

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (8/6)	85,300원
상승여력	29%

시가총액	62,951억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	209억원
60일 평균 거래량	257,739주
52주 고	88,700원
52주 저	64,100원
외인지분율	59.50%
주요주주	넷마블 외 6 인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.3	25.8	7.3
상대	8.4	22.3	(23.1)
절대(달러환산)	6.1	24.0	11.2

2Q21 리뷰 : 단기적 불확실성 대두될 수 있으나, 일시적일 것

2Q21 Review : 돌아온 국내, 견조한 말련

코웨이는 2Q21 매출액 9,054억원(+12.4% YoY), 영업이익 1,664억원(-1.6% YoY)를 기록해 영업이익 컨센서스(1,650억원)에 부합하는 실적을 기록했다. 국내법인의 렌탈 순증 회복과 말련법인의 성장성과 수익성이 호실적을 견인하였다.

국내사업 매출액은 전년대비 +8.5% 성장한 7,109억원을 기록했으며, 영업이익률은 17.2%였다. 렌탈 판매가 34만 계정 수준으로 회복되고, 안정적인 해약을 관리로 인해 렌탈 계정 순증은 6.1만 계정(+84% YoY) 수준으로 높아졌다. 서비스매니저 파업과 코로나19 영향으로 3~4만 수준으로 하향되었던 렌탈 계정 순증이 다시 정상화되었다는 것이 긍정적이다. 국내 사업의 M/S 감소 우려가 있었으나, 이에 대한 걱정을 기우에 불과하다는 것을 이번 실적을 통해 확인시켜주었다고 판단된다.

말레이시아 법인은 매출액 2,367억원(+51.8% YoY), 영업이익 596억원(+155.5% YoY)를 기록했다. 1Q21에 이어 50%를 상회하는 매출 성장을 보여주었으며, 25% 이상의 수익성이 나타나는 모습이었다. 6월부터 코로나19 재확산에 따른 락다운이 시행되어 신규 렌탈 설치에 어려움이 있었으나, 4~5월까지의 호조에 따라 전분기 대비 13만 수준의 계정 순증을 이뤄낸 것으로 추정된다. 높아진 수익성은 금융리스 판매 비중의 증가로 인한 것과 안정적인 해약을 관리에 따른 것으로 판단된다.

말레이시아 락다운 우려가 단기 부각 가능하나, 일시적일 것

6월부터 이어진 말련에서의 락다운이 현 시점까지 이어지고 있다. 설치가 정상적으로 이뤄지기 어려운 환경 하에서 말련에서의 계정 순증에 어려움이 있을 수 있다. 3Q21 이에 대한 우려가 단기적으로 부각 가능하다.

하지만 국내에서의 영업 정상화에 따른 M/S 방어, 압도적 브랜드 파워에 기인한 말레이시아에서의 빠른 M/S 확대 따른 성장성 확대라는 동사의 중장기적 투자포인트에 대해서는 변화가 없다.

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가도 기존 11만원을 유지하는 바이다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,054	12.4	3.0	8,964	1.0
영업이익	1,664	-1.6	-2.5	1,650	0.9
세전계속사업이익	1,599	0.2	-8.5	1,550	3.1
지배순이익	1,159	-2.6	-7.9	1,172	-1.1
영업이익률 (%)	18.4	-2.6 %pt	-1.0 %pt	18.4	0
지배순이익률 (%)	12.8	-2.0 %pt	-1.5 %pt	13.1	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

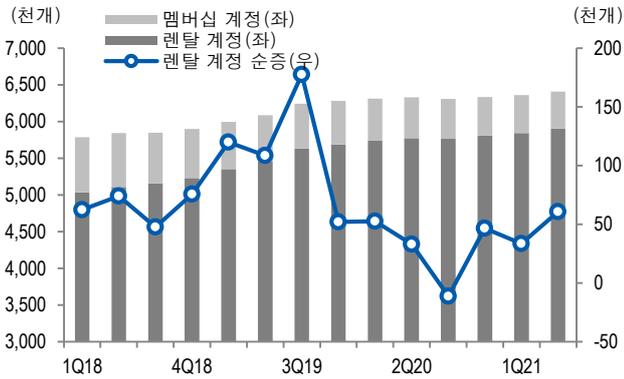
	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		30,189	32,374	37,244	42,188
영업이익		4,583	6,064	6,571	7,169
지배순이익		3,329	4,049	4,696	5,147
PER		19.0	13.5	13.4	12.2
PBR		5.7	3.6	3.7	3.0
EV/EBITDA		7.1	5.0	5.5	4.9
ROE		30.7	31.5	29.9	27.6

자료: 유안타증권

코웨이 실적 추이 및 전망										(단위: 억원)	
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
연결 매출액	7,689	8,055	8,004	8,626	8,790	9,054	9,612	9,788	32,374	37,244	42,188
YoY	8.4%	6.6%	5.4%	8.6%	14.3%	12.4%	20.1%	13.5%	7.2%	15.0%	13.3%
별도 법인	6,285	6,554	6,415	6,672	6,748	7,109	7,169	7,176	25,926	28,202	29,938
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	3,944	3,887	3,991	4,003	15,964	15,825	16,263
금융리스	689	871	573	908	980	1,274	1,089	1,090	3,041	4,432	4,787
멤버십	247	259	246	240	241	237	231	226	992	935	898
일시불	309	319	236	276	188	158	275	275	1,140	896	1,375
수출	818	852	1,203	1,173	1,246	1,399	1,444	1,408	4,046	5,496	5,991
화장품	173	173	137	123	116	121	116	125	606	479	488
기타	31	26	24	54	31	32	24	49	135	136	136
말레이시아	1,533	1,559	1,788	2,204	2,404	2,367	2,603	2,720	7,084	10,094	12,510
미국	272	321	518	414	429	358	414	435	1,525	1,636	1,800
연결 영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	1,707	1,664	1,613	1,587	6,064	6,571	7,169
YoY	2.7%	22.4%	20.2%	190.9%	23.0%	-1.6%	-4.4%	22.3%	32.3%	8.4%	9.1%
말레이시아	252	233	296	520	561	596	469	478	1,301	2,104	2,252
미국	26	49	118	5	57	9	41	61	198	168	270
영업이익률	18.1%	21.0%	21.1%	15.0%	19.4%	18.4%	16.8%	16.2%	18.7%	17.6%	17.0%
말레이시아	16.4%	14.9%	16.6%	23.6%	23.3%	25.2%	18.0%	17.6%	18.4%	20.8%	18.0%
미국	9.6%	15.3%	22.8%	1.2%	13.3%	2.5%	10.0%	14.0%	13.0%	10.3%	15.0%

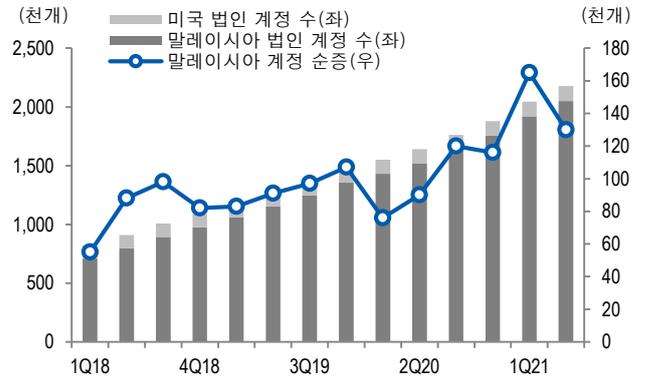
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



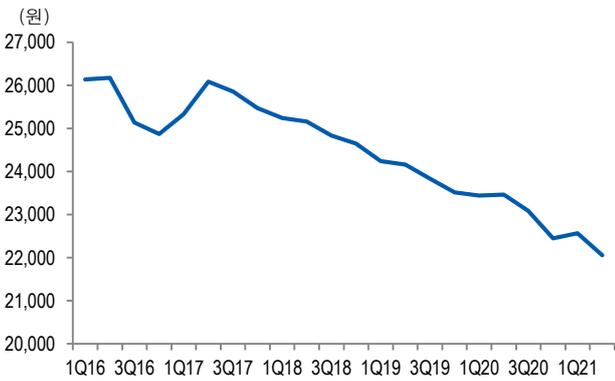
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



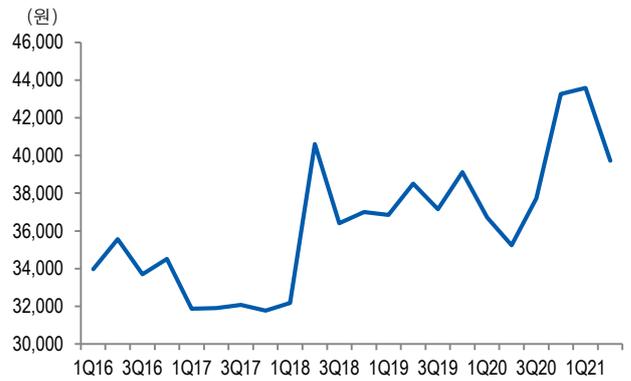
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터
 주: 1Q21 계정 브레이크다운은 당사 추정치

[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	37,244	42,188	46,798
매출원가	10,104	10,439	12,382	13,975	15,493
매출총이익	20,085	21,935	24,862	28,213	31,305
판매비	15,502	15,871	18,291	21,045	23,177
영업이익	4,583	6,064	6,571	7,169	8,128
EBITDA	9,734	11,497	12,042	12,773	13,867
영업외손익	-69	-661	-149	-220	-173
외환관련손익	131	-210	72	0	0
이자손익	-206	-200	-200	-175	-129
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	7	-251	-21	-45	-45
법인세비용차감전순이익	4,514	5,404	6,422	6,949	7,954
법인세비용	1,192	1,357	1,730	1,807	2,068
계속사업순이익	3,322	4,047	4,692	5,142	5,886
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,322	4,047	4,692	5,142	5,886
지배지분순이익	3,329	4,049	4,696	5,147	5,892
포괄순이익	3,299	3,955	4,770	5,220	5,964
지배지분포괄이익	3,306	3,957	4,771	5,221	5,965

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	9,023	11,150	12,036
당기순이익	3,322	4,047	4,692	5,142	5,886
감가상각비	5,049	5,343	5,388	5,527	5,666
외환손익	-106	217	-28	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-5,712	-5,670	-3,402	-1,699	-1,720
기타현금흐름	2,840	1,691	2,372	2,180	2,203
투자활동 현금흐름	-3,831	-3,231	-5,533	-6,600	-6,800
투자자산	-51	-3	-61	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,906	-3,252	-4,849	-5,800	-6,000
유형자산 감소	247	2	1	0	0
기타현금흐름	-120	22	-623	-800	-800
재무활동 현금흐름	-1,649	-1,816	-543	-2,416	-2,480
단기차입금	1,294	-1,604	-2,800	-500	-500
사채 및 장기차입금	-155	-211	3,186	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,599	0	-871	-943	-1,016
기타현금흐름	-190	-1	-58	28	36
연결범위변동 등 기타	-1	-29	-3,575	-851	-887
현금의 증감	-88	553	-628	1,283	1,869
기초 현금	694	605	1,158	530	1,813
기말 현금	605	1,158	530	1,813	3,683
NOPLAT	4,583	6,064	6,571	7,169	8,128
FCF	1,486	2,376	4,174	5,350	6,036

자료: 유안타증권

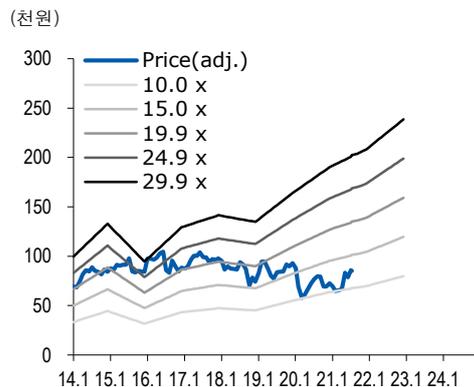
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,669	8,969	10,074	12,753	16,038
현금및현금성자산	605	1,158	530	1,813	3,683
매출채권 및 기타채권	3,453	3,265	3,459	3,848	4,252
재고자산	1,128	1,340	1,780	1,985	2,198
비유동자산	20,880	21,322	22,518	22,714	22,974
유형자산	12,708	12,251	12,257	12,530	12,863
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	186	147	171	171	171
자산총계	28,550	30,290	32,592	35,466	39,013
유동부채	15,868	14,173	11,352	10,948	10,545
매입채무 및 기타채무	2,953	3,117	3,980	4,076	4,173
단기차입금	8,606	7,001	4,201	3,701	3,201
유동성장기부채	5	5	5	5	5
비유동부채	1,909	1,217	4,743	3,743	2,743
장기차입금	94	94	92	92	92
사채	0	0	3,187	2,187	1,187
부채총계	17,778	15,390	16,095	14,691	13,288
지배지분	10,783	14,913	16,512	20,794	25,748
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,325	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	9,540	13,652	15,143	19,347	24,223
비지배지분	-11	-13	-15	-18	-23
자본총계	10,772	14,900	16,497	20,775	25,725
순차입금	6,237	3,160	3,310	-274	-4,443
총차입금	8,987	7,296	7,827	6,327	4,827

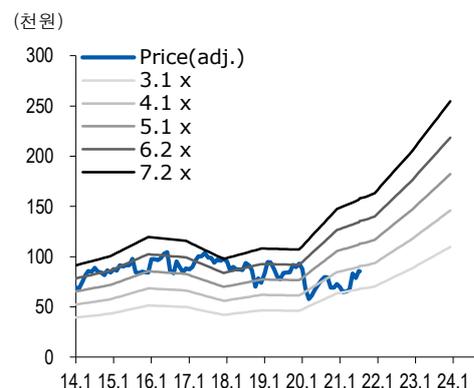
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,511	5,486	6,363	6,974	7,984
BPS	14,931	20,554	22,758	28,659	35,487
EBITDAPS	13,189	15,579	16,317	17,308	18,790
SPS	40,907	43,868	50,466	57,166	63,413
DPS	2,400	1,200	1,300	1,400	1,500
PER	19.0	13.5	13.4	12.2	10.7
PBR	5.7	3.6	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	7.1	5.0	5.5	4.9	4.2
PSR	2.1	1.7	1.7	1.5	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	11.5	7.2	15.0	13.3	10.9
영업이익 증가율 (%)	-11.8	32.3	8.4	9.1	13.4
지배순이익 증가율 (%)	-4.9	21.6	16.0	9.6	14.5
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	66.8	66.9	66.9
영업이익률 (%)	15.2	18.7	17.6	17.0	17.4
지배순이익률 (%)	11.0	12.5	12.6	12.2	12.6
EBITDA 마진 (%)	32.2	35.5	32.3	30.3	29.6
ROIC	29.0	38.4	40.6	42.4	45.3
ROA	12.7	13.8	14.9	15.1	15.8
ROE	30.7	31.5	29.9	27.6	25.3
부채비율 (%)	165.0	103.3	97.6	70.7	51.7
순차입금/자기자본 (%)	57.8	21.2	20.0	-1.3	-17.3
영업이익/금융비용 (배)	20.9	28.6	31.8	39.0	55.5

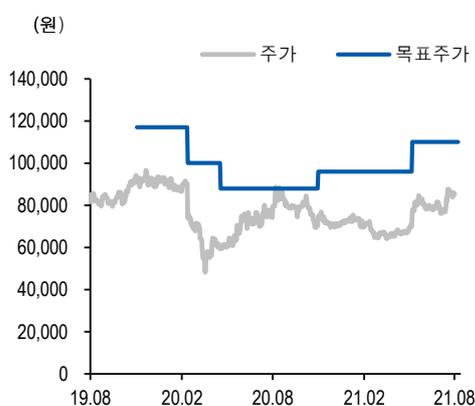
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-09	BUY	110,000	1년		
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(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-06

※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.