2017. 2. 16

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

코웨이 021240

예상보다 더딘 회복 vs. 주주환원정책

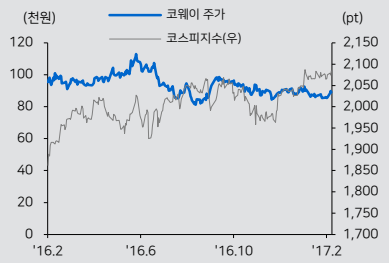
- ✓ 4Q 연결기준 매출액 6,141억원 (-2.7% YoY), 영업이익 964억원 (-25.0% YoY) 기록
- ✓ 렌탈 판매량 회복에도 프로모션 및 이연 비용 반영으로 예상치 하회
- ✓ 2017년 분기배당 실시 및 자사주 추가 매입 예정, 주주환원정책 강화
- ✓ 2017년 매출액 2.57조원 (+8.3% YoY)과 영업이익 4,472억원 (+32.0% YoY) 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 105,000원 제시

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	**105,000 원**
현재주가 (2.15)	**89,000 원**
상승여력	**18.0%**
KOSPI	2,083.86pt
시가총액	67,979억원
발행주식수	7,638만주
유동주식비율	64.18%
외국인비중	53.28%
52주 최고/최저가	113,000원 / 81,300원
평균거래대금	123.8억원
주요주주(%)	
코웨이홀딩스	31.5
GIC Private Limited	7.0
국민연금	6.0

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-1.98	-6.02	-6.81
상대주가	-1.06	-6.93	-11.46

주가그래프



4Q 렌탈 판매량 회복에도 프로모션 및 이연 비용 반영으로 예상치 하회

코웨이의 연결기준 4분기 실적은 매출액 6,141억원 (-2.7% YoY), 영업이익 964억원 (-25.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 6,358억원, 영업이익 1,087억원) 대비 하회했다. 4분기 렌탈 매출액은 얼음정수기 리콜 이후 교체 상품에 대한 렌탈료 할인과 프로모션 영향 (ARPU -5.5% YoY)이 반영되어 전년동기대비 5.1% 감소한 3,609억원을 달성했다. 렌탈 계정수는 3분기 483.6만대에서 +0.1% QoQ 소폭 증가한 4분기 484만대를 기록했다. 한편 렌탈자산폐기손실은 3분기에 미반영되었던 20억원이 4분기에 추가 반영되면서 전년동기대비 38.8% 증가했다. 2017년에는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 프리미엄 렌탈 상품들의 가격 정상화와 본격적인 해외 확장으로 연결기준 매출액 2.57조원 (+8.3% YoY)과 영업이익 4,472억원 (+32.0% YoY)을 기록할 전망이다.

2017년 분기배당 실시 및 자사주 추가 매입 예정, 주주환원정책 강화

코웨이는 2016년 주당 3,200원 (시가배당률 3.6% 수준)의 현금배당을 결정하였으며 2017년부터는 분기배당을 시행할 예정이다. 또한 주주가치 제고를 위해 지난해 9/20 700억원 규모, 12/2 추가 700억원의 자사주 매입과 소각을 진행하였으며, 2017년 1,000억원 규모의 추가적인 자사주 매입을 계획하고 있다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 105,000 원으로 하향

지난해 얼음정수기 리콜 사태 이후 렌탈 판매 회복세가 예상보다 더디게 나타나고 있어 코웨이에 대해 투자의견을 Buy에서 Trading Buy로 적정주가는 118,000원에서 105,000원으로 하향한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS에 최근 5년 평균 PER 24배를 적용 유지하여 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
2016P	2,376.4	338.8	243.6	3,166	-28.8	14,131	27.9	6.2	11.7	19.6	44.0
2017E	2,574.0	447.2	332.6	4,354	37.5	15,564	20.4	5.7	9.6	25.6	43.3
2018E	2,736.2	500.7	374.7	5,085	16.8	18,189	17.5	4.9	8.6	26.2	41.1

표1 4Q16 Earnings Review

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	614.1	631.3	-2.7	583.5	5.2	632.8	-3.0	635.8	-3.4
영업이익	96.4	128.6	-25.0	107.0	-9.9	106.3	-9.3	108.7	-11.3
지배주주순이익	77.8	90.5	-14.0	67.8	14.7	95.5	-18.5	80.4	-3.2

자료: 코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017E	2016P	2017E	2016P	2017E
매출액	2,395.1	2,600.4	2,376.4	2,574.0	-0.8	-1.0
영업이익	348.7	468.0	338.8	447.2	-2.8	-4.4
지배주주순이익	245.7	348.1	243.6	332.6	-0.9	-4.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	2,315.2	623.7	555.0	583.5	614.1	2,376.4	632.8	638.5	629.7	673.1	2,574.0
증가율 (% YoY)	*7.2*	*13.8*	*-0.1*	*0.5*	*-2.7*	*2.6*	*1.5*	*15.0*	*7.9*	*9.6*	*8.3*
기타자회사(해외 등)	153.9	46.1	32.1	33.0	60.7	171.8	47.0	32.7	34.6	63.7	178.0
증가율 (% YoY)	*5.1*	*9.4*	*15.1*	*-4.8*	*23.3*	*11.6*	*2.0*	*2.0*	*5.0*	*5.0*	*3.6*
코웨이 (개별)	2,161.4	577.6	523.0	550.6	553.4	2,204.6	585.8	605.8	595.1	609.3	2,396.0
증가율 (% YoY)	*7.3*	*14.1*	*-0.9*	*0.9*	*-4.9*	*2.0*	*1.4*	*15.8*	*8.1*	*10.1*	*8.7*
렌탈	1,491.1	380.1	316.2	367.0	360.9	1,424.2	366.6	375.5	387.5	390.3	1,519.9
증가율 (% YoY)	*6.5*	*4.6*	*-14.8*	*-2.5*	*-5.1*	*-4.5*	*-3.5*	*18.8*	*5.6*	*8.2*	*6.7*
계정수 (천대)	4,738	4,845	4,904	4,836	4,840	4,856	4,893	4,977	5,005	5,033	4,977
증가율 (% YoY)	*5.2*	*4.4*	*3.8*	*1.4*	*0.4*	*2.5*	*1.0*	*1.5*	*3.5*	*4.0*	*2.5*
ARPU(월)	26,224	26,154	21,493	25,300	24,855	24,450	24,977	25,147	25,806	25,849	25,445
증가율 (% YoY)	*1.2*	*0.2*	*-17.9*	*-3.9*	*-5.5*	*-6.8*	*-4.5*	*17.0*	*2.0*	*4.0*	*4.1*
멤버쉽	179.6	42.9	42.5	42.1	40.0	167.5	39.9	39.5	39.2	37.2	155.8
증가율 (% YoY)	*-2.0*	*-6.7*	*-6.4*	*-5.4*	*-8.6*	*-6.8*	*-6.9*	*-6.9*	*-6.9*	*-6.9*	*-6.9*
일시불	171.2	50.5	54.1	42.6	48.7	195.8	53.0	56.8	49.0	56.0	214.7
증가율 (% YoY)	*38.6*	*68.2*	*30.6*	*-6.6*	*-10.3*	*14.3*	*5.0*	*5.0*	*15.0*	*15.0*	*9.7*
화장품	83.0	20.1	17.3	18.1	18.7	74.2	21.1	18.2	19.4	20.0	78.7
증가율 (% YoY)	*3.1*	*-12.9*	*-17.9*	*-2.5*	*-7.8*	*-10.6*	*5.0*	*5.0*	*7.0*	*7.0*	*6.0*
수출	149.3	56.7	59.8	48.1	52.3	217.0	73.7	77.7	62.5	68.0	282.1
증가율 (% YoY)	*-10.8*	*71.9*	*53.3*	*34.4*	*26.3*	*45.4*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*30.0*
기타 (금융리스 포함)	87.1	27.3	33.2	32.6	32.9	125.9	31.4	38.1	37.5	37.8	144.8
매출원가	728.8	207.0	199.2	192.5	213.5	812.2	215.1	217.1	207.8	228.8	868.9
증가율 (% YoY)	*0.3*	*18.2*	*16.7*	*8.1*	*4.2*	*11.4*	*3.9*	*9.0*	*7.9*	*7.2*	*7.0*
매출원가율 (%)	31.5	33.2	35.9	33.0	34.8	34.2	34.0	34.0	33.0	34.0	33.8
매출총이익	1,586.4	416.6	355.9	391.0	400.6	1,564.2	417.6	421.4	421.9	444.2	1,705.2
증가율 (% YoY)	*10.6*	*11.7*	*-7.5*	*-2.8*	*-6.0*	*-1.4*	*0.2*	*18.4*	*7.9*	*10.9*	*9.0*
매출총이익률 (%)	68.5	66.8	64.1	67.0	65.2	65.8	66.0	66.0	67.0	66.0	66.2
판관비	1,123.1	293.0	344.1	284.1	304.2	1,225.4	313.9	316.6	303.0	324.4	1,257.9
증가율 (% YoY)	*5.0*	*7.5*	*25.5*	*2.0*	*2.2*	*9.1*	*7.1*	*-8.0*	*6.7*	*6.7*	*2.7*
판관비중 (%)	48.5	47.0	62.0	48.7	49.5	51.6	49.6	49.6	48.1	48.2	48.9
인건비	298.4	79.8	79.1	76.7	79.4	315.1	83.0	80.7	79.0	81.8	324.5
증가율 (% YoY)	*5.7*	*5.8*	*7.3*	*3.3*	*6.0*	*5.6*	*4.0*	*2.0*	*3.0*	*3.0*	*3.0*
매출대비 (%)	12.9	12.8	14.3	13.2	12.9	13.3	13.1	12.6	12.6	12.1	12.6
판매수수료	327.3	86.6	98.3	91.5	95.0	371.4	95.3	98.3	99.8	103.5	396.9
증가율 (% YoY)	*5.7*	*12.8*	*21.0*	*10.8*	*9.6*	*13.5*	*10.0*	*0.0*	*9.0*	*9.0*	*6.9*
매출대비 (%)	14.1	13.9	17.7	15.7	15.5	15.6	15.1	15.4	15.8	15.4	15.4
렌탈자산폐기손실	40.6	10.0	12.9	10.8	13.6	47.4	10.3	13.3	11.1	13.9	48.5
증가율 (% YoY)	*0.8*	*1.2*	*27.5*	*0.1*	*38.8*	*16.5*	*3.0*	*3.0*	*2.0*	*2.0*	*2.5*
매출대비 (%)	1.8	1.6	2.3	1.9	2.2	2.0	1.6	2.1	1.8	2.1	1.9
광고선전비	46.4	13.6	10.9	4.7	10.1	39.4	14.3	11.5	5.0	10.6	41.4
증가율 (% YoY)	*7.7*	*11.8*	*7.6*	*-57.3*	*-21.7*	*-15.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
매출대비 (%)	2.0	2.2	2.0	0.8	1.6	1.7	2.3	1.8	0.8	1.6	1.6
지급수수료	168.4	46.4	36.7	40.9	41.6	165.6	48.7	38.6	42.9	43.7	173.9
증가율 (% YoY)	*8.8*	*15.7*	*-10.1*	*1.6*	*-11.9*	*-1.7*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
매출대비 (%)	7.3	7.4	6.6	7.0	6.8	7.0	7.7	6.0	6.8	6.5	6.8
영업이익	463.3	123.6	11.8	107.0	96.4	338.8	103.8	104.8	118.9	119.8	447.2
증가율 (% YoY)	*27.1*	*23.2*	*-89.3*	*-13.7*	*-25.0*	*-26.9*	*-16.0*	*786.1*	*11.1*	*24.2*	*32.0*
영업이익률 (%)	20.0	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3	16.4	16.4	18.9	17.8	17.4

자료: 코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

코웨이(021240)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	**2,160.3**	**2,315.2**	**2,376.4**	**2,574.0**	**2,736.2**
매출액증가율 (%)	2.0	7.2	2.6	8.3	6.3
매출원가	726.6	728.8	812.2	868.9	894.7
매출총이익	1,433.7	1,586.4	1,564.2	1,705.2	1,841.5
판매비와관리비	1,069.3	1,123.1	1,225.4	1,257.9	1,340.7
영업이익	**364.4**	**463.3**	**338.8**	**447.2**	**500.7**
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	17.4	18.3
금융수익	-8.9	-2.9	-2.1	-1.9	-0.9
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	6.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.1	-6.0	-20.0	-4.0	-3.0
세전계속사업이익	332.4	454.5	323.6	441.3	496.8
법인세비용	82.8	111.3	80.4	109.2	122.7
당기순이익	**249.7**	**343.1**	**243.2**	**332.1**	**374.1**
지배주주지분 순이익	249.7	343.1	243.6	332.6	374.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	**536.7**	**512.8**	**446.7**	**632.3**	**637.9**
당기순이익(손실)	249.7	343.1	243.2	332.1	374.1
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	-37.9	43.5	-3.6
투자활동 현금흐름	**-299.2**	**-329.5**	**-300.7**	**-304.4**	**-302.4**
유형자산의 증가(CAPEX)	-305.8	-329.3	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.5	-1.4	-4.7	-3.8
재무활동 현금흐름	**-327.9**	**-213.4**	**-211.1**	**-237.6**	**-227.8**
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	-65.0	90.4	107.7
기초현금	238.7	147.4	116.3	51.3	141.6
기말현금	147.4	116.3	51.3	141.6	249.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	596.8	653.3	611.3	706.9	850.2
현금및현금성자산	147.4	116.3	51.3	141.6	249.3
매출채권	208.8	256.0	264.0	257.4	273.6
재고자산	61.9	69.8	79.2	73.1	77.7
비유동자산	1,024.8	1,122.1	1,184.2	1,234.0	1,271.4
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	55.9	60.6	64.4
자산총계	**1,621.6**	**1,775.4**	**1,795.5**	**1,941.0**	**2,121.6**
유동부채	526.0	472.9	482.9	516.4	543.9
매입채무	59.0	59.8	61.0	66.1	70.2
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	65.7	70.4	74.3
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**	**548.6**	**586.8**	**618.2**
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	1,186.1	1,293.8	1,443.7
비지배주주지분	0.9	0.9	0.5	0.0	-0.6
자본총계	**1,039.4**	**1,238.2**	**1,246.9**	**1,354.2**	**1,503.4**

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	28,011	30,019	30,891	33,700	37,134
EPS(지배주주)	3,237	4,449	3,166	4,354	5,085
CFPS	8,622	10,263	7,345	9,399	10,371
EBITDAPS	7,495	8,960	7,515	9,192	10,412
BPS	11,253	13,855	14,131	15,564	18,189
DPS	2,000	2,800	3,200	3,200	3,200
배당수익률(%)	2.4	3.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	18.9	27.9	20.4	17.5
PCR	9.8	8.2	12.0	9.5	8.6
PSR	3.0	2.8	2.9	2.6	2.4
PBR	7.5	6.1	6.2	5.7	4.9
EBITDA	578.0	691.0	578.1	702.1	767.2
EV/EBITDA	11.3	9.3	11.7	9.6	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.2	30.2	19.6	25.6	26.2
EBITDA 이익률	26.8	29.8	24.3	27.3	28.0
부채비율	56.0	43.4	44.0	43.3	41.1
금융비용부담률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	31.6	106.8	112.0	147.8	165.4
매출채권회전율(x)	10.3	10.0	9.1	9.9	10.3
재고자산회전율(x)	33.8	35.2	31.9	33.8	36.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 16일 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

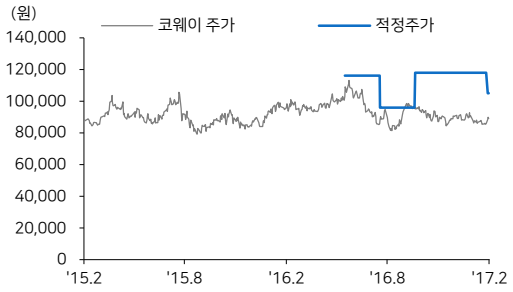
기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이(021240) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.31	기업브리프	Buy	116,000	양지혜
2016.08.03	기업브리프	Trading Buy	96,000	양지혜
2016.10.05	기업브리프	Buy	118,000	양지혜
2016.12.08	기업브리프	Buy	118,000	양지혜
2017.02.16	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜

주가 및 적정주가 변동추이