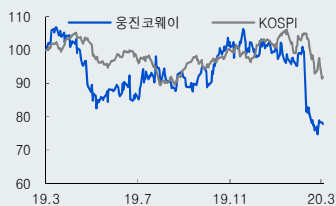


투자 의견(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	94,000원
현재주가(20/03/10)	70,700원
상승여력	33%

영업이익(20F, 십억원)	550
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	581
EPS 성장률(19P, %)	-4.7
MKT EPS 성장률(19F, %)	-35.2
P/E(19P, x)	20.6
MKT P/E(19F, x)	13.9
KOSPI	1,962.93
시가총액(십억원)	5,218
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	73.1
외국인 보유비중(%)	60.8
베타(12M) 일간수익률	0.53
52주 최저가(원)	67,800
52주 최고가(원)	97,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.2	-12.6	-22.1
상대주가	-11.6	-9.5	-15.2



[첨단금융소재/기계]

이재광
02-3774-6022
jkree@miraeasset.com

코웨이 (021240)

새로운 출발

투자 의견 매수, 목표가 94,000원으로 커버리지 개시

코웨이 기업분석을 개시. 투자 의견 매수, 목표주가 94,000원 제시. 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출. (COE 7.6%, beta 0.9, ERP 6%, RFR 2%, TGR 3% 가정) 목표주가는 20년 예상 P/E 17배 수준으로 11년 이후 평균(20배) 감안 시 무리한 수준 아님. 배당성향은 12~18년 평균 71%에서 30% 수준으로 낮아질 것으로 예상. 우리는 동사가 향후 5년간 연평균 6.5% 수준의 성장이 가능하다고 판단(인도네시아는 진출 초기임을 감안, 추정치 미반영)하며, 근거는 아래 투자포인트와 같음.

1) 넷마블의 경영권 인수로 그룹 리스크 해소와 중장기적 시너지 기대

20년 2월 최대주주가 웅진씽크빅에서 넷마블로 변경됨. 넷마블은 지분 25.08%를 주당 94,000원, 1.74조원에 매입. 넷마블의 경영권 매입은 18년 웅진그룹의 동사에 대한 재인수 이후 불거졌던 그룹 리스크를 완화시켜줄 것으로 예상. 중장기적으로는 넷마블이 게임 사업에서 확보한 빅데이터 분석 및 운영 노하우를 동사 제품에 접목, 스마트홈 사업 확장도 기대

2) 국내 사업: 렌탈 품목 확대로 성장 지속 전망

국내 렌탈 사업은 정수기를 필두로 경쟁이 심화되고 있으나, 1인 가구, 맞벌이 가구 등이 주된 소비층으로 부상, 시간을 아끼고 편의성을 확보할 수 있다면 기꺼이 비용을 지불하는 소비 트렌드가 확대되면서 렌탈 품목의 다변화가 이뤄지고 있어 향후에도 지속적인 성장이 가능할 것으로 판단. 동사는 확고한 1위 사업자로서의 이점을 바탕으로 렌탈 품목 확대하면서 성장 가능할 것으로 전망. 최근에는 매트리스가 정수기/공기청정기/비데에 이어 메가 렌탈 품목으로 빠르게 성장 중.

3) 해외 사업: 말레이시아 성공을 바탕으로 인도네시아 시장 진출

동사의 말레이시아 법인은 19년 매출액 5,260억원으로 12년 이후 연평균 38% 고성장 중이며 계정수도 19년 135만개로 12년 이후 연평균 41% 증가해옴. TechSci에 따르면 말레이시아 정수기 시장은 23년까지 연평균 9% 성장 전망되는데, 동사는 1위 업체로 향후 시장 성장에 준하는 성장이 기대되며, 한국에서 그러한 것처럼 강력한 코디 시스템을 통한 렌탈 품목 확대를 통한 성장도 기대. 말레이시아 성공을 바탕으로 올해부터 인접국인 인도네시아 시장 본격 진출. 동사는 일단 소득수준이 높은 자카르타 지역 위주로 렌탈 사업을 확대할 계획인데, 2.7억명의 인구를 감안하면 중장기적인 성장 잠재력은 매우 높다고 판단됨.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	2,376	2,517	2,707	3,019	3,304	3,512
영업이익 (십억원)	339	473	520	458	550	596
영업이익률 (%)	14.3	18.8	19.2	15.2	16.6	17.0
순이익 (십억원)	244	326	350	333	391	425
EPS (원)	3,167	4,328	4,735	4,511	5,305	5,759
ROE (%)	20.1	30.1	33.8	30.6	30.5	26.0
P/E (배)	27.9	22.6	15.6	20.6	13.3	12.3
P/B (배)	4.9	6.3	4.7	6.0	3.4	2.8
배당수익률 (%)	3.6	3.3	4.9	2.6	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. 투자포인트	3
1. 넷마블의 경영권 인수로 그룹 리스크 해소와 중장기적 시너지 기대	3
2. 국내 사업: 렌탈 품목 확대로 성장 지속 전망	8
3. 해외 사업: 말레이시아 성공을 바탕으로 인도네시아 시장 진출	10

II. 영업 실적 전망	14
20년 매출 9.4%, 영업이익 20.1% 성장 전망	14

III. 주요이슈	15
비정상적으로 높았던 배당성향, 평균 수준으로 회귀 전망	15

IV. Valuation	16
잔여이익모델(RIM)을 이용한 목표주가 94,000원 제시	16

I. 투자포인트

1. 넷마블의 경영권 인수로 그룹 리스크 해소와 중장기적 시너지 기대

2019년 10월 14일 넷마블이 웅진씽크빅이 보유하고 있는 동사 지분 매각에 대해 우선협상자로 선정되었고, 뒤이어 12월 30일 지분 25.08%에 대해 1조 7,400억원의 주식매매계약(SPA)을 체결하였으며, 2020년 2월 11일 최대주주가 웅진씽크빅에서 넷마블로 변경되었다.(사명도 웅진코웨이에서 코웨이로 변경됨)

넷마블의 경영권 매입은 2018년 웅진그룹의 동사에 대한 재인수 이후 불거졌던 그룹 리스크를 완화시켜 줄 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 중장기적으로는 넷마블이 게임 사업에서 확보한 빅데이터 분석 및 운영 노하우를 동사가 보유한 모든 제품에 접목, 스마트홈 사업 확장도 기대할 수 있다고 본다.

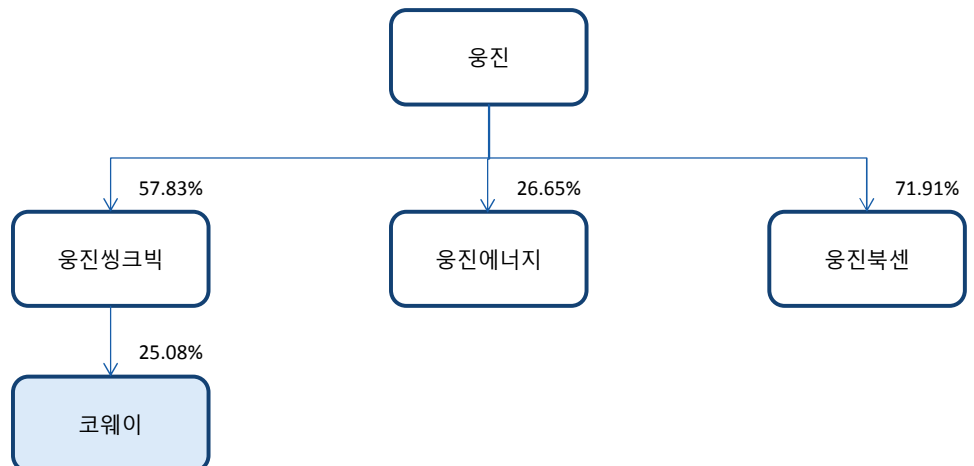
1) 그룹 리스크 해소

넷마블의 경영권 인수로 기대할 수 있는 가장 큰 효과는 그룹 리스크 해소라고 판단한다. 동사는 2019년 3월 웅진씽크빅이 코웨이홀딩스(MBK파트너스)로부터 웅진이 2012년 매각한 동사의 지분을 재매입한 이후, 그룹 리스크가 부각 되어왔다. 주요 그룹사들의 실적 및 재무구조가 양호하지 못한 상태에서 무리한 차입 인수를 했기 때문이다.

투자자들의 우려대로 웅진이 지분 26.65%를 보유한 관계회사인 웅진에너지는 2019년 5월 기업 회생절차에 돌입하였고, 이로 인해 웅진의 신용등급이 하락하면서 그룹 유동성 문제가 발생, 결국 인수 3개월 만에 동사 지분에 대한 매각 결정을 하게 되었다.

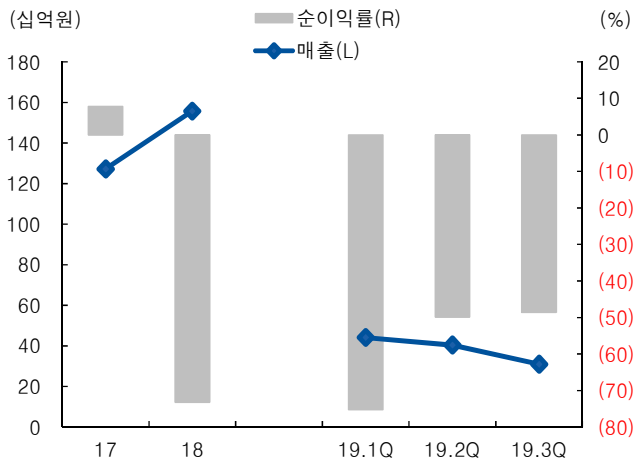
넷마블의 인수로 이런 그룹 리스크는 해소될 것으로 보인다. 지분 매입을 위한 무리한 차입 인수도 없고 부실한 계열사도 없다. 인수 주체인 넷마블의 2019년 3분기 말 별도기준 현금성 자산은 1조 2,680억원이고, 부채비율은 8.3%에 불과하다. 웅진씽크빅이 동사를 매입한 2019년 1분기말 별도기준 현금성 자산은 2,600억원, 부채비율은 287.6%였다.

그림 1. 웅진 그룹 지분 구조 (코웨이 매각 전)



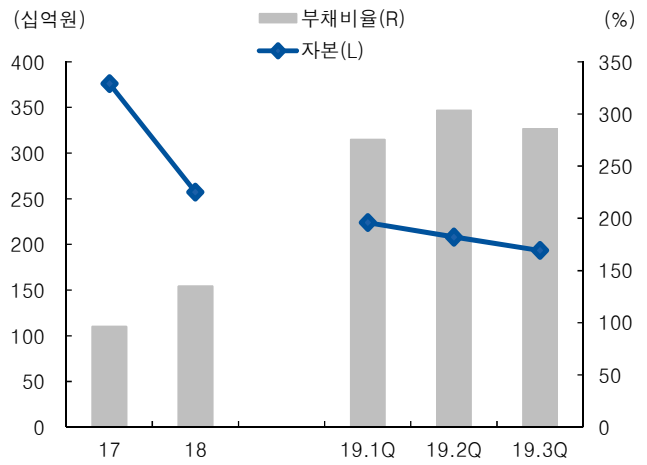
자료: 웅진, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 웅진 매출액 및 순이익률



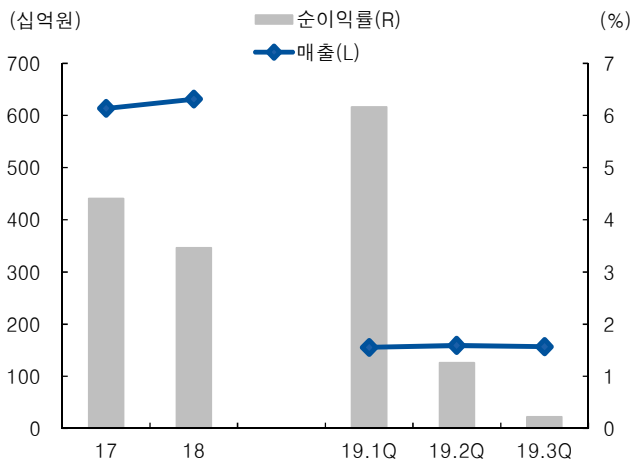
자료: 웅진, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 웅진 자본 및 부채비율



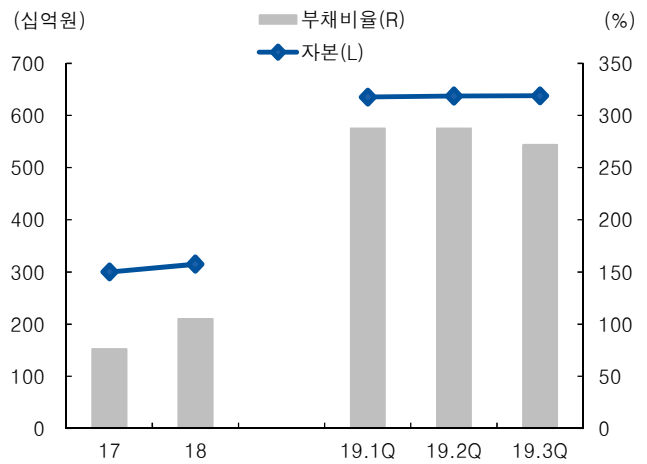
자료: 웅진, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 웅진씽크빅 매출 및 순이익률



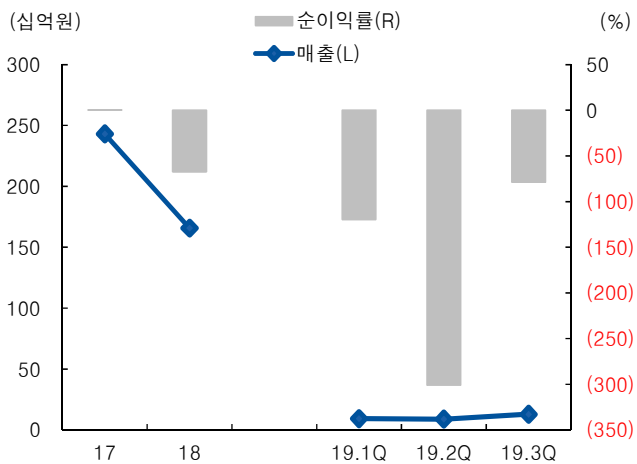
자료: 웅진씽크빅, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 웅진씽크빅 자본 및 부채비율



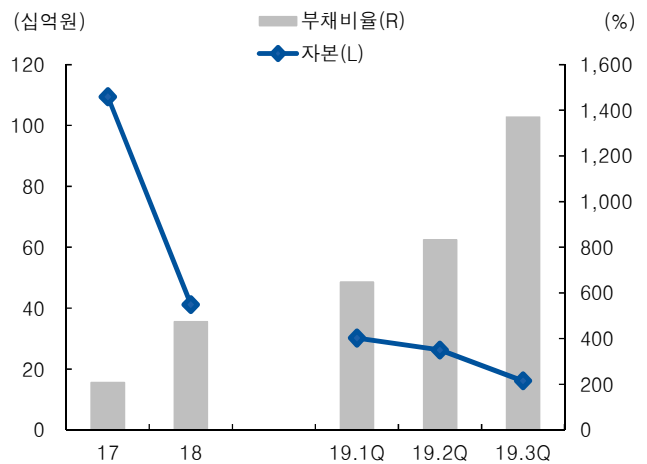
자료: 웅진씽크빅, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 웅진에너지 매출 및 순이익률



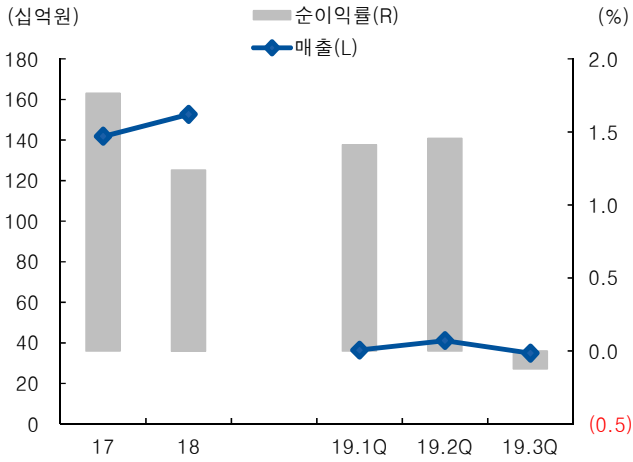
자료: 웅진에너지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 웅진에너지 자본 및 부채비율



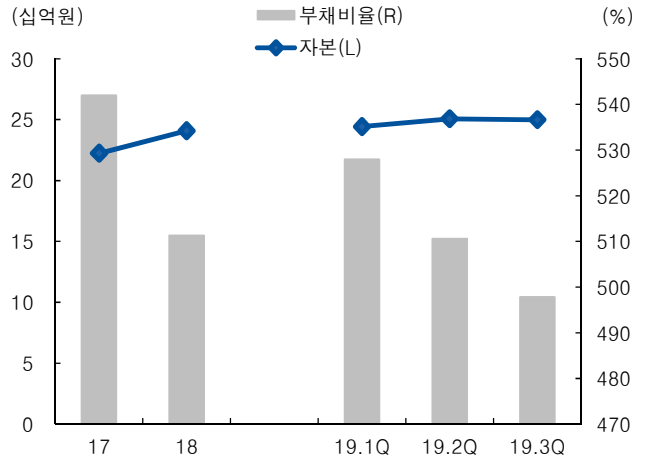
자료: 웅진에너지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 웅진복선 매출 및 순이익률



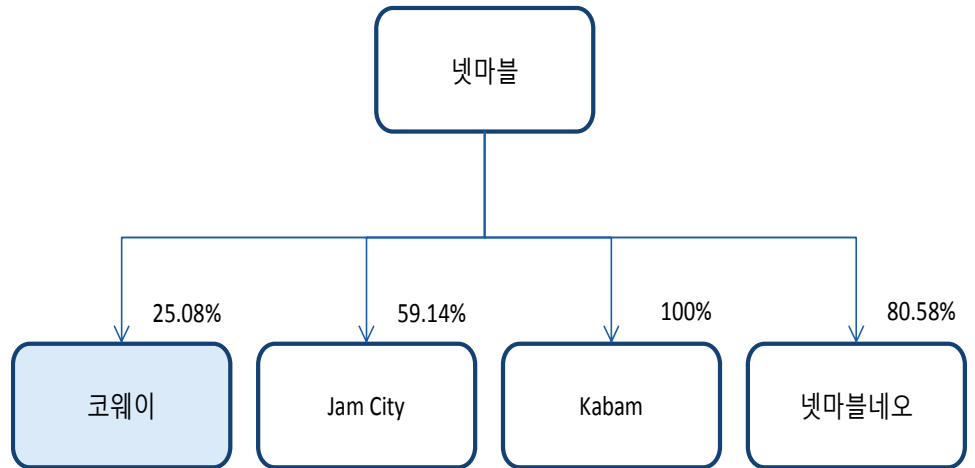
자료: 웅진복선, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 웅진복선 자본 및 부채비율



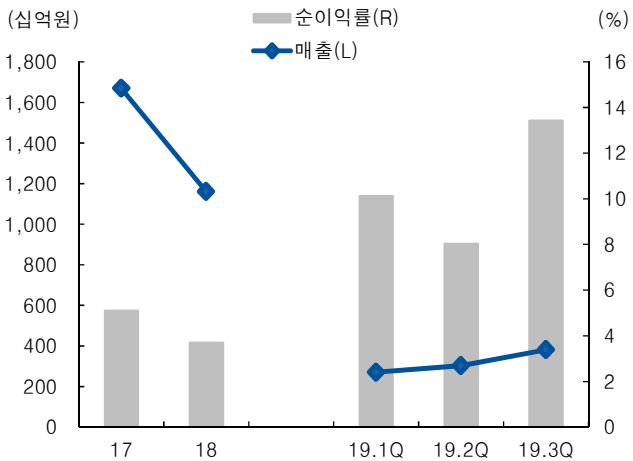
자료: 웅진복선, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 넷마블 그룹 지분 구조(코웨이 매입 후)



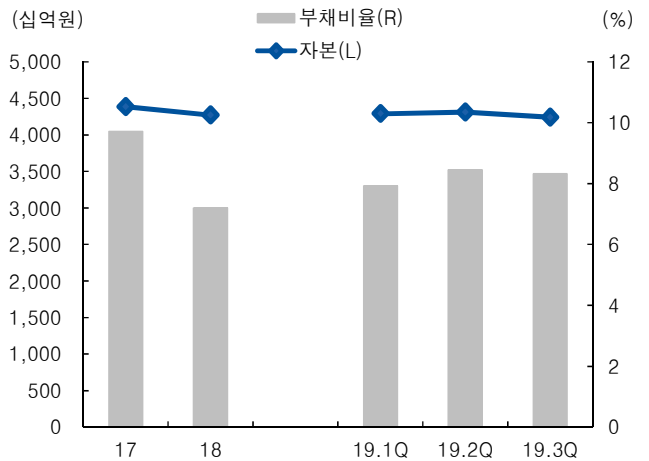
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 넷마블 매출 및 순이익률



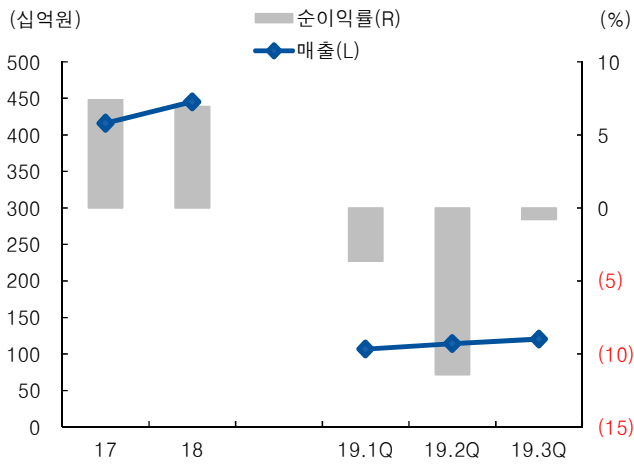
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 넷마블 자본 및 부채비율



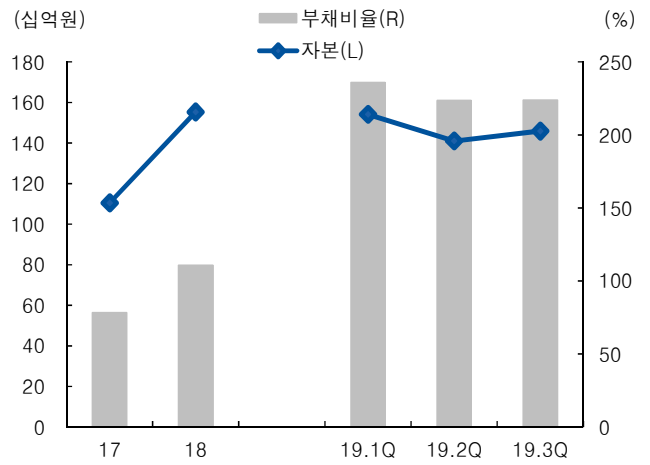
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. Jam City 매출 및 순이익률



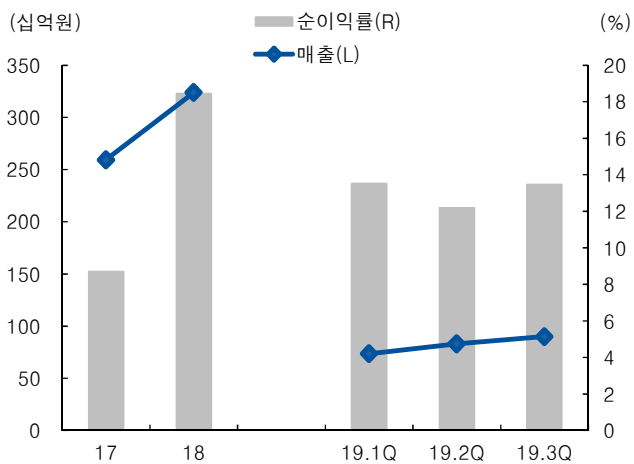
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. Jam City 자본 및 부채비율



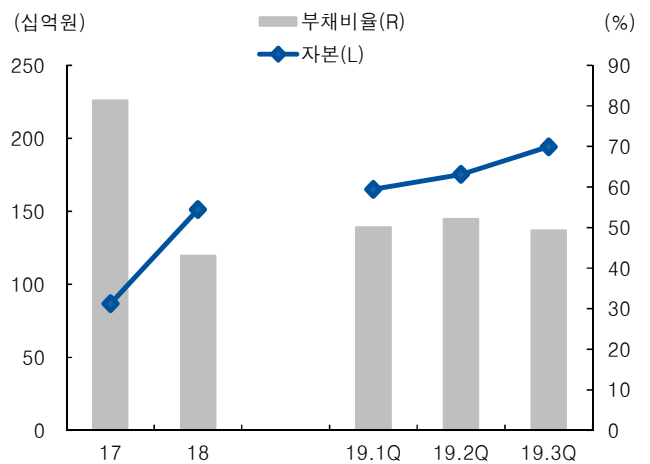
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. Kabam 매출 및 순이익률



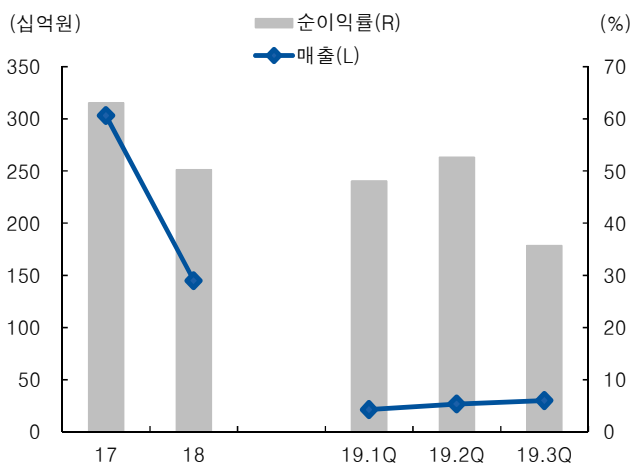
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. Kabam 자본 및 부채비율



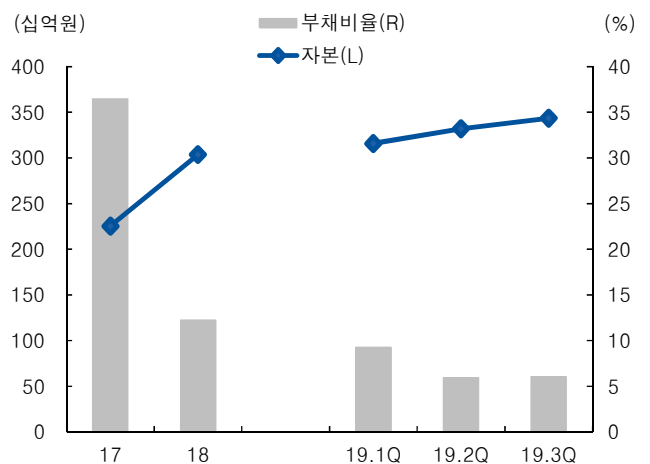
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 넷마블네오 매출 및 순이익률



자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 넷마블네오 자본 및 부채비율



자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

2) 스마트홈 사업 확장

인수 시너지에 대해서 시장의 반응은 일단 부정적이다. 게임사업과 렌탈사업이 이중사업이기 때문이다. 하지만 우리는 이 같은 시장의 반응이 넷마블은 게임회사 그리고 동사는 렌탈회사라는 현재 모습만 보고 내린 선부른 결론일 수 있다고 판단한다.

넷마블은 2018년 3월 사명을 ‘넷마블게임즈’에서 현재의 ‘넷마블’로 변경한 바 있다. 마치 2007년 애플컴퓨터가 애플로 사명을 변경한 것처럼 말이다. 당시 사측은 사명변경의 배경을 게임사업 위주로 중심을 유지하면서 미래 신사업으로 사업 영역을 확장하기 위함이라고 밝혔다. 실제로 이후 넷마블은 기획사, 인터넷은행, AI, 블록체인, 플랫폼 기업 등 다양한 미래 성장 산업에 투자를 진행하였다.

그림 19. 넷마블의 비게임사 투자



자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

즉, 넷마블을 단순히 게임회사로 보고 인수 시너지를 예상하면 안 된다고 판단한다. 실제 사측에서도 동사 인수 이후 방향에 대해 현재의 렌탈사업에 넷마블의 AI, 빅데이터, 클라우드 기술을 결합하여 미래에는 스마트홈 구독경제 글로벌 메이저 플레이어로 성장시킬 것이라고 밝힌 바 있다.

누군가에게는 뜬구름 잡는 소리로 들릴 수 있다. 방법론의 문제에 있어서는 여러 난관이 있을 수 있겠지만 방향성에 있어서는 충분히 가능한 일이고 넷마블이 게임회사를 넘어서기 위해서는 가야 할 길이라고 판단한다.

실제로 구글이나 아마존 같은 선진 IT업체들은 이미 스마트홈 사업에 뛰어들고 있다. 구글은 2014년 스마트홈 하드웨어 업체인 Nest Labs를 32억달러에 인수하였고, 아마존 역시 2018년 스마트홈 하드웨어 업체인 Ring을 10억달러에 인수하였다. 이들의 목적은 결국 집에서 발생하는 각종 데이터들을 수집하여 머신러닝으로 활용, 새로운 기기 혹은 서비스를 개발하려는 것으로 이해할 수 있다.

같은 관점이라면 넷마블과 동사의 결합은 IOT 기능으로 업그레이드된 생활가전제품 혹은 이를 뛰어넘는 아예 새로운 서비스나 스마트홈 하드웨어의 탄생도 가능할 수 있다고 본다.

2. 국내 사업: 렌탈 품목 확대로 성장 지속 전망

렌탈 시장은 향후에도 지속적으로 성장 가능할 것으로 본다. 1인 가구, 맞벌이 부부 등이 주된 소비층으로 부상하면서 시간을 아끼고 편의성을 확보할 수 있다면 기꺼이 비용을 지불하는 소비트렌드가 확대되고 있기 때문이다. 이에 따라 렌탈 품목이 확대되면서 시장도 성장할 것이다.

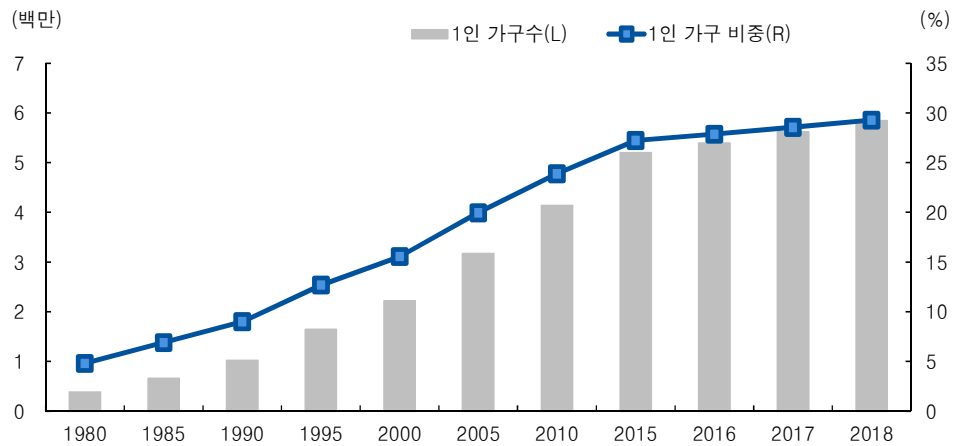
1) 프리미엄 트렌드 확대

프리미엄이란 편리함과 프리미엄의 합성어로 편리함이 프리미엄이 된다는 의미이다. 즉, 시간과 노력을 줄여준다면 비용을 더 지불하더라도 편리한 상품이나 서비스를 선호하는 현상을 말한다. 프리미엄 트렌드에 가장 부합하는 것이 렌탈 사업이라고 해도 과언은 아니다.

애초에 렌탈사업은 일종의 할부개념으로 시작되었으나, 본격적인 성장 요인은 주기적인 관리 서비스에 있었다. 렌탈 사업모델로 보급이 확산된 것으로 평가되는 정수기, 공기청정기, 비데 등을 살펴보면 공통되는 특징이 있다. 바로 지속적인 관리가 필요한 제품이며, 그렇지 못할 경우 차라리 안 쓰는 것이 낫다는 점이다. 일대일 비교는 어렵겠지만, 사실 가장 저렴하게 구입하는 방법은 현금으로 구입해서 스스로 주기적으로 관리하는 방법일 것이다. 하지만 사람들은 굳이 렌탈해서 사용한다. 여러 이유가 있겠지만 그 중 큰 부분은 서비스 비용을 지불하면 주기적으로 관리해주는 것 때문이라고 본다.

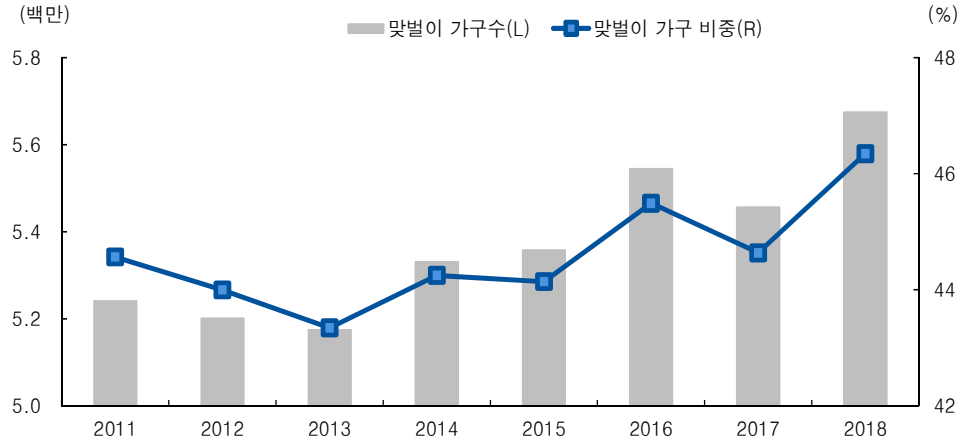
이런 트렌드는 향후에 더욱 가속화될 것이라고 판단한다. 많은 노동력을 투입하기 어려운 1인 가구, 시간에 쫓기는 맞벌이 부부가 증가하기 때문이다. 이들은 자신의 시간과 노력을 아껴 자신의 삶을 좀더 프리미엄하게 영위할 수 있게 도와주는 제품이나 서비스에 비용을 지불하는 것을 아끼지 않는다.

그림 20. 1인 가구



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 맞벌이 가구



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

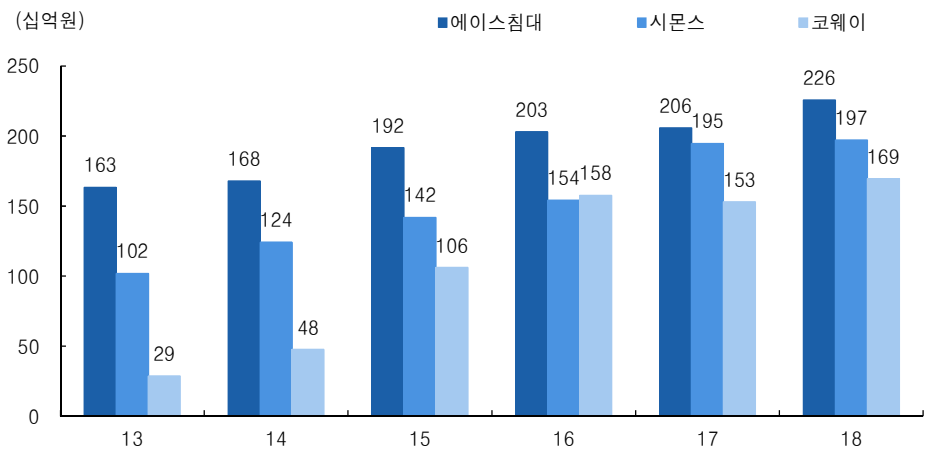
2) 매트리스, 새로운 메가 렌탈 품목으로 성장 중

정수기로부터 시작된 렌탈 품목은 상술한 트렌드를 바탕으로 공기청정기, 비데 등으로 확대되어 왔다. 최근에 가장 급성장 중인 렌탈 품목은 매트리스, 즉 침대다. 동사는 2011년부터 매트리스 렌탈 사업을 시작했다. 관련 매출액은 2013년 290억원에서 2018년 1,690억원으로 연평균 43% 급성장, 업계 1,2위 업체인 에이스침대 매출액 2,260억원, 시몬스 1,970억원에 육박하고 있다.

매트리스 렌탈의 급성장 배경은 역시 주기적인 관리 서비스에 있다고 판단한다. 과거 매트리스는 구입 후 7~8년 사용한 뒤 교체하는 식으로 소비되어왔다. 장기간 사용한 매트리스에는 땀이나 생활 이물질이 묻어 내장재를 오염시키기 때문이다. 이러한 내장재 오염으로 발생할 수 있는 건강 문제를 방지하기 위해 관리 서비스를 처음으로 도입한 것이 바로 동사의 매트리스 렌탈 서비스였다.

동사를 필두로 한 매트리스 렌탈 시장이 급성장하자, 시몬스 같은 기존 업체들도 렌탈 서비스를 도입 중이다. 후발 업체들의 시장 진입으로 매트리스 렌탈 시장 경쟁은 심화될 전망이다. 이는 전체적인 시장 확대에 기여할 것으로 보이며, 동사는 선두업체의 이점을 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

그림 22. 주요 매트리스업체 매출액 추이



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

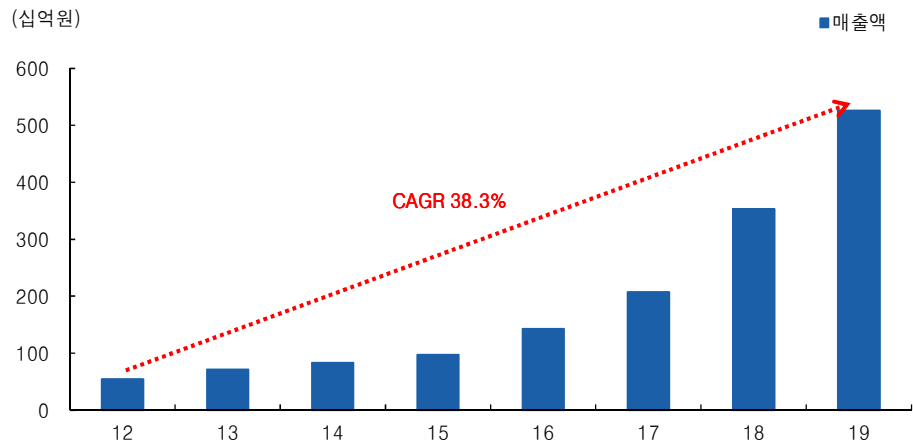
3. 해외 사업: 말레이시아 성공을 바탕으로 인도네시아 시장 진출

1) 말레이시아

동사의 해외시장 진출에 있어 현재까지 최대 성공지역은 바로 말레이시아다. 말레이시아 법인의 2019년 매출액은 5,260억원으로 전년비 48.9% 급증, 2012년 이후 연평균 38% 고성장하고 있다. 계정수는 2019년 135만개로 전년비 38.7% 증가했으며, 2012년 이후 연평균 41% 증가해오고 있다. 영업이익률은 2012~2017년 평균 7%에서 2018~2019년 16%로 2배 이상 향상되었는데 이는 금융리스 적용 제품 판매 증가 때문으로 판단되는데, 금융리스 적용 제품을 출시 한 것은 렌탈비용을 낮춰 유입 고객 수를 증가시키기 위한 전략으로 보인다.

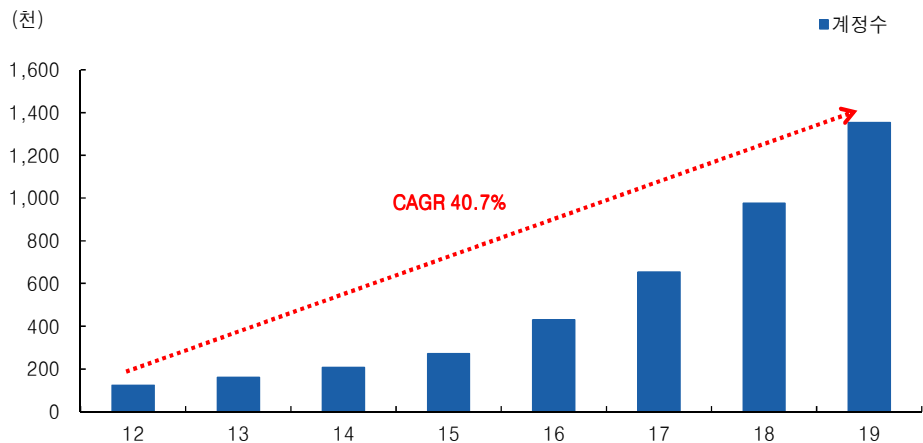
참고로 같은 렌탈 제품이라도 운용리스가 아닌 금융리스로 분류되면 제품 소유권이 고객에게 가기 때문에 판매 시 제품가액을 일시에 수익으로 적용되어 이익률이 높게 설정된다. 장점은 의무사용기간이 길기 때문에 렌탈료를 낮출 수 있어 신규 고객 유치에 수월해진다. 반면 단점은 현금유입의 경우 매달 렌탈료로 인식하기 때문에 수익과 현금흐름의 시차가 발생하는 단점이 있다.

그림 23. 코웨이 말레이시아 매출액



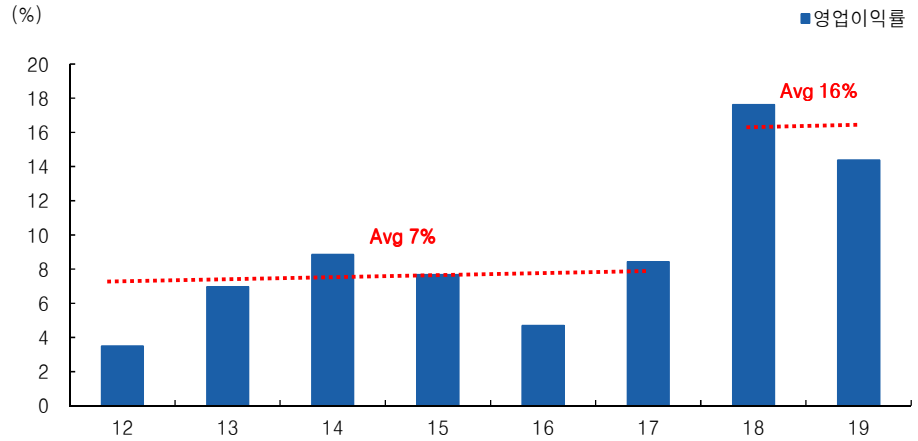
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 코웨이 말레이시아 계정수



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

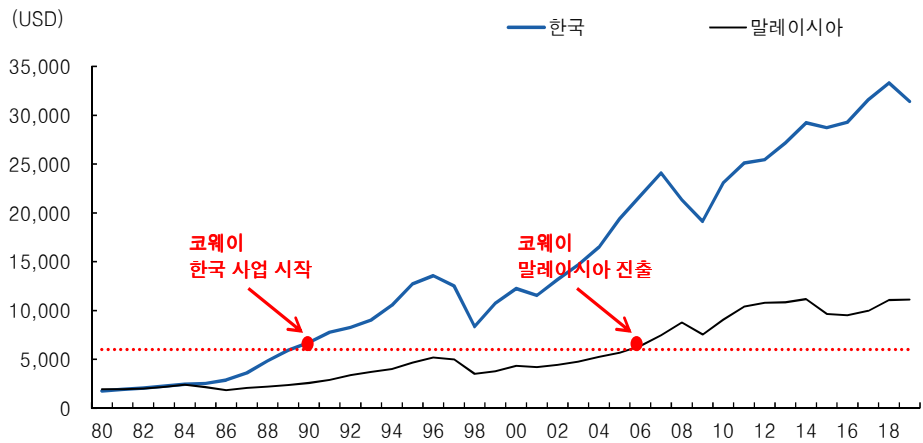
그림 25. 코웨이 말레이시아 영업이익률



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

정수기를 필두로 한 환경가전의 보급은 소득수준 향상이 필요충분조건이다. 특히 동사가 주로 영위하는 렌탈사업의 경우 단순 판매에 그치지 않고 지속적인 관리 서비스 비용이 추가되기 때문에 더욱 그렇다. 동사의 말레이시아 시장 진출은 2006년 이었다. 당시 말레이시아의 인당 GDP는 6,353달러로 처음으로 6,000달러를 넘어서는 시기였다. 한국의 경우, 정수기가 대중화되던 시기는 동사가 영업을 시작하던 1990년이었고, 당시 한국의 인당 GDP가 6,733달러였음을 감안하면 말레이시아도 소득수준 면에서 정수기가 대중화될 수 있는 여건이 마련됐었다고 볼 수 있다.

그림 26. 한국과 말레이시아의 인당 GDP

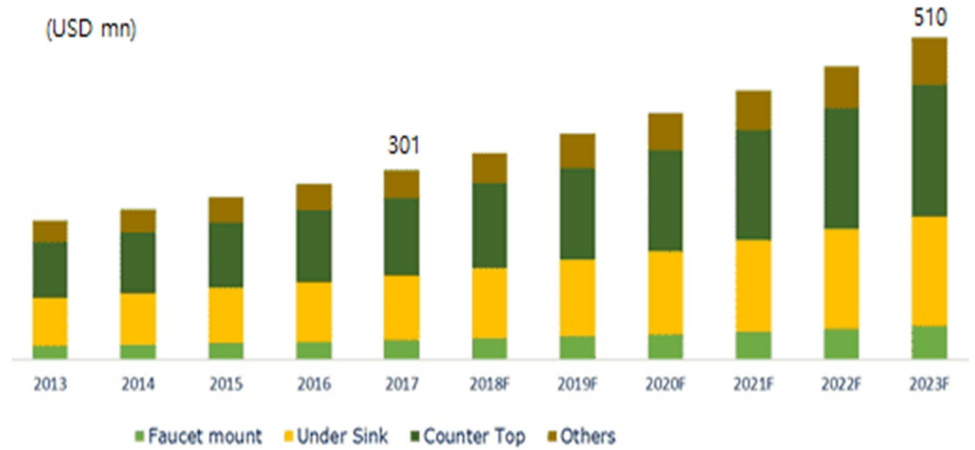


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

TechSci에 따르면 2017년 말레이시아 정수기 시장규모는 3억 100만달러로 추정되는데, 2023년까지 5억 1000만달러 수준으로 연평균 9% 성장할 것으로 전망된다. 음용수 품질에 대한 우려가 높아지고 생활 수준 향상과 정수 서비스 캠페인 시작으로 정수기 수요는 더욱 커질 것으로 전망되기 때문이다.

현재 말레이시아 주요 정수기업체는 동사를 비롯하여 쿠쿠, Aqua Kent, Diamond Water System, 3M, Amway, Panasonic, Puregen, Nikom, Xiaomi 등이 있는데, 동사는 시장점유율 약 35%로 1위이다. 따라서 시장성장에 따라 선두업체인 동사 역시 그에 준하는 성장을 나타낼 것으로 보이며, 한국에서 그러한 것처럼 강력한 코디 시스템을 통한 렌탈 품목 확대를 통한 성장도 기대할 수 있을 것으로 본다.

그림 27. 말레이시아 정수기 시장 전망



자료: TechSci, 미래에셋대우 리서치센터

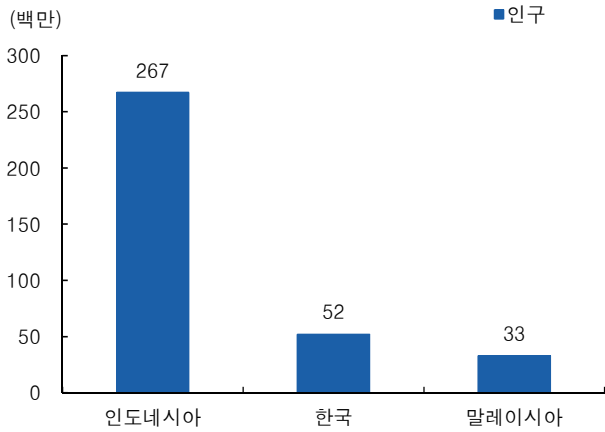
2) 인도네시아

동사는 2020년부터 인도네시아 시장에 본격적으로 진출할 계획이다. 인도네시아 시장은 말레이시아 시장보다 성장 잠재력이 크다. 2019년 기준 인도네시아 인구가 2억 6,700만명으로 말레이시아 인구 3,300만명보다 8배 많기 때문이다.

다만 인도네시아의 소득수준(인당 GDP)은 2019년 기준 4,194달러로 정수기 같은 환경가전이 대중화되기에는 아직 낮다. 하지만 수도인 자카르타의 경우 인당 GDP가 17,440달러로 높으며, 인구도 1,056만명으로 적지 않아 렌탈 대중화가 충분히 가능할 것으로 판단된다.

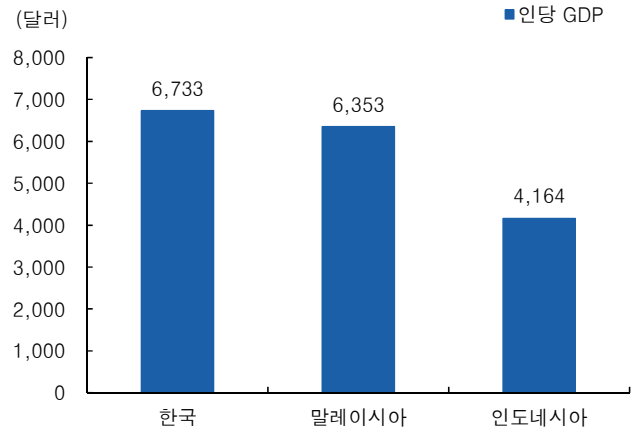
뿐만 아니라 향후 인도네시아 GDP가 연 5% 수준의 성장한다고 가정하면 2025년 이후 인당 GDP도 6,000달러를 상회할 것으로 예상되기 때문에 장기적인 성장 잠재력은 분명 있다고 판단한다.

그림 28. 지역별 인구 비교



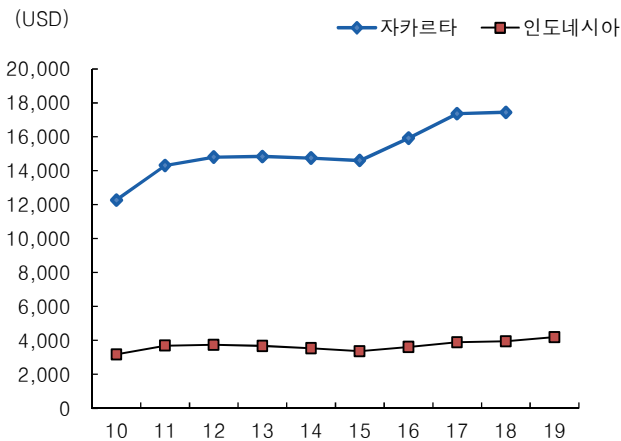
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 동사의 사업 개시 시점 지역별 인당 GDP 비교



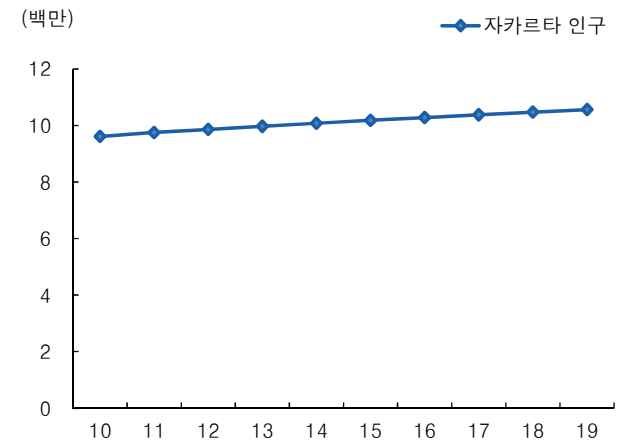
주: 동사가 사업을 시작한 시점의 수치.(한국 1990년, 말레이시아 2006년, 인도네시아 2019년)
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 자카르타와 인도네시아 인당 GDP



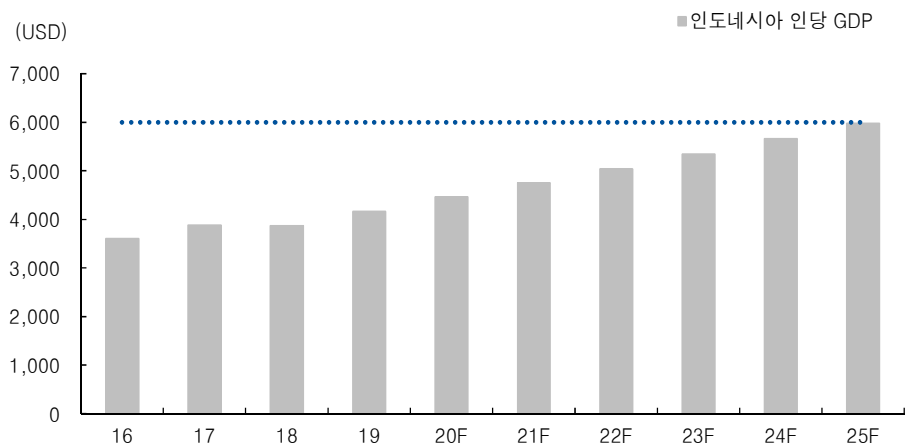
자료: Badan Pusat Statistik, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 자카르타 인구



자료: Badan Pusat Statistik, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 인도네시아 인당 GDP 전망



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

II. 영업 실적 전망

20년 매출 9.4%, 영업이익 20.1% 성장 전망

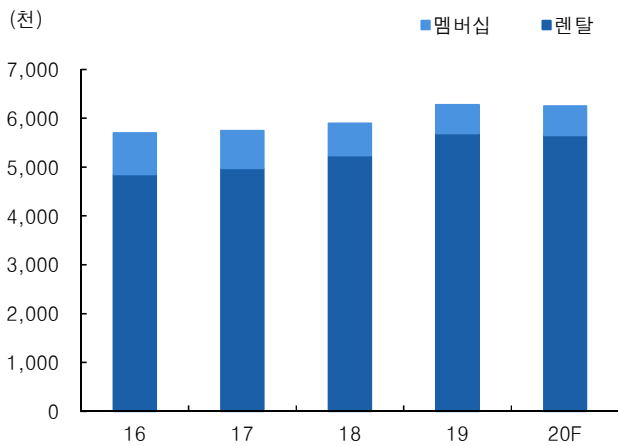
코로나19 확산 영향으로 단기적인 불확실성 높아진 상황이나, 올해 실적은 성장할 것으로 전망한다. 매출은 9.4% 증가한 3.3조원을 예상하는데 국내보다는 해외, 특히 말레이시아 법인이 성장을 이끌 것으로 예상된다. 영업이익은 20.1% 증가한 5,500억원을 예상하는데, 매출액 증가 폭보다 영업이익 증가 폭이 클 것으로 보는 이유는 2019년 4분기에 발생한 일회성 비용(CS닥터 정규직 전환 관련 비용 총당금 770억원)에 따른 기저효과 때문이다.

표 1. 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
매출액	709	755	760	795	786	813	832	873	2,707	3,019	3,304
국내	536	551	553	547	540	538	547	547	2,093	2,187	2,172
해외	173	204	207	248	246	275	285	326	614	831	1,132
영업이익	135	138	140	45	128	132	142	148	520	458	550
영업이익률	19.1	18.3	18.5	5.6	16.3	16.3	17.1	16.9	19.2	15.2	16.7
세전이익	136	137	152	27	123	127	137	143	469	451	529
지배주주순이익	101	102	111	20	91	94	101	105	350	333	391
계정수(천개)											
국내	5,995	6,087	6,241	6,282	6,246	6,212	6,240	6,252	5,900	6,282	6,252
말레이시아	1,050	1,150	1,247	1,354	1,404	1,504	1,554	1,654	976	1,354	1,654

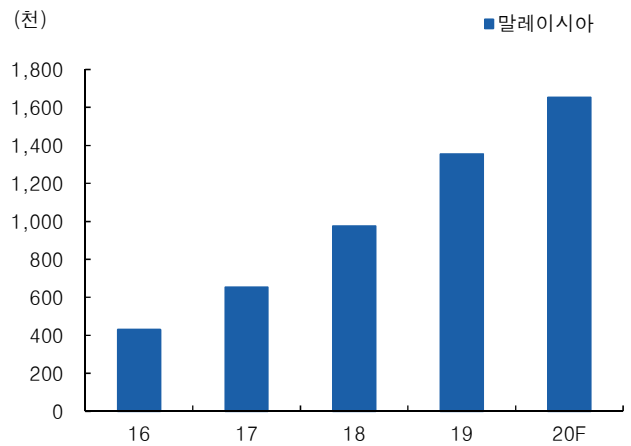
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 국내 계정



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 말레이시아 계정



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

III. 주요이슈

비정상적으로 높았던 배당성향, 평균 수준으로 회귀 전망

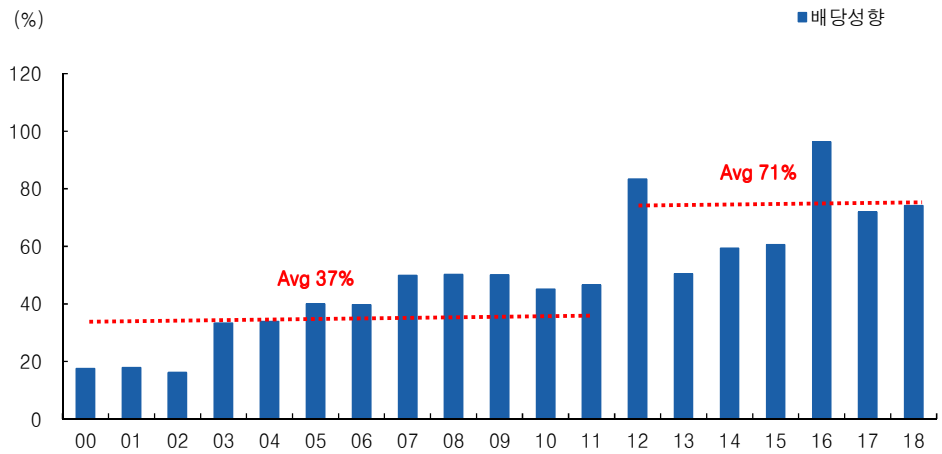
동사의 배당성향은 배당성향은 2000년부터 2011년까지 평균 37% 수준이었으나 2012년 MBK의 경영권 인수 이후 2012년부터 2018년까지 평균 71%로 약 2배 상승하였다. 국내 상장사 평균 배당성향이 30% 수준임을 감안하면 높은 수준이다.

2019년 웅진그룹의 재매입 이후에도 배당성향은 높은 수준을 유지할 것으로 예상되었다. 대주주인 웅진씽크빅이 코웨이 인수에 따른 금융비용 등을 배당금으로 충당해야 하는 상황이었기 때문이다.

우리는 이런 고배당 정책이 향후에는 지속가능하지 않을 것으로 판단한다. 현재 대주주인 넷마블의 경우, 고배당을 할 유인이 없기 때문이고, 동사의 재무구조 개선 및 향후 성장을 위한 투자를 감안하면 고배당 정책은 득보다 실이 많기 때문이다. 2019년 말 기준 동사의 부채비율은 164.7%로 2018년 말 118.7%보다 46%p 상승했으며, 부채비율이 가장 낮았던 2015년 대비해서는 121.3%p 상승하였다.

따라서 향후 배당성향은 30% 수준으로 낮아질 것으로 예상된다. 실제로 지난 2019년 실적 컨퍼런스에서 서장원 신임 CFO는 구체적인 배당금액을 말하지는 않았으나, 향후에는 재무 건전성 및 중장기 투자에 좀더 무게를 둘 것이라고 밝힌바 있다.

그림 35. 코웨이 배당성향



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Valuation

잔여이익모델(RIM)을 이용한 목표주가 94,000원 제시

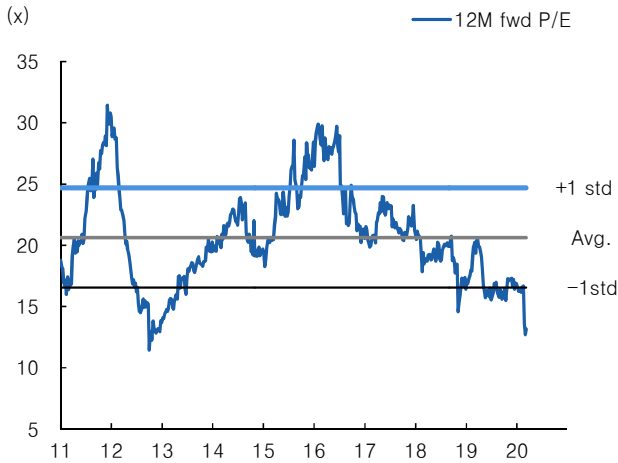
목표주가 94,000원은 잔여이익모델(RIM)을 사용하여 산출하였다. 주요 가정은 COE 7.6%, beta 0.9, ERP 6%, RFR 2%, TGR 3%이다. 산출된 목표주가는 올해 실적 기준 P/E 17배 수준에 해당 하는데, 2011년 이후 동사의 평균 P/E가 20배 수준임을 감안하면 무리한 수준은 아니라고 본다. 우리는 동사가 향후 5년간 연평균 6.5% 수준의 성장을 할 수 있을 것으로 가정하고 있다. 단, 현재 예상치에는 인도네시아 시장 진출에 따른 수익 추정은 산입이 되지 않았다. 진출 초기 단계 이기 때문에 보수적으로 접근하였다.

표 2. 목표주가 산출

	2019P	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Sales	3,019	3,304	3,512	3,722	3,924	4,142
Growth	11.5	9.4	6.3	6.0	5.4	5.6
Net Profit	333	391	425	450	473	498
NPM	11.0	11.8	12.1	12.1	12.1	12.0
Equity	1,229	1,491	1,785	2,097	2,418	2,749
ROE	27	26	24	21	20	18
COE	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Residual Income	240	278	290	291	290	290
NPV of FCF		1,160				
PV of Terminal Value		4,522				
Current Book Value		1,229				
Equity Value		6,911				
No. of outstanding shares (mn)		74				
Target share price (KRW)		94,000				
					Beta	0.9
					Risk Free Rate	2.0
					Market Risk Premium	6.0
					COE(%)	7.6
					Terminal Growth Rate(%)	3.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. P/E



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. P/B



자료: 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액	2,707	3,019	3,304	3,512
매출원가	878	1,097	1,150	1,212
매출총이익	1,829	1,922	2,154	2,300
판매비와관리비	1,309	1,464	1,604	1,705
조정영업이익	520	458	550	596
영업이익	520	458	550	596
비영업손익	-51	-7	-21	-22
금융손익	-17	-21	-21	-21
관계기업등 투자손익	0	-13	0	0
세전계속사업손익	469	451	529	574
계속사업법인세비용	119	119	138	149
계속사업이익	350	332	391	425
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	350	332	391	425
지배주주	350	333	391	425
비지배주주	0	-1	0	0
총포괄이익	344	337	391	425
지배주주	344	337	392	425
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	775	753	839	884
FCF	139	84	280	356
EBITDA 마진율 (%)	28.6	24.9	25.4	25.2
영업이익률 (%)	19.2	15.2	16.6	17.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.9	11.0	11.8	12.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	539	496	680	756
당기순이익	350	332	391	425
비현금수익비용가감	541	534	448	459
유형자산감가상각비	247	286	280	280
무형자산상각비	9	9	9	9
기타	285	239	159	170
영업활동으로인한자산및부채의변동	-237	-226	-21	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	17	-31	-5
재고자산 감소(증가)	-26	-11	-12	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-19	7	1
법인세납부	-116	-144	-138	-149
투자활동으로 인한 현금흐름	-394	-402	-319	-319
유형자산처분(취득)	-388	-382	-320	-320
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-49	-51	0	0
기타투자활동	49	33	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-187	-160	-23	-138
장단기금융부채의 증가(감소)	59	153	0	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-231	-260	0	-116
기타재무활동	-16	-53	-23	-23
현금의 증가	-41	-66	339	300
기초현금	110	69	4	343
기말현금	69	4	343	643

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
유동자산	844	703	1,087	1,394
현금 및 현금성자산	69	4	343	643
매출채권 및 기타채권	316	329	361	367
재고자산	103	121	133	135
기타유동자산	356	249	250	249
비유동자산	1,535	2,009	2,040	2,071
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	781	1,278	1,318	1,358
무형자산	160	169	160	152
자산총계	2,379	2,711	3,126	3,465
유동부채	1,234	1,504	1,527	1,557
매입채무 및 기타채무	223	236	259	263
단기금융부채	732	873	873	874
기타유동부채	279	395	395	420
비유동부채	57	121	121	121
장기금융부채	11	23	23	23
기타비유동부채	46	98	98	98
부채총계	1,291	1,625	1,648	1,677
지배주주지분	1,088	1,088	1,479	1,788
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	130	130	130	130
이익잉여금	967	961	1,353	1,662
비지배주주지분	0	-1	-1	-1
자본총계	1,088	1,087	1,478	1,787

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
P/E (x)	15.6	20.6	13.3	12.3
P/CF (x)	6.1	7.9	6.2	5.9
P/B (x)	4.7	6.0	3.4	2.8
EV/EBITDA (x)	7.8	10.0	6.6	6.0
EPS (원)	4,735	4,511	5,305	5,759
CFPS (원)	12,050	11,739	11,371	11,979
BPS (원)	15,652	15,613	20,918	25,107
DPS (원)	3,600	2,400	1,600	1,600
배당성향 (%)	74.3	52.2	29.6	27.3
배당수익률 (%)	4.9	2.6	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	7.5	11.5	9.4	6.3
EBITDA증가율 (%)	9.5	-2.8	11.4	5.4
조정영업이익증가율 (%)	9.9	-11.9	20.1	8.4
EPS증가율 (%)	9.4	-4.7	17.6	8.6
매출채권 회전율 (회)	8.8	9.8	10.1	10.1
재고자산 회전율 (회)	30.5	26.9	26.0	26.1
매입채무 회전율 (회)	15.1	17.0	16.4	16.4
ROA (%)	15.4	13.1	13.4	12.9
ROE (%)	33.8	30.6	30.5	26.0
ROIC (%)	25.1	17.8	22.3	23.7
부채비율 (%)	118.7	149.5	111.5	93.9
유동비율 (%)	68.4	46.7	71.1	89.5
순차입금/자기자본 (%)	52.1	63.8	23.9	3.1
조정영업이익/금융비용 (x)	29.2	20.8	24.4	26.4

코웨이 (021240) 예상 포괄손익계산서

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F	09/19	12/19P	03/20F	06/20F
매출액	2,376	2,517	2,707	3,019	3,304	3,512	760	795	786	813
매출원가	812	798	878	1,097	1,150	1,212	251	364	276	286
매출총이익	1,564	1,719	1,829	1,922	2,154	2,300	509	431	510	527
판매비와관리비	1,225	1,246	1,309	1,464	1,604	1,705	369	386	382	395
조정영업이익	339	473	520	458	550	596	140	45	128	132
영업이익	339	473	520	458	550	596	140	45	128	132
비영업손익	-15	-33	-51	-7	-21	-21	12	-18	-5	-5
금융손익	-5	-11	-17	-21	-21	-21	-5	-5	-5	-5
외화관련손익	-2	-14	4	21	0	0	10	0	0	0
기타비영업손익	-8	-8	-38	-7	0	0	7	-13	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	-13	0	0	0	-13	0	0
세전계속사업손익	324	440	469	451	529	574	152	27	123	127
계속사업법인세비용	80	114	119	119	138	149	42	8	32	33
계속사업이익	243	326	350	332	391	425	111	19	91	94
중단사업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익의 귀속	243	326	350	332	391	425	111	19	91	94
지배주주	244	326	350	333	391	425	111	20	91	94
비지배주주	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0
총 포괄이익의 귀속	243	333	344	337	391	425	117	19	91	94
지배주주	243	333	344	337	392	425	118	19	91	94
비지배주주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EPS (원)	3,167	4,328	4,735	4,511	5,305	5,759	1,501	267	1,233	1,273
EBITDA	572	708	775	753	839	884	217	117	200	204
유형자산감가상각비	225	227	247	286	280	280	75	70	70	70
무형자산상각비	8	8	9	9	9	9	2	2	2	2
이익률										
매출총이익 (%)	65.8	68.3	67.6	63.7	65.2	65.5	67.0	54.2	64.9	64.8
조정영업이익 (%)	14.3	18.8	19.2	15.2	16.6	17.0	18.4	5.7	16.3	16.2
EBITDA (%)	24.1	28.1	28.6	24.9	25.4	25.2	28.6	14.7	25.4	25.1
지배주주귀속 순이익 (%)	10.3	13.0	12.9	11.0	11.8	12.1	14.6	2.5	11.6	11.6
증가율(YoY)										
매출액 (%)	2.6	5.9	7.5	11.5	9.4	6.3	13.4	11.7	10.9	7.7
조정영업이익 (%)	-26.8	39.5	9.9	-11.9	20.1	8.4	6.9	-65.4	-5.2	-4.3
EBITDA (%)	-17.2	23.8	9.5	-2.8	11.4	5.4	10.7	-40.6	-2.9	-3.8
지배주주귀속 순이익 (%)	-28.9	33.6	7.4	-4.9	17.4	8.7	18.1	-71.4	-9.9	-7.8
주당순이익 (%)	-28.8	36.7	9.4	-4.7	17.6	8.6	17.4	-71.8	-9.5	-7.8
기타비율										
판매비/매출액 (%)	51.6	49.5	48.4	48.5	48.5	48.5	48.6	48.6	48.6	48.6
법인세율 (%)	24.7	25.9	25.4	26.4	26.1	26.0	27.6	29.6	26.0	26.0
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	38.3	29.2	20.8	24.4	26.4	24.9	8.0	22.7	23.4

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240) 예상 재무상태표

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
유동자산	733	791	844	703	1,087	1,394
현금 및 현금성자산	66	110	69	4	343	643
매출채권 및 기타채권	313	331	316	329	361	367
재고자산	70	75	103	121	133	135
기타유동자산	284	275	356	249	250	249
비유동자산	1,235	1,367	1,535	2,009	2,040	2,071
관계기업투자등	0	0	0	0	0	0
유형자산	669	712	781	1,278	1,318	1,358
무형자산	183	184	160	169	160	152
기타비유동자산	383	471	594	562	562	561
자산총계	1,968	2,159	2,379	2,711	3,126	3,465
유동부채	735	1,125	1,234	1,504	1,527	1,557
매입채무 및 기타채무	215	220	223	236	259	263
단기금융부채	340	670	732	873	873	874
기타유동부채	180	235	279	395	395	420
비유동부채	49	52	57	121	121	121
장기금융부채	12	13	11	23	23	23
기타비유동부채	37	39	46	98	98	98
부채총계	784	1,177	1,291	1,625	1,648	1,677
지배주주지분	1,182	982	1,088	1,088	1,479	1,788
자본금	41	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	130	130	130	130
기타자본구성요소	-159	-146	-45	-48	-48	-48
이익잉여금	1,180	963	967	961	1,353	1,662
비지배주주지분	1	0	0	-1	-1	-1
자본총계	1,183	982	1,088	1,087	1,478	1,787
평균발행주식수(천주)	76,928	75,349	73,961	73,800	73,800	73,800
활동성 지표						
매출채권 회전율 (회)	8.7	8.3	8.8	9.8	10.1	10.1
재고자산 회전율 (회)	33.9	34.7	30.5	26.9	26.0	26.1
매입채무 회전율 (회)	13.7	14.1	15.1	17.0	16.4	16.4
운전자본회전율 (회)	13.5	11.9	14.6	167.5	-27.9	-29.7
총자산회전율 (회)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
안전성 지표						
현금성자산/자산총계 (%)	3.4	5.1	2.9	0.1	11.0	18.5
유동비율 (%)	99.7	70.4	68.4	46.7	71.1	89.5
부채비율 (%)	66.3	119.8	118.7	149.5	111.5	93.9
순차입금/자기자본 (%)	17.8	52.2	52.1	63.8	23.9	3.1
수익성 지표						
ROA (%)	13.0	15.8	15.4	13.1	13.4	12.9
ROE (%)	20.1	30.1	33.8	30.6	30.5	26.0
ROIC (%)	20.0	24.6	25.1	17.8	22.3	23.7

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

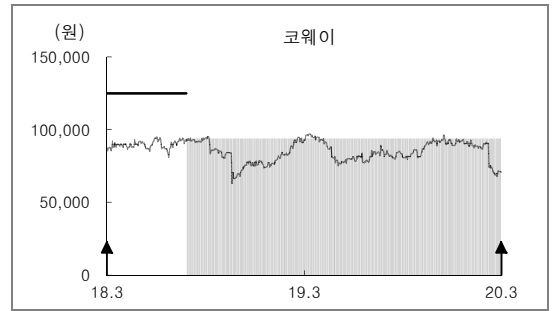
코웨이(021240) 예상 현금흐름표

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	358	554	539	496	680	756
당기순이익	243	326	350	332	391	425
비현금수익비용가감	467	476	541	534	448	459
유형자산감가상각비	225	227	247	286	280	280
무형자산상각비	8	8	9	9	9	9
기타	234	241	285	239	159	170
영업활동으로인한자산및부채의변동	-232	-148	-237	-226	-21	21
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-62	-59	20	17	-31	-5
재고자산 감소(증가)	-4	-6	-26	-11	-12	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	21	-3	-19	7	1
기타자산, 부채변동	-162	-104	-228	-213	15	27
법인세납부	-120	-100	-116	-144	-138	-149
투자활동으로 인한 현금흐름	-367	-290	-394	-402	-319	-319
유형자산처분(취득)	-313	-323	-388	-382	-320	-320
무형자산감소(증가)	-13	-8	-6	-2	0	0
장기금융자산의 감소(증가)	-4	2	-2	41	0	0
단기금융자산의 감소(증가)	-66	15	-47	-92	0	0
기타투자활동	29	24	49	33	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-40	-218	-187	-160	-23	-138
장단기금융부채의 증가(감소)	264	332	59	153	0	1
자본의 증가(감소)	0	2	1	0	0	0
배당금의 지급	-208	-409	-231	-260	0	-116
기타재무활동	-96	-143	-16	-53	-23	-23
현금의 증가	-50	44	-41	-66	339	300
기초현금	116	66	110	69	4	343
기말현금	66	110	69	4	343	643
EBITDA	572	708	775	753	839	884
(-)CAPEX	328	337	400	411	400	400
(-)법인세	120	100	116	144	138	149
(-)순이자비용	5	11	17	21	21	21
(-)운전자본증감	216	206	165	-129	-108	-129
(=) FCF (Free Cash Flow)	29	217	139	84	280	356
Per Share Data						
EPS (원)	3,167	4,328	4,735	4,511	5,305	5,759
BPS (원)	17,891	15,397	15,652	15,613	20,918	25,107
CFPS (원)	9,227	10,640	12,050	11,739	11,371	11,979
DPS (원)	3,200	3,200	3,600	2,400	1,600	1,600
Valuation						
P/E (x)	27.9	22.6	15.6	20.6	13.3	12.3
P/B (x)	4.9	6.3	4.7	6.0	3.4	2.8
P/CF (x)	9.6	9.2	6.1	7.9	6.2	5.9
EV/EBITDA (x)	12.2	11.0	7.8	10.0	6.6	6.0

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코웨이(021240)				
2020.03.11	매수	94,000	-	-
2018.08.07	분석 대상 제외		-	-
2018.02.12	매수	125,000	-28.75	-24.16



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▨)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 코웨이(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.