

# 코웨이(021240)

## 우여곡절에도 경쟁력은 입증

코로나 영향 1분기 크지 않아, 영업이익 컨센서스 부합  
 2분기는 단기 부진 불가피하나 렌탈 안정성과 증장기 해외 사업에 주목  
 최대주주 변경으로 인한 우려는 기반영, 낮은 밸류에이션에 주목

### Facts : 영업이익 컨센서스 부합, 말레이시아 호조

매출액은 전년대비 8% 증가한 7,690억원, 영업이익은 3% 증가한 1,389억원으로 컨센서스에 부합했다(영업이익률 18.1%, -1%p YoY). 국내 환경가전 매출액은 전년대비 2.3% 증가한 5,294억원을 기록, 해외 사업 매출액은 31% 증가한 2,082억원을 기록, 해외 호조가 외형 및 이익 개선을 견인했다. 국내 전체 환경가전 계정수는 전년대비 5.3% 증가한 631만 계정을 기록(3.1만 QoQ 순증)했으나 청정기 판매 감소로 인한 일시불 매출 부진으로 2%대 성장에 그쳤다. 해외 사업은 말레이시아 호조가 돋보였다. 2분기 해외 계정 159만에서 말레이시아만 143만 계정을 확보, 전년대비 35% 증가했고 전분기 대비해서도 7.7만 순증을 기록했다.

### Pros & cons : 해외는 단기 부진, 불확실성에 돋보이는 렌탈

3월부터 코로나 영향으로 국내와 말레이시아 모두 신규 계정 확보가 부진하다. 말레이시아는 신규 고객 확보를 위한 영업과 서비스 모두 잠정 중단된 것으로 파악된다. 말레이시아는 금융리스 비중도 20% 이상으로 말레이시아 매출액은 QoQ 감소가 불가피할 것이다. 말레이시아 사업 매출 및 이익 비중이 15% 이상으로 상승한 만큼 2분기 연결 영업이익은 감익이 불가피할 것으로 예상, 전년대비 17% 감소한 1,155억원(영업이익률 15.5%)로 추정, 3분기까지 감익으로 예상한다. 그러나 국내 630만, 글로벌 790만 가입자 기반 렌탈 사업의 안정성에 주목한다. 해외 사업도 단기 부진은 우려 요인이나 말레이시아에서도 청정기, 매트리스 등 품목 다각화가 이루어지고 있어 1위 환경가전 렌탈 업체로 자리잡고 있다. 해외 사업의 이익 기여도는 약 20%에 달한다.

### Action : 목표주가 8.7만원으로 하향하나 현 주가는 저평가 국면

넷마블로 피인수 이후 배당 정책에 대한 실망이 컸다. 당사는 2020~2022년 3년간 순이익의 20% 이내에서 연 1회 배당을 실시할 것으로 공시, MBK파트너스 하에서 주주가치 극대화를 위한 분기 배당 실시와 50% 내외의 배당 성향에서 크게 축소된 배당 정책을 발표했다. 안정적인 cash flow에 근거한 높은 배당이 밸류에이션 할증 요인이었음을 감안하면 피크 밸류에이션 20배를 적용하기는 어렵다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 87,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(5/8)	1,946
주가(5/8)	61,800
시가총액(십억원)	4,561
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저(원)	96,500/48,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	33,302
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.1/60.2
주요주주(%)	넷마블 외 4인 25.2
	국민연금공단 8.2

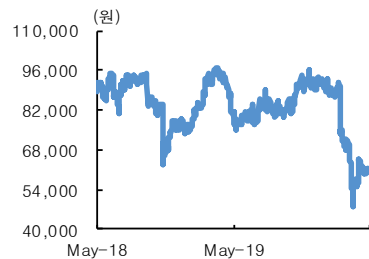
### Valuation 지표

	2019A	2020F	2021F
PER(x)	20.2	11.9	11.0
PBR(x)	6.0	3.2	2.6
ROE(%)	30.7	30.6	26.3
DY(%)	2.6	1.6	1.8
EV/EBITDA(x)	10.1	5.8	5.1
EPS(원)	4,611	5,195	5,611
BPS(원)	15,498	19,616	24,048

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.9)	(32.5)	(24.0)
KOSPI 대비(%p)	(11.6)	(23.6)	(13.7)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 나은채

ec.na@truefriend.com

목표 PER 16배(피크 PER 대비 20% 할인)를 적용한 8.7만원으로 제시, 목표주가는 기존 대비 21% 하향한다. 그러나 현 주가는 12MF PER이 12배 이하로 역사적 저점 수준이다. 중장기적으로는 매력적으로 판단된다. 배당 성향 축소로 확보된 현금흐름은 차입금 상환, M&A 및 R&D 투자에 활용될 것이다. 렌탈 사업은 경기 변동에 관계 없이 안정적인 cash flow를 창출하는 사업이자 아시아 환경오염 문제 등으로 인해 환경 가전 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 경쟁 심화에도 불구하고 시장 1위 업체로서 국내외 사업 확대 기회가 있을 것이다. 중장기적인 관점에서 매수 의견을 유지한다.

<표 1> 1분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	709.3	755.5	759.6	794.6	768.9	(3.2)	8.4	765.7
영업이익	135.2	138.2	140.3	44.6	138.9	211.2	2.7	131.4
영업이익률(%)	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1			17.2
세전이익	135.5	136.8	152.3	26.8	138.3	415.8	2.1	129.1
순이익	100.5	102.0	110.8	19.7	101.6	415.1	1.1	94.0

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	709	755	760	795	769	745	791	885	2,707	3,019	3,190	3,333	3,525
증감	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	(1.4)	4.1	11.9	7.6	11.5	5.7	4.5	5.8
렌탈 관련	413	419	423	425	427	432	430	432	1,649	1,680	1,720	1,755	1,817
증감	0.4	1.2	2.9	3.1	0.3	1.2	(0.5)	0.6	(0.1)	1.9	2.4	2.0	3.6
렌탈	385	392	397	400	402	407	405	405	1,528	1,573	1,620	1,658	1,722
증감	1.6	2.3	3.8	4.0	4.5	1.3	(0.5)	0.0	1.4	2.9	3.0	2.3	3.9
멤버십	28	27	27	26	25	24	24	27	121	107	100	97	95
증감	(13.4)	(13.3)	(9.0)	(9.6)	(11.4)	(1.2)	(0.0)	10.3	(16.3)	(11.4)	(6.4)	(3.0)	(2.6)
금융리스	56	68	73	62	69	65	73	69	185	258	276	296	317
증감	45.9	65.4	61.3	1.7	22.3	(5.0)	12.0	11.8	50.8	39.5	7.0	7.0	7.0
일시불	46	44	35	37	31	41	39	47	171	161	159	159	159
증감	3.9	(8.0)	(7.1)	(11.5)	(32.3)	(5.0)	10.0	29.2	(11.1)	(5.6)	(1.6)	0.0	0.0
화장품	19	19	19	20	17	18	19	21	76	76	75	75	75
증감	(8.3)	1.0	5.9	6.8	(8.5)	(5.0)	2.0	3.2	(5.3)	1.1	(2.0)	0.0	0.0
수출	70	84	98	92	82	92	108	96	302	343	378	416	457
증감	29.1	16.7	22.5	(4.9)	16.7	10.0	10.0	4.9	16.4	13.6	10.0	10.0	10.0
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	13	12	12	12	12
증감	(6.9)	(14.6)	(9.9)	(3.6)	(0.8)	0.0	0.0	0.8	(16.6)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
자회사	152	178	182	217	203	160	200	304	522	729	867	947	1,048
증감	43.7	32.7	34.8	47.6	33.0	(10.0)	10.0	40.2	54.9	39.7	18.9	9.3	10.6
영업이익	135	138	140	45	139	115	127	123	520	458	504	543	602
증감	2.9	6.9	7.6	(65.4)	2.7	(16.5)	(9.8)	175.1	10.0	(11.8)	9.9	7.8	11.0
영업이익률	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	15.5	16.0	13.9	19.2	15.2	15.8	16.3	17.1

자료: 코웨이, 한국투자증권

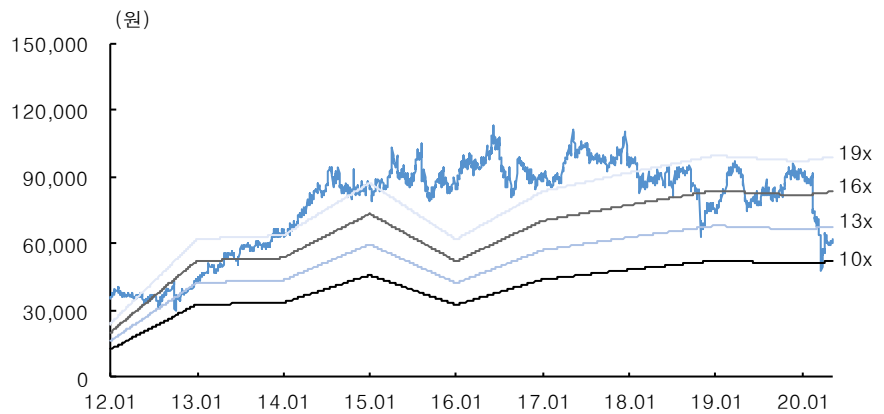
<표 3> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총 계정수	5,995	6,087	6,241	6,282	6,313	6,329	6,345	6,363	5,900	6,282	6,363	6,634	6,922
총 계정 순증	95	92	154	41	31	16	16	18	152	381	82	271	288
증감	3.6	4.2	6.8	6.5	5.3	4.0	1.7	1.3	2.6	6.5	1.3	4.3	4.3
렌탈 계정수(기말)	5,350	5,458	5,636	5,688	5,740	5,760	5,780	5,786	5,230	5,688	5,786	6,075	6,375
증감	6.3	6.9	9.3	8.8	7.3	5.5	2.6	1.7	5.2	8.8	1.7	5.0	4.9
렌탈 계정 순증	120	108	178	52	53	20	20	5	260	458	98	290	300
멤버십 계정수(기말)	645	628	605	594	572	568	564	577	670	594	577	559	548
증감	(14.3)	(14.5)	(12.3)	(11.4)	(11.2)	(9.5)	(6.7)	(2.7)	(13.9)	(11.4)	(2.7)	(3.2)	(2.0)
멤버십 계정 순증	(26)	(16)	(24)	(11)	(21)	(4)	(4)	13	(108)	(76)	(16)	(18)	(11)
신규 렌탈 판매	408	417	389	358	378	417	396	413	1,450	1,572	1,604	1,674	1,758
증감	8.3	7.2	20.8	(1.1)	(7.5)	0.0	2.0	15.3	4.9	8.4	2.0	4.4	5.1
렌탈 해지율	1.00	1.00	0.96	1.04	1.10	1.02	0.98	1.00	0.98	1.02	1.01	1.03	1.04
렌탈 ARPU	24,243	24,159	23,838	23,522	23,445	23,603	23,409	23,361	24,962	24,007	23,527	23,292	23,059
증감	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.6)	(3.3)	(2.3)	(1.8)	(0.7)	(2.3)	(3.8)	(2.0)	(1.0)	(1.0)
멤버십 ARPU	14,131	14,118	14,458	14,297	14,120	14,259	14,356	15,711	13,937	14,145	14,287	14,287	14,287
증감	0.8	1.3	5.1	2.5	(0.1)	1.0	(0.7)	9.9	(5.6)	1.5	1.0	0.0	0.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 1998년 렌탈비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하고 '코디(CODY)'를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 2019년 말 기준 약 630만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있음. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있음.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	778	980	1,283
현금성자산	69	61	32	200	458
매출채권및기타채권	326	345	365	381	403
재고자산	103	113	119	125	132
비유동자산	1,535	2,088	2,165	2,235	2,318
투자자산	53	19	20	21	22
유형자산	781	1,271	1,302	1,332	1,363
무형자산	160	168	178	186	197
자산총계	2,379	2,855	2,943	3,214	3,601
유동부채	1,234	1,587	1,362	1,298	1,305
매입채무및기타채무	273	295	312	326	345
단기차입금및단기사채	731	861	711	561	411
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	57	191	200	208	218
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	27	27	27	27
부채총계	1,291	1,778	1,562	1,506	1,524
지배주주지분	1,088	1,078	1,382	1,709	2,078
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
기타자본	(45)	(50)	(50)	(50)	(50)
이익잉여금	967	954	1,258	1,585	1,954
비지배주주지분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	1,088	1,077	1,381	1,708	2,077

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	539	539	629	834	955
당기순이익	350	332	376	407	456
유형자산감가상각비	247	271	343	351	359
무형자산상각비	9	10	11	12	12
자산부채변동	(237)	(308)	(108)	58	119
기타	170	234	7	6	9
투자활동현금흐름	(394)	(383)	(435)	(436)	(460)
유형자산투자	(400)	(391)	(383)	(392)	(400)
유형자산매각	13	25	10	10	10
투자자산순증	(1)	1	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(6)	(3)	(21)	(20)	(23)
기타	0	(15)	(40)	(33)	(46)
재무활동현금흐름	(187)	(165)	(223)	(230)	(237)
자본의증가	3	2	0	0	0
차입금의순증	59	114	(150)	(150)	(150)
배당금지급	(231)	(260)	(173)	(73)	(80)
기타	(18)	(21)	100	(7)	(7)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(41)	(9)	(29)	168	258

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

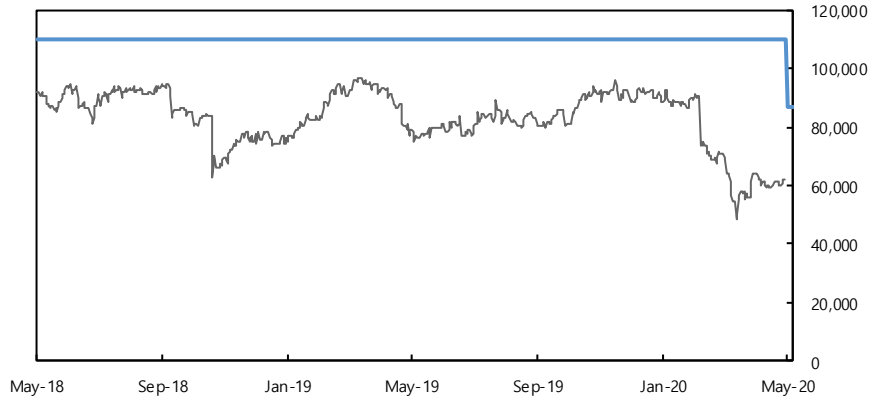
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,190	3,333	3,525
매출원가	878	1,010	1,069	1,110	1,174
매출총이익	1,829	2,009	2,121	2,223	2,352
판매관리비	1,309	1,550	1,617	1,684	1,753
영업이익	520	458	504	539	598
금융수익	1	1	2	2	3
이자수익	1	1	2	2	3
금융비용	18	22	22	18	14
이자비용	18	22	22	18	14
기타영업외손익	(35)	14	19	20	21
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	469	451	502	542	608
법인세비용	119	119	125	136	152
연결당기순이익	350	332	376	407	456
지배주주지분순이익	350	333	376	407	456
기타포괄이익	(6)	(2)	0	0	0
총포괄이익	344	330	376	407	456
지배주주지분포괄이익	344	331	376	407	456
EBITDA	775	739	857	901	970

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,854	4,611	5,195	5,611	6,292
BPS	15,652	15,498	19,616	24,048	29,050
DPS	3,600	2,400	1,000	1,100	1,200
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.6	11.5	5.7	4.5	5.8
영업이익증가율	10.0	(11.8)	9.9	7.0	11.0
순이익증가율	7.4	(4.9)	13.1	8.1	12.1
EPS증가율	8.3	(5.0)	12.7	8.0	12.1
EBITDA증가율	9.5	(4.6)	15.9	5.1	7.6
수익성(%)					
영업이익률	19.2	15.2	15.8	16.2	17.0
순이익률	12.9	11.0	11.8	12.2	12.9
EBITDA Margin	28.6	24.5	26.9	27.0	27.5
ROA	15.4	12.7	13.0	13.2	13.4
ROE	33.8	30.7	30.6	26.3	24.1
배당수익률	4.9	2.6	1.6	1.8	1.9
배당성향	74.2	52.1	19.3	19.6	19.1
안정성					
순차입금(십억원)	567	628	462	134	(256)
차입금/자본총계비율(%)	68.3	83.8	52.2	33.4	21.8
Valuation(X)					
PER	15.3	20.2	11.9	11.0	9.8
PBR	4.7	6.0	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.7	10.1	5.8	5.1	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이 (021240)	2018.02.25	매수	110,000원	-22.5	-13.6
	2019.02.25	1년경과		-21.4	-11.8
	2020.02.25	1년경과		-43.5	-34.8
	2020.05.11	매수	87,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2020년 5월 11일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2020. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.4%	17.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.