

코웨이(021240)

해외 성장세에 주목할 때

2021.05.31

Initiation

투자의견: **BUY** (신규)

목표주가: **100,000**원(신규)

현재주가: 81,200원(5/28)

시가총액: 5,993(십억원)

Mobile/Device 노경탁_02)368-6647_kyoungkt@eugenefn.com

해외 렌탈시장의 빠른 성장 주목

1Q21 해외법인 합산 매출액은 2,942 억원(+56.4%yoy)로 역대 최대 매출액을 기록하였으며, 해외 계정도 말레이시아의 판매호조로 211 만(+33%yoy) 계정으로 증가하였다. 중저가 신규 제품군이 신항시장에서 좋은 반응을 보이고 있으며, 현지 인지도가 높아지면서 수익성이 좋아지는 규모의 경제를 달성해나가고 있다. 말레이시아 외에도 가전 수요가 높아지는 1 인당 GDP 1 만달러에 근접하고 있는 태국, 인도네시아, 베트남 등에서 해외매출이 본격화될 경우, 상당한 성장 잠재력을 가지게 될 것으로 판단된다. 특히, COVID-19 이후 경기 회복세에 따라, 2021 년 말레이시아 1 인당 GDP 는 전년대비 13% 증가한 11,600 달러, 태국은 7.1% 증가한 7,700 달러, 인도네시아는 8.5% 증가한 4,260 달러로 전망되며, 소득증가에 따른 렌탈 가전 소비 증가 효과가 클 것으로 판단된다.

2021 년 영업이익 6,784 억원(+11.9%yoy) 전망

2021 년 실적은 매출액 3 조 6,351 억원(+12.3%yoy), 영업이익 6,784 억원(+11.9%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 국내 사업은 COVID-19 으로 인한 방문판매 둔화 및 경쟁업체들의 진입으로 2020 년 성장세가 둔화되었으나, 서비스매니저 영업 정상화 및 공기청정기/매트리스 등 신렌탈가전 수요 증가로 실적 성장세를 높일 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 '100,000 원'으로 신규 커버리지 개시

코웨이에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 '100,000 원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS(6,611 원)에 최근 3 년 평균 P/E 15.8 배를 적용하였다. Global Peer 인 Amway Malaysia 와 쿠쿠전자의 P/E Valuation 은 각각 14.4 배, 10.2 배이며, 각 시장에서의 점유율 및 매출액 차이(Amway Malaysia 매출액 3,236 억원)를 감안할 경우, 추가적인 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 판단된다.

| | |
|--------------|----------|
| 발행주식수 | 73,800천주 |
| 52주 최고가 | 93,300원 |
| 최저가 | 63,800원 |
| 52주 일간 Beta | 0.62 |
| 60일 일평균거래대금 | 250억원 |
| 외국인 지분율 | 58.6% |
| 배당수익률(2021F) | 1.5% |

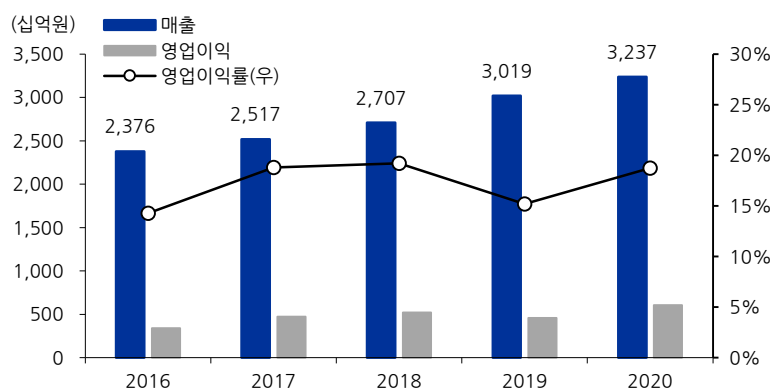
| | |
|--------|-------|
| 주주구성 | |
| 넷마블 | 25.1% |
| 국민연금공단 | 7.3% |

| | | | |
|-------|-------|-------|-------|
| | 1M | 6M | 12M |
| 주가상승률 | 19.8% | 14.0% | 21.6% |

| | | | |
|----------|---------|----|----|
| | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | - | - |
| 목표주가 | 100,000 | - | - |
| 영업이익(21) | 621 | - | - |
| 영업이익(22) | 671 | - | - |

| | | | |
|---------------|-------|-------|-------|
| 결산기(12월) | 2020A | 2021E | 2022E |
| 매출액(십억원) | 3,237 | 3,635 | 3,981 |
| 영업이익(십억원) | 606 | 678 | 744 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 540 | 651 | 711 |
| 당기순이익(십억원) | 405 | 483 | 540 |
| EPS(원) | 5,486 | 6,550 | 7,326 |
| 증감률(%) | 21.6 | 19.4 | 11.8 |
| PER(배) | 13.3 | 12.4 | 11.1 |
| ROE(%) | 31.5 | 28.6 | 25.6 |
| PBR(배) | 3.6 | 3.2 | 2.6 |
| EV/EBITDA(배) | 5.0 | 4.4 | 3.9 |

코웨이 실적 추이



자료: 코웨이, 유진투자증권

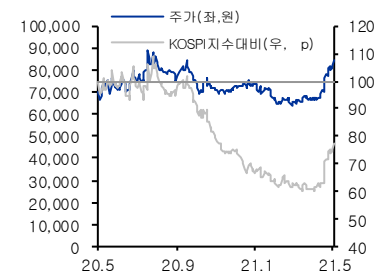


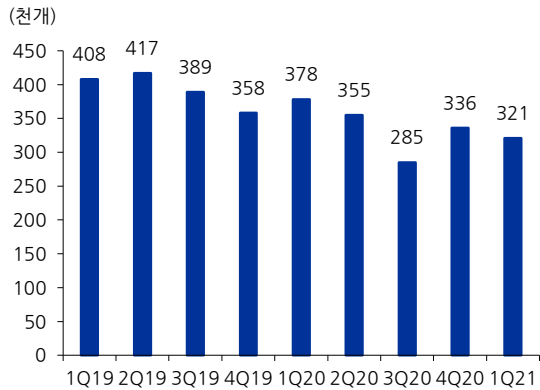
도표 1. 코웨이 분기별 실적 전망(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %)

| | 2019 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 2020 | 1Q21 | 2Q21F | 3Q21F | 4Q21F | 2021F | 2022F |
|---------------------|-------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 실적(십억원) | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3,019 | 769 | 806 | 800 | 863 | 3,237 | 879 | 893 | 923 | 940 | 3,635 | 3,981 |
| 영업이익 | 458 | 139 | 169 | 169 | 130 | 606 | 171 | 166 | 172 | 170 | 678 | 744 |
| 세전이익 | 451 | 138 | 160 | 149 | 93 | 540 | 175 | 156 | 162 | 159 | 651 | 711 |
| 순이익 | 332 | 102 | 119 | 117 | 67 | 405 | 126 | 118 | 123 | 121 | 488 | 540 |
| 수익성(%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 15.2 | 18.1 | 21.0 | 21.1 | 15.0 | 18.7 | 19.4 | 18.6 | 18.6 | 18.1 | 18.7 | 18.7 |
| 세전이익률 | 15.0 | 18.0 | 19.8 | 18.6 | 10.8 | 16.7 | 19.9 | 17.4 | 17.5 | 17.0 | 17.9 | 17.9 |
| 순이익률 | 11.0 | 13.2 | 14.8 | 14.6 | 7.8 | 12.5 | 14.3 | 13.2 | 13.3 | 12.9 | 13.4 | 13.6 |
| 지역별 실적(십억원) | | | | | | | | | | | | |
| 지역별 매출액 | | | | | | | | | | | | |
| 국내 | 2,531 | 629 | 655 | 641 | 667 | 2,593 | 675 | 685 | 694 | 699 | 2,753 | 2,894 |
| 해외 | 488 | 140 | 150 | 159 | 195 | 645 | 204 | 208 | 229 | 241 | 882 | 1,087 |
| 지역별 영업이익 | | | | | | | | | | | | |
| 국내 | 395 | 116 | 136 | 125 | 79 | 456 | 112 | 117 | 121 | 117 | 467 | 497 |
| 해외 | 64 | 23 | 33 | 44 | 51 | 151 | 59 | 49 | 51 | 53 | 212 | 247 |
| 지역별 영업이익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| 국내 | 15.6 | 18.4 | 20.7 | 19.5 | 11.8 | 17.6 | 16.6 | 17.1 | 17.4 | 16.7 | 16.9 | 17.2 |
| 해외 | 13.0 | 16.5 | 22.1 | 27.5 | 26.1 | 23.4 | 28.7 | 23.5 | 22.2 | 22.1 | 24.0 | 22.7 |

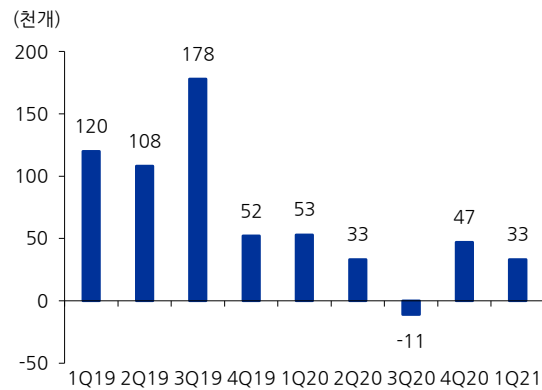
자료: 유진투자증권

도표 2. 국내 렌탈 판매량



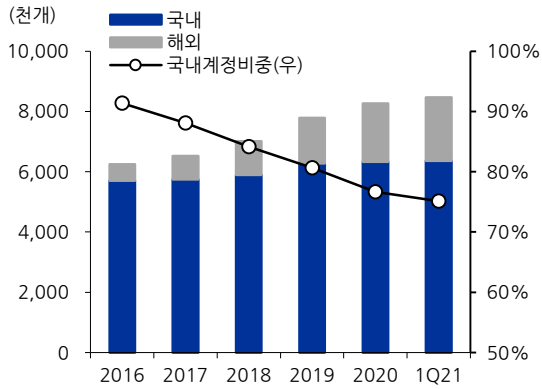
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 3. 국내 렌탈 계정 순증



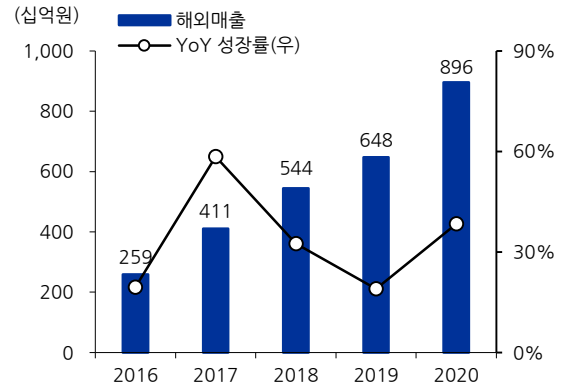
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표4. 국내 및 해외 계정 수



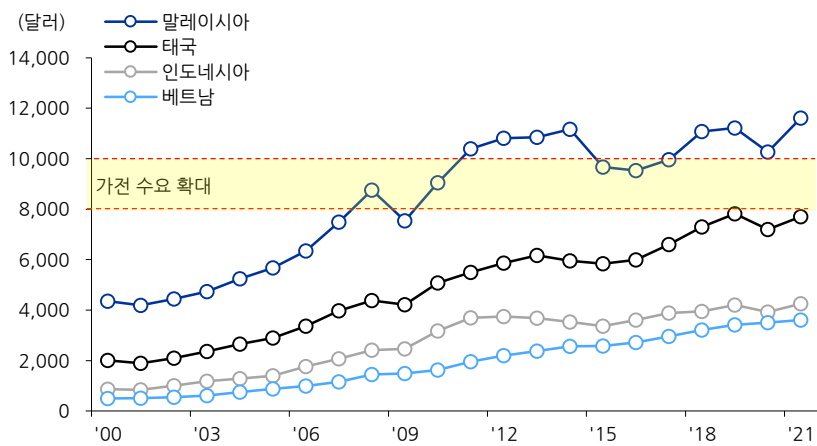
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표5. 해외사업 매출 성장



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표6. 동남아 국가들의 1인당 GDP 성장 - 가전 수요 증가



자료: IMF, 유진투자증권

도표 7. 정수기



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 8. 공기청정기



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 9. 비데



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 10. 매트리스



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 11. 코웨이 제품 라인업



자료: 코웨이, 유진투자증권

코웨이(021240.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 2,855 | 3,029 | 3,313 | 3,784 | 4,288 |
| 유동자산 | 767 | 897 | 1,973 | 2,523 | 3,050 |
| 현금성자산 | 241 | 378 | 1,410 | 1,907 | 2,398 |
| 매출채권 | 345 | 327 | 361 | 398 | 424 |
| 재고자산 | 113 | 134 | 144 | 158 | 169 |
| 비유동자산 | 2,088 | 2,132 | 1,340 | 1,261 | 1,238 |
| 투자자산 | 161 | 141 | 147 | 153 | 159 |
| 유형자산 | 1,271 | 1,225 | 1,057 | 977 | 952 |
| 기타 | 656 | 766 | 136 | 131 | 127 |
| 부채총계 | 1,778 | 1,539 | 1,427 | 1,446 | 1,452 |
| 유동부채 | 1,587 | 1,417 | 1,316 | 1,348 | 1,372 |
| 매입채무 | 239 | 260 | 285 | 314 | 334 |
| 유동성이자부채 | 876 | 715 | 715 | 715 | 715 |
| 기타 | 472 | 442 | 317 | 320 | 323 |
| 비유동부채 | 191 | 122 | 111 | 98 | 80 |
| 비유동이자부채 | 36 | 28 | 13 | (4) | (26) |
| 기타 | 155 | 94 | 98 | 102 | 106 |
| 자본총계 | 1,077 | 1,490 | 1,886 | 2,338 | 2,837 |
| 자배자본 | 1,078 | 1,491 | 1,888 | 2,340 | 2,838 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 132 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 이익잉여금 | 954 | 1,365 | 1,761 | 2,214 | 2,712 |
| 기타 | (49) | (62) | (62) | (62) | (62) |
| 비자배자본 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 자본총계 | 1,077 | 1,490 | 1,886 | 2,338 | 2,837 |
| 총차입금 | 912 | 742 | 727 | 710 | 688 |
| 순차입금 | 672 | 365 | (682) | (1,197) | (1,709) |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업현금 | 794 | 814 | 1,509 | 1,014 | 1,045 |
| 당기순이익 | 332 | 405 | 483 | 540 | 586 |
| 자산상각비 | 515 | 543 | 542 | 489 | 468 |
| 기타비현금성손익 | (11) | 22 | 501 | 4 | 4 |
| 운전자본증감 | (317) | (316) | (17) | (20) | (13) |
| 매출채권감소(증가) | (4) | (22) | (34) | (37) | (26) |
| 재고자산감소(증가) | (5) | (25) | (10) | (15) | (10) |
| 매입채무증가(감소) | (9) | 43 | 24 | 29 | 21 |
| 기타 | (299) | (311) | 3 | 3 | 3 |
| 투자현금 | (649) | (588) | (386) | (421) | (456) |
| 단기투자자산감소 | (260) | (262) | (11) | (11) | (12) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 설비투자 | 391 | 325 | 365 | 400 | 434 |
| 유형자산처분 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (3) | (1) | (4) | (4) | (4) |
| 재무현금 | (154) | (168) | (102) | (106) | (111) |
| 차입금증가 | 125 | (168) | (15) | (17) | (22) |
| 자본증가 | (260) | (87) | (87) | (89) | (89) |
| 배당금지급 | 260 | 87 | 87 | 89 | 89 |
| 현금 증감 | (9) | 55 | 1,021 | 487 | 479 |
| 기초현금 | 69 | 61 | 116 | 1,137 | 1,624 |
| 기말현금 | 61 | 116 | 1,137 | 1,624 | 2,103 |
| Gross Cash flow | 1,259 | 1,321 | 1,526 | 1,033 | 1,059 |
| Gross Investment | 705 | 641 | 393 | 430 | 458 |
| Free Cash Flow | 553 | 679 | 1,134 | 603 | 601 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 3,019 | 3,237 | 3,635 | 3,981 | 4,321 |
| 증가율(%) | 11.5 | 7.2 | 12.3 | 9.5 | 8.5 |
| 매출원가 | 1,010 | 1,044 | 1,202 | 1,301 | 1,424 |
| 매출총이익 | 2,009 | 2,193 | 2,433 | 2,680 | 2,896 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,550 | 1,587 | 1,754 | 1,936 | 2,093 |
| 기타영업손익 | 18 | 2 | 11 | 10 | 8 |
| 영업이익 | 458 | 606 | 678 | 744 | 804 |
| 증가율(%) | (11.8) | 32.3 | 11.9 | 9.6 | 8.0 |
| EBITDA | 973 | 1,150 | 1,220 | 1,233 | 1,272 |
| 증가율(%) | 25.5 | 18.1 | 6.1 | 1.0 | 3.2 |
| 영업외손익 | (7) | (66) | (27) | (33) | (32) |
| 이자수익 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 이자비용 | 22 | 21 | 19 | 18 | 17 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 14 | (46) | (10) | (16) | (16) |
| 세전순이익 | 451 | 540 | 651 | 711 | 772 |
| 증가율(%) | (3.7) | 19.7 | 20.5 | 9.2 | 8.5 |
| 법인세비용 | 119 | 136 | 168 | 171 | 185 |
| 당기순이익 | 332 | 405 | 483 | 540 | 586 |
| 증가율(%) | (5.0) | 21.8 | 19.4 | 11.8 | 8.5 |
| 지배주주지분 | 333 | 405 | 483 | 541 | 587 |
| 증가율(%) | (4.9) | 21.6 | 19.4 | 11.8 | 8.5 |
| 비지배지분 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS(원) | 4,511 | 5,486 | 6,550 | 7,326 | 7,951 |
| 증가율(%) | (4.6) | 21.6 | 19.4 | 11.8 | 8.5 |
| 수정EPS(원) | 4,511 | 5,486 | 6,550 | 7,326 | 7,951 |
| 증가율(%) | (4.6) | 21.6 | 19.4 | 11.8 | 8.5 |

주요투자지표

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 4,511 | 5,486 | 6,550 | 7,326 | 7,951 |
| BPS | 14,611 | 20,207 | 25,578 | 31,704 | 38,454 |
| DPS | 2,400 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | 20.6 | 13.3 | 12.4 | 11.1 | 10.2 |
| PBR | 6.4 | 3.6 | 3.2 | 2.6 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 5.0 | 4.4 | 3.9 | 3.4 |
| 배당수익률 | 2.6 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| PCR | 5.5 | 4.1 | 3.9 | 5.8 | 5.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 15.2 | 18.7 | 18.7 | 18.7 | 18.6 |
| EBITDA이익률 | 32.2 | 35.5 | 33.6 | 31.0 | 29.4 |
| 순이익률 | 11.0 | 12.5 | 13.3 | 13.6 | 13.6 |
| ROE | 30.7 | 31.5 | 28.6 | 25.6 | 22.7 |
| ROIC | 25.7 | 36.5 | 41.4 | 48.2 | 53.9 |
| 안정성(배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 62.4 | 24.5 | (36.2) | (51.2) | (60.3) |
| 유동비율 | 48.3 | 63.3 | 149.9 | 187.1 | 222.3 |
| 이자보상배율 | 20.9 | 28.6 | 36.3 | 41.4 | 46.6 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 매출채권회전율 | 9.0 | 9.6 | 10.6 | 10.5 | 10.5 |
| 재고자산회전율 | 28.0 | 26.2 | 26.2 | 26.4 | 26.4 |
| 매입채무회전율 | 13.0 | 13.0 | 13.3 | 13.3 | 13.3 |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 93% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 7% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2021.03.31 기준)

