

## Company Update

Analyst 안지영, 황병준

02) 6915-5675  
jyahn@ibks.com

## 매수 (유지)

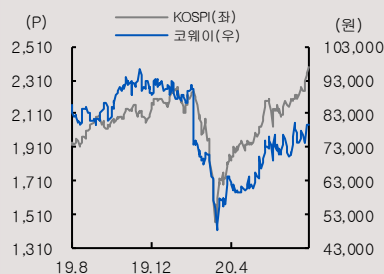
목표주가	95,000원
현재가 (8/10)	79,600원

KOSPI (8/10)	2,386.38pt
시가총액	5,874십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	96,500원
최저가	48,250원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	60.2%
배당수익률 (2020F)	2.0%

주주구성			
넷마블 외 5 인		25.14%	
국민연금공단		8.28%	
추가상승	1M	6M	12M
상대기준	2%	-18%	-22%
절대기준	14%	-11%	-4%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	95,000	80,000	▲
EPS(20)	5,675	5,595	▲
EPS(21)	6,512	6,243	▲

### 코웨이 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 코웨이 (021240)

## 말레이시아의 온라인 주문 확대와 미국의 신판 급증

### 20.2Q(yoy) 연결 매출액 7%, 영업이익 22%, 컨센서스 20% 상회

2020년 2분기(yoy) 별도 기준 렌탈 매출액은 4,053억원(+3.5% yoy), 금융리스(871억원, +28.8% yoy)의 판매 호조를 반영, 국내 환경가전 사업은 매출액 5,529억원(+3.8% yoy)를 시현했다. 2분기 국내 렌탈 판매는 35.5만(-14.7% yoy) 순증은 총 3.3만에 그쳤다. 코로나19로 판매량 회복이 지연되었으며 공기질 개선으로 청정기 판매량 감소도 영향을 미쳤기 때문이다. 그럼에도 해약률이 1.04%(-0.07%p QoQ)로 안정화되며 고객 이탈은 제한적이었다.

### 해외 매출액 2,255억원(+25% yoy)- 말레이시아 +22%, 미국 +36%

20.2Q(yoy) 연결 매출액은 8,055억원(+6.6%), 영업이익 1,692억원(+22.4%), 순이익 1,189억원(+16.7%)로 컨센서스를 상회했다. 1) 별도 매출액은 6,554억원(+3.2% yoy)에 그친 반면에 2) 해외법인 매출액이 2,255억원(+25.0% yoy)을 시현했는데 말레이시아(매출액 22%, 영업이익 6% yoy) 미국(매출액 36%, 영업이익 1,226% yoy)의 거래 확대 때문이다. 말레이시아는 5월부터 이동제한 완화로 영업활동이 급격히 재개되었으며 온라인과 SNS 주문도 증가했다. 미국은 렌탈기간과 의무사용기간이 동일한 금융리스 판매가 20.1Q를 시작으로 2Q에 20%까지 확대되며 연결 영업이익의 급증에 기여한 것으로 분석된다. 특히 미국은 방판(비중 70%) 매출이 24% 증가, 수익성이 높은 시판이 40% 증가하며 매출 비중도 30%를 상회했기 때문이다.

### 내수 사업에 대한 일시적 부담은 존재, 향후 모멘텀 정상화 전망

동사는 CS닥터와 노사 합의가 원만하지 않은 상황으로 3분기 파업으로 인한 불확실성이 존재한다. 그러나 현재 주가는 배당 정책에 대한 실망과 노사 문제를 이미 반영해 왔다. 오히려 코로나19로 유통, 화장품 산업의 매출액 및 영업이익이 급감하는 상황에서 코웨이의 주가는 서프라이즈와 함께 회복세를 나타냈다. 2020년 동사는 조직 정비와 R&D, 고객 DB 등에서 PMI에 주력하고 있어 향후 사업모델 제고에 따라 실적의 안정성을 바탕으로 모멘텀 회복이 구체적일 전망이다. 목표주가는 2분기 실적 반영과 해외 사업의 수익성 개선을 근거로 기존 80,000원에서 95,000원[표 3] 상향하며 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,232	3,477	3,786
영업이익	520	458	585	657	723
세전이익	469	451	569	652	722
지배주주순이익	350	333	419	481	532
EPS(원)	4,735	4,511	5,675	6,512	7,210
증가율(%)	9.4	-4.7	25.8	14.7	10.7
영업이익률(%)	19.2	15.2	18.1	18.9	19.1
순이익률(%)	12.9	11.0	12.9	13.7	14.0
ROE(%)	33.8	30.7	33.9	31.6	29.7
PER	15.6	20.6	14.0	12.2	11.0
PBR	5.0	6.4	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	7.9	10.4	6.9	6.3	5.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

20.2Q(yoy) 별도 매출액 3.2%, 국내 계정 633만

20.2Q yoy(컨센서스) 연결기준  
 매출액 +6.6%(-0.8%)  
 영업이익 +22.4%(+19.8%)  
 순이익 +16.7%(+9.1%)  
  
 총 계정수 800만  
 국내 633만 (+4.0% yoy)  
 해외 168만 (+29.9% yoy)  
 말련 152만(순증 37.0만대)  
 미국 12.6만(0.3만대)  
  
 해외매출(yoy)  
 ODM/Dealer +28.1%  
 해외법인 +24.5%

표 1. 코웨이 IFRS 20.2Q 부문별 매출액 및 연결 실적 현황

(단위: 억원, %, p)

	19.2Q	20.1Q	20.2Q(P)	QoQ	YoY	컨센서스	차이	IBK	차이
별도매출액	6,352	6,285	6,554	4.3	3.2	6,605	-0.8	6,572	-0.3
렌탈	3,917	4,019	4,053	0.9	3.5				
금융리스	676	689	871	26.4	28.8				
멤버십	270	247	259	4.8	-4.0				
일시불	435	309	319	3.3	-26.7				
수출	838	818	852	4.2	1.7				
화장품	188	173	173	0.1	-7.8				
기타	29	31	26	-15.2	-9.2				
연결매출액	7,555	7,689	8,055	4.8	6.6	7,923	1.7	7,985	0.9
연결매출총이익	5,064	5,217	5,548	6.3	9.6	5,235	6.0	5,355	3.6
연결영업이익	1,382	1,389	1,692	21.8	22.4	1,412	19.8	1,463	15.6
GPM	67.0	67.9	68.9	1.0	1.9	66.1	2.8	67.1	1.8
OPM	18.3	18.1	21.0	2.9	2.7	17.8	3.2	18.3	2.7
연결순이익	1,019	1,016	1,189	17.1	16.7	1,090	9.1	1,075	10.6

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 코웨이 부문별 2분기 별도 및 연결 실적 반영 및 20년 전망 변화

(단위: 억원, %, p)

	2020F 변경 전				2020F 변경 전	YoY	2020F 변경 후				2020F 변경 후	YoY
	1Q	2QF	3QF	4QF			1Q	2Q(P)	3QF	4QF		
매출액(별도)	6,286	6,572	6,889	6,645	26,392	4.3	6,286	6,554	6,889	6,645	26,374	4.2
렌탈	4,019	4,125	4,119	4,105	16,368	4.1	4,019	4,053	4,119	4,105	16,296	3.6
금융리스	689	683	741	659	2,772	7.3	689	871	741	659	2,960	14.6
멤버십	247	270	267	255	1,039	-3.2	247	259	267	255	1,028	-4.2
일시불	309	442	373	381	1,505	-6.7	309	319	373	381	1,382	-14.3
수출	818	841	1,173	1,005	3,837	11.7	818	852	1,173	1,005	3,848	12.0
화장품	173	182	189	210	754	-1.1	173	173	189	210	745	-2.3
기타	31	29	27	30	117	0.4	31	26	27	30	114	-1.9
연결매출액	7,689	7,985	8,097	8,661	32,432	7.4	7,689	8,055	8,097	8,474	32,315	7.0
연결매출총이익	5,217	5,355	5,417	5,767	21,756	8.3	5,217	5,548	5,417	5,767	21,949	9.3
GPM	67.9	67.1	66.9	66.6	67.1	0.6	67.9	68.9	66.9	68.1	67.9	1.4
영업이익	1,389	1,463	1,494	1,313	5,659	23.5	1,389	1,692	1,494	1,271	5,846	27.5
OPM	18.1	18.3	18.5	15.2	17.4	21.5	18.1	21.0	18.5	15.0	18.1	2.9
연결순이익	1,016	1,075	1,045	941	4,077	22.7	1,016	1,189	1,069	891	4,165	25.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 95,000원 상향, 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	연결기준 20년(F) EPS 5,595 / 12개월 Forward EPS 5,671	연결기준 20년(F) EPS 5,678/ 12개월 Forward EPS 6,249
Target P/E valuation	Target P/E 14배 Multiple 적용 (국내 경쟁심화에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 770만 계정 전망, 배당정책과 CS닥터 파업 등 코웨이의 5년 Historical P/E에 -20% 디스카운트 적용)	Target P/E 16배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 800만 계정 상회 전망, 코웨이의 5년 Historical P/E에 10% 프리미엄 적용)
순차입금	4,000 억원	3,840 억원
주식수(사업가치)	75,830(60,505억원)	75,830(71,978억원)
목표주가	80,000원	95,000원

자료: IBK투자증권

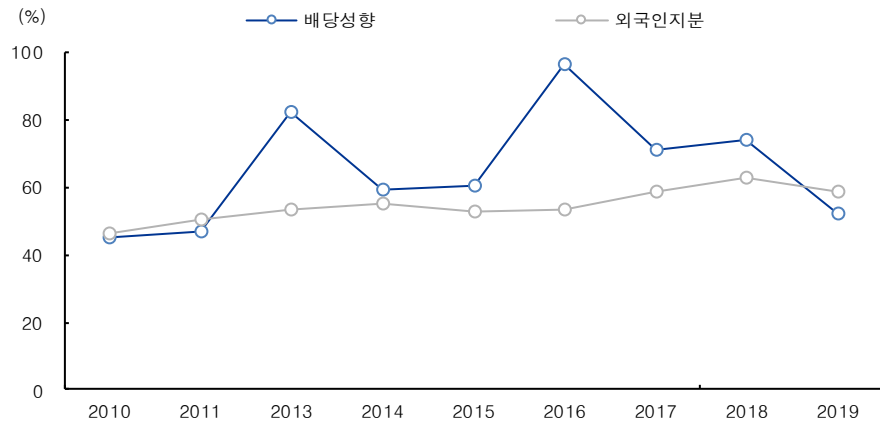
표 4. 부문별 매출(별도) 및 연결기준 과거 2년 현황

(단위: 억원, %, p)

	2018				2018	YoY	2019				2019	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q			1Q	2Q	3Q	4Q		
매출액(별도)	5,715	5,958	5,954	6,327	23,955	3.2	6,066	6,352	6,509	6,382	25,310	5.7
렌탈	3,787	3,827	3,822	3,840	15,277	1.4	3,847	3,917	3,967	3,995	15,726	2.9
금융리스	386	409	452	605	1,851	50.7	563	676	729	615	2,584	39.6
멤버십	322	311	294	284	1,212	-16.3	279	270	267	257	1,073	-11.4
일시불	439	473	382	414	1,708	-11.2	456	435	355	366	1,613	-5.6
수출	543	718	799	964	3,025	16.5	701	838	979	917	3,435	13.5
화장품	206	186	175	188	755	-5.3	189	188	185	201	763	1.0
기타	32	34	30	32	128	-16.1	30	29	27	30	117	-8.7
연결매출액	6,478	6,781	6,698	7,117	27,073	7.6	7,093	7,555	7,596	7,946	30,189	11.5
연결매출총이익	4,460	4,600	4,558	4,673	18,291	6.4	4,764	5,064	5,090	5,167	20,085	9.8
GPM	68.8	67.8	68.0	65.7	77.0	77.0	67.2	67.0	67.0	65.0	79.8	2.8
영업이익	1,313	1,293	1,304	1,288	5,198	10.0	1,352	1,382	1,403	446	4,583	-11.8
OPM	20.3	19.1	19.5	18.1	21.9	21.9	19.1	18.3	18.5	5.6	18.2	-3.7
연결순이익	952	907	942	697	3,498	7.4	1,004	1,019	1,107	193	3,322	-5.0

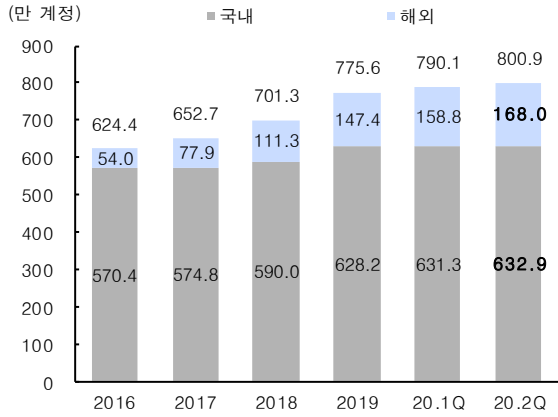
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 코웨이 배당성향 및 외국인 지분을 추이



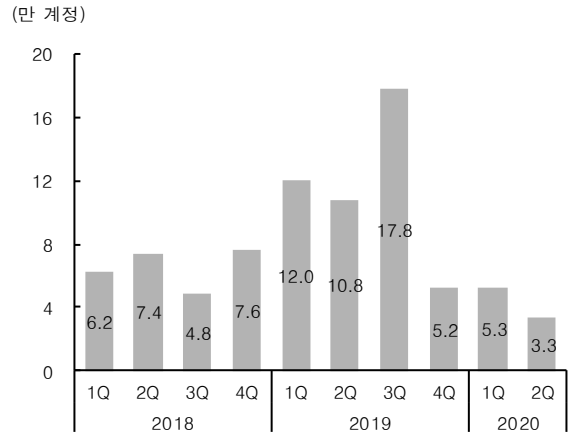
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 국내 및 해외법인 총 계정



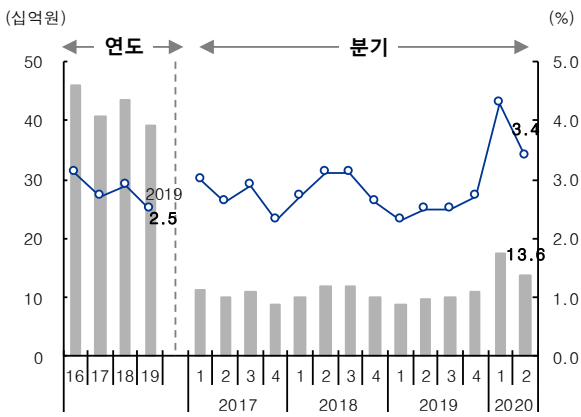
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 국내 렌탈 계정 순증 추이 - 20.2Q 3.3만 계정



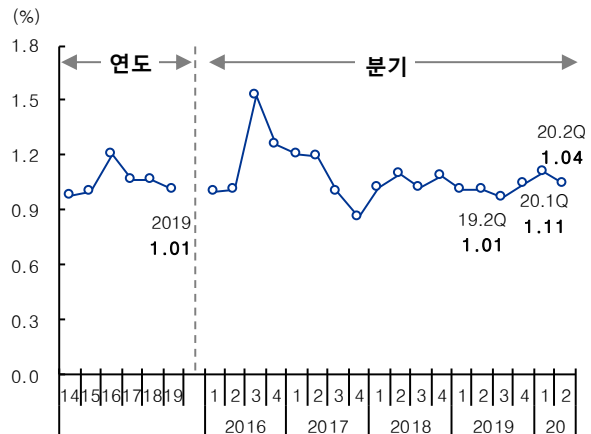
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 렌탈폐기손실액 및 폐기손실 비율



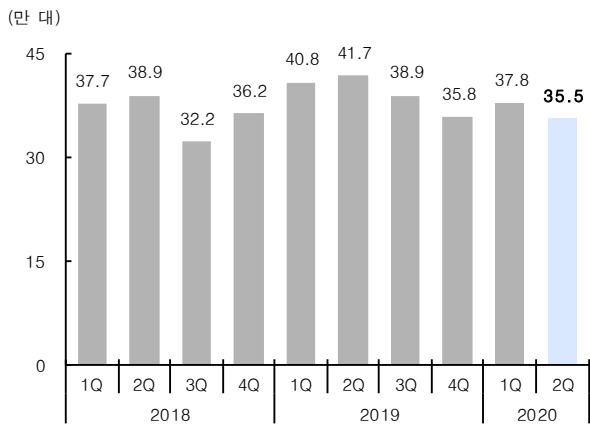
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 5. 해약률 추이 - 월별 해약률 안정화 단계 진입



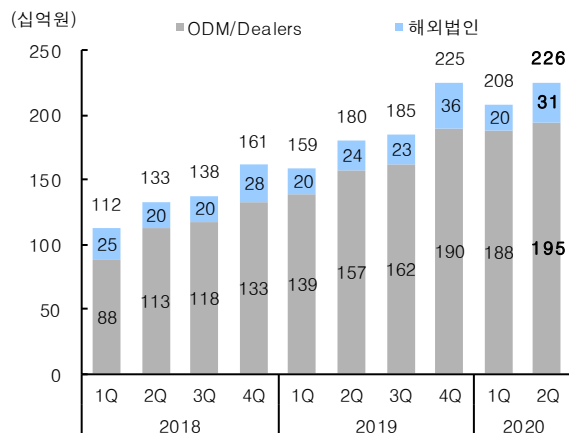
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 6. 렌탈 판매량 - 코로나 영향 판매량 회복 지연



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 7. 해외사업 매출 - 해외법인 매출액 2,255억원 +25.0% YoY



자료: 코웨이, IBK투자증권

코웨이 (021240)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,232	3,477	3,786
증가율(%)	7.6	11.5	7.0	7.6	8.9
매출원가	878	1,010	1,062	1,123	1,215
매출총이익	1,829	2,009	2,170	2,355	2,571
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.1	67.7	67.9
판매비	1,309	1,550	1,585	1,697	1,848
판매비율(%)	48.4	51.3	49.0	48.8	48.8
영업이익	520	458	585	657	723
증가율(%)	10.0	-11.8	27.6	12.4	9.9
영업이익률(%)	19.2	15.2	18.1	18.9	19.1
순금융손익	-17	-21	-18	-16	-13
이자손익	-17	-21	-19	-16	-13
기타	0	0	1	0	0
기타영업외손익	-35	14	2	10	12
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	469	451	569	652	722
법인세	119	119	152	174	193
법인세율	25.4	26.4	26.7	26.7	26.7
계속사업이익	350	332	416	477	529
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	350	332	416	477	529
증가율(%)	7.4	-5.0	25.4	14.6	10.7
당기순이익률 (%)	12.9	11.0	12.9	13.7	14.0
지배주주당기순이익	350	333	419	481	532
기타포괄이익	-6	-2	-1	0	0
총포괄이익	344	330	415	477	529
EBITDA	775	739	926	952	1,000
증가율(%)	9.5	-4.6	25.3	2.8	5.0
EBITDA마진율(%)	28.6	24.5	28.7	27.4	26.4

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,735	4,511	5,675	6,512	7,210
BPS	14,744	14,611	18,899	22,272	26,350
DPS	3,600	2,400	1,600	1,600	1,600
밸류에이션(배)					
PER	15.6	20.6	14.0	12.2	11.0
PBR	5.0	6.4	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	7.9	10.4	6.9	6.3	5.7
성장성지표(%)					
매출증가율	7.6	11.5	7.0	7.6	8.9
EPS증가율	9.4	-4.7	25.8	14.7	10.7
수익성지표(%)					
배당수익률	4.9	2.6	2.0	2.0	2.0
ROE	33.8	30.7	33.9	31.6	29.7
ROA	15.4	12.7	13.4	13.5	13.3
ROIC	30.1	25.6	30.9	37.8	45.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	118.7	165.0	140.2	127.5	117.3
순차입금 비율(%)	61.8	76.7	34.3	10.6	-7.9
이자보상배율(배)	29.2	20.9	27.1	28.2	28.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.8	9.9	10.2	10.5	10.5
재고자산회전율	30.5	28.0	25.3	23.5	23.7
총자산회전율	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	1,277	1,703	2,193
현금및현금성자산	69	61	497	868	1,283
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	302	310	321	344	374
재고자산	103	113	143	153	167
비유동자산	1,535	2,088	2,065	2,021	2,012
유형자산	781	1,271	1,206	1,124	1,059
무형자산	160	168	142	130	118
투자자산	53	19	21	23	25
자산총계	2,379	2,855	3,342	3,724	4,204
유동부채	1,234	1,587	1,729	1,851	2,016
매입채무및기타채무	62	58	68	73	80
단기차입금	731	861	948	1,016	1,106
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	57	191	221	235	254
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	9	9	9	9
부채총계	1,291	1,778	1,950	2,087	2,270
지배주주지분	1,088	1,078	1,395	1,644	1,945
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
자본조정등	-45	-50	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	-4	1	2	2	2
이익잉여금	967	954	1,256	1,505	1,806
비지배주주지분	0	-1	-3	-7	-10
자본총계	1,088	1,077	1,391	1,637	1,934
비이자부채	549	891	976	1,046	1,139
총차입금	742	887	974	1,041	1,131
순차입금	672	826	477	173	-152

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539	539	729	745	771
당기순이익	350	332	416	477	529
비현금성 비용 및 수익	541	663	444	300	278
유형자산감가상각비	247	271	327	282	265
무형자산상각비	9	10	14	13	12
운전자본변동	-237	-308	-77	-17	-23
매출채권등의 감소	20	-4	-1	-23	-31
재고자산의 감소	-26	-5	-27	-10	-14
매입채무등의 증가	-3	-9	-10	5	6
기타 영업현금흐름	-115	-148	-54	-15	-13
투자활동 현금흐름	-394	-383	-335	-273	-298
유형자산의 증가(CAPEX)	-400	-391	-256	-200	-200
유형자산의 감소	13	25	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-5	6	-1	-2
기타	0	-9	-90	-72	-96
재무활동 현금흐름	-187	-165	43	-101	-257
차입금의 증가(감소)	-1	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-186	-164	43	-101	-257
기타 및 조정	1	0	0	0	-1
현금의 증가	-41	-9	437	371	215
기초현금	110	69	61	497	868
기말현금	69	61	497	868	1,083

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	86.9
중립	20	13.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

