

SMART  
ON

코웨이  
(021240)

BUY (initiate)



기타 소비자 Analyst **강재성**  
02-6114-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

## 실용적 소비문화 속 성장이 지속된다

### 국내 최대 생활가전 렌탈 업체

코웨이는 국내 최대 생활가전 렌탈 전문업체로(주요 품목 M/S 40~60%), 주력 사업으로 정수기, 청정기, 비데, 매트리스 등 제품의 렌탈 및 일시물 판매를 영위하고 있다. 2014년 기준 환경가전이 86%, 해외가 8%, 화장품이 4%, 물환경 부분이 2%를 차지하고 있다. 동사는 경제성과 기능적 가치가 중심이 된 실용적 소비문화 확산의 수혜를 받고 있다.

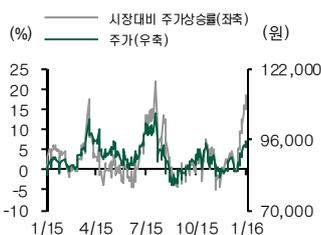
### 공유경제, 실용적 소비 문화 확산으로 안정적인 성장 지속될 전망

국내 소비심리 악화로 공유경제, 실용적 소비문화가 확산되는 추세다. 렌탈서비스 사업은 이러한 소비패턴 변화에 최적화된 시장이다. 국내 B2C 렌탈서비스 시장은 약 15조원 규모로 연평균 12% 성장했다. 동사는 국내 환경가전 렌탈서비스 시장의 1위 사업자로 지속적인 성장을 예상된다. 동사는 1)렌탈사업의 성장으로 안정적인 현금흐름이 기대되며, 2) 해외시장 및 신규사업을 통해 추가 성장모멘텀을 확보할 것으로 전망한다. 이와 더불어 수익성 중심 영업과 배당 등 주주환원 정책 또한 지속될 것으로 판단한다. 대주주 매각 이슈 등 잡음이 지속되고 있지만, 동사는 탄탄한 수익모델 속 안정적인 현금창출 능력을 기반으로 차별화된 성장을 보일 것으로 예상된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개선

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개선한다. 목표주가는 사업모델의 특성상 장기적으로 안정적인 현금창출과 성장이 가능하다고 판단해, 현금흐름할인 방식(DCF)을 사용하여 산출했다(WACC=7%, Rf=2.7%, Risk premium=6.5%, 시장베타=0.7). 동사의 대주주 매각 이슈는 단기적 불안 요소이나, 장기적인 관점에서 안정적인 증가흐름을 예상한다.

주가(1/20)	94,300원
<b>목표주가</b>	<b>110,000원</b>
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자의견	
시가총액 (보통주)	7.3조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유동주식비율	65.4%
KOSPI 지수	1,845.45
KOSDAQ 지수	669.68
60일 평균 거래량	166,925주
60일 평균 거래대금	147억원
외국인보유비중	52.7%
수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	13.5%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%
52주 최고/최저가 (보통주)	105,500원
	79,200원
베타(12M, 일간수익률)	0.7
주요주주	코웨이홀딩스 외 9 인 31.0%
<b>주가상승률</b>	<b>1개월</b> <b>3개월</b> <b>6개월</b>
절대	8.5%    4.2%    -3.8%
상대	16.2%    15.1%    8.1%



계산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	2,118.3	2,160.3	2,267.7	2,413.6	2,535.5
영업이익 (십억원)	339.0	364.4	440.0	462.4	487.9
순이익 (십억원)	245.1	249.7	329.8	346.0	365.3
자배기업순이익 (십억원)	245.1	249.7	329.9	346.0	365.3
EPS (원)	3,288	3,360	4,443	4,657	4,917
수정EPS (원)	3,288	3,360	4,443	4,657	4,917
PER* (배)	20.5-13.1	28.2-18.7	24.1-16.9	20.2	19.2
PBR (배)	5.3	6.0	5.1	5.1	4.5
EV/EBITDA (배)	9.7	11.3	9.6	10.3	9.9
배당수익률 (%)	4.1	2.4	3.0	2.9	3.1
ROE (%)	28.4	25.2	29.2	26.5	24.9
ROIC (%)	25.1	27.3	31.9	31.0	29.5

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 코웨이, 현대증권

## 투자포인트 및 밸류에이션

**합리적 소비문화 속  
렌탈서비스 시장 성장의  
직접적인 수혜 전망**

국내 소비시장은 경기침체로 인해 합리적인 소비가 지속되고 있다. 렌탈서비스 사업은 이러한 소비패턴 변화에 최적화된 시장이다. 국내 B2C 렌탈서비스 시장은 약 15조원 규모로 연평균 12% 성장했다. 동사는 국내 환경가전 렌탈서비스 시장의 1위 사업자로 지속적인 성장을 예상한다.

**투자포인트: 국내  
렌탈서비스 사업 성장,  
해외시장/신규사업 모멘텀,  
수익성 중심 영업/  
주주친화적 정책 지속**

동사의 투자포인트는 다음과 같다. 동사는 1) 국내 환경가전 렌탈서비스 사업을 통해 안정적인 현금흐름을 창출할 것으로 예상하며, 2) 해외시장 및 신규사업을 통해 추가 성장모멘텀을 확보할 것으로 전망하고, 3) 수익성 중심 영업과 배당 등 주주친화적 정책 또한 지속될 것으로 판단한다. 대주주 매각 이슈 등 잡음이 지속되고 있지만, 동사는 탄탄한 수익모델 속 안정적인 현금창출 능력을 기반으로 차별화된 성장을 보일 것으로 예상한다.

**투자의견 BUY, 목표주가  
110,000원으로 커버리지  
개시**

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업모델의 특성상 장기적으로 안정적인 현금창출과 성장이 가능하다고 판단해, 현금흐름할인 방식(DCF)을 사용하여 산출했다(WACC=7%, Rf=2.7%, Risk premium=6.5%, 시장베타=0.7). 목표주가는 2016년 순이익 기준 PER 24.5배 수준이다. 동사의 Peer로 국내에서 렌탈사업을 시작한 쿠쿠전자를 선택했다. 국내 상장사 중 코웨이와 유사한 사업모델을 보유한 업체로, 중국사업 호조로 인해 프리미엄을 받고 있으나, 2016년 기준 PER 24배 수준에 거래되고 있다. 동사의 국내사업의 안정성, 해외시장 내 성장성 등을 감안했을 때, 쿠쿠전자 대비 동사의 현주가는 저평가 되어있다고 판단한다.

그림 1> 현금흐름할인 방식(DCF)을 통한 목표주가 산출과정

(십억원)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
영업이익	440.1	462.4	487.9	509.4	540.2	548.7	603.6	663.9	730.3	803.4
법인세율	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
세후영업이익(NOPLAT)	333.6	350.5	369.8	386.1	409.5	415.9	457.5	503.3	553.6	609.0
감가상각비/무형자산 상각비	227.6	230.5	230.2	231.4	232.5	233.7	234.9	236.0	237.2	238.4
운전자본의증감	(9.0)	13.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
CAPEX	(244.7)	(300.0)	(320.0)	(323.2)	(326.4)	(329.7)	(329.7)	(329.7)	(329.7)	(329.7)
FCF	307.5	294.7	290.0	304.3	325.6	329.9	372.7	419.6	471.1	527.7
Discount factor	1.07	1.14	1.23	1.31	1.40	1.50	1.61	1.72	1.84	1.97
FCF (present value)	287.3	257.4	236.7	232.1	232.1	219.8	232.1	244.2	256.3	268.2
WACC	7.0%									
FCF의 현재가치	2,466.4									
잔존가치	5,472.0									
기업가치	7,938.4									
Net debt	181.8									
Shareholders' equity	8,120									
주식수(주)	74,297,159									
목표주가 (KRW)	109,293									
잔존가치계산										
FCF (terminal year)	527.7									
WACC	7.0%									
Terminal growth	2.0%									
잔존가치	5,472.0									

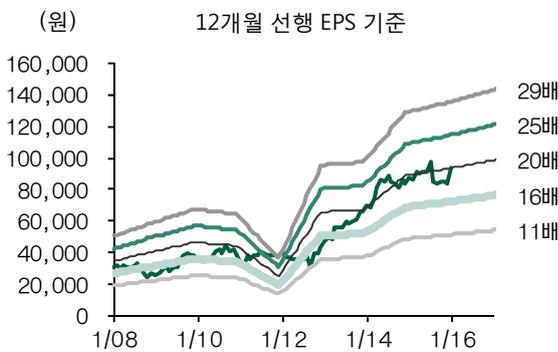
자료: 코웨이, 현대증권

그림 2> Terminal growth, WACC에 따른 목표주가 민감도 분석

Terminal Growth \ WACC		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
5.0%		145,734	162,084	183,884	214,404	260,184
6.0%		115,751	125,092	136,769	151,782	171,800
<b>7.0%</b>		96,416	102,270	<b>109,293</b>	117,878	128,608
8.0%		83,107	87,012	91,566	96,949	103,409
9.0%		73,518	76,243	79,357	82,950	87,142

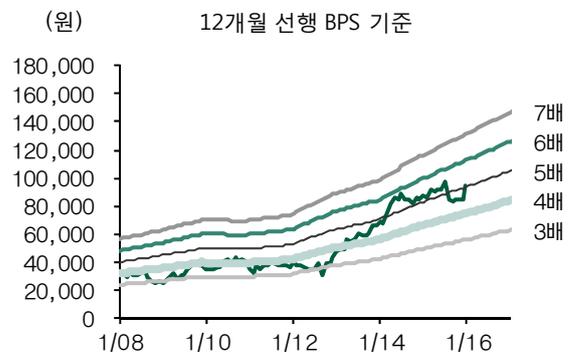
자료: 현대증권

그림 3> 코웨이 PER 밴드차트



자료: 현대증권

그림 4> 코웨이 PBR 밴드차트



자료: 현대증권

그림 5> Peer valuation

	(십억원)			(성장률, %)			(%)	(배, %)			
	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	영업이익률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
<b>코웨이(021240)</b>											
2014	2,160.3	364.4	249.7	2.0	7.5	1.9	16.9	28.2-18.7	6.0	11.3	25.2
2015F	2,267.8	440.1	329.8	5.0	20.8	32.1	19.4	18.9	5.1	9.6	29.2
2016F	2,413.6	462.4	346.0	6.4	5.1	4.9	19.2	20.2	5.1	10.3	26.5
<b>쿠쿠전자(192400)</b>											
2014	567.0	79.0	91.0	11.4	16.2	59.6	13.9	19.2	4.0	14.7	22.7
2015F	669.6	98.0	76.7	18.1	24.1	- 15.7	14.6	30.1	4.4	17.4	16.2
2016F	763.5	115.7	96.0	14.0	18.1	25.1	15.2	24.0	3.8	14.9	17.6

자료: 코웨이, FnGuide, 현대증권

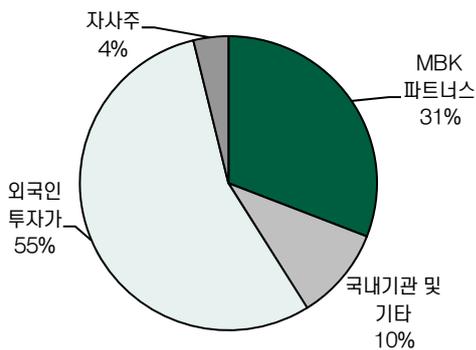
참조: 쿠쿠전자는 컨센서스 기준임

### 기업개요

**국내 대표 환경가전 업체로  
렌탈서비스 중심 고성장,  
2013년 국내 최대 사모펀드  
MBK파트너스 인수로  
수익성 중심 업체 변모**

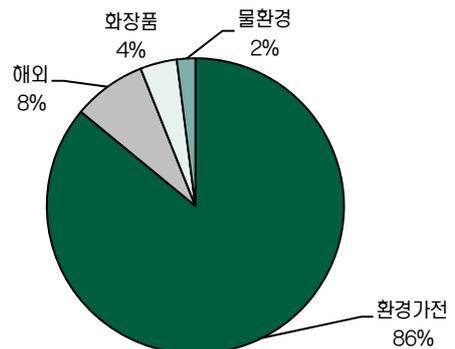
동사는 1989년 한국코웨이로 출범, 국내 최초로 정수기 사업을 시작한 업체다. 현재는 정수기뿐만 아니라, 청정기, 비데, 연수기 등 다양한 품목을 취급하고 있다. 2013년 국내 최대 사모펀드인 MBK파트너스에 인수되며 수익성 관리에 성공, 고성장 했다. 2014년 기준 환경가전이 86%, 해외가 8%, 화장품이 4%, 물환경 부분이 2%를 차지하고 있다. 렌탈은 동사의 환경가전 제품(정수기, 비데, 청정기 등)을 일정기간 고객들에게 렌탈하여 발생하는 매출이며, 멤버쉽은 렌탈 계약 기간 종료 후 필터 교체, 관리 등 제품 케어 서비스를 통해 발생하는 매출이다(멤버쉽이 매출비중 약 8~9%를 차지). 일시불은 제품을 렌탈이 아닌 일시불로 판매하는 것이며, 해당 고객들은 통상 멤버쉽에 따로 가입해 제품 케어 서비스를 받는다. 동사는 연결 자회사를 통해 해외 사업을 진행하고 있으며, 수출 부분은 ODM(Original Development Manufacturing, 주문자 생산 방식) 제품과 연결 자회사에 공급하는 물량으로 구성되어 있다. 최근 실적 부진과 청정기 사업 집중을 위해 중국 내 화장품 사업을 중단했으며, 이를 담당했던 100% 자회사 WoongJin Coway (China) Living Goods 법인이 2015년 3분기부터 연결에서 제외되었다.

그림 6> 주요주주 현황



자료: 코웨이, 현대증권  
참조: 2015년 3분기 기준.

그림 7> 매출 비중



자료: 코웨이, 현대증권  
참조: 2014년 기준

그림 8> 코웨이 주가 추이



자료: Quantwise, 현대증권

## 국내사업(환경가전) 부분

**국내 소비시장은 합리적인 소비가 지속됨에 따라 공유경제(렌탈 등) 중심의 소비문화 확산 중**

국내 소비시장은 심리가 악화됨에 따라 합리적인 소비가 지속되고 있다. 합리적인 소비란 불필요한 지출은 줄이되, 필요한 서비스와 물품을 합리적인 가격에 사용하는 것이다. 특히 생필품 등 필수소비에 있어 합리적인 소비는 필수가 되었다. 이처럼 경제적인 요소가 소비의 중심이 되면서 소비자들은 소유보다 공유가 중심인, 실용적 소비 문화를 추구하기 시작했다. 이는 국내 렌탈시장의 성장이 뒷받침 하고 있다.

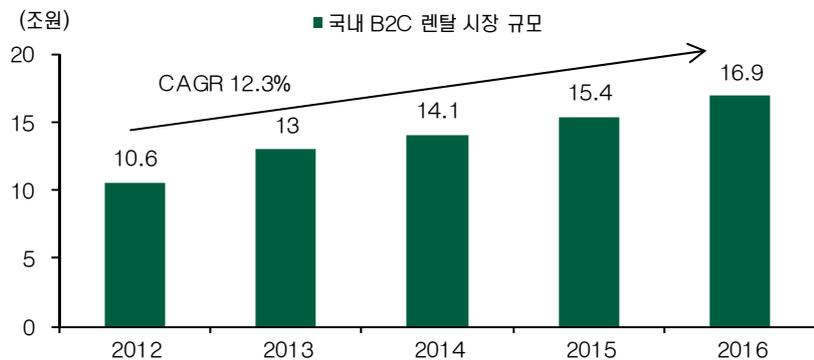
**국내 렌탈 시장: 낮은 품질, 값싼 가격 → 좋은 품질, 필요한 시간만큼**

국내 렌탈서비스 시장은 다양한 산업 군에 확산되어 있다. 집, 자동차, 생활가전, 심지어 타이어까지, 소위 못 빌리는 것이 없는 세상이 되었다. 기존에는 ‘렌탈이 낮은 품질의 제품이나 서비스를 값싼 가격에 짧은 시간 동안 사용한다는 개념이 컸으나, 현재는 좋은 품질의 제품을 낮은 가격에, 필요한 시간만큼 사용하는 합리적인 소비방식으로 자리잡은 상태다.

**국내 B2C 렌탈 시장 약 15조원 수준, 지난 4년간 연평균 13% 성장**

최근 국내 렌탈 시장은 경기침체, 소비자의 인식변화, 제품 다양화라는 부분에서 모두 충족하기 시작하며 고성장을 보이고 있다. 국내 렌탈시장은 변화하는 소비문화를 중심으로 지난 4년간 연평균 13%의 성장을 보였고, 2016년 17조원으로 성장할 것으로 전망한다.

그림 9) 국내 B2C 렌탈시장 2016년 17조원 수준 전망



자료: KT경제경영연구소, 현대증권

**국내 렌탈서비스 시장은 24,000여개 업체들이 경쟁 중, 시장선점과 사후관리 능력이 필수 성공요소**

국내 렌탈서비스 시장이 고성장하고 있고, 이로 인해 경쟁은 점차 심화되고 있다. 다양한 제품 군과 함께, 각종 마케팅과 판매전략으로 소비자들이 시장에 유입되고 있다. 국내 렌탈시장에는 약 24,000여개의 업체들이 있고, 이들에게 보유 가입자 수는 매우 중요한 성공요소다. 보유 가입자를 대상으로 렌탈기간 만료 시 재렌탈을 유발할 수 있고, 신제품 홍보 또는 기타제품 사용 유도 또한 가능하기 때문이다. 기존 사용자들이 사용기간 동안 불만이 없다면 브랜드 충성도가 쌓이게 되며, 브랜드 교체에 대한 필요성이 떨어져 경쟁사로의 이탈을 사전에 방지해, 안정적인 캐시카우의 역할을 하게 된다. 이와 같은 이유로 렌탈 서비스 시장에서는 ‘시장 선점’과 ‘사후관리 능력’이 필수 성공 요소로 꼽히고 있다.

**코웨이는 정수기 시장에서 독보적인 위치 보유(M/S 50%), 기타 제품들도 안정적인 성장 보이는 중**

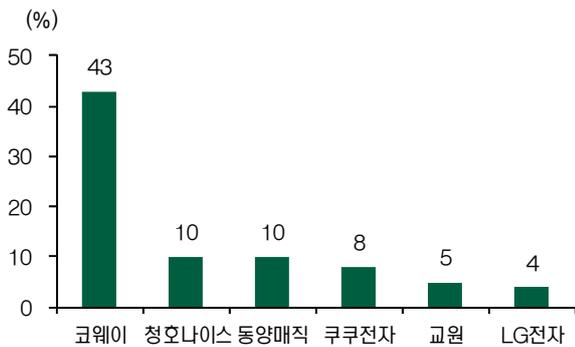
동사는 1989년 한국코웨이로 출범, 국내 최초로 정수기 사업을 시작한 업체다. 현재는 정수기뿐만 아니라, 청정기, 비데, 연수기 등 다양한 품목을 취급하고 있다. 동사는 특히 정수기 시장을 선점하여, 압도적인 시장점유율(M/S 50%)을 기반으로 안정적인 렌탈 수익을 창출하고 있다. 이러한 업력을 바탕으로 비데, 매트리스 등 기타 제품들의 렌탈서비스 사업도 안정적인 성장을 이어가고 있는 상황이다.

그림 10> 국내 렌탈업체 수 24,000개에 육박

품목	업체수(업체)
컴퓨터관련, 계측기, 사무기, 가구, 게임	1,340
기계, 중장비 건축자재와 용품	1,040
생활가전	1,100
종합렌탈, 행사, 이벤트, 전시	3,532
영상, 음향, 무선, 이동통신, 사진	1,400
명품, 의류잡화	1,297
자동차, 레저, 스포츠, 펜션, 민박	8,200
헬스, 건강, 의료용품, 생활 약기, 그림	5,699
유아용품, 장난감, 도서	310
<b>합계</b>	<b>23,918</b>

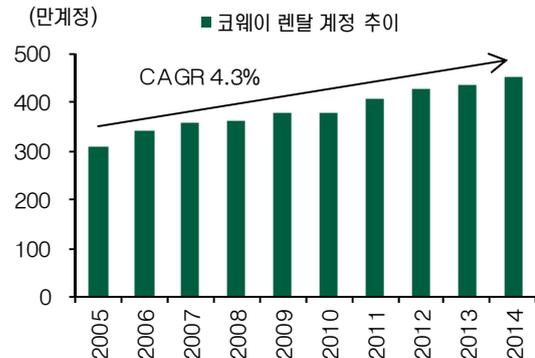
자료: 한국렌탈협회, 현대증권

그림 11> 코웨이 정수기 시장 내 압도적인 점유율 보유



자료: 각사, 언론, 현대증권

그림 12> 안정적인 렌탈 계정 성장 보이는 중



자료: 코웨이, 현대증권

**렌탈 업체에게 사후 관리능력은 필수, 동사는 40%가 재렌탈, 37%가 멤버십(케어 서비스) 가입, 23%가 이탈로 업계 최고 수준의 관리능력 보유**

렌탈 업체에게 보유 계정수만큼 중요한 것은 사후 관리능력이다. 동사의 경우 매년 56만 수준의 소유권 도래 계정이 있기 때문에 철저한 고객 사후관리는 필수다. 동사의 렌탈고객들은 의무 사용기간인 5년이 지난 후, 제품의 소유권을 이전 받는다. 통상 40%가 신제품을 재렌탈, 37%가 멤버십(기존 제품 케어 서비스)에 가입하거나, 23%가 이탈한다. 오랜 경험과 노하우로 구축한 고객베이스를 서비스, 제품 불만족으로 잃게 된다면 렌탈업체로는 회복하기 힘든 타격을 받게 된다. 동사는 탁월한 사후관리 능력으로 효율적인 고객관리를 시현하고 있다.

**고객관리 입증 지표는 재렌탈률, 해약률, 렌탈자산폐기손실**

동사의 고객관리 능력을 입증하는 지표는 재렌탈률(retention rate), 해약률, 그리고 렌탈 자산폐기손실규모다. 한국소비자원에 의하면 렌탈 관련 소비자 불만건수가 2012년 7천건, 2013년 8천건, 2014년 9,700건으로 연평균 18%의 증가 추세를 보이고 있다. 반면 동사는 이처럼 증가하는 렌탈 관련 불만건수와 별개로 탁월한 제품관리 및 서비스를 제공하여 렌탈서비스 해약률을 1% 안팎으로 유지하고 있으며, 신제품 사용 과 소유권 이전으로 멤버십 또는 재렌탈하는 비중도 77%의 높은 수준을 유지하고 있다. 물론 재렌탈 시 등록비 제외 등 마케팅도 진행하고 있으나 이는 동사의 장기 고객들에게 경제적인 혜택을 주는 당연한 처사로 판단한다. 마지막으로 동사는 렌탈자산폐기손실도 전체 렌탈매출 대비 2% 후반~3% 초반의 안정적인 비중을 유지하고 있다. 렌탈자산폐기손실이란 고객이 계약기간(5년) 만료 전 서비스를 해지하여, 보유 렌탈제품 반송으로 인해 발생하는 관련 폐기손실을 나타낸다. 폐기손실은 해약률과 연동되는 지표로 동사의 해약률이 지속적으로 관리되고 있는 만큼, 폐기손실도 낮은 비중이 유지되고 있는 상황이다.

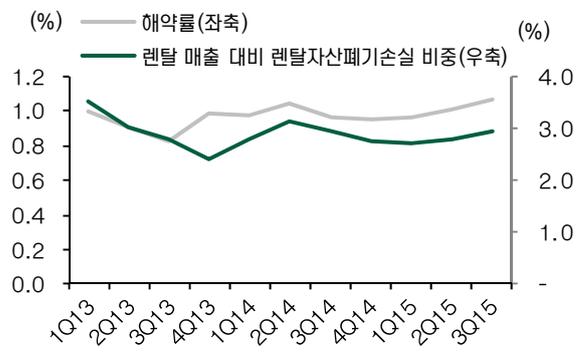
**동사의 재렌탈률 40%, 해약률 1% 안팎, 폐기손실 렌탈 매출 대비 2~3%로 업계 최고 수준 유지**

그림 13> 렌탈 관련 소비자 불만도 추이



자료: 한국소비자원, 현대증권

그림 14> 해약률 및 렌탈자산폐기손실 효율적으로 관리 중

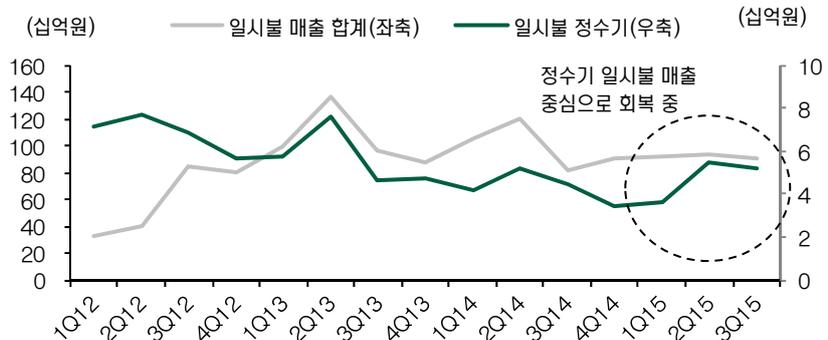


자료: 코웨이, 현대증권

**렌탈 보다 수익성 높은  
일시불 매출 점진적 회복 중**

동사의 환경가전 매출액은 렌탈과 멤버십, 일시불, 기타로 구성되어 있다. 렌탈관련 매출액이 전체 환경가전의 80% 가까운 높은 비중을 차지하고 있으나, 수익성 측면에서 볼 때 일시불 판매가 렌탈보다 높다. 2014년 동사가 렌탈서비스 확장에 집중하면서, 일시불 판매가 -17%YoY 감소하며 우려를 나타냈다. 물론 환경가전 부분이 렌탈의 성장(5%YoY)과, 해약률, 렌탈자산폐기손실의 관리를 통해 전반적인 성장을 보였지만, 이익률이 높은 일시불 매출이 줄어든 것은 주목해야 할 부분이었다. 하지만 2015년을 기점으로 일시불 판매가 제품군 확대와 전략적 변화로 회복하기 시작했고, 1Q15 +9%YoY, 2Q15 +11%YoY, 3Q15 +8%YoY로 상승하는 모습을 보이며 우려를 상쇄하는 모습이다.

그림 15> 일시불 매출 회복세 보이는 중

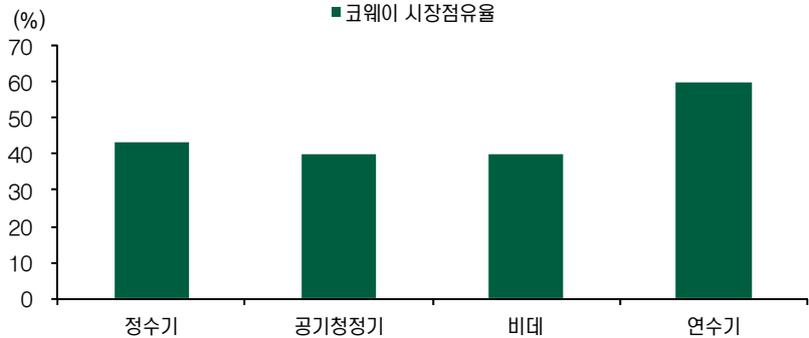


자료: 코웨이, 현대증권

**주력 제품인 정수기에서  
다양한 제품 확대를 통한  
시장 점유율 방어 및  
신규고객 확보**

동사는 정수기뿐만 아니라, 청정기, 비데, 연수기 등을 포함한 다양한 품목을 취급하고 있다. 일시불로 판매하고 있는 진공청소기, 안마의자, 주스프레소까지 확대해 보면 그 품목은 더욱 다양해진다. 동사는 정수기 매출이 전체 렌탈 매출의 48%를 차지하며 아직 정수기에 대한 의존도가 높은 편이지만, 제품다각화와 적극적인 마케팅을 통해 종합생활가전업체로의 변모를 꾀하고 있다. 동사는 정수기 시장에서 오랜 시간의 영업을 통해 쌓은 압도적인 경쟁력과 경험을 통해 기타 생활가전 분야에서도 의미 있는 성과를 보이고 있다. 동사는 주력 정수기의 시장점유율을 45% 수준으로 유지하며 1위 자리를 확고히 하고 있는 가운데, 그 외 제품들인 공기청정기, 비데, 연수기의 시장점유율도 40~60% 수준을 유지하며 시장을 이끌고 있는 상황이다.

그림 16> 코웨이 주요 제품별 시장점유율 1위 유지 중



자료: 언론 자료, 코웨이, 현대증권

**홈케어 사업은 동사의 정수기 사업의 경험을 효율적으로 활용한 성공적인 제품 확대의 예**

이와 더불어 동사의 홈케어 사업은 기존 정수기 사업의 경험과 노하우를 효율적으로 활용한 또 다른 성공적인 제품확대의 예로 볼 수 있다. 2011년부터 시작한 홈케어 사업은 코디(판매)와 홈케어다터(서비스 담당)를 활용한 매트리스 렌탈 및 관리 사업으로 구분된다. 동사의 매트리스 사업은 전체 환경가전 매출의 약 4%로 아직 미미하지만, 2013년 2% 대비 확대되며 꾸준한 성장을 보이고 있다(총 계정 25.4만(+28%YoY), 5만 서비스, 20만 렌탈). 매트리스의 특성상 신규 판매보다 교체수요로 인한 판매가 높고, 동사의 경우 차별화된 사후관리 능력이 돋보이는 사업으로 판단한다. 2015년 상반기까지 적자가 이어졌으나(약 20억원), 2015년 3분기 60억원의 영업이익을 기록하는 등, 올해 BEP 달성을 넘어 내년부터 이익기여가 가능할 것으로 판단한다.

**매트리스 계약 기간 3년에서 5~6년으로 확장, 이로 인해 운용리스에서 금융리스로 인식 변화**

홈케어 사업은 2015년 3분기부터 회계적인 부분에서 변화가 있었다. 기존 매트리스 홈케어 사업은 렌탈 기간이 정수기와 동일한 3년(계약기간)이었다. 다만 3년 계약 만료 시 재렌탈의 수요가 없었는데, 이는 고객들이 매트리스 교체에 대한 필요성을 못 느꼈기 때문이다. 동사는 이에 대한 대안으로 의무 계약기간을 5~6년으로 확장했고, 이는 의무기간이 총 계약기간의 70% 이상을 의미하는 것으로, 매출이 기존 운용리스에서 금융리스로 인식되기 시작하면서, 3분기에 148억원의 추가매출이 인식되었다.

**국내 침대(매트리스) 시장은 2015년 기준 1조 2천억원 수준, 10년간 연평균 9% 성장**

한국가구산업협회에 따르면 2014년 국내 침대(매트리스) 시장 규모가 1조원을 넘어서 현재 1조 2천억원으로 성장한 것으로 판단한다. 이는 지난 10년간 연평균 9%의 성장률이다. 신규 사업자들의 진입과 기존 일시불 판매 중심에서 렌탈을 포함한 신규 서비스 출시가 시장 성장을 견인한 것으로 판단한다. 기존 대형 플레이어들이 확보했던 점유율도 신규 사업자 중심으로 이동하고 있고(에이스침대, 시몬스 M/S 2005년 44% -> 2014년 39%), 동사의 매트리스 시장 점유율도 2014년 기준 5.6%까지 확대된 것으로 판단한다.

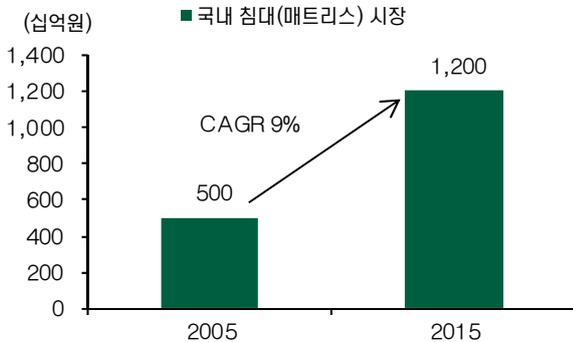
**매트리스 렌탈시장 규모는 약 5천억원으로 전체 매트리스 시장의 42% 차지**

동사를 포함한 매트리스 시장의 후발 주자들은 지속적인 고객 관리와 서비스 제공을 통해 점유율을 확보해 나가고 있다. 특히 렌탈서비스(합리적인 가격과 위생관리 서비스) 사업 성장이 최근의 매트리스 시장 성장을 이끌고 있는 상황이며, 2014년 기준 약 5천억원 규모로 전체 매트리스 시장의 42%까지 확대한 것으로 본다.

**코웨이 매트리스 판매량은 2011년 8천개에서 2015년 3분기 기준 25만 4천개로, 연평균 137% 성장**

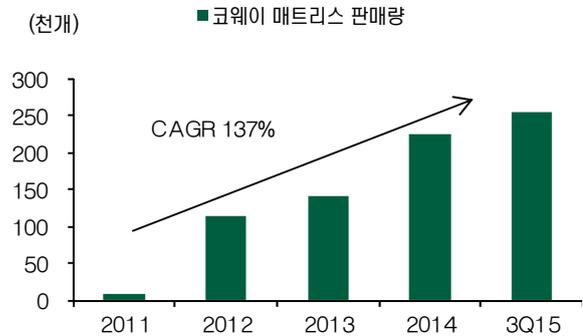
동사의 매트리스 판매량은 2011년 8천개에서 2015년 3분기 기준 25만 4천개로, 연평균 137%의 고성장을 보이고 있다. 국내 매트리스 시장은 청호나이스 등 지속적인 신규 사업자 진입으로 경쟁이 심화되고 있지만, 보급률이 90%에 달하는 만큼 교체주기 공략과 지속적인 관리 서비스 제공을 통해 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단한다.

그림 17> 국내 침대(매트리스) 시장 1조 2천억원으로 성장



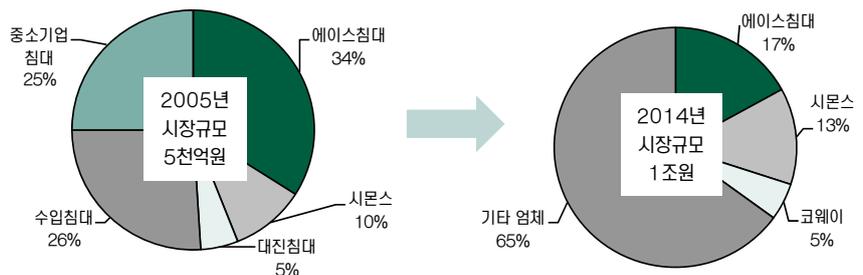
자료: 한국가구산업협회, 현대증권

그림 18> 코웨이 매트리스 판매량 연평균 137% 성장



자료: 코웨이, 현대증권

그림 19> 국내 침대(매트리스) 시장 신규 사업자 진입으로 시장 구도 변화



자료: 각사, 현대증권

**코디(Coway Lady)들의 고객방문을 통한 판매로 성장 지속**

**16년간의 노하우와 경험 축적, 렌탈 및 일시불의 95%가 코디 통해 판매**

동사의 핵심경쟁력은 보유 제품의 질, 고객 관리능력, 비용관리로 구분할 수 있다. 하지만 동사의 사업기반의 기초가 되었고, 경쟁사와 차별화할 수 있었던 핵심적인 역량은 코디(Codi)로 볼 수 있다. 동사는 렌탈 및 일시불(시판 제외) 제품의 95%를 코디를 통해 소비자들에게 판매하고 있다. 코디란 코웨이 레이디(Coway Lady)의 준말로, 코웨이의 성장을 이끈 핵심 인력이다. 코디는 기존 또는 신규 소비자들을 직접 방문하여 제품 설명부터 판매, 사후 관리까지 모든 서비스 영역을 책임지고 있다. 자체 교육을 통해 체계적인 서비스를 제공하며, 16년간의 노하우와 경험이 축적되었기에 동사의 코디 역량은 경쟁사들이 쉽게 따라올 수 없다. 보유 코디 인력은 약 13,000명 수준으로 소비자들이 안전하게 언제 어디서든 서비스 받을 수 있도록 관리하고 있다. 코디들은 기본적으로 담당 제품의 렌탈 판매에 중점을 두고 있지만, 지속적인 방문을 통해 친분을 쌓고, 추후 재렌탈과 일시불 매출, 또는 기타 보유 제품의 크로스셀링(cross-selling)까지 가능한 최고의 마케팅 수단이다. 국내 정수기와 비데의 보급률 또한 아직 40% 수준으로, 선진국인 일본(보급률 60% 이상) 대비 낮은 수준이기 때문에 코디를 통한 성장여력은 충분하다고 판단한다.

**코디는 서비스 수수료 (계정/매출 연동) 수취, 인당 약 400명의 계좌 유지**

코디들은 기본적으로 가입자 수 확보(제품 판매)와 지속적인 서비스 제공으로 인한 판매 수수료를 지급받는다. 기본 가입자에 대한 서비스 수수료는 매출원가이며 제품 판매에 대한 수수료는 3년동안 관관비로 상각하여 인식한다. 통상 코디 관련 수수료는 고정비가 아닌 매출(계정)과 관련된 변동비이기 때문에 부담이 적다. 코디들은 개인 실적과 관련해 수수료를 지급 받아 공격적인 마케팅을 유지하고 있다. 또 고객 서비스의 질을 유지하기 위

해 코디 당 약 400명의 계좌를 할당, 유지하고 있는 상황이다. 코디의 증가는 계정수의 증가를 의미하며, 향후 국내 시장은 코디를 통해 지속적으로 성장할 것으로 판단한다.

**2016년 핵심 트렌드인 스마트 홈(IoT)에 적합한 사업 전략 제시**

동사는 2016년 CES 전시회를 통해 2018년까지 전체 제품의 80%에 사물인터넷을 접목시킬 것이라는 비전을 선포했다. 이는 동사가 사물인터넷 기술을 통해 기존 렌탈 서비스의 제한된 사업모델에서 벗어나 소비자들의 생활을 관리하는 종합 솔루션 업체로 성장하고자 하는 의지로 파악된다.

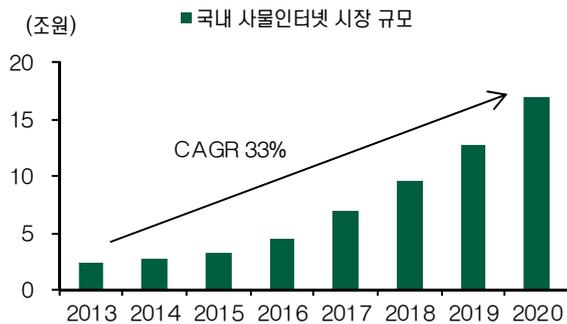
**사물인터넷 IoCare 기술 적용한 신사업 통해 종합 솔루션 업체로 성장할 것**

동사는 사물인터넷 기반 IoCare 통합 솔루션을 통해 사업을 진행할 것으로 본다. IoCare는 동사의 생활가전 제품에 접목한 IoT 기술로 소비자들의 몸 상태 또는 집안의 환경을 측정하고, 이에 알맞은 생활 패턴을 제시하는 기술이다. 예컨대 비데를 통해 소비자의 사용 패턴에 따라 체지방과 체내 수분량을 분석하고, 하루에 마셔야 할 물의 양을 알려준다. 이를 정수기 사용량을 통해 해당 소비자의 부족한 수분량을 분석해 준다. 또, 소비자의 수면시간 동안 매트리스를 통해 수면패턴을 분석하여 건강상태를 파악해 준다. 특히 스마트 공기청정기 제품인 ‘스마트 윈도우’는 창틀에 부착한 공기청정기로 상단에서 오염된 공기를 정화시켜 주고, 하단에서 높아진 이산화탄소 농도를 자동으로 환기 시켜주는 기능을 보유했다. 전 기능이 스마트폰으로 작동 가능하며, 동사는 해당 솔루션 구축을 위해 1년간 1,300여곳의 가정에서 30억건(14.4TB)의 빅데이터를 분석한 것으로 알려졌다.

**국내 사물인터넷 시장 2020년까지 CAGR 33% 성장 전망(17조원)**

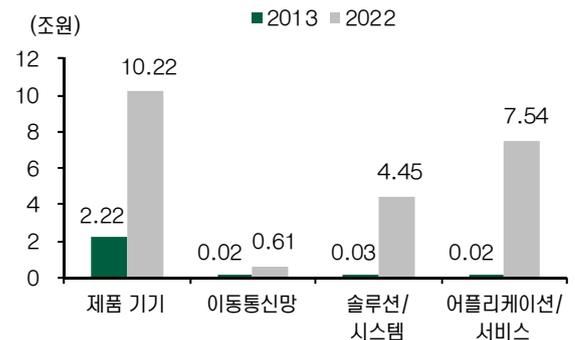
국내 사물인터넷 시장은 2020년까지 CAGR 33% 성장해 17조원에 이를 것으로 전망한다. 제품 기기와 어플리케이션/서비스, 솔루션/시스템 등 동사가 집중하고 있는 분야가 사물인터넷 시장의 성장을 주도할 것으로 판단한다. 동사의 사물인터넷 관련 신사업은 당장의 이익기여보단 동사의 보유 계정을 통한 빅데이터 분석과 지속적인 업데이트를 통한 스마트 가전제품의 보급률 향상을 초기 목표로 둘 것으로 전망한다. 올해를 기점으로 향후 동사의 신 성장동력으로 자리잡을 것으로 예상한다.

그림 20> 국내 사물인터넷 시장 2020년 17조원 전망



자료: IDC, 현대증권

그림 21> 제품기기, 서비스, 솔루션 중심 성장 전망



자료: Machina Research, 현대증권

**환경가전 부분 렌탈/멤버십 및 일시불 판매 개선으로 2015년 매출액 1조 8.9천억원 (+9.4%YoY) 기록할 전망**

동사의 주력사업인 환경가전 사업부의 2015년 매출액은 렌탈사업부의 안정적인 성장과 일시불 판매 회복에 힘입어 컨센서스에 부합하는 매출을 시현할 것으로 전망한다. 렌탈 부분은 +6.9%YoY 성장한 1조 4,975억원, 멤버십 부분은 +14.5%YoY 성장한 2,100억원, 일시불 부분은 +39%YoY 성장한 1,798억원을 전망한다. 특히 영업력 강화와 전략적 변화로 2014년 둔화된 일시불 매출의 회복이 이뤄졌다는 점이 고무적이다.

**2016년에도 렌탈과 멤버십 부분 양호한 판매량 이어질 것으로 예상, 매출액 2조 427억원 (+8.2%YoY) 전망**

환경가전 사업부의 외형성장은 2016년에도 이어질 것으로 전망한다. 소비침체 지속과 공유경제 속 렌탈산업의 성장이 이어질 것으로 예상하며, 이는 동사의 매출성장으로 이어질 것으로 판단한다. 동사의 환경가전 사업부는 2016년 +8.2%YoY 성장한 2조 427억원을 기록할 것으로 전망한다. 다만 일시불 매출의 성장은 다소 둔화될 것으로 예상한다.

그림 22> 코웨이 환경가전 사업부 매출 추이 및 전망

(십억원, 기)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
렌탈 계정	4,454,812	4,487,175	4,537,691	4,600,582	4,666,185	4,747,355	4,779,581	4,841,716	4,600,582	4,841,716	5,083,244	5,321,109
멤버십 계정	1,014,264	1,052,055	1,033,789	1,016,086	994,392	967,025	943,791	924,915	1,016,086	924,915	853,112	786,884
환경가전 매출액	419.1	436.5	431.3	438.3	444.6	463.5	486.5	492.7	1,725.2	1,887.3	2,042.7	2,138.4
렌탈 매출액	342.4	346.7	352.7	358.8	363.3	371.2	376.4	386.6	1,400.6	1,497.5	1,598.9	1,697.2
멤버십 매출액	43.9	45.8	46.8	46.9	46.0	45.3	59.3	59.4	183.4	210.0	240.3	246.1
일시불 매출액	27.6	37.4	31.8	32.6	35.3	47.0	50.8	46.7	129.3	179.8	203.4	195.1
(%YoY)												
환경가전 매출액	3.0	3.3	4.3	6.3	6.1	6.2	12.8	12.4	4.2	9.4	8.2	4.7
렌탈 매출액	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	7.7	5.1	6.9	6.8	6.1
멤버십 매출액	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	26.6	26.7	5.6	14.5	14.4	2.4
일시불 매출액	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	59.7	43.3	(14.5)	39.0	13.1	(4.1)

자료: 코웨이, 현대증권

## 해외사업 부분

**전사 매출의 국내 사업부 비중 높지만 해외시장에서도 안정적인 성장 이어갈 것**

**미국, 중국, 말레이시아, 태국에서 해외사업을 진행, 최근 중국 화장품 판매 담당했던 법인 처분**

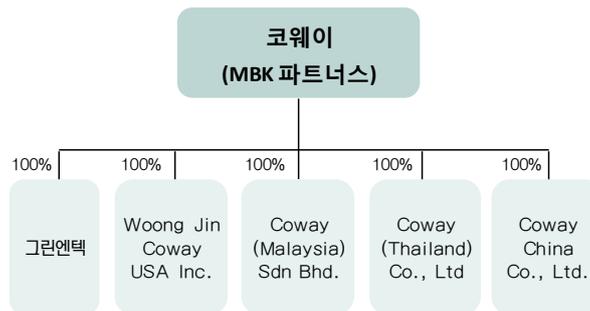
**말레이시아와 미국을 중심으로 실적기여 지속될 전망, 장기적으로는 중국 내 성장 모멘텀 기대**

동사는 국내 사업부의 매출이 전체 매출의 85% 이상을 차지하고 있고, 동사의 수익 대부분을 책임지고 있다(2014년 해외 OP 6억원). 다만 해외시장을 위한 투자가 지속적으로 이어지고 있고, 중국시장 내 해외업체들이 겪는 성장통을 겪고 있는 상황이라고 판단한다. 동사가 렌탈서비스를 통해 국내 환경가전 시장 내 안정적인 사업 모델을 구축했던 것처럼, 해외에서도 국내시장의 경험을 기반으로 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

동사는 미국, 중국, 말레이시아, 태국에서 해외사업을 진행하고 있다. 최근 중국 내 화장품, 정수기 등을 판매했던 China Living Goods 법인을 처분하면서 총 4개의 해외법인을 운영하고 있고, 해당 법인에 대한 지분 100%를 보유하고 있다. 동사는 중국에서 ODM(Original design manufacturer, 주문자 생산 방식) 방식으로도 청정기 사업을 진행하고 있으며, 해당 매출은 수출로 인식하고 있다. ODM을 제외한 나머지 내수 dealer용 판매는 Coway China 법인이 담당하고 있으며, 향후 자체 브랜드 제품 출시가 Coway China를 통해 진행될 예정이어서, 중국 내 성장성은 더욱 부각될 것으로 판단한다.

동사는 China Living Goods 법인의 처분으로 중국 실적 개선이 기대되며(China Living Goods 손익 2013년 -58억원 -> 2014년 -256억원), 중국 내 공기 청정기 시장 및 정수기 시장 확대와 동사의 자체 브랜드 제품 출시를 통한 성장 가능성도 유효할 것으로 판단한다. 해외법인들의 실적기여도는 현재 미미한 수준이나, 최근 의미 있는 이익성장(말레이시아)와 턴어라운드를 시작한(미국) 법인 등을 중심으로 본격적인 실적기여가 시작될 것으로 예상된다. 이와 더불어 향후 중국을 중심으로 한 해외시장에서의 성장은 동사의 장기 모멘텀으로 자리잡을 가능성이 높다고 판단한다.

그림 23> 코웨이 해외 법인 지분도



자료: 코웨이, 현대증권

**중국 산업화로 대기오염  
심각한 수준 - 공기청정기  
수요 증가할 것**

중국은 독보적인 인구, 토지 및 자원을 바탕으로 11조 2천억 달러의 GDP(세계 2위)를 보유한 국가로 발전했다. 국가의 산업화 진전이 미국과 일본 등 선진국 대비 빠르게 이뤄진 만큼, 산업 폐기물 등 환경오염의 주 원인이 되는 문제들도 함께 증가했으며, 이는 중국과 주변 국가의 대기오염, 수질오염으로 이어졌다. 특히 자동차, 공장을 통한 인위적인 미세먼지 발생은 중국 내 대기오염의 개선을 절실하게 만들었다.

그림 24> 중국 대기오염(미세먼지) 전 환경



자료: 언론자료, 현대증권

그림 25> 중국 대기오염(미세먼지) 후 환경



자료: 언론자료, 현대증권

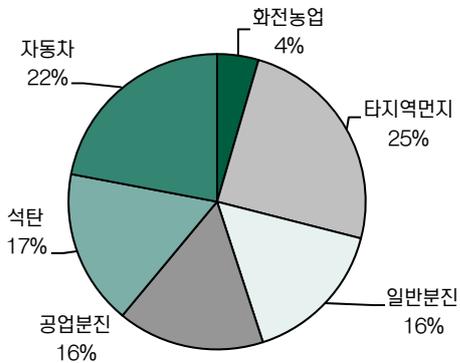
**중국 대기오염 수준 2008년  
세계 안전 기준치 10배  
넘어서, 일부 지역 미세먼지  
농도 보건기준 안전치 20배**

리커창 중국 총리는 2013년 초 녹색환경 조성을 위한 ‘녹색약속’을 발표하면서 중국 내 스모그 문제를 포함한 대기질 개선을 선포했다. 하지만 이미 2008년 세계 안전 기준치의 10배를 넘어선(WHO 기준) 중국의 대기오염 수준은 단기간에 해결될 문제가 아니었으며, 일부 지역의 미세먼지 농도가 세계보건기준 안전치의 20배에 이르는 등, 최고 스모그 경보인 ‘적색경보’가 발령하기까지 이르렀다. 중국 정부는 오염물질 배출기업을 처벌하고 그 강도를 높이는 친환경보호법을 시행하며 적극적인 환경보호에 나섰지만, 중국의 스모그 문제는 더욱 악화되고 있는 상황이다.

**스모그의 주원인은 자동차,  
석탄, 공업분진 등 산업관련  
부분이 55%, 중국 전체  
에너지 발전량 17년간 5배  
증가**

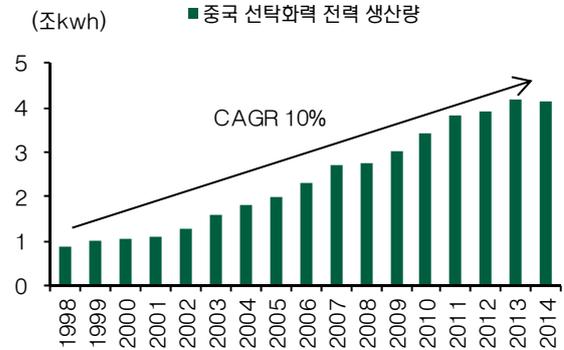
중국의 수도 베이징은 스모그의 주원인으로 자동차, 석탄, 공업분진 등 산업관련 부분이 55%를 차지하고 있다. 중국이 다른 국가보다 유독 스모그 문제가 심각한 것은 석탄을 주 에너지원으로 사용하고 있기 때문인데, 중국 내 석탄매장량은 전 세계 매장량의 13%에 불과하지만 생산량은 50%를 차지하고 있고, 전력생산의 79%가 석탄연료에 의존하고 있다. 특히 중국의 석탄 소비량의 경우 인당 석탄 소비량이 1990년 0.65tce에서 2014년 2.07tce로 220% 증가했다. 또 최근에는 각종 언론을 통해 중국의 실제 석탄 소비량의 약 17% 수준이 매년 낮게 발표되었다고 보도되었으며, 실제 석탄 소비량은 현재 알려진 것 이상인 것으로 판단하고 있다. 중국의 전체 에너지(석탄 등) 발전량은 지난 17년간 5배 가까이 증가했고, 아직 산업화가 진행 중인 것을 감안했을 때, 중국이 단기간에 대기오염의 근본적인 원인을 해결하기에는 어렵다고 본다.

그림 26> 중국 베이징 스모그 원인



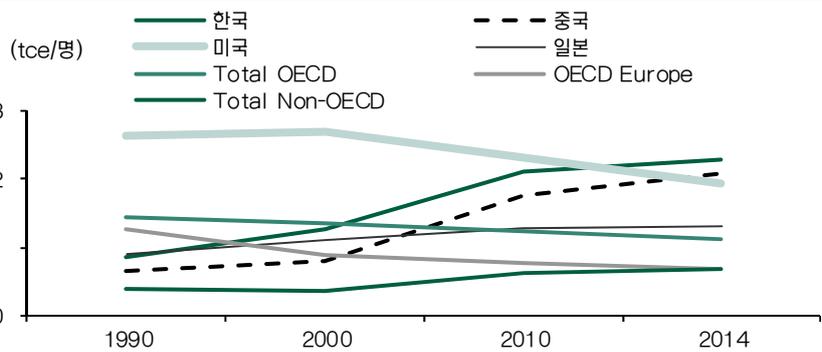
자료: 베이징시환경국, 현대증권

그림 27> 중국 석탄화력 전력 생산량 추이



자료: IEA, 현대증권

그림 28> 주요 지역(국가)별 인당 석탄 소비량 추이



자료: IEA, 현대증권

**단기간 내 중국의 스모그 및 미세먼지에 대응하기 위한 해결책은 청정기, 마스크 등**

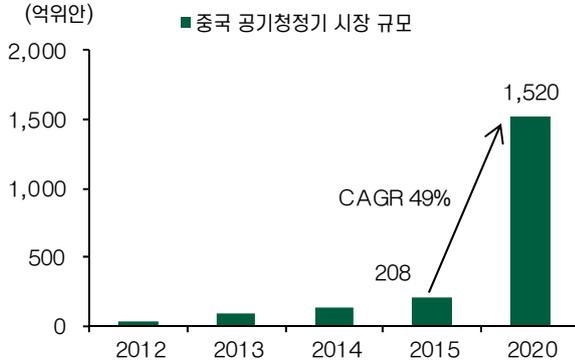
**중국 공기청정기 보급률 1~2%에 불과**

**중국 공기청정기 시장 2020년까지 CAGR 4% 성장 전망 (1,520억 위안, 약 20조원)**

중국의 대기오염에 대한 근본적인 원인 해결은 장기간의 시간과 노력이 필요한 만큼, 단기 해결책은 공기청정기, 마스크 사용 등 시민 개개인의 대응으로 이뤄질 것으로 본다. 이는 동사의 중국 내 공기청정기 사업에 있어 매우 긍정적인 요소이며, 중국의 공기청정기 보급률이 아직 1~2%에 불과하다는 점을 감안했을 때, 성장여력은 충분하다고 본다. 이와 더불어 동사의 OEM 청정기를 수출하는 P사의 경우 브랜드 순위 및 M/S가 중국에서 선두권을 다두고 있고, 타 생활가전 제품과 달리 공기청정기는 신제품 출시 주기도 짧고 브랜드도 다양해(2014년 신규 브랜드 140개 출시, 400개 이상 브랜드 경쟁), 향후 동사의 자체 브랜드 제품 출시 시, 시장침투도 수월할 것으로 판단한다.

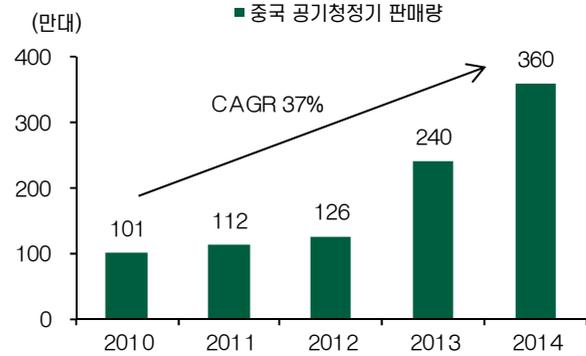
중국의 공기청정기 수요는 부가가치 보다 살기 위한 필수조건에 의해 증가할 것으로 판단한다. 삶의 질에 대한 개선 보다 예전과 같은 생활을 유지하기 위한 생존 수요인 것이다. 중국 소비자들은 급증하는 스모그, 미세먼지 등 대기오염에 대한 위기감을 느끼고 있고, 이로 인해 공기청정기, 마스크 등을 구입하며 대응하고 있다. 중국 공기청정기 시장은 2020년까지 CAGR 4% 성장해 1,520억 위안(약 20.5조원)까지 성장할 것으로 전망한다.

그림 29> 중국 공기청정기 시장규모 추이 및 전망



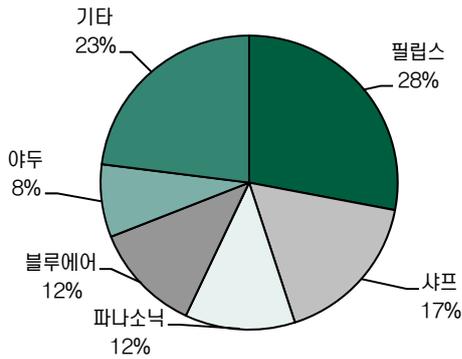
자료: 중이강, 현대증권

그림 30> 중국 공기청정기 판매량 추이



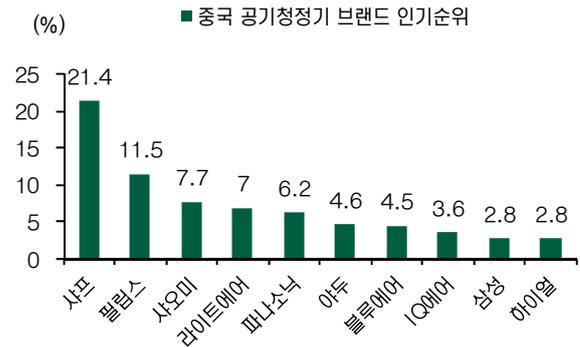
자료: 중이강, 현대증권

그림 31> 중국 공기청정기 시장 점유율



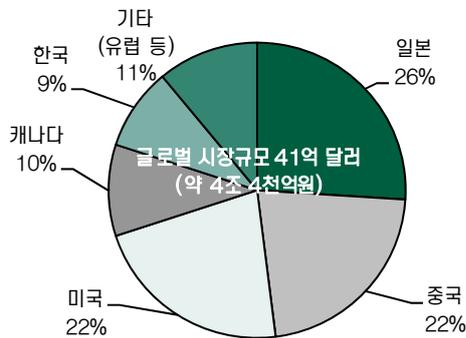
자료: DX컨설팅, 현대증권  
참조: 2014년 기준

그림 32> 중국 공기청정기 인기 브랜드 순위



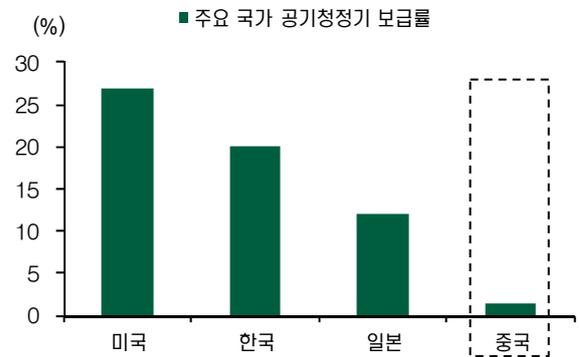
자료: 중국인터넷소비연구센터, 현대증권  
참조: 2015년 1월 기준

그림 33> 전세계 공기청정기 시장 지역별 비중



자료: 중이강, 현대증권  
참조: 2014년 기준

그림 34> 주요국 공기청정기 보급률



자료: 중이강, 현대증권

**중국 정수기 및 비데 보급률도 각각 3~5%, 0.1% 수준 불과**

동사의 주력 제품들인 정수기와 비데의 중국시장 내 성장여력도 높다고 판단한다. 공기청정기와 마찬가지로 보급률이 각각 3~5%(정수기), 0.1%(비데) 수준에 불과하며, 브랜드 충성도 및 자국 브랜드에 대한 신뢰도도 낮아, 시장 침투가 기타 가전제품 대비 수월할 것으로 전망한다.

**환경오염 지속으로 중국 내 수질 및 위생관련 관심 증가하는 중**

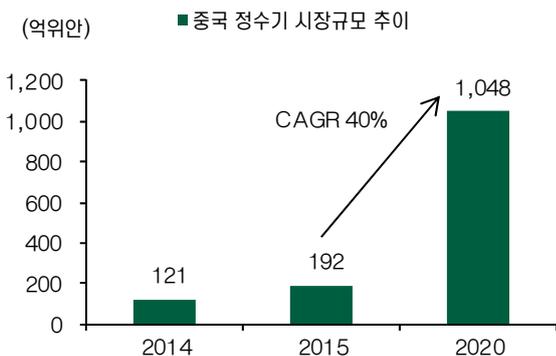
중국 수리부(水利部)가 진행한 중국 전체 하류 700곳의 수질검사에 의하면 47%가 오염 상태, 11%가 매우 심각한 오염상태인 것으로 알려졌다. 추가로 전체 도시의 90% 이상이 위험수준의 수질오염에 처해 있으며, 이러한 수질오염은 중국의 산업, 농업생산에 부정적인 영향을 끼칠 뿐만 아니라, 자국 국민 건강에 치명적이다. 중국가전협회에 의하면 1, 2선 도시의 50% 이상의 거주자들이 수질에 대한 의심을 하고 있고, 이는 정수기 수요 증가로 이어지고 있다. 중국 소비자들이 수질 오염에 대한 위험성을 인지하고 있고, 건강과 위생에 대한 인식이 높아지고 있어, 향후 정수기 시장은 더욱 부각될 것으로 판단한다. 중국의 정수기 보급률은 2017년 20%를 넘어서고, 현재 192억 위안(3조 5천억원)의 정수기 시장규모가 2020년 1,050억 위안(19조원)까지 성장할 것으로 전망한다.

**전체 도시의 90% 이상이 수질오염 위험수준에 노출되어 있어**

**중국 내 약 4,000여개 정수기 브랜드 존재, 중국 소비자들의 프리미엄 정수기 소비 증가하는 추세**

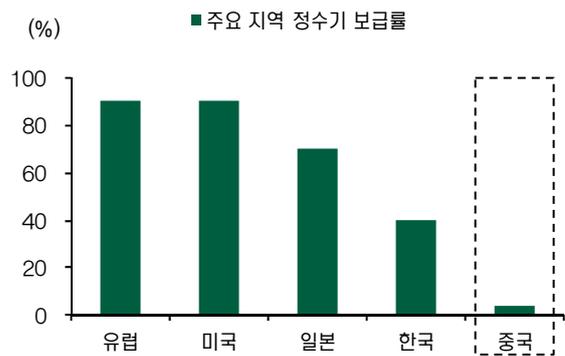
중국시장 내 국내 환경가전 제품에 대한 인지도는 높지 않은 편이다. 다만, 국내 수처리 기술이 중국 기술보다 높은 수준에 있고, 국내 업체들의 친환경 제품과 높은 정수능력은 중국시장에서 경쟁력을 확보하기에 충분하다고 판단한다. 중국에는 약 4,000여개의 정수기 브랜드가 존재하고 있고, 고가 제품들은 유럽 및 미국 업체들이, 중저가 제품들은 중국 현지업체들이 장악하고 있다. 하지만 정수기 시장 내 뚜렷한 리더가 존재하지 않아, 동사의 효율적인 렌탈 사업모델 및 사후관리 서비스가 안정적인 성장을 이끌 것으로 판단한다. 이와 더불어 중국 소비자들의 프리미엄 정수기 소비도 증가하고 있어, 동사의 프리미엄 제품에 대한 수요도 함께 증가할 것으로 전망한다.

그림 35> 중국 정수기 시장 추이 및 전망



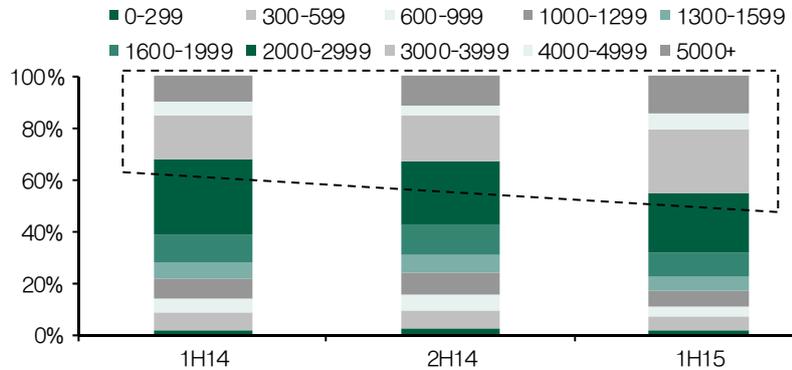
자료: KOTRA 현대증권

그림 36> 전세계 주요 지역 정수기 보급률 비교



자료: KOTRA, 현대증권

그림 37> 중국시장 내 프리미엄 정수기 제품 판매 증가하는 중



자료: AVC, 현대증권

참조: 중국 내 정수기 시장 가격대별 판매 비중. 단위는 위안.

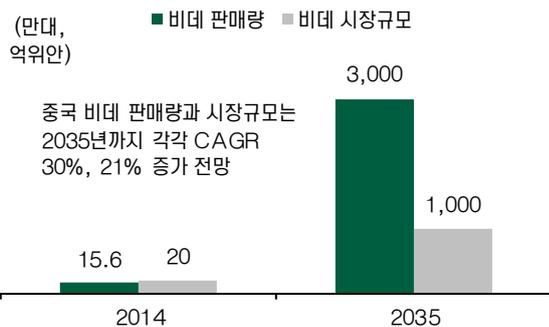
**비데의 보급률은 정수기보다 낮은 상황(0.1%), 전체 비데 판매액 위생욕실시장 규모 대비 1% 미만에 불과해 성장여력 높아**

비데도 정수기와 마찬가지로 성장여력이 높다. 2015년 춘절(春节)을 맞아 45만명의 중국인 관광객들이 일본에서 대량으로 비데를 구입한 뉴스는 중국 소비자들의 비데에 대한 높아진 관심을 확인하기에 충분했다. 앞서 언급했듯이 중국 소비자들의 위생에 대한 인식이 높아지고 있어, 비데 시장의 성장성은 더욱 부각될 것이다. 2014년 기준 중국 전체 비데 판매액은 공장 출하가격 기준 20억 위안으로 전체 위생욕실시장 규모(2,300억 위안) 대비 1% 미만 수준에 불과하다. 보급률 또한 0.1%로 일본(90%), 한국(65%) 대비 현저히 낮다. 이는 화장실 환경의 차이 때문인데, 일본은 비데 설치 시 수도물 여과가 불필요하고, 욕실과 용변 보는 곳이 분리되어 있어, 방습장치 설치가 불필요하다. 하지만 중국의 경우 비데 생산 시 수도물 여과와 방습장치를 고려해야 하므로 생산원가가 높다. 다만 중국 내 1, 2선 도시의 소득수준이 높아지고 있고, 효율적인 생산으로 인해 원가도 낮아지고 있어 보급률은 우상향 할 것으로 판단한다.

**환경보호 및 에너지 절약으로 스마트 욕실용품 수요 증가 추세**

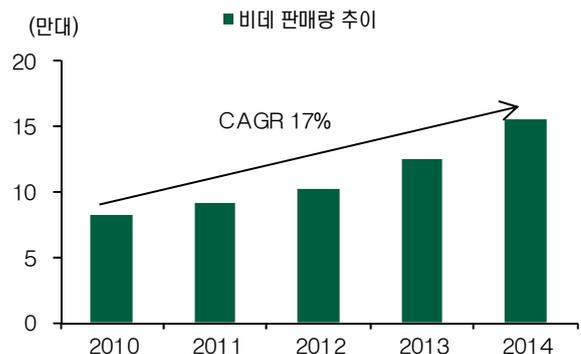
중국 내 환경보호 및 에너지 절약으로 인해 스마트 가전에 대한 관심이 높아지고 있다. 이에 따라 스마트 욕실용품에 대한 수요가 증가하고 있고, 비데의 수요도 함께 증가할 것으로 판단한다. 비데의 국내시장 내 보급률이 소득수준 향상, 렌탈과 사후서비스를 통한 인식변화와 가격부담 하락으로 인해 상승했듯이, 중국시장에서도 유사한 모습을 보일 것으로 전망한다. 중국의 비데 판매량은 향후 20년간 연평균 30% 성장하여 약 3,000만대를, 시장규모는 연평균 21% 증가하여 1,000억위안 위안 수준을 기록할 것으로 전망한다.

그림 38> 중국 비데 판매량 및 시장규모 전망



자료: KOTRA, 현대증권

그림 39> 중국 비데 판매량 추이



자료: 중국산업정보망, 현대증권

**해외사업은 말레이시아 및 미국 시장이 당분간 주도할 것으로 전망**

한국과 유사한 생활환경을 보유하고 있는 말레이시아의 경우, 연 8% 수준의 안정적인 이익률을 통해 2013년과 2014년 매출액과 영업이익이 각각 719억원→901억원, 50억원→74억원으로 성장하는 모습을 보였다. 국내 마케팅 전략과 유사한 방문판매 중심의 렌탈서비스 사업을 진행하고 있으며, 총 계정이 26만을 넘어서 안정적인 이익이 발생하는 효자 법인이다.

미국시장의 경우 한인사회를 중심으로 성장하고 있다. 렌탈서비스의 편리함과 합리적인 가격의 장점을 인지하고 있는 한인들이 동사의 서비스를 사용하고 있는 것으로 판단한다. 미국시장 내 한인 인구는 약 140만명 수준으로 지난 5년간 연평균 11.3% 성장했다. 통상 보유 계정이 10만을 넘어서면 안정적인 이익창출이 가능한데, 2015년 10만 계정을 넘어섰으며, 올해부터 손익분기점을 넘어 이익기여가 시작될 것으로 전망한다.

**해외법인 매출액 2015년 +4%YoY, 2016년 +7.1%YoY 성장 전망**

해외법인은 앞서 언급했듯이 말레이시아와 미국법인을 중심으로 실적기여가 이뤄질 것으로 전망하며, 장기적인 관점에서 중국시장의 성장이 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다. 2015년 예상 매출액은 +4%YoY 증가한 2,175억원을, 2016년은 +7.1%YoY 증가한 2,330억원을 전망한다. 영업이익률도 2015년 2%, 2016년 4.1%, 2017년 5.4%의 점진적 개선을 예상한다.

그림 40> 코웨이 해외법인 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
해외 매출액	52.1	55.0	43.2	58.9	53.4	51.3	57.6	55.1	209.2	217.5	233.0	257.4
말레이시아	18.8	27.5	21.7	22.1	23.3	23.3	24.7	26.3	90.1	97.6	114.2	132.9
미국	10.7	10.4	10.5	12.3	13.4	13.6	14.2	15.0	43.9	56.2	60.4	64.9
중국	13.7	10.3	4.9	10.2	5.0	3.3	1.0	4.1	39.1	13.4	13.3	16.8
태국	2.8	2.7	2.3	1.8	1.7	1.7	1.7	2.2	9.6	7.4	8.6	9.9
그린엔텍	6.1	4.1	3.8	12.5	10.0	9.4	16.0	7.5	45.1	34.5	25.6	26.5
영업이익	(0.2)	0.8	(0.7)	0.7	1.9	0.6	0.2	1.7	0.6	4.4	9.5	14.0
영업이익률(%)	적자	1.5	적자	1.2	3.6	1.2	0.3	3.0	0.3	2.0	4.1	5.4
(%YoY)												
해외 매출액	2.6	(16.8)	(16.8)	15.9	2.6	(6.7)	33.3	(6.4)	(90.5)	4.0	7.1	10.5
말레이시아	22.9	47.1	17.9	13.3	24.1	(15.3)	13.8	19.0	(87.5)	8.4	17.0	16.4
미국	18.9	10.6	12.9	10.8	25.2	30.8	35.2	22.0	(88.7)	28.0	7.4	7.5
중국	6.2	(41.1)	(41.0)	64.5	(63.5)	(68.0)	(79.6)	(60.0)	(91.3)	(65.8)	(1.0)	26.4
태국	(22.2)	(12.9)	(28.1)	(25.0)	(37.8)	(37.0)	(26.1)	24.5	(92.2)	(23.1)	16.7	15.3
그린엔텍	(12.9)	(72.1)	(70.1)	7.8	63.4	129.3	321.1	(40.0)	(90.2)	(23.5)	(25.8)	3.5
영업이익	(97.8)	(111.6)	(170.0)	(103.3)	(1,060.0)	(25.0)	(128.6)	135.9	목차권	628.5	118.3	46.9

자료: 코웨이, 현대증권

### 실적 전망 및 기타(배당/리스크)

**2015년 연결기준 매출액 2.27조원 (+5%YoY), OP 4,400억원 (+20.8%YoY) 기록할 전망**

동사의 2015년 연결기준 매출액은 전년대비 +5%YoY 성장한 2.27조원, 영업이익은 +20.8%YoY 증가한 4,400억원(opm 19.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 올해 가장 주목할 부분은 2014년 부진했던 일시불 판매의 개선으로 볼 수 있다. 마케팅과 전략적 변화를 통해 일시불 판매 부분의 실적개선이 이뤄진 것으로 판단하며, 주력사업인 렌탈서비스 부분에서도 고부가 가치 제품의 판매가 증가하면서 ARPU의 개선이 있었던 것으로 판단한다. 다만 해외부분의 부진, 특히 중국시장 내 실적부진은 실망스러운 부분이나 4분기를 기점으로 턴어라운드 할 것으로 예상된다.

**2016년 연결기준 매출액 2.41조원 (+6.4%YoY), OP 4,624억원 (+5.1%YoY) 기록할 전망**

동사의 2016년 연결기준 매출액은 전년대비 +6.4%YoY 성장한 2.41조원, 영업이익은 +5.1%YoY 증가한 4,624억원(opm 19.2%)을 기록할 것으로 전망한다. 렌탈시장의 성장 지속으로 2015년에 이어 외형성장이 이어질 것으로 판단하며, 주력제품인 정수기, 청정기, 비데 부분의 약진과 함께 매트리스 홈케어 부분의 성장이 지속될 것으로 판단한다. 해외부분도 말레이시아와 미국 법인의 이익기여, 중국시장 내 완만한 성장을 예상한다.

**2018년까지 연결기준 매출액 CAGR 5.3%, 영업이익 CAGR 4.8% 성장 전망**

동사의 가장 큰 장점은 안정적인 현금흐름 창출이 가능한 사업모델이다. 이와 더불어 최대 주주 MBK파트너스의 매각 전까지 수익성관리가 지속될 것으로 판단하며, 주력 렌탈서비스 사업을 기반으로 2018년까지 매출액이 CAGR 5.3%, 영업이익이 CAGR 4.8% 성장할 것으로 전망한다. 영업이익률도 19% 초반 대를 유지할 것으로 예상된다.

그림 41> 코웨이 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015F	2016F	Consensus	2017F
렌탈 계정	4,454,812	4,487,175	4,537,691	4,600,582	4,666,185	4,747,355	4,779,581	4,841,716	4,600,582	4,841,716	5,083,244		5,321,109
렌탈비계정	1,014,264	1,052,055	1,033,789	1,016,086	994,392	967,025	943,791	924,915	1,016,086	924,915	853,112		786,884
<b>연결 매출액</b>	<b>535.0</b>	<b>556.9</b>	<b>525.5</b>	<b>542.9</b>	<b>548.2</b>	<b>555.3</b>	<b>580.5</b>	<b>583.8</b>	<b>2,160.3</b>	<b>2,267.8</b>	<b>2,413.6</b>	<b>2,438.4</b>	<b>2,535.5</b>
<b>원경가전 매출액</b>	<b>419.1</b>	<b>436.5</b>	<b>431.3</b>	<b>438.3</b>	<b>444.6</b>	<b>463.5</b>	<b>486.5</b>	<b>492.7</b>	<b>1,725.2</b>	<b>1,887.3</b>	<b>2,042.7</b>		<b>2,138.4</b>
렌탈 매출액	342.4	346.7	352.7	358.8	363.3	371.2	376.4	386.6	1,400.6	1,497.5	1,598.9		1,697.2
멤버십 매출액	43.9	45.8	46.8	46.9	46.0	45.3	59.3	59.4	183.4	210.0	240.3		246.1
일시불 매출액	27.6	37.4	31.8	32.6	35.3	47.0	50.8	46.7	129.3	179.8	203.4		195.1
<b>외장품</b>	<b>21.0</b>	<b>22.3</b>	<b>17.2</b>	<b>20.0</b>	<b>23.1</b>	<b>21.1</b>	<b>18.6</b>	<b>20.2</b>	<b>80.5</b>	<b>83.0</b>	<b>83.9</b>		<b>86.4</b>
<b>수출</b>	<b>45.2</b>	<b>55.7</b>	<b>33.0</b>	<b>33.5</b>	<b>33.0</b>	<b>39.0</b>	<b>35.8</b>	<b>38.8</b>	<b>167.4</b>	<b>146.6</b>	<b>165.8</b>		<b>194.7</b>
ODM/Dealers	34.2	41.6	20.0	24.5	24.8	18.8	15.9	20.8	120.3	80.3	85.8		94.4
해외법인장	11.0	14.1	13.0	9.0	8.2	20.2	19.9	18.0	47.1	66.3	80.0		100.4
<b>기타</b>	<b>49.7</b>	<b>42.4</b>	<b>44.0</b>	<b>51.1</b>	<b>47.5</b>	<b>31.7</b>	<b>39.6</b>	<b>32.1</b>	<b>187.2</b>	<b>150.9</b>	<b>121.2</b>		<b>115.9</b>
<b>매출원가</b>	<b>182.3</b>	<b>187.9</b>	<b>168.2</b>	<b>188.2</b>	<b>175.2</b>	<b>170.6</b>	<b>178.1</b>	<b>197.3</b>	<b>726.6</b>	<b>721.2</b>	<b>772.7</b>	<b>781.6</b>	<b>813.7</b>
매출원가율	34.1	33.7	32.0	34.7	32.0	30.7	30.7	33.8	33.6	31.8	32.0	32.1	32.1
<b>매출총이익</b>	<b>352.7</b>	<b>369.0</b>	<b>357.3</b>	<b>354.7</b>	<b>373.0</b>	<b>384.7</b>	<b>402.4</b>	<b>386.5</b>	<b>1,433.7</b>	<b>1,546.6</b>	<b>1,640.9</b>	<b>1,656.8</b>	<b>1,721.8</b>
매출총이익률	65.9	66.3	68.0	65.3	68.0	69.3	69.3	66.2	66.4	68.2	68.0	67.9	67.9
<b>판매비</b>	<b>262.4</b>	<b>271.9</b>	<b>262.0</b>	<b>273.0</b>	<b>272.7</b>	<b>274.2</b>	<b>278.4</b>	<b>281.2</b>	<b>1,069.3</b>	<b>1,106.5</b>	<b>1,178.5</b>	<b>1,180.0</b>	<b>1,234.0</b>
판매비율	49.1	48.8	49.9	50.3	49.7	49.4	48.0	48.2	49.5	48.8	48.8	48.4	48.7
<b>영업이익</b>	<b>90.3</b>	<b>97.1</b>	<b>95.3</b>	<b>81.7</b>	<b>100.3</b>	<b>110.5</b>	<b>124.0</b>	<b>105.3</b>	<b>364.4</b>	<b>440.1</b>	<b>462.4</b>	<b>469.9</b>	<b>487.9</b>
OPM(%)	16.9	17.4	18.1	15.0	18.3	19.9	21.4	18.0	16.9	19.4	19.2	19.3	19.2
<b>세전이익</b>	<b>88.4</b>	<b>86.5</b>	<b>85.9</b>	<b>71.5</b>	<b>101.1</b>	<b>108.9</b>	<b>121.7</b>	<b>101.9</b>	<b>332.4</b>	<b>433.6</b>	<b>455.5</b>	<b>465.3</b>	<b>481.1</b>
<b>당기순이익</b>	<b>66.1</b>	<b>66.3</b>	<b>63.9</b>	<b>53.4</b>	<b>77.6</b>	<b>82.7</b>	<b>92.4</b>	<b>77.2</b>	<b>249.7</b>	<b>329.8</b>	<b>346.0</b>	<b>351.3</b>	<b>365.3</b>
<b>(%YoY)</b>													
<b>연결 매출액</b>	<b>5.4</b>	<b>0.1</b>	<b>(0.9)</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	<b>(0.3)</b>	<b>10.5</b>	<b>7.5</b>	<b>2.0</b>	<b>5.0</b>	<b>6.4</b>	<b>7.5</b>	<b>5.1</b>
<b>원경가전 매출액</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>12.8</b>	<b>12.4</b>	<b>4.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.2</b>		<b>4.7</b>
렌탈 매출액	3.3	6.1	5.3	5.8	6.1	7.1	6.7	7.7	5.1	6.9	6.8		6.1
멤버십 매출액	13.1	(4.7)	8.4	7.4	4.8	(1.0)	26.6	26.7	5.6	14.5	14.4		2.4
일시불 매출액	(24.7)	(21.8)	(8.6)	1.6	28.1	25.7	59.7	43.3	(14.5)	39.0	13.1		(4.1)
<b>외장품</b>	<b>17.3</b>	<b>0.9</b>	<b>3.6</b>	<b>1.0</b>	<b>10.0</b>	<b>(5.4)</b>	<b>8.1</b>	<b>1.0</b>	<b>5.4</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>		<b>3.1</b>
<b>수출</b>	<b>43.5</b>	<b>25.2</b>	<b>(13.2)</b>	<b>9.5</b>	<b>(27.0)</b>	<b>(30.0)</b>	<b>8.5</b>	<b>15.9</b>	<b>15.8</b>	<b>(12.4)</b>	<b>13.1</b>		<b>17.5</b>
ODM/Dealers	43.1	7.5	(26.2)	6.5	(27.5)	(54.8)	(20.5)	(15.0)	6.7	(33.2)	6.8		10.0
해외법인장	44.7	143.1	19.3	18.4	(25.5)	43.3	53.1	100.0	47.6	40.8	20.7		25.5
<b>기타</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(37.1)</b>	<b>(29.5)</b>	<b>(16.7)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(25.2)</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(37.2)</b>	<b>(22.7)</b>	<b>(19.4)</b>	<b>(19.6)</b>		<b>(4.4)</b>
<b>매출원가</b>	<b>8.8</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(8.7)</b>	<b>6.7</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>	<b>0.8</b>	<b>(0.7)</b>	<b>7.1</b>		<b>8.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>3.8</b>	<b>1.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.0</b>	<b>5.7</b>	<b>4.3</b>	<b>12.6</b>	<b>9.0</b>	<b>2.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.1</b>		<b>7.1</b>
<b>판매비</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>4.8</b>	<b>6.5</b>	<b>3.9</b>	<b>0.9</b>	<b>6.2</b>	<b>3.0</b>	<b>1.0</b>	<b>3.5</b>	<b>6.5</b>		<b>6.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>29.4</b>	<b>18.6</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(10.4)</b>	<b>11.1</b>	<b>13.7</b>	<b>30.1</b>	<b>28.9</b>	<b>7.5</b>	<b>20.8</b>	<b>5.1</b>		<b>6.8</b>
<b>세전이익</b>	<b>17.5</b>	<b>6.8</b>	<b>6.9</b>	<b>(20.9)</b>	<b>14.3</b>	<b>25.9</b>	<b>41.6</b>	<b>42.4</b>	<b>1.6</b>	<b>30.4</b>	<b>5.1</b>		<b>7.3</b>
<b>당기순이익</b>	<b>15.2</b>	<b>11.0</b>	<b>6.4</b>	<b>(21.4)</b>	<b>17.4</b>	<b>24.8</b>	<b>44.5</b>	<b>44.7</b>	<b>1.9</b>	<b>32.1</b>	<b>4.9</b>		<b>6.5</b>

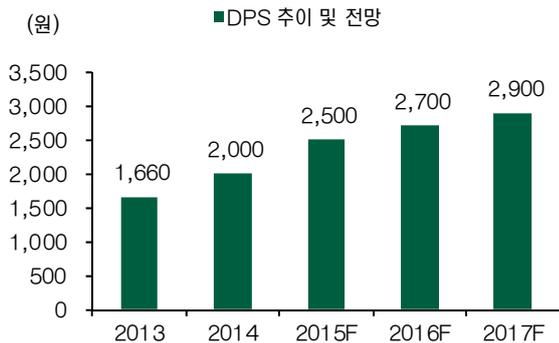
자료: 코웨이, FnGuide, 현대증권

**동사는 수익성 중심 영업, 주주친화적 정책 고수**

**3%대 배당수익률 전망**

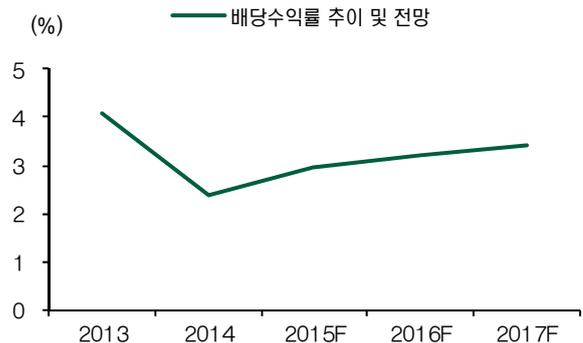
동사의 투자매력 중 하나는 대주주인 MBK파트너스(사모펀드)의 주주친화적 정책으로 볼 수 있다. 2013년 웅진코웨이 인수 후, 사모펀드 특성상 기업가치 향상을 위해 비용절감, 해약을 관리, 렌탈자산폐기손실 감소 등 수익성 중심 영업을 지속해 왔으며, 이와 더불어 높은 배당정책을 통한 주주친화적 경영을 고수해 왔다. 2014년 주춤했던 배당수익률도 올해를 기점으로 점진적 상승을 예상하며, 3%대의 배당수익률을 기록할 것으로 전망한다.

그림 42> 코웨이 DPS 추이 및 전망



자료: 코웨이, 현대증권

그림 43> 배당수익률 점진적 회복 전망



자료: 코웨이, 현대증권

**MBK파트너스 인수 후 수익성 중심 영업과 주주친화적 정책으로 기업가치 급상승**

국내 최대 사모펀드인 MBK파트너스가 동사를 인수했을 당시, 인수가 대비 기업가치의 상승이 예상되어, 동사의 투자모멘텀으로 작용했다. 실제로 불필요한 비용 감소와 수익성 관리 전략을 통한 기업가치 상승, 주주친화적 정책 등으로 주가는 2013년 인수 후 3배 가까운 상승을 보였다. 이는 반대로 기업의 위험요소로도 작용할 수 있는데, 기업가치의 상승은 재매각 리스크로 이어질 수 있기 때문이다.

**기업가치 상승으로 사모펀드 특성상 매각각 진행 중, 이는 오버행 리스크로 작용할 전망**

MBK파트너스는 최근 동사의 기업가치가 적정수준에 올랐다고 판단하여 M&A시장에 매물로 내놓은 상황이다. 2015년 말 중국 최대 가전업체인 하이어, 국내업체인 CJ그룹, 사모펀드 칼라일그룹 등 강력한 인수 후보자들이 나타나 매각 절차를 진행했지만, 가격측면에서 견해 차이를 보여 (MBK파트너스 3조원 이상 요구, 인수자들은 2조원 초반 요구한 것으로 추정) 매각이 잠정적으로 중단된 상황이다. 매각 절차는 언제 다시 재개될 지 모르는 상황이기에, 단기 오버행 리스크로 작용할 전망이다. 다만 시장에서 올해 국내 M&A시장이 80조원을 넘어설 것이라는 전망이 나오고 있어, 바이어 중심 시장으로 흘러갈 가능성이 높고, 이는 MBK파트너스가 적정 매각가를 유지하는데 걸림돌로 작용할 수 있다고 본다. 하지만 동사의 기업가치와 전망을 감안했을 때, MBK파트너스가 매각가를 낮출 가능성이 낮아 매각절차가 예상보다 오랜 시간이 걸릴 수도 있다고 본다. 또, 실제로 매각이 이뤄지더라도 동사의 기업가치가 단기간에 훼손될 가능성은 낮다고 보며, 사모펀드 외의 다른 기업에게 피인수 될 시, 수익성 측면에서 악화될 가능성은 있지만, 동사의 신사업 관련 모멘텀, 국내 렌탈시장 및 해외 시장에서의 지속적인 성장으로 기업가치의 우상향을 전망한다.

**매각가 견해 차이로 매각절차 지연, 동사의 전망과 기업가치 감안 시, 매각 후에도 기업가치 훼손 가능성 낮아**

**국내 렌탈시장 성장 둔화 가능성 존재, 동사의 국내시장 내 위치 및 해외시장 모멘텀으로 상쇄 가능**

국내 렌탈시장은 신규 사업자 진입과 가격경쟁을 통한 경쟁심화로 성장에 대한 불확실성이 존재하고 있다. 다만 동사의 시장 내 위치가 확고하며, 보유 렌탈 계정을 통한 안정적인 성장과 함께 해외시장에서의 성장을 기반으로 국내 시장의 성장둔화를 상쇄할 것으로 판단한다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
<b>매출액</b>	<b>2,118.3</b>	<b>2,160.3</b>	<b>2,267.7</b>	<b>2,413.6</b>	<b>2,535.5</b>
매출원가	721.0	726.6	721.2	772.7	813.7
<b>매출총이익</b>	<b>1,397.4</b>	<b>1,433.7</b>	<b>1,546.5</b>	<b>1,640.9</b>	<b>1,721.8</b>
판매비와관리비	1,058.3	1,069.3	1,106.5	1,178.5	1,234.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>339.0</b>	<b>364.4</b>	<b>440.0</b>	<b>462.4</b>	<b>487.9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>537.2</b>	<b>578.0</b>	<b>667.6</b>	<b>693.0</b>	<b>718.1</b>
영업외손익	(11.9)	(32.0)	(6.4)	(6.9)	(8.1)
금융손익	(14.5)	(8.9)	(3.6)	(3.7)	(3.8)
지분손익	17.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.0)	(23.1)	(2.8)	(3.2)	(3.0)
<b>세전이익</b>	<b>327.1</b>	<b>332.4</b>	<b>433.6</b>	<b>455.5</b>	<b>481.1</b>
법인세비용	82.1	82.8	103.8	109.5	115.7
<b>당기순이익</b>	<b>245.1</b>	<b>249.7</b>	<b>329.8</b>	<b>346.0</b>	<b>365.3</b>
<b>지배기업순이익</b>	<b>245.1</b>	<b>249.7</b>	<b>329.9</b>	<b>346.0</b>	<b>365.3</b>
<b>총포괄이익</b>	<b>243.8</b>	<b>241.1</b>	<b>324.0</b>	<b>346.0</b>	<b>365.3</b>
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수정순이익</b>	<b>245.1</b>	<b>249.7</b>	<b>329.9</b>	<b>346.0</b>	<b>365.3</b>

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	245.1	249.7	329.8	346.0	365.3
유무형자산상각비	198.2	213.6	227.6	230.5	232.2
기타비연금손익 조정	176.0	201.7	179.5	109.5	115.7
운전자본투자	(41.1)	(29.1)	(76.2)	(0.9)	1.4
기타영업연금흐름	(41.5)	(99.1)	(110.7)	(109.7)	(115.6)
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>536.8</b>	<b>536.7</b>	<b>550.0</b>	<b>575.4</b>	<b>597.0</b>
설비투자	(258.3)	(296.2)	(244.7)	(300.0)	(320.0)
무형자산투자	(2.4)	(6.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
단기금융자산 증감	(3.1)	0.2	(0.6)	1.0	0.5
투자자산증감	183.0	0.1	3.1	(1.7)	0.9
기타투자연금흐름	4.6	2.7	(15.5)	(36.1)	(43.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(76.3)</b>	<b>(299.2)</b>	<b>(262.7)</b>	<b>(341.8)</b>	<b>(367.5)</b>
금융부채 증감	(261.6)	(169.1)	(11.6)	(1.5)	(1.5)
자본의 증감	(13.9)	(27.6)	5.2	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(78.4)	(123.6)	(148.3)	(185.7)	(200.6)
기타채무연금흐름	(19.0)	(7.6)	(12.6)	(0.2)	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(372.9)</b>	<b>(327.9)</b>	<b>(167.3)</b>	<b>(187.5)</b>	<b>(201.9)</b>
기타연금흐름	(1.3)	(0.9)	(0.5)	0.0	0.0
<b>연금의 증가(감소)</b>	<b>86.3</b>	<b>(91.3)</b>	<b>119.5</b>	<b>46.1</b>	<b>27.5</b>
기초 현금 및 현금성자산	152.4	238.7	147.4	266.9	313.0
기말 현금 및 현금성자산	238.7	147.4	266.9	313.0	340.5
<b>총영업연금흐름</b>	<b>448.0</b>	<b>485.6</b>	<b>561.2</b>	<b>581.6</b>	<b>600.8</b>
<b>잉여연금흐름</b>	<b>135.3</b>	<b>134.3</b>	<b>164.5</b>	<b>239.5</b>	<b>233.3</b>
<b>순연금흐름</b>	<b>341.7</b>	<b>70.0</b>	<b>127.6</b>	<b>46.6</b>	<b>28.5</b>
<b>순연금 (순자금)</b>	<b>(91.2)</b>	<b>(21.2)</b>	<b>106.4</b>	<b>153.0</b>	<b>181.4</b>

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	6.3	2.0	5.0	6.4	5.1
영업이익 성장률	49.9	7.5	20.7	5.1	5.5
EBITDA 성장률	31.1	7.6	15.5	3.8	3.6
지배기업순이익 성장률	160.7	1.9	32.1	4.9	5.6
수정순이익 성장률	160.7	1.9	32.1	4.9	5.6
영업이익률	16.0	16.9	19.4	19.2	19.2
EBITDA이익률	25.4	26.8	29.4	28.7	28.3
당기순이익률	11.6	11.6	14.5	14.3	14.4
수정순이익률	11.6	11.6	14.5	14.3	14.4

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
<b>현금 및 현금성자산</b>	<b>238.7</b>	<b>147.4</b>	<b>266.9</b>	<b>313.0</b>	<b>340.5</b>
단기금융자산	6.5	6.4	3.5	2.5	2.0
매출채권	212.6	208.8	227.9	227.9	227.9
재고자산	65.8	61.9	65.5	65.5	65.5
기타유동자산	167.9	172.4	189.3	189.3	189.3
<b>유동자산</b>	<b>691.4</b>	<b>596.8</b>	<b>753.0</b>	<b>798.2</b>	<b>825.2</b>
투자자산	81.8	81.4	78.0	79.7	78.9
유형자산	638.3	675.2	633.4	710.0	806.7
무형자산	176.8	170.6	167.2	165.0	163.2
이연법인세자산	0.3	0.9	2.4	2.4	2.4
기타비유동자산	79.3	96.7	167.5	203.7	247.5
<b>비유동자산</b>	<b>976.4</b>	<b>1,024.8</b>	<b>1,048.5</b>	<b>1,160.8</b>	<b>1,298.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>1,667.9</b>	<b>1,621.6</b>	<b>1,801.6</b>	<b>1,959.0</b>	<b>2,123.8</b>
매입채무	36.7	59.0	60.2	60.8	61.4
단기금융부채	328.0	164.5	148.0	146.5	145.1
단기충당부채	4.2	1.4	1.4	1.4	1.4
기타유동부채	307.8	301.1	304.1	302.6	303.3
<b>유동부채</b>	<b>676.7</b>	<b>526.0</b>	<b>513.8</b>	<b>511.4</b>	<b>511.3</b>
장기금융부채	8.3	10.4	16.0	16.0	16.0
장기충당부채	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
퇴직금여부채	8.4	16.0	16.3	16.1	16.2
이연법인세부채	21.4	20.1	20.5	20.3	20.4
기타비유동부채	11.5	9.0	9.2	9.1	9.2
<b>비유동부채</b>	<b>50.2</b>	<b>56.2</b>	<b>62.5</b>	<b>62.1</b>	<b>62.3</b>
<b>부채총계</b>	<b>727.0</b>	<b>582.2</b>	<b>576.3</b>	<b>573.5</b>	<b>573.6</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.2	126.5	126.5	126.5	126.5
기타자본항목	(94.4)	(114.5)	(104.2)	(104.2)	(104.2)
기타포괄손익누계액	0.4	(0.0)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
이익잉여금	868.0	985.9	1,166.9	1,327.1	1,491.8
<b>지배기업 자본총계</b>	<b>940.9</b>	<b>1,038.5</b>	<b>1,224.4</b>	<b>1,384.7</b>	<b>1,549.4</b>
비지배자본	0.0	0.9	0.9	0.9	0.8
<b>자본총계</b>	<b>940.9</b>	<b>1,039.4</b>	<b>1,225.3</b>	<b>1,385.5</b>	<b>1,550.2</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>1,667.9</b>	<b>1,621.6</b>	<b>1,801.6</b>	<b>1,959.0</b>	<b>2,123.8</b>

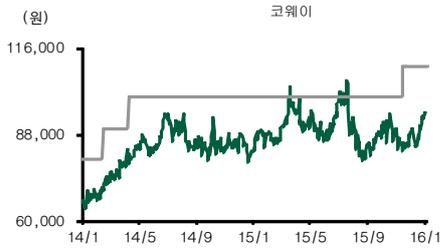
주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	3,288	3,360	4,443	4,657	4,917
수정EPS	3,288	3,360	4,443	4,657	4,917
주당순자산(BPS)	12,635	14,001	16,480	18,637	20,854
주당매출액(SPS)	28,421	29,068	30,548	32,485	34,126
주당총영업연금흐름 (GCFFS)	6,011	6,534	7,560	7,828	8,086
주당배당금	2,710	2,000	2,500	2,700	2,900
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	52.0	12.3	13.5	5.4	5.5

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	28.4	25.2	29.2	26.5	24.9
ROA	15.1	15.7	19.5	18.6	18.1
ROIC	25.1	27.3	31.9	31.0	29.5
WACC	7.2	3.9	7.2	7.9	7.9
ROIC/WACC (배)	3.5	7.0	4.4	3.9	3.7
경제적이익 (EP, 십억원)	176.7	233.9	260.5	265.7	276.3
부채비율	77.3	56.0	47.0	41.4	37.0
순금융부채비율	9.7	2.0	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	28.9	50.1	125.9	124.3	127.5

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (분류주 수정 평균화석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)  
 순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 유희성손익, 중년사업손익 등을 포함)  
 적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-I =개별재무제표, IFRS-S =별도재무제표  
 자료: 코웨이, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
코웨이	14/03/04	BUY	90,000
	14/04/28	BUY	100,000
	15/12/03	BUY	110,000

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) ( 주가 — , 목표주가 — )

■ 투자등급 비율 (2015. 12. 31 기준)

매수	중립	매도
86.4	13.2	0.3

\* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.