

# In-Depth 코웨이 (021240)

兩手兼將(양수겸장): 밸류와 성장의 만남

화장품/소비재  
Analyst 김영옥  
2184-2311  
nick.kim@ktb.co.kr

13 Jul. 2015

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	-	신규
목표주가	120,000원	-	신규
Earnings			

### Stock Information

현재가 (7/10)	93,000원
예상 증가상승률	29.0%
시가총액	71,726억원
비중(KOSPI내)	0.57%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가 / 최고가	78,900 - 103,500원
3개월 일평균거래대금	147억원
외국인 지분율	54.2%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스(주)의 10인	31.0
국민연금공단	6.0
Lazard asset management	5.2

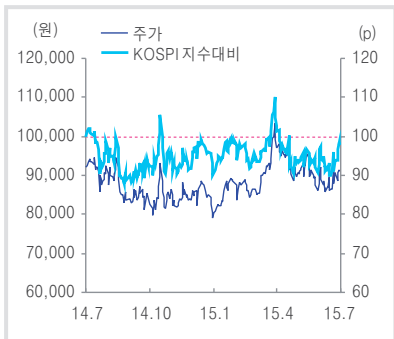
### Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	26.0	23.3	21.5
PBR(배)	7.5	7.0	6.1
EV/EBITDA(배)	11.3	11.0	10.0
배당수익률(%)	2.4	2.6	3.0

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.0	15.7	1.0	10.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.0	10.1	(0.4)	4.4

### Price Trend



### Issue

코웨이 커버리지 개시

### Pitch

코웨이에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 120,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출. Implied PER과 EV/EBITDA는 2015년 기준 각각 30배, 11배 수준. 매수 추천의 이유는 1) 향후 3년간 높은 배당성향 유지가 가능하고, 2) 국내 사업 안정화에 따른 투자자본 효율성 제고로 중장기 ROIC 개선이 기대되기 때문

### Rationale

- 1) 현금흐름:** FCF 2015년부터 2017년까지 CAGR +11.8% 추정. 최대주주가 F이라는 점을 감안하면 배당성향 높아질 가능성 충분. 우리는 2015년과 2016년 배당성향 각각 60%, 65%로 추정, 현 주가 배당수익률 각각 2.6%, 3.0% 예상
- 2) 안정적 렌탈 비즈니스:** 렌탈계약 만료 이후에도 1)소유권 이전 및 2)신제품 재렌탈을 통한 고객 유보율이 80%에 가까워 점유를 방어 용이. 1Q15 기준 해약률은 0.96%이며, 렌탈자산 폐기손실의 비중 또한 렌탈 매출액의 3% 미만의 안정적인 수준에서 통제
- 3) 해외 및 신규 사업:** 말레이시아 법인 2015년 매출액 1,013억원(YoY +21.0%), 영업이익 105억원(YoY +41.9%) 전망. 중국 ODM 생산은 중국 현지 1위 업체를 통해 중국 공기 청정기 시장내 진출이라는 의미 내포. 신규 사업으로 하반기 런칭될 IOCare(loT 기반 '스마트 에어 케어' 서비스)는 빅데이터 기반의 맞춤형 서비스로 코웨이에 대한 고객의 충성도를 한층 높여줄 것으로 예상

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	2,118	2,160	2,280	2,447	2,629	2,830	3,003
영업이익	339	364	410	449	498	566	581
EBITDA	537	578	650	704	763	844	886
순이익	245	250	308	333	371	422	435
자산총계	1,668	1,622	1,778	1,936	2,100	2,267	2,440
자본총계	941	1,039	1,196	1,344	1,499	1,661	1,836
순차입금	97	20	(47)	(166)	(285)	(391)	(456)
매출액증가율	6.3	2.0	5.5	7.3	7.4	7.6	6.1
영업이익률	16.0	16.9	18.0	18.3	19.0	20.0	19.4
순이익률	11.6	11.6	13.5	13.6	14.1	14.9	14.5
EPS증가율	160.6	1.9	23.2	8.4	11.4	13.6	3.1
ROE	28.4	25.2	27.5	26.3	26.1	26.7	24.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# CONTENTS

- 03 \_\_\_\_\_ I. Summary & Key Charts
- 06 \_\_\_\_\_ II. Valuation & Peer Comparison
  - II-1. EVA Valuation을 통한 목표주가 120,000원 제시
  - II-2. 세 번째 밸류에이션 확장을 기대
  - II-3. Peer 분석
- 09 \_\_\_\_\_ III. 투자포인트 1: 배당 매력
  - 뛰어난 현금흐름과 함께 돋보이는 배당 매력
- 10 \_\_\_\_\_ IV. 투자포인트 2: 안정적이고 꾸준한 비즈니스 모델
  - IV-1. 렌탈 사업: '안정' 의 결정체
  - IV-2. 정수기는 하면 떠오르는 것은 무엇? → '코웨이'
  - IV-3. 시련은 있어도 실패는 없다: 1등다운 관리 능력
  - IV-4. 다양한 application 능력
  - IV-5. 홈케어 사업: 개별 제품에서 토털 솔루션까지
- 17 \_\_\_\_\_ V. 해외사업 현황
  - V-1. 말레이시아와 미국이 현재의 주력 해외 사업
  - V-2. 공기 청정기 시장 - 중국내 청정기 보급은 아직 시작도 안했다
  - V-3. 공기 청정기 시장 - 치열한 경쟁속에 코웨이 파트너의 경쟁력은?
  - V-4. 중국 정수기 시장 - 먹는 물, 정수기 없이 살 수 없다
- 22 \_\_\_\_\_ VI. 실적전망
  - 2Q15 Preview: 환경가전 매출 YoY +8.6% 전망
- 23 \_\_\_\_\_ VII. 재무제표

## I. Summary & Key Charts

코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 120,000원을 제시한다. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였다. 목표가는 2015년 추정 실적 기준 Implied PER 30배, EV/EBITDA는 11 배 수준이다. 최대주주가 FI라는 점을 감안하면 배당 성향이 높아질 가능성 충분하다고 판단하며, 우리는 2015년과 2016년 배당성향을 각각 60.0%, 65.0%로 추정한다. (2015년과 2016년 시가배당률은 각각 2.6%, 3.0%)

렌탈 비즈니스 모델의 특성상 초기 자산 매입 등 비용부담이 크기 때문에 자본적 지출 규모가 연간 3,000억원 규모에 달한다. 그럼에도 불구하고, 2015년 기준 코웨이의 FCF(Free Cash Flow)는 2,755 억원에서 연평균 11.8% 증가하여 2017년에는 3,442원에 달할 것으로 추정하며, 이는 동사의 높은 배당여력을 뒷받침 하는 근거이다.

코웨이는 MBK에 인수된 직후, 2013년 재무구조 개선을 위해 차입금 상환 등 유보차원에서 배당성향이 일시적으로 32.0% 수준까지 낮아졌지만, 2014년 배당성향은 49.5%까지 재 상승하였다. 최대주주인 MBK파트너스가 FI라는 점, 그리고 펀드의 만기가 2018년 2월임을 감안하면, 2015년을 포함 2017년까지 배당성향은 꾸준히 높아질 수 있다고 판단된다. 당사는 2015년부터 2017년까지의 배당성향을 각각 60%, 65%, 70%로 추정한다.

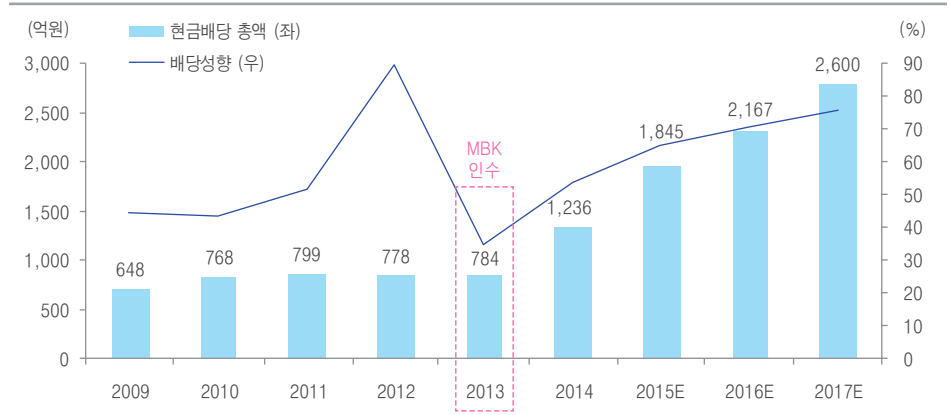
한국 사람은 누구나 정수기 하면 코웨이를 떠올리는 것처럼 ‘정수기 = 코웨이’ 라는 공식이 일반화 되어 있다. 5년의 렌탈계약이 종료된 이후에도 1) 소유권 이전 및 2) 신제품 재렌탈을 통한 retention rate이 80%에 육박하기 때문에 선점효과에 견고한 점유율 방어 능력까지 돋보인다.

코웨이의 낮은 해약률은 30여년이 넘는 기간동안 축적된 서비스 노하우 및 코디 관리 능력에 기인한다. 코웨이의 렌탈해약 건수는 1Q15기준 분기내 월평균 0.96%에 불과하다. 이를 매출액으로 환산해보아도 전체 매출액의 3% 내외에서 통제되고 있기 때문에 크게 우려할 사항은 아니라고 판단된다.

업계 자료에 따르면, 2013년 기준 코웨이는 정수기뿐만 아니라 공기청정기, 비데, 연수기 분야에서도 각각 41%, 43%, 66%의 점유율로 1위를 점하고 있다. 각 분야의 2위 업체들이 약 10%수준의 점유율을 차지하고 있는 것으로 파악되어 코웨이의 비즈니스 포트폴리오는 다변화되면서도 더욱 견고해 지는 모습이다. 이러한 국내 사업 안정화는 투자자본의 효율성을 제고시킬 전망임에 따라 중장기 ROIC 개선을 기대한다.

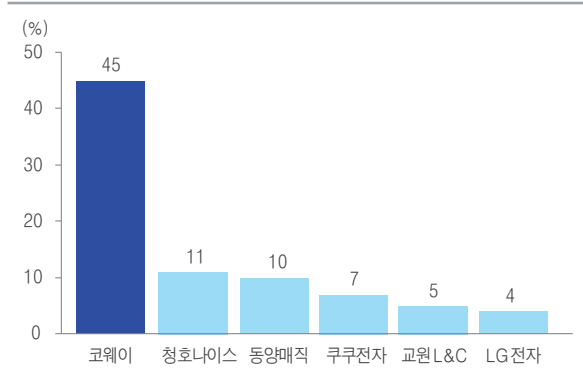
코웨이는 2Q15 연결기준 매출액 5,807억원(YoY +4.3%), 영업이익 1,072억원(YoY +10.3%), 순이익 804억원(YoY +21.2%)을 시현할 것으로 전망한다. 중국 ODM 부문의 부진으로 수출은 2분기에도 부진할 것으로 예상되나, 환경가전 부문 매출이 전년동기대비 8.6% 증가할 것으로 추정하기 때문에 이익성장 추세는 견조할 것으로 예상된다.

Figure 01 코웨이 현금배당 총액 & 배당성향 추이 및 전망



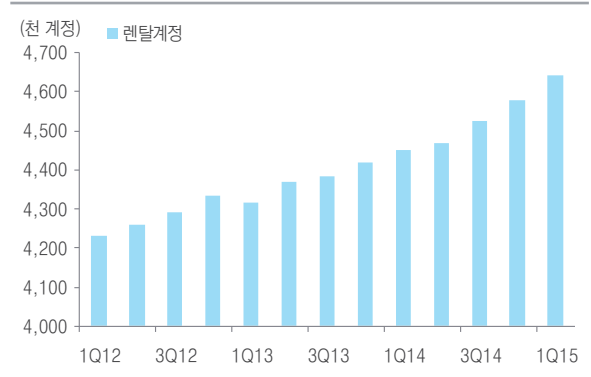
Note: 주당 배당금 가정 - 15년 2,390원, 16년 2,810원, 17년 3,370원  
 Source: 코웨이, KTB투자증권 추정

Figure 02 국내 정수기 시장 점유율



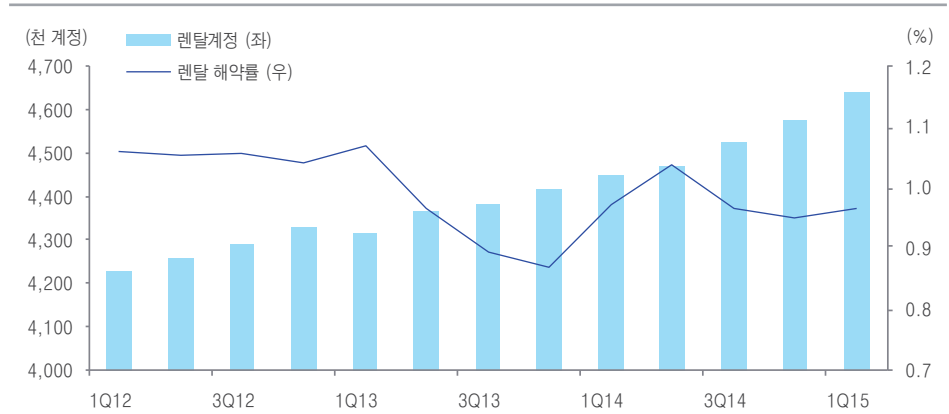
Source: 업계 자료, KTB투자증권

Figure 03 2014년 이후에도 렌탈계정은 꾸준히 증가 중



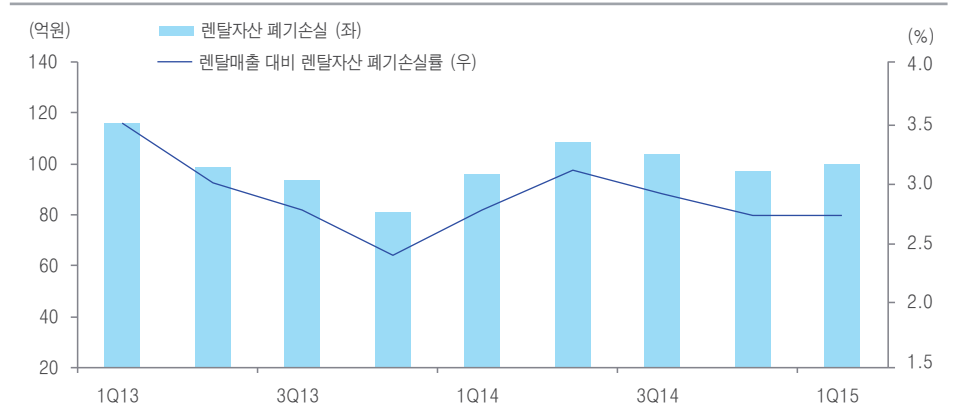
Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 04 렌탈 계정 vs. 해약률 추이



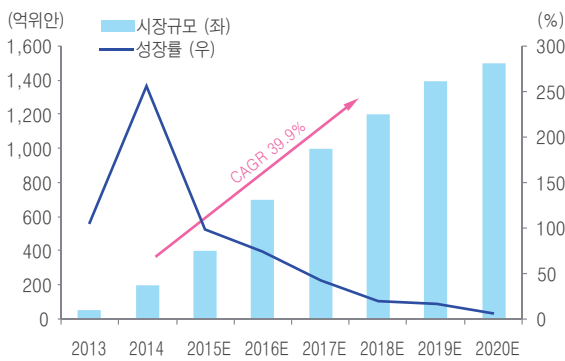
Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 05 렌탈 매출 대비 폐기 손실은 의미 있는 수준 아님



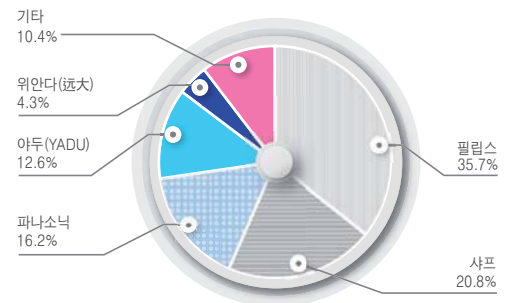
Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 06 중국 공기청정기 시장 규모 전망



Source: 아이리서치, KTB투자증권

Figure 07 주요 브랜드별 중국내 공기 청정기 점유율



Source: 아이리서치, KTB투자증권

Figure 08 중국의 공기청정기 주요 수입국 현황 - 공기 청정기 수입액 감소는 곧 자국 브랜드 선호도 상승을 의미 (단위: 천달러, %) (단위: 천달러, %)

순위	국가	수출액			점유율			증감률 13/12
		2011년	2012년	2013년	2011년	2012년	2013년	
	총계	7,165,839	6,600,553	6,074,194	100.0	100.0	100.0	(8.0)
1	일본	2,479,906	2,288,204	1,602,163	34.6	34.7	26.4	(30.0)
2	독일	1,029,429	1,069,822	1,085,086	14.4	16.2	17.9	1.4
3	한국	846,450	693,960	978,143	11.8	10.5	16.1	41.0
4	미국	631,118	758,567	613,819	8.8	11.5	10.1	(19.1)
5	대만	422,211	366,978	379,351	5.9	5.6	6.3	3.4

Source: World Trade Atlas, KTB투자증권

## II. Valuation & Peer Comparison

### II-1. EVA Valuation을 통한 목표주가 120,000원 제시

코웨이에 대한 **투자의견 BUY와 목표주가 120,000원을 제시**한다. 목표주가 120,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였다. 렌탈 비즈니스 모델 특성상 초기 자산 매입 등 비용부담이 크기 때문에 자본적 지출 규모가 크고, 이로 인해 감가상각비 등 비현금성 비용이 크게 발생하는 만큼 현금흐름에 기초한 밸류에이션 방법이 적절해 보인다. 목표가는 2015년 추정 실적 기준 Implied PER 30배, EV/EBITDA는 11배 수준이다.

Figure 09 코웨이 - EVA Valuation

(단위: 억원)

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	21,603	22,801	24,471	26,294	28,297	30,026	31,677	33,245	34,727	36,119	37,422
growth(%)		5.5	7.3	7.4	7.6	6.1	5.5	5.0	4.5	4.0	3.6
EBIT	3,644	4,098	4,485	4,984	5,658	5,811	6,130	6,434	6,721	6,990	7,242
growth(%)		12.4	9.5	11.1	13.5	2.7	5.5	5.0	4.5	4.0	3.6
Margin(%)	16.9	18.0	18.3	19.0	20.0	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4
Tax rate(%)	24.9	24.6	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	2,737	3,091	3,364	3,738	4,244	4,358	4,598	4,825	5,040	5,242	5,432
Invested Capital	10,570	11,466	11,756	12,118	12,673	13,770	14,893	15,412	15,982	16,618	17,309
WACC		7.6	7.7	7.7	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC		28.1	29.0	31.3	34.2	33.0	32.1	31.8	32.1	32.2	32.0
EVA		2,340	2,503	2,860	3,357	3,468	3,620	3,710	3,889	4,053	4,196
Discount Factor		1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
Discounted EVA		2,340	2,325	2,466	2,686	2,575	2,494	2,371	2,307	2,230	2,143
NPV of EVA		23,937	<b>Key assumptions</b>								
NPV of CV		28,645	Risk Free(%)				3.0				
EVA		4,238	Beta				0.7				
ROIC(%)		30.0	Risk Premium(%)				7.0				
WACC(%)		7.8	Terminal Growth(%)				1.0				
Terminal Growth(%)		1.0	Forecast Period				10Y				
CV		60,463									
Invested Capital(begin)		10,570									
CV of invested Capital inc.		25,223									
Enterprise Value		88,375									
Equity Value		88,199									
No. of Shares(Common, thou.)		77,125									
Fair Price - EVA(원)		114,358									

Source: KTB투자증권 추정

## II-2. 세 번째 밸류에이션 확장을 기대

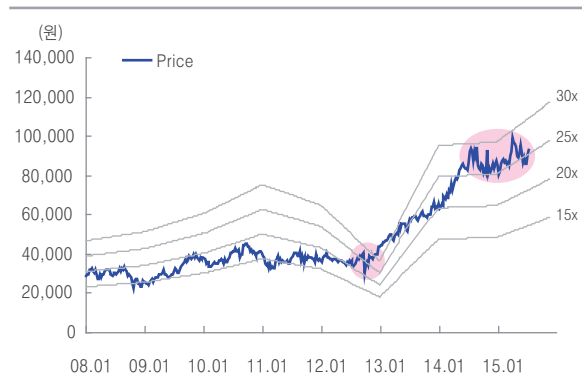
과거 코웨이의 trailing PER band를 보면 두 번의 multiple re-rating 변곡점이 있었다.

첫번째는, 웅진그룹내 핵심 cash-cow임에도 불구하고 적절한 평가를 받지 못하던 때, 매각의 길로 접어들면서 MBK라는 새 주인을 만났다. 결국 모회사 리스크에서 자유로워 지면서 본연의 영업가치를 인정 받으면서 Trailing PER 20배 이상에서 거래되었다.

두번째는, MBK파트너스가 코웨이를 인수한 후, 신속하게 사업 안정화와 수익성 및 외형개선을 모두 시현하면서 성장에 대한 프리미엄이 부여되어 다시 한번 PER 22배 band를 상회한 것으로 파악된다.

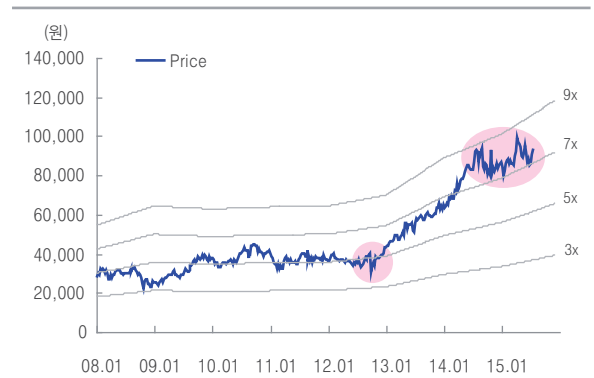
현재 Trailing PER은 25배 내외에 형성되어 있으며 우리의 목표주가는 Trailing PER 기준으로 33배 수준이다. 배당증가와 ROIC의 개선이 세 번째 multiple re-rating을 이끌어낼 것을 기대한다.

Figure 10 PER band 차트



Source: KTB투자증권

Figure 11 PBR band 차트



Source: KTB투자증권

Figure 12 자산 투자 부담에서 벗어나며 개선되는 ROIC



Source: 코웨이, KTB투자증권

### II-3. Peer 분석

코웨이의 경우, 마땅한 국내의 peer를 선정하기가 어렵다. 국내에서 정수기를 생산하는 업체는 청호, 동양매직, 쿠쿠전자 정도인데 쿠쿠전자만 상장되어 있다. 쿠쿠전자의 경우, 밥솥이 주요제품이고 중국 exposure로 높은 valuation을 받고 있다.

해외는 렌탈이 주인 국내와 달리 주로 판매이고, 정수방식도 다른 경우가 많아 peer 선정이 어렵다. 정수기(water purifier)를 제작하는 업체들은 Brita(독일), Clorox(미국), Culligan(미국), Sodastream(미국), Saeco(미국), Breville(호주) 정도이다. 여기에서 상장업체는 Clorox, Sodastream, Breville 이다. 마땅한 peer가 부족한 가운데 주방가전 제조업체로 볼 수 있는 일본의 린나이, 미국의 월풀을 peer table에 포함시켰다. 중국에선 마땅한 정수기와 주방가전 상장업체가 없는 형국이다.

안성맞춤의 peer가 없지만 전반적으로 상기한 업체들과 valuation만 비교해 보면 코웨이가 저평가 상태는 아니다. 우리의 view는 당장 현재 peer대비 저평가를 보자는 것이 아니다. 탁월한 비즈니스모델에서 비롯하는 가시성 높은 이익성장을 통한 주가 차별화에 주안점을 둔다.

Figure 13 Peer Comparison

업체	국가	주가	시가총액	Performance (%)					PER (X)		PBR (X)		EV/EBITDA (X)		배당수익률	
		(USD)	(백만USD)	1W	1M	3M	6M	YTD	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
코웨이	한국	81.3	6,274	1.1	0.7	-5.6	14.2	9.0	22.1	19.6	5.7	4.9	10.9	10.0	2.7	3.1
쿠쿠전자	한국	238.4	2,337	-1.5	-3.8	36.2	52.8	51.1	27.9	24.2	5.1	4.3	17.8	15.9	0.7	0.8
생활가전제품 생산 및 국내외 수출 및 공급. 전기밥솥, 가습기, 청소기, 공기청정기 등 포함																
Rinnai Corporation	일본	75.3	3,931	-5.3	-0.5	4.7	23.1	12.9	20.9	19.3	1.8	1.7	8.8	8.2	0.9	1.0
다양한 가스기 제조 및 판매. 가정용 및 상업용 조리기구, 실내 난방 및 온수 난방 장비, 세탁물 건조기 등 포함																
Whirlpool Corporation	미국	170.5	13,410	-0.3	-8.3	-12.9	-13.5	-12.0	13.8	11.2	-	-	8.2	6.9	1.9	2.1
가정용 전기제품 제조 및 판매. 세탁기, 냉장고, 에어컨, 요리 전기제품, 식기세척기, 믹서 및 기타 소형 가전제품 등 포함																
Clorox Company	미국	106.8	14,011	0.0	0.2	-3.5	0.2	2.5	23.7	22.1	45.6	46.4	13.4	12.7	2.8	3.0
식용염이나 기타 소매점을 통하여 비내구성소비재 생산 및 판매. 청소도구, 표백제, 숲, 자동차 관리제품, 드레싱 등 포함																
Sodastream International	미국	19.7	413	-6.2	-8.0	-1.3	2.8	-2.2	16.1	14.6	1.2	1.1	9.6	8.0	0.0	0.0
수돗물을 청량음료 및 스피클링 워터로 변환할 수 있는 가정용 탄산음료 시스템 제조. 소드메이커, 실린더, 소모품, CO2 리필, 탄산수병 및 항미료 등 포함																
Breville Group	호주	4.8	621	-1.5	-6.9	-16.5	-7.9	-1.2	17.1	15.2	3.6	3.4	10.4	9.4	4.3	4.8
개인용 가전제품 설계 및 판매. 에스프레소머신, 그릴, 주스기, 토스터, 주전자, 진공청소기, 밥솥, 난로 및 냉방기구, 조리도구 및 식기류 등 포함																

Note: 주가는 7월 9일 기준. 추정치는 Bloomberg 기준

Source: Bloomberg, KTB투자증권



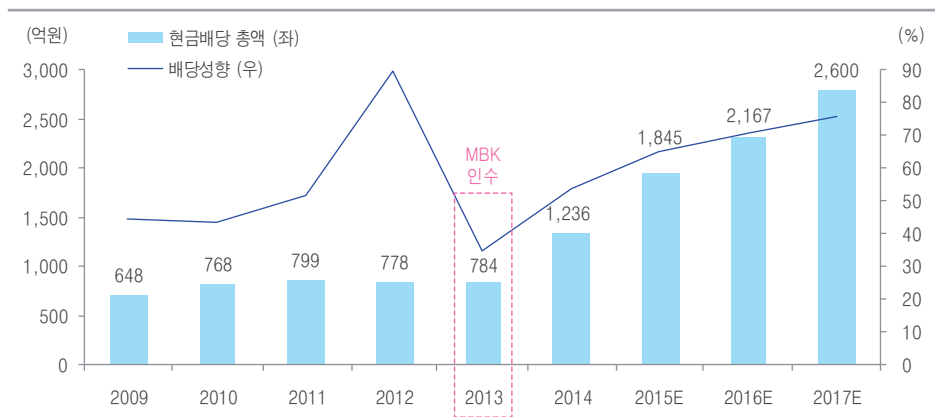
### III. 투자포인트 1: 배당 매력

#### 뛰어난 현금흐름과 함께 돋보이는 배당 매력

코웨이는 국내 생활가전의 최강자로서 렌탈 서비스를 통한 안정적인 현금흐름 창출 능력을 보유하고 있다. 렌탈 비즈니스 모델의 특성상 초기 자산 매입 등 비용부담이 크기 때문에 자본적 지출 규모가 연간 3,000억원 규모에 달한다. 그럼에도 불구하고, 2015년 기준 코웨이의 FCF(Free Cash Flow)는 2,755억원에서 연평균 11.8% 증가하여 2017년에는 3,442억원에 달할 것으로 추정하며, 이는 동사의 높은 배당여력을 뒷받침 하는 근거이다.

한편, 과거 웅진그룹 사태 시기에도 코웨이는 2010년 41.8%의 높은 배당성향을 나타냈으며, MBK파트너스가 새 주인으로 들어선 이후 2013년과 2014년 각각 32.0%, 49.5%의 배당성향을 보이고 있다. 한편, 과거 2009년부터의 현금 배당 지급 금액 추이를 살펴보면 코웨이의 추가적인 배당성향 향상 가능성이 점쳐진다. 웅진코웨이의 2009년 현금배당액은 648억원으로 40.8%의 배당성향을 나타냈으며 MBK에 매각하기 직전인 2012년(당기순이익 940억원 중 778억원 현금배당 실시하며 배당성향 82.8% 기록)을 제외하고 최소 40% 수준의 배당성향을 고수해 왔다. MBK에 인수된 직후, 2013년 재무구조 개선을 위해 차입금 상환 등 유보차원에서 배당성향은 일시적으로 32.0% 수준까지 낮아졌지만, 2014년 배당성향은 49.5%까지 재상승하였다. 최대주주인 MBK파트너스가 FI라는 점, 그리고 펀드의 만기가 2018년 2월임을 감안하면, 2015년을 포함 2017년까지 배당성향은 꾸준히 높아질 수 있다고 판단된다. (2015년과 2016년 시가배당률은 각각 2.6%, 3.0%)

Figure 14 코웨이 현금배당 총액 & 배당성향 추이 및 전망



Note: 주당 배당금 가정 - 15년 2,390원, 16년 2,810원, 17년 3,370원

Source: 코웨이, KTB투자증권 추정

## IV. 투자포인트 2: 안정적이고 꾸준한 비즈니스 모델

### IV-1. 렌탈 사업: '안정' 의 결정체

코웨이는 주력 사업으로 생활가전 사업을 영위하고 있으며, 정수기, 청정기, 비데, 매트리스 등의 제품을 취급한다. 렌탈 사업의 특성상 **안정적인 현금흐름 구조를 갖추고 있을 뿐만 아니라, '판매' 가 아닌 '대여' 의 형태이기 때문에 대손처리 우려가 매우 낮다.**

자산을 매입 후 대여를 하는 형태이기 때문에 초기 투자비용 부담은 상존하나, 매월 렌탈료를 인식하기 때문에 **렌탈 계약이 진행됨에 따라 투자비용 회수에 따른 현금창출 leverage는 강해진다.** 정수기를 포함한 각 제품군내 품목별 ARPU 차이는 가격에 따라 차이는 많이 나지만, **렌탈료에 전체 약정기간을 감안한 절대 가격은 최소 40%에서 많게는 100%를 상회한다.** 렌탈 서비스에 포함되는 정기 서비스 및 소모품 교체 등에 대한 부분을 감안하지 않은 단순 비교이나, 한가지 확실한 것은 투자비용 회수 이후 서비스 매출을 통한 고마진 이익회수가 가능하다는 점이다.

Figure 15 코웨이 제품

					
스파클링아이스정수기 CPSI-370N	냉온정수기 CHP-200L	바리스타 아이스 CHPCI-430N	일반 정수기 P-150U	초소형 커피정수기 CHPC-300N	스파클링 정수기 CPS-240L
렌탈 56,000	42,600	58,900	24,900	49,900	44,900
일시불 2,200,000	1,520,000	2,400,000	715,000	1,990,000	1,950,000
					
제습 공기청정기 APD-1015B	공기청정기 AP-1015A	제습기 AD-1615A	가습 공기청정기 APMS-1014D	제/가습공기청정기 APT-1014E	제/가습공기청정기 APM-1211GH
렌탈 46,900	34,900	0	37,400	48,400	47,400
일시불 1,330,000	740,000	549,000	870,000	1,250,000	1,040,000
					
롤루 클리닉비데 BASH21-A	롤루비데 BA20-B	롤루 안심살균비데 BAS22-A(내수향)	클린워셔 BD01	연수기 BB08-V	연수기 BB09-A
렌탈 29,900	25,400	28,900	-	31,500	25,000
일시불 819,000	706,000	810,000	299,000	780,000	450,000
					
싱글사이즈 CMS-B01 (S 사이즈 보급형)	유로탑 분리형 킹사이즈 CMK-S01 (K 사이즈)	스마트 커버분리형 매트리스 CMSS-S01	스마트 유로탑 분리형 매트리스 CMSS-P01	유로탑 퀸사이즈 CMQ-S01 (CMQ-S01)	유로탑 퀸사이즈 CMQ-P01 (CMQ-P01)
렌탈 19,500	42,900	30,900	32,900	32,900	38,900
일시불 540,000	1,550,000	1,050,000	1,200,000	1,200,000	1,350,000

Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 16 코웨이 주요 제품 세부 현황 및 가격 비교

(단위: 원)

정수기	스파클링아이스정수기	냉온정수기	바리스타 아이스	일반 정수기	초소형 커피정수기	스파클링 정수기
	CPSI-370N	CHP-200L	CHPCI-430N	P-150U	CHPC-300N	CPS-240L
렌탈	56,000	42,600	58,900	24,900	49,900	44,900
일시불	2,200,000	1,520,000	2,400,000	715,000	1,990,000	1,950,000
렌탈*5년약정	3,360,000	2,556,000	3,534,000	1,494,000	2,994,000	2,694,000
렌탈 > 일시불 (%)	53	68	47	109	50	38
판매형태	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불

청정기	제습 공기청정기	공기청정기	제습기	가습 공기청정기	제/가습공기청정기	제/가습공기청정기
	APD-1015B	AP-1015A	AD-1615A	APMS-1014D	APT-1014E	APM-1211GH
렌탈	46,900	34,900	무료	37,400	48,400	47,400
일시불	1,330,000	740,000	549,000	870,000	1,250,000	1,040,000
렌탈*5년약정	2,814,000	2,094,000	N/A	2,244,000	2,904,000	2,844,000
렌탈 > 일시불 (%)	112	183	N/A	158	132	173
판매형태	렌탈/일시불	렌탈/일시불	무료/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불

비데/연수기	롤루 클리닉비데	롤루비데	롤루 안심살균비데	클린워셔	연수기	연수기
	BASH21-A	BA20-B	BAS22-A(내수향)	BD01	BB08-V	BB09-A
렌탈	29,900	25,400	28,900	-	31,500	25,000
일시불	819,000	706,000	810,000	299,000	780,000	450,000
렌탈*5년약정	1,794,000	1,524,000	1,734,000	N/A	1,890,000	1,500,000
렌탈 > 일시불 (%)	119	116	114	N/A	142	233
판매형태	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불

매트리스	싱글사이즈	유로탑 분리형킹사이즈	바리스타 아이스	스마트 카버분리형	스마트 유로탑 분리형	유로탑 퀸사이즈
	CMS-B01	CMK-S01	CHPCI-430N	CMSS-S01	CMSS-P01	CMQ-S01
	(S사이즈 보급형)	(K 사이즈)				
렌탈	19,500	42,900	58,900	30,900	32,900	32,900
일시불	540,000	1,550,000	2,400,000	1,050,000	1,200,000	1,200,000
렌탈*5년약정	1,170,000	2,574,000	3,534,000	1,854,000	1,974,000	1,974,000
렌탈 > 일시불 (%)	117	66	47	77	65	65
판매형태	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불	렌탈/일시불

Note: 렌탈 서비스에 포함되는 부가 서비스에 대한 부분을 감안하지 않은 단순 가격 비교

Source: 코웨이, KTB투자증권

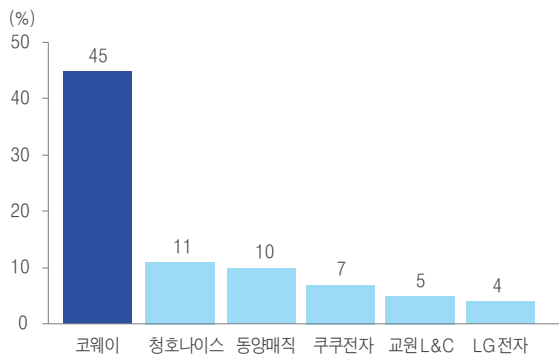
## IV-2. 정수기는 하면 떠오르는 것은 무엇? → ‘코웨이’

코웨이는 1989년 5월 ‘한국코웨이’ 출범을 통해 정수기 사업을 시작하였다. 우리나라에 ‘먹는샘물’이 공식적으로 도입되어 판매된 시점이 1988년 서울올림픽이었던 점을 감안하면, 코웨이는 명실공히 국내 정수기 업계의 pioneer라고 할 수 있다.

30여년전 국내 유일무이한 정수기 업체로서 ‘first mover advantage’를 가지고 있는 코웨이는 예전부터 지금까지 꾸준히 선점 효과를 향유하고 있다고 판단된다. 한국 사람은 누구나 정수기 하면 코웨이를 떠올리는 것처럼 ‘정수기 = 코웨이’라는 공식이 일반화 되어 있다. 하지만, **5년의 렌탈계약이 종료된 이후에도 1)소유권 이전 및 2)신제품 재렌탈을 통한 retention rate이 80%에 육박하기 때문에 선점효과에 견고한 점유율 방어 능력까지 돋보인다.**

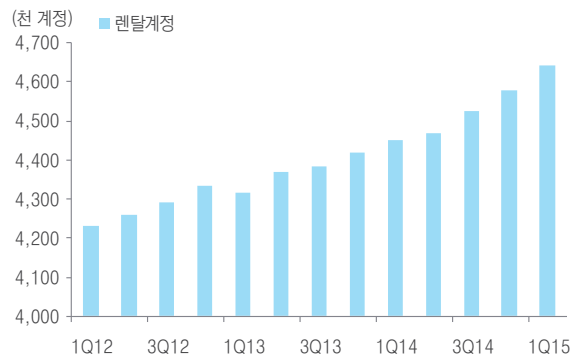
점유율을 살펴보면 코웨이의 독보적인 시장 지위를 다시 한번 확인할 수 있다. 언론 자료에 따르면, 2013년 기준 국내 정수기 시장은 코웨이가 45% 수준으로 단연 1위이며, 그 뒤를 청호나이스, 동양매직, 쿠쿠전자, 교원그룹, LG전자가 2위 그룹을 형성하고 있는 것으로 추정된다. 국내에서 정수기 사업을 두번째로 시작한 청호나이스를 포함한 기타 업체들의 경쟁이 치열하게 진행되고 있으나, 코웨이의 렌탈 계약이 꾸준히 증가하고 있는 점을 감안하면, 오히려 **최근 시장 점유율은 50%를 초과할 것으로 예상된다.**

Figure 17 국내 정수기 시장 점유율



Source: 업계 자료, KTB투자증권

Figure 18 2014년 이후에도 렌탈계정은 꾸준히 증가 중



Source: 코웨이, KTB투자증권

### IV-3. 시련은 있어도 실패는 없다: 1등다운 관리 능력

2012년말 웅진코웨이의 매각이 진행되면서 1Q13 기준 약 108,860 계정이 감소하였다. ‘코웨이’로 재 출범 후 점진적으로 증가하여 1Q15 기준 564만 계정으로 1Q13 535만 계정 대비 5.4% 증가하였다. 청호나이스를 포함한 여러 업체들의 경쟁이 심화되는 상황에서 일궈낸 1등다운 면모라고 할 수 있다.

코웨이의 낮은 해약률은 30여년이 넘는 기간동안 축적된 서비스 노하우 및 코디 관리 능력에 기인한다. 코웨이의 **렌탈해약 건수는 1Q15기준 분기내 월평균 0.96%에 불과하다. 이를 매출액으로 환산해 보아도 전체 매출액의 3% 내외에서 통제되고 있기 때문에 크게 우려할 사항은 아니라고 판단된다.**

코웨이는 렌탈 계약 종료 후 retention rate을 제고시키기 위해 재렌탈 계약을 체결할 경우 등록비 면제 혜택을 부여하는 등 여러 가지 회원 이탈 방지 정책을 쓰고 있다. 특히, 고객이 계약기간 내 해약할 경우 위생과 관련된 생활용품이기 때문에 중고 판매가 불가하다. 따라서, 렌탈자산 폐기손실이 불가피하게 일부 발생하기는 하지만, 생산성 측면에서 접근했을 때 **97%에 가까운 yield(폐기손실 비율 3% 미만)를 나타내는 것과 다름없다.** 원활한 계정 관리 및 이탈 방지를 위한 코디 권한 확대 또한 해약률 관리의 일부분이다. 코디의 개별적 판단 하에 소비자에게 일정 기간 동안 trial service를 제공하는 등 비금전적 혜택 제공을 통해 고객 pool을 더욱 긴밀하고 촘촘하게 관리한다.

경쟁 업체들 또한 방문 판매원 및 코디 도입을 통해 비슷한 방식의 영업을 펼치고 있음에도 불구하고 여전히 코웨이가 독보적인 이유는, 다년간 축적된 인적자원의 노하우가 코웨이의 특별한 관리능력을 통해 투영되고 있기 때문이다.

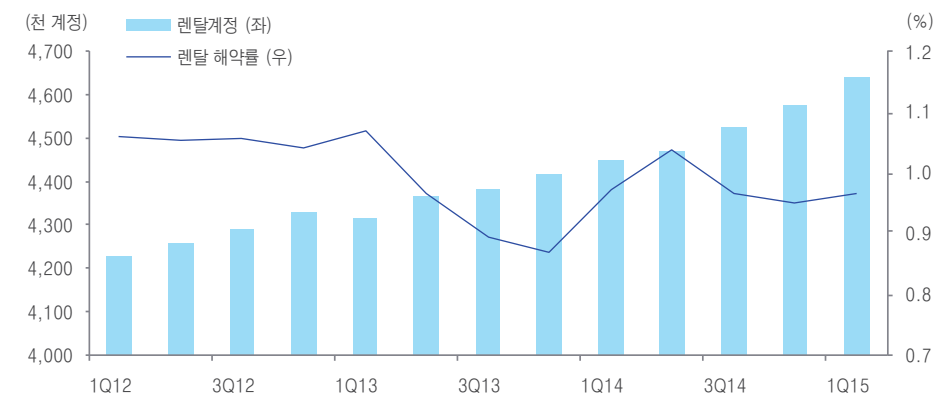
Figure 19 렌탈계정 관리 현황

(단위: 억원, 천대, 천 계정, 건, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
렌탈계정	4,315	4,366	4,383	4,417	4,448	4,468	4,524	4,578	4,641
멤버십계정	1,037	1,023	1,019	1,015	1,011	1,045	1,035	1,023	1,000
총관리계정	5,352	5,389	5,403	5,431	5,459	5,513	5,559	5,601	5,641
총관리계정의 증감	(109)	37	14	29	27	55	46	42	39
렌탈해약(분기누계)	138,957	126,044	116,719	113,938	129,469	138,896	130,271	129,503	133,580
해약률	1.07	0.97	0.89	0.86	0.97	1.04	0.96	0.95	0.96
렌탈자산 폐기손실	116	98	93	81	95	108	103	97	99
% of 렌탈매출	3.50	3.00	2.78	2.39	2.77	3.12	2.92	2.73	2.73

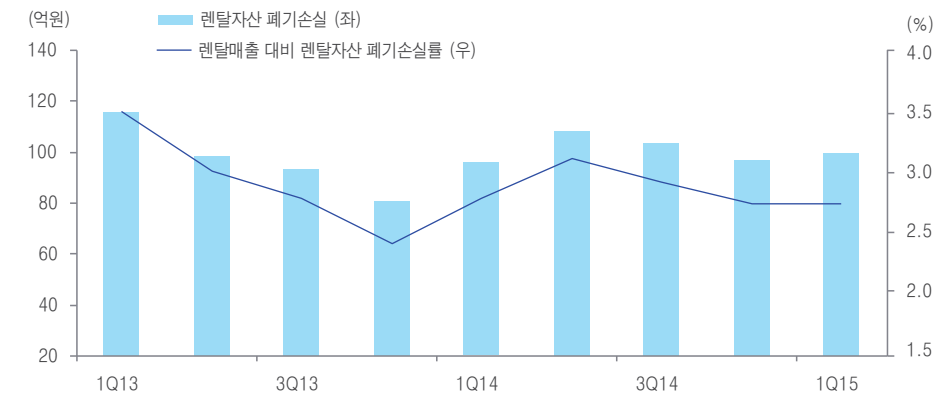
Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 20 렌탈 계정 vs. 해약을 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 21 렌탈 매출 대비 폐기 손실은 의미 있는 수준 아님



Source: 코웨이, KTB투자증권

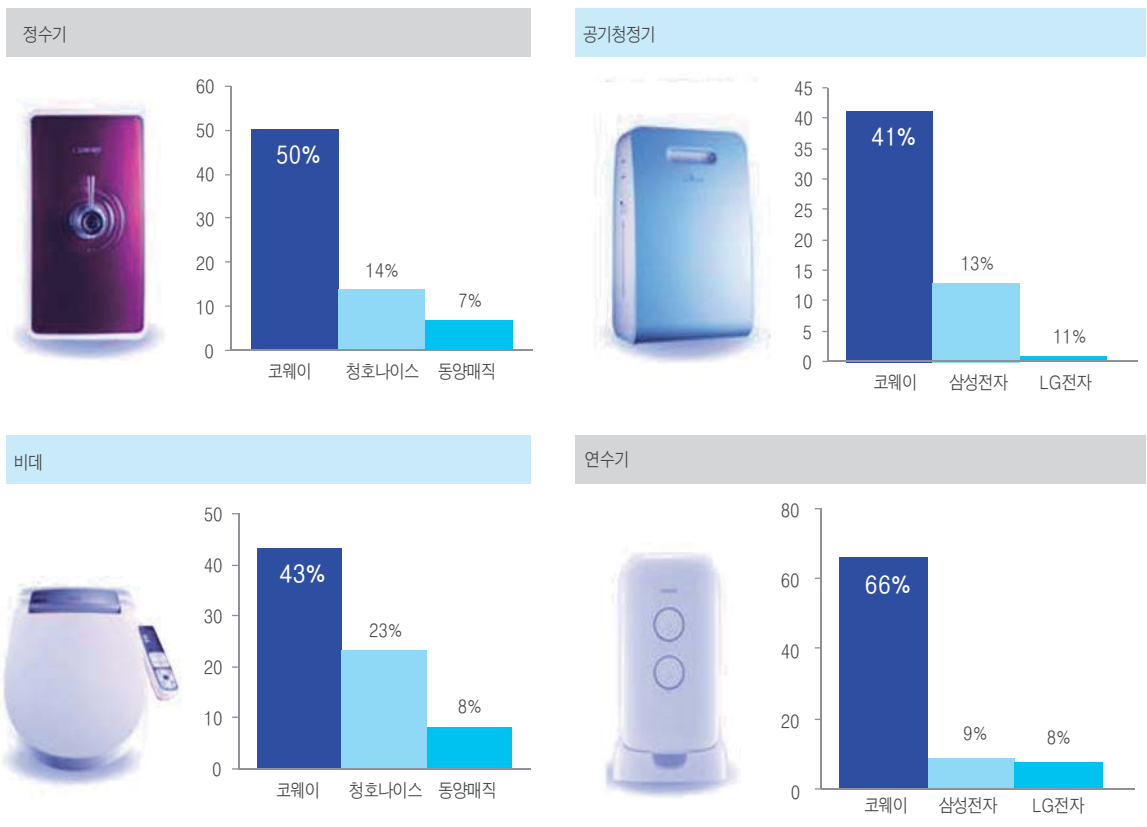
#### IV-4. 다양한 application 능력

최초 시작은 정수기였지만, 생활용품들 ‘공유’ 한다는 측면에서 렌탈 사업은 다양한 제품 포트폴리오 확장성이라는 장점이 있다. 환경오염이 심각해지면서 선택이 아닌 필수가 되어가는 공기청정기를 비롯하여 비데, 연수기, 매트리스 등에 이르기까지 포트폴리오가 다변화되는 만큼 사업의 안정성은 더욱 견고해진다고 볼 수 있다.

업계 자료에 따르면, 2013년 기준 코웨이는 정수기뿐만 아니라 공기청정기, 비데, 연수기 분야에서도 각각 41%, 43%, 66%의 점유율로 1위를 점하고 있다. 각 분야의 2위 업체들이 약 10%수준의 점유율을 차지하고 있는 것으로 파악되어 코웨이의 비즈니스 포트폴리오는 다변화되면서도 더욱 견고해져 가는 모습이다.

한편, 2013년에는 신규 가입자 대상으로 5.6%의 가격인상을 단행하였는데, 가격 인상 이후 계약 해약이나 계약 만료 후 이탈 등 소비자들의 가격에 대한 저항 징후는 나타나지 않았다. 이는 제품 포트폴리오 다변화 효과와 월등한 시장지배력의 시너지를 입증하는 단편적인 사례라고 판단한다.

Figure 22 공기청정기, 비데, 연수기 등 토털 렌탈업체로서의 확고한 이미지 구축



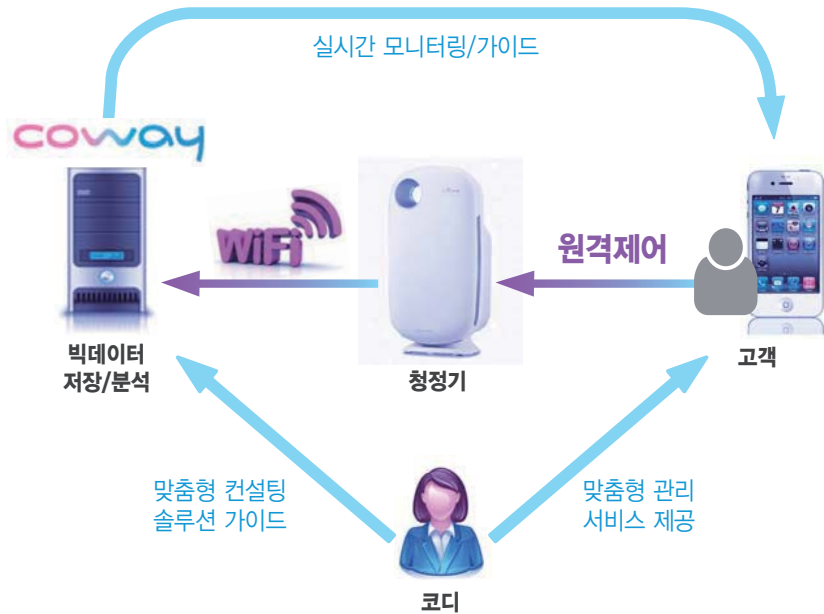
Source: 업계 자료, KTB투자증권

IV-5. 홈케어 사업: 개별 제품에서 토탈 솔루션까지

코웨이의 ‘매트리스 케어렌탈’은 고품질의 매트리스를 합리적인 가격에 사용하면서 관리까지 받을 수 있는 홈케어 서비스로 새로운 제품 영역까지 확장 중이다. 전문적인 매트리스 위생관리 시스템을 통해 건강 그리고 더 나아가 ‘웰빙’을 추구하는 현대인들의 needs에 부합하는 서비스를 제공한다.

한편, 환경가전 사업부문에서는 하반기 IOCare(IoT 기반 ‘스마트 에어 케어’ 서비스)가 출시될 예정이다. 빅데이터 저장 및 분석을 통해 코디가 맞춤형 컨설팅 솔루션을 설계하고 이를 고객에게 제공하는 방식이다. 에어케어 서비스는 기존의 렌탈 제품과는 또 다른 패러다임의 제품으로서 1)기존고객 교차판매, 2)retention rate 제고 그리고 3)해약율 방어가 가능하고 신규고객군 침투까지 기대해볼 수 있어 시너지 창출 유인은 충분하다고 판단된다.

Figure 23 ‘고객 케어’ 가치 제공 통해 차별화와 전문성 뿐만 아니라 새로운 브랜드 identity 창조



Source: 코웨이, KTB투자증권



## V. 해외사업 현황

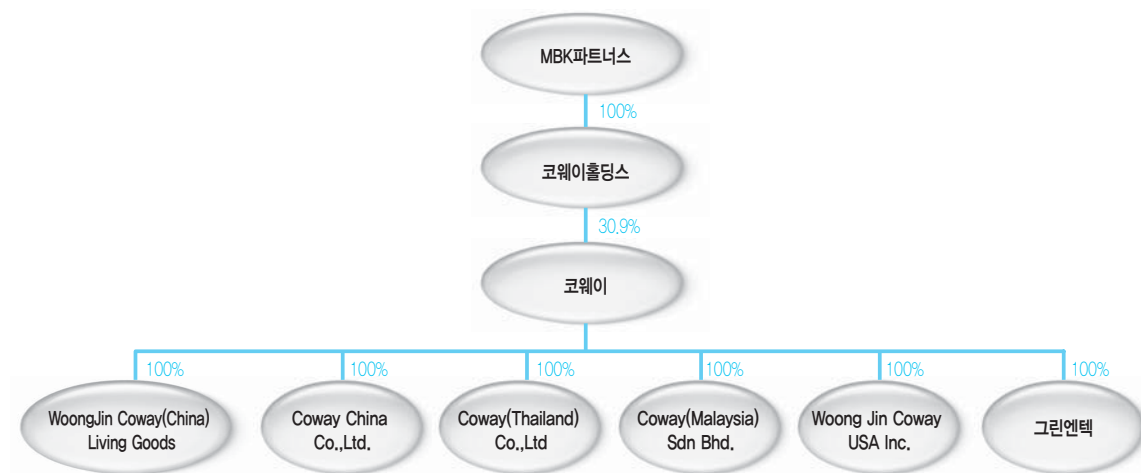
### V-1. 말레이시아와 미국이 현재의 주력 해외 사업

코웨이는 중국, 말레이시아, 미국, 태국에 진출하였으며, 모든 해외법인에 대한 지분 100%를 보유하고 있다. 중국에서 ODM으로 공기청정기 사업을 진행하는 부분은 수출로 분류되며, Coway China는 ODM 물량을 제외한 중국 내수용 dealer 물량 판매를 담당한다. 한편, 향후 중국 시장내 정수기 자체 브랜드 진출을 감안시, Coway China의 역할은 커질 수 있을 것으로 예상된다.

말레이시아는 정수기 판매 및 렌탈에 대한 수요가 꾸준하게 발생하는 국가이며, 2014년 연간 74억원의 영업이익을 기록하였다. 한편, 말레이시아 법인은 2015년 매출액 1,013억원(YoY +21.0%), 영업이익 105억원(YoY +41.9%)을 기록할 것으로 추정한다.

미국 법인의 경우 의미 있는 이익 기여 추세를 나타내고 있지 않지만, 총 관리계정이 10만 계정을 넘어 서면서 서서히 안정되고 있는 상황이다. 또한, 1Q15 기준 사상 최대 매출액을 달성하여 생활가전의 렌탈 문화에 익숙한 선진국 내 성과를 높일 목표를 가지고 있다.

Figure 24 코웨이 해외 법인 지분 출자 구조



Source: 코웨이, KTB투자증권

Figure 25 해외 자회사 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
<b>해외 매출액</b>	521	486	432	589	534	527	533	565	2,028	2,159	2,432
말레이시아	188	211	217	221	233	253	258	269	837	1,013	1,185
미국	107	104	105	123	134	126	126	130	439	516	555
중국	137	103	49	102	50	42	66	86	391	244	355
태국	28	27	23	18	17	24	24	22	96	88	103
그린엔텍	61	41	38	125	100	81	59	57	265	297	234
<b>YoY(%)</b>											
해외 매출액	2.6	(26.5)	(16.8)	15.9	2.6	8.4	23.3	(4.1)	(7.7)	6.5	12.6
말레이시아	22.9	12.8	17.9	13.3	24.1	19.7	18.9	21.9	16.4	21.1	17.0
미국	18.9	10.6	12.9	10.8	25.2	21.5	19.8	5.9	13.1	17.6	7.5
중국	6.2	(41.1)	(41.0)	64.5	(63.5)	(58.9)	35.1	(15.8)	(12.9)	(37.5)	45.1
태국	(22.2)	(12.9)	(28.1)	(25.0)	(37.8)	(10.2)	5.1	24.5	(22.0)	(8.1)	16.5
그린엔텍	(12.9)	(72.1)	(70.1)	7.8	63.4	98.7	54.1	(54.4)	(42.4)	12.0	(21.2)
<b>해외 영업이익</b>	(2)	8	(7)	7	19	21	28	25	6	94	102
말레이시아	13	18	23	20	26	26	29	25	74	105	106
미국	(3)	(2)	2	3	0	1	(0)	(3)	0	(1)	(1)
중국	(5)	1	(19)	(8)	2	1	4	7	(31)	14	19
태국	(1)	(1)	(2)	(7)	(2)	(2)	(2)	(3)	(11)	(10)	(7)
그린엔텍	(6)	(8)	(11)	(1)	(7)	(4)	(2)	(0)	(26)	(14)	(16)

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

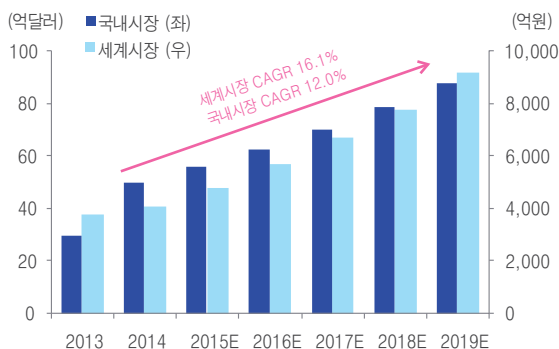
## V-2. 공기 청정기 시장 - 중국내 청정기 보급은 아직 시작도 안했다

세계보건기구(WHO) 자료에 따르면, 전 세계에서 한해 약 200만명이 실내 공기오염으로 조기 사망에 이르고 있다. 한국에서도 실내뿐만 아니라 최근 수년간 미세먼지에 의한 호흡기 질환의 대책으로 공기 청정기에 대한 수요가 크게 증가하고 있다.

2014년 기준 공기청정기 보급률은 미국, 일본, 한국이 각각 27%, 17%, 17% 수준이며, 중국은 0.2%에 불과하다. 따라서, 심각한 미세먼지 및 대기오염은 향후 중국 공기 청정기 시장 급성장을 이끌어낼 도화선이 될 것으로 예상된다.

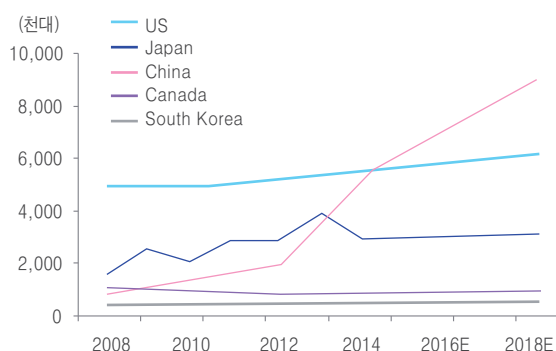
세계 공기 청정기 시장 규모는 4조 4,000억원이며, 중국이 전체의 22%를 차지하고 있어 시장이 이미 커져 있다고 인식할 수 있으나, 아직 중국내 공기 청정기 보급률이 1%가 채 되지 않는다는 점을 상기해보면, 코웨이가 하반기부터 본격적으로 시작할 공기청정기 사업의 성장성은 부각될 것으로 예상된다.

Figure 26 세계 및 국내 공기청정기 시장 규모 전망



Source: Euromonitor International, KTB투자증권

Figure 27 주요국별 공기청정기 시장 전망



Source: Euromonitor International(2013), KTB투자증권

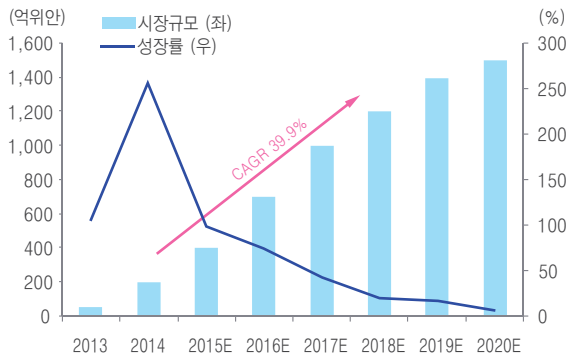
### V-3. 공기 청정기 시장 - 치열한 경쟁속에 코웨이 파트너의 경쟁력은?

공기 청정기 보급률이 아직 0.2% 수준임에도 불구하고 시장규모는 1조원에 육박하는 중국내 시장 경쟁 상황은 급격하게 치열해지고 있다. 생산업체는 2012년 중국내 56개에 불과했으나, 급격한 수요 증가에 의해 2013년에는 생산기업이 242개로 급증했다.

이러한 가운데, 중국내에서는 자국 브랜드 야두, 위안다, 카이셔러, 징메이서, 메이더, 샤오미 등이 선호 브랜드로 꼽히며, 필립스, 사프, 파나소닉 등의 해외 브랜드들과 경쟁 중이다. 2013년 기준 중국 리서치기업인 아이리서치에 따르면, 중국내 공기 청정기 점유율은 필립스가 35.7%를 차지하여 아직은 독보적인 지위를 점하고 있는 것은 사실이다. 하지만, 2014년에 이어 올해까지 최근 중국 자국브랜드들에 대한 선호도가 빠르게 올라오고 있기 때문에 코웨이 또한 1)협력의 다원화 혹은 브랜드 이미지 구축 후 2)자체 진출을 추구하는 것이 바람직하다고 판단된다. 빠르게 성장하고 급속도로 바뀌는 중국 시장내에서 오늘의 1위가 내일의 그 위치에 자리하고 있지 않을 수도 있기 때문이다.

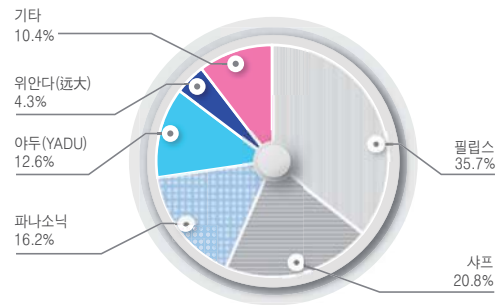
참고로, 중국의 공기청정기 주요 수입국 데이터를 살펴보면, 중국의 공기청정기 자급률이 높아지고 있음을 알 수 있다. 아직까지는 상위 5개 브랜드가 중국 전체 시장의 82.4%를 차지하지만, 로컬 업체들 간의 경쟁이 심화될 경우 해외 브랜드의 시장지배력이 약해질 가능성 또한 배제할 수 없다.

Figure 28 중국 공기청정기 시장 규모 전망



Source: 아이리서치, KTB투자증권

Figure 29 주요 브랜드별 중국내 공기 청정기 점유율



Source: 아이리서치, KTB투자증권

Figure 30 중국 - 공기 청정기 수입액 감소는 곧 자국 브랜드 선호도 상승을 의미

(단위: 천달러, %)

순위	국가	수출액			점유율			증감률 13/12
		2011년	2012년	2013년	2011년	2012년	2013년	
	총계	7,165,839	6,600,553	6,074,194	100.0	100.0	100.0	(8.0)
1	일본	2,479,906	2,288,204	1,602,163	34.6	34.7	26.4	(30.0)
2	독일	1,029,429	1,069,822	1,085,086	14.4	16.2	17.9	1.4
3	한국	846,450	693,960	978,143	11.8	10.5	16.1	41.0
4	미국	631,118	758,567	613,819	8.8	11.5	10.1	(19.1)
5	대만	422,211	366,978	379,351	5.9	5.6	6.3	3.4

Source: World Trade Atlas, KTB투자증권

#### V-4. 중국 정수기 시장 - 먹는 물, 정수기 없이 살 수 없다

중국은 물 부족 문제와 수질오염으로 정수기 구매가 꾸준히 증가하고 있다. World Atlas Trade 자료에 따르면, 2013년 기준 중국의 정수기 시장 규모는 180억위안(한화 기준 약 3조3,000억원 규모)으로 향후 7년간 CAGR +45%의 성장이 전망된다.

보급률 측면에서 살펴봐도 공기청정기의 저조한 보급률과 상황이 크게 다르지 않다. 유럽과 미국의 정수장치 보급률이 90% 이상이고, 일본이 70% 수준이나, 중국은 아직 2%에 불과해 턱없이 부족한 수준이다. 베이징과 상하이 등 대도시를 제외한 2선 및 3선 도시로 서서히 정수기 소비가 확산되는 추세이기 때문에 코웨이 또한 성장 잠재력이 무한한 중국 시장내 적절한 segment positioning이 필요할 것으로 판단된다. 한국 브랜드로는 코웨이나 LG의 브랜드가 인기를 누리는 편이지만, 현재 중국에서는 독일, 미국 등 외산 브랜드가 고가 segment를 차지하고 있으며, 중저가 segment는 중국 로컬 브랜드들이 난립하여 한국 브랜드의 가격 경쟁력이 열위에 있다.

최근 중국의 정수기 주요 수입국 현황 데이터를 살펴보면, 한국 정수기의 수입 증가율이 가장 돋보인다. 하지만, 독일, 미국 및 기타 선진국 브랜드들의 경우 직수출 보다는 현지에 진출하여 시장의 급성장에 대한 과실을 직접 향유하고 있기 때문에 코웨이를 포함한 국내 브랜드들의 브랜드 마케팅을 통한 로컬 진출이 조속히 이루어지는 것이 바람직 하다고 판단한다.

Figure 31 중국 - 정수기 직수출은 한국이 돋보이나, 이는 글로벌 선진업체들의 현지 직진출에 의한 착시효과 (단위: 천달러, %) (단위: 천달러, %)

순위	국가	수출액			점유율			증감률 13/12
		2011년	2012년	2013년	2011년	2012년	2013년	
	총계	267,491	274,091	293,236	100.0	100.0	100.0	7.0
1	한국	26,067	32,454	60,873	9.7	11.9	20.8	87.6
2	독일	27,168	35,939	44,534	10.1	13.1	15.2	23.9
3	미국	40,603	36,679	38,494	15.2	13.4	13.1	5.0
4	프랑스	53,279	30,428	35,392	19.9	11.1	12.1	16.3
5	일본	28,710	22,145	18,678	10.7	8.1	6.4	(15.7)

Source: World Trade Atlas, KTB투자증권

## VI. 실적전망

### 2Q15 Preview: 환경가전 매출 YoY +8.6% 전망

코웨이는 2Q15 연결기준 매출액 5,807억원(YoY +4.3%), 영업이익 1,072억원(YoY +10.3%), 순이익 804억원(YoY +21.2%)을 시현할 것으로 전망한다. 중국 ODM 부문의 부진으로 수출은 2분기에도 부진할 것으로 예상되나, 환경가전 부문 매출이 전년동기대비 8.6% 증가할 것으로 추정하기 때문에 이익성장 추세는 견조할 것으로 예상된다.

한편, 하반기에는 중국 ODM 부문에서 고객사항 공기청정기 공급이 개시 됨에 따라 외형 성장에 대한 기대감이 고조되는 상황이다. 또한, 가격 측면에서 보면 증가와 고가 range이기 때문에 중국내 프리미엄 고객층을 엄두한 판매가 이루어질 것으로 예상된다.

Figure 32 주요 부문별 매출 현황

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>연결 매출액(억원)</b>	5,350	5,569	5,255	5,429	5,482	5,807	5,648	5,863	5,806	6,332	6,087	6,246	21,603	22,801	24,471
환경가전	4,191	4,365	4,313	4,383	4,446	4,741	4,671	4,737	4,725	5,142	5,036	4,999	17,252	18,595	19,903
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,805	3,783	3,820	3,848	4,097	4,038	3,981	14,006	15,041	15,964
멤버십	439	458	468	469	460	477	484	486	489	526	521	516	1,834	1,906	2,053
일시불	276	374	318	326	353	459	404	432	388	519	477	501	1,293	1,648	1,885
화장품	210	223	172	200	231	261	235	206	232	262	276	238	805	933	1,009
수출	452	557	330	335	330	318	309	339	343	338	326	318	1,674	1,297	1,326
ODM/Dealers	342	416	200	245	248	227	210	204	250	253	231	214	1,203	889	947
해외법인향	110	141	130	90	82	91	99	135	94	85	95	104	471	408	378
<b>YoY(%)</b>															
환경가전	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	8.6	8.3	8.1	6.3	8.5	7.8	5.5	4.2	7.8	7.0
렌탈	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	9.8	7.3	6.5	5.9	7.7	6.7	4.2	5.1	7.4	6.1
멤버십	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	4.2	3.2	3.6	6.5	10.4	7.8	6.3	5.6	3.9	7.7
일시불	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	22.9	27.0	32.5	9.8	13.0	18.2	16.1	(14.5)	27.4	14.4
화장품	17.3	0.9	3.6	1.0	10.0	17.0	36.9	3.0	0.3	0.6	17.3	15.7	5.4	15.9	8.1
수출	43.5	25.2	(13.2)	9.5	(27.0)	(42.9)	(6.2)	1.3	4.1	6.3	5.4	(6.4)	15.8	(22.5)	2.2
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(45.5)	5.0	(16.8)	0.7	11.5	10.0	5.0	6.7	(26.1)	6.6
해외법인향	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	(35.2)	(23.5)	50.5	14.4	(6.5)	(4.2)	(23.5)	47.6	(13.3)	(7.4)
<b>연결 매출액 대비 비중(%)</b>															
환경가전	78.3	78.4	82.1	80.7	81.1	81.6	82.7	80.8	81.4	81.2	82.7	80.0	79.9	81.6	81.3
렌탈	64.0	62.3	67.1	66.1	66.3	65.5	67.0	65.1	66.3	64.7	66.3	63.7	64.8	66.0	65.2
멤버십	8.2	8.2	8.9	8.6	8.4	8.2	8.6	8.3	8.4	8.3	8.6	8.3	8.5	8.4	8.4
일시불	5.2	6.7	6.1	6.0	6.4	7.9	7.2	7.4	6.7	8.2	7.8	8.0	6.0	7.2	7.7
화장품	3.9	4.0	3.3	3.7	4.2	4.5	4.2	3.5	4.0	4.1	4.5	3.8	3.7	4.1	4.1
수출	8.4	10.0	6.3	6.2	6.0	5.5	5.5	5.8	5.9	5.3	5.4	5.1	7.7	5.7	5.4
ODM/Dealers	6.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.9	3.7	3.5	4.3	4.0	3.8	3.4	5.6	3.9	3.9
해외법인향	2.1	2.5	2.5	1.7	1.5	1.6	1.8	2.3	1.6	1.3	1.6	1.7	2.2	1.8	1.5
매출원가	1,823	1,879	1,682	1,882	1,752	1,911	1,865	2,033	1,983	2,061	2,051	2,130	7,266	7,560	8,224
매출총이익	3,527	3,690	3,573	3,547	3,730	3,897	3,784	3,830	3,824	4,272	4,035	4,116	14,337	15,240	16,247
판매비	2,624	2,719	2,620	2,730	2,727	2,825	2,748	2,842	2,738	3,039	2,883	3,101	10,693	11,143	11,762
영업이익	903	972	953	817	1,003	1,072	1,035	987	1,086	1,232	1,152	1,015	3,644	4,098	4,485
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.1	18.3	18.5	18.3	16.8	18.7	19.5	18.9	16.2	16.9	18.0	18.3
당기순이익	661	663	639	534	776	803	770	727	825	923	850	735	2,497	3,075	3,333
NPM(%)	12.4	11.9	12.2	9.8	14.2	13.8	13.6	12.4	14.2	14.6	14.0	11.8	11.6	13.5	13.6

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

## VII. 재무제표

## 대차대조표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	691.4	596.8	683.1	807.5	935.4
현금성자산	245.1	153.7	208.3	313.0	413.8
매출채권	249.5	229.2	253.8	267.6	287.7
재고자산	65.8	61.9	67.5	71.9	77.4
비유동자산	976.4	1,024.8	1,094.6	1,128.7	1,164.6
투자자산	161.3	179.0	216.3	225.0	234.2
유형자산	638.3	675.2	711.2	739.8	768.8
무형자산	176.8	170.6	167.1	163.9	161.6
<b>자산총계</b>	<b>1,667.9</b>	<b>1,621.6</b>	<b>1,777.6</b>	<b>1,936.3</b>	<b>2,100.0</b>
유동부채	676.7	526.0	511.6	519.2	525.8
매입채무	193.6	220.0	218.5	239.6	262.3
유동성이자부채	334.9	164.5	150.1	135.1	117.6
비유동부채	50.2	56.2	70.3	72.7	75.1
비유동이자부채	7.1	9.2	11.5	11.5	11.5
<b>부채총계</b>	<b>727.0</b>	<b>582.2</b>	<b>581.9</b>	<b>591.8</b>	<b>600.9</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	127.1	127.1	127.1
이익잉여금	868.0	985.9	1,143.5	1,292.3	1,447.0
자본조정	(94.0)	(114.5)	(116.5)	(116.5)	(116.5)
자기주식	(103.0)	(129.6)	(126.8)	(126.8)	(126.8)
<b>자본총계</b>	<b>940.9</b>	<b>1,039.4</b>	<b>1,195.7</b>	<b>1,344.5</b>	<b>1,499.1</b>
투하자본	1,035.2	1,057.0	1,146.6	1,175.6	1,211.8
순차입금	96.8	20.0	(46.6)	(166.3)	(284.6)
ROA	14.3	15.2	18.1	17.9	18.4
ROE	28.4	25.2	27.5	26.3	26.1
ROIC	22.5	26.2	28.1	29.0	31.3

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업현금</b>	<b>548.2</b>	<b>524.2</b>	<b>377.8</b>	<b>593.7</b>	<b>635.7</b>
당기순이익	245.1	249.7	307.5	333.3	371.4
자산상각비	198.2	213.6	239.7	255.3	264.8
운전자본증감	(29.6)	(41.7)	(197.7)	2.8	(2.9)
매출채권감소(증가)	67.3	(3.4)	(31.2)	(13.8)	(20.1)
재고자산감소(증가)	19.0	(3.4)	(11.6)	(4.4)	(5.5)
매입채무증가(감소)	(82.4)	17.9	12.6	21.1	22.7
<b>투자현금</b>	<b>(86.9)</b>	<b>(287.0)</b>	<b>(299.7)</b>	<b>(289.5)</b>	<b>(300.7)</b>
단기투자자산감소	(13.8)	12.4	2.8	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(268.0)	(305.8)	(285.6)	(276.5)	(286.6)
유무형자산감소	7.2	3.5	(2.6)	(4.2)	(4.9)
<b>재무현금</b>	<b>(373.8)</b>	<b>(327.6)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>(199.5)</b>	<b>(234.2)</b>
차입금증가	(262.4)	(162.1)	(16.5)	(15.0)	(17.5)
자본증가	(78.4)	(123.6)	(180.4)	(194.2)	(209.9)
배당금지급	78.4	123.6	180.4	194.2	209.9
현금 증감	86.3	(91.3)	60.6	104.7	100.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>619.3</b>	<b>665.0</b>	<b>595.5</b>	<b>590.9</b>	<b>638.6</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(200.6)	(22.9)	31.8	(2.8)	2.9
(-) 설비투자	268.0	305.8	285.6	276.5	286.6
(+) 자산매각	7.2	3.5	(2.6)	(4.2)	(4.9)
Free Cash Flow	559.1	385.6	275.5	313.0	344.2
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	559.1	385.6	275.5	312.9	344.1

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>2,118.3</b>	<b>2,160.3</b>	<b>2,280.1</b>	<b>2,447.1</b>	<b>2,629.4</b>
증가율 (Y-Y,%)	6.3	2.0	5.5	7.3	7.4
<b>영업이익</b>	<b>339.0</b>	<b>364.4</b>	<b>409.8</b>	<b>448.5</b>	<b>498.4</b>
증가율 (Y-Y,%)	49.9	7.5	12.4	9.5	11.1
EBITDA	537.2	578.0	649.5	703.8	763.2
<b>영업외손익</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(32.0)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(3.3)</b>
순이자수익	(14.5)	(8.8)	(1.6)	(1.1)	(0.6)
외화관련손익	(3.6)	(0.1)	(0.5)	(3.0)	(2.6)
지분법손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>327.1</b>	<b>332.4</b>	<b>407.7</b>	<b>444.4</b>	<b>495.2</b>
<b>당기순이익</b>	<b>245.1</b>	<b>249.7</b>	<b>307.5</b>	<b>333.3</b>	<b>371.4</b>
지배기업당기순이익	245.1	249.7	307.6	333.4	371.5
증가율 (Y-Y,%)	160.6	1.9	23.2	8.4	11.4
<b>NOPLAT</b>	<b>254.0</b>	<b>273.7</b>	<b>309.1</b>	<b>336.4</b>	<b>373.8</b>
(+) Dep	198.2	213.6	239.7	255.3	264.8
(-) 운전자본투자	(200.6)	(22.9)	31.8	(2.8)	2.9
(-) Capex	268.0	305.8	285.6	276.5	286.6
OpFCF	384.8	204.4	231.4	317.9	349.1
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.8	4.6	4.9	6.8
영업이익증가율(3Yr)	10.7	15.8	21.9	9.8	11.0
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	13.6	16.6	9.4	9.7
순이익증가율(3Yr)	8.3	14.3	48.4	10.8	14.2
영업이익률(%)	16.0	16.9	18.0	18.3	19.0
EBITDA마진(%)	25.4	26.8	28.5	28.8	29.0
순이익률(%)	11.6	11.6	13.5	13.6	14.1

## 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,178	3,237	3,988	4,323	4,816
BPS	9,907	11,253	13,325	15,295	17,331
DPS	2,710	2,000	2,390	2,810	3,370
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	20.9	26.0	23.3	21.5	19.3
PBR	6.7	7.5	7.0	6.1	5.4
EV/EBITDA	9.7	11.3	11.0	10.0	9.0
배당수익률	4.1	2.4	2.6	3.0	3.6
PCR	8.3	9.8	12.0	12.1	11.2
PSR	2.4	3.0	3.1	2.9	2.7
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	77.3	56.0	48.7	44.0	40.1
Net debt/Equity	10.3	1.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	18.0	3.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	102.2	113.5	133.5	155.5	177.9
이자보상배율	23.4	41.3	261.7	417.5	872.0
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	71.8	76.1	73.0	68.6	65.2
현금+투자자산(%)	28.2	23.9	27.0	31.4	34.8
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	26.7	14.3	11.9	9.8	7.9
자기자본(%)	73.3	85.7	88.1	90.2	92.1

## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.  
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.  
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월 주간사로 참여하지 않았습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.  
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

### 투자 의견 비율

BUY : 80%      HOLD : 20%      SELL : 0%

## 종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- **HOLD** : 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 증가대비 +5%미만.
- **BUY** : 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

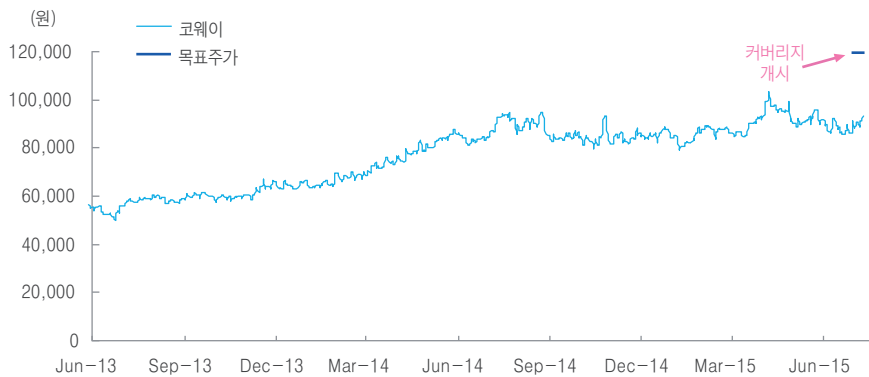
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.

동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

## 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용



일자	2015.07.13					
투자 의견	BUY					
목표주가	120,000원					

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기를 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.








**Research Center Profile**

## 산업재

리서치센터장 유틸리티/운송 <b>신지윤</b> 2184-2333 jyshin@ktb.co.kr	건설/조선 연구원 <b>김선미</b> 2184-2338 smkim@ktb.co.kr	자동차/부품 연구원 <b>김형민</b> 2184-2419 hymin@ktb.co.kr
--	--	---

## 소재

정유/석유화학 연구위원 <b>이충재</b> 2184-2199 twim2000@ktb.co.kr	철강/비철금속 연구위원 <b>강태현</b> 2184-2368 thkang@ktb.co.kr	금융 은행 연구위원 <b>김은갑</b> 2184-2674 ekim@ktb.co.kr
--	--	---

## Consumer

인터넷/미디어 기업분석팀장 <b>최찬석</b> 2184-2316 nethead@ktb.co.kr	유통/제약 연구위원 <b>이혜린</b> 2184-2327 hrin@ktb.co.kr	소비재/화장품 연구위원 <b>김영옥</b> 2184-2311 nick.kim@ktb.co.kr	음식료 연구위원 <b>김정욱</b> 2184-2731 kvalue@ktb.co.kr
---	--	--	--

## Tech

반도체/LED 연구위원 <b>진성혜</b> 2184-2392 sh.jin@ktb.co.kr	디스플레이/핸드셋 연구위원 <b>김양재</b> 2184-2374 yj.kim@ktb.co.kr	통신서비스/카지노 연구원 <b>김영인</b> 2184-2344 yi.kim@ktb.co.kr
--	--	---

## 매크로

계량분석/투자전략 매크로팀장 <b>박세원</b> 2184-2396 quant@ktb.co.kr	자산배분/투자전략 수석연구원 <b>김한진</b> 2184-2351 hjkim@ktb.co.kr	크레딧 연구원 <b>김민정</b> 2184-2377 mj.kim@ktb.co.kr
--	--	---

## 매크로

경제분석 연구원 <b>채현기</b> 2184-2822 hkchae@ktb.co.kr	주식시황 연구원 <b>김윤서</b> 2184-2285 yskim113@ktb.co.kr
--	--

## 최근 3개월간 발간한 In-Depth 자료내용

- 2015.5.04 **김형민**  
**자동차/부품**: 버려져 있는 오아시스
- 2015.5.11 **진성혜**  
**반도체**: 중국 정부의 반도체 정책 변화, 기회와 위험은?
- 2015.5.18 **김양재**  
**Display**: 소재의 시대
- 2015.5.26 **김정욱**  
**CJ제일제당**: 글로벌 아미노산 35개社, 최후의 승자는?
- 2015.6.01 **강태현**  
**항공기 제조업**: 항공 시장의 개화, 그리고 드론
- 2015.6.02 **김민정**  
**2015 하반기 Credit Outlook**: 채울 수 없는 기대
- 2015.6.08 **김은갑**  
**은행**: 금융위기 이후 가장 높은 대출증가율
- 2015.6.15 **김영인**  
**카지노 산업**: 마카오가 잠든 사이
- 2015.6.22 **김영옥**  
**호텔신라**: 30년만의 출격, 용산을 품는다면...
- 2015.6.29 **채현기**  
**Economy Insight: 動中靜(동중정)** – 움직임 속의 고요함
- 2015.7.01 **김민정**  
**Credit Gravity**: 장기 구간 중심 리스크관리 강화 필요
- 2015.7.06 **김한진**  
**Market & Beyond**: 성장주와 금융시장 전망 – Mega Change 2016



| **본사** 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 | **본사영업점** 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩  
| **강남금융센터** 서울특별시 강남구 테헤란로 326 역삼 I-TOWER 2층 | **압구정금융센터** 서울특별시 강남구 논현로 842 압구정빌딩 4층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.