

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (5/8)	61,800원
상승여력	42%

시가총액	45,608억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	224억원
60일 평균 거래량	344,799주
52주 고	96,500원
52주 저	48,250원
외인지분율	60.15%
주요주주	넷마블 외 4인 25.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	(31.3)	(24.0)
상대	(10.7)	(21.9)	(15.3)
절대(달러환산)	(3.8)	(33.2)	(27.1)

1Q20 리뷰 : 또 하나의 불확실성, Lockdown

1Q20 Review : 말련 법인 수익성 개선으로 시장 기대치 소폭 상회

코웨이는 1Q20 매출액 7,689억원(+8.4% YoY), 영업이익 1,389억원(+2.7% YoY)을 기록해 영업이익 컨센서스 1,314억원을 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 국내사업 마진 감소에도 불구하고 말련법인의 수익성 개선이 호실적을 견인했다.

국내 렌탈계정 순증은 CS닥터의 파업에 따른 A/S 및 설치 지연으로 해약률(3Q19 0.97% → 4Q19 1.04% → 1Q20 1.11%)이 높아지고 1Q19 공기청정기 매출 호조에 따른 기고 효과의 영향으로 렌탈계정 순증이 5.3만 계정(-56.1% YoY)에 그쳤다. 해약률 증가로 렌탈폐기순실은 139억원(+59% YoY)을 기록하며 수익성에 부담을 주었다.

말레이시아 법인은 매출액 1,533억원(+36.3% YoY), 영업이익 252억원(+32.0% YoY)을 기록해, 당사 전망치(198억원)를 상회하였다. 매트리스의 출시로 운용리스에 비해 초기 수익성이 좋은 금융리스 계정 비중이 증가한 영향이다. 말레이시아 렌탈 계정 순증은 7.6만 계정을 기록했다. 매트리스와 공기청정기 등 정수기 외의 카테고리의 렌탈 확장이 본격화되고 있다. 이에 따라 장기적으로 말레이시아의 성장 사이클이 연장될 수 있을 것으로 전망된다.

또 하나의 불확실성, 말레이시아 Lockdown

말레이시아 정부는 3월 18일부터 코로나19 확산에 대응하고자 이동제한조치를 취하고 있다. 이동제한조치는 3차례 연장되어 5월 12일까지다. 말레이시아 정부는 이를 완화하고자 하고 있으나, 13개 중 9개 주정부는 아직까지 조치 완화에 소극적이다. 이에 따라 방판에 의한 렌탈영업이 쉽지 않다. 이에 2분기 말련법인의 렌탈 계정 순증이 급감할 전망이다. 수익성 역시 불확실성이 있다. 영업활동이 불가하다 보니 관련 비용이 감소할 수 있지만, 렌탈 초기 수익성이 좋은 금융리스 신규 계정 수의 감소 가능성은 수익성에 악영향을 줄 수 있다. 이동제한으로 AS 조치가 어렵다 보니 해약률이 늘어날 수도 있다. 2분기 말련법인의 수익성을 예상하기가 쉽지 않다. 다만, 렌탈 비즈니스의 특성상 기획보한 계정을 통해 매출을 일으킬 수 있기에 말레이시아 Lockdown으로 매출 및 영업이익이 급감하는 상황이 벌어지지 않을 것이다.

또한 여전히 CS닥터 정규직화에 대한 불확실성이 상존하고 있으며, 대주주 변경 이후의 사업방향성과 배당 축소를 통해 확보한 재원의 활용방안이 추상적이다. 여전히 보수적인 접근을 권고한다. 투자 의견 Hold와 목표주가 8.8만원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,689	8.4	-3.2	7,657	0.4
영업이익	1,389	2.8	211.3	1,314	5.7
세전계속사업이익	1,384	2.1	416.0	1,291	7.2
지배순이익	1,017	1.2	415.3	940	8.1
영업이익률 (%)	18.1	-1.0 %pt	+12.5 %pt	17.2	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	13.2	-1.0 %pt	+10.7 %pt	12.3	+0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		27,073	30,189	32,775	35,398
영업이익		5,198	4,583	5,611	5,938
지배순이익		3,502	3,329	3,912	4,087
PER		18.4	19.0	11.7	11.2
PBR		5.8	5.7	3.1	3.0
EV/EBITDA		9.0	9.4	6.0	5.4
ROE		33.8	30.7	31.1	27.6

자료: 유안타증권

[표 1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
연결 매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	7,689	8,110	8,401	8,575	27,073	30,189	32,775
YoY	9.5%	11.4%	13.4%	11.7%	8.4%	7.4%	10.6%	7.9%	7.6%	11.5%	8.6%
별도 법인	6,066	6,352	6,510	6,382	6,285	6,584	6,794	6,610	23,954	25,310	26,274
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	4,019	4,056	4,052	4,042	15,276	15,726	16,169
금융리스	563	676	729	615	689	777	838	707	1,852	2,583	3,012
멤버십	279	270	267	257	247	242	240	232	1,211	1,073	961
일시불	456	435	355	366	309	344	344	361	1,708	1,612	1,358
수출	701	838	979	917	818	947	1,106	1,036	3,024	3,435	3,907
화장품	189	188	185	201	173	192	189	205	755	763	758
기타	30	29	27	30	31	26	24	27	128	116	108
말레이시아	1,125	1,276	1,336	1,526	1,533	1,580	1,617	1,770	3,534	5,263	6,500
미국	209	236	225	303	272	278	259	348	805	973	1,158
연결 영업이익	1,352	1,382	1,403	446	1,389	1,447	1,519	1,256	5,198	4,583	5,611
YoY	2.9%	6.9%	7.6%	-65.4%	2.8%	4.7%	8.3%	181.7%	10.0%	-11.8%	22.4%
말레이시아	191	221	142	202	252	199	249	276	623	756	976
미국	8	4	-9	30	26	28	-10	36	31	33	80
영업이익률	19.1%	18.3%	18.5%	5.6%	18.1%	17.8%	18.1%	14.7%	19.2%	15.2%	17.1%
말레이시아	17.0%	17.3%	10.6%	13.2%	16.4%	12.6%	15.4%	15.6%	17.6%	14.4%	15.0%
미국	3.8%	1.7%	-4.0%	9.9%	9.6%	10.0%	-3.7%	10.2%	3.9%	3.4%	6.9%

자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

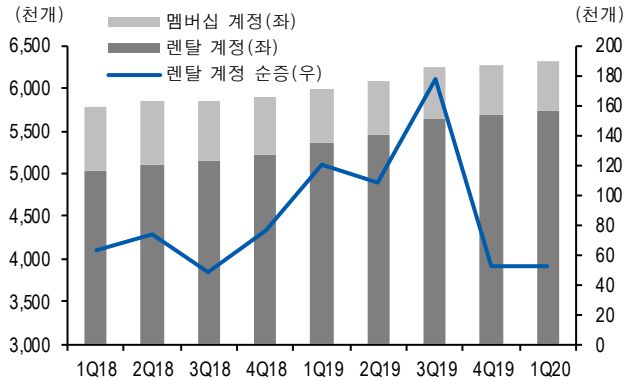
[표 2] 코웨이 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

	기존		변경		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	33,152	36,048	32,775	35,398	-1.1%	-1.8%
영업이익	5,646	6,112	5,611	5,938	-0.6%	-2.8%
지배순이익	3,868	4,211	3,912	4,087	1.1%	-3.0%

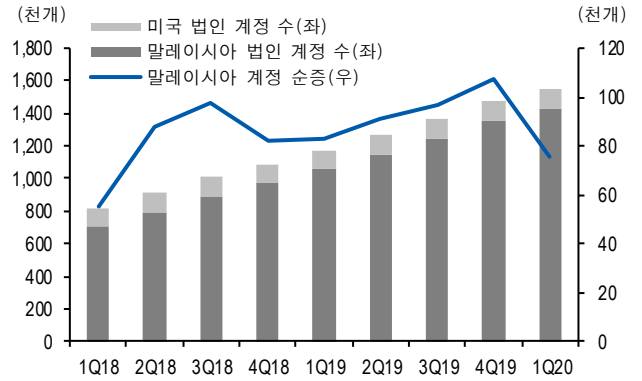
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



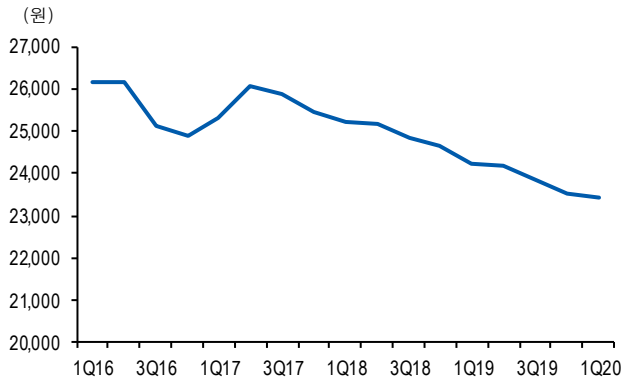
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



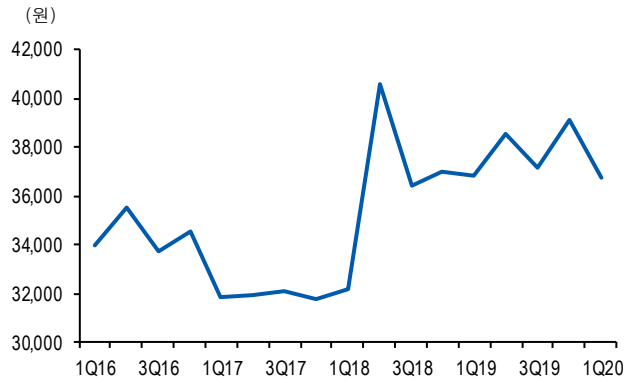
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



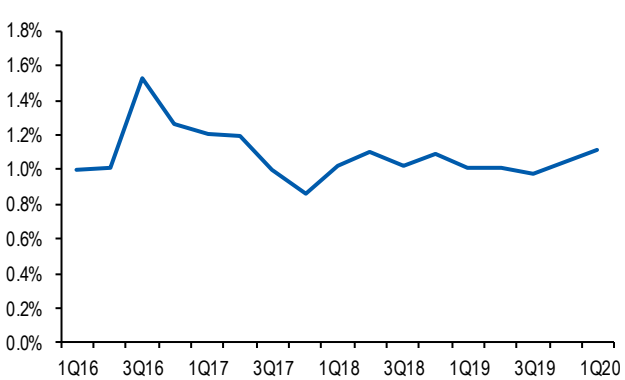
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



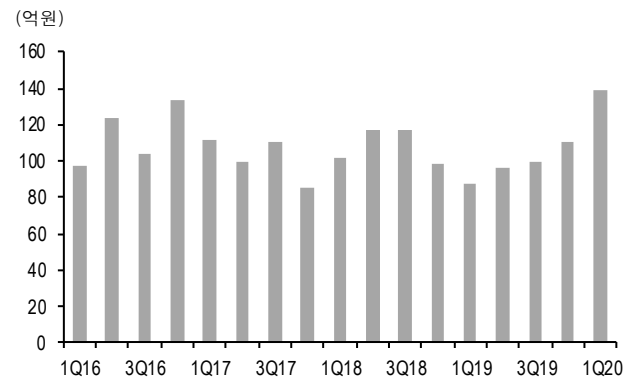
자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 해약률 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 웅진코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,073	30,189	32,775	35,398	37,989
매출원가	8,783	10,104	10,816	11,681	12,536
매출충이익	18,291	20,085	21,959	23,717	25,452
판매비	13,092	15,502	16,349	17,779	19,155
영업이익	5,198	4,583	5,611	5,938	6,298
EBITDA	7,754	7,395	8,413	9,390	10,241
영업외손익	-513	-69	-210	-268	-242
외환관련손익	36	131	41	41	41
이자손익	-166	-206	-216	-205	-180
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-383	7	-36	-104	-104
법인세비용차감전순손익	4,686	4,514	5,401	5,670	6,056
법인세비용	1,188	1,192	1,492	1,588	1,574
계속사업순손익	3,498	3,322	3,909	4,083	4,481
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,498	3,322	3,909	4,083	4,481
지배지분순이익	3,502	3,329	3,912	4,087	4,486
포괄순이익	3,439	3,299	3,619	3,793	4,192
지배지분포괄이익	3,444	3,306	3,619	3,793	4,192

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	5,391	5,393	8,271	9,003	8,823
당기순이익	3,498	3,322	3,909	4,083	4,481
감가상각비	2,468	2,710	2,692	3,366	3,875
외환손익	29	-106	-41	-41	-41
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2,365	-3,080	-1,129	-1,327	-2,421
기타현금흐름	1,762	2,547	2,841	2,923	2,929
투자활동 현금흐름	-3,935	-3,831	-3,400	-3,200	-3,400
투자자산	-11	-51	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,003	-3,906	-4,200	-4,400	-4,600
유형자산 감소	127	247	0	0	0
기타현금흐름	-48	-120	800	1,200	1,200
재무활동 현금흐름	-1,868	-1,649	-1,035	-1,245	-1,814
단기차입금	600	1,294	-500	-500	-1,000
사채 및 장기차입금	-7	-155	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,309	-2,599	-578	-798	-870
기타현금흐름	-152	-190	43	53	56
연결범위변동 등 기타	2	-1	-3,243	-5,361	-2,363
현금의 증감	-409	-88	593	-803	1,245
기초 현금	1,103	694	605	1,199	396
기말 현금	694	605	1,199	396	1,641
NOPLAT	5,198	4,583	5,611	5,938	6,298
FCF	68	-801	1,534	2,001	1,582

자료: 유안타증권

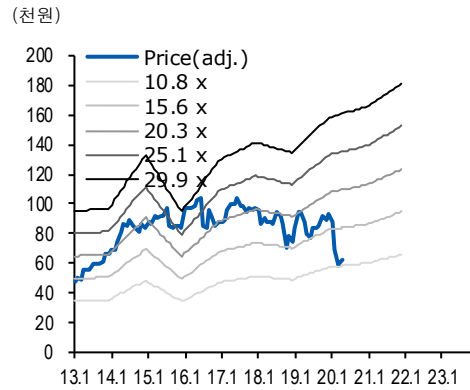
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,437	7,669	8,555	7,957	9,697
현금및현금성자산	694	605	1,199	396	1,641
매출채권 및 기타채권	3,256	3,453	3,649	3,919	4,330
재고자산	1,029	1,128	1,225	1,159	1,243
비유동자산	15,352	20,880	22,278	23,226	23,883
유형자산	7,810	12,708	14,216	15,250	15,974
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	534	186	186	186	186
자산총계	23,789	28,550	30,833	31,182	33,580
유동부채	12,343	15,868	14,530	14,107	13,181
매입채무 및 기타채무	2,732	2,953	3,316	3,393	3,467
단기차입금	7,311	8,606	8,106	7,606	6,606
유동성장기부채	5	5	5	5	5
비유동부채	569	1,909	1,909	1,909	1,909
장기차입금	100	94	94	94	94
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12,912	17,778	16,439	16,017	15,090
지배지분	10,881	10,783	14,405	15,177	18,503
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,299	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	9,668	9,540	13,451	14,512	18,128
비지배지분	-4	-11	-11	-11	-14
자본총계	10,877	10,772	14,394	15,166	18,489
순차입금	5,667	6,131	5,038	5,341	3,095
총차입금	7,428	8,881	8,381	7,881	6,881

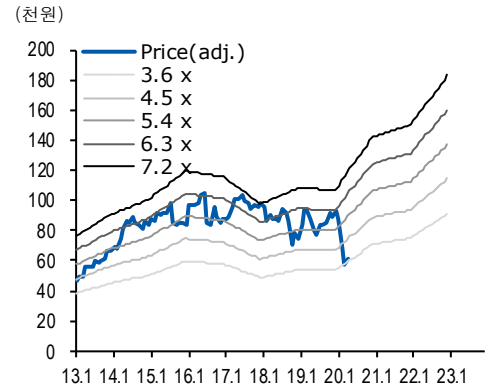
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,735	4,511	5,300	5,537	6,078
BPS	15,074	14,931	19,869	20,933	25,521
EBITDAPS	10,483	10,020	11,400	12,724	13,877
SPS	36,604	40,907	44,411	47,965	51,476
DPS	3,600	2,400	1,100	1,200	1,300
PER	18.4	19.0	11.7	11.2	10.2
PBR	5.8	5.7	3.1	3.0	2.4
EV/EBITDA	9.0	9.4	6.0	5.4	4.8
PSR	2.4	2.1	1.4	1.3	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	7.6	11.5	8.6	8.0	7.3
영업이익 증가율 (%)	10.0	-11.8	22.4	5.8	6.1
지배순이익 증가율 (%)	7.4	-4.9	17.5	4.5	9.8
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.0	67.0	67.0
영업이익률 (%)	19.2	15.2	17.1	16.8	16.6
지배순이익률 (%)	12.9	11.0	11.9	11.5	11.8
EBITDA 마진 (%)	28.6	24.5	25.7	26.5	27.0
ROIC	35.8	29.0	30.2	28.0	28.5
ROA	15.4	12.7	13.2	13.2	13.9
ROE	33.8	30.7	31.1	27.6	26.6
부채비율 (%)	118.7	165.0	114.2	105.6	81.6
순차입금/자기자본 (%)	52.1	56.9	35.0	35.2	16.7
영업이익/금융비용 (배)	29.2	20.9	24.2	27.2	31.3

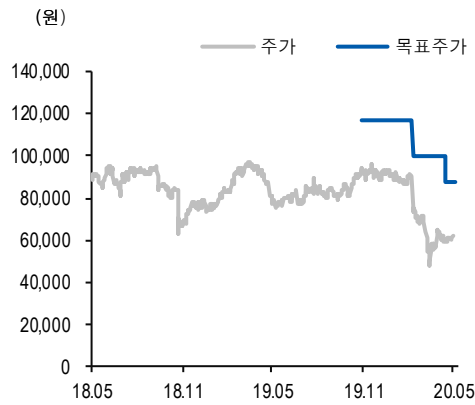
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-11	HOLD	88,000	1년		
2020-04-23	HOLD	88,000	1년		
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)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-07

※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 투자사결정은 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.