

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	88,000원 (D)
현재주가 (4/22)	59,900원
상승여력	47%

시가총액	44,206억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	517억원
60일 평균 거래량	643,395주
52주 고	96,500원
52주 저	48,250원
외인지분율	60.49%
주요주주	넷마블 외 4 인 25.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.7	(33.1)	(34.0)
상대	(9.4)	(20.1)	(22.9)
절대(달러환산)	11.0	(36.8)	(38.9)

1Q20 Preview : 비교적 견조한 실적 전망

1Q20 Preview : 코로나19 영향에도 견조한 실적 전망

코웨이는 1Q20 매출액 7,699억원(+8.6% YoY), 영업이익 1,290억원(-4.6% YoY)을 기록해 영업이익 컨센서스 1,346억원을 소폭 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망된다.

국내의 경우에는 코로나19의 확산에도 렌탈 영업 자체에는 크게 부담이 없었다. 다만 CS닥터의 파업에 따른 A/S 및 설치 지연으로 해약률(3Q19 0.97% → 4Q19 1.04% → 1Q20E 1.1%)이 높아지고 1Q19 공기청정기 매출 호조에 따른 기고 효과의 영향으로 렌탈계정 순증이 8만 계정(-33% YoY)에 그칠 것으로 전망된다.

말레이시아 법인은 매출액 1,495억원(+32.9% YoY), 영업이익 198억원(+3.9% YoY)을 기록할 전망이다. 매출액 성장에도 3Q19부터 가해약 계정 관련 총당금 비용이 신규 반영(분기당 30억원)되는 것에 따라 전년대비 증익 폭은 크지 않을 것으로 전망된다. 말레이시아 렌탈 계정 순증 역시 7만 계정(-16% YoY) 수준으로 전년대비 순증 성장세가 둔화될 것으로 예상된다. 이는 3월 18일부터 말레이시아 정부가 코로나19 확산에 대응하고자 이동제한 조치를 취하였기 때문에 렌탈 영업이 3월 18일 이후 원활하지 않은 상황이기 때문이다. 말레이시아의 이동제한은 4월 28일까지이지만, 이미 두 차례 연장된 바 있기 때문에 추가적인 연장 가능성도 없지 않은 상황으로 판단된다. 이 때문에 말레이시아 법인의 코로나19 영향은 2Q20에 본격화될 수 있을 전망이다.

아직까지는 불확실성 상존

변화된 배당 정책을 공시하며 배당 정책에 대한 불확실성은 해소되었다. 새로운 배당 정책은 연간 FCF 40%와 배당성향 20% 내에서 연간 1회 기말 배당을 실시한다는 것이다. 당사는 2020년 동사의 DPS를 1,100원으로 전망한다.

배당에 대한 불확실성은 해소되었지만, 여전히 대주주 변경 이후 사업의 방향성과 배당 축소를 통해 확보한 자원의 활용 방안이 추상적이기 때문에 이에 대한 명확한 공유가 필요하다고 판단된다. 또한 CS닥터의 정규직 전환에 따른 비용 증가 불확실성도 여전히 상존하는 상황이다. 아직까지는 보수적으로 접근할 필요가 있다. 투자의견은 종전과 동일한 Hold를 유지하는 바이며, 목표주가는 실적전망치 하향으로 기존 10만원에서 8.8만원으로 하향한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,699	8.6	-3.1	7,704	-0.1
영업이익	1,290	-4.6	189.1	1,346	-4.2
세전계속사업이익	1,216	-10.2	353.5	1,316	-7.6
지배순이익	877	-12.8	344.4	983	-10.8
영업이익률 (%)	16.8	-2.3 %pt	+11.2 %pt	17.5	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	11.4	-2.8 %pt	+8.9 %pt	12.8	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,073	30,189	33,152	36,048
영업이익	5,198	4,583	5,646	6,112
지배순이익	3,502	3,329	3,868	4,211
PER	18.4	19.0	11.4	10.5
PBR	5.8	5.7	3.0	2.9
EV/EBITDA	9.0	9.4	5.8	5.2
ROE	33.8	30.7	30.8	28.5

자료: 유안타증권

[표 1] 웅진코웨이 P/E Valuation (단위: 억원)

	2020E	2021E	12MF 지배순이익
지배순이익	3,868	4,211	3,982
Target P/E	16		
적정 시가총액	63,715		
발행주식 수	72,218		자사주 제외
적정주가	88,226		

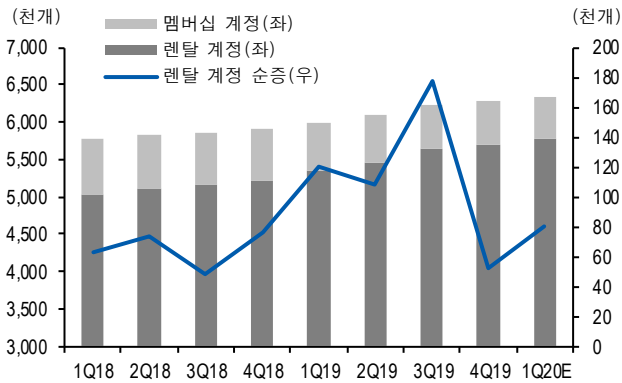
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 웅진코웨이 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
연결 매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	7,699	8,283	8,490	8,680	27,073	30,189	33,152
YoY	9.5%	11.4%	13.4%	11.7%	8.6%	9.6%	11.8%	9.2%	7.6%	11.5%	9.8%
별도 법인											
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	4,041	4,088	4,095	4,084	15,276	15,726	16,308
금융리스	563	676	729	615	676	777	838	707	1,852	2,583	2,999
멤버십	279	270	267	257	251	245	243	234	1,211	1,073	974
일시불	456	435	355	366	344	361	361	361	1,708	1,612	1,428
수출	701	838	979	917	792	947	1,106	1,036	3,024	3,435	3,882
화장품	189	188	185	201	193	192	189	205	755	763	778
기타	30	29	27	30	27	26	24	27	128	116	104
말레이시아	1,125	1,276	1,336	1,526	1,490	1,624	1,642	1,831	3,534	5,263	6,587
미국	209	236	225	303	240	271	259	348	805	973	1,119
연결 영업이익	1,352	1,382	1,403	446	1,290	1,481	1,571	1,304	5,198	4,583	5,646
YoY	2.9%	6.9%	7.6%	-65.4%	-4.6%	7.1%	12.0%	192.4%	10.0%	-11.8%	23.2%
말레이시아	191	221	142	202	198	224	265	294	623	756	982
미국	8	4	-9	30	10	5	-10	36	31	33	41
영업이익률	19.1%	18.3%	18.5%	5.6%	16.8%	17.9%	18.5%	15.0%	19.2%	15.2%	17.0%
말레이시아	17.0%	17.3%	10.6%	13.2%	13.3%	13.8%	16.1%	16.1%	17.6%	14.4%	14.9%
미국	3.8%	1.7%	-4.0%	9.9%	4.1%	2.0%	-3.7%	10.2%	3.9%	3.4%	3.7%

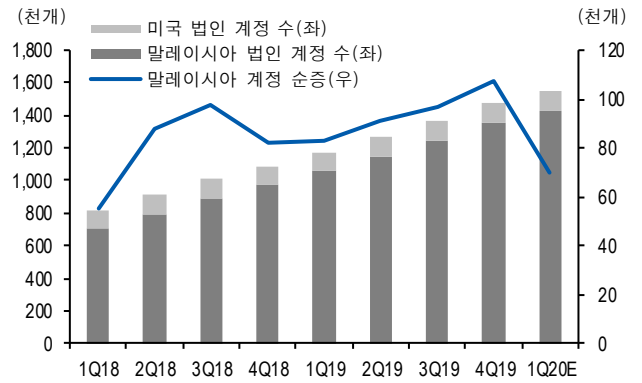
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이 및 전망



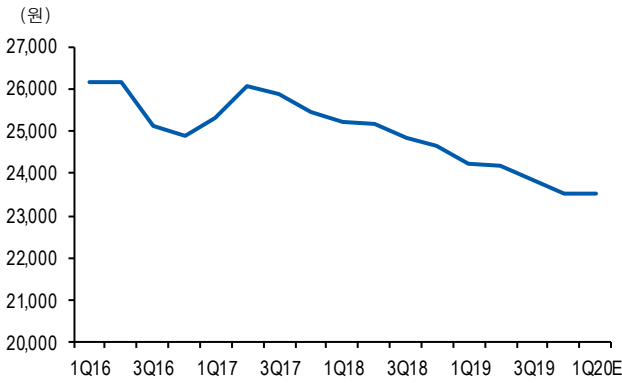
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이 및 전망



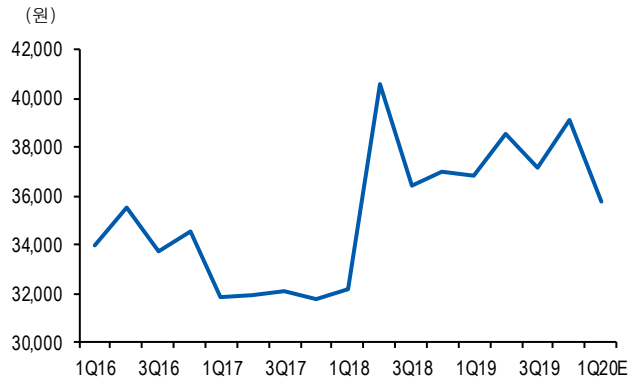
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 및 전망 (당사 추정)



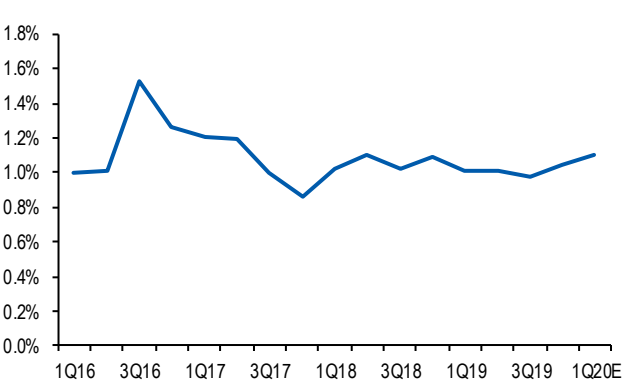
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 및 전망 (당사 추정)



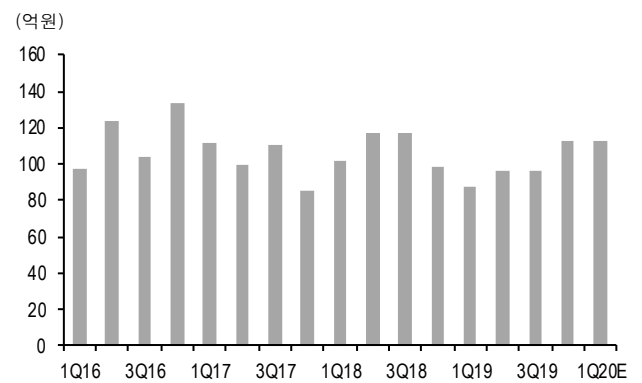
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 해약률 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,073	30,189	33,152	36,048	38,769
매출원가	8,783	10,104	10,940	11,896	12,794
매출총이익	18,291	20,085	22,212	24,152	25,975
판매비	13,092	15,502	16,566	18,040	19,529
영업이익	5,198	4,583	5,646	6,112	6,446
EBITDA	7,754	7,395	8,449	9,564	10,389
영업외손익	-513	-69	-280	-268	-242
외환관련손익	36	131	41	41	41
이자손익	-166	-206	-218	-206	-179
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-383	7	-104	-104	-104
법인세비용차감전순손익	4,686	4,514	5,366	5,843	6,204
법인세비용	1,188	1,192	1,503	1,636	1,613
계속사업순손익	3,498	3,322	3,864	4,207	4,591
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,498	3,322	3,864	4,207	4,591
지배지분순이익	3,502	3,329	3,868	4,211	4,596
포괄순이익	3,439	3,299	3,574	3,918	4,302
지배지분포괄이익	3,444	3,306	3,574	3,918	4,302

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	5,391	5,393	8,182	9,117	8,918
당기순이익	3,498	3,322	3,864	4,207	4,591
감가상각비	2,468	2,710	2,692	3,366	3,875
외환손익	29	-106	-41	-41	-41
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2,365	-3,080	-1,173	-1,338	-2,435
기타현금흐름	1,762	2,547	2,841	2,923	2,929
투자활동 현금흐름	-3,935	-3,831	-3,400	-3,200	-3,400
투자자산	-11	-51	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,003	-3,906	-4,200	-4,400	-4,600
유형자산 감소	127	247	0	0	0
기타현금흐름	-48	-120	800	1,200	1,200
재무활동 현금흐름	-1,868	-1,649	-1,035	-1,244	-1,813
단기차입금	600	1,294	-500	-500	-1,000
사채 및 장기차입금	-7	-155	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,309	-2,599	-578	-797	-869
기타현금흐름	-152	-190	43	53	56
연결범위변동 등 기타	2	-1	-3,242	-5,414	-2,363
현금의 증감	-409	-88	505	-741	1,342
기초 현금	1,103	694	605	1,111	369
기말 현금	694	605	1,111	369	1,711
NOPLAT	5,198	4,583	5,646	6,112	6,446
FCF	68	-801	1,494	2,115	1,677

자료: 유안타증권

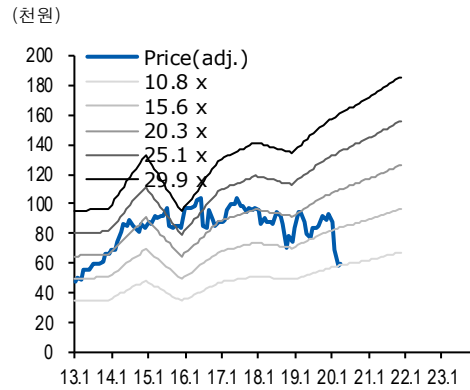
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,437	7,669	8,523	8,000	9,854
현금및현금성자산	694	605	1,111	369	1,711
매출채권 및 기타채권	3,256	3,453	3,690	3,972	4,397
재고자산	1,029	1,128	1,240	1,177	1,264
비유동자산	15,352	20,880	22,278	23,226	23,883
유형자산	7,810	12,708	14,216	15,250	15,974
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	534	186	186	186	186
자산총계	23,789	28,550	30,801	31,226	33,737
유동부채	12,343	15,868	14,542	14,122	13,199
매입채무 및 기타채무	2,732	2,953	3,328	3,408	3,485
단기차입금	7,311	8,606	8,106	7,606	6,606
유동성장기부채	5	5	5	5	5
비유동부채	569	1,909	1,909	1,909	1,909
장기차입금	100	94	94	94	94
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12,912	17,778	16,451	16,032	15,109
지배지분	10,881	10,783	14,361	15,205	18,642
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,299	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	9,668	9,540	13,407	14,541	18,267
비지배지분	-4	-11	-11	-11	-14
자본총계	10,877	10,772	14,350	15,194	18,628
순차입금	5,667	6,131	5,126	5,367	3,025
총차입금	7,428	8,881	8,381	7,881	6,881

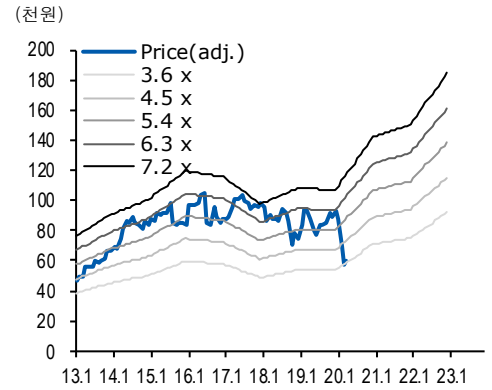
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,735	4,511	5,241	5,707	6,227
BPS	15,074	14,931	19,822	20,987	25,730
EBITDAPS	10,483	10,020	11,448	12,960	14,077
SPS	36,604	40,907	44,922	48,846	52,532
DPS	3,600	2,400	1,100	1,200	1,300
PER	18.4	19.0	11.4	10.5	9.6
PBR	5.8	5.7	3.0	2.9	2.3
EV/EBITDA	9.0	9.4	5.8	5.2	4.5
PSR	2.4	2.1	1.3	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	7.6	11.5	9.8	8.7	7.5
영업이익 증가율 (%)	10.0	-11.8	23.2	8.2	5.5
지배순이익 증가율 (%)	7.4	-4.9	16.2	8.9	9.1
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.0	67.0	67.0
영업이익률 (%)	19.2	15.2	17.0	17.0	16.6
지배순이익률 (%)	12.9	11.0	11.7	11.7	11.9
EBITDA 마진 (%)	28.6	24.5	25.5	26.5	26.8
ROIC	35.8	29.0	30.1	28.7	29.1
ROA	15.4	12.7	13.0	13.6	14.1
ROE	33.8	30.7	30.8	28.5	27.2
부채비율 (%)	118.7	165.0	114.6	105.5	81.1
순차입금/자기자본 (%)	52.1	56.9	35.7	35.3	16.2
영업이익/금융비용 (배)	29.2	20.9	24.3	28.0	32.0

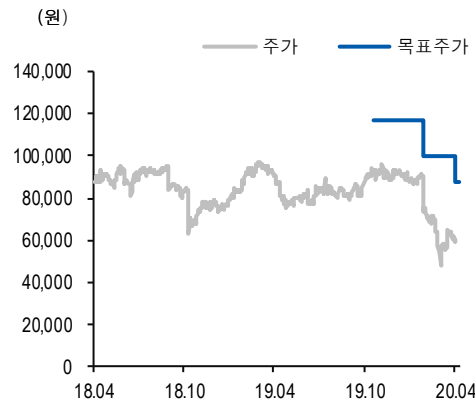
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-23	HOLD	88,000	1년		
2020-02-17	HOLD	100,000	1년	-36.23	-
2019-11-07	BUY	117,000	1년	-22.42	-17.52

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	83.2
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.