

2018. 5. 2



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

Trading Buy

적정주가 (12개월) **102,000 원**

현재주가 (4.30) **87,500 원**

상승여력 **16.6%**

KOSPI	2,515.38pt
시가총액	64,575억원
발행주식수	7,380만주
유통주식비율	70.40%
외국인비중	59.99%
52주 최고/최저가	111,000원/83,000원
평균거래대금	131.2억원

주요주주(%)	
코웨이홀딩스 외 7 인	27.36
GIC Private Limited	7.35
Lazard Asset Management LLC 외	6.95

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	-8.1	-12.9
상대주가	-5.3	-8.6	-23.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,376.3	338.8	243.7	3,167	-28.9	15,486	27.9	5.7	12.2	20.1	66.3
2017	2,516.8	472.8	326.1	4,328	36.6	13,128	22.6	7.4	11.0	30.1	119.8
2018E	2,656.1	497.3	361.8	4,891	13.1	14,985	17.9	5.8	9.2	34.7	104.6
2019E	2,834.9	538.2	392.8	5,322	8.8	16,984	16.4	5.2	8.4	33.3	87.1
2020E	3,005.0	573.5	420.1	5,692	7.0	19,254	15.4	4.5	7.8	31.4	72.2

코웨이 021240

1Q18 Review: 시장 컨센서스 충족

- ✓ 1Q 매출액 6,478 억원 (+6.2% YoY), 영업이익 1,313 억원 (+8.6% YoY) 기록
- ✓ 정수기와 공기청정기 판매 호조로 렌탈 매출액 +2.5% 증가
- ✓ 말레이시아법인의 50.6% YoY 높은 성장에도 중국 ODM 부진으로 14.7% YoY 증가
- ✓ 향후 신규 카테고리 성과와 해외 사업 확장 속도에 따라 상승 모멘텀 회복 전망
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 와 적정주가 102,000 원 유지

1Q 시장 컨센서스 충족

코웨이의 연결기준 1 분기 실적은 매출액 6,478 억원 (+6.2% YoY), 영업이익 1,313 억원 (+8.6% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 6,563 억원, 영업이익 1,316 억원)를 충족했다. 정수기와 공기청정기 판매 호조로 렌탈 매출액은 +2.5% 증가했으며 일시불은 지난해 대비 -4.4% 감소하고 화장품 또한 전년수준 (-1.5% YoY)을 유지했다. 해외 사업은 말레이시아법인의 +50.6% YoY (현지화 기준 43.1% YoY) 높은 성장에도 중국 ODM 부진 (-29.3% YoY)으로 +14.7% YoY 증가했다.

신제품 출시 모멘텀 vs. 평균가격 상승 둔화

2 분기에는 신제품 출시 (5 월 의류청정기, 6 월 RO 필터 기반의 직수형 정수기)로 렌탈 순증폭이 확대될 전망이다. 코웨이는 프리미엄 제품 중심으로 경쟁 우위를 확고히 구축하고 있는 가운데 지난해 대비 렌탈 ARPU 증가보다는 계정 수 확대에 집중할 계획이다. 해외 수출 또한 말레이시아 고성장과 한중관계 개선 등으로 하반기 성장률이 상반기보다 확대될 것으로 판단한다.

투자 의견 Trading Buy 와 적정주가 102,000 원 유지

국내 정수기 렌탈 시장의 경쟁 심화 우려 요인을 감안하더라도 현 주가는 2018 년 기준 PER 17.9 배, 배당수익률 3.8% 수준으로 역사적 평균 PER 24 배 대비 저평가되어 있다고 판단하여 투자 의견 Trading Buy 와 적정주가 102,000 원을 유지한다. 국내 렌탈 시장 내 견고한 시장 지배력을 유지하고 있는 가운데 향후 신규 카테고리 성과와 해외 사업 확장 속도에 따라 주가 상승 모멘텀이 회복될 것으로 판단한다.

표1 코웨이 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	647.8	610.2	6.2	653.6	-0.9	654.2	-1.0	656.3	-1.3
영업이익	131.3	120.9	8.6	107.1	22.6	133.5	-1.6	131.6	-0.2
지배주주순이익	95.3	75.5	26.2	61.8	54.3	98.7	-3.4	92.7	2.8
영업이익률 (%)	10.2	11.8		10.5		10.8		10.8	-0.7
지배주주순이익률 (%)	7.4	7.4		6.0		8.0		7.6	-0.2

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,705.7	2,881.6	2,656.1	2,834.9	-1.8	-1.6
영업이익	521.0	564.8	497.3	538.2	-4.6	-4.7
지배주주순이익	382.0	415.9	361.8	392.8	-5.3	-5.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	2,376.4	610.2	623.4	629.6	653.6	2,516.8	647.8	650.7	663.3	694.4	2,656.1
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	6.2	4.4	5.4	6.2	5.5
매출원가	812.2	193.1	194.9	195.0	215.6	798.6	201.8	201.7	205.6	229.2	838.3
증가율 (% YoY)	11.4	-6.7	-2.1	1.3	1.0	-1.7	4.5	3.5	5.4	6.3	5.0
매출원가율 (%)	34.2	31.6	31.3	31.0	33.0	31.7	31.2	31.0	31.0	33.0	31.6
매출총이익	1,564.2	417.1	428.5	434.6	438.1	1,718.2	446.0	449.0	457.7	465.2	1,817.9
증가율 (% YoY)	-1.4	0.1	20.4	11.1	9.3	9.8	6.9	4.8	5.3	6.2	5.8
매출총이익률 (%)	65.8	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3	68.8	69.0	69.0	67.0	68.4
판관비	1,225.4	296.2	307.9	310.5	331.0	1,245.6	314.7	325.6	330.8	349.4	1,320.5
증가율 (% YoY)	9.1	1.1	-10.5	9.3	8.8	1.7	6.2	5.7	6.5	5.6	6.0
판관비중 (%)	51.6	48.5	49.4	49.3	50.6	49.5	48.6	50.0	49.9	50.3	49.7
인건비	315.1	82.5	90.9	85.6	83.9	342.9	89.6	94.5	89.0	88.1	361.2
증가율 (% YoY)	5.6	3.4	14.8	11.5	5.7	8.8	8.6	4.0	4.0	5.0	5.4
매출대비 (%)	13.3	13.5	14.6	13.6	12.8	13.6	13.8	14.5	13.4	12.7	13.6
판매수수료	371.4	89.6	97.4	99.5	99.9	386.4	97.9	107.1	109.5	104.9	419.4
증가율 (% YoY)	13.5	3.5	-1.0	8.7	5.2	4.0	9.3	10.0	10.0	5.0	8.5
매출대비 (%)	15.6	14.7	15.6	15.8	15.3	15.4	15.1	16.5	16.5	15.1	15.8
렌탈자산폐기손실	47.4	11.4	10.6	11.7	9.8	43.4	10.9	10.1	11.7	10.0	42.8
증가율 (% YoY)	16.5	13.6	-17.8	8.0	-28.3	-8.3	-4.0	-5.0	0.0	3.0	-1.6
매출대비 (%)	2.0	1.9	1.7	1.9	1.5	1.7	1.7	1.5	1.8	1.4	1.6
해약률 (%)	1.20	1.20	1.19	1.00	0.86	1.06	1.02				
광고선전비	39.4	7.6	11.6	8.3	14.8	42.4	10.8	12.8	10.4	15.6	49.6
증가율 (% YoY)	-15.0	-44.2	6.3	74.9	46.8	7.5	42.7	10.0	25.0	5.0	17.1
매출대비 (%)	1.7	1.2	1.9	1.3	2.3	1.7	1.7	2.0	1.6	2.2	1.9
지급수수료	165.6	48.4	39.4	41.6	45.0	174.4	43.4	40.2	42.0	45.5	171.1
증가율 (% YoY)	-1.7	4.4	7.3	1.7	8.2	5.3	-10.3	2.0	1.0	1.0	-1.9
매출대비 (%)	7.0	7.9	6.3	6.6	6.9	6.9	6.7	6.2	6.3	6.5	6.4
기타	287	56.7	58.0	63.8	77.6	256	61.9	60.9	68.3	85.3	276
증가율 (% YoY)	18.4	0.1	-45.3	7.5	20.2	-10.6	9.2	5.0	7.0	10.0	8.0
영업이익	338.8	120.9	120.6	124.1	107.1	472.7	131.3	123.4	126.8	115.8	497.3
증가율 (% YoY)	-26.9	-2.2	919.4	16.0	11.0	39.5	8.6	2.3	2.2	8.2	5.2
영업이익률 (%)	14.3	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8	20.3	19.0	19.1	16.7	18.7

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코웨이 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	2,376.4	610.2	623.4	629.6	653.6	2,516.8	647.8	650.7	663.3	694.4	2,656.1
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	6.2	4.4	5.4	6.2	5.5
기타자회사 (해외 등)	171.8	38.3	48.3	45.0	69.0	200.6	76.2	62.8	56.2	86.2	281.5
증가율 (% YoY)	11.7	-16.8	50.7	36.3	13.6	16.7	99.1	30.0	25.0	25.0	40.3
코웨이 (개별)	2,204.5	571.9	575.0	584.6	584.6	2,316.2	571.5	587.8	607.1	608.2	2,374.6
증가율 (% YoY)	2.0	-1.0	10.0	6.2	5.7	5.1	-0.1	2.2	3.8	4.0	2.5
렌탈	1,424.2	369.5	379.5	378.5	378.5	1,506.0	378.7	396.6	397.6	391.9	1,564.8
증가율 (% YoY)	-4.5	-2.8	20.0	3.1	4.9	5.7	2.5	4.5	5.0	3.5	3.9
계정수 (천대)	4,856	4,875	4,923	4,935	4,970	4,926	5,032	5,120	5,133	5,094	5,095
증가율 (% YoY)	2.5	0.6	0.4	2.1	2.7	1.4	3.2	4.0	4.0	2.5	3.4
ARPU (월)	24,450	25,264	25,696	25,565	25,387	25,478	25,088	25,824	25,820	25,641	25,593
증가율 (% YoY)	-6.8	-3.4	19.6	1.0	2.1	4.2	-0.7	0.5	1.0	1.0	0.5
멤버십	167.5	37.8	36.7	35.9	34.3	144.7	32.2	32.1	31.3	29.9	125.5
증가율 (% YoY)	-6.8	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-13.6	-14.8	-12.7	-12.7	-12.7	-13.2
계정수 (천대)	913	838	823	810	778	812	752	741	729	701	731
증가율 (% YoY)	-5.6	-10.5	-11.3	-11.3	-11.1	-11.1	-10.2	-10.0	-10.0	-10.0	-10.1
ARPU (월)	15,282	15,044	14,879	14,775	14,674	14,843	14,275	14,433	14,332	14,234	14,318
증가율 (% YoY)	-1.3	-1.5	-2.6	-3.8	-3.6	-2.9	-5.1	-3.0	-3.0	-3.0	-3.5
일시불	195.8	45.9	50.4	47.3	48.6	192.2	43.9	51.4	49.7	51.0	196.0
증가율 (% YoY)	14.3	-9.0	-6.7	11.0	-0.2	-1.8	-4.4	2.0	5.0	5.0	2.0
화장품	74.2	20.9	18.7	19.4	20.7	79.7	20.6	19.1	19.8	20.9	80.4
증가율 (% YoY)	-10.6	3.9	8.3	6.9	10.8	7.4	-1.5	2.0	2.0	1.0	0.8
수출	217.0	68.0	55.5	68.6	67.6	259.7	54.3	52.8	72.0	77.7	256.8
증가율 (% YoY)	45.4	19.9	-7.1	42.6	29.1	19.7	-20.1	-5.0	5.0	15.0	-1.1
기타 (금융리스 포함)	125.9	29.8	34.1	34.9	35.0	133.9	41.8	35.8	36.7	36.8	151.1
증가율 (% YoY)	44.5	9.3	2.9	7.2	6.5	6.3	40.3	5.0	5.0	5.0	12.9

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

코웨이 (021240)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,376.3	2,516.8	2,656.1	2,834.9	3,005.0
매출액증가율 (%)	2.6	5.9	5.5	6.7	6.0
매출원가	812.2	798.5	838.3	893.0	943.6
매출총이익	1,564.2	1,718.3	1,817.8	1,942.0	2,061.5
판매관리비	1,225.4	1,245.5	1,320.5	1,403.8	1,488.0
영업이익	338.8	472.8	497.3	538.2	573.5
영업이익률	14.3	18.8	18.7	19.0	19.1
금융손익	-4.9	-11.4	-14.5	-12.6	-10.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.2	-21.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	323.8	439.9	482.8	525.6	563.4
법인세비용	80.4	114.3	121.2	133.0	143.5
당기순이익	243.3	325.6	361.6	392.6	419.9
지배주주지분 손이익	243.7	326.1	361.8	392.8	420.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	357.5	553.6	631.2	655.5	690.0
당기순이익(손실)	243.3	325.6	361.6	392.6	419.9
유형자산상각비	225.0	227.3	243.8	257.9	268.4
무형자산상각비	8.2	8.2	9.2	7.6	6.4
운전자본의 증감	-232.3	-148.5	2.1	-15.1	-14.7
투자활동 현금흐름	-367.5	-289.7	-305.3	-307.0	-306.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-328.2	-336.8	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-4.0	-0.9	-3.1	-4.0	-3.8
재무활동 현금흐름	-40.0	-218.3	-296.5	-352.0	-356.8
차입금의 증감	263.8	330.5	-50.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	-0.3	2.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-50.0	44.0	29.4	-3.4	26.7
기초현금	116.3	66.3	110.3	139.7	136.2
기말현금	66.3	110.3	139.7	136.2	163.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	733.1	791.5	844.6	888.6	960.5
현금및현금성자산	66.3	110.3	139.7	136.2	163.0
매출채권	292.8	314.6	320.5	342.1	362.6
재고자산	70.2	74.9	76.5	81.7	86.6
비유동자산	1,234.6	1,367.4	1,417.6	1,456.1	1,485.2
유형자산	669.4	712.4	768.6	810.8	842.4
무형자산	183.0	183.9	174.8	167.1	160.8
투자자산	55.3	56.2	59.4	63.3	67.1
자산총계	1,967.7	2,158.9	2,262.2	2,344.7	2,445.7
유동부채	735.4	1,124.8	1,102.3	1,034.8	965.7
매입채무	58.7	54.2	59.6	63.6	67.4
단기차입금	340.0	670.0	620.0	520.0	420.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	49.0	51.9	54.1	56.9	59.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	12.3	12.3	12.3	12.3
부채총계	784.4	1,176.6	1,156.4	1,091.7	1,025.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.2	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	-5.8	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
이익잉여금	1,179.7	963.0	1,086.7	1,234.2	1,401.8
비지배주주지분	0.5	0.1	-0.1	-0.3	-0.5
자본총계	1,183.3	982.3	1,105.8	1,253.1	1,420.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	30,891	33,402	35,911	38,414	40,719
EPS(지배주주)	3,167	4,328	4,891	5,322	5,692
CFPS	9,227	10,640	10,144	10,890	11,494
EBITDAPS	7,435	9,400	10,144	10,890	11,494
BPS	15,486	13,128	14,985	16,984	19,254
DPS	3,200	3,200	3,300	3,400	3,500
배당수익률(%)	3.6	3.3	3.8	3.9	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.6	17.9	16.4	15.4
PCR	9.6	9.2	8.6	8.0	7.6
PSR	2.9	2.9	2.4	2.3	2.1
PBR	5.7	7.4	5.8	5.2	4.5
EBITDA	572.0	708.3	750.3	803.7	848.2
EV/EBITDA	12.2	11.0	9.2	8.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	30.1	34.7	33.3	31.4
EBITDA 이익률	24.1	28.1	28.2	28.3	28.2
부채비율	66.3	119.8	104.6	87.1	72.2
금융비용부담률	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	55.5	38.3	31.7	38.7	49.8
매출채권회전율(x)	8.7	8.3	8.4	8.6	8.5
재고자산회전율(x)	33.9	34.7	35.1	35.8	35.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 02일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이 (021240) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Buy	116,000	양지혜	-14.5	-2.6	
2016.08.03	기업브리프	Trading Buy	96,000	양지혜	-6.7	2.7	
2016.10.05	기업브리프	Buy	118,000	양지혜	-22.9	-18.2	
2016.12.08	기업브리프	Buy	118,000	양지혜	-23.9	-18.2	
2017.02.16	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜	-10.6	-1.0	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.4	-5.1	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.2	-5.1	
2017.07.20	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.3	-5.1	
2018.01.10	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.8	-5.1	
2018.02.13	기업브리프	Trading Buy	102,000	양지혜	-13.8	-9.5	
2018.05.02	기업브리프	Trading Buy	102,000	양지혜	-	-	