

# 4. 코웨이(021240) / 매수(유지) / 목표주가: 105,000원

## 국내 내실 강화 해약률 하락 본질 회복, 해외로 서프라이즈

### 해외 210만 계정 시현 상반기 서프라이즈 주도 전망

코웨이는 지난해에 이어 금년에도 국내 영업에 대한 강도 높은 PMI를 진행 내실 강화 중으로 향후 팬데믹 완화와 함께 내수 모멘텀이 전망됨. 국내 사업은 지난해 하반기부터 코로나19 영향을 반영하며 전년대비 렌탈 판매량 감소세가 이어졌는데 렌탈계정 순증 규모도 작년 상반기 대비 감소함. 그럼에도 국내는 근본적인 펀더멘탈 개선이 확인되는데 해약률이 지난해 하반기 이후 1% 미만으로 하락 및 유지되는 것으로 분석되기 때문.

최대주주 변경 이후 서비스 매니저도 정직원으로 전환했는데 2021년 인건비와 복리후생비 부문에서 연간 약 50% 인상 예상되는 반면 인력 관리를 통한 조직 안정화도 확인됨. 한편 1분기 글로벌 계정이 210만을 상회하며 해외 경쟁 우위도 확고히 함. 이러한 해외 경쟁력은 당분간 국내 비용 부담을 상쇄해 줄 것으로 판단됨. 코웨이는 2021년에도 조직 정비와 R&D, 고객 마케팅 중심의 PMI에 주력하고 있어 하반기 국내 실적 개선을 중심으로 모멘텀이 강화될 전망. 목표 주가는 국내 안정화와 해외 사업의 수익성 개선을 근거로 기존 95,000원에서 100,000원으로 소폭 상향. 매수의견을 유지함

### 코웨이 지역별 실적 현황

(단위:십억원, %, %p)

		2019Y	2020Y	YoY	2021	1Q
					1Q(P)	YoY
말레이시아	매출액	526.3	708.5	34.6	240.4	56.8
	영업이익	75.6	130.2	72.2	56.1	122.5
	OPM(%)	14.4	18.4	4.0	23.3	6.9
미국	매출액	97.3	152.4	56.6	42.9	57.9
	영업이익	3.3	19.8	503.2	5.7	120.6
	OPM(%)	3.4	13.0	9.6	13.2	3.6
중국	매출액	3.7	2.1	-44.8	0.5	-9.5
	영업이익	-2.0	-0.8	적자지속	-0.2	-50.0
	OPM(%)	-	-	-	-	-
태국	매출액	20.3	28.9	42.6	7.5	14.3
	영업이익	-1.8	-2.1	적자지속	-1.9	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	-	-
인도네시아	매출액	0.3	4.2	1245.2	1.8	262.7
	영업이익	-1.4	-5.7	적자지속	-2.0	122.2
	OPM(%)	-	-	-	-	-
베트남	매출액	신규사업	0.0	신규사업	0.9	신규사업
	영업이익	신규사업	-0.6	신규사업	-0.9	신규사업
	OPM(%)	신규사업	-	신규사업	-	#VALUE!
코웨이엔텍	매출액	81.0	44.1	-45.5	10.0	-32.8
	영업이익	2.2	-1.9	적자전환	-0.8	적자전환
	OPM(%)	2.8	-	-	-	-

자료: 코웨이, IBK투자증권

### K-IFRS 연결 기준 실적

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,582	3,854	4,150
영업이익	458	606	649	701	809
세전이익	451	540	640	695	803
지배주주순이익	333	405	469	517	595
EPS(원)	4,511	5,486	6,353	7,008	8,056
증가율(%)	-4.7	21.6	15.8	10.3	15.0
영업이익률(%)	15.2	18.7	18.1	18.2	19.5
순이익률(%)	11.0	12.5	13.1	13.4	14.3
ROE(%)	30.7	31.5	27.9	24.8	23.4
PER	20.6	13.3	12.7	11.5	10.0
PBR	6.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.9	5.2	6.7	6.3	5.2
현재가 (5/24)		80,800원	시가총액		5,963 십억원
목표주가		105,000원	발행주식수		73,800 천주
상승여력		30.0%	60일 평균거래대금		24 십억원
52주 최고가/최저가		88,700원 / 63,400원	외국인 지분율		58.6%

자료: IBK투자증권

# 4. 코웨이(021240) / 매수(유지) / 목표주가: 105,000원

## 코웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원,%,p)

	2020				2020P	YoY	2021				2021F	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q			1QP	2QF	3QF	4QF		
매출액(별도)	6,286	6,554	6,415	6,671	25,925	2.4	6,747	6,838	6,871	6,832	27,288	7.8
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	15,965	1.5	3,944	3,977	4,007	3,925	15,853	0.8
금융리스	689	871	573	908	3,041	17.7	980	896	881	923	3,680	42.4
멤버십	247	259	246	240	992	-7.6	241	245	241	237	964	-10.2
일시불	309	319	236	276	1,140	-29.3	188	311	291	300	1,090	-32.4
수출	818	852	1,203	1,173	4,047	17.8	1,246	1,259	1,305	1,295	5,105	48.6
화장품	173	173	137	123	606	-20.6	116	121	131	115	483	-36.7
기타	31	26	24	54	135	16.2	31	29	15	37	112	-3.7
연결매출액	7,689	8,055	8,004	8,626	32,374	7.2	8,790	9,051	8,819	9,156	35,816	18.6
연결매출총이익	5,217	5,548	5,363	5,807	21,935	9.2	5,798	5,964	5,859	6,144	23,765	18.3
GPM	67.9	68.9	67.0	67.3	67.8	1.2	66.0	65.9	66.4	67.1	66.4	-0.2
영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	6,065	32.3	1,707	1,728	1,721	1,334	6,490	41.6
OPM	18.1	21.0	21.1	15.0	18.7	3.6	19.4	19.1	19.5	14.6	18.1	2.9
연결순이익	1,016	1,189	1,168	674	4,047	21.8	1,258	1,223	1,197	1,014	4,692	41.2

	기존	변경
실적 추정치	연결기준 21년(F) EPS 6,353/ 12개월 Forward EPS 6,626	연결기준 21년(F) EPS 6,353/ 12개월 Forward EPS 6,626
Target P/E valuation	Target P/E 15.5배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 800만 계정 상회 전망. 다만 배당성향 과거 평균 70% 19년 52%, 20F 20% 코웨이의 5년 Historical P/E 대비 10% 할인율 적용)	Target P/E 17배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 800만 계정 상회 전망. 배당성향 하락에 따른 외국인 주주 이탈 및 오버행 마무리, 내수 해약을 1% 이하 인건비 인상 반영에도 해외 모멘텀 적용. 내수 회복 고려한 밸류에이션 상향)
순차입금	21년 예상 535 십억원	21년 예상 485 십억원
주식수(사업가치)	75,830(72,530억원)	75,830(80,566억원)
목표주가	95,000원	105,000원

# 4. 코웨이(021240) / 매수(유지) / 목표주가: 105,000원

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,582	3,854	4,150
증가율(%)	11.5	7.2	10.6	7.6	7.7
매출원가	1,010	1,044	1,205	1,302	1,328
매출총이익	2,009	2,193	2,377	2,552	2,822
매출총이익률(%)	66.5	67.7	66.4	66.2	68.0
판매비	1,550	1,587	1,728	1,851	2,013
판매비율(%)	51.3	49.0	48.2	48.0	48.5
영업이익	458	606	649	701	809
증가율(%)	-11.8	32.3	7.0	8.0	15.4
영업이익률(%)	15.2	18.7	18.1	18.2	19.5
순금융손익	-21	-20	-17	-12	-6
이자손익	-21	-20	-17	-12	-6
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	8	6	0
총속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	451	540	640	695	803
법인세	119	136	172	178	209
법인세율	26	25	27	26	26
계속사업이익	332	405	469	517	594
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	332	405	469	517	594
증가율(%)	-5.0	21.8	15.8	10.3	15.0
당기순이익률(%)	11.0	12.5	13.1	13.4	14.3
지배주주당기순이익	333	405	469	517	595
기타포괄이익	-2	-9	0	0	0
총포괄이익	330	396	469	517	594
EBITDA	973	1,150	968	984	1,096
증가율(%)	25.5	18.1	-15.8	1.6	11.4
EBITDA마진율(%)	32.2	35.5	27.0	25.5	26.4

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	767	897	1,043	1,152	1,466
현금및현금성자산	61	116	79	120	486
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	310	317	321	327	332
재고자산	113	134	147	159	171
비유동자산	2,088	2,132	2,222	2,259	2,300
유형자산	1,271	1,225	1,061	1,016	1,029
무형자산	168	140	138	135	133
투자자산	19	15	16	17	18
자산총계	2,855	3,029	3,265	3,411	3,766
유동부채	1,587	1,417	1,265	973	833
매입채무및기타채무	58	69	73	79	85
단기차입금	861	700	596	298	207
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	191	122	128	137	146
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	9	9	9	9	9
부채총계	1,778	1,539	1,393	1,110	979
지배주주지분	1,078	1,491	1,873	2,303	2,789
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
자본조정등	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄이익누계액	1	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	954	1,365	1,747	2,177	2,663
비지배주주지분	-1	-1	-2	-2	-2
자본총계	1,077	1,490	1,872	2,301	2,787
비이자부채	891	820	779	794	753
총차입금	887	719	614	316	226
순차입금	826	603	535	196	-259

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	539	563	772	786	876
당기순이익	332	405	469	517	594
비형성성 비용 및 수익	927	916	328	289	293
유형자산감가상각비	505	534	316	280	285
무형자산상각비	10	9	3	3	2
운전자본변동	-571	-567	-8	-7	-5
매출채권등의 감소	-4	-22	-4	-7	-5
재고자산의 감소	-5	-25	-13	-12	-12
매입채무등의 증가	-9	43	4	6	6
기타 영업현금흐름	-149	-191	-17	-13	-6
투자활동 현금흐름	-383	-323	-575	-369	-259
유형자산의 증가(CAPEX)	-391	-325	-152	-236	-300
유형자산의 감소	25	0	0	1	2
무형자산의 감소(증가)	-3	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-5	0	7	-1	-1
기타	-9	3	-430	-133	40
재무활동 현금흐름	-165	-182	-233	-376	-549
차입금의 증가(감소)	-1	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-164	-182	-233	-376	-549
기타 및 조정	0	-3	-1	0	-1
현금의 증가	-9	55	-37	41	67
기초현금	69	61	116	79	120
기말현금	61	116	79	120	188

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,353	7,008	8,056
BPS	14,611	20,207	25,380	31,209	37,790
DPS	2,400	1,200	1,200	1,500	2,000
밸류에이션(배)					
PER	20.6	13.3	12.6	11.4	9.9
PBR	6.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.9	5.2	6.6	6.2	5.1

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	11.5	7.2	10.6	7.6	7.7
EPS증가율	-4.7	21.6	15.8	10.3	15.0
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	1.7	1.7	2.1	2.9
ROE	30.7	31.5	27.9	24.8	23.4
ROA	12.7	13.8	14.9	15.5	16.6
ROIC	25.6	29.1	32.9	35.5	40.8

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	165.0	103.3	74.4	48.2	35.1
순차입금 비율(%)	76.7	40.5	28.6	8.5	-9.3
이자보상배율(배)	20.9	28.6	36.4	51.1	103.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.9	10.3	11.2	11.9	12.6
재고자산회전율	28.0	26.2	25.5	25.2	25.2
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준