

코웨이 (021240)

이나연
nayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

94,000
유지

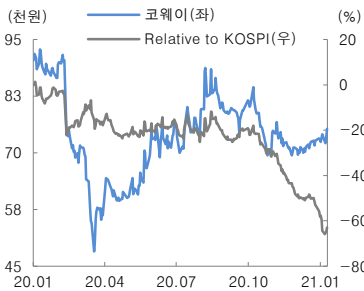
현재주가
(21.01.14)

75,300

유통업종

KOSPI	3149.93
시가총액	5,557십억원
시가총액비중	0.29%
지분금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	92,800원 / 48,250원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	60.91%
주요주주	넷마블 외 7 인 25.11% 국민연금공단 7.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	-6.3	5.5	-18.9
상대수익률	-6.3	-29.2	-26.9	-42.3



국내, 해외 모두 순조롭게 향해 중

투자 의견 매수, 목표주가 94,000원 유지

- DCF Valuation으로 산출된 목표주가 94,000원은 WACC 10.0%(무위험수익률 1.3%, 시장위험프리미엄 10.4%, 베타 0.96을 가정)를 적용한 가치로, 21F EPS 기준 Implied P/E 14.8배에 해당하는 수치
- 현재 주가는 21F P/E 11.2배에 거래 중으로 18-19년 평균 P/E가 약 17배임을 고려 시, 저평가 밸류에이션 국면임은 분명. 한편 약 17배 이상의 밸류에이션을 적용받기 위해서는 다음 두 가지 요건이 필요하다고 판단. ① 말레이시아 시장의 카테고리 확장 효과가 지속적으로 관측될 것 ② 인도네시아, 베트남 등 신규 시장에서 유의미한 성과가 나타날 것. 따라서 말레이시아 법인의 순증수 및 신규 법인 매출 추이에 대한 지속적인 트레이킹 필요
- ②의 요인의 경우 코로나19가 완전히 종식될 시점을 판단하기 어려운 만큼 장기적인 호흡으로 접근할 필요. 하지만 ①의 경우 말레이시아 법인의 판매량이 카테고리 확장 등으로 증가하는 양상임에도 불구하고, 배당 매력 감소 등에 가려져 현 주가에 전혀 반영되지 못하고 있음이 매우 아쉬운 상황. 말레이시아 법인은 2018년 공기청정기를 런칭하며 분기당 순증수가 약 5만개 수준에서 8만개 이상으로 점프하였고, 지난해에는 매트리스를 런칭하며 분기당 약 1만개의 판매량을 신규로 창출 중. 점진적 주가 상승 전망

4Q20 Preview: 국내, 해외 모두 순조롭게 향해 중

- 4분기 연결 기준 매출액은 8,120억원(yoy 2.2%), 영업이익은 1,362억원(yoy 205.3%) 기록할 것으로 전망(컨센서스 매출액 8,482억원, 영업이익 1,323억원). 지난해 일회성 요인(CS닥터 총당금 770억원)을 제거한 매출액과 영업이익 증가율은 각각 2.2%, 9.1%(표8 참고)

- 부문별 자세한 내용은 다음 페이지 참고

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전 추정	당사 추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	795	800	821	812	2.2	1.4	848	849	10.4	4.6
영업이익	45	169	138	136	205.3	-19.2	132	161	16.3	18.5
순이익	20	117	95	95	382.2	-18.6	94	116	14.4	22.3

자료: 코웨이, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,187	3,490	3,812
영업이익	520	458	613	643	704
세전순이익	469	451	576	616	682
총당기순이익	350	332	432	462	511
지배지분순이익	350	333	433	462	512
EPS	4,735	4,511	5,861	6,265	6,937
PER	15.6	20.6	12.8	12.0	10.9
BPS	14,711	14,611	18,102	23,243	29,047
PBR	5.0	6.4	4.2	3.2	2.6
ROE	33.8	30.7	35.8	30.3	26.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

I. 4Q20 Preview 및 컨퍼런스콜 후기

[국내 환경가전] 매출액 5,295 억원(yoy +0.6%) 전망, 순증수 5 만개 전망

cs닥터 파업이 마무리되면서 판매량은 9월<10월<11월로 갈수록 증가하고 있는 양상. 12월은 거리두기 2.5단계 격상에 따른 방판 채널 영업 차질이 불가피하나, 이를 감안해도 4분기 전체 판매량은 30만개 이상 무난히 달성할 것(참고로 4Q19 35.8만개, 3Q20 28.5만개, 4Q20F 35.9만개)으로 전망. 한편 순증(판매량-해약-만기도래)의 경우 해약률이 3분기 안정화된 수준을 유지 중인 것으로 파악됨에 따라서 5만개 전망

코로나19 및 소형 가구 증가 등으로 렌탈에서도 비대면 자가관리 제품에 대한 수요가 증가하는 양상. 동사는 아이콘 정수기, 가습청정기 등 고객의 선택 옵션을 다양화한 상품 출시를 통해 이에 대응 중. 예를 들어 아이콘 정수기의 경우 렌탈 기간(3년 or 6년)과 서비스 유무(방문관리 or 자가관리)를 선택할 수 있는데, 자가관리를 선택하는 고객 비중이 50%에 달해 비대면에 대한 높은 수요를 확인할 수 있음. 한편 이러한 신제품 출시를 통해 젊은 고객, 소형가구 등 동사가 기존에 집중적으로 타겟하지 않았던 고객층을 대상으로 신규수요를 창출하는 모습은 매우 긍정적이라 판단

[말레이시아] 매출액 1,898 억원(yoy +24.3%) 전망, 순증수 11 만개 전망

4분기 판매량은 3분기 추세를 이어갈 것으로 전망. 말레이시아도 코로나 확산이 다시 심화되고 있으나, 지난 2분기 강력한 락다운을 경험하며 온라인 채널을 강화하고, 자가 설치 판매를 진행하는 등 비대면 수요에 대응하기 시작. 따라서 지난 2분기와 같은 부진은 없을 것(2Q20 순증 8.9만개, 3Q20 12.1만개, 4Q20F 11만개)으로 예상

한편 말레이시아 법인의 판매량은 카테고리 확장과 함께 증가하는 양상. 2018년 공기청정기를 런칭하며 분기당 순증수가 약 5만개 수준에서 8만개 이상으로 점프하였고, 지난해에는 매트리스를 런칭하며 분기당 약 1만개의 판매량을 신규로 창출 중. 말레이시아 법인 매출액에서 공기청정기가 차지하는 비중은 약 20%로 런칭 시기를 감안 시 고무적인 성장세로 보임. 말레이시아 법인의 영업이익률은 카테고리 다변화 등 계정수 확대(3Q20 기준 말레이시아 164만개 vs 국내 631만개)에 따른 규모의 경제와 함께 매년 소폭 개선될 여지가 있다고 판단. 올해 영업이익률은 15.2%로 yoy +88bps 상승 전망

[미국] 매출액 325 억원(yoy +7.4%) 전망

4분기 매출액의 qoq 감소(-37.2%)는 불가피. 지난 3분기의 경우 서부 산불 일회성 요인으로 시판 매출이 크게 증가했기 때문

서부 산불 요인을 제거하고 미국 법인의 판매량은 약 5만개, 영업이익률은 MSD~HSD% 수준으로 보는 것이 적절. 미국 시장의 경우 방판+시판 투 트랙 전략을 구사 중으로, 현재는 시판이 성장을 견인하는 양상. 다만 시판의 경우 DD% 이상의 마진을 창출하기는 힘든 구조로, 단기적으로는 시판을 통해 영업이익률이 HSD%로 상승하고, 장기적으로 방판이 성장하며 국내 및 말레이시아와 시장과 같은 OPM(DD%)을 달성한다는 것이 동사의 전략

II. 판매인 지급수수료 관련 회계처리 변경 효과 정리

지급수수료 관련 회계처리 변경이 영업이익률에 미치는 영향은 없음

동사는 판매인에게 지급하는 수수료를 과거 선급비용으로 계상하여 판매수수료로 비용화하였으나, 유형자산(렌탈자산)으로 분류하는 회계처리 변경을 한 바 있음. 이에 따라 지난 3개 분기 누적 판매수수료는 2,069억원으로 yoy 1,668억원 감소, 판관비 단 감가상각비는 1,840억원으로 yoy 1,652억원 증가, 렌탈자산폐기손실은 613억원으로 yoy 186억원 증가하였음. 즉, 회계처리 변경으로 인한 영업이익률 단의 영향은 없는 것으로 분석. 한편 감가상각비가 증가함에 따라 영업활동 현금흐름이 전년 대비 크게 개선. 하지만 이는 실질적인 현금 창출 능력의 향상보다는 회계처리 변경 효과에 따른 것으로 보는 것이 적절할 것

표 1. 판매인 지급수수료 관련 회계처리 변경 효과

항목	내용
판매수수료 비중(19년)	19.1%
현금흐름상	70%는 계약한 당월에 지급 나머지 30%는 18개월로 나누어 지급
회계상(회계기준 변경 전)	70%를 의무사용기간 내(ex 36개월)로 이연하여 인식 나머지 30%는 현금흐름과 일치
회계기준 변경 효과	판매수수료 감소(매출 대비 19년 19.1% → 3Q20 누적 8.7%) 판관비단 감가상각비 증가(매출 대비 19년 0.9% → 3Q20 누적 7.8%) 렌페손 증가(매출 대비 19년 1.7% → 3Q20 누적 2.6%)

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 2. 연결 기준 실적 추정 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
연결 매출액	769	806	800	812	849	865	872	903	3,019	3,187	3,490	3,812
국내	629	655	641	660	670	665	685	704	2,531	2,585	2,724	2,890
말레이시아	153	156	179	190	199	210	221	232	526	678	860	1,047
미국	27	32	52	33	33	35	38	47	97	144	153	180
기타 자회사	23	17	16	15	26	26	27	26	105	71	106	106
YoY												
연결 매출액	8.4	6.6	5.4	2.2	10.4	7.4	9.0	11.2	11.5	5.6	9.5	9.2
국내	3.6	3.2	-1.5	3.3	6.5	1.5	6.8	6.7	5.7	2.1	5.4	6.1
말레이시아	36.3	22.2	33.8	24.3	29.5	34.4	23.4	22.0	48.9	28.8	26.9	21.7
미국	29.9	35.8	130.7	7.4	21.7	9.1	-27.3	44.3	20.9	47.6	6.3	17.7
비중												
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	81.7	81.4	80.1	81.2	78.9	76.9	78.5	78.0	83.8	81.1	78.1	75.8
말레이시아	19.9	19.4	22.3	23.4	23.4	24.2	25.3	25.7	17.4	21.3	24.7	27.5
미국	3.5	4.0	6.5	4.0	3.9	4.0	4.3	5.2	3.2	4.5	4.4	4.7
연결 영업이익	139	169	169	136	161	164	171	147	458	613	643	704
국내	116	136	125	112	129	133	134	116	395	489	512	535
말레이시아	25	23	30	25	34	32	38	32	76	103	136	170
미국	3	5	12	2	2	2	2	3	3	21	9	13
기타 자회사	-1	-2	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-9	-7	-7
YoY												
연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	205.3	16.3	-3.0	1.2	8.0	-11.8	33.7	5.0	9.5
국내	-5.5	22.8	-10.2	401.7	11.6	-2.2	7.4	3.1	-17.3	23.9	4.7	4.4
말레이시아	32.0	5.5	108.8	24.9	33.4	38.9	27.1	26.6	21.3	36.7	31.2	25.6
미국	238.5	1,126.1	흑전	-34.9	-23.6	-57.1	-80.8	44.3	1.4	544.0	-56.9	37.3
OPM												
연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	16.8	19.0	19.0	19.6	16.3	15.2	19.2	18.4	18.5
국내	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4	15.6	18.9	18.8	18.5
말레이시아	16.4	14.9	16.6	13.3	16.9	15.4	17.1	13.8	14.4	15.2	15.8	16.3
미국	9.5	15.4	22.7	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	3.4	14.8	6.0	7.0
비중												
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	83.3	80.4	74.1	82.4	79.9	81.0	78.6	78.6	86.1	79.8	79.6	75.9
말레이시아	18.1	13.8	17.6	18.5	20.8	19.7	22.0	21.7	16.5	16.9	21.1	24.2
미국	1.9	2.9	7.0	1.4	1.2	1.3	1.3	1.9	0.7	3.5	1.4	1.8
매출총이익	522	555	536	531	573	588	584	588	2,009	2,143	2,334	2,557
yoy	9.5	9.6	5.4	2.7	9.9	6.0	9.0	10.9	9.8	6.7	8.9	9.5
GPM	67.8	68.9	67.0	65.3	67.5	68.0	67.0	65.2	66.5	67.3	66.9	67.1
yoy(%p)	0.7	1.8	0.0	0.3	-0.3	-0.9	0.0	-0.2	-1.0	0.7	-0.4	0.2
판관비	383	386	368	394	412	424	414	441	1,550	1,531	1,691	1,852
yoy	12.2	4.7	-0.3	-16.5	7.6	10.0	12.5	11.9	18.4	-1.3	10.5	9.5
판관비율	49.8	47.9	45.9	48.6	48.5	49.0	47.4	48.9	51.4	48.0	48.5	48.6
yoy(%p)	1.7	-0.9	-2.6	-10.8	-1.3	1.1	1.5	0.3	3.0	-3.3	0.4	0.1
렌탈자산폐기손실	23.6	20.7	17.0	20.4	20.4	19.6	19.4	20.0	51.2	81.7	79.4	79.1
EBITDA	276	303	305	268	295	298	304	281	739	1,151	1,178	1,246
yoy	33.7	43.0	39.8	159.4	7.0	-1.9	-0.1	5.0	-4.6	55.7	2.3	5.8
%EBITDA	35.9	37.7	38.1	32.9	34.8	34.4	34.9	31.1	24.5	36.1	33.8	32.7
지배주주순이익	102	119	117	95	116	118	123	105	333	433	462	512
yoy	1.1	16.7	5.5	382.2	14.4	-0.6	5.4	10.0	-4.9	29.9	6.9	10.7
NIM	13.2	14.8	14.6	11.7	13.7	13.7	14.1	11.6	11.0	13.6	13.3	13.4

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 3. 별도 기준 실적 추정 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
별도 매출액	629	655	641	660	670	665	685	704	2,531	2,585	2,724	2,890
국내 환경가전	529	553	507	530	545	548	540	549	2,111	2,119	2,182	2,274
렌탈	402	405	400	406	408	410	409	414	1,573	1,613	1,642	1,702
금융리스	69	87	57	70	73	76	79	83	258	283	310	340
멤버십	25	26	25	23	23	22	21	20	107	98	86	74
일시불	31	32	24	28	38	37	28	29	161	115	132	145
기타	3	3	2	2	4	3	3	3	12	11	12	13
수출	82	85	120	115	109	101	129	137	343	403	476	545
화장품	17	17	14	15	15	16	16	18	76	63	65	71
YoY												
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	3.3	6.5	1.5	6.8	6.7	5.7	2.1	5.4	6.1
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	0.6	3.0	-0.8	6.3	3.7	4.6	0.4	3.0	4.2
렌탈	4.5	3.5	0.9	1.4	1.6	1.3	2.4	2.1	2.9	2.5	1.8	3.6
금융리스	22.4	28.8	-21.4	13.1	5.7	-12.7	37.5	18.8	39.6	9.5	9.7	9.4
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-9.9	-8.2	-14.7	-14.4	-12.6	-11.5	-8.4	-12.5	-14.1
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-22.5	22.5	14.9	17.4	3.7	-5.6	-28.8	14.7	10.0
기타	1.7	-9.2	-10.9	-19.4	24.4	13.3	19.8	3.7	-8.6	-9.4	15.8	10.0
수출	16.7	1.7	22.9	25.6	33.4	19.0	7.2	18.6	13.6	17.2	18.3	14.5
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-26.3	-12.0	-10.0	20.0	20.0	1.1	-17.3	3.0	9.4
비중												
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	84.2	84.4	79.1	80.3	81.4	82.4	78.8	78.1	83.4	82.0	80.1	78.7
렌탈	63.9	61.8	62.3	61.5	61.0	61.7	59.7	58.9	74.5	76.1	75.2	74.8
금융리스	11.0	13.3	8.9	10.6	10.9	11.4	11.5	11.8	12.2	13.3	14.2	14.9
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.5	3.4	3.3	3.1	2.9	5.1	4.6	3.9	3.3
일시불	4.9	4.9	3.7	4.3	5.6	5.5	4.0	4.2	7.6	5.4	6.0	6.4
기타	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
수출	13.0	13.0	18.8	17.5	16.3	15.2	18.8	19.4	13.6	15.6	17.5	18.9
화장품	2.8	2.6	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	3.0	2.4	2.4	2.5
별도 영업이익	116	136	125	112	129	133	134	116	395	489	512	535
yoy	-5.5	22.8	-10.2	401.7	11.6	-2.2	7.4	3.1	-17.3	23.9	4.7	4.4
OPM	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4	15.6	18.9	18.8	18.5

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 4. 국내 관리계정수 추이 및 전망

(단위: 만개, %, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
총계정(렌탈+멤버십)	631	633	630.6	633	637	643	648	654	628	633	654	675
렌탈												
계정수	574	577	576	581	587	595	602	609	569	581	609	636
순증(A-B-C)	5.3	3.3	-1.1	5.0	6.2	7.4	7.6	6.4	45.8	12.5	27.6	27.6
판매(A)	37.8	35.5	28.5	35.9	37.5	39.1	39.5	38.8	157.2	137.8	155.0	160.8
YoY	-7.5	-14.7	-26.6	0.4	-0.6	10.0	38.5	8.0	8.4	-12.4	12.5	3.8
만기도래(B)	13.5	14.3	13.4	13.7	13.9	14.1	14.1	14.3	45.5	54.9	56	59.0
만기도래비중	2.4	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.7	9.7	9.7	9.7
해약계정(C)	18.9	17.9	16.3	17.3	17.4	17.6	17.8	18.1	65.9	70.4	71	74.3
해약률(월)	1.11	1.04	0.94	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.01	1.00	1.00	1.00
평균 계정수(평균)	571	576	577	579	584	591	599	606	546	575	595	623
ARPU(월)	27,464	28,511	26,399	27,389	27,441	27,435	27,166	27,358	27,952	27,471	27,345	27,323
렌탈자산폐기손실	18	14	14	14	14	14	14	14	39	59	56	58
% 렌탈 매출	4.3	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	2.5	3.7	3.4	3.4
멤버십												
계정수	57	56	53	52	50	48	46	45	59	52	45	38
순증	-2.2	-1.7	-2.5	-1.0	-2.1	-1.6	-2.4	-0.9	-7.6	-7.4	-7.0	-6.6
평균 계정수(평균)	58	56	54	53	51	49	47	45	63	56	49	42
ARPU(월)	14,100	15,316	15,119	14,707	14,810	14,988	14,906	14,853	14,135	14,710	14,782	14,768
일시불												
판매량	3.5	3.1	2.4	3.0	3.9	3.2	2.6	2.8	19.4	12.0	12.5	12.5
ARPU(천원)	885	1,043	972	948	974	1,147	1,069	1,043	831	959	1,053	1,159

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 5. 말레이시아 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 만개, 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출	153	156	179	190	199	210	221	232	526	678	860
yoy	36.3	22.2	33.8	24.3	29.5	34.4	23.4	22.0	48.9	28.8	26.9
영업이익	25	23	30	25	34	32	38	32	76	103	136
Yoy	32.0	5.5	108.8	24.9	33.4	38.9	27.1	26.6	21.3	36.7	31.2
OPM	16.4	14.9	16.6	13.3	16.9	15.4	17.1	13.8	14.4	15.2	15.8
관리계정	143	152	164	175	185	195	205	215	135	175	215
YoY(만개)	37	37	40	40	42	43	41	40	38	40	40
YoY(%)	35.1	32.2	31.9	29.3	29.4	28.4	25.0	22.8	38.8	29.3	22.8
관리계정(평균)	139	148	158	170	180	190	200	210	117	155	195
ARPU(월)	36,697	35,220	37,710	37,295	36,744	36,744	36,744	36,744	37,644	36,380	36,744

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 6. 미국 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 만개)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출	27	32	52	33	33	35	38	47	97	144	153
yoy	29.9	35.8	130.7	7.4	21.7	9.1	-27.3	44.3	20.9	47.6	6.3
영업이익	3	5	12	2	2	2	2	3	3	21	9
Yoy	238.5	1126.1	흑전	-34.9	-23.6	-57.1	-80.8	44.3	1.4	544.0	-56.9
OPM	9.5	15.4	22.7	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	3.4	14.8	6.0
관리계정	12.1	12.0	12.2	12.4	12.5	12.6	12.7	12.9	12.0	12.4	12.9
YoY(만개)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5
YoY(%)	5.2	2.4	3.2	2.9	2.9	4.6	3.7	4.0	4.7	2.9	4.0

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 7. 일회성 요인 제거 전 실적 추이(분기)

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
연결 매출액	709	755	760	795	769	806	800	812	849	865	872	903
yoy	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	6.6	5.4	2.2	10.4	7.4	9.0	11.2
별도 매출액	607	635	651	638	629	655	641	660	670	665	685	704
yoy	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	3.2	-1.5	3.3	6.5	1.5	6.8	6.7
별도/연결 비중	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	81.4	80.1	81.2	78.9	76.9	78.5	78.0
연결 영업이익	135	138	140	45	139	169	169	136	161	164	171	147
yoy	2.9	6.9	7.6	-65.4	2.7	22.4	20.2	205.3	16.3	-3.0	1.2	8.0
OPM	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	21.0	21.1	16.8	19.0	19.0	19.6	16.3
별도 영업이익	122	111	139	22	116	136	125	112	129	133	134	116
yoy	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	22.8	-10.2	401.7	11.6	-2.2	7.4	3.1
OPM	20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4
별도/연결 비중	90.5	80.1	99.2	50.1	83.3	80.4	74.1	82.4	79.9	81.0	78.6	78.6

주: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 전
 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

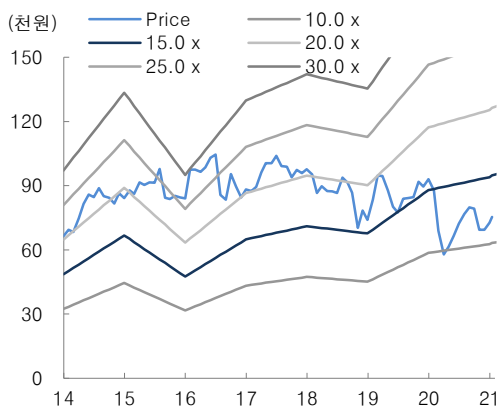
표 8. 일회성 요인 제거 후 실적 추이(분기)

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
연결 매출액	709	755	760	795	769	781	800	812	849	865	872	903
yoy	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	3.4	5.4	2.2	10.4	10.8	9.0	11.2
별도 매출액	607	635	651	638	629	631	641	660	670	665	685	704
yoy	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	-0.7	-1.5	3.3	6.5	5.4	6.8	6.7
별도/연결 비중	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	80.8	80.1	81.2	78.9	76.9	78.5	78.0
연결 영업이익	135	157	144	125	140	158	156	136	161	164	171	147
yoy	2.9	21.2	10.1	-3.1	3.5	0.9	8.6	9.1	15.4	3.8	9.5	8.0
OPM	19.1	20.8	18.9	15.7	18.2	20.2	19.5	16.8	19.0	19.0	19.6	16.3
별도 영업이익	122	129	142	103	117	125	112	112	129	133	134	116
yoy	-0.6	7.9	18.1	-9.8	-4.6	-3.4	-21.3	9.4	10.6	6.4	19.6	3.1
OPM	20.2	20.4	21.9	16.1	18.6	19.8	17.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4
별도/연결 비중	90.5	82.5	99.2	82.2	83.4	79.0	72.0	82.4	79.9	81.0	78.6	78.6

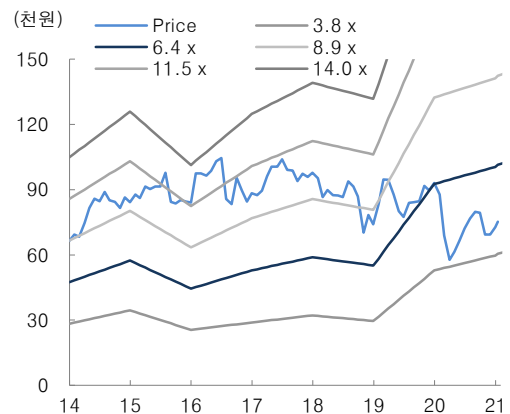
주 1: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 후
 주 2: [웅진로열티] 2019년 2분기~2020년 1월까지 별도 매출액의 0.5%
 주 3: [CS닥터 총당금] 2Q19 154억원, 4Q19 770억원
 주 4: [금융리스 회계변경] 2Q20 매출단 245억원, 이익단 110억원
 주 5: [CS닥터 총당금 환입] 3Q20 128억원
 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 1. 12M Forward PER 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 2. 12M Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

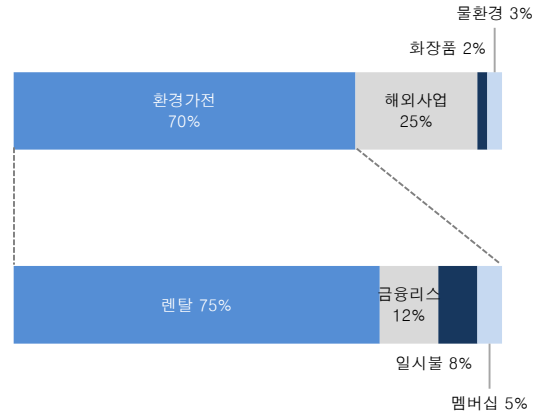
- 1989년 설립된 환경가전 전문기업. 관리계정 812만개를 보유한 국내 1위 렌탈 사업자
- 최대주주는 넷미블로 동사 지분 25.08% 보유, 외인 지분율은 약 60%에 달함
- 말레이시아, 미국 등 총 6개 해외법인 보유
- 자산 3조 811억원, 부채 1조 6,530억원, 자본 1조 4,281억원

주가 변동요인

- 국내/해외 렌탈 계정 판매량 및 순증수 추이
- 외국인 지분율 추이

주: 자산 규모는 2020년 9월 말 기준
 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

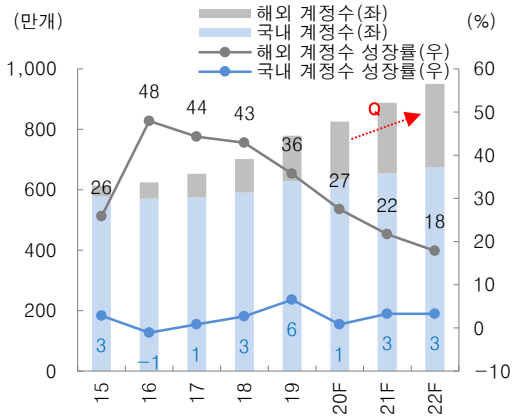
매출 구성



주: 2019년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

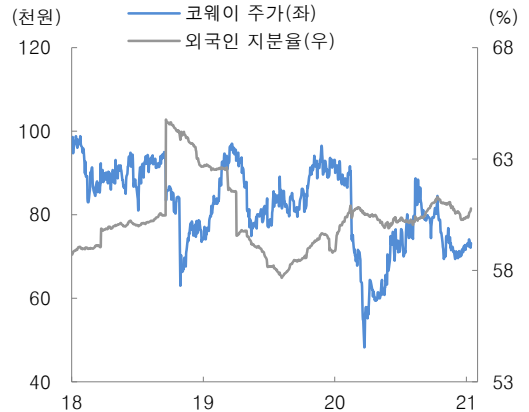
2. Earnings Driver

국내/해외 계정수 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

외국인 지분율 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,187	3,490	3,812
매출원가	878	1,010	1,043	1,155	1,255
매출총이익	1,829	2,009	2,143	2,334	2,557
판매비와관리비	1,309	1,550	1,531	1,691	1,852
영업이익	520	458	613	643	704
영업이익률	19.2	15.2	19.2	18.4	18.5
EBITDA	775	739	1,151	1,178	1,246
영업외손익	-51	-7	-37	-28	-22
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	17	23	26	11	11
금융비용	-18	-22	-20	-16	-11
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-35	14	-18	-13	-13
법인세비용차감전순이익	469	451	576	616	682
법인세비용	-119	-119	-144	-154	-170
계속사업순이익	350	332	432	462	511
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	350	332	432	462	511
당기순이익률	12.9	11.0	13.6	13.2	13.4
비재배분순이익	0	-1	0	0	-1
재배분순이익	350	333	433	462	512
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	344	330	431	462	511
비재배분포괄이익	0	-1	0	0	-1
재배분포괄이익	344	331	432	462	512

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,735	4,511	5,861	6,265	6,937
PER	15.6	20.6	12.8	12.0	10.9
BPS	14,711	14,611	18,102	23,243	29,047
PBR	5.0	6.4	4.2	3.2	2.6
EBITDAPS	10,483	10,020	15,600	15,963	16,884
EV/EBITDA	7.8	10.1	5.2	4.8	4.1
SPS	36,604	40,907	43,182	47,284	51,649
PSR	2.0	2.3	1.7	1.6	1.5
CFPS	12,050	13,491	16,074	16,437	16,680
DPS	3,600	2,400	1,150	1,150	1,250

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	7.6	11.5	5.6	9.5	9.2
영업이익 증가율	10.0	-11.8	33.7	5.0	9.5
순이익 증가율	7.4	-5.0	30.1	6.9	10.7
수익성					
ROC	30.5	24.8	32.3	34.1	38.1
ROA	22.9	17.5	20.7	20.5	21.0
ROE	33.8	30.7	35.8	30.3	26.5
안정성					
부채비율	118.7	165.0	128.9	88.8	61.7
순차입금비율	52.1	58.3	35.6	4.1	-18.5
이자보상배율	29.2	20.9	29.9	39.5	63.7

자료: 쿠팡이, 대신증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	874	1,082	1,339
현금및현금성자산	69	61	153	357	622
매출채권 및 기타채권	326	345	354	352	353
재고자산	103	113	119	125	116
기타유동자산	346	248	248	248	248
비유동자산	1,535	2,088	2,181	2,154	2,125
유형자산	781	1,271	1,268	1,245	1,212
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	754	817	913	909	913
자산총계	2,379	2,855	3,055	3,236	3,463
유동부채	1,234	1,587	1,530	1,332	1,132
매입채무 및 기타채무	273	295	298	301	301
차입금	731	861	801	601	401
유동성채무	1	1	1	1	1
기타유동부채	229	430	430	430	430
비유동부채	57	191	190	190	189
차입금	10	9	9	8	8
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	181	181	181	181
부채총계	1,291	1,778	1,720	1,522	1,322
자배지분	1,088	1,078	1,336	1,715	2,144
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
이익잉여금	967	964	1,213	1,592	2,021
기타지분변동	-49	-49	-50	-50	-50
비자배지분	0	-1	-1	-2	-2
자본총계	1,088	1,077	1,335	1,714	2,141
순차입금	567	628	475	71	-395

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539	539	842	869	881
당기순이익	350	332	432	462	511
비현금항목의 가감	541	663	754	751	720
감가상각비	256	281	538	535	542
외환손익	3	-11	3	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	283	393	213	219	180
자산부채의 증감	-237	-308	-202	-192	-181
기타현금흐름	-116	-148	-143	-153	-169
투자활동 현금흐름	-394	-383	-518	-506	-511
투자자산	-1	-5	11	4	1
유형자산	-388	-366	-525	-501	-499
기타	-5	-12	-4	-9	-14
재무활동 현금흐름	-187	-165	-253	-303	-303
단기차입금	60	129	-60	-200	-200
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-231	-260	-173	-83	-83
기타	-15	-34	-19	-19	-19
현금의 증감	-41	-9	92	204	265
기초 현금	110	69	61	153	357
기말 현금	69	61	153	357	622
NOPLAT	388	337	460	483	528
FCF	237	225	443	481	532

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이나연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코웨이(021240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.01.15	20.12.15
투자의견	Buy	Buy
목표주가	94,000	94,000
과리율(평균%)		(22.99)
과리율(최대/최소%)		(19.89)

제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	9.4%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상