

# 코웨이(021240)

하회    부합    **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 불황에도, 언택트에도 돋보이는 렌탈 사업!

컨센서스 상회하는 영업 실적  
말레이시아 빠른 회복에 힘입어 양호한 계정 순증과 실적 성장  
국내 안정성, 해외 성장성, 낮은 밸류에이션 = 매수 시점

## 매수(유지)

목표주가: 95,000원(유지)

### Facts : 영업이익 컨센서스 상회, 해외 사업 호조

매출액은 전년대비 7% 증가한 8,060억원, 영업이익은 22% 증가한 1,692억원으로 컨센서스를 20% 상회했다(영업이익률 21%, +2.7%p YoY). 회계 기준 변경으로 인한 일회성 매출 및 이익이 발생, 이를 제외한 영업이익은 1,580억원을 기록, 컨센서스를 12% 상회했다. 국내 환경가전 매출액은 전년대비 3.8% 증가한 5,294억원을 기록, 해외 사업 매출액은 25% 증가한 2,255억원을 기록, 해외 호조가 외형 및 이익 개선을 견인했다.

### Stock Data

KOSPI(8/5)	2,312
주가(8/5)	74,200
시가총액(십억원)	5,476
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저(가원)	96,500/48,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,191
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.2/60.0
주요주주(%)	넷마블 외 5인 25.1
	국민연금공단 8.3

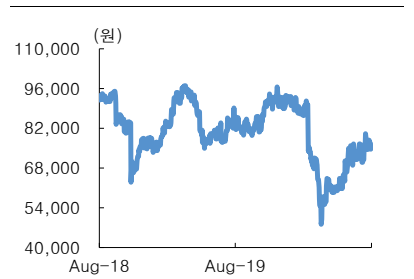
### Valuation 지표

	2019A	2020F	2021F
PER(x)	20.2	12.6	11.5
PBR(x)	6.0	3.7	2.9
ROE(%)	30.7	34.4	29.1
DY(%)	2.6	1.5	1.6
EV/EBITDA(x)	10.1	6.2	5.5
EPS(원)	4,611	5,906	6,429
BPS(원)	15,498	20,025	25,166

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.0)	(14.2)	(13.6)
KOSPI 대비(%p)	(10.4)	(21.0)	(32.4)

### 주가추이



자료: FnGuide

### Pros & cons : 최소한의 컨택트로 지속적인 언택트 수익 창출

청정기 판매 감소로 인해 일시불 매출이 부진했으나 해양물 하락에 힘입어 국내 전체 환경가전 계정 수는 전년대비 4% 증가한 633만 계정을 기록(1.6만 계정 QoQ 순증)했다. 해외 사업은 말레이시아 호조가 돋보였다. 2분기 해외 계정 168만 계정에서 말레이시아만 152만 계정을 확보, 전년대비 35% 증가했고 전분기 대비해서도 8.9만 계정 순증을 기록했다. 말레이시아 영업이익률도 15%에 달해 전체 실적 개선에 기여했다. 코디 네트워크를 활용한 1:1 대면 또는 온라인 영업 활동을 통해 코로나19 확산에도 불구하고 국내외 모두 계정이 증가했다. 최소한의 영업으로 향후 4년간의 지속적인 수익을 창출할 수 있는 것이다. 이에 동사의 사업군이 환경 가전에 속한 만큼 소득 수준 향상과 웰빙에 대한 수요가 높아지면서 꾸준히 성장하고 있다. 동남아 등 해외에서도 수요가 높아지면서 해외 사업 기회도 커지고 있다.

### Action : 차입금 분기별 천억씩 축소. 이익 창출력 돋보일 것

2분기 동사가 발표한 순차입금은 6,155억원이었는데 이는 2019년 말보다 약 2천억 감소한 것이다. 즉, 분기별로 천억씩 줄었다. 배당 축소와 최대주주 변경 등 요인으로 주가 하락과 밸류에이션 de-rating을 경험했으나 이익 창출력, 국내 실적 안정성, 해외 성장성, 그리고 12MF PER 12배에 불과한 낮은 밸류에이션에 주목한다. 매수 의견과 목표주가 9.5만원 (12MF PER 15배)을 유지한다.

### 나은채

ec.na@truefriend.com

### 박하경

ec.na@truefriend.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 2분기 실적 컨센서스 상회

(단위: 십억원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	755.5	759.6	794.6	768.9	805.5	4.8	6.6	792.3
영업이익	138.2	140.3	44.6	138.9	169.2	21.8	22.4	141.2
영업이익률(%)	18.3	18.5	5.6	18.1	21.0			17.8
세전이익	136.8	152.3	26.8	138.3	168.0	21.5	22.8	136.9
순이익	101.9	110.8	19.7	101.6	126.0	24.0	23.7	95.2

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 상황

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	3,217	3,383	3205	3369	0.4	0.4
영업이익	588	630	554	584	6.2	8.0
세전이익	571	618	553	588	3.2	5.0
지배주주순이익	428	463	414	441	3.4	5.0

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	709	755	760	795	769	806	807	836	2,707	3,019	3,217	3,383	3,591
증감	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	6.6	6.2	3.6	7.6	11.5	6.6	5.2	6.1
렌탈 관련	413	419	423	425	427	431	430	437	1,649	1,680	1,725	1,771	1,846
증감	0.4	1.2	2.9	3.1	0.3	1.1	(0.3)	1.6	(0.1)	1.9	2.7	2.7	4.2
렌탈	385	392	397	400	402	405	406	411	1,528	1,573	1,624	1,673	1,751
증감	1.6	2.3	3.8	4.0	4.5	3.5	0.2	1.2	1.4	2.9	3.3	3.0	4.6
멤버십	28	27	27	26	25	26	24	26	121	107	100	97	95
증감	(13.4)	(13.3)	(9.0)	(9.6)	(11.4)	(3.9)	(7.7)	8.2	(16.3)	(11.4)	(6.4)	(3.0)	(2.6)
금융리스	56	68	73	62	69	87	90	64	185	258	310	332	355
증감	45.9	65.4	61.3	1.7	22.3	28.8	3.0	4.6	50.8	39.5	20.0	7.0	7.0
일시불	46	44	35	37	31	32	32	42	171	161	137	137	137
증감	3.9	(8.0)	(7.1)	(11.5)	(32.3)	(26.7)	(10.0)	15.2	(11.1)	(5.6)	(15.1)	0.0	0.0
화장품	19	19	19	20	17	17	18	22	76	76	75	75	75
증감	(8.3)	1.0	5.9	6.8	(8.5)	(7.9)	(3.0)	10.5	(5.3)	1.1	(2.0)	0.0	0.0
수출	70	84	98	92	82	85	106	105	302	343	378	416	457
증감	29.1	16.7	22.5	(4.9)	16.7	1.7	8.0	14.6	16.4	13.6	10.0	10.0	10.0
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	13	12	12	12	12
증감	(6.9)	(14.6)	(9.9)	(3.6)	(0.8)	(6.8)	0.0	7.2	(16.6)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
자회사	152	178	182	217	203	205	209	261	522	729	877	968	1,069
증감	43.7	32.7	34.8	47.6	33.0	14.9	15.0	20.5	54.9	39.7	20.4	10.4	10.4
영업이익	135	138	140	45	139	169	151	129	520	458	588	635	702
증감	2.9	6.9	7.6	(65.4)	2.7	22.4	7.6	190.2	10.0	(11.8)	28.4	7.9	10.7
영업이익률	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	21.0	18.7	15.5	19.2	15.2	18.3	18.8	19.6

자료: 코웨이, 한국투자증권

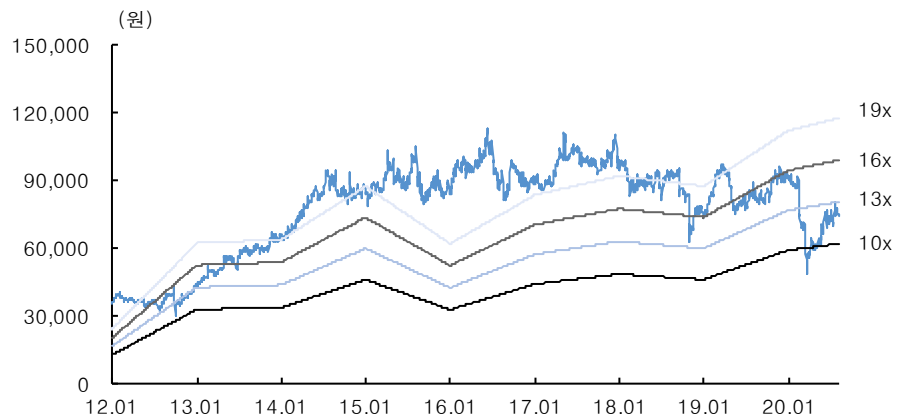
<표 4> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총 계정수	5,995	6,087	6,241	6,282	6,313	6,329	6,349	6,397	5,900	6,282	6,397	6,712	7,048
총 계정 순증	95	92	154	41	31	16	20	48	152	381	115	315	336
증감	3.6	4.2	6.8	6.5	5.3	4.0	1.7	1.8	2.6	6.5	1.8	4.9	5.0
렌탈 계정수(기말)	5,350	5,458	5,636	5,688	5,740	5,773	5,793	5,819	5,230	5,688	5,819	6,153	6,501
증감	6.3	6.9	9.3	8.8	7.3	5.8	2.8	2.3	5.2	8.8	2.3	5.7	5.7
렌탈 계정 순증	120	108	178	52	53	33	20	26	260	458	131	334	348
멤버십 계정수(기말)	645	628	605	594	572	555	555	577	670	594	577	559	548
증감	(14.3)	(14.5)	(12.3)	(11.4)	(11.2)	(11.6)	(8.2)	(2.7)	(13.9)	(11.4)	(2.7)	(3.2)	(2.0)
멤버십 계정 순증	(26)	(16)	(24)	(11)	(21)	(17)	0	22	(108)	(76)	(16)	(18)	(11)
신규 렌탈 판매	408	417	389	358	378	355	396	474	1,450	1,572	1,604	1,674	1,758
증감	8.3	7.2	20.8	(1.1)	(7.5)	(14.7)	2.0	32.4	4.9	8.4	2.0	4.4	5.1
렌탈 해지율	1.00	1.00	0.96	1.04	1.10	1.04	0.98	1.00	0.98	1.02	0.96	0.96	0.96
렌탈 ARPU	24,243	24,159	23,838	23,522	23,445	23,467	23,409	23,595	24,962	24,007	23,527	23,292	23,059
증감	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.6)	(3.3)	(2.9)	(1.8)	0.3	(2.3)	(3.8)	(2.0)	(1.0)	(1.0)
멤버십 ARPU	14,131	14,118	14,458	14,297	14,120	15,312	14,356	15,234	13,937	14,145	14,287	14,287	14,287
증감	0.8	1.3	5.1	2.5	(0.1)	8.5	(0.7)	6.6	(5.6)	1.5	1.0	0.0	0.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 1998년 렌탈비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하고 '코디(CODY)'를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 2019년 말 기준 약 630만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있음. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있음.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	817	1,029	1,321
현금성자산	69	61	64	237	467
매출채권및기타채권	326	345	368	387	411
재고자산	103	113	120	126	134
비유동자산	1,535	2,088	2,142	2,187	2,241
투자자산	53	19	19	19	19
유형자산	781	1,271	1,302	1,332	1,363
무형자산	160	168	170	169	169
자산총계	2,379	2,855	2,959	3,216	3,562
유동부채	1,234	1,587	1,358	1,230	1,142
매입채무및기타채무	273	295	315	331	351
단기차입금및단기사채	731	861	711	581	461
유동성장기부채	1	1	0	0	0
비유동부채	57	191	189	195	204
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	27	15	12	9
부채총계	1,291	1,778	1,548	1,425	1,345
지배주주지분	1,088	1,078	1,412	1,792	2,218
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
기타자본	(45)	(50)	(65)	(65)	(65)
이익잉여금	967	954	1,302	1,682	2,108
비지배주주지분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	1,088	1,077	1,411	1,791	2,217

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	539	539	673	804	891
당기순이익	350	332	428	466	521
유형자산감가상각비	247	271	343	351	359
무형자산상각비	9	10	11	11	10
자산부채변동	(237)	(308)	(117)	(31)	(9)
기타	170	234	8	7	10
투자활동현금흐름	(394)	(383)	(411)	(411)	(443)
유형자산투자	(400)	(391)	(390)	(400)	(410)
유형자산매각	13	25	17	18	20
투자자산순증	(1)	1	0	1	(0)
무형자산순증	(6)	(3)	(13)	(9)	(10)
기타	0	(15)	(25)	(21)	(43)
재무활동현금흐름	(187)	(165)	(258)	(220)	(217)
자본의증가	3	2	0	0	0
차입금의순증	59	114	(163)	(133)	(123)
배당금지급	(231)	(260)	(173)	(80)	(87)
기타	(18)	(21)	78	(7)	(7)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(41)	(9)	4	173	230

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

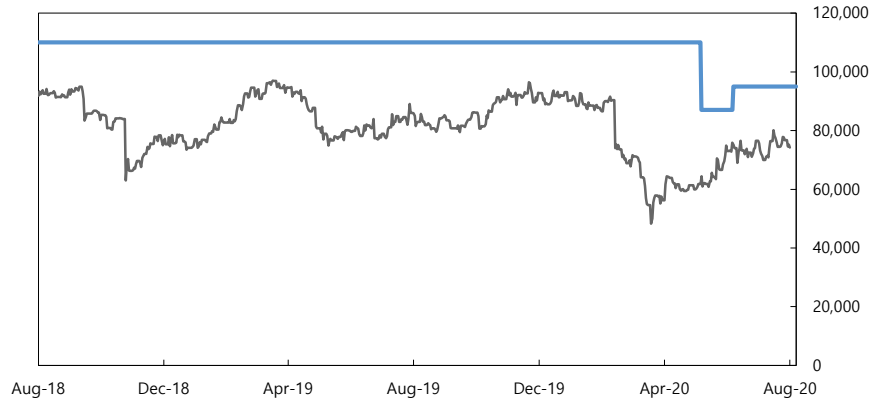
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,217	3,383	3,591
매출원가	878	1,010	1,029	1,083	1,149
매출총이익	1,829	2,009	2,188	2,301	2,442
판매관리비	1,309	1,550	1,599	1,666	1,740
영업이익	520	458	588	635	702
금융수익	1	1	2	2	4
이자수익	1	1	2	2	4
금융비용	18	22	22	18	15
이자비용	18	22	22	18	15
기타영업외손익	(35)	14	3	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	469	451	571	622	695
법인세비용	119	119	143	155	174
연결당기순이익	350	332	428	466	521
지배주주지분순이익	350	333	428	466	521
기타포괄이익	(6)	(2)	1	0	0
총포괄이익	344	330	429	466	521
지배주주지분포괄이익	344	331	429	466	521
EBITDA	775	739	942	996	1,072

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,854	4,611	5,906	6,429	7,180
BPS	15,652	15,498	20,025	25,166	30,947
DPS	3,600	2,400	1,100	1,200	1,300
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.6	11.5	6.6	5.2	6.1
영업이익증가율	10.0	(11.8)	28.4	7.9	10.7
순이익증가율	7.4	(4.9)	28.6	8.9	11.7
EPS증가율	8.3	(5.0)	28.1	8.9	11.7
EBITDA증가율	9.5	(4.6)	27.3	5.8	7.6
수익성(%)					
영업이익률	19.2	15.2	18.3	18.8	19.6
순이익률	12.9	11.0	13.3	13.8	14.5
EBITDA Margin	28.6	24.5	29.3	29.4	29.9
ROA	15.4	12.7	14.7	15.1	15.4
ROE	33.8	30.7	34.4	29.1	26.0
배당수익률	4.9	2.6	1.5	1.6	1.8
배당성향	74.2	52.1	18.6	18.7	18.1
안정성					
순차입금(십억원)	567	628	418	103	(252)
차입금/자본총계비율(%)	68.3	83.8	50.3	32.4	21.8
Valuation(X)					
PER	15.3	20.2	12.6	11.5	10.3
PBR	4.7	6.0	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	7.7	10.1	6.2	5.5	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이 (021240)	2018.02.25	매수	110,000원	-22.5	-13.6
	2019.02.25	1년경과		-21.4	-11.8
	2020.02.25	1년경과		-43.5	-34.8
	2020.05.11	매수	87,000원	-22.7	-12.8
	2020.06.11	매수	95,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2020년 8월 5일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2020. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.4%	19.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.