

2016. 8. 3



▲ **유통/화장품**
 Analyst **양지혜**
 02. 6098-6667
 jihye.yang@meritz.co.kr

코웨이 021240

렌탈사업 일시적 타격 불가피

- ✓ 연결기준 2Q 매출액 5,550억원 (-0.1% YoY), 영업이익 118억원 (-89.3% YoY) 기록
- ✓ 얼음정수기 리콜 관련 영업비용 1,221억원 반영으로 시장 기대치 크게 하회
- ✓ 해외 사업은 호실적을 지속하여 수출 부문이 전년동기대비 +53.3% 성장
- ✓ 국내 생활가전 렌탈 시장, 유해물질 관련 이슈로 일시적인 위축 불가피할 전망
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 96,000원 제시

Trading Buy

적정주가 (12개월)	96,000 원
현재주가 (8.2)	85,900 원
상승여력	11.8 %
KOSPI	2,019.03pt
시가총액(8.2)	66,250억원
발행주식수	7,712만주
유통주식비율	65.43%
외국인비중	54.21%
52주 최고/최저가	113,000원 / 79,200원
평균거래대금	196.1억원
주요주주(%)	
코웨이홀딩스 외 10인	31.07
국민연금	6.04
Lazard Asset Management 외 39인	5.21
주가상승률(%)	
	1개월 6개월 12개월
절대주가	-20.09 -11.53 -13.58
상대주가	-20.27 -18.39 -13.42

주가그래프



얼음정수기 리콜 관련 비용 반영으로 시장 기대치 크게 하회

코웨이의 연결기준 2분기 매출액은 5,550억원 (-0.1% YoY), 영업이익 118억원 (-89.3% YoY)을 기록했으며, 시장 컨센서스 (매출액 6,216억원, 영업이익 1,109억원) 대비 크게 하회하였다. 이는 얼음정수기 3종 모델 리콜 관련 일회성 비용 (고객 환불액, 렌탈자산폐기손실, 기타 총당금 설정 등) 1,221억원이 일시에 반영된 영향이었다. 국내 환경가전 렌탈 부문은 계정수는 +3.8% YoY 상승세를 이어갔으나, 얼음정수기 환불에 따른 ARPU -17.9% YoY 하락으로 전년동기대비 -14.8%의 부진한 매출액 성장률을 달성했다. 한편 해외 사업은 호실적을 지속하여 수출 부문이 전년동기대비 +53.3% 성장했다. 이 중 중국 공기청정기 시장의 프리미엄화로 코웨이로의 주문이 크게 증가하면서 ODM/Dealers 부문이 +62.4% YoY 성장하였으며, 말레이시아 계정수 증가로 해외 현지법인향 수출이 +44.8% YoY 증가했다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 96,000 원 제시

최근 국내 생활가전 렌탈 시장은 얼음정수기 및 공기청정기에서의 유해물질 관련 이슈로 소비자들의 우려감이 높아지면서 일시적인 위축이 불가피할 것으로 판단한다. 따라서 메리츠증권은 하반기 얼음정수기 리콜 이후 안정적인 계정 관리여부와 함께 소비자 신뢰도 회복을 위한 추가적인 비용 지출에 대한 부분을 보수적으로 반영하여 추정했다. 다만 향후 코웨이 브랜드에 대한 훼손이 미미할 경우 연말 배당 메리트와 함께 2017년 중국 하이얼과의 본격적인 중국 정수기 사업 진출로 주가 회복 여부가 결정될 것으로 판단한다. 따라서 코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy와 적정주가 96,000원을 제시한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS에 목표 PER 22배 (최근 5년 평균 PER)를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,160.3	364.4	249.7	3,237	1.9	11,253	26.0	7.5	11.3	25.2	56.0
2015	2,315.2	463.3	343.1	4,449	37.4	13,855	18.9	6.1	9.3	30.2	43.4
2016E	2,439.1	354.1	257.6	3,340	-24.9	15,095	25.7	5.7	11.0	20.1	42.1
2017E	2,629.3	452.2	336.8	4,367	30.7	16,878	19.7	5.1	9.1	24.1	40.7
2018E	2,821.3	485.3	363.3	4,711	7.9	18,811	18.2	4.6	8.4	23.6	39.3

표1 2Q16 Earnings Review

(십억원)	2Q16P	2Q15	(% YoY)	1Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	555.0	555.3	-0.1	623.7	-11.0	630.3	-11.9	621.6	-10.7
영업이익	11.8	110.5	-89.3	123.6	-90.4	130.7	-90.9	110.9	-89.3
순이익	2.8	82.7	-96.6	95.2	-97.1	95.5	-97.1	83.0	-96.6

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	2,569.8	2,795.9	2,439.1	2,629.3	-5.1	-6.0
영업이익	521.8	572.2	354.1	452.2	-32.1	-21.0
순이익	387.6	427.6	257.6	336.8	-33.5	-21.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 얼음정수기 3종 모델 리콜 관련 영향

1. 일회성 재무적 영향		(십억원)
영업이익 영향분		122.1
매출액	67.9	회수대상 얼음정수기 106,152대에 대한 고객 환불액
매출원가	4.6	제품폐기관련 32억원, 설치수수료 15억원 총당금 설정
판매관리비	49.6	렌탈자산폐기손실 301억원, 판매수수료, 지급수수료, 외주용역비 등 195억원 총당금 설정
영업 외 비용	2.9	3개 모델 단종에 따른 금형폐기손상차손
- 상기 항목 중 미래 인식할 비용의 일시 인식분은 2016년 2분기말 기준 390억원 (렌탈자산폐기손실 301억원, 설치 수수료 15억원, 판매수수료 74억원)이며 이를 제외하면 순추가 발생액은 831억원임 (영업 외 비용 제외)		
2. 고객연락 및 환불현황 (8/1 기준)		
- 회수대상 얼음정수기 106,152대 중 99.4% 고객 연락 완료		
- 연락된 고객 중 89.1% 환불 완료		

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)											
(십억원)	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	2,160.3	548.2	555.3	580.4	631.3	2,315.2	623.7	555.0	595.6	664.8	2,439.1
증가율 (% YoY)	2.0	2.5	-0.3	10.4	16.3	7.2	13.8	-0.1	2.6	5.3	5.3
기타자회사 (해외 등)	146.5	42.1	27.9	34.7	49.2	153.9	46.1	32.1	39.9	56.6	174.6
증가율 (% YoY)	-20.7	4.7	-17.0	18.3	13.5	5.1	9.4	15.1	15.0	15.0	13.5
코웨이 (개별)	2,013.8	506.1	527.5	545.7	582.1	2,161.4	577.6	523.0	555.7	608.1	2,264.5
증가율 (% YoY)	4.1	2.3	0.8	10.0	16.5	7.3	14.1	-0.9	1.8	4.5	4.8
렌탈	1,400.6	363.3	371.2	376.4	380.2	1,491.1	380.1	316.2	368.8	382.0	1,447.0
증가율 (% YoY)	5.0	6.1	7.1	6.7	6.0	6.5	4.6	-14.8	-2.0	0.4	-3.0
계정수 (천대)	4,505	4,641	4,724	4,768	4,820	4,738	4,845	4,904	4,815	4,941	4,876
증가율 (% YoY)	3.1	4.3	5.7	5.4	5.3	5.2	4.4	3.8	1.0	2.5	2.9
ARPU (월)	25,910	26,095	26,191	26,316	26,295	26,224	26,154	21,493	25,526	25,769	24,736
증가율 (% YoY)	1.9	1.7	1.3	1.3	0.6	1.2	0.2	-17.9	-3.0	-2.0	-5.7
멤버십	183.4	46.0	45.4	44.5	43.7	179.6	42.9	42.5	41.0	41.1	167.4
증가율 (% YoY)	6.4	4.8	-0.7	-5.1	-6.7	-2.0	-6.7	-6.4	-8.0	-6.0	-6.8
일시불	123.5	30.0	41.4	45.6	54.2	171.2	50.5	54.1	52.4	62.4	219.3
증가율 (% YoY)	-17.2	8.7	10.7	43.3	102.9	38.6	68.2	30.6	15.0	15.0	28.1
화장품	80.5	23.1	21.1	18.6	20.2	83.0	20.1	17.3	16.7	18.2	72.4
증가율 (% YoY)	5.4	10.0	-5.5	8.2	1.1	3.1	-12.9	-17.9	-10.0	-10.0	-12.8
수출	167.4	33.0	39.0	35.8	41.4	149.3	56.7	59.8	48.3	55.9	220.8
증가율 (% YoY)	15.7	-27.0	-30.0	8.5	23.9	-10.8	71.9	53.3	35.0	35.0	47.9
기타 (금융리스 포함)	58.4	10.7	9.4	24.8	42.2	87.1	27.3	33.2	28.5	48.5	137.5
매출원가	726.6	175.2	170.6	178.1	205.0	728.8	207.0	199.2	186.4	219.4	812.0
증가율 (% YoY)	0.8	-3.9	-9.2	5.9	8.9	0.3	18.2	16.7	4.7	7.0	11.4
매출원가율 (%)	33.6	32.0	30.7	30.7	32.5	31.5	33.2	35.9	31.3	33.0	33.3
매출총이익	1,433.7	373.0	384.7	402.3	426.4	1,586.4	416.6	355.9	409.2	445.4	1,627.1
증가율 (% YoY)	2.6	5.8	4.3	12.6	20.2	10.6	11.7	-7.5	1.7	4.5	2.6
매출총이익률 (%)	66.4	68.0	69.3	69.3	67.5	68.5	66.8	64.1	68.7	67.0	66.7
판관비	1,069.3	272.7	274.2	278.4	297.8	1,123.1	293.0	344.1	308.6	327.3	1,273.0
증가율 (% YoY)	1.0	3.9	0.9	6.2	9.1	5.0	7.5	25.5	10.9	9.9	13.3
판관비중 (%)	49.5	49.7	49.4	48.0	47.2	48.5	47.0	62.0	51.8	49.2	52.2
인건비	282.4	75.4	73.8	74.3	74.9	298.4	79.8	79.1	79.5	80.1	318.5
증가율 (% YoY)	-2.1	-1.6	6.3	7.5	11.5	5.7	5.8	7.3	7.0	7.0	6.8
매출대비 (%)	13.1	13.8	13.3	12.8	11.9	12.9	12.8	14.3	13.3	12.1	13.1
판매수수료	309.7	76.8	81.3	82.6	86.7	327.3	86.6	98.3	90.0	94.5	369.4
증가율 (% YoY)	-8.2	6.2	1.6	4.9	10.1	5.7	12.8	21.0	9.0	9.0	12.9
매출대비 (%)	14.3	14.0	14.6	14.2	13.7	14.1	13.9	17.7	15.1	14.2	15.1
렌탈자산폐기손실	40.3	9.9	10.1	10.8	9.8	40.6	10.0	12.9	11.0	10.0	43.9
증가율 (% YoY)	3.9	4.3	-6.4	5.1	1.0	0.8	1.2	27.5	2.0	2.0	8.2
매출대비 (%)	1.9	1.8	1.8	1.9	1.6	1.8	1.6	2.3	1.9	1.5	1.8
광고선전비	43.0	12.2	10.2	11.1	12.9	46.4	13.6	10.9	11.7	13.5	49.8
증가율 (% YoY)	-14.3	21.2	-14.3	4.2	23.3	7.7	11.8	7.6	5.0	5.0	7.4
매출대비 (%)	2.0	2.2	1.8	1.9	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
지급수수료	154.8	40.1	40.9	40.3	47.3	168.4	46.4	36.7	42.3	49.6	175.0
증가율 (% YoY)	40.6	4.7	4.1	16.1	10.8	8.8	15.7	-10.1	5.0	5.0	3.9
매출대비 (%)	7.2	7.3	7.4	6.9	7.5	7.3	7.4	6.6	7.1	7.5	7.2
영업이익	364.4	100.3	110.5	123.9	128.6	463.3	123.6	11.8	100.6	118.1	354.1
증가율 (% YoY)	7.5	11.1	13.7	30.0	57.4	27.1	23.2	-89.3	-18.9	-8.2	-23.6
영업이익률 (%)	16.9	18.3	19.9	21.4	20.4	20.0	19.8	2.1	16.9	17.8	14.5

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

코웨이(021240)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,439.1	2,629.3	2,821.3
매출액증가율 (%)	2.0	7.2	5.3	7.8	7.3
매출원가	726.6	728.8	812.0	862.4	925.4
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,627.1	1,766.9	1,895.9
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,273.0	1,314.7	1,410.6
영업이익	364.4	463.3	354.1	452.2	485.3
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.5	17.2	17.2
금융수익	-8.9	-2.9	-1.5	-0.8	0.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.1	-6.0	-10.0	-4.0	-3.0
세전계속사업이익	332.4	454.5	342.6	447.5	482.4
법인세비용	82.8	111.3	85.1	110.7	119.1
당기순이익	249.7	343.1	257.6	336.8	363.3
지배주주지분 손이익	249.7	343.1	257.6	336.8	363.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	707.1	830.0	976.5
현금및현금성자산	147.4	116.3	170.4	251.4	355.7
매출채권	208.8	256.0	244.8	263.9	283.2
재고자산	61.9	69.8	69.4	74.8	80.3
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,185.7	1,235.3	1,273.4
유형자산	675.2	699.5	762.0	808.8	844.0
무형자산	170.6	168.8	167.0	165.3	163.7
투자자산	55.0	54.5	57.4	61.9	66.4
자산총계	1,621.6	1,775.4	1,892.8	2,065.3	2,249.9
유동부채	526.0	472.9	493.5	525.7	558.3
매입채무	59.0	59.8	62.6	67.5	72.4
단기차입금	164.4	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	56.2	64.3	67.2	71.8	76.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.9	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	582.2	537.2	560.7	597.5	634.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	126.5	127.5	127.5	127.5	127.5
기타포괄이익누계액	0.0	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	985.9	1,177.0	1,270.9	1,406.7	1,554.2
비지배주주지분	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,332.0	1,467.8	1,615.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	536.7	512.8	567.0	550.8	610.4
당기순이익(손실)	249.7	343.1	257.6	336.8	363.3
유형자산감가상각비	205.7	220.1	237.5	253.1	264.9
무형자산상각비	7.9	7.6	1.8	1.7	1.6
운전자본의 증감	-29.0	-195.3	68.7	-41.5	-19.3
투자활동 현금흐름	-299.2	-329.5	-301.9	-303.0	-302.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-305.8	-329.3	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.5	-2.9	-4.5	-4.5
재무활동 현금흐름	-327.9	-213.4	-211.1	-166.8	-204.0
차입금증감	-176.4	-77.4	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-91.3	-31.1	54.1	81.1	104.3
기초현금	238.7	147.4	116.3	170.4	251.4
기말현금	147.4	116.3	170.4	251.4	355.7

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	28,011	30,019	31,625	34,092	36,580
EPS(지배주주)	3,237	4,449	3,340	4,367	4,711
CFPS	8,622	10,263	7,564	9,116	9,708
EBITDAPS	7,495	8,960	7,694	9,168	9,747
BPS	11,253	13,855	15,095	16,878	18,811
DPS	2,000	2,800	2,200	2,700	2,900
배당수익률(%)	2.4	3.3	2.6	3.1	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	18.9	25.7	19.7	18.2
PCR	9.8	8.2	11.4	9.4	8.8
PSR	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
PBR	7.5	6.1	5.7	5.1	4.6
EBITDA	578.0	691.0	593.4	707.1	751.7
EV/EBITDA	11.3	9.3	11.0	9.1	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.2	30.2	20.1	24.1	23.6
EBITDA 이익률	26.8	29.8	24.3	26.9	26.6
부채비율	56.0	43.4	42.1	40.7	39.3
금융비용부담률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	31.6	106.8	117.0	149.4	160.3
매출채권회전율(x)	10.3	10.0	9.7	10.3	10.3
재고자산회전율(x)	33.8	35.2	35.0	36.5	36.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2016년 8월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2016년 8월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2016년 8월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.7%
중립	17.1%
매도	1.2%

2016년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이(021240) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.31	기업브리프	Buy	116,000	양지혜
2016.08.03	기업브리프	Trading Buy	96,000	양지혜

