

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (U)
현재주가 (5/12)	69,900원
상승여력	57%

시가총액	51,586억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	199억원
60일 평균 거래량	296,908주
52주 고	88,700원
52주 저	60,800원
외인지분율	58.06%
주요주주	넷마블 외 6 인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	(2.4)	14.8
상대	1.9	(4.3)	(30.2)
절대(달러환산)	2.8	(3.9)	25.0

1Q21 리뷰 :

국내의 아쉬움을 상쇄하고도 남은 해외법인

1Q21 Review : 해외법인의 서프라이즈

코웨이는 1Q21 매출액 8,790억원(+14.3% YoY), 영업이익 1,707억원(+23.0% YoY)를 기록해 영업이익 컨센서스 1,500억원을 상회하는 호실적을 기록했다. 해외법인 실적 개선이 아쉬웠던 국내사업을 상쇄하고도 남은 정도였다.

국내사업 매출액은 전년대비 +7.4% 성장한 6,748억원을 기록했는데, 서비스매니저 정상영업으로 계정 순증은 3.3만계정을 기록하였으나, 렌탈 판매 수가 32만 계정으로 여전히 코로나19 이전 수준으로 회복하지 못하고 있음이 아쉽다. 다행히도 해약을 관리가 1% 미만 수준으로 안정적으로 관리되고 있음이 판매 저조에도 순증세를 유지할 수 있는 원동력이 되었다. 영업이익률은 16.6%를 기록했는데, 서비스매니저 정규직 전환 비용 증가로 인해 전년대비 1.8%p 감소한 것으로 추정된다.

말레이시아 법인은 매출액 2,404억원(+56.8% YoY), 영업이익 561억원(+122.5% YoY)를 기록했다. 놀라운 매출 성장은 3월 신규 출시한 중저가 정수기 신규 모델이 중산층 이하 고객에게 좋은 반응을 얻으며, 렌탈 판매 호조에 기인한 것이다. 말레이시아 렌탈 시장의 저변을 확대했다는 데, 이번 매출 성장은 분명히 의미가 있다. 영업이익률도 23.3%를 기록해 높은 수익성을 보여주었는데, 매출 성장과 더불어 해지율 관리가 안정적으로 진행된 것이 주효했다.

코웨이가 보일 시간

보수적인 2021년 실적 가이던스에 대하여 아쉬움, 성장주 및 시크리컬 중심의 시장 환경 등으로 인해 가치주의 대명사라고 할 수 있는 동사의 주가는 소외되어왔다.

이제는 코웨이가 보일 시간이라고 판단된다. 경기회복에 따른 인플레이션이 본격화되는 구간에서 가치주에 대한 시장의 관심이 높아질 수 있는 환경이며, 동사가 당분간 보여준 해외법인의 높은 성장성이 어닝모멘텀 증가로 이어질 수 있을 것으로 전망되기 때문이다.

투자 의견을 BUY를 유지하며, 실적 전망치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 9.6만원에서 11만원으로 상향한다. 현 주가는 P/E 11배 수준에 불과하기 때문에 매수 관점에서 접근하는 것이 유효하다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,790	14.3	1.9	8,469	3.8
영업이익	1,707	22.9	31.5	1,500	13.8
세전계속사업이익	1,749	26.4	87.4	1,423	22.9
지배순이익	1,259	23.9	86.6	1,066	18.1
영업이익률 (%)	19.4	+1.3 %pt	+4.4 %pt	17.7	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	14.3	+1.1 %pt	+6.5 %pt	12.6	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	30,189	32,374	37,493	42,085
영업이익	4,583	6,064	6,551	7,105
지배순이익	3,329	4,049	4,690	5,067
PER	19.0	13.5	11.0	10.2
PBR	5.7	3.6	3.1	2.4
EV/EBITDA	7.1	5.0	4.6	4.1
ROE	30.7	31.5	29.8	27.2

자료: 유안타증권

[표 1] 코웨이 P/E Valuation (단위: 억원)

	2021E	비고
지배순이익	5,067	
Target P/E	16	
적정 시가총액	81,067	
발행주식 수	72,218	자사주 제외
적정주가	112,254	

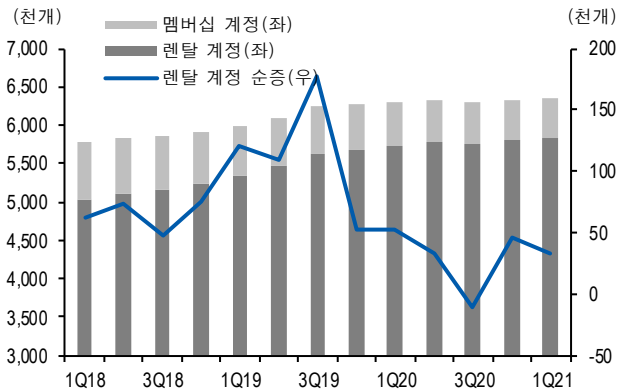
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 코웨이 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
연결 매출액	7,689	8,055	8,004	8,626	8,790	9,324	9,548	9,831	32,374	37,493	42,085
YoY	8.4%	6.6%	5.4%	8.6%	14.3%	15.8%	19.3%	14.0%	7.2%	15.8%	12.2%
별도 법인											
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	3,944	4,000	3,970	3,984	15,964	15,898	16,212
금융리스	689	871	573	908	980	1,045	1,089	1,090	3,041	4,204	4,540
멤버십	247	259	246	240	241	242	231	227	992	940	903
일시불	309	319	236	276	188	330	275	275	1,140	1,068	1,375
수출	818	852	1,203	1,173	1,246	1,193	1,203	1,173	4,046	4,815	5,248
화장품	173	173	137	123	116	121	116	125	606	479	489
기타	31	26	24	54	31	26	24	49	135	130	130
말레이시아	1,533	1,559	1,788	2,204	2,404	2,608	2,871	3,088	7,084	10,971	13,744
미국	272	321	518	414	429	449	466	435	1,525	1,779	1,957
연결 영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	1,707	1,678	1,628	1,538	6,065	6,551	7,105
YoY	2.8%	22.4%	20.2%	191.0%	22.9%	-0.8%	-3.4%	18.5%	32.3%	8.0%	8.5%
말레이시아	252	233	296	520	561	474	501	528	1,301	2,065	2,405
미국	26	49	118	5	57	63	65	61	198	246	294
영업이익률	18.1%	21.0%	21.1%	15.0%	19.4%	18.0%	17.1%	15.6%	18.7%	17.5%	16.9%
말레이시아	16.4%	14.9%	16.6%	23.6%	23.3%	18.2%	17.5%	17.1%	18.4%	18.8%	17.5%
미국	9.6%	15.3%	22.8%	1.2%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%	13.0%	13.8%	15.0%

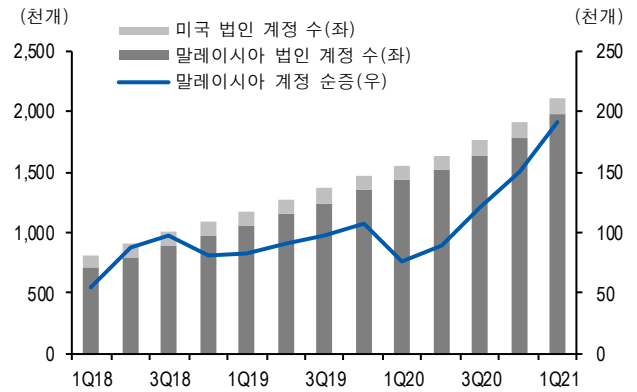
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

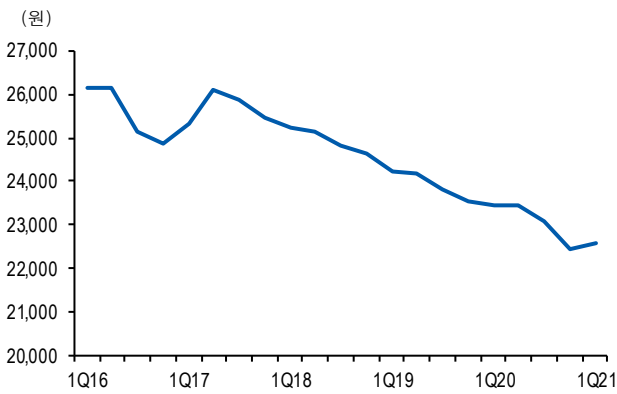
[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

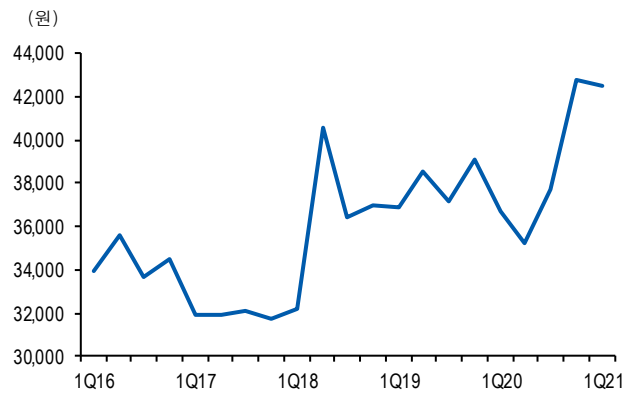
주: 1Q21 계정 브레이크다운은 당사 추정치

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	30,189	32,374	37,493	42,085	46,490	
매출원가	10,104	10,439	12,373	13,888	15,342	
매출총이익	20,085	21,935	25,121	28,197	31,148	
판매비	15,502	15,871	18,570	21,092	23,180	
영업이익	4,583	6,064	6,551	7,105	7,968	
EBITDA	9,734	11,497	11,954	12,630	13,642	
영업외손익	-69	-661	-107	-170	-108	
외환관련손익	131	-210	-27	0	0	
이자손익	-206	-200	-197	-170	-108	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	7	-251	117	0	0	
법인세비용차감전순손익	4,514	5,404	6,444	6,935	7,861	
법인세비용	1,192	1,357	1,757	1,872	2,122	
계속사업순손익	3,322	4,047	4,687	5,062	5,738	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,322	4,047	4,687	5,062	5,738	
지배지분순이익	3,329	4,049	4,690	5,067	5,743	
포괄순이익	3,299	3,955	4,487	4,863	5,539	
지배지분포괄이익	3,306	3,957	4,487	4,863	5,539	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	5,393	5,628	10,553	9,387	10,904	
당기순이익	3,322	4,047	4,687	5,062	5,738	
감가상각비	5,049	5,343	5,339	5,474	5,633	
외환손익	-106	217	27	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-5,712	-5,670	-1,457	-3,212	-2,550	
기타현금흐름	2,840	1,691	1,957	2,062	2,082	
투자활동 현금흐름	-3,831	-3,231	-5,600	-5,800	-6,000	
투자자산	-51	-3	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,906	-3,252	-5,600	-5,800	-6,000	
유형자산 감소	247	2	0	0	0	
기타현금흐름	-120	22	0	0	0	
재무활동 현금흐름	-1,649	-1,816	-187	-2,677	-2,745	
단기차입금	1,294	-1,604	500	-2,000	-2,000	
사채 및 장기차입금	-155	-211	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,599	0	-871	-871	-943	
기타현금흐름	-190	-1	184	194	198	
연결범위변동 등 기타	-1	-29	-4,407	-205	-239	
현금의 증감	-88	553	359	706	1,920	
기초 현금	694	605	1,158	1,517	2,222	
기말 현금	605	1,158	1,517	2,222	4,142	
NOPLAT	4,583	6,064	6,551	7,105	7,968	
FCF	1,486	2,376	4,953	3,587	4,904	

자료: 유안타증권

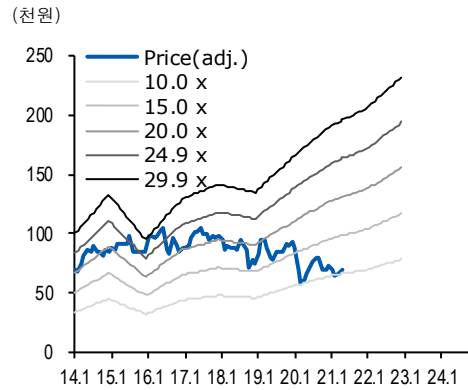
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	7,669	8,969	9,979	11,717	14,280	
현금및현금성자산	605	1,158	1,517	2,222	4,142	
매출채권 및 기타채권	3,453	3,265	4,028	4,468	4,922	
재고자산	1,128	1,340	1,229	1,822	2,011	
비유동자산	20,880	21,322	21,519	21,793	22,119	
유형자산	12,708	12,251	12,513	12,838	13,205	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	186	147	147	147	147	
자산총계	28,550	30,290	31,497	33,510	36,400	
유동부채	15,868	14,173	13,781	11,601	9,695	
매입채무 및 기타채무	2,953	3,117	3,511	3,331	3,425	
단기차입금	8,606	7,001	7,501	5,501	3,501	
유동성장기부채	5	5	5	5	5	
비유동부채	1,909	1,217	1,217	1,217	1,217	
장기차입금	94	94	94	94	94	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	17,778	15,390	14,998	12,818	10,912	
지배지분	10,783	14,913	16,514	20,710	25,510	
자본금	407	407	407	407	407	
자본잉여금	1,325	1,478	1,478	1,478	1,478	
이익잉여금	9,540	13,652	15,130	19,326	24,126	
비지배지분	-11	-13	-15	-19	-23	
자본총계	10,772	14,900	16,499	20,691	25,487	
순차입금	6,237	3,160	3,302	596	-3,324	
총차입금	8,987	7,296	7,796	5,796	3,796	

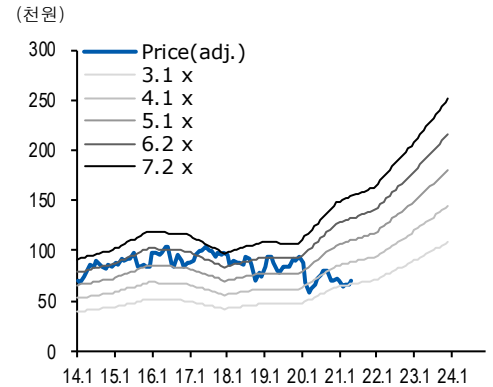
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	4,511	5,486	6,355	6,865	7,782	
BPS	14,931	20,554	22,760	28,544	35,159	
EBITDAPS	13,189	15,579	16,198	17,114	18,485	
SPS	40,907	43,868	50,804	57,026	62,995	
DPS	2,400	1,200	1,200	1,300	1,400	
PER	19.0	13.5	11.0	10.2	9.0	
PBR	5.7	3.6	3.1	2.4	2.0	
EV/EBITDA	7.1	5.0	4.6	4.1	3.5	
PSR	2.1	1.7	1.4	1.2	1.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	11.5	7.2	15.8	12.2	10.5	
영업이익 증가율 (%)	-11.8	32.3	8.0	8.5	12.2	
지배순이익 증가율 (%)	-4.9	21.6	15.8	8.0	13.4	
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	67.0	67.0	67.0	
영업이익률 (%)	15.2	18.7	17.5	16.9	17.1	
지배순이익률 (%)	11.0	12.5	12.5	12.0	12.4	
EBITDA 마진 (%)	32.2	35.5	31.9	30.0	29.3	
ROIC	29.0	38.4	38.6	37.2	38.5	
ROA	12.7	13.8	15.2	15.6	16.4	
ROE	30.7	31.5	29.8	27.2	24.9	
부채비율 (%)	165.0	103.3	90.9	62.0	42.8	
순차입금/자기자본 (%)	57.8	21.2	20.0	2.9	-13.0	
영업이익/금융비용 (배)	20.9	28.6	31.6	38.5	59.7	

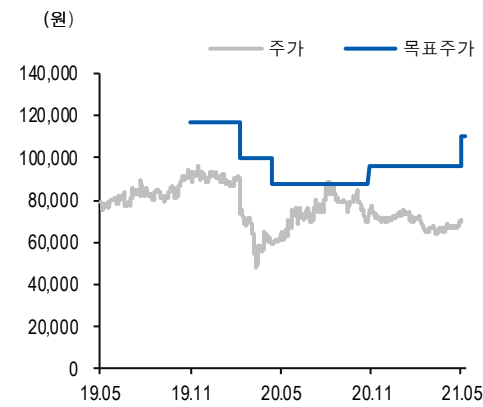
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-13	BUY	110,000	1년		
2020-11-05	BUY	96,000	1년	-27.42	-20.00
2020-04-23	HOLD	88,000	1년	-15.41	-
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)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-10

※ 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.