

# 코웨이 (021240)

## 내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>88,000원 (M)</b>
현재주가 (8/5)	<b>74,200원</b>
상승여력	<b>19%</b>

시가총액	54,759억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	194억원
60일 평균 거래량	271,095주
52주 고	96,500원
52주 저	48,250원
외인지분율	60.10%
주요주주	넷마블 외 5 인 25.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	23.7	(13.6)
상대	(9.7)	1.4	(27.3)
절대(달러환산)	(2.6)	27.3	(12.1)

## 2Q20 리뷰 : CS닥터 파업 장기화가 아쉽다

### 2Q20 Review : 회계기준 변경과 비용 효율화로 호실적 기록

코웨이는 2Q20 매출액 8,055억원(+6.6% YoY), 영업이익 1,692억원(+22.4% YoY)을 기록해 영업이익 컨센서스 1,412억원을 상회하는 호실적을 기록했다. 금융리스 관련 회계기준 변경 3년 분기 당분기에 일시 반영되고, 코로나19 상황에 따른 판촉비 및 마케팅 비용 집행 감소로 호실적을 기록했다. 회계기준 변경 효과 제외 시, 매출액은 7,811억원(+3.4% YoY), 영업이익 1,581억원(+14.4% YoY)이다.

국내 렌탈계정 순증은 공기질 개선에 따른 공기청정기 판매 감소, CS닥터의 파업에 따른 영업 활동 제약으로 3.3만계정(-70% YoY)을 기록하여 부진하였다.

말레이시아 법인은 매출액 1,559억원(+22.2% YoY), 영업이익 233억원(+5.5% YoY)을 기록했다. 코로나19 Lockdown 상황 하에서도 견조한 수요에 힘입어 9만 계정의 순증을 기록한 것이 고무적이다.

### CS닥터 이슈가 조속히 마무리 되어야

대주주 지분 매각은 완료되었고, 배당 정책 변화에 대한 투자자들의 이해도가 높아지고 있다. 또한 말레이시아 Lockdown에 따른 실적 우려는 2Q20 실적으로 해소되었다. 동사는 지난해부터 많은 산들을 넘어왔지만, 아직 넘어야 할 산이 남았다. CS닥터의 정규직화와 이 과정에서 진행되고 있는 파업이다.

6월말부터 진행되고 있는 CS닥터 파업은 한 달 넘게 장기화되고 있다. CS닥터가 파업에 돌입함에 따라 렌탈 판매에 어려움이 나타날 수 있으며, A/S 지연에 따른 고객 이탈 가능성도 높다. 지난 12월 파업으로 1Q20 해약률은 1.11%까지 높아졌다는 점을 상기시켜볼 필요가 있다. 해약률의 상승은 렌탈 순증을 감소시켜 동사의 성장성을 저해할 뿐만 아니라 렌탈자산 폐기손실 증가를 이끌기 때문에 실적 불확실성을 야기시킨다. 이 때문에 우선적으로 CS닥터 파업이 종료되어야 한다. 이후 CS닥터와의 합의를 통해 인건비 증가 수준도 확정되어야만 불확실성이 완전히 해소될 수 있을 전망이다.

CS닥터 관련 불확실성이 해소되기 전까지는 보수적으로 대응할 것을 권고한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,055	6.6	4.8	7,923	1.7
영업이익	1,692	22.4	21.8	1,412	19.8
세전계속사업이익	1,597	16.7	15.5	1,369	16.7
지배순이익	1,192	16.9	17.3	952	25.2
영업이익률 (%)	21.0	+2.7 %pt	+2.9 %pt	17.8	+3.2 %pt
지배순이익률 (%)	14.8	+1.3 %pt	+1.6 %pt	12.0	+2.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,073	30,189	32,847	35,470
영업이익	5,198	4,583	5,803	5,979
지배순이익	3,502	3,329	4,095	4,164
PER	18.4	19.0	13.4	13.2
PBR	5.8	5.7	3.6	3.4
EV/EBITDA	9.0	9.4	5.2	5.0
ROE	33.8	30.7	31.8	26.8

자료: 유안타증권

[표 1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
연결 매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	7,689	8,055	8,412	8,690	27,073	30,189	32,846
YoY	9.5%	11.4%	13.4%	11.7%	8.4%	6.6%	10.7%	9.4%	7.6%	11.5%	8.8%
별도 법인	6,066	6,352	6,510	6,382	6,285	6,554	6,712	6,612	23,954	25,310	26,163
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	4,019	4,053	4,015	3,986	15,276	15,726	16,073
금융리스	563	676	729	615	689	871	838	707	1,852	2,583	3,106
멤버십	279	270	267	257	247	259	240	231	1,211	1,073	976
일시불	456	435	355	366	309	319	300	420	1,708	1,612	1,348
수출	701	838	979	917	818	852	1,106	1,036	3,024	3,435	3,812
화장품	189	188	185	201	173	173	189	205	755	763	740
기타	30	29	27	30	31	26	24	27	128	116	108
말레이시아	1,125	1,276	1,336	1,526	1,533	1,559	1,710	1,884	3,534	5,263	6,685
미국	209	236	225	303	272	321	259	348	805	973	1,200
연결 영업이익	1,352	1,382	1,403	446	1,389	1,692	1,511	1,212	5,198	4,583	5,804
YoY	2.9%	6.9%	7.6%	-65.4%	2.8%	22.4%	7.7%	171.8%	10.0%	-11.8%	26.6%
말레이시아	191	221	142	202	252	233	252	229	623	756	966
미국	8	4	-9	30	26	49	39	52	31	33	166
영업이익률	19.1%	18.3%	18.5%	5.6%	18.1%	21.0%	18.0%	14.0%	19.2%	15.2%	17.7%
말레이시아	17.0%	17.3%	10.6%	13.2%	16.4%	14.9%	14.7%	12.2%	17.6%	14.4%	14.4%
미국	3.8%	1.7%	-4.0%	9.9%	9.6%	15.3%	15.0%	15.0%	3.9%	3.4%	13.8%

자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

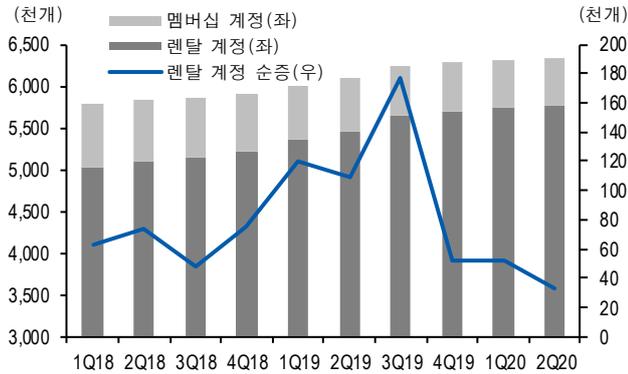
[표 2] 코웨이 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

	기준		변경		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	32,775	35,398	32,847	35,470	0.2%	0.2%
영업이익	5,611	5,938	5,803	5,979	3.4%	0.7%
지배순이익	3,912	4,087	4,095	4,164	4.7%	1.9%

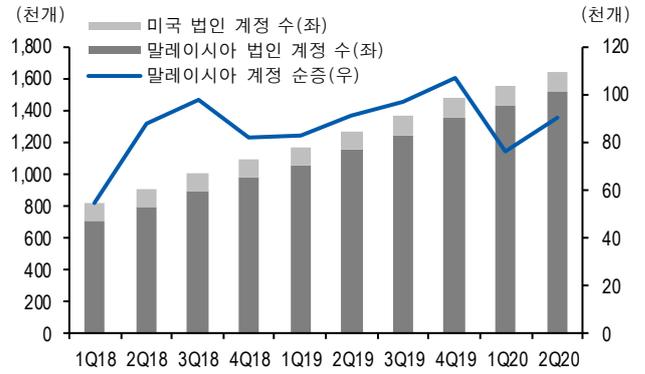
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



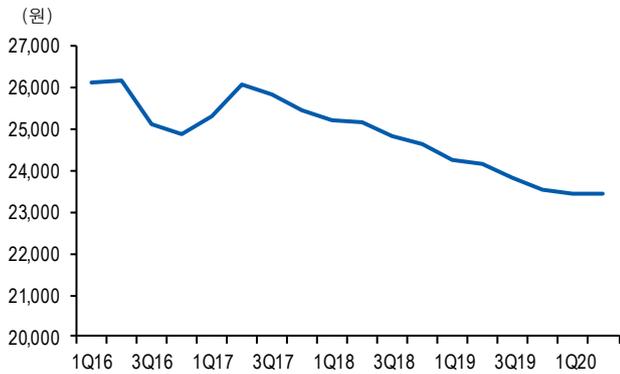
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



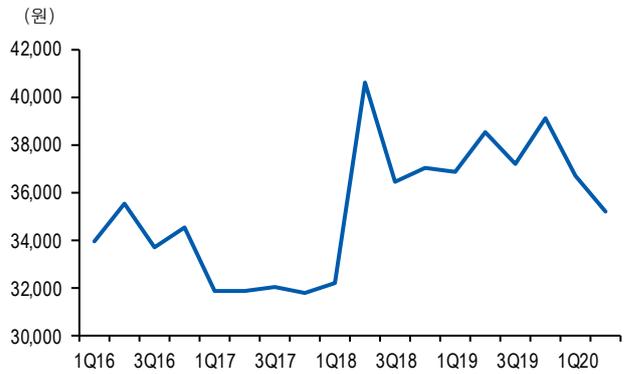
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



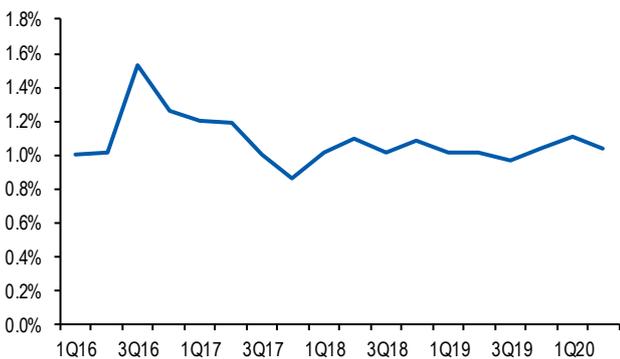
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



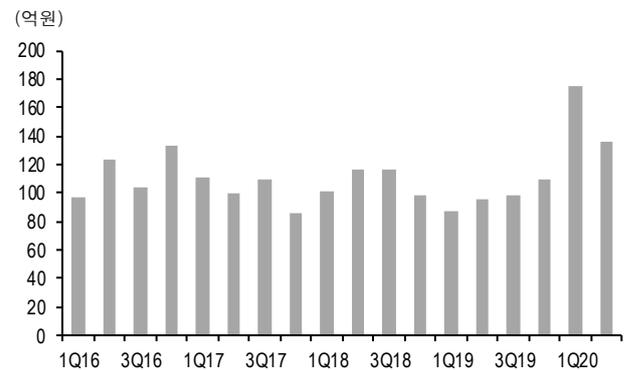
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 해약률 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,073	30,189	32,847	35,470	38,052
매출원가	8,783	10,104	10,774	11,705	12,557
매출총이익	18,291	20,085	22,072	23,765	25,495
판매비	13,092	15,502	16,269	17,786	19,152
영업이익	5,198	4,583	5,803	5,979	6,343
EBITDA	7,754	7,395	11,264	11,708	12,350
영업외손익	-513	-69	-205	-201	-171
외환관련손익	36	131	110	77	77
이자손익	-166	-206	-192	-175	-144
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-383	7	-123	-103	-103
법인세비용차감전순이익	4,686	4,514	5,598	5,777	6,172
법인세비용	1,188	1,192	1,507	1,618	1,605
계속사업순이익	3,498	3,322	4,091	4,160	4,567
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,498	3,322	4,091	4,160	4,567
지배지분순이익	3,502	3,329	4,095	4,164	4,572
포괄순이익	3,439	3,299	4,032	4,101	4,508
지배지분포괄이익	3,444	3,306	4,033	4,101	4,508

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	10,326	10,844	10,464
당기순이익	3,498	3,322	4,091	4,160	4,567
감가상각비	2,468	2,710	5,368	5,642	5,925
외환손익	29	-106	-91	-77	-77
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2,365	-3,080	-1,482	-1,325	-2,426
기타현금흐름	1,762	2,547	2,441	2,444	2,475
투자활동 현금흐름	-3,935	-3,831	-5,553	-5,203	-5,403
투자자산	-11	-51	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,003	-3,906	-6,203	-6,403	-6,603
유형자산 감소	127	247	51	0	0
기타현금흐름	-48	-120	601	1,200	1,200
재무활동 현금흐름	-1,868	-1,649	-233	-970	-1,547
단기차입금	600	1,294	-500	-500	-1,000
사채 및 장기차입금	-7	-155	-61	-7	-7
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,309	-2,599	0	-798	-871
기타현금흐름	-152	-190	328	335	331
연결범위변동 등 기타	2	-1	-3,040	-4,887	-1,905
현금의 증감	-409	-88	1,501	-217	1,609
기초 현금	1,103	694	605	2,107	1,890
기말 현금	694	605	2,107	1,890	3,499
NOPLAT	5,198	4,583	5,803	5,979	6,343
FCF	68	-801	2,016	2,305	1,671

자료: 유안타증권

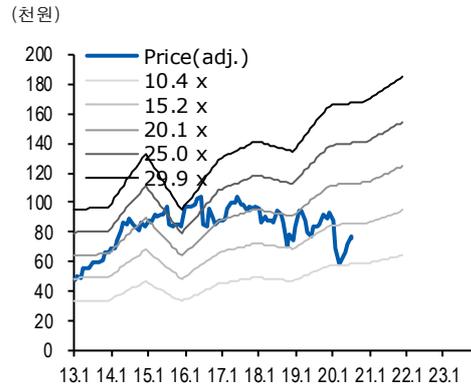
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,437	7,669	9,555	9,540	11,651
현금및현금성자산	694	605	2,107	1,890	3,499
매출채권 및 기타채권	3,256	3,453	3,586	3,856	4,272
재고자산	1,029	1,128	1,241	1,174	1,259
비유동자산	15,352	20,880	21,661	22,335	22,932
유형자산	7,810	12,708	13,605	14,367	15,045
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	534	186	196	196	196
자산총계	23,789	28,550	31,216	31,875	34,582
유동부채	12,343	15,868	14,233	13,810	12,884
매입채무 및 기타채무	2,732	2,953	2,960	3,037	3,112
단기차입금	7,311	8,606	8,106	7,606	6,606
유동성장기부채	5	5	5	5	5
비유동부채	569	1,909	2,027	2,020	2,013
장기차입금	100	94	88	81	74
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12,912	17,778	16,259	15,829	14,897
지배지분	10,881	10,783	14,970	16,060	19,702
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,299	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	9,668	9,540	13,630	14,779	18,480
비지배지분	-4	-11	-14	-14	-17
자본총계	10,877	10,772	14,957	16,046	19,685
순차입금	5,667	6,131	3,948	3,657	1,041
총차입금	7,428	8,881	8,364	7,857	6,850

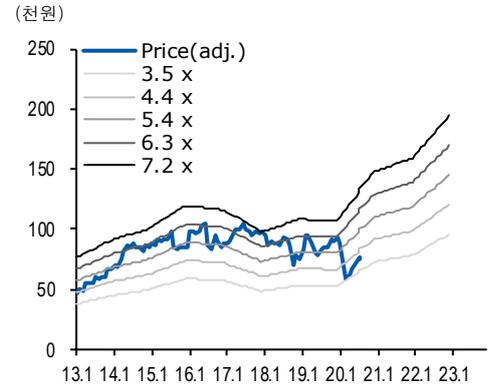
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,735	4,511	5,549	5,642	6,195
BPS	15,074	14,931	20,633	22,135	27,155
EBITDAPS	10,483	10,020	15,263	15,864	16,734
SPS	36,604	40,907	44,508	48,063	51,561
DPS	3,600	2,400	1,100	1,200	1,300
PER	18.4	19.0	13.4	13.2	12.0
PBR	5.8	5.7	3.6	3.4	2.7
EV/EBITDA	9.0	9.4	5.2	5.0	4.5
PSR	2.4	2.1	1.7	1.5	1.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	7.6	11.5	8.8	8.0	7.3
영업이익 증가율 (%)	10.0	-11.8	26.6	3.0	6.1
지배순이익 증가율 (%)	7.4	-4.9	23.0	1.7	9.8
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.2	67.0	67.0
영업이익률 (%)	19.2	15.2	17.7	16.9	16.7
지배순이익률 (%)	12.9	11.0	12.5	11.7	12.0
EBITDA 마진 (%)	28.6	24.5	34.3	33.0	32.5
ROIC	35.8	29.0	32.1	29.4	30.2
ROA	15.4	12.7	13.7	13.2	13.8
ROE	33.8	30.7	31.8	26.8	25.6
부채비율 (%)	118.7	165.0	108.7	98.6	75.7
순차입금/자기자본 (%)	52.1	56.9	26.4	22.8	5.3
영업이익/금융비용 (배)	29.2	20.9	26.6	29.0	33.3

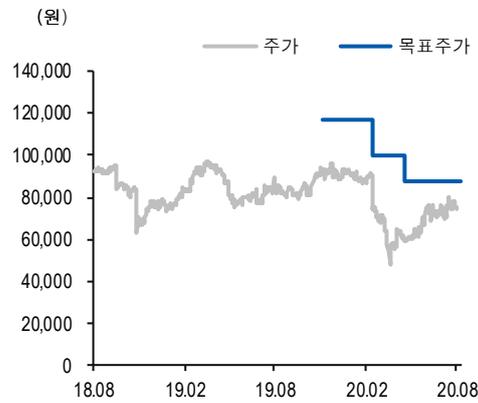
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-06	HOLD	88,000	1년		
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)	1.3
Buy(매수)	87.5
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-03

※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 투자사결정은 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.