

2018. 10. 31



▲ **유통/화장품**

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

**Trading Buy**

**적정주가 (12개월)** **75,000 원**

**현재주가 (10.30)** **68,000 원**

**상승여력** **10.3%**

KOSPI 2,014.69pt

시가총액 50,184억원

발행주식수 7,380만주

유통주식비율 75.48%

외국인비중 64.09%

52주 최고/최저가 110,500원/63,000원

평균거래대금 235.8억원

**주요주주(%)**

코웨이홀딩스 외 6 인 22.33

GIC Private Limited 7.35

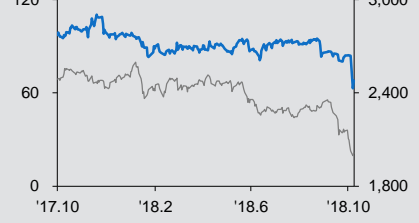
국민연금 6.92

**주가상승률(%)** **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -21.7 -22.3 -28.6

상대주가 -8.9 -3.0 -11.3

**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	2,702.0	498.5	355.4	4,805	11.1	14,995	14.2	4.5	7.3	34.0	105.3
2019E	2,845.2	501.9	365.8	4,957	3.2	16,823	13.7	4.0	7.0	31.2	88.2
2020E	2,987.4	556.3	407.5	5,522	11.4	19,215	12.3	3.5	6.3	30.6	72.1

# 코웨이 021240

## 최대주주 변경 우려감 상당수 선반영

- ✓ 3Q 매출액 6,698억원 (+6.4% YoY), 영업이익 1,304억원 (+5.0% YoY) 기록
- ✓ 렌탈 +1.0% YoY, 해외 수출 +16.5% YoY (말레이시아 +67.8% YoY 등) 성장
- ✓ 최대주주 변경에 따른 인수구조 및 향후 사업전략에 대한 불확실성으로 주가 하락
- ✓ 당분간 높은 프리미엄 적용은 어렵겠지만 주주환원 정책의 변화 가능성은 제한적
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 75,000원으로 하향

### 3분기 실적 시장 컨센서스 충족

코웨이의 3분기 연결기준 실적은 매출액 6,698억원 (+6.4% YoY), 영업이익 1,304억원 (+5.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스를 충족했다. 렌탈 계정수 +4.3% YoY 증가에도 ARPU (평균가격)이 -3.2% 하락하여 전체 렌탈 매출액 증가율은 +1.0% YoY에 불과했다. 일시불은 지난해 대비 -19.2% 감소하고 화장품 또한 -9.6% YoY 감소했다. 말레이시아법인 +67.8% YoY (현지화 기준 +62.3% YoY)와 미국법인 +35.5% YoY YoY (현지화 기준 +37.1% YoY)의 높은 성장에도 중국 ODM 부진 (-27.8% YoY)으로 해외 수출은 +16.5% YoY 증가했다.

### 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 75,000 원으로 하향

코웨이의 최대주주가 코웨이홀딩스 (MBK파트너스)에서 웅진씽크빅으로 변경될 예정이다. 이에 따른 인수구조 및 중장기 사업전략에 대한 불확실성이 확대되면서 코웨이 주가가 큰 폭으로 하락했다. 향후 최대주주 변경으로 인력 변화에 따른 인건비 증가, 로열티 지급 등의 비용 발생 가능성을 보수적으로 감안하여 2019년 예상 EPS를 -6.9% 하향했고 목표 PER 또한 20배 (사모펀드 인수 이후 평균 24배에서 최근 성장률 둔화 감한 15% 할인 적용해왔음)에서 15배 (과거 웅진그룹 시절 평균 PER)로 하향하여 적정주가 75,000원을 제시한다. 과거 대비 국내 방문판매 시장이 성숙기에 진입했고 홈쇼핑 등 시판채널의 성장과 가전제조사들의 렌탈 서비스 시장 진출도 강화되고 있기 때문에 당분간 높은 프리미엄 적용은 어려울 것으로 판단한다. 다만 MBK파트너스 인수 이전에도 웅진코웨이는 고배당정책을 지속해왔기 때문에 주주환원 정책의 변화 가능성은 제한적이다. 최대주주 변경에 따른 우려감은 상당수 선반영되었다고 판단하여 투자의견 Trading Buy를 유지한다.

**표1 코웨이 3Q18 실적 Review**

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	669.8	629.6	6.4	678.1	-1.2	663.3	1.0	680.3	-1.5
영업이익	130.4	124.2	5.0	129.3	0.8	126.8	2.8	133.4	-2.3
지배주주순이익	94.3	93.5	0.9	90.8	3.8	100.2	-5.9	97.2	-3.0
영업이익률 (%)	19.5			19.1		19.1		19.6	-0.1%p
지배주주순이익률 (%)	14.1			13.4		15.1		14.3	-0.2%p

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

**표2 추정치 변경 내역**

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,656.1	2,834.9	2,702.0	2,845.2	1.7	0.4
영업이익	497.3	538.2	498.5	501.9	0.2	-6.7
지배주주순이익	361.8	392.8	355.4	365.8	-1.8	-6.9

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

**표3 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)**

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E
매출액	2,376.4	610.2	623.4	629.6	653.6	2,516.8	647.8	678.1	669.8	706.4	2,702.0
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	6.2	8.8	6.4	8.1	7.4
매출원가	812.2	193.1	194.9	195.0	215.6	798.6	201.8	218.0	214.0	239.5	873.3
증가율 (% YoY)	11.4	-6.7	-2.1	1.3	1.0	-1.7	4.5	11.9	9.8	11.1	9.4
매출원가율 (%)	34.2	31.6	31.3	31.0	33.0	31.7	31.2	32.2	32.0	33.9	32.3
매출총이익	1,564.2	417.1	428.5	434.6	438.1	1,718.2	446.0	460.0	455.8	466.9	1,828.7
증가율 (% YoY)	-1.4	0.1	20.4	11.1	9.3	9.8	6.9	7.4	4.9	6.6	6.4
매출총이익률 (%)	65.8	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3	68.8	67.8	68.0	66.1	67.7
판매비	1,225.4	296.2	307.9	310.5	331.0	1,245.6	314.7	330.7	325.4	359.4	1,330.2
증가율 (% YoY)	9.1	1.1	-10.5	9.3	8.8	1.7	6.2	7.4	4.8	8.6	6.8
판매비중 (%)	51.6	48.5	49.4	49.3	50.6	49.5	48.6	48.8	48.6	50.9	49.2
인건비	315.1	82.5	90.9	85.6	83.9	342.9	89.6	85.9	88.5	92.3	356.3
증가율 (% YoY)	5.6	3.4	14.8	11.5	5.7	8.8	8.6	-5.4	3.4	10.0	3.9
매출대비 (%)	13.3	13.5	14.6	13.6	12.8	13.6	13.8	12.7	13.2	13.1	13.2
판매수수료	371.4	89.6	97.4	99.5	99.9	386.4	97.9	106.5	106.3	106.9	417.6
증가율 (% YoY)	13.5	3.5	-1.0	8.7	5.2	4.0	9.3	9.4	6.8	7.0	8.1
매출대비 (%)	15.6	14.7	15.6	15.8	15.3	15.4	15.1	15.7	15.9	15.1	15.5
렌탈자산폐기손실	47.4	11.4	10.6	11.7	9.8	43.4	10.9	13.0	13.4	10.5	47.9
증가율 (% YoY)	16.5	13.6	-17.8	8.0	-28.3	-8.3	-4.0	22.9	14.3	8.0	10.2
매출대비 (%)	2.0	1.9	1.7	1.9	1.5	1.7	1.7	1.9	2.0	1.5	1.8
해약률 (%)	1.20	1.20	1.19	1.00	0.86	1.06	1.02	1.10	1.01		
광고선전비	39.4	7.6	11.6	8.3	14.8	42.4	10.8	12.9	10.7	17.1	51.6
증가율 (% YoY)	-15.0	-44.2	6.3	74.9	46.8	7.5	42.7	11.3	29.5	15.0	21.8
매출대비 (%)	1.7	1.2	1.9	1.3	2.3	1.7	1.7	1.9	1.6	2.4	1.9
지급수수료	165.6	48.4	39.4	41.6	45.0	174.4	43.4	42.9	43.6	47.3	177.2
증가율 (% YoY)	-1.7	4.4	7.3	1.7	8.2	5.3	-10.3	9.0	4.7	5.0	1.6
매출대비 (%)	7.0	7.9	6.3	6.6	6.9	6.9	6.7	6.3	6.5	6.7	6.6
기타	287	56.7	58.0	63.8	77.6	256	61.9	69.3	63.0	85.3	280
증가율 (% YoY)	18.4	0.1	-45.3	7.5	20.2	-10.6	9.2	19.5	-1.3	10.0	9.2
영업이익	338.8	120.9	120.6	124.1	107.1	472.7	131.3	129.3	130.4	107.5	498.5
증가율 (% YoY)	-26.9	-2.2	919.4	16.0	11.0	39.5	8.6	7.2	5.0	0.4	5.5
영업이익률 (%)	14.3	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8	20.3	19.1	19.5	15.2	18.4

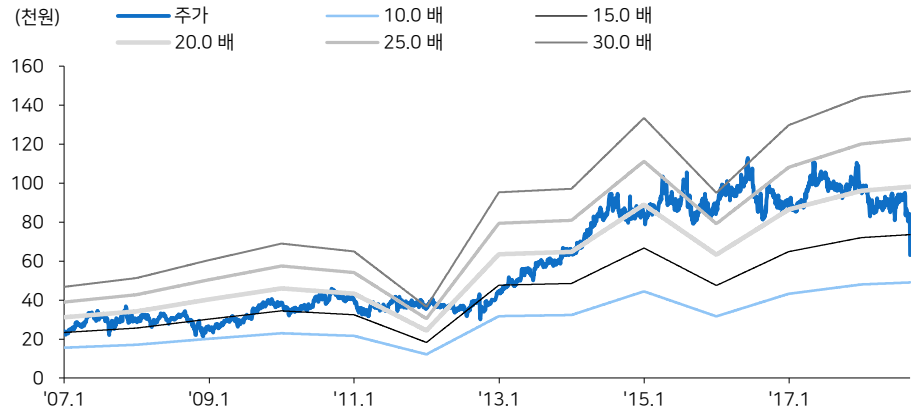
자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

표4 코웨이 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E
<b>매출액</b>	<b>2,376.4</b>	<b>610.2</b>	<b>623.4</b>	<b>629.6</b>	<b>653.6</b>	<b>2,516.8</b>	<b>647.8</b>	<b>678.1</b>	<b>669.8</b>	<b>706.4</b>	<b>2,702.0</b>
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	6.2	8.8	6.4	8.1	7.4
기타자회사 (해외 등)	171.8	38.3	48.3	45.0	69.0	200.6	76.2	82.3	74.3	103.5	336.3
증가율 (% YoY)	11.7	-16.8	50.7	36.3	13.6	16.7	99.2	70.2	65.4	50.0	67.7
코웨이 (개별)	2,204.5	571.9	575.0	584.6	584.6	2,316.2	571.5	595.8	595.4	602.9	2,365.7
증가율 (% YoY)	2.0	-1.0	10.0	6.2	5.7	5.1	-0.1	3.6	1.8	3.1	2.1
렌탈	1,424.2	369.5	379.5	378.5	378.5	1,506.0	378.7	382.7	382.2	387.6	1,531.3
증가율 (% YoY)	-4.5	-2.8	20.0	3.1	4.9	5.7	2.5	0.9	1.0	2.4	1.7
계정수 (천대)	4,856	4,875	4,923	4,935	4,970	4,926	5,032	5,106	5,150	5,194	5,120
증가율 (% YoY)	2.5	0.6	0.4	2.1	2.7	1.4	3.2	3.7	4.3	4.5	4.0
ARPU (월)	24,450	25,264	25,696	25,565	25,387	25,478	25,088	24,984	24,738	24,880	24,922
증가율 (% YoY)	-6.8	-3.4	19.6	1.0	2.1	4.2	-0.7	-2.8	-3.2	-2.0	-2.2
멤버십	167.5	37.8	36.7	35.9	34.3	144.7	32.2	31.1	29.4	29.3	122.0
증가율 (% YoY)	-6.8	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-13.6	-14.8	-15.4	-18.0	-14.5	-15.7
계정수 (천대)	913	838	823	810	778	812	752	735	694	701	720
증가율 (% YoY)	-5.6	-10.5	-11.3	-11.3	-11.1	-11.1	-10.2	-10.7	-14.3	-10.0	-11.3
ARPU (월)	15,282	15,044	14,879	14,775	14,674	14,843	14,275	14,092	14,143	13,940	14,112
증가율 (% YoY)	-1.3	-1.5	-2.6	-3.8	-3.6	-2.9	-5.1	-5.3	-4.3	-5.0	-4.9
일시불	195.8	45.9	50.4	47.3	48.6	192.2	43.9	47.3	38.2	45.2	174.6
증가율 (% YoY)	14.3	-9.0	-6.7	11.0	-0.2	-1.8	-4.4	-6.2	-19.2	-7.0	-9.2
화장품	74.2	20.9	18.7	19.4	20.7	79.7	20.6	18.6	17.5	20.9	77.6
증가율 (% YoY)	-10.6	3.9	8.3	6.9	10.8	7.4	-1.5	-0.7	-9.6	1.0	-2.7
수출	217.0	68.0	55.5	68.6	67.6	259.7	54.3	71.8	79.9	74.3	280.4
증가율 (% YoY)	45.4	19.9	-7.1	42.6	29.1	19.7	-20.1	29.3	16.5	10.0	8.0
기타 (금융리스 포함)	125.9	29.8	34.1	34.9	35.0	133.9	41.8	44.3	48.2	45.5	179.8
증가율 (% YoY)	44.5	9.3	2.9	7.2	6.5	6.3	40.3	29.8	37.8	30.0	34.3

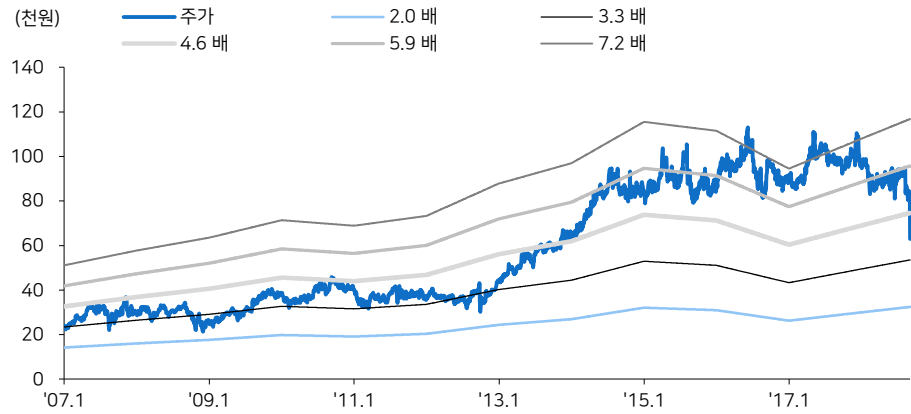
자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코웨이 PER band (Forward)



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코웨이 PBR band (Forward)



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

## 코웨이 (021240)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,376.3</b>	<b>2,516.8</b>	<b>2,702.0</b>	<b>2,845.2</b>	<b>2,987.4</b>
매출액증가율 (%)	2.6	5.9	7.4	5.3	5.0
매출원가	812.2	798.5	873.3	932.6	950.0
매출총이익	1,564.2	1,718.3	1,828.7	1,912.5	2,037.4
판매관리비	1,225.4	1,245.5	1,330.2	1,410.6	1,481.2
<b>영업이익</b>	<b>338.8</b>	<b>472.8</b>	<b>498.5</b>	<b>501.9</b>	<b>556.3</b>
영업이익률	14.3	18.8	18.4	17.6	18.6
금융손익	-4.9	-11.4	-14.5	-12.7	-10.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.2	-21.5	-10.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	323.8	439.9	474.0	489.2	546.1
법인세비용	80.4	114.3	119.0	123.8	139.1
<b>당기순이익</b>	<b>243.3</b>	<b>325.6</b>	<b>355.0</b>	<b>365.4</b>	<b>407.0</b>
지배주주지분 순이익	243.7	326.1	355.4	365.8	407.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>357.5</b>	<b>553.6</b>	<b>629.7</b>	<b>637.2</b>	<b>685.6</b>
당기순이익(손실)	243.3	325.6	355.0	365.4	407.0
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	7.3	-6.3	-6.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-367.5</b>	<b>-289.7</b>	<b>-307.4</b>	<b>-305.4</b>	<b>-305.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-328.2	-336.8	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-4.0	-0.9	-4.1	-3.2	-3.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-40.0</b>	<b>-218.3</b>	<b>-296.6</b>	<b>-344.9</b>	<b>-342.5</b>
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	25.7	-13.1	37.9
기초현금	116.3	66.3	110.3	136.0	123.0
기말현금	66.3	110.3	136.0	123.0	160.9

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>733.1</b>	<b>791.5</b>	<b>853.1</b>	<b>878.1</b>	<b>953.7</b>
현금및현금성자산	66.3	110.3	136.0	123.0	160.9
매출채권	292.8	314.6	326.0	343.3	360.5
재고자산	70.2	74.9	77.9	82.0	86.1
<b>비유동자산</b>	<b>1,234.6</b>	<b>1,367.4</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,456.3</b>	<b>1,484.8</b>
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	60.4	63.6	66.8
<b>자산총계</b>	<b>1,967.7</b>	<b>2,158.9</b>	<b>2,271.7</b>	<b>2,334.4</b>	<b>2,438.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>735.4</b>	<b>1,124.8</b>	<b>1,110.7</b>	<b>1,036.7</b>	<b>962.5</b>
매입채무	58.7	54.2	60.6	63.8	67.0
단기차입금	340.0	670.0	620.0	520.0	420.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>49.0</b>	<b>51.9</b>	<b>54.8</b>	<b>57.0</b>	<b>59.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	12.3	12.3	12.3	12.3
<b>부채총계</b>	<b>784.4</b>	<b>1,176.6</b>	<b>1,165.4</b>	<b>1,093.7</b>	<b>1,021.8</b>
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	1,087.5	1,222.3	1,398.8
비지배주주지분	0.5	0.1	-0.4	-0.8	-1.3
<b>자본총계</b>	<b>1,183.3</b>	<b>982.3</b>	<b>1,106.3</b>	<b>1,240.7</b>	<b>1,416.7</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,891	33,402	36,531	38,553	40,480
EPS(지배주주)	3,167	4,328	4,805	4,957	5,522
CFPS	9,227	10,640	10,025	10,398	11,260
EBITDAPS	7,435	9,400	10,160	10,398	11,260
BPS	15,486	13,128	14,995	16,823	19,215
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
배당수익률(%)	3.6	3.3	4.7	4.7	4.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	27.9	22.6	14.2	13.7	12.3
PCR	9.6	9.2	6.8	6.5	6.0
PSR	2.9	2.9	1.9	1.8	1.7
PBR	5.7	7.4	4.5	4.0	3.5
EBITDA	572.0	708.3	751.5	767.4	831.0
EV/EBITDA	12.2	11.0	7.3	7.0	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.1	30.1	34.0	31.2	30.6
EBITDA 이익률	24.1	28.1	27.8	27.0	27.8
부채비율	66.3	119.8	105.3	88.2	72.1
금융비용부담률	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	55.5	38.3	31.8	36.1	48.3
매출채권회전율(x)	8.7	8.3	8.4	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	33.9	34.7	35.4	35.6	35.5

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 31일 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** (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)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 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)	
2016.12.08	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	-13.0	-6.9	
2018.10.31	기업브리프	Trading Buy	75,000	양지혜	-	-	