

2017. 5. 2



▲ **유통/화장품**
 Analyst **양지혜**
 02. 6098-6667
 jihye.yang@meritz.co.kr
 RA **윤보미**
 02. 6098-6664
 bomi.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	117,000 원		
현재주가 (4.28)	100,500 원		
상승여력	16.4%		
KOSPI	2,205.44pt		
시가총액	75,987억원		
발행주식수	7,561만주		
유통주식비율	64.73%		
외국인비중	54.90%		
52주 최고/최저가	113,000원 / 81,300원		
평균거래대금	134.8억원		
주요주주(%)			
코웨이홀딩스 외 8인	31.7		
GIC Private Limited	7.2		
국민연금공단	6.5		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.65	8.88	4.04
상대주가	4.83	1.12	-1.47

주가그래프



코웨이 021240

신제품 출시로 실적 모멘텀 회복될 전망

- ✓ 1Q 매출액 6,102억원 (-2.2% YoY), 영업이익 1,209억원 (-2.2% YoY) 기록
- ✓ 렌탈 ARPU 하락폭 둔화와 계정수 회복 긍정적, 경쟁 심화로 멤버십 감소는 부정적
- ✓ IoT 연계 청정기, RO필터 직수형 정수기, 신규 얼음추출 방식의 아이스 정수기 출시
- ✓ 중장기 해외사업 확대에 집중, 2016년 12%에서 2020년 20%까지 비중 확대될 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 117,000원으로 상향

1Q 예상치 상회, 렌탈 부문 ARPU 하락폭 둔화와 계정 수 회복 긍정적

코웨이의 연결기준 1분기 실적은 매출액 6,102억원 (-2.2% YoY), 영업이익 1,209억원 (-2.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (영업이익 1,081억원) 대비 상회했다. 1분기 렌탈 매출액은 전년동기대비 2.8% 감소한 3,695억원을 달성했다. 전반적으로 4분기 대비 1분기 ARPU 하락폭은 둔화되고 계정 수는 보다 회복된 점이 긍정적이다. 다만 여전히 해약률이 1%대를 유지하고 있는 가운데 경쟁사들의 공격적인 영업으로 멤버십 계정의 감소 추세는 지켜볼 필요가 있겠다. 2분기에는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 프리미엄 렌탈 상품들의 가격 정상화되면서 연결기준 매출액 6,248억원 (+12.6% YoY)과 영업이익 1,082억원 (+814.9% YoY)을 기록할 전망이다.

신제품 출시로 실적 모멘텀 회복과 중장기 해외 사업 비중 확대될 전망

최근 미세먼지 이슈로 공기청정기 판매가 호조를 이루고 있는 가운데 IoT 기능이 연계된 프리미엄 제품 출시로 높은 성장세가 지속될 전망이다. 정수기 판매 또한 RO필터의 강점을 기반으로 한 직수형 정수기와 새로운 얼음 추출방식을 접목한 아이스정수기 출시가 예정되어 있다. 한편 코웨이는 아마존과 공기청정기 업체 최초로 파트너십 체결하고 미국 현지에서 Alexa 음성인식 연동 제품을 출시했다. 국내에서는 통신사와의 협업으로 한국어 버전이 개발될 예정이다. 중장기 해외사업 확대 (말레이시아 렌탈 사업과 중국 정수기 및 공기청정기 수출)에 집중하고 있으며 해외 매출 비중은 2016년 12%에서 2020년 20%까지 확대될 전망이다.

1분기 호실적에 따른 추정치 조정으로 코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 105,000원에서 117,000원으로 상향한다. 적정주가는 12MF EPS 에 목표 PER 24배 (최근 5년 평균)를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,315.2	463.3	343.1	4,449	37.4	13,855	18.9	6.1	9.3	30.2	43.4
2016	2,376.3	338.8	243.6	3,167	-28.8	13,090	27.9	6.7	12.2	20.1	66.3
2017E	2,510.4	470.2	343.5	4,533	43.1	14,785	22.2	6.8	10.9	27.7	54.8
2018E	2,698.6	528.4	393.4	5,203	14.8	16,896	19.3	5.9	9.8	28.7	44.5
2019E	2,874.0	574.8	430.2	5,690	9.3	19,384	17.7	5.2	8.9	28.0	35.4

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	610.2	623.7	-2.2	614.1	-0.6	632.8	-3.6	627.9	-2.8
영업이익	120.9	123.6	-2.2	96.4	25.4	103.8	16.5	108.1	11.8
지배주주순이익	75.5	95.2	-20.7	77.8	-3.0	75.1	0.6	81.4	-7.2

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,574.0	2,736.2	2,510.4	2,698.6	-2.5	-1.4
영업이익	447.2	500.7	470.2	528.4	5.1	5.5
지배주주순이익	332.6	374.7	343.5	393.4	3.3	5.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

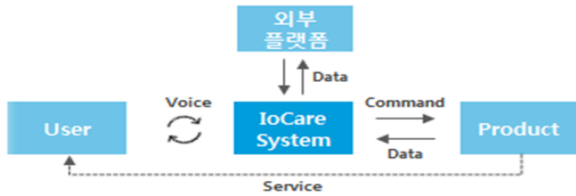
(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	2,315.2	623.7	555.0	583.5	614.1	2,376.3	610.2	624.8	615.7	659.7	2,510.4
증가율 (% YoY)	7.2	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6	-2.2	12.6	5.5	7.4	5.6
매출원가	728.8	207.0	199.2	192.5	213.5	812.2	193.1	199.9	197.0	217.7	807.8
증가율 (% YoY)	0.3	18.2	16.7	8.1	4.2	11.4	-6.7	0.4	2.4	2.0	-0.5
매출원가율 (%)	31.5	33.2	35.9	33.0	34.8	34.2	31.6	32.0	32.0	33.0	32.2
매출총이익	1,586.4	416.6	355.9	391.0	400.6	1,564.2	417.1	424.8	418.7	442.0	1,702.6
증가율 (% YoY)	10.6	11.7	-7.5	-2.8	-6.0	-1.4	0.1	19.4	7.1	10.3	8.9
매출총이익률 (%)	68.5	66.8	64.1	67.0	65.2	65.8	68.4	68.0	68.0	67.0	67.8
판관비	1,123.1	293.0	344.1	284.1	304.2	1,225.4	296.2	316.6	297.5	322.1	1,232.5
증가율 (% YoY)	5.0	7.5	25.5	2.0	2.2	9.1	1.1	-8.0	4.7	5.9	0.6
판관비중 (%)	48.5	47.0	62.0	48.7	49.5	51.6	48.5	50.7	48.3	48.8	49.1
인건비	298.4	79.8	79.1	76.7	79.4	315.1	82.5	80.7	79.0	83.4	325.6
증가율 (% YoY)	5.7	5.8	7.3	3.3	6.0	5.6	3.4	2.0	3.0	5.0	3.4
매출대비 (%)	12.9	12.8	14.3	13.2	12.9	13.3	13.5	12.9	12.8	12.6	13.0
판매수수료	327.3	86.6	98.3	91.5	95.0	371.4	89.6	98.3	96.1	101.6	385.7
증가율 (% YoY)	5.7	12.8	21.0	10.8	9.6	13.5	3.5	0.0	5.0	7.0	3.8
매출대비 (%)	14.1	13.9	17.7	15.7	15.5	15.6	14.7	15.7	15.6	15.4	15.4
렌탈자산폐기손실	40.6	10.0	12.9	10.8	13.6	47.4	11.4	13.3	11.4	14.3	50.3
증가율 (% YoY)	0.8	1.2	27.5	0.1	38.8	16.5	13.6	3.0	5.0	5.0	6.3
매출대비 (%)	1.8	1.6	2.3	1.9	2.2	2.0	1.9	2.1	1.8	2.2	2.0
광고선전비	46.4	13.6	10.9	4.7	10.1	39.4	7.6	11.5	5.0	10.6	34.7
증가율 (% YoY)	7.7	11.8	7.6	-57.3	-21.7	-15.0	-44.2	5.0	5.0	5.0	-12.0
매출대비 (%)	2.0	2.2	2.0	0.8	1.6	1.7	1.2	1.8	0.8	1.6	1.4
지급수수료	168.4	46.4	36.7	40.9	41.6	165.6	48.4	38.6	43.7	44.5	175.2
증가율 (% YoY)	8.8	15.7	-10.1	1.6	-11.9	-1.7	4.4	5.0	7.0	7.0	5.8
매출대비 (%)	7.3	7.4	6.6	7.0	6.8	7.0	7.9	6.2	7.1	6.8	7.0
기타	242	56.6	106.1	59.3	64.5	287	56.7	74.2	62.3	67.7	261
증가율 (% YoY)	1.2	-2.9	82.7	0.0	-2.6	18.4	0.1	-30.0	5.0	5.0	-8.9
영업이익	463.3	123.6	11.8	107.0	96.4	338.8	120.9	108.2	121.1	119.9	470.2
증가율 (% YoY)	27.1	23.2	-89.3	-13.7	-25.0	-26.9	-2.2	814.9	13.3	24.3	38.8
영업이익률 (%)	20.0	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3	19.8	17.3	19.7	18.2	18.7

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코웨이 세부 매출액 추이 및 전망											
(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	2,315.2	623.7	555.0	583.5	614.1	2,376.3	610.2	624.8	615.7	659.7	2,510.4
증가율 (% YoY)	7.2	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6	-2.2	12.6	5.5	7.4	5.6
기타자회사(해외 등)	153.9	46.1	32.1	33.0	60.7	171.8	38.3	30.5	33.0	62.5	164.3
증가율 (% YoY)	5.1	9.4	15.1	-4.8	23.3	11.6	-16.8	-5.0	0.0	3.0	-4.4
코웨이 (개별)	2,161.4	577.6	523.0	550.6	553.4	2,204.6	571.9	594.3	582.8	597.2	2,346.1
증가율 (% YoY)	7.3	14.1	-0.9	0.9	-4.9	2.0	-1.0	13.6	5.8	7.9	6.4
렌탈	1,491.1	380.1	316.2	367.0	360.9	1,424.2	369.5	378.7	387.5	390.3	1,525.9
증가율 (% YoY)	6.5	4.6	-14.8	-2.5	-5.1	-4.5	-2.8	19.8	5.6	8.2	7.1
계정수 (천대)	4,738	4,845	4,904	4,836	4,840	4,856	4,875	4,977	5,005	5,033	4,973
증가율 (% YoY)	5.2	4.4	3.8	1.4	0.4	2.5	0.6	1.5	3.5	4.0	2.4
ARPU(월)	26,224	26,154	21,493	25,300	24,855	24,450	25,264	25,361	25,806	25,849	25,570
증가율 (% YoY)	1.2	0.2	-17.9	-3.9	-5.5	-6.8	-3.4	18.0	2.0	4.0	4.6
멤버십	179.6	42.9	42.5	42.1	40.0	167.5	37.8	37.9	37.9	37.2	150.8
증가율 (% YoY)	-2.0	-6.7	-6.4	-5.4	-8.6	-6.8	-11.9	-10.9	-9.9	-6.9	-10.0
계정수 (천대)	967	936	928	914	875	913	838	835	831	823	832
증가율(% YoY)	-7.9	-6.4	-5.0	-4.1	-6.8	-5.6	-10.5	-10.0	-9.0	-6.0	-8.9
ARPU(월)	15,478	15,279	15,271	15,358	15,219	15,282	15,044	15,118	15,205	15,066	15,108
증가율(% YoY)	6.3	-0.4	-1.4	-1.4	-1.9	-1.3	-1.5	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1
일시불	171.2	50.5	54.1	42.6	48.7	195.8	45.9	51.4	44.7	51.1	193.1
증가율 (% YoY)	38.6	68.2	30.6	-6.6	-10.3	14.3	-9.0	-5.0	5.0	5.0	-1.4
화장품	83.0	20.1	17.3	18.1	18.7	74.2	20.9	18.2	19.1	19.6	77.7
증가율 (% YoY)	3.1	-12.9	-17.9	-2.5	-7.8	-10.6	3.9	5.0	5.0	5.0	4.7
수출	149.3	56.7	59.8	48.1	52.3	217.0	68.0	71.8	57.7	62.8	260.3
증가율 (% YoY)	-10.8	71.9	53.3	34.4	26.3	45.4	19.9	20.0	20.0	20.0	20.0
기타 (금융리스 포함)	87.1	27.3	33.2	32.6	32.9	125.9	29.8	36.5	35.9	36.2	138.3
증가율(% YoY)	49.2	155.2	251.1	31.5	-22.1	44.5	9.3	10.0	10.0	10.0	9.8

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

그림1 IoCare 서비스 플랫폼 구현



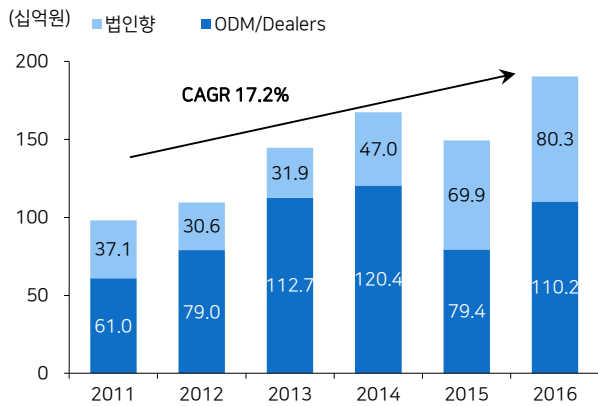
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Amazon Alexa 음성인식 연동 - 공기청정기



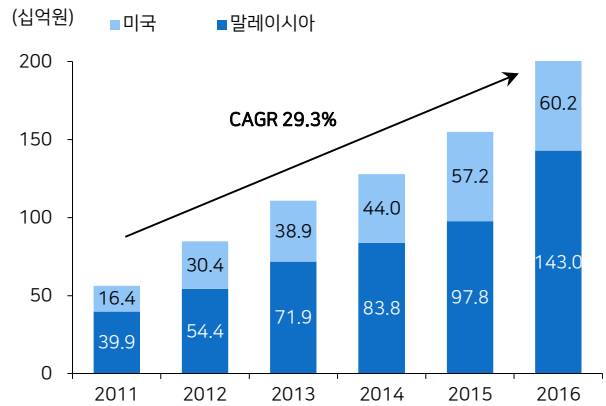
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 해외사업 매출



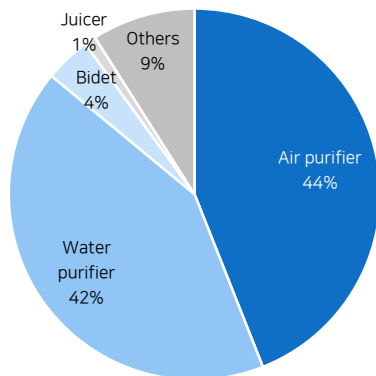
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 주요 법인 매출



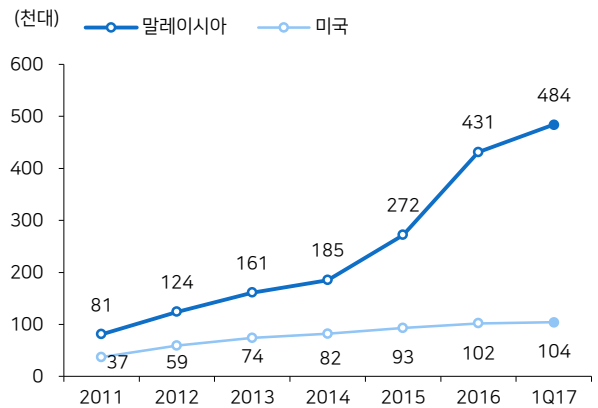
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 제품별 수출비중 (1Q17)



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 해외법인 관리계정



주: 2014년 및 그 이후 수치는 무상 멤버십 계정 제외 기준

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이(021240)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,315.2	2,376.3	2,510.4	2,698.6	2,874.0
매출액증가율 (%)	7.2	2.6	5.6	7.5	6.5
매출원가	728.8	812.2	807.8	863.6	919.7
매출총이익	1,586.4	1,564.2	1,702.6	1,835.1	1,954.4
판매비와관리비	1,123.1	1,225.4	1,232.5	1,306.6	1,379.5
영업이익	463.3	338.8	470.2	528.4	574.8
영업이익률 (%)	20.0	14.3	18.7	19.6	20.0
금융수익	-2.9	-4.9	-7.3	-4.7	-1.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.0	-10.2	-7.0	-2.0	-2.0
세전계속사업이익	454.5	323.8	455.9	521.7	571.0
법인세비용	111.3	80.4	112.8	128.9	141.4
당기순이익	343.1	243.3	343.1	392.9	429.6
지배주주지분 순이익	343.1	243.6	343.5	393.4	430.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	512.8	357.5	603.9	635.7	681.9
당기순이익(손실)	343.1	243.3	343.1	392.9	429.6
유형자산감가상각비	220.1	224.9	233.2	249.9	262.4
무형자산상각비	7.6	8.2	7.7	6.6	5.7
운전자본의 증감	-195.3	-232.3	12.7	-18.4	-17.6
투자활동 현금흐름	-329.5	-367.5	-306.1	-309.2	-308.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-329.3	-328.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	3.7	-0.8	-2.9	-4.1	-3.8
재무활동 현금흐름	-213.4	-40.0	-343.1	-338.8	-343.3
차입금증감	-78.6	263.8	-100.0	-100.0	-100.0
자본의증가	1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-31.1	-50.0	-45.2	-12.3	30.2
기초현금	147.4	116.3	66.3	21.1	8.8
기말현금	116.3	66.3	21.1	8.8	39.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	653.3	733.1	705.9	745.0	823.0
현금및현금성자산	116.3	66.3	21.1	8.8	39.0
매출채권	256.0	292.8	289.9	311.6	331.9
재고자산	69.8	70.2	74.0	79.5	84.7
비유동자산	1,122.1	1,234.6	1,296.6	1,344.3	1,380.1
유형자산	699.5	669.4	736.3	786.4	824.0
무형자산	168.8	183.0	175.3	168.7	163.0
투자자산	51.3	52.1	55.1	59.2	63.0
자산총계	1,775.4	1,967.7	2,002.6	2,089.3	2,203.1
유동부채	472.9	735.4	658.3	589.6	518.9
매입채무	59.8	58.7	62.6	67.3	71.7
단기차입금	80.0	340.0	240.0	140.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	64.3	49.0	51.1	54.0	56.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.0	11.8	11.8	11.8	11.8
부채총계	537.2	784.4	709.3	643.6	575.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.5	127.2	127.2	127.2	127.2
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
이익잉여금	1,177.0	1,179.7	1,290.1	1,443.0	1,625.5
비지배주주지분	0.9	0.5	0.1	-0.5	-1.1
자본총계	1,238.2	1,183.3	1,293.2	1,445.6	1,627.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	30,019	30,890	33,122	35,692	38,012
EPS(지배주주)	4,449	3,167	4,533	5,203	5,690
CFPS	10,263	9,227	9,289	10,355	11,121
EBITDAPS	8,960	7,435	9,381	10,381	11,148
BPS	13,855	13,090	14,785	16,896	19,384
DPS	2,800	3,200	3,200	3,300	3,400
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.2	3.3	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	27.9	22.2	19.3	17.7
PCR	8.2	9.6	10.8	9.7	9.0
PSR	2.8	2.9	3.0	2.8	2.6
PBR	6.1	6.7	6.8	5.9	5.2
EBITDA	691.0	571.9	711.0	784.9	842.9
EV/EBITDA	9.3	12.2	10.9	9.8	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.2	20.1	27.7	28.7	28.0
EBITDA 이익률	29.8	24.1	28.3	29.1	29.3
부채비율	43.4	66.3	54.8	44.5	35.4
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	106.8	55.5	56.1	94.3	203.3
매출채권회전율(x)	10.0	8.7	8.6	9.0	8.9
재고자산회전율(x)	35.2	33.9	34.8	35.2	35.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 2일 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 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이(021240) 투자등급변경 내용

