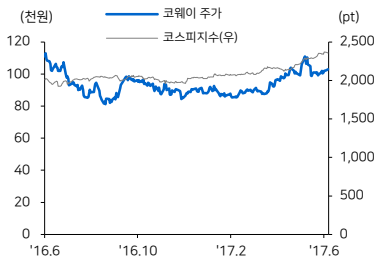


코웨이(021240) 신제품 출시와 함께 실적 턴어라운드 국면 진입

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	117,000원	
현재주가 (6.7)	103,000원	
상승여력	13.6%	
KOSPI	2,360.14pt	
시가총액	77,877억원	
발행주식수	7,561만주	
유동주식비율	69.97%	
외국인비중	59.13%	
52주 최고/최저가	113,000원 / 81,300원	
평균거래대금	251.4억원	
주요주주(%)		
코웨이홀딩스 외 9인	26.65	
GIC Private Limited	7.17	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-2.83	-2.60
6개월	16.65	-1.16
12개월	-7.21	-15.76
주가그래프		



2분기 신제품 출시와 함께 프리미엄 렌탈 상품들의 가격 정상화로 양호한 실적 전망

- 2분기에는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 연결기준 매출액 6,248억원 (+12.6% YoY)과 영업이익 1,082억원 (+814.9% YoY)을 기록할 전망
- 1) 렌탈 정수기 부문, 1분기 계정 순증 회복세를 이어가면서 적극적인 신제품 출시 (RO필터 직수형 정수기, 신규 얼음추출 방식의 아이스 정수기 등)로 완전 정상화가 예상됨, 2) 미세먼지 이슈로 공기청정기 판매 호조 (IoT 연계 청정기 출시 지속), 3) 화장품 부문, 이해선 대표 취임 이후 내부적인 효율성 개선되면서 실적 턴어라운드 지속될 전망

중장기 해외 사업 강화와 함께 적극적인 주주환원정책 긍정적

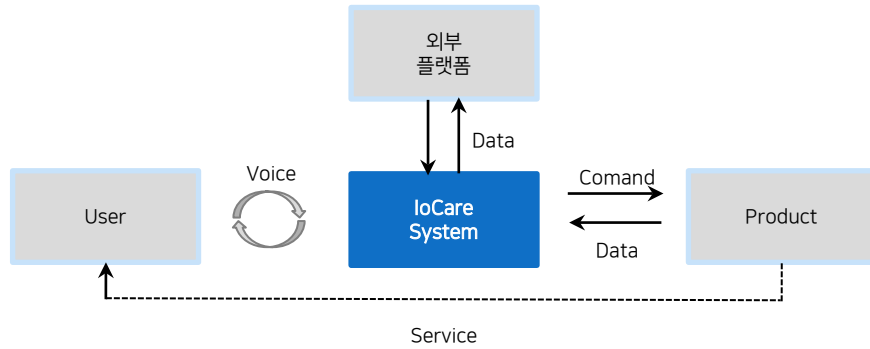
- 코웨이는 아마존과 공기청정기 업체 최초로 파트너십 체결하고 미국 현지에서 Alexa 음성인식 연동 제품을 출시하였음. 중장기 해외사업 확대 (말레이시아 렌탈 사업과 중국 정수기 및 공기청정기 수출)에 집중하고 있으며 해외 매출 비중은 2016년 12%에서 2020년 20%까지 확대될 전망
- 배당성향 60% 유지, 2017년부터 분기배당을 실시하고 있으며 하반기 자사주 추가 매입 예정

투자의견 Trading Buy와 적정주가 117,000원 유지

- 구조적인 렌탈 시장의 성장과 함께 독보적인 프리미엄 전략에 기반한 확고한 시장 지배력에 주목

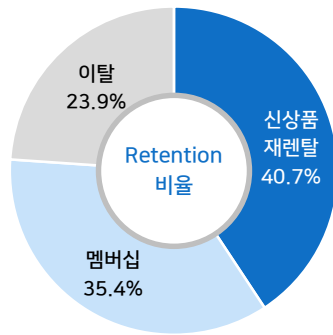
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,315.2	463.3	343.1	4,449	37.4	13,855	18.9	6.1	9.3	30.2	43.4
2016	2,376.3	338.8	243.6	3,167	-28.8	13,090	27.9	6.7	12.2	20.1	66.3
2017E	2,510.4	470.2	343.5	4,533	43.1	14,785	22.7	7.0	10.9	27.7	54.8
2018E	2,698.6	528.4	393.4	5,203	14.8	16,896	19.8	6.1	9.8	28.7	44.5
2019E	2,874.0	574.8	430.2	5,690	9.3	19,384	18.1	5.3	8.9	28.0	35.4

코웨이 loCare 서비스 플랫폼 구현



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 Retention 비율



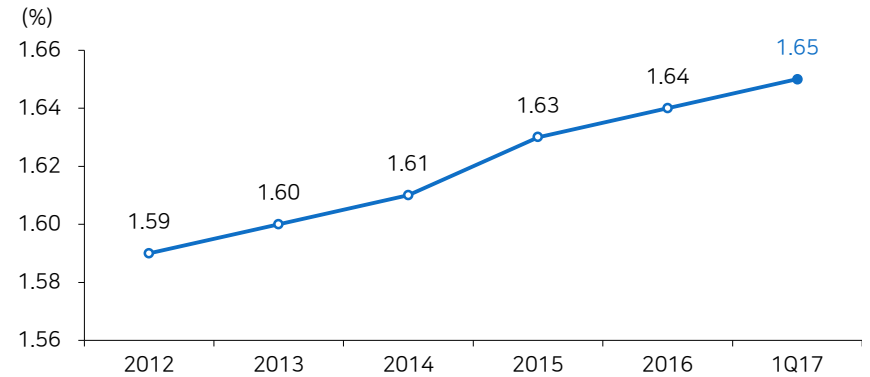
주: 5년 렌탈계약 종료 시, 약 76% 고객 유지 (1Q17 기준)
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

Amazon Alexa 음성인식 연동 - 공기청정기



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

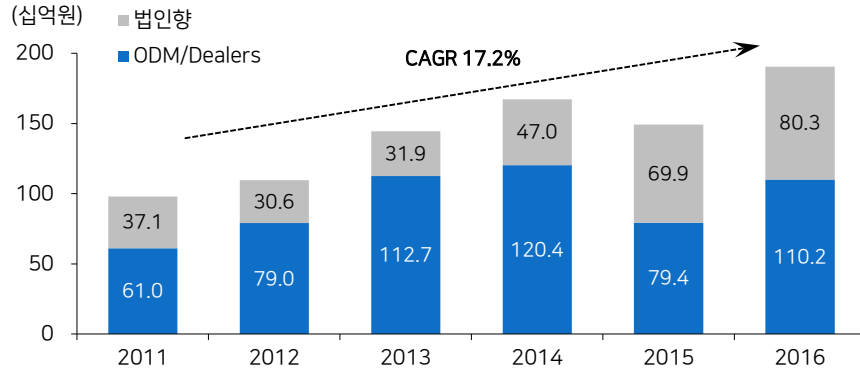
코웨이 중복사용률 추이



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

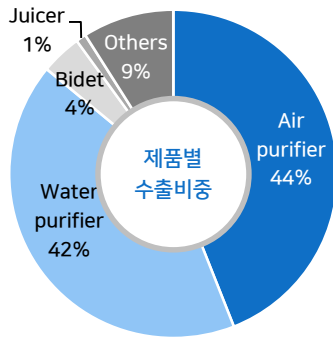
코웨이 해외사업

코웨이 해외사업 매출



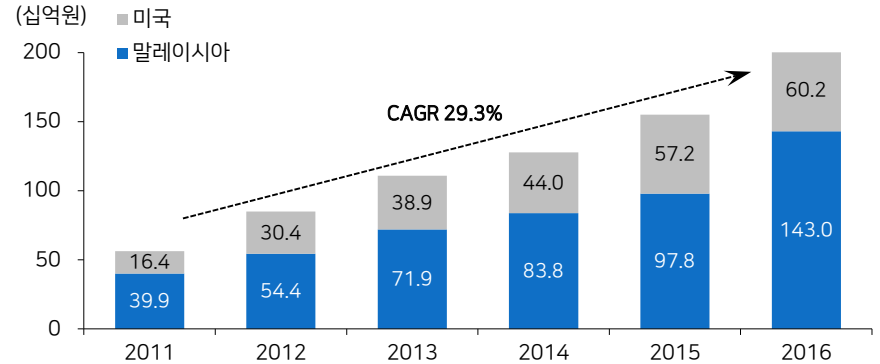
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 제품별 수출비중 (1Q17)



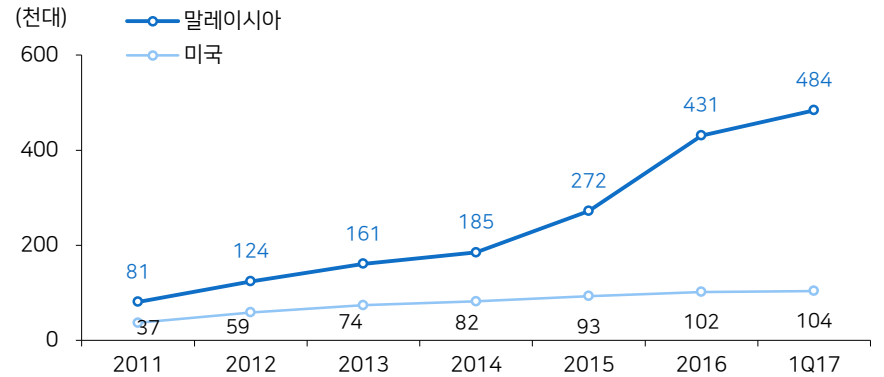
자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 주요 해외법인 매출



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 해외법인 관리계정



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 15

유통

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	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
판매비	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
판매비중 (%)	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

코웨이 세부 매출액 추이 및 전망

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 15

유통

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	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, 메리츠증권증권 리서치센터

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
금융손익	-2.9	-4.9	-7.3	-4.7	-1.8
종속/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 손이익	343.1	243.6	343.5	393.4	430.2
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

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	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(감소)	-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
Key Financial Data					
(원,%,배)	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	22.7	19.8	18.1
PCR	8.2	9.6	11.1	9.9	9.3
PSR	2.8	2.9	3.1	2.9	2.7
PBR	6.1	6.7	7.0	6.1	5.3
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
EBITDA이익률	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