

# 코웨이 021240

2021.03.19

## 국내를 넘어 해외를 주목 할 시간

투자의견 BUY, 목표주가 93,000원으로 커버리지 개시

코웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 93,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 '21년 예상 EPS 5,820원에 PER 16배를 적용해 산출했다. Target Multiple은 동사의 '19~'21년 평균 PER 수준인 17배에 10% 할인하여 적용했다. 말레이시아를 비롯한 미국 시장의 성장성이 견조한 모습을 나타내며 동사의 성장을 이끌 것으로 기대되는 반면, '20년 서비스 기사의 정규직 전환에 따른 인건비 부담의 증가와 함께 북미 지역 마케팅 비용 증가에 따른 수익성 약화로 보수적인 관점에서 접근했다.

### 해외 법인의 견조한 성장

'21년 동사의 성장을 이끌 부분은 해외 법인의 고속성장이다. 말레이시아 법인의 경우 해당 시장에 진출 후 매년 20~30%의 꾸준한 고성장을 나타내왔고, 이 추세는 '21년에도 변함없을 것으로 전망된다. 뿐만 아니라 한국 시장과 유사하게 방문 판매에 의한 렌탈 계약 방식의 수익성이 좋은 비즈니스 모델이 주력이다. 그렇기 때문에 수익성 또한 안정적인 수준을 유지할 것으로 보인다. 다른 주요 시장인 미국 시장의 경우 '20년 기준 전년대비 36%라는 고성장을 나타냈다. 매년 10%~20%씩 성장성을 나타내고 있기 때문에 올해 또한 견조한 실적 성장을 나타낼 전망이다. 또한 아마존을 통한 일시불 판매와 함께 해당 지역 코디 조적을 통한 렌탈 계정 수 역시 지속적으로 증가하고 있어 수익성 개선 효과도 기대해 볼 수 있다.

### 아이오베드 인수를 통한 수직 계열화

동사의 매트리스 제조 OEM을 담당해 오던 아이오베드를 인수하며 수직계열화를 구축했다. 직접 제품을 생산하는 정수기와 공기청정기와는 달리 OEM 방식을 채택하고 있는 매트리스 사업 부문의 경우 수익성이 낮은 편이었다. 다른 제품군에 비해 상대적으로 성장 잠재력이 높은 매트리스 사업의 업황을 감안할 때, 해당 제품의 내재화는 필수적인 요소였다. 이번 인수를 통해 향후 수익성 개선과 품질관리를 통한 지속적인 성장이 이루어질 전망이다.

### Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,237	3,488	3,837
영업이익	520	458	606	621	712
영업이익률(%)	19.2	15.2	18.7	17.8	18.6
세전이익	469	451	567	583	677
지배주주지분순이익	350	333	426	430	499
EPS(원)	4,731	4,511	5,770	5,820	6,755
증감률(%)	9.4	-4.6	27.9	0.9	16.1
ROE(%)	33.8	30.7	32.8	25.4	24.1
PER (배)	15.7	20.6	11.6	11.5	9.9
PBR (배)	5.0	6.4	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA (배)	7.8	10.2	4.8	5.1	4.4

자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

투자의견(신규)	BUY
목표주가(신규)	93,000원
현재주가(03/18)	67,200원

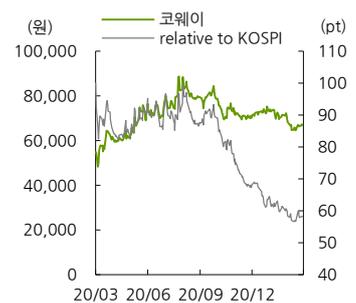
### Stock Data

KOSPI	3,066.0pt
시가총액(보통주)	4,959십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
자본금	41십억원
60일 평균거래량	290천주
60일 평균거래대금	20,359백만원
외국인 지분율	59.3%
52주 최고가	93,300원
52주 최저가	47,200원
주요주주	
넷마블(외 8인)	25.1%
국민연금공단(외 1인)	7.3%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.7	-3.1
3M	-5.8	-16.3
6M	-15.4	-42.5

### 주가차트



인터넷·게임·미드스몰캡  
**강성훈**  
 02-709-2314  
 kshun@ds-sec.co.kr

표1 코웨이 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F
매출액(연결)	7,689	8,055	8,004	8,626	8,421	8,721	8,724	9,016	32,374	34,883
매출액(별도)	6,285	6,554	6,415	6,672	6,491	6,593	6,434	6,548	25,925	26,066
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	4,024	3,985	3,919	3,759	15,965	15,687
금융리스	689	871	573	908	750	929	605	939	3,041	3,224
멤버십	247	259	246	240	220	229	216	208	992	872
일시불	309	319	236	276	396	340	384	376	1,140	1,496
수출	818	852	1,203	1,173	899	918	1,155	1,103	4,047	4,074
화장품	173	173	137	123	174	171	134	118	606	597
기타	31	26	24	54	28	22	21	46	135	117
매출 비중										
렌탈	52.3%	50.3%	49.9%	45.2%	47.8%	45.7%	44.9%	41.7%	45.8%	45.0%
금융리스	9.0%	10.8%	7.2%	10.5%	8.9%	10.7%	6.9%	10.4%	8.7%	9.2%
멤버십	3.2%	3.2%	3.1%	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.3%	2.8%	2.5%
일시불	4.0%	4.0%	3.0%	3.2%	4.7%	3.9%	4.4%	4.2%	3.3%	4.3%
수출	10.6%	10.6%	15.0%	13.6%	10.7%	10.5%	13.2%	12.2%	11.6%	11.7%
화장품	2.2%	2.2%	1.7%	1.4%	2.1%	2.0%	1.5%	1.3%	1.7%	1.7%
기타	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
성장률										
렌탈	4.5%	3.5%	0.7%	-2.5%	0.1%	-1.7%	-1.9%	-3.5%	1.5%	-1.7%
금융리스	22.4%	28.8%	-21.4%	47.6%	8.9%	6.7%	5.6%	3.4%	17.7%	6.0%
멤버십	-11.5%	-4.0%	-8.0%	-6.6%	-10.9%	-11.6%	-12.2%	-13.4%	-7.5%	-12.1%
일시불	-32.3%	-26.7%	-33.4%	-24.7%	28.2%	6.4%	62.6%	36.2%	-29.3%	31.2%
수출	16.7%	1.7%	22.9%	28.0%	9.9%	7.7%	-4.0%	-6.0%	17.8%	0.7%
화장품	-8.6%	-7.8%	-26.3%	-38.6%	0.8%	-1.4%	-1.7%	-4.7%	-20.6%	-1.5%
기타	1.7%	-9.2%	-10.9%	76.8%	-9.5%	-15.2%	-13.0%	-14.4%	15.6%	-13.2%
영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	1,474	1,587	1,553	1,596	6,064	6,210
OPM	18%	21%	21%	15%	17.5%	18.2%	17.8%	17.7%	18.7%	17.8%
당기순이익	1,016	1,189	1,168	674	1,030	1,144	1,012	1,108	4,047	4,293

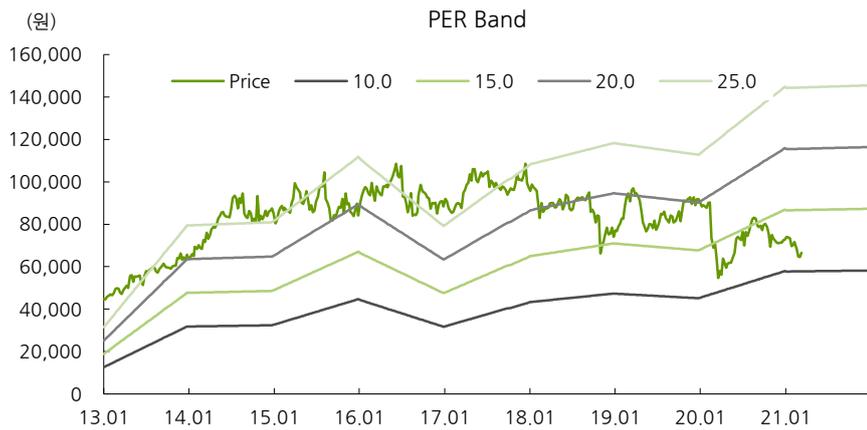
자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출

구분	값	비고
(A)순이익(억원)	4,293	'21년 순이익
(B)유통주식수(만주)	7,380	
(C)2021년 추정 EPS(원)	5,820	
(D)적정 PER(배)	16	
(E)적정 목표주가(원)	93,120	(E) = (C)* (D)
(F)목표주가(원)	93,000	
(G)현재주가(원)	38,4%	
(H)상승여력(%)	67,200	

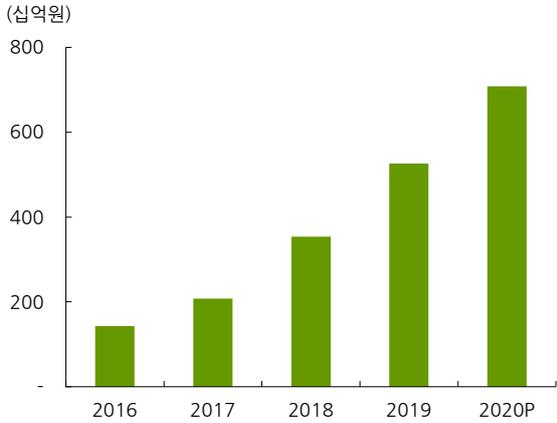
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림1 PER Band 차트



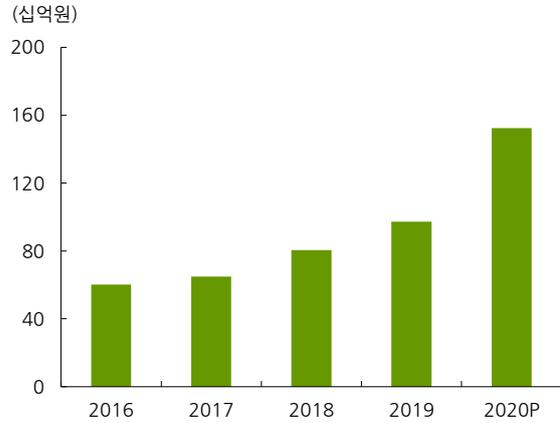
자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 말레이시아 법인 매출액 추이



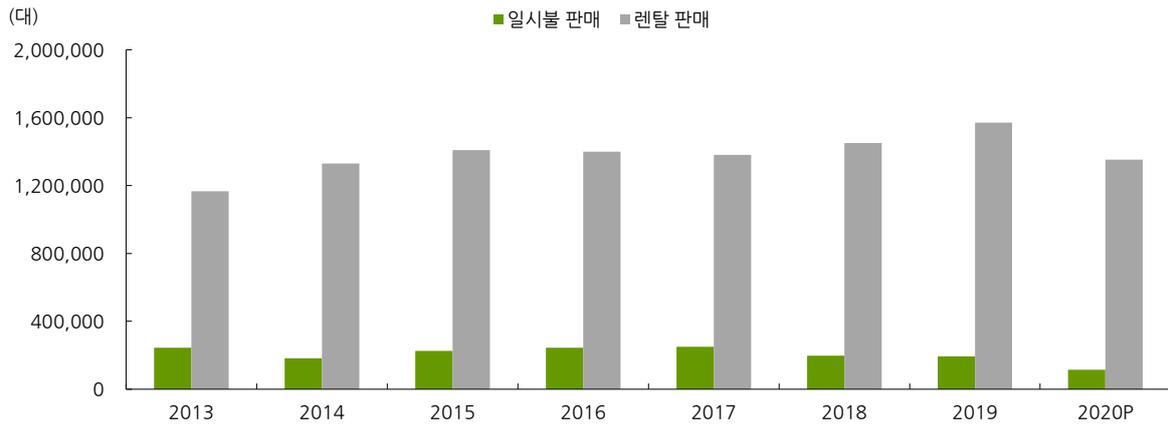
자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

그림3 미국 법인 매출액 추이



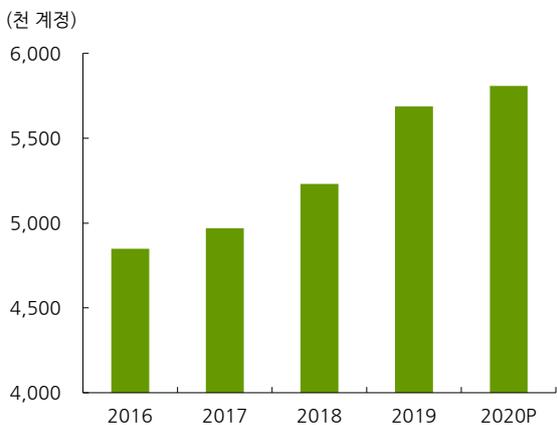
자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

그림4 일시불 및 렌탈 판매 실적 추이



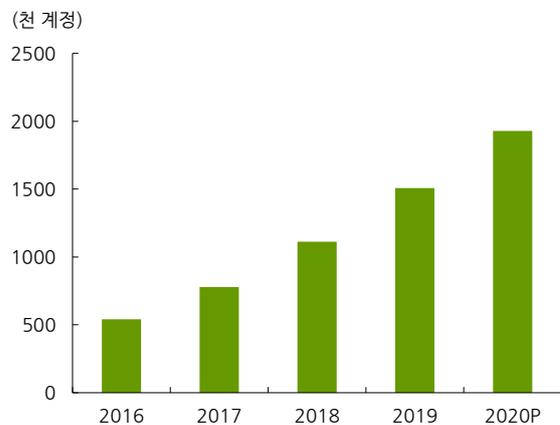
자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

그림5 국내시장 렌탈 계정 추이



자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

그림6 해외시장 렌탈 계정 추이



자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

[ 코웨이 021240 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F		2018	2019	2020P	2021F	2022F
유동자산	844	767	897	1,051	1,240	매출액	2,707	3,019	3,237	3,488	3,837
현금 및 현금성자산	69	61	114	140	212	매출원가	878	1,010	1,044	1,147	1,273
매출채권 및 기타채권	326	345	362	373	410	매출총이익	1,829	2,009	2,193	2,342	2,565
재고자산	103	113	134	140	154	판매비 및 관리비	1,309	1,550	1,587	1,721	1,852
기타	346	248	286	398	464	영업이익	520	458	606	621	712
비유동자산	1,535	2,088	2,132	2,262	2,347	(EBITDA)	775	739	1,102	1,012	1,124
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	-13	-8	-21	-16	-13
유형자산	781	1,271	1,225	1,384	1,429	이자비용	18	22	21	17	15
무형자산	160	168	140	147	157	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	2,379	2,855	3,029	3,312	3,586	기타영업외손익	-38	1	-18	-21	-22
유동부채	1,234	1,587	1,389	1,307	1,138	세전계속사업이익	469	451	567	583	677
매입채무 및 기타채무	227	239	339	412	489	계속사업법인세비용	119	119	142	154	179
단기금융부채	732	876	700	597	445	계속사업이익	350	332	426	429	498
기타유동부채	275	472	350	298	204	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	57	191	122	145	178	당기순이익	350	332	426	429	498
장기금융부채	10	26	9	9	9	지배주주	350	333	426	430	499
기타비유동부채	47	165	112	136	169	총포괄이익	351	338	426	429	498
부채총계	1,291	1,778	1,510	1,452	1,316	매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.8	67.1	66.8
지배주주지분	1,088	1,078	1,520	1,861	2,271	영업이익률 (%)	19.2	15.2	18.7	17.8	18.6
자본금	41	41	41	41	41	EBITDA마진률 (%)	28.6	24.5	34.1	29.0	29.3
자본잉여금	130	132	148	148	148	당기순이익률 (%)	12.9	11.0	13.1	12.3	13.0
이익잉여금	967	954	1,378	1,719	2,129	ROA (%)	15.4	12.7	14.5	13.5	14.5
비지배주주지분(연결)	0	-1	-1	-1	-1	ROE (%)	33.8	30.7	32.8	25.4	24.1
자본총계	1,088	1,077	1,519	1,860	2,270	ROIC (%)	28.9	25.8	29.1	23.1	24.2

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F		2018	2019	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539	539	1,370	747	819	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	350	332	426	429	498	P/E	15.7	20.6	11.6	11.5	9.9
비현금수익비용가감	541	663	1,136	415	445	P/B	5.0	6.4	3.3	2.7	2.2
유형자산감가상각비	247	271	487	382	402	P/S	2.0	2.3	1.5	1.4	1.3
무형자산상각비	9	10	9	9	10	EV/EBITDA	7.8	10.2	4.8	5.1	4.4
기타현금수익비용	3	-11	640	24	33	P/CF	6.2	6.9	3.2	5.9	5.3
영업활동 자산부채변동	-237	-308	-27	-97	-124	배당수익률 (%)	4.9	2.6	1.8	1.8	1.8
매출채권 감소(증가)	20	-4	-31	-10	-37	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-26	-5	-25	-6	-14	매출액	7.6	11.5	7.2	7.8	10.0
매입채무 증가(감소)	-3	-9	82	73	77	영업이익	10.0	-11.8	32.3	2.4	14.7
기타자산, 부채변동	-228	-290	-53	-154	-150	세전이익	6.5	-3.7	25.6	2.9	16.1
투자활동 현금	-394	-383	-1,117	-530	-507	당기순이익	7.4	-5.0	28.1	0.9	16.1
유형자산처분(취득)	-388	-366	-477	-541	-447	EPS	9.4	-4.6	27.9	0.9	16.1
무형자산 감소(증가)	-6	-3	6	-16	-20	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-182	-260	-153	-10	-10	부채비율	118.7	165.0	99.4	78.1	58.0
기타투자활동	182	245	-494	36	-30	유동비율	68.4	48.3	64.6	80.4	108.9
재무활동 현금	-187	-165	-198	-192	-241	순차입금/자기자본(x)	52.0	61.4	23.6	11.8	-0.6
차입금의 증가(감소)	55	125	-181	-103	-152	영업이익/금융비용(x)	29.2	20.9	28.8	35.7	48.6
자본의 증가(감소)	-231	-260	-173	-89	-89	총차입금 (십억원)	742	902	709	606	454
배당금의 지급	231	260	173	89	89	순차입금 (십억원)	566	661	358	220	-14
기타재무활동	-11	-30	157	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-41	-9	54	26	72	EPS	4,731	4,511	5,770	5,820	6,755
기초현금	110	69	61	114	140	BPS	14,744	14,611	20,599	25,219	30,774
기말현금	69	61	114	140	212	SPS	36,571	40,907	43,868	47,267	51,994
NOPLAT	388	337	455	457	524	CFPS	12,039	13,491	21,163	11,441	12,780
FCF	261	305	417	217	312	DPS	3,600	2,400	1,200	1,200	1,200

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 코웨이, DS투자증권 리서치센터

코웨이 (021240) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2021-03-19	BUY	93,000	-	-	150,000

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
BUY + 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL - 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE - 20% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

투자이견 비율

기준일 2020.12.31

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.