

2016. 10. 5



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

코웨이 021240

신뢰 회복으로 렌탈 판매 정상화

- ✓ 3Q 실적 시장 컨센서스 충족 예상
- ✓ 렌탈 비즈니스, 코디와 고객과의 지속적인 관계 유지가 수익 창출의 핵심
- ✓ 탄탄한 코디 시스템 바탕으로 8월부터 월별 렌탈 판매량 꾸준한 회복세
- ✓ 2Q 얼음정수기 리콜 관련 총당금 반영으로 3Q 추가적인 비용 부담 제한적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 118,000원 제시

Buy

적정주가 (12개월)	118,000 원		
현재주가 (10.4)	96,300 원		
상승여력	22.5 %		
KOSPI	2,054.86pt		
시가총액	74,271억원		
발행주식수	7,712만주		
유통주식비율	65.43%		
외국인비중	54.28%		
52주 최고/최저가	113,000원 / 81,300원		
평균거래대금	256.5억원		
주요주주(%)			
코웨이홀딩스 외 10인	31.07		
국민연금	6.04		
GIC Private Limited	6.03		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.23	3.33	13.03
상대주가	15.50	-2.00	8.58

주가그래프



탄탄한 코디 영업 조직 바탕으로 리콜 사태 이후 렌탈 판매량 회복세

코웨이의 연결기준 3분기 실적은 매출액 6,020억원 (+3.7% YoY), 영업이익 1,042억원 (-15.9% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스를 충족할 전망이다. 3분기 렌탈 매출액은 7월 얼음정수기 리콜 사태에 따른 일부 계정 이탈 (-1.8% QoQ)로 전년동기대비 1.5% 감소한 3,707억원을 기록할 것으로 예상된다. 하지만 8월 이후 월별 판매량이 꾸준히 회복되어 있어 4분기부터 렌탈 매출액은 전년동기대비 성장세로 전환될 전망이다. 얼음정수기 리콜 이후 교체 상품에 대한 6개월간 일시적인 렌탈료 할인이 적용되고 있어 하반기 ARPU 감소는 불가피하나, 2017년부터는 프리미엄 렌탈 상품들의 가격 정상화로 ARPU 상승이 기대된다. 한편 말레이시아 등 해외 사업과 수출 부문은 호실적을 지속하여 전년동기대비 40% 성장할 전망이다. 상반기 부진했던 화장품 매출액도 뷰티 플래너 확대와 조직 효율화, 신제품 출시로 전년동기대비 5% 성장이 예상된다. 얼음정수기 리콜 관련 대부분의 비용이 2분기 총당금으로 반영되었기 때문에 3분기 추가적인 비용 부담은 크지 않을 전망이다.

코디와 고객과의 지속적인 관계 유지가 수익 창출의 핵심

코웨이가 리콜 사태 이후 빠르게 렌탈 판매를 회복한 데에는 코디 조직의 역할이 크다. 보통 렌탈 전문기업과 소비자 간의 거래는 최소 3년 이상 장기적이기 때문에 지속적인 관계 유지가 수익 창출의 핵심이다. 코웨이는 제품판매와 정기적 유지관리 서비스를 제공하는 코디 시스템을 활용하여 판매와 가구당 중복구매 증가로 고객의 사용기간을 지속적으로 확대해 왔다. 향후에는 렌탈 비즈니스와 사물인터넷 (IoT)과의 결합을 통해 소비자들에게 빅데이터 분석 기반의 고객 맞춤형 서비스를 제공하여 렌탈 서비스의 프리미엄화 (P의 증가)와 네트워크 확대 (Q의 증가)에 기여할 전망이다. 2017년 렌탈 판매 정상화에 따른 실적 상향 조정과 함께 자사주 매입 및 소각 (9/20)에 따른 EPS 증가 효과를 반영하여 투자의견 Buy를 제시하고 적정주가를 118,000원 (최근 5년 평균 PER 24배 적용)으로 상향한다.

(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	2,450.1	367.1	267.4	3,467	-22.1	15,222	27.8	6.3	12.1	20.7	41.9
2017E	2,665.7	493.2	367.7	4,902	41.4	17,942	19.6	5.4	9.7	25.9	40.3
2018E	2,886.9	537.0	402.7	5,410	10.4	20,386	17.8	4.7	8.8	25.3	38.5

표1 3Q16 Preview

(십억원)	3Q16E	3Q15	(% YoY)	2Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	602.0	580.4	3.7	555.0	8.5	603.5	-0.2
영업이익	104.2	123.9	-15.9	11.8	780.7	103.2	1.0
순이익	78.9	92.4	-14.6	2.8	2,722.9	80.2	-1.6

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	2,439.1	2,629.3	2,450.1	2,665.7	0.5	1.4
영업이익	354.1	452.2	367.1	493.2	3.7	9.1
순이익	257.6	336.8	267.4	367.7	3.8	9.2

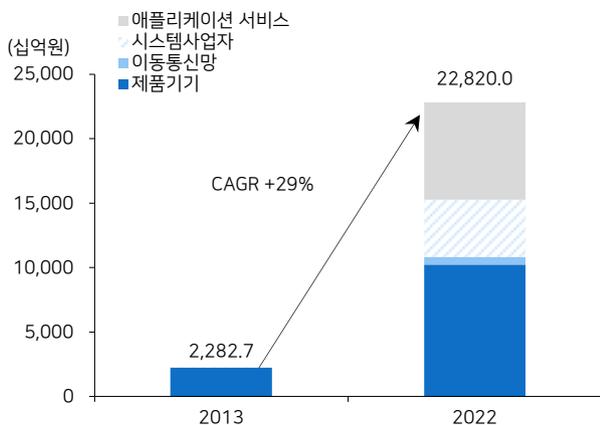
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코웨이 렌탈 현금흐름 사례 추정

(원)	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
현금유입						
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	384,000	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	384,000	339,273	339,273
현금유출	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
제품제조원가	169,738	169,738				
유지관리수수료		33,000	33,000	33,000	33,000	33,000
설치수수료	14,761	14,761				
필더 및 A/S부품		4,205	21,658	7,929	17,934	20,552
판매수수료	96,192	133,600				
변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
소계	283,708	387,930	87,606	74,309	84,016	86,547
순현금흐름	(160,799)	86,979	296,394	309,691	255,257	252,726
누적현금흐름	(160,799)	86,979	383,373	648,337	903,594	1,156,320

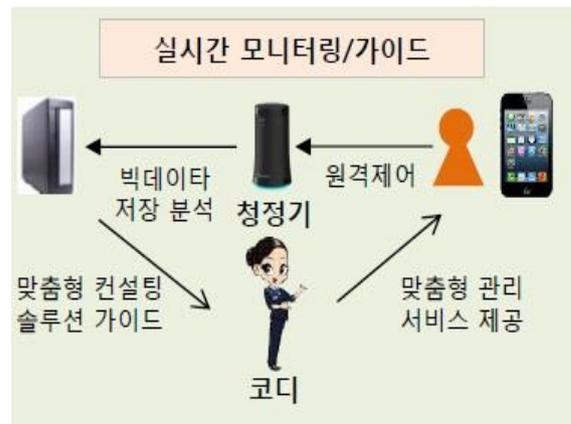
주: 평균 정수기 사용기간 4년 가정
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 IoT 국내 시장 규모 및 전망



자료: Machina Research, STRACORP, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 코웨이 IoT를 도입한 제품 및 서비스 가치 증대



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)											
(십억원)	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	2,160.3	548.2	555.3	580.4	631.3	2,315.2	623.7	555.0	602.0	669.4	2,450.1
증가율 (% YoY)	2.0	2.5	-0.3	10.4	16.3	7.2	13.8	-0.1	3.7	6.0	5.8
기타자회사 (해외 등)	146.5	42.1	27.9	34.7	49.2	153.9	46.1	32.1	41.6	61.6	181.3
증가율 (% YoY)	-20.7	4.7	-17.0	18.3	13.5	5.1	9.4	15.1	20.0	25.0	17.8
코웨이 (개별)	2,013.8	506.1	527.5	545.7	582.1	2,161.4	577.6	523.0	560.4	607.9	2,268.8
증가율 (% YoY)	4.1	2.3	0.8	10.0	16.5	7.3	14.1	-0.9	2.7	4.4	5.0
렌탈	1,400.6	363.3	371.2	376.4	380.2	1,491.1	380.1	316.2	370.7	378.2	1,445.2
증가율 (% YoY)	5.0	6.1	7.1	6.7	6.0	6.5	4.6	-14.8	-1.5	-0.5	-3.1
계정수 (천대)	4,505	4,641	4,724	4,768	4,820	4,738	4,845	4,904	4,815	4,893	4,864
증가율 (% YoY)	3.1	4.3	5.7	5.4	5.3	5.2	4.4	3.8	1.0	1.5	2.7
ARPU (월)	25,910	26,095	26,191	26,316	26,295	26,224	26,154	21,493	25,658	25,769	24,769
증가율 (% YoY)	1.9	1.7	1.3	1.3	0.6	1.2	0.2	-17.9	-2.5	-2.0	-5.6
멤버십	183.4	46.0	45.4	44.5	43.7	179.6	42.9	42.5	41.4	41.1	167.9
증가율 (% YoY)	6.4	4.8	-0.7	-5.1	-6.7	-2.0	-6.7	-6.4	-7.0	-6.0	-6.5
일시불	123.5	30.0	41.4	45.6	54.2	171.2	50.5	54.1	50.1	62.4	217.0
증가율 (% YoY)	-17.2	8.7	10.7	43.3	102.9	38.6	68.2	30.6	10.0	15.0	26.8
화장품	80.5	23.1	21.1	18.6	20.2	83.0	20.1	17.3	19.5	21.7	78.6
증가율 (% YoY)	5.4	10.0	-5.5	8.2	1.1	3.1	-12.9	-17.9	5.0	7.0	-5.3
수출	167.4	33.0	39.0	35.8	41.4	149.3	56.7	59.8	50.1	55.9	222.6
증가율 (% YoY)	15.7	-27.0	-30.0	8.5	23.9	-10.8	71.9	53.3	40.0	35.0	49.1
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	188.4	220.9	815.5
증가율 (% YoY)	0.8	-3.9	-9.2	5.9	8.9	0.3	18.2	16.7	5.8	7.8	11.9
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	413.5	448.5	1,634.6
증가율 (% YoY)	2.6	5.8	4.3	12.6	20.2	10.6	11.7	-7.5	2.8	5.2	3.0
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	309.3	321.0	1,267.5
증가율 (% YoY)	1.0	3.9	0.9	6.2	9.1	5.0	7.5	25.5	11.1	7.8	12.9
판관비중 (%)	49.5	49.7	49.4	48.0	47.2	48.5	47.0	62.0	51.4	48.0	51.7
인건비	282.4	75.4	73.8	74.3	74.9	298.4	79.8	79.1	80.2	80.1	319.3
증가율 (% YoY)	-2.1	-1.6	6.3	7.5	11.5	5.7	5.8	7.3	8.0	7.0	7.0
매출대비 (%)	13.1	13.8	13.3	12.8	11.9	12.9	12.8	14.3	13.3	12.0	13.0
판매수수료	309.7	76.8	81.3	82.6	86.7	327.3	86.6	98.3	95.0	94.5	374.4
증가율 (% YoY)	-8.2	6.2	1.6	4.9	10.1	5.7	12.8	21.0	15.0	9.0	14.4
매출대비 (%)	14.3	14.0	14.6	14.2	13.7	14.1	13.9	17.7	15.8	14.1	15.3
렌탈자산폐기손실	40.3	9.9	10.1	10.8	9.8	40.6	10.0	12.9	11.9	10.4	45.2
증가율 (% YoY)	3.9	4.3	-6.4	5.1	1.0	0.8	1.2	27.5	10.0	6.0	11.3
매출대비 (%)	1.9	1.8	1.8	1.9	1.6	1.8	1.6	2.3	2.0	1.6	1.8
광고선전비	43.0	12.2	10.2	11.1	12.9	46.4	13.6	10.9	11.8	13.5	49.9
증가율 (% YoY)	-14.3	21.2	-14.3	4.2	23.3	7.7	11.8	7.6	6.0	5.0	7.6
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	7.0	7.4	7.1
영업이익	364.4	100.3	110.5	123.9	128.6	463.3	123.6	11.8	104.2	127.5	367.1
증가율 (% YoY)	7.5	11.1	13.7	30.0	57.4	27.1	23.2	-89.3	-15.9	-0.9	-20.8
영업이익률 (%)	16.9	18.3	19.9	21.4	20.4	20.0	19.8	2.1	17.3	19.0	15.0

자료: 코웨이, 메리츠증권리서치센터

코웨이(021240)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,160.3	2,315.2	2,450.1	2,665.7	2,886.9
매출액증가율 (%)	2.0	7.2	5.8	8.8	8.3
매출원가	726.6	728.8	815.5	866.4	935.4
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,634.6	1,799.3	1,951.6
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,267.5	1,306.2	1,414.6
영업이익	364.4	463.3	367.1	493.2	537.0
영업이익률 (%)	16.9	20.0	15.0	18.5	18.6
금융수익	-8.9	-2.9	-1.4	-0.6	0.7
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	355.7	488.6	534.6
법인세비용	82.8	111.3	88.3	120.9	132.0
당기순이익	249.7	343.1	267.4	367.7	402.6
지배주주지분 손이익	249.7	343.1	267.4	367.7	402.7

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	718.7	869.9	1,054.2
현금및현금성자산	147.4	116.3	179.6	283.3	418.9
매출채권	208.8	256.0	245.9	267.6	289.8
재고자산	61.9	69.8	69.7	75.8	82.1
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,186.0	1,236.2	1,274.9
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	57.7	62.7	68.0
자산총계	1,621.6	1,775.4	1,904.7	2,106.1	2,329.1
유동부채	526.0	472.9	495.4	531.9	569.4
매입채무	59.0	59.8	62.9	68.4	74.1
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	67.5	72.6	77.9
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	562.9	604.5	647.3
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	1,280.7	1,440.4	1,620.7
비지배주주지분	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
자본총계	1,039.4	1,238.2	1,341.8	1,501.5	1,681.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	536.7	512.8	576.5	573.9	649.1
당기순이익(손실)	249.7	343.1	267.4	367.7	402.6
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	68.4	-49.2	-19.4
투자활동 현금흐름	-299.2	-329.5	-302.1	-303.5	-302.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-305.8	-329.3	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.5	-3.2	-5.1	-5.2
재무활동 현금흐름	-327.9	-213.4	-211.1	-166.8	-211.0
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	63.3	103.7	135.6
기초현금	238.7	147.4	116.3	179.6	283.3
기말현금	147.4	116.3	179.6	283.3	418.9

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	28,011	30,019	31,768	35,537	38,788
EPS(지배주주)	3,237	4,449	3,467	4,902	5,410
CFPS	8,622	10,263	7,733	9,918	10,755
EBITDAPS	7,495	8,960	7,862	9,972	10,795
BPS	11,253	13,855	15,222	17,942	20,386
DPS	2,000	2,800	2,200	2,900	3,100
배당수익률(%)	2.4	3.3	2.3	3.0	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	18.9	27.8	19.6	17.8
PCR	9.8	8.2	12.5	9.7	9.0
PSR	3.0	2.8	3.0	2.7	2.5
PBR	7.5	6.1	6.3	5.4	4.7
EBITDA	578.0	691.0	606.4	748.0	803.4
EV/EBITDA	11.3	9.3	12.1	9.7	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.2	30.2	20.7	25.9	25.3
EBITDA 이익률	26.8	29.8	24.7	28.1	27.8
부채비율	56.0	43.4	41.9	40.3	38.5
금융비용부담률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	31.6	106.8	121.3	162.9	177.4
매출채권회전율(x)	10.3	10.0	9.8	10.4	10.4
재고자산회전율(x)	33.8	35.2	35.1	36.6	36.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2016년 10월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2016년 10월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2016년 10월 5일 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 4 등급	<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 3 등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	87.4%
중립	12.6%
매도	0.0%

2016년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이(021240) 투자등급변경 내용

