 및 제습기</b>											
일시불 (천원)	390 ~ 1,550	869 ~ 2,090	38.9 ~ 68.9	550 ~ 890	298 ~ 950	319 ~ 808	249 ~ 299	600 ~ 690	358	693	219 ~ 439
렌탈 (천원)	21.4 ~ 57.4	25.9 ~ 79	26 ~ 36	22.9 ~ 29.5	17.9 ~ 29	16.9 ~ 21.9	-	22.9	9.9	26.9	-
의무사용	2년	3년	3년	2년	3년	3년	-	3년	3년	3년	-
소유권 이전	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	5년 후	3년 후	4년 후	3년 후	3년	-
서비스 주기	2개월 1회	2개월 1회	2개월 1회	3개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	4개월 1회	-	4개월 1회	-
대표상품	제·가습 공기청정기 	이과수가습청정기 	휘센가습공기청정기 	웰스공기청정기 	살균가습공기청정기 	제습공기청정기 	위닉스공기청정기 	위가드공기청정기 	대림케어제습기 	루헨스 Egg 	제습기 DH-103 

코웨이 경쟁사 및 경쟁 제품 현황 (2)

회사	코웨이	청호나이스	LG전자	교원 L&C	동양매직	쿠쿠전자	위닉스	현대 H&S	대림케어서비스	루헨스	노비타
브랜드											
<b>비데</b>											
일시불 (천원)	600 ~ 819	638 ~ 792		750	139 ~ 1,097	490 ~ 499		550	290 ~ 1,430	495 ~ 550	209 ~ 750
렌탈 (천원)	21.4 ~ 25.9	18.9 ~ 23.9		21.9 ~ 25	16.9 ~ 22.9	16.9 ~ 18.9		19.9 ~ 22.9	9.9 ~ 33.0	18.9 ~ 21.9	-
의무사용	2년	3년		2년	3년	3년		3년	3년	3년	-
소유권 이전	5년 후	5년 후		5년 후	5년 후	5년 후		4년 후	5년 후	5년 후	-
서비스 주기	2개월 1회	2개월 1회		3개월 1회	4개월 1회	4개월 1회		4개월 1회	4개월 or 연 1회	4개월 1회	-
대표상품	롤루3중살균비데 	이과수세정기 III 		와우비데 	스마트클린비데 	쿠쿠클린비스비데 		위가드비데 	자동물내림비데 	루헨스비데 	BD-CB980 
<b>연수기</b>											
일시불 (천원)	279 ~ 780	847 ~ 1,155		815				490	875		
렌탈 (천원)	21.0 ~ 27.5	27.0 ~ 34.9		27.5 ~ 35.0				19.9	26.4		
의무사용	2년	3년		2년				3년	3년		
소유권 이전	5년 후	5년 후		5년 후				4년 후	5년 후		
서비스 주기	2개월 1회	2개월 1회		2개월 1회				4개월 1회	2개월 1회		
대표상품	자동재생 연수기 	이과수 미러 		와우 연수기 				위가드 연수기 	아기사랑 연수기 		
회사	코웨이	한샘									
<b>매트리스/프레임</b>											
일시불 (천원)	(매) 540 ~ 1,550 (프) 950 ~ 1,350	(매) 140 ~ 2,099 (프) 123 ~ 1,606									
렌탈 (원)	(매) 19.5 ~ 42.9 (프) 24.5 ~ 37.9	N/A									
의무사용	26개월	N/A									
소유권 이전	3년 후	N/A									
서비스 주기	4개월 1회	4개월 1회 (케어 서비스 별도 가입)									
대표상품	유로탑퀵사이즈 	컴포트 아이 									

자료: 각 사, 네이버 지식쇼핑

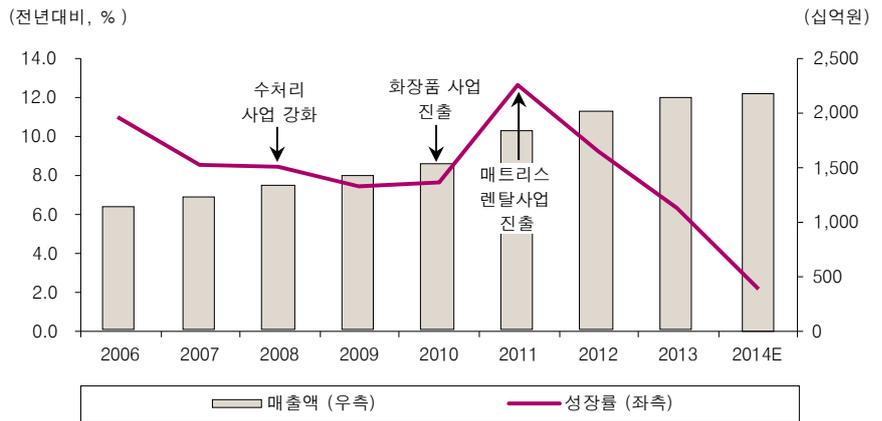
돈 셀 틈 없는 사업 구조조정

한편, 과거 코웨이는 신규 성장 동력 발굴을 통한 성장에 중점을 두었던 것으로 보여지는데, 이 과정에서 동사의 핵심경쟁력과 맞지 않는 여러 신사업에 불필요한 투자가 이루어지며 안정적 현금흐름을 창출하는 회사라는 동사 본연의 강점이 희석되었었다.

렌탈서비스사업 매출 성장률이 처음으로 한자릿수 중반 수준까지 떨어진 2008년, 수처리 사업을 신성장 동력 삼아 웅진케미칼로부터 수처리사업부문을 양도받았고 (200억원), 덕분에 2008년~2009년 전사 매출이 전년대비 7~8%씩 성장하는데 40~50%를 신사업이 기여하게 되었다. 하지만 뒤를 이어 2010년~2011년 그린엔텍과 (282억원), KC삼양정수를 (68억원) 잇따라 인수했음에도 불구하고, 경쟁력 부재로 수처리사업은 성장의 한계에 부딪혔고, 그때 회사는 또 다른 신성장 동력으로 화장품 사업을 선택하였다. 하지만 이 역시 사업이 개시된 2010년 이래 지금까지 기대 이하의 매출을 기록하며 줄곧 영업적자를 이어가고 있는 상황이다 (당시 사업 5년차가 되는 2014년에 2,000억원의 매출을 달성하는 것을 목표로 하였으나 실제론 800억원 수준에 머무를 것으로 전망).

그런데 2013년 대주주 교체 이후엔 렌탈서비스사업에 집중하며 영업 수익성과 현금흐름 개선에 주력하는 모습이다. 2013년 이후 수처리사업은 매각을 위한 노력이 계속되고 있으며, 일단 화장품 사업은 계속 유지하고 있는 모양새이나 외형확대를 위해 투자하기보다는 2014년 50억원 내외 수준일 것으로 예상되는 영업손실을 2015년 BEP 수준까지 축소하기 위한 노력이 진행 중이다. 그리고 턴어라운드 가능성이 낮은 일본과 이탈리아 해외 법인은 청산하였다.

코웨이 매출액 추이와 신사업 추가 History (2006-2014E)



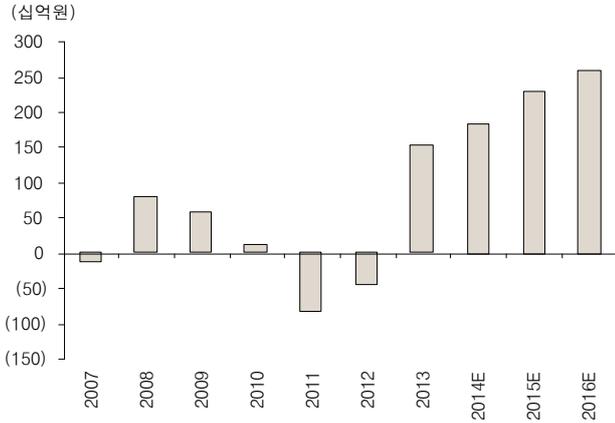
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

배당 매력도 상승 가능성

앞서 언급한 바와 같은 렌탈사업의 특수성, 코웨이 본인의 경쟁력, 그리고 진행중인 구조조정 감안시 동사는 향후 최소 연간 5,000억원의 영업현금흐름을 창출할 수 있을 것으로 예상되는데, capex가 연간 2,500억원~3,000억원 수준에서 안정적으로 유지될 것임을 감안하면 동사는 앞으로 적어도 연간 2,000억원 가량의 FCF를 창출할 수 있을 것으로 전망된다. 그런데 이 때 동사가 지난 5년간 (대주주 변경기인 2012년은 예외) 유지해 왔던 50% 수준의 배당성향을 계속 유지한다면 동사는 매년 500억원 이상의 현금을 유보하게 된다. 이는 결국 동사의 재무구조를 비효율적으로 만들어 ROE 하락시킬 것이다. 이에 당사는 대주주 MBK파트너스의 FI로서의 기업가치에 대한 관심과 주주친화적 태도, 그리고 정부의 배당 장려 정책 등을 고려할 때, 배당성향은 현행 50%에서 최소 60%까지 빠르게 상승할 수 있을 것으로 전망하며, 60%까지 배당성향을 상향조정 해도 ROE 하락이 불가피함을 감안하면 현재 당사의 전망보다도 배당성향이 더 빠르고 더 높은 수준으로 상승할 가능성도 배제할 수 없단 판단이다. 이익의 성장성까지 감안한다면 동사의 배당 매력도가 더욱 상승함은 물론이다.

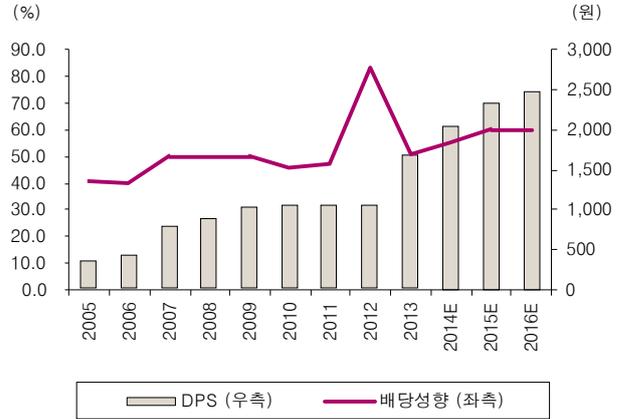
당사는 향후 3년간 (2014~2016년) EPS가 연평균 8%씩 상승할 것으로 전망하고, 배당성향은 2013년 50%에 이어 2014~2016년까지 각각 55%, 60%, 60%까지 상승할 것으로 전망하며, 이에 따라 DPS는 각각 2,040원, 2,340원, 2,480원에 이를 것으로 예상된다. 이는 현 주가 82,400원 하에 2014~2016년간 각각 2.5%, 2.8%, 3.0%의 배당수익률을 기대할 수 있음을 의미한다.

FCF 추이와 전망



자료: 삼성증권 추정

DPS와 배당성향 추이와 전망



자료: 삼성증권 추정

코웨이 ROE decomposition

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>ROE</b>	<b>24.90</b>	<b>24.18</b>	<b>26.34</b>	<b>26.82</b>	<b>22.68</b>	<b>21.97</b>	<b>20.06</b>	<b>28.10</b>	<b>27.22</b>	<b>25.02</b>
재무레버리지 (자산/자기자본)	1.88	1.78	1.83	1.87	1.99	2.15	2.22	1.98	1.72	1.62
자산회전율 (매출/자산)	1.33	1.31	1.21	1.12	1.13	1.14	1.18	1.24	1.24	1.22
영업이익률 (영업이익/매출)	13.30	14.47	14.47	15.06	14.23	12.87	11.35	16.00	17.53	17.30
이자부담율 (RP/OP)	99.95	102.43	108.93	113.18	89.72	90.58	104.72	95.47	97.23	97.52
세금부담율 (NP/RP)	74.68	69.85	75.61	74.85	78.59	76.80	64.51	74.91	74.91	74.91

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

코웨이

■ 목차

1. Valuation	p2
2. 안정적인 현금흐름으로 꾸준한 배당 매력 발산 전망	p5
3. 렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치	p13
4. 단기 성장성 둔화에 대한 우려는 과도	p15

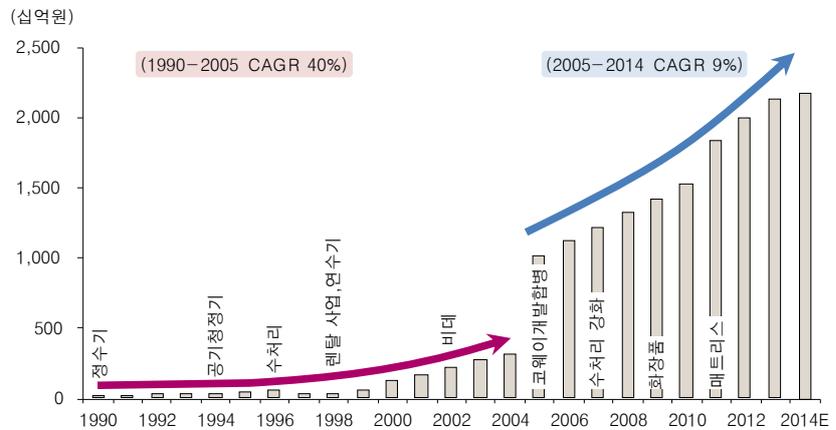
### 3. 렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치

높은 배당에 대한 기대감 외에도 동사가 시장대비, 그리고 과거 대비 프리미엄에 거래될 수 있다 보는 이유는 2011년에 시작해 2012년 본격화된 매트리스 렌탈서비스 사업이 증명한 동사의 장기 성장성에 대한 신뢰 때문이다. 한국의 구조적인 내수 소비 성장세 둔화에 대한 우려가 갈수록 깊어지는 시점에서 시장 평균을 상회하는 이익 성장을 꾸준히 실현할 수 있다는 사실은 분명 매력적인 요소이다.

아이템 추가를 통한 성장의 역사

1990년 정수기를 시작으로 공기청정기, 음식물처리기, 연수기, 비데를 하나씩 추가하며 2000년대 중반까지 약 15년간 연평균 32%, 44%라는 놀라운 매출과 영업이익 성장률을 달성하였다. 약 3년에 1개꼴로 신규 아이템이 추가된 양상인데, 2000년대 중반 이후 새로운 위생가전제품에 대한 아이디어가 나타나지 않자 동사는 수처리사업, 화장품 사업을 차례로 강화, 론칭하며 차기 성장동력 확보를 위한 노력을 기울였다. 하지만 그 결과는 기대 이하였다.

코웨이 매출액 추이 및 신사업 History (1990-2014)

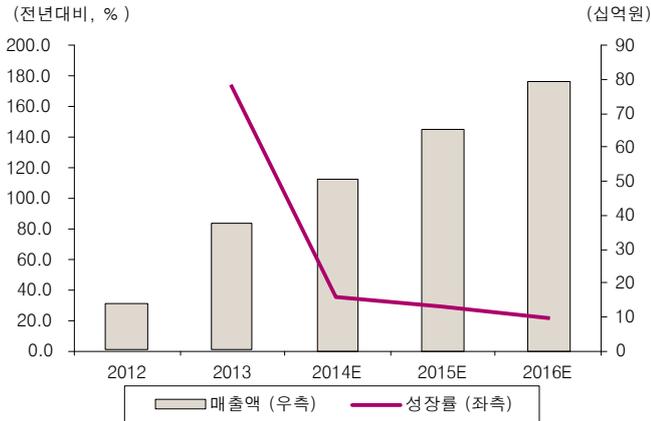


자료: 코웨이, 삼성증권 추정

2011년 매트리스 렌탈서비스 개시

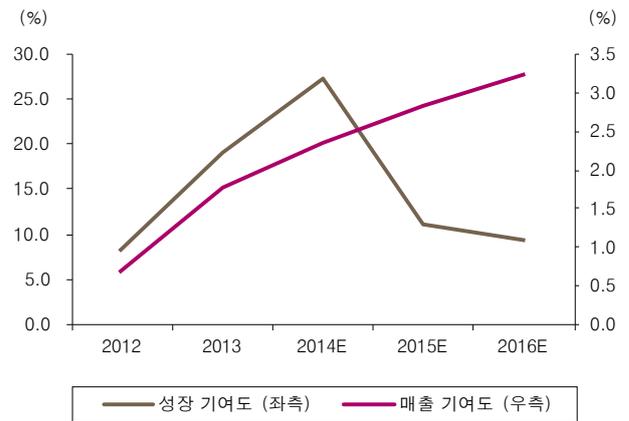
그러다 2011년 매트리스 렌탈서비스 사업을 개시하게 되는데, 매트리스 렌탈서비스란 고객들에게 매트리스를 자금부담 없이 소유하게 해주는 데서 그치지 않고 정수기와 같이 구매 후 청소 등의 위생 관리까지 대행해 주는 것으로, 사업 개시 3년만인 현재 A사와 S사가 주도하던 국내 침대 업계에서 10%까지 시장점유율을 높이며 단숨에 업계 3위로 올라선 상황이다. 지난 3년간 빠른 성장이 가능했던 것은 외관보다는 기능성 고급 매트리스에 대한 소비자 요구가 상승하며 대형사 중심으로 과점화되는 과정에서 동사가 군소업체들의 시장점유율을 가져오는데 성공했기 때문으로 판단되는데, 아직 수백곳의 군소업체들이 약 20%의 시장점유율을 차지하고 있는데다, 기존의 대형업체들도 흉내내기 어려운 서비스 경쟁력을 앞세우고 있음을 감안하면, 동사는 향후 2~3년간 매트리스가 견인하는 이익 성장세를 향유할 수 있을 것으로 전망된다. 당사는 2013년 374억원이었던 매트리스 매출이 2016년엔 791억원까지 2배 이상 증가하며 전사 매출 비중을 1.8%에서 4.4%까지 끌어올리게 될 것으로 전망하는데, 이는 매트리스가 동기간 매출 성장에 12.5%를 기여하게 되는 것이다. 이는 최대 매출 품목인 정수기와 해외에 이어 세 번째로 높은 기여도이다.

코웨이의 매트리스 렌탈 매출



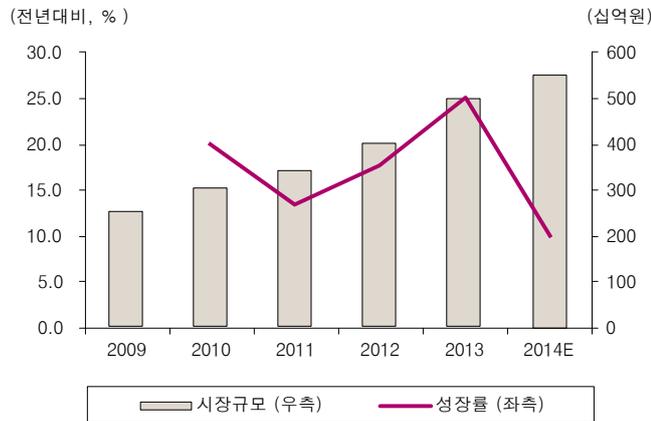
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

코웨이의 매트리스 렌탈 매출비중 변화와 성장 기여도



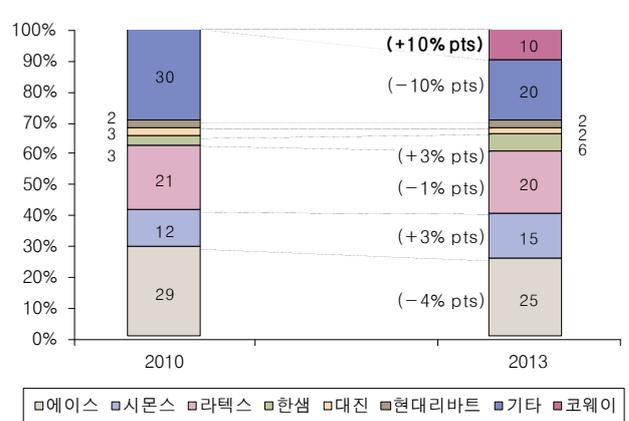
자료: 코웨이, 삼성증권 추정

국내 매트리스 시장 규모



자료: 가구업계 추산, 언론자료

국내 매트리스 시장의 업체별 점유율



참고: 기타는 흠침대, 돌침대 등  
자료: 가구업계 추산, 언론자료

성공적인 매트리스 사업의 함의

매트리스 사업은 비단 신성장동력을 발굴했다는 데에서만 그 의미를 찾을 수 있는 것이 아니라 생각된다. 이전의 수처리사업과 화장품사업은 동사의 제품(환경가전)에 대한 강점과 유통에 대한 강점을 활용하려던 경우라면, 매트리스는 동사의 서비스 업체로서의 강점을 활용한 경우라고 할 수 있는데, 과거의 성공과 실패 사례를 돌아보았을 때, 결국 동사의 핵심 경쟁력은 렌탈&서비스에 있다는 것이 첫번째 발견이라고 할 수 있을 것이다. 또한 특히 이것이 쉽게 모방될 수 없는 경쟁력이라면, 동사는 사후관리 서비스가 요구되는 아이템의 지속적 발굴을 통해 계속해서 시장 평균을 상회하는 성장을 시현할 수 있을 것이라는 점이 두번째 발견이라 할 수 있을 것이다.

■ 목차

1. Valuation	p2
2. 안정적인 현금흐름으로 꾸준한 배당 매력 발산 전망	p5
3. 렌탈서비스 가능한 모든 것을 통한 제한 없는 성장의 가치	p13
4. 단기 성장성 둔화에 대한 우려는 과도	p15

렌탈서비스와 해외의 성장성이 유효한 가운데 경쟁심화의 직격탄을 맞고 있는 일시불 부문의 실적이 안정되며 2016년까지 견조한 성장세 유지 전망

### 4. 단기 성장성 둔화에 대한 우려는 과도

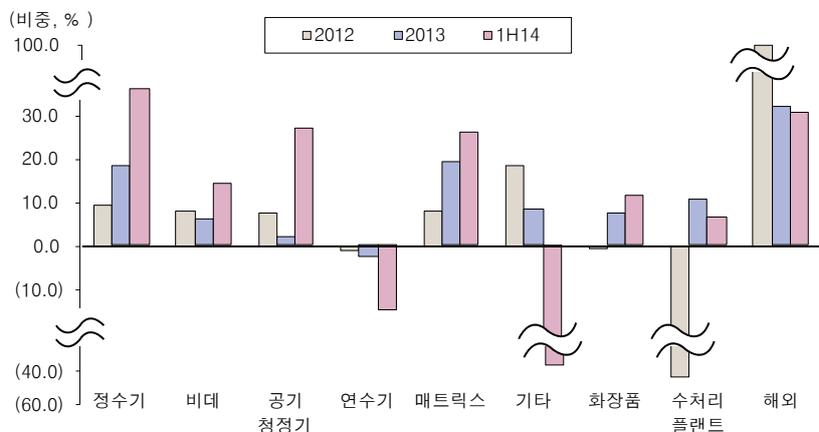
동사 주가는 2Q14 고점 이후 15% 가량 조정받으며 사실상 횡보하고 있는 모습이다. 2013년초 웅진그룹에서 사모펀드인 MBK파트너스로 경영권이 교체된 이후 동사는 비용 합리화 작업을 통해 큰 폭의 영업이익 개선에 시현하였는데 (영업이익률이 2013년에 전년 대비 +4.7%pts, 1H14에 전년동기대비 +2.9%pts), 반면 같은 기간 매출성장세는 계속 둔화되는 모습을 보임에 따라 턴어라운드 효과가 소멸되는 2H14부터의 성장성에 의문이 제기 되기 시작한 것이 원인이다. 그리고 우려는 현실화되며 3Q14엔 매출액과 영업이익이 각각 전년 대비 1%씩 감소하는 모습을 보였다.

이에 따라 우리는 코웨이의 주요 성장동력이 무엇이고 그 동력이 여전히 유효한지, 그리고 2013~2014년 부진해졌던 부분들이 향후 안정, 혹은 턴어라운드 할 가능성이 있는지를 따져보았다. 이 후 당사가 도출한 결론은, 다음 두가지에 의해 2014~2016년간 매출액, 영업이익, 순이익이 각각 연평균 7%, 6%, 6%씩 성장하며 견조한 성장세를 유지할 수 있을 것이라 판단되고, 현재 시장의 우려는 동사의 배당 매력마저 평가 절하할 만큼 주가에 과도하게 반영되어 있다는 것이다. 1) 핵심 성장동력인 렌탈서비스 (정수기와 매트리스 중심), 그리고 해외의 성장성이 유효한 가운데 그 영향력이 점점 더 커지고 있다. 2) 경쟁심화의 직격탄을 맞고 있는 일시불 부문의 실적이 안정될 가능성이 높다 판단된다.

#### 1) 핵심성장동력의 성장성 유효

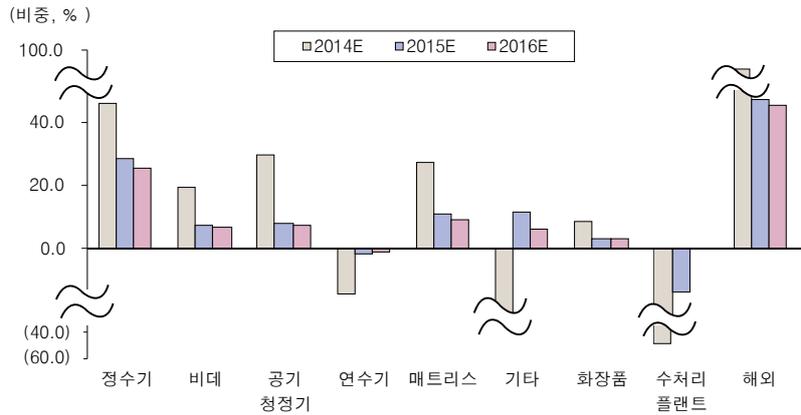
아래 그림에서 볼 수 있듯이 현재 매출 기준 동사의 성장을 견인하고 있는 가장 중요한 사업은 해외사업 (수출+해외법인)이며 그 뒤를 전통의 정수기와 신사업인 매트리스가 순서대로 따르고 있다. 위 세가지의 매출액은 2014~2016년까지도 각각 연평균 17%, 3%, 28%씩 성장하며 전사 매출이 연평균 7%씩 성장하는데 견인차 역할을 해줄 것으로 기대된다.

2012~1H14 부문별 매출 성장 기여도 추이



자료: 삼성증권 추정

2014E~2016E 부문별 매출 성장 기여도 전망



자료: 삼성증권 추정

① 중국 주도의 해외 매출 성장은 전사 매출 성장의 제 1 요소

2014~2016E 해외 매출은 빠르게 연평균 17%씩 성장할 수 있을 전망

2012~2014E 동안 동사의 해외 매출액은 연평균 55%씩 성장하였고 그 결과 전사 매출액 대비 그 비중이 5%에서 15%까지 상승하였는데, 당사는 2014~2016E 기간에도 해외 매출이 연평균 17%씩 빠른 성장세를 이어가며 전사 매출에서 차지하는 비중을 18%까지 끌어올릴 수 있을 것으로 기대한다. 그리고 여러 요인으로 2014년 둔화되었던 매출 성장세도 2015년 반등할 수 있을 것으로 전망한다. 이는 동사 해외 매출의 절반 이상을 담당하고 있는 말레이시아와 미국의 안정 성장기 진입, 중국의 화장품 사업 바닥권 진입에 따른 악재 해소, 2014년 peak out한 태국의 지정학적 리스크의 기저효과, 그리고 2013년 일본과 이탈리아 법인 구조조정 효과의 소멸 등 고려시 충분히 달성 가능한 목표라 판단된다.

말레이시아, 미국의 안정적 성장 위에 태국법인의 턴어라운드, 이탈리아와 일본법인 구조조정 효과 반영 전망

동사의 해외사업은 중국, 말레이시아, 미국, 태국에서 이루어지고 있는데 (실적이 부진한 이탈리아와 일본 법인은 모두 2013년 구조조정 차원에서 청산), 이 중 해외 매출의 과반 이상을 점하고 있는 말레이시아와 미국에선 국내와 같은 렌탈서비스 사업모델로 지난 2012~2014E 기간 각각 연평균 30~40%씩의 매출 성장률을 보일 만큼 성공적으로 자리를 잡고 있으며 이들은 향후 2~3년간 매년 10~20% 수준의 매출 성장률을 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 말레이시아 법인은 2012년 순이익으로 흑자전환하여 현재 해외에선 유일하게 이익을 창출하고 있는 곳이며 미국은 2015년 BEP 돌파가 기대된다. 한편 태국은 국내와 같은 렌탈서비스 판매방식을 적용하는데 실패하며 2013년부터 일시불 판매만 하는 방향으로 사업방향을 전환한데다 2013~2014년엔 내정 불안까지 겹치며 2013년 이후에는 매출이 감소하고 있는 상황이다. 아직 태국에선 뚜렷한 성장의 모멘텀이 발견되지 않은 상황이나 적어도 내정 안정에 따른 2015년 단기적인 실적 반등은 기대해도 좋을 것 이란 생각이다.

2013~2014년 부진하던 중국 사업은 2015년 턴어라운드하며 2015년 이후 해외 및 전사 중장기 성장에 핵심적 역할을 할 것으로 전망

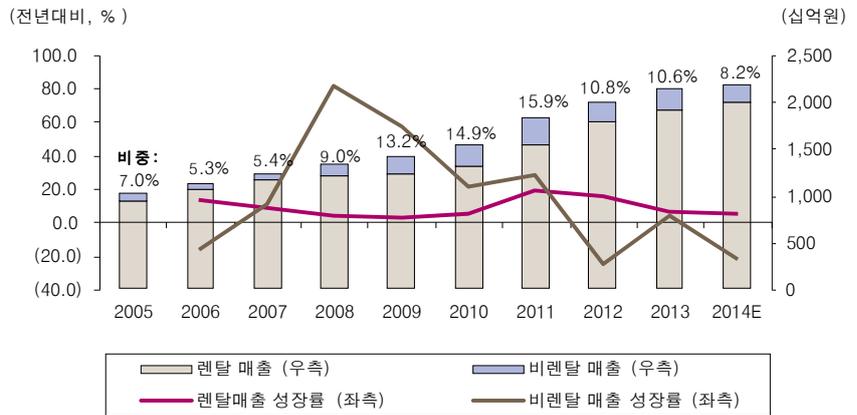
한편, 해외 매출의 약 25%가량을 차지하는 중국은 2013~2014E 기간 매출액이 감소하는 부진을 보이고 있으나, 2015년부터 다시 연간 15~20%의 매출 성장률을 시현하며 동사의 2015년 해외 실적 반등 및 중장기 성장에 핵심적 역할을 할 것으로 전망한다. 동사의 중국 사업은 크게 두가지로 형태로 나누어 볼 수 있는데 첫번째는 ODM 수출, 두번째는 현지법인 운영이다. ODM 수출의 경우 중국에서 사업중인 글로벌 가전업체에게 공기청정기를 판매하고 있고 현지법인에선 정수기와 화장품을 판매하고 있는데, ODM 수출과 현지법인의 매출 기여도는 3:1 가량으로 ODM의 비중이 더 높다. 중국 현지법인의 정수기 판매사업의 경우 한국에서의 렌탈서비스 경쟁력이 중국에서는 힘을 발휘하기 쉽지 않은 상황이라 아직 경쟁력 확보에 고심중이고, 화장품 사업 역시 경쟁력 확보 실패로 사실상 계속해서 축소 수순을 밟아 이미 그 매출이 미미한 수준까지 하락했다고 보았을 때, 결국 중국 사업의 성패는 ODM 수출에 있다고 볼 수 있다. 당사는 코웨이의 공기청정기 ODM 수출 전망이 밝다는 생각인데 중국의 대기오염이 매우 심각한 수준이라는 것은 주지의 사실이기 때문이다. 물론 ODM 수출의 경우 자체 브랜드를 달고 판매되는 것이 아니기에 수익성에 대한 기대치가 떨어지고, 계약조건 변화 리스크 등으로 동사가 장기적인 계획을 가지

고 사업을 전개하기 어렵다는 단점이 있다. 하지만 현실적으로는 중국에서 자체 판매망을 확보하는데 더 큰 리스크가 따를 것이 분명하고, 또한 동업관계의 글로벌 가전업체가 현재 코웨이 제품에 대한 중국인의 반응이 좋은 상황에서 제품 공급자를 교체하는 리스크를 지려 들지 의문스럽기에, 향후 2~3년간 ODM 수출이 견인하는 중국 시장 확대를 의심할 필요 없다는 생각이다.

② ARPU 하락 이상의 계정수 증가를 통한 렌탈서비스 매출 성장 전망

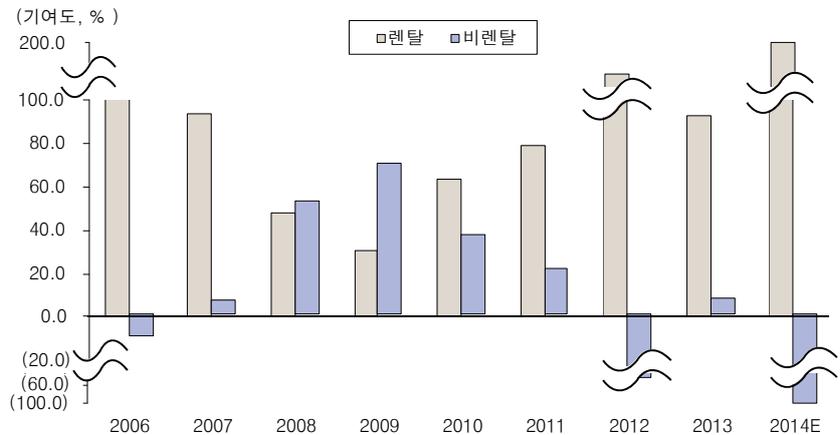
렌탈서비스 매출은 전사 매출의 60~65%를 차지하는 만큼 이것의 성장세가 전사 실적을 좌우한다 해도 과언이 아닐 것이다. 그런데 이 렌탈서비스의 매출 성장세가 2012년에 전년 대비 7% 성장하며 peak를 찍은 이후 2014년 현재까지 3%대로 점차 둔화되는 모습을 보이며 시장 우려의 중심에 놓여있다. 하지만 당사는 경쟁심화에 따른 ARPU 하락에도 불구하고, 만기 고객을 멤버십이 아닌 신규 렌탈로 유인하여 ASP를 높이고 그 이상의 렌탈 계정수 증대에 성공하며 5% 수준의 매출 성장률로 반등할 수 있을 것으로 전망한다. 물론 이를 위해 광고비와 판매수수료와 같은 마케팅성 비용은 큰폭 상승한다고 가정하였으나 인건비, 지급수수료와 같은 그 외 비용의 효율화가 이어지며 수익성을 헤치지 않는 매출 성장이 가능할 것이라 판단이다.

렌탈/비렌탈 매출 및 성장률



참고: 비렌탈은 화장품, 수처리, 기타 합산  
 자료: 코웨이, 삼성증권 추정

렌탈/비렌탈 부문의 전사 매출 성장 기여도



자료: 코웨이, 삼성증권 추정

2) 비렌탈사업의 매출 하락세 완화 전망

대부분의 제품에서 일시불 매출 하락이 두드러지게 발생하고 있다. 이는 근본적으로 신규 진입자로 인한 경쟁 때문이기에 중장기적으로 일시불 판매에서 의미 있는 실적 반등이 있을 것으로 기대하지 않는다. 하지만 그럼에도 불구하고 2015~2016년 단기적인 매출 반등 및 감소세 안정이 나타날 것으로 전망하는 이유는 홈쇼핑, 가전양판점과 같은 시판채널 활성화에 대응이 늦어지며 빼앗겼던 일시불 수요를 2014년부터 판매 채널 다변화로 대응해 가기 시작한 만큼 효과가 있을 것으로 기대하기 때문이다.

부문별 실적 전망 (1)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출</b>												
<b>(십억원)</b>												
환경가전	406.8	422.5	413.5	412.2	413.8	429.9	431.3	414.3	1,655.0	1,689.3	1,773.3	1,853.1
일시불	36.6	47.8	35.4	29.4	27.6	37.4	31.8	25.8	149.3	122.6	134.5	140.3
렌탈	327.4	331.9	334.9	339.1	342.4	346.7	352.7	340.6	1,333.4	1,382.3	1,454.3	1,528.4
멤버십	42.8	42.8	43.2	43.6	43.9	45.7	46.9	47.9	172.3	184.4	184.4	184.4
수출	31.5	44.6	38.0	30.6	45.2	55.7	33.0	39.6	144.6	173.5	208.2	249.9
화장품	17.9	22.1	16.6	19.8	21.0	22.3	17.2	19.8	76.4	80.2	84.2	88.4
기타 (수처리 등)	9.1	7.8	21.1	19.8	14.8	15.4	14.6	15.8	57.7	60.6	60.6	60.6
연결 대상 기타	42.2	59.5	41.3	41.6	40.2	33.6	29.5	59.5	184.6	162.8	171.8	198.6
<b>(전년 대비, %)</b>												
환경가전	4.9	6.0	2.5	2.5	1.7	1.7	4.3	0.5	4.0	2.1	5.0	4.5
일시불	11.9	18.1	(9.3)	(9.3)	(24.7)	(21.8)	(10.4)	(12.2)	3.2	(17.9)	9.7	4.2
렌탈	3.5	4.1	3.6	3.6	4.6	4.5	5.3	0.4	3.7	3.7	5.2	5.1
멤버십	10.4	9.1	5.1	3.2	2.6	7.0	8.6	9.8	6.8	7.0	0.0	0.0
수출	5.0	111.4	35.6	0.2	43.6	25.1	(13.0)	29.2	32.0	20.0	20.0	20.0
화장품	6.3	35.5	(4.2)	18.1	17.4	0.5	3.6	0.0	13.6	5.0	5.0	5.0
기타 (수처리 등)	16.1	(25.8)	125.6	85.0	63.4	98.4	(31.1)	(19.8)	50.7	5.0	0.0	0.0
연결 대상 기타	19.4	38.7	(14.8)	(29.8)	(4.7)	(43.5)	(28.7)	42.9	(0.8)	(11.8)	5.6	15.6
<b>(매출비중, %)</b>												
환경가전	80.2	75.9	77.9	78.7	77.4	77.2	82.1	75.5	78.1	78.0	77.2	75.6
일시불	7.2	8.6	6.7	5.6	5.2	6.7	6.0	4.7	7.0	5.7	5.9	5.7
렌탈	64.5	59.7	63.1	64.7	64.0	62.3	67.1	62.0	62.9	63.8	63.3	62.4
멤버십	8.4	7.7	8.1	8.3	8.2	8.2	8.9	8.7	8.1	8.5	8.0	7.5
수출	6.2	8.0	7.2	5.8	8.5	10.0	6.3	7.2	6.8	8.0	9.1	10.2
화장품	3.5	4.0	3.1	3.8	3.9	4.0	3.3	3.6	3.6	3.7	3.7	3.6
기타 (수처리 등)	1.8	1.4	4.0	3.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.7	2.8	2.6	2.5
연결 대상 기타	8.3	10.7	7.8	7.9	7.5	6.0	5.6	10.8	8.7	7.5	7.5	8.1
<b>상품별 매출</b>												
<b>(십억원)</b>												
정수기	226.1	231.1	229.1	231.6	231.6	235.6	235.4	237.2	917.9	939.8	976.6	1,015.0
비데	66.7	66.9	66.6	67.7	68.5	69.0	69.3	70.2	267.9	277.0	286.5	296.3
공기청정기	60.7	59.7	59.5	61.3	63.6	64.3	63.4	63.9	241.2	255.2	265.4	276.3
연수기	23.8	22.7	21.9	21.8	21.4	20.9	20.4	20.4	90.3	83.1	80.7	78.3
매트리스	8.1	9.0	9.6	10.8	11.1	13.1	12.1	14.1	37.4	50.5	65.1	79.1
기타	21.5	33.0	26.8	19.0	17.6	26.9	30.8	8.4	100.4	83.7	98.9	108.0
<b>(전년대비, %)</b>												
정수기	2.4	3.9	1.7	2.2	2.5	1.9	2.7	2.4	2.6	2.4	3.9	3.9
비데	4.0	3.5	2.2	1.9	2.7	3.2	4.0	3.7	2.9	3.4	3.4	3.4
공기청정기	2.3	(0.5)	2.2	0.0	4.8	7.7	6.5	4.3	1.0	5.8	4.0	4.1
연수기	(0.2)	(3.3)	(5.5)	(5.9)	(10.2)	(8.0)	(7.0)	(6.3)	(3.7)	(7.9)	(2.9)	(2.9)
매트리스	na	na	53.3	44.7	38.1	46.0	25.8	31.5	173.3	34.9	28.8	21.6
기타	9.2	18.3	5.8	11.3	(18.1)	(18.6)	15.0	(55.8)	11.4	(16.6)	18.1	9.2
<b>(매출비중, %)</b>												
정수기	44.6	41.5	43.2	44.2	43.3	42.3	44.8	43.2	43.3	43.4	42.5	41.4
비데	13.1	12.0	12.5	12.9	12.8	12.4	13.2	12.8	12.6	12.8	12.5	12.1
공기청정기	12.0	10.7	11.2	11.7	11.9	11.6	12.1	11.6	11.4	11.8	11.6	11.3
연수기	4.7	4.1	4.1	4.2	4.0	3.8	3.9	3.7	4.3	3.8	3.5	3.2
매트리스	1.6	1.6	1.8	2.1	2.1	2.4	2.3	2.6	1.8	2.3	2.8	3.2
기타	4.2	5.9	5.0	3.6	3.3	4.8	5.9	1.5	4.7	3.9	4.3	4.4

(뒷면에 계속...)

## 부문별 실적 전망 (2)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	2013	2014E	2015E	2016E
<b>계정수 (천 개)</b>												
총계	5,793	5,816	5,834	5,866	5,513	5,574	5,603		5,866	5,677	5,677	5,677
(증감율, %)	5.6	3.9	2.9	2.2	0.8	1.8	2.3		2.2	3.2	0.0	0.0
렌탈 계정	4,658	4,717	4,746	4,800	4,455	4,487	4,538		245	191	157	141
(증감율, %)	4.0	4.4	4.3	4.2	2.8	2.6	3.4		(4.1)	(22.0)	(18.0)	(10.0)
멤버십 계정	1,135	1,100	1,088	1,066	1,058	1,087	1,065		4,800	4,608	4,608	4,608
(증감율, %)	13.1	1.6	(2.8)	(5.9)	(6.8)	(1.1)	(2.1)		4.2	3.9	0.0	0.0
렌탈 해약	139	126	117	114	129	139	130		1,166	1,305	1,305	1,305
(월간 해지율, %)	1.01	0.90	0.82	0.80	0.90	1.04	0.97		(4.3)	12.0	0.0	0.0
렌탈 계정 증가	318	298	257	292	317	371	311		1,066	1,069	1,069	1,069
(증감율, %)	11.7	(9.9)	(12.3)	(5.6)	(0.4)	24.4	20.7		(5.9)	0.2	0.0	0.0
일시불 계정 증가	61	82	62	40	40	60	52		496	559	553	553
(증감율, %)	21.3	7.0	(18.6)	(23.9)	(35.3)	(26.9)	(16.2)		0.90	0.97	1.00	1.00
<b>실적 요약</b>												
매출액	507.4	556.5	530.5	524.0	535.0	556.9	525.5	549.0	2,118.3	2,166.4	2,298.1	2,450.6
매출총이익	339.8	363.7	346.3	347.5	352.7	369.0	357.3	361.6	1,397.4	1,440.6	1,516.7	1,605.1
영업이익	69.7	81.9	96.3	91.1	90.3	97.2	95.3	97.0	339.0	379.8	397.6	422.9
세전이익	75.3	81.0	80.4	90.4	88.4	86.5	85.9	100.8	327.1	369.0	387.4	413.7
당기순이익	57.4	59.7	60.1	67.9	66.1	66.3	63.9	74.7	245.1	276.4	290.2	309.9
<b>(이익률, %)</b>												
매출총이익	67.0	65.4	65.3	66.3	65.9	66.3	68.0	65.9	66.0	66.5	66.0	65.5
영업이익	13.7	14.7	18.1	17.4	16.9	17.4	18.1	17.7	16.0	17.5	17.3	17.3
세전이익	14.8	14.6	15.2	17.3	16.5	15.5	16.4	18.4	15.4	17.0	16.9	16.9
당기순이익	11.3	10.7	11.3	13.0	12.4	11.9	12.2	13.6	11.6	12.8	12.6	12.6
<b>(전년 대비, %)</b>												
매출액	6.2	13.7	4.7	0.9	5.4	0.1	(0.9)	4.8	6.3	2.3	6.1	6.6
매출총이익	5.7	9.7	3.0	6.7	3.8	1.5	3.2	4.0	6.3	3.1	5.3	5.8
영업이익	7.7	27.6	53.2	165.0	29.5	18.6	(1.0)	6.5	49.9	12.0	4.7	6.4
세전이익	21.4	1,723.3	44.5	282.5	17.5	6.8	6.9	11.5	124.4	12.8	5.0	6.8
당기순이익	25.0	(829.6)	40.4	402.6	15.2	11.0	6.4	10.1	160.6	12.8	5.0	6.8
<b>(전분기 대비, %)</b>												
매출액	(2.3)	9.7	(4.7)	(1.2)	2.1	4.1	(5.6)	4.5				
매출총이익	4.4	7.0	(4.8)	0.3	1.5	4.6	(3.2)	1.2				
영업이익	102.8	17.5	17.5	(5.4)	(0.9)	7.6	(1.9)	1.8				
세전이익	218.5	7.5	(0.7)	12.5	(2.2)	(2.2)	(0.6)	17.3				
당기순이익	324.8	4.0	0.7	13.0	(2.7)	0.3	(3.5)	16.9				

자료: 코웨이 삼성증권 추정

**손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>1,993</b>	<b>2,118</b>	<b>2,166</b>	<b>2,298</b>	<b>2,451</b>
환경가전	3,097	3,247	3,344	3,463	3,626
수출	110	145	174	208	250
화장품	67	76	80	84	88
기타	38	58	61	61	61
연결대상 기타	186	185	163	172	199
매출원가	678	721	726	781	845
<b>매출총이익</b>	<b>1,315</b>	<b>1,397</b>	<b>1,441</b>	<b>1,517</b>	<b>1,605</b>
(매출총이익률, %)	66.0	66.0	66.5	66.0	65.5
판매 및 일반관리비	1,088	1,058	1,061	1,119	1,182
<b>영업이익</b>	<b>226</b>	<b>339</b>	<b>380</b>	<b>398</b>	<b>423</b>
(영업이익률, %)	11.3	16.0	17.5	17.3	17.3
순금융이익	(29)	(14)	(11)	(10)	(9)
순외환이익	(0)	(4)	0	0	0
순지분법이익	7	0	0	0	0
기타	(58)	6	(0)	(0)	(0)
<b>세전이익</b>	<b>146</b>	<b>327</b>	<b>369</b>	<b>387</b>	<b>414</b>
법인세	52	82	93	97	104
(법인세율, %)	35.5	25.1	25.1	25.1	25.1
<b>순이익</b>	<b>94</b>	<b>245</b>	<b>276</b>	<b>290</b>	<b>310</b>
(순이익률, %)	4.7	11.6	12.8	12.6	12.7
<b>영업순이익*</b>	<b>94</b>	<b>245</b>	<b>276</b>	<b>290</b>	<b>310</b>
(영업순이익률, %)	92	248	276	290	310
EBITDA	410	537	611	649	688
(EBITDA 이익률, %)	20.6	25.4	28.2	28.3	28.1
EPS (원)	1,219	3,178	3,584	3,764	4,020
수정 EPS (원)**	1,197	3,222	3,584	3,764	4,020
주당배당금 (보통, 원)	1,050	1,660	2,040	2,340	2,480
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	83.3	50.4	55.0	60.0	59.6

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>454</b>	<b>537</b>	<b>496</b>	<b>542</b>	<b>573</b>
순이익	94	245	276	290	310
유·무형자산 상각비	184	198	231	252	265
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>446</b>	<b>528</b>	<b>526</b>	<b>561</b>	<b>595</b>
순운전자본감소 (증가)	8	9	(30)	(19)	(22)
기타	0	(0)	0	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(319)</b>	<b>(76)</b>	<b>(330)</b>	<b>(330)</b>	<b>(330)</b>
설비투자	(311)	(258)	(300)	(300)	(300)
<b>Free cash flow</b>	<b>(10)</b>	<b>195</b>	<b>185</b>	<b>231</b>	<b>260</b>
투자자산의 감소(증가)	150	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	(159)	183	(30)	(30)	(30)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(76)</b>	<b>(373)</b>	<b>(126)</b>	<b>(162)</b>	<b>(188)</b>
차입금의 증가(감소)	42	(260)	0	(10)	(14)
자본금의 증가(감소)	(0)	0	(2)	0	0
배당금	(78)	(78)	(124)	(152)	(174)
기타	(40)	(34)	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>54</b>	<b>86</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>55</b>
기초현금	98	152	239	279	329
기말현금	152	239	279	329	384

참고: \* 일회성 항목 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 항목 제외  
 자료: 삼성증권 추정

**재무상태표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	<b>779</b>	<b>691</b>	<b>767</b>	<b>841</b>	<b>923</b>
현금 및 현금등가물	156	245	285	335	390
매출채권	262	250	271	287	306
재고자산	72	66	76	80	86
기타	290	131	135	138	141
<b>비유동자산</b>	<b>976</b>	<b>976</b>	<b>1,053</b>	<b>1,109</b>	<b>1,152</b>
투자자산	81	82	82	82	82
(지분법증권)	0	0	0	0	0
유형자산	630	638	715	770	813
무형자산	184	177	177	177	177
기타	81	80	80	80	80
<b>자산총계</b>	<b>1,755</b>	<b>1,668</b>	<b>1,820</b>	<b>1,950</b>	<b>2,074</b>
<b>유동부채</b>	<b>759</b>	<b>677</b>	<b>678</b>	<b>670</b>	<b>658</b>
매입채무	46	37	37	40	42
단기차입금	330	182	328	318	304
기타 유동부채	383	458	312	312	312
<b>비유동부채</b>	<b>211</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
사채 및 장기차입금	148	0	0	0	0
기타 장기부채	63	50	50	50	50
<b>부채총계</b>	<b>970</b>	<b>727</b>	<b>728</b>	<b>720</b>	<b>709</b>
자본금	785	941	1,092	1,230	1,366
자본잉여금	41	41	39	39	39
이익잉여금	126	126	126	126	126
기타	701	868	1,021	1,159	1,295
<b>자본총계</b>	<b>(82)</b>	<b>(94)</b>	<b>(94)</b>	<b>(94)</b>	<b>(94)</b>
순부채	0	0	0	0	0
주당장부가치 (원)	785	941	1,092	1,230	1,366

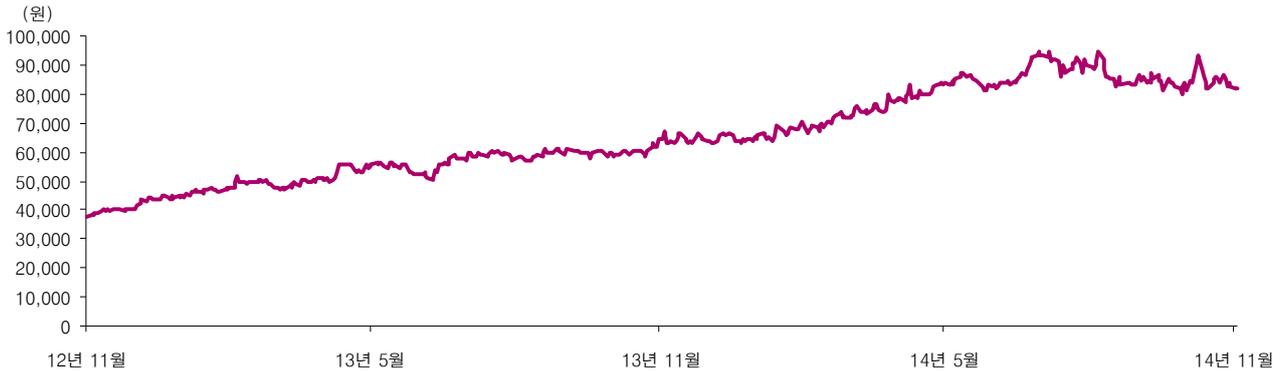
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	9.2	6.3	2.3	6.1	6.6
영업이익	(3.7)	49.9	12.0	4.7	6.4
세전이익	(33.0)	124.4	12.8	5.0	6.8
순이익	(43.7)	160.6	12.8	5.0	6.8
EBITDA	3.9	31.1	13.7	6.3	5.9
수정 EPS**	(45.2)	169.1	11.2	5.0	6.8
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	12.3	28.4	27.2	25.0	23.9
ROA (%)	5.6	14.3	15.9	15.4	15.4
ROIC (%)	9.4	23.2	26.4	25.4	25.4
순부채비율 (%)	55.1	8.8	3.9	(1.4)	(6.3)
이자보상배율 (배)	5.8	18.3	28.5	30.3	33.5
매출채권 회수기간 (일)	46.4	44.1	43.8	44.3	44.2
매입채무 결제기간 (일)	9.0	7.1	6.2	6.1	6.1
재고자산 보유기간 (일)	16.1	11.8	11.9	12.4	12.4
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	37.6	25.5	22.9	21.8	20.4
P/B	9.6	7.3	6.2	5.5	4.9
EV/EBITDA	16.2	11.9	10.4	9.7	9.1
EV/EBIT	26.4	18.7	16.8	15.9	14.8
배당수익률 (보통, %)	1.3	2.0	2.5	2.8	3.0

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 19일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자조건 및 목표주가(TP) 변경

일 자 11/19  
 투자조건 BUY  
 TP (원) 113,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상



create with you

삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 12층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900