

2017. 7. 20



▲ **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 (7.19) 95,900 원
상승여력 22.0%

KOSPI	2,429.94pt
시가총액	71,751억원
발행주식수	7,482만주
유통주식비율	70.67%
외국인비중	59.92%
52주 최고/최저가	111,000원 / 81,300원
평균거래대금	248.5억원

주요주주(%)	
코웨이홀딩스(외9인)	26.93%
Government of Singapore Investment	7.25%
Lazard Asset Management	6.85%

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.23	11.25	2.79
상대주가	-9.32	-7.13	-9.43

주가그래프



코웨이 021240

오해하지 말자

- ✓ 얼음정수기 관련 언론사 확대 보도로 전일 (7/19) 주가 급락
- ✓ 지난해 한국소비자원 조사 및 이번 방송된 고객 제품에서도 니켈은 검출되지 않음
- ✓ 2Q 실적, 핵심 사업인 렌탈 부문의 정상화로 시장 컨센서스 소폭 상회할 전망
- ✓ 하반기 렌탈 신제품 출시 및 가격 정상화 효과로 양호한 실적이 예상됨
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 117,000원 유지

얼음정수기 관련 언론사 확대 보도로 전일 (7/19) 주가 급락

7/18 (화) 한 언론사에서 지난해에 이어 또 다시 코웨이 얼음정수기에서 니켈이 검출되었다고 보도하면서 전일 주가가 -5.98% 급락했다. 그러나 지난해 한국소비자원이 산업통상자원부와 환경부의 협조를 받아 조사했을 당시, 이번 해당 제품 (CHPI-280L)은 결함이 없고 건강상 위해가 없음을 확인받은 제품이며 수질 검사에서도 니켈이 검출되지 않았다. 또한 방송된 고객의 제품에서 채수한 물에서도 니켈이 검출되지 않은 것으로 전해진다. 결론적으로 구조적 결함이 아닌 단순 불량제품 사례가 지난해 얼음정수기 사태와 연관지어 확대 보도된 것으로 판단한다.

2Q 영업이익 1,206 억원 (+919.3% YoY)의 호실적 전망

2분기 실적은 핵심 사업인 렌탈 부문의 정상화로 매출과 영업이익이 가파르게 회복되면서 시장 컨센서스 (영업이익 1,196억원)를 소폭 상회할 전망이다. 렌탈 부문은 미세먼지 및 공기오염 이슈가 부각되면서 청정기 판매 호조로 전체 판매량이 목표치를 상회하였으며 정수기 또한 리콜 이전 수준까지 회복될 것으로 예상된다. 수출은 말레이시아 (정수기 고성장) 및 미국법인 (청정기 아마존 매출 상승 등) 판매 호조 대비 중국 ODM 부문은 둔화되면서 수출 내 성과가 차별화될 전망이다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 117,000 원 유지

코웨이는 하반기 렌탈 신제품 출시 및 가격 정상화 효과로 양호한 실적이 예상되며, 중장기 해외사업 강화와 함께 적극적인 주주환원정책 또한 긍정적이다. 따라서 코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy와 적정주가 117,000원을 유지한다.

(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	2,504.3	480.2	351.2	4,660	47.1	15,037	20.6	6.4	10.1	28.3	54.5
2018E	2,690.4	538.3	400.9	5,358	15.0	17,263	17.9	5.6	9.1	29.0	44.0
2019E	2,865.2	573.0	429.0	5,733	7.0	19,754	16.7	4.9	8.4	27.7	35.0

표1 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	622.0	555.0	12.1	610.2	1.9	636.5	-2.3
영업이익	120.6	11.8	919.3	120.9	-0.3	119.6	0.8
지배주주순이익	92.7	2.8	3,216.8	75.5	22.8	85.8	8.0

자료: 메리츠증권리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,510.4	2,698.6	2,504.3	2,690.4	-0.2	-0.3
영업이익	470.2	528.4	480.2	538.3	2.1	1.9
지배주주순이익	343.5	393.4	351.2	400.9	2.2	1.9

자료: 메리츠증권리서치센터

표3 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(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	622.0	612.8	659.3	2,504.3
증가율 (% YoY)	7.2	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6	-2.2	12.1	5.0	7.4	5.4
매출원가	728.8	207.0	199.2	192.5	213.5	812.2	193.1	199.0	196.1	217.6	805.8
증가율 (% YoY)	0.3	18.2	16.7	8.1	4.2	11.4	-6.7	-0.1	1.9	1.9	-0.8
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	422.9	416.7	441.8	1,698.5
증가율 (% YoY)	10.6	11.7	-7.5	-2.8	-6.0	-1.4	0.1	18.8	6.6	10.3	8.6
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	302.3	297.5	322.1	1,218.2
증가율 (% YoY)	5.0	7.5	25.5	2.0	2.2	9.1	1.1	-12.1	4.7	5.9	-0.6
판매비중 (%)	48.5	47.0	62.0	48.7	49.5	51.6	48.5	48.6	48.6	48.9	48.6
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	13.0	12.9	12.6	13.0
판매수수료	327.3	86.6	98.3	91.5	95.0	371.4	89.6	96.4	96.1	101.6	383.7
증가율 (% YoY)	5.7	12.8	21.0	10.8	9.6	13.5	3.5	-2.0	5.0	7.0	3.3
매출대비 (%)	14.1	13.9	17.7	15.7	15.5	15.6	14.7	15.5	15.7	15.4	15.3
렌탈자산폐기손실	40.6	10.0	12.9	10.8	13.6	47.4	11.4	11.6	11.4	14.3	48.7
증가율 (% YoY)	0.8	1.2	27.5	0.1	38.8	16.5	13.6	-10.0	5.0	5.0	2.7
매출대비 (%)	1.8	1.6	2.3	1.9	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	2.2	1.9
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	63.6	62.3	67.7	250
증가율 (% YoY)	1.2	-2.9	82.7	0.0	-2.6	18.4	0.1	-40.0	5.0	5.0	-12.6
영업이익	463.3	123.6	11.8	107.0	96.4	338.8	120.9	120.6	119.1	119.6	480.2
증가율 (% YoY)	27.1	23.2	-89.3	-13.7	-25.0	-26.9	-2.2	919.3	11.4	24.0	41.7
영업이익률 (%)	20.0	19.8	2.1	18.3	15.7	14.3	19.8	19.4	19.4	18.1	19.2

자료: 코웨이, 메리츠증권리서치센터

(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	622.0	612.8	659.3	2,504.3
증가율 (% YoY)	7.2	13.8	-0.1	0.5	-2.7	2.6	-2.2	12.1	5.0	7.4	5.4
기타자회사 (해외 등)	153.9	46.1	32.1	33.0	60.7	171.8	38.3	33.7	33.0	62.5	167.5
증가율 (% YoY)	5.1	9.4	15.1	-4.8	23.3	11.6	-16.8	5.0	0.0	3.0	-2.5
코웨이 (개별)	2,161.4	577.6	523.0	550.6	553.4	2,204.6	571.9	588.3	579.8	596.8	2,336.8
증가율 (% YoY)	7.3	14.1	-0.9	0.9	-4.9	2.0	-1.0	12.5	5.3	7.8	6.0
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	16.9	18.5	19.2	75.6
증가율 (% YoY)	3.1	-12.9	-17.9	-2.5	-7.8	-10.6	3.9	-2.0	2.0	3.0	1.8
수출	149.3	56.7	59.8	48.1	52.3	217.0	68.0	67.0	55.3	62.8	253.1
증가율 (% YoY)	-10.8	71.9	53.3	34.4	26.3	45.4	19.9	12.0	15.0	20.0	16.7
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

	언론 보도 내용	Fact Check
1	정부는 지난해 5개사 얼음정수기를 조사한 뒤 이 모델처럼 증발기가 니켈 도금이 된 제품은 벗겨질 수 있는 만큼 스테인리스로 교체하라고 권고했습니다	정부는 기존에 판매된 니켈 도금 증발기 제품을 스테인리스로 교체하라고 권고한 적이 없음. 지난 해 정부 조사 결과에 따르면 코웨이의 CHPI-280L 모델은 니켈 박리 관련 제조상/설계상 결함이 없고 건강상 위해가 없음이 확인됨. 다만 정부는 국민 불안감 해소 및 추가적인 안전성 확보 차원에서 향후 개발 및 판매되는 제품의 증발기 재질을 스테인리스로 변경하라고 권고했으며, 코웨이는 정부 조사 결과 발표 이전인 2016년 9월 생산분부터 이미 스테인리스 증발기를 적용하고 있음
2	이번에 소비자들의 우려가 제기된 니켈 도금 해당 모델은 약 10만 대가 팔렸습니다. 코웨이 측은 순차적으로 스테인리스 부품으로 교체하고 있는데, 이 가운데 6만 5천 대 정도는 아직 교체를 하지 못했다고 밝혔습니다	언론에서는 작년 9월 이전에 판매된 CHPI-280L 모델에 대해 스테인리스 부품으로 교체하고 있다고 언급했으나 이는 사실과 다름. 또한 코웨이측은 언론에 상기 관련 내용을 논의하거나 자료를 제공한 적이 없다고 밝힘
3	정부는 우려 수준이 낮게 나타났더라도 계속 사용하면 니켈 과민군에서 피부염 등이 생길 우려가 있다'고 밝혔습니다	정부 조사 발표에서는 CHPI-280L 모델과 관련해 위해성 우려를 표시한 바가 없음. 언론의 니켈 과민군 피부염 관련 내용은 CHPI-280L 모델에 대한 것이 아님. 보도 내용은 정부가 CHPI-280L 모델과는 상이한 구조의 CHPI-380N/CPI-380N-CHPCI-430N-CP나-370N 모델에 대한 조사 결과를 발표하면서 덧붙인 의견. 오히려 정부는 그와 별도로 시행된 조사에서 CHPI-280L 모델의 니켈 박리 관련해서는 제조상 및 설계상 결함이 없고, 건강상 위해도 없다고 발표하였음

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이(021240)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,315.2	2,376.3	2,504.3	2,690.4	2,865.2
매출액증가율 (%)	7.2	2.6	5.4	7.4	6.5
매출원가	728.8	812.2	805.8	860.9	916.9
매출총이익	1,586.4	1,564.2	1,698.5	1,829.4	1,948.4
판매비와관리비	1,123.1	1,225.4	1,218.2	1,291.2	1,375.3
영업이익	463.3	338.8	480.2	538.3	573.0
영업이익률 (%)	20.0	14.3	19.2	20.0	20.0
금융수익	-2.9	-4.9	-7.2	-4.6	-1.7
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	466.0	531.7	569.4
법인세비용	111.3	80.4	115.3	131.3	141.0
당기순이익	343.1	243.3	350.7	400.4	428.4
지배주주지분 손이익	343.1	243.6	351.2	400.9	429.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	653.3	733.1	712.1	757.8	834.0
현금및현금성자산	116.3	66.3	28.9	23.8	52.3
매출채권	256.0	292.8	289.2	310.7	330.9
재고자산	69.8	70.2	73.8	79.3	84.4
비유동자산	1,122.1	1,234.6	1,296.5	1,344.1	1,379.9
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	54.9	59.0	62.8
자산총계	1,775.4	1,967.7	2,008.6	2,101.9	2,213.8
유동부채	472.9	735.4	657.2	588.2	517.4
매입채무	59.8	58.7	62.5	67.1	71.5
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	51.0	53.9	56.6
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	708.2	642.1	574.0
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	1,297.2	1,457.2	1,637.9
비지배주주지분	0.9	0.5	0.0	-0.5	-1.1
자본총계	1,238.2	1,183.3	1,300.4	1,459.7	1,639.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	512.8	357.5	611.4	643.2	680.5
당기순이익(손실)	343.1	243.3	350.7	400.4	428.4
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	12.6	-18.2	-17.6
투자활동 현금흐름	-329.5	-367.5	-305.7	-309.0	-308.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-329.3	-328.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	3.7	-0.8	-2.8	-4.1	-3.8
재무활동 현금흐름	-213.4	-40.0	-343.1	-339.3	-343.8
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	-37.4	-5.1	28.5
기초현금	147.4	116.3	66.3	28.9	23.8
기말현금	116.3	66.3	28.9	23.8	52.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	30,019	30,890	33,233	35,959	38,296
EPS(지배주주)	4,449	3,167	4,660	5,358	5,733
CFPS	10,263	9,227	9,477	10,596	11,215
EBITDAPS	8,960	7,435	9,570	10,623	11,242
BPS	13,855	13,090	15,037	17,263	19,754
DPS	2,800	3,200	3,200	3,300	3,400
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.3	3.4	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	27.9	20.6	17.9	16.7
PCR	8.2	9.6	10.1	9.1	8.6
PSR	2.8	2.9	2.9	2.7	2.5
PBR	6.1	6.7	6.4	5.6	4.9
EBITDA	691.0	571.9	721.1	794.8	841.1
EV/EBITDA	9.3	12.2	10.1	9.1	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.2	20.1	28.3	29.0	27.7
EBITDA 이익률	29.8	24.1	28.8	29.5	29.4
부채비율	43.4	66.3	54.5	44.0	35.0
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	106.8	55.5	57.3	96.1	202.7
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 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 20일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 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
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
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	117,000	양지혜
2017.07.20	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜

