

코웨이 (021240)

1Q21Re: 이제는 성장주로 봐주세요

1분기 영업이익 YoY 23% 증가

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 14%, 23% 성장한 8,790억원과 1,707억원으로 시장 기대치(OP 1,500억원)를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 국내 사업은 코로나19로 인한 방판 한계 등으로 일시불 매출이 감소했지만(YoY -39%), 서비스매니저 영업 정상화와 신제품 판매 기여로 렌탈 매출이 YoY 2% 증가, 국내 별도 영업이익은 1,181억원(YoY 2%)으로 선방했다. 말레이/미국 등 해외 법인 실적 기여도가 높았다. 말레이 매출이 YoY 57% 고신장하면서 실적 개선을 견인했다. 금융리스 상품 비중 상승으로 매출 증가 폭이 컸는데, 계정수 역시 189만(YoY 32%, 추정)에 이르렀다. 미국 법인 매출과 영업이익은 각각 YoY 58%, 121% 증가하였다. 고수의 해외사업 실적 기여도 확대로 연결 영업이익률은 19.4%(YoY +1.3%p)까지 상승했다.

해외사업 영업이익 비중 36%

말레이 법인은 코로나19 사태와 전년도 높은 베이스에도 불구하고 YoY 30% 이상 계정수가 증가하고 있다. 특히, 이번 1분기는 전분기 대비 13.5만(추정) 계정 증가했는데, 역대 최대 증가 폭이다. 3월 중저가 라인 신규 출시 효과도 있었지만, 현지 높은 인지도와 시장 확대 여력을 보여주고 있다. 신제품 출시 효과는 2분기 실적 모멘텀으로 이어질 전망이다. 말레이 정수기 시장점유율은 30%로 2~3위 업체(다이아몬드/암웨이/쿠쿠 등) 시장점유율(9~10%) 대비 압도적 우위에 있다. 미국 법인 역시 시판과 방판이 균형을 맞추면서 고신장을 이어가고 있다. 전년도 3분기 산불 사태 이후 미국 내 공기청정기 수요와 코웨이 브랜드 인지도가 한층 제고된 것으로 보인다. 고마진 시판 비중 확대는 성장성과 수익성 제고 측면에서 긍정적이다. 1분기 말레이와 미국 법인 합산 영업이익 비중은 36%까지 상승하면서, 코웨이의 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다. 코로나19가 완화될 경우 인도네시아 사업 본격화도 기대된다.

목표주가 9→10만원, 투자 의견 '매수' 유지

실적 추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 10만원으로 올린다. 10만원은 12MF PER 14배다. i)국내외 높은 진입장벽, ii) 브랜드 인지도에 기반한 실적 가시성과 iii) 해외 사업 성장 여력에 주목할 필요가 있다. 2018년 이후 해외사업 이익 비중이 10% 이상으로 높아졌는데, 2020년에는 전체 매출과 영업이익 증가분에서 각각 68%, 33%나 기여했다. 2021년 연결 매출과 영업이익은 YoY 15%, 14% 증가한 3조 7,120억원과 6,890억원으로 추정한다. 코웨이는 그동안 배당주 투자 카테고리에서 벗어나면서 뚜렷한 투자 수요 없이 소외돼 왔다. 최근처럼 펀더멘탈과 실적이 중요시되는 '중목장'에서 합리적인 투자 대안이 될 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 10.7배로 비중확대가 유효하다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 100,000원(상향) | CP(5월13일): 76,600원

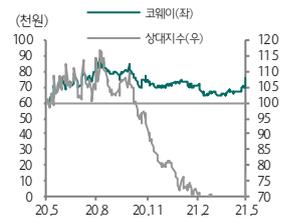
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,122.11
52주 최고/최저(원)	88,700/60,800
시가총액(십억원)	5,653.1
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	323.5
60일 평균 거래대금(십억원)	21.9
20년 배당금(예상, 원)	2,400
20년 배당수익률(예상, %)	3.89
외국인지분율(%)	58.31
주요주주 지분율(%)	
넷마블 외 6인	25.11
국민연금공단	7.27
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.0 4.6 23.5
상대	14.7 (16.4) (23.2)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	3,588.5	3,932.6
영업이익(십억원)	637.4	699.0
순이익(십억원)	454.7	503.1
EPS(원)	6,166	6,817
BPS(원)	25,184	31,073

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	2,707.3	3,018.9	3,237.4	3,712.5	4,185.4
영업이익	십억원	519.8	458.3	606.4	689.3	800.7
세전이익	십억원	468.6	451.4	540.4	661.0	772.4
순이익	십억원	350.2	332.9	422.8	499.1	583.1
EPS	원	4,735	4,511	5,729	6,762	7,902
증감율	%	9.40	(4.73)	27.00	18.03	16.86
PER	배	15.65	20.64	12.69	11.33	9.69
PBR	배	4.73	6.01	3.85	3.29	2.66
EV/EBITDA	배	7.78	10.14	5.52	4.68	3.82
ROE	%	33.84	30.74	35.15	33.50	31.40
BPS	원	15,652	15,498	18,871	23,277	28,822
DPS	원	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서연정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

1분기 연결 매출과 영업이익은
 각각 전년 동기대비 14%, 23%
 증가한 8,790억원과 1,707억원 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20	2020년	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	769	806	800	863	3,237	879	909	948	977	3,712
국내	629	655	641	667	2,592	675	679	703	715	2,772
렌탈	402	405	400	390	1,596	394	400	400	390	1,585
수출	82	85	120	117	405	125	105	155	152	537
말레이시아	153	156	179	220	708	240	240	256	272	1,008
미국	27	32	52	41	153	43	42	44	47	175
영업이익	139	169	169	130	606	171	168	176	174	689
국내	116	136	125	79	456	112	115	120	113	460
말레이시아	25	23	30	52	130	56	54	58	61	229
세전이익	138	160	149	93	540	175	162	170	155	661
순이익	102	119	117	67	405	126	122	128	123	499
영업이익률(%)	18.1	21.0	21.1	15.0	18.7	19.4	18.5	18.6	17.9	18.6
국내	18.4	20.7	19.5	11.8	17.6	16.6	17.0	17.0	15.8	16.6
말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	18.4	23.3	22.5	22.5	22.5	22.7
세전이익률(%)	18.0	19.8	18.6	10.8	16.7	19.9	17.8	17.9	15.9	17.8
순이익률(%)	13.2	14.8	14.6	7.8	12.5	14.3	13.4	13.5	12.6	13.4
매출(YoY,%)	8.4	6.6	5.4	8.6	7.2	14.3	12.8	18.5	13.2	14.7
국내	3.6	3.2	-1.5	4.5	2.4	7.4	3.6	9.7	7.2	6.9
렌탈	4.5	3.5	0.7	-2.5	1.5	-1.9	-1.3	0.0	0.2	-0.7
수출	16.7	1.7	22.9	28.0	17.8	52.3	23.6	28.5	29.8	32.7
말레이시아	36.3	22.2	33.8	44.4	34.6	56.8	53.7	43.1	23.3	42.2
영업이익(YoY,%)	2.7	22.4	20.2	190.9	32.3	23.0	-0.6	4.5	34.3	13.7
국내	-5.5	22.8	-10.2	252.7	15.4	-3.2	-15.1	-4.3	43.4	1.0
말레이시아	31.9	5.4	108.5	157.4	72.1	122.6	131.4	94.5	17.6	75.8
세전이익	2.1	16.6	-2.0	247.9	19.7	26.3	1.3	13.7	66.2	22.3
순이익	1.2	16.7	5.5	250.1	21.8	23.8	2.6	9.7	82.7	23.3

자료: 코웨이, 하나금융투자

2021년 연결 기준 매출은 YoY 15%
 증가한 3조 7,125억원, 영업이익은
 YoY 14% 증가한 6,893억원 전망

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	3,019	3,237	3,712	4,185	4,665
국내	2,531	2,592	2,772	2,945	3,110
렌탈	1,573	1,596	1,585	1,574	1,565
수출	343	405	537	695	879
말레이시아	526	708	1,008	1,305	1,614
미국	97	153	175	198	222
영업이익	458	606	689	801	917
국내	395	456	460	495	529
말레이시아	76	130	229	303	383
세전이익	451	540	661	772	889
순이익	332	405	499	583	671
적정시가총액	5,958	6,554	7,210	7,931	8,724
주식수(천주)	74,818	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	79,638	87,602	96,362	105,998	116,598
적정PER	17.9	16.2	14.4	13.6	13.0
EPS(원)	4,440	5,409	6,670	7,794	8,969
영업이익률(%)	15.2	18.7	18.6	19.1	19.7
국내	15.6	17.6	16.6	16.8	17.0
말레이시아	14.4	18.4	22.7	23.2	23.7
매출(YoY,%)	11.5	7.2	14.7	12.7	11.5
국내	5.7	2.4	6.9	6.2	5.6
렌탈	2.9	1.5	-0.7	-0.7	-0.6
수출	13.6	17.8	32.7	29.4	26.5
말레이시아	48.9	34.6	42.2	29.6	23.6
영업이익(YoY,%)	-11.8	32.3	13.7	16.2	14.5
국내	-17.3	15.4	1.0	7.5	6.9
말레이시아	25.8	72.1	75.8	32.4	26.3
세전이익	-3.7	19.7	22.3	16.8	15.1
순이익	-5.0	21.8	23.3	16.8	15.1

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707.3	3,018.9	3,237.4	3,712.5	4,185.4
매출원가	878.3	1,010.4	1,043.9	1,243.7	1,393.7
매출총이익	1,829.0	2,008.5	2,193.5	2,468.8	2,791.7
판매비	1,309.2	1,550.2	1,587.1	1,779.5	1,990.9
영업이익	519.8	458.3	606.4	689.3	800.7
금융손익	(16.5)	(20.6)	(20.0)	(20.0)	(20.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(34.7)	13.8	(46.1)	(8.3)	(8.1)
세전이익	468.6	451.4	540.4	661.0	772.4
법인세	118.8	119.2	135.7	161.9	189.2
계속사업이익	349.8	332.2	404.7	499.1	583.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	349.8	332.2	404.7	499.1	583.1
비지배주주지분 손이익	(0.4)	(0.7)	(18.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	350.2	332.9	422.8	499.1	583.1
지배주주지분포괄이익	344.4	330.6	405.6	500.2	584.4
NOPAT	388.1	337.3	454.2	520.4	604.5
EBITDA	775.4	739.5	903.9	1,004.4	1,135.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.57	11.51	7.24	14.68	12.74
NOPAT증가율	10.92	(13.09)	34.66	14.58	16.16
EBITDA증가율	9.47	(4.63)	22.23	11.12	13.00
영업이익증가율	9.96	(11.83)	32.32	13.67	16.16
(지배주주)순이익증가율	7.39	(4.94)	27.01	18.05	16.83
EPS증가율	9.40	(4.73)	27.00	18.03	16.86
수익성(%)					
매출총이익률	67.56	66.53	67.75	66.50	66.70
EBITDA이익률	28.64	24.50	27.92	27.05	27.12
영업이익률	19.20	15.18	18.73	18.57	19.13
계속사업이익률	12.92	11.00	12.50	13.44	13.93

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,735	4,511	5,729	6,762	7,902
BPS	15,652	15,498	18,871	23,277	28,822
CFPS	12,050	13,491	11,643	13,485	15,214
EBITDAPS	10,483	10,020	12,248	13,610	15,380
SPS	36,604	40,907	43,868	50,305	56,713
DPS	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400
주가지표(배)					
PER	15.65	20.64	12.69	11.33	9.69
PBR	4.73	6.01	3.85	3.29	2.66
PCFR	6.15	6.90	6.24	5.68	5.03
EV/EBITDA	7.78	10.14	5.52	4.68	3.82
PSR	2.02	2.28	1.66	1.52	1.35
재무비율(%)					
ROE	33.84	30.74	35.15	33.50	31.40
ROA	15.44	12.72	14.22	15.16	15.62
ROIC	24.06	19.07	24.07	26.69	30.01
부채비율	118.71	165.04	136.43	113.84	94.66
순부채비율	52.10	58.31	34.48	10.01	(9.84)
이자보상배율(배)	29.23	20.85	25.85	31.10	38.33

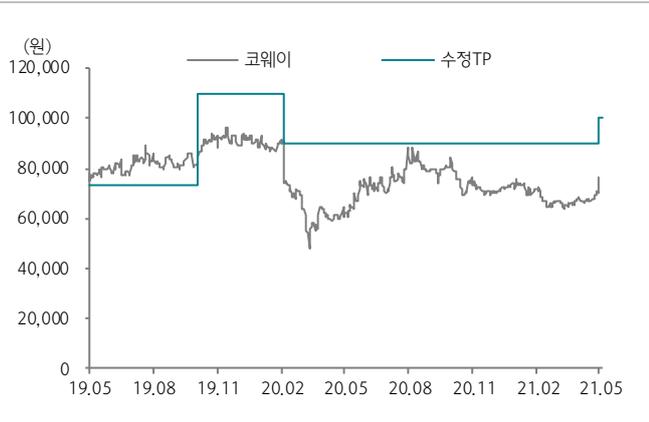
주: 2020년 확정치와 상이할 수 있음
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	843.7	766.9	930.2	1,247.5	1,641.4
금융자산	176.2	275.0	402.7	642.5	959.4
현금성자산	69.4	60.5	172.7	378.9	662.1
매출채권	301.8	310.2	332.6	381.5	430.0
재고자산	102.9	112.8	121.0	138.8	156.4
기타유동자산	262.8	68.9	73.9	84.7	95.6
비유동자산	1,535.2	2,088.0	2,162.4	2,245.0	2,334.5
투자자산	53.4	18.6	19.9	22.6	25.2
금융자산	53.4	18.6	19.9	22.6	25.2
유형자산	781.0	1,270.8	1,352.4	1,439.4	1,532.2
무형자산	160.3	168.4	159.9	152.8	146.9
기타비유동자산	540.5	630.2	630.2	630.2	630.2
자산총계	2,378.9	2,855.0	3,092.6	3,492.5	3,975.9
유동부채	1,234.3	1,586.8	1,581.8	1,630.7	1,679.2
금융부채	731.7	876.1	826.6	779.0	731.3
매입채무	62.5	58.0	62.2	71.3	80.4
기타유동부채	440.1	652.7	693.0	780.4	867.5
비유동부채	56.9	190.9	202.8	228.6	254.3
금융부채	11.2	27.0	27.0	27.0	27.0
기타비유동부채	45.7	163.9	175.8	201.6	227.3
부채총계	1,291.2	1,777.8	1,784.6	1,859.3	1,933.5
지배주주지분	1,088.1	1,078.3	1,327.2	1,652.4	2,061.7
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.9	132.5	132.5	132.5	132.5
자본조정	(45.2)	(50.1)	(50.1)	(50.1)	(50.1)
기타포괄이익누계액	(4.2)	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	966.8	954.0	1,202.9	1,528.1	1,937.3
비지배주주지분	(0.4)	(1.1)	(19.2)	(19.2)	(19.2)
자본총계	1,087.7	1,077.2	1,308.0	1,633.2	2,042.5
순금융부채	566.7	628.1	450.9	163.4	(201.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539.1	539.3	488.3	666.3	779.5
당기순이익	349.8	332.2	404.7	499.1	583.1
조정	43	52	32	33	35
감가상각비	255.5	281.2	297.4	315.1	334.3
외환거래손익	2.9	(10.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(215.4)	(218.6)	(265.4)	(282.1)	(299.3)
영업활동 자산부채 변동	(236.5)	(308.0)	(235.3)	(167.0)	(154.1)
투자활동 현금흐름	(393.5)	(383.1)	(385.3)	(428.4)	(452.7)
투자자산감소(증가)	2.8	34.8	(1.2)	(2.7)	(2.7)
자본증가(감소)	(387.5)	(366.0)	(370.6)	(395.1)	(421.2)
기타	(8.8)	(51.9)	(13.5)	(30.6)	(28.8)
재무활동 현금흐름	(186.8)	(164.9)	(356.2)	(419.1)	(476.7)
금융부채증가(감소)	59.3	160.2	(49.5)	(47.6)	(47.7)
자본증가(감소)	0.6	2.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.8)	(67.7)	(23.4)	(22.2)	(20.8)
배당지급	(230.9)	(259.9)	(283.3)	(349.3)	(408.2)
현금의 증감	(40.9)	(8.8)	112.2	206.1	283.2
Unlevered CFO	891.3	995.7	859.3	995.2	1,122.8
Free Cash Flow	138.9	148.6	117.7	271.2	358.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.13	BUY	100,000		
20.7.16	BUY	90,000	-18.85%	-1.44%
20.2.17	Neutral	90,000	-26.20%	-15.00%
19.10.16	BUY	110,000	-17.56%	-12.27%
18.10.30	Neutral	73,000	12.72%	32.88%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.06%	4.94%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 5월 14일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어 진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.