

# 코웨이 (021240)

## 3QRe: 국내외 사업 불확실성 해소

### 3분기 영업이익 YoY 20% 증가

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 20% 증가한 8,004억원과 1,686억원으로 시장 기대치(OP 1,484억원)를 크게 상회하였다. 일회성 이익(CS닥터 정규직 전환 충당금 130억원 환입)을 제외해도 양호한 실적이다. 국내 환경가전사업은 부진하였다. CS닥터 파업 영향 렌탈과 일시불 판매 매출이 각각 3%, 32% 감소하였다. 렌탈 판매량은 28.5만개(YoY -27%), 렌탈 계정수는 576.2만으로 전분기 대비 1.1만개 감소하였다. 해외사업이 외형 성장을 견인하였다. 말레이시아와 미국 법인 매출이 각각 YoY 34%, 130% 성장하며 역대 최대 분기 매출을 달성하였다. 말레이시아와 미국 영업이익이 각각 296억원, 118억원을 기록하며 이익기여도를 높였다.

### CS닥터 파업 및 동남아 코로나19 불확실성 해소

국내 렌탈 판매는 7~8월을 저점으로 9~10월 빠른 회복세에 있다. 10월 렌탈 판매량은 목표치의 90% 수준에 이른 것으로 파악되고 있다. CS닥터 정규직 전환에 따른 판관비 증가액은 분기당 70~80억원 수준으로 추정한다. 매출과 비용 불확실성이 모두 해소되고 있는 것이다.

코로나19 영향 동남아시아 시장 불확실성이 제기되었으나, 말레이 법인이 YoY 30% 이상 고신장하고, 계정수가 전분기 대비 12만개 증가한 164만개를 달성하며 우려를 불식시켰다. 미국 사업은 아마존을 통해 공기청정기가 3분기에만 200억원 이상 판매 되면서 새로운 가능성을 엿볼 수 있게 되었다. 해외사업 영업이익 비중이 25%까지 상승하면서 신규 성장 동력으로 작용하고 있다.

### 목표주가 9만원, 투자이견 '매수' 유지

코웨이 주가는 지난 2분기 실적 발표 이후 CS닥터 파업과 동남아 코로나19 영향 우려 등으로 지속적인 하락세에 있다. 1) CS닥터 불확실성 해소를 국내 사업이 정상화되고, 2) 해외법인 고신장 및 이익 기여도 확대에 견조한 실적 개선세를 이어갈 전망이다. 특히, 3) 4분기는 전년도 CS닥터 정규직 전환에 따른 퇴직충당금 일회성 비용(770억원)으로 기저효과가 클 것으로 예상된다. 4분기 영업이익은 전년 동기 대비 157% 증가한 1,150억원 수준에 이를 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 11.7배로 여유 있는 수준이다. 비중확대가 유효하다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 90,000원 | CP(11월 4일): 70,200원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,357.32
52주 최고/최저(원)	96,500/48,250
시가총액(십억원)	5,180.7
시가총액비중(%)	0.32
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	205.8 69.0
60일 평균 거래대금(십억원)	16.4
20년 배당금(예상, 원)	2,400
20년 배당수익률(예상, %)	3.89
외국인지분율(%)	60.99
주요주주 지분율(%)	
넷마블 외 5인	25.13
국민연금공단	8.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.5) 17.0 (24.0)
상대	(12.6) (5.9) (31.3)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,246.2	3,520.5
영업이익(십억원)	588.1	620.4
순이익(십억원)	419.5	448.2
EPS(원)	5,695	6,096
BPS(원)	19,757	24,101

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,707.3	3,018.9	3,213.3	3,443.6	3,670.9
영업이익	십억원	519.8	458.3	591.1	629.2	667.8
세전이익	십억원	468.6	451.4	555.4	593.5	632.2
순이익	십억원	350.2	332.9	413.7	448.1	477.3
EPS	원	4,735	4,511	5,606	6,072	6,467
증감율	%	9.40	(4.73)	24.27	8.31	6.51
PER	배	15.65	20.64	12.52	11.56	10.86
PBR	배	4.73	6.01	3.74	3.13	2.64
EV/EBITDA	배	7.78	10.14	5.62	5.06	4.54
ROE	%	33.84	30.74	34.53	30.79	27.37
BPS	원	15,652	15,498	18,748	22,464	26,575
DPS	원	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400



Analyst 박중대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서연정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

3분기 연결 매출과 영업이익은  
 각각 전년 동기대비 5%, 20%  
 증가한 8,004억원과 1,686억원 기록

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2020년
매출	709	755	760	795	3,019	769	806	800	838	3,213
국내	607	635	651	638	2,531	629	655	641	644	2,569
렌탈	385	392	397	400	1,573	402	405	400	412	1,619
수출	70	84	98	92	343	82	85	120	96	383
말레이시아	113	128	134	153	526	153	156	179	186	674
미국	21	24	23	30	97	27	32	52	40	151
영업이익	135	138	140	45	458	139	169	169	115	591
국내	122	111	139	22	395	116	136	124	107	483
말레이시아	19	22	14	20	76	25	23	30	28	106
세전이익	136	137	152	27	451	138	160	149	108	555
순이익	100	102	111	19	332	102	119	117	76	414
영업이익률(%)	19.1	18.3	18.5	5.6	15.2	18.1	21.0	21.1	13.7	18.4
국내	20.2	17.4	21.4	3.5	15.6	18.4	20.7	19.4	16.6	18.8
말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	14.4	16.4	14.9	16.6	15.3	15.8
세전이익률(%)	19.1	18.1	20.0	3.4	15.0	18.0	19.8	18.6	12.9	17.3
순이익률(%)	14.2	13.5	14.6	2.4	11.0	13.2	14.8	14.6	9.1	12.9
매출(YoY,%)	9.5	11.4	13.4	11.7	11.5	8.4	6.6	5.4	5.5	6.4
국내	6.1	6.6	9.3	0.9	5.7	3.6	3.2	-1.5	0.9	1.5
렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	2.9	4.5	3.5	0.7	3.2	3.0
수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	13.6	16.7	1.7	22.9	4.6	11.6
말레이시아	71.2	39.3	44.7	47.0	48.9	36.3	22.2	33.8	21.7	28.0
영업이익(YoY,%)	2.9	6.9	7.6	-65.4	-11.8	2.7	22.4	20.2	156.6	29.0
국내	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-17.3	-5.5	22.8	-10.6	378.0	22.4
말레이시아	172.9	39.0	-16.5	0.0	25.8	31.9	5.4	108.5	40.3	40.8
세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	-3.7	2.1	16.6	-2.0	303.8	23.0
순이익	5.5	12.3	17.4	-72.4	-5.0	1.2	16.7	5.5	297.0	24.5

자료: 코웨이, 하나금융투자

2020년 연결 기준 매출은 YoY 6%  
 증가한 3조 2,133억원, 영업이익은  
 YoY 29% 증가한 5,911억원 전망

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	2,707	3,019	3,213	3,444	3,671
국내	2,395	2,531	2,569	2,633	2,693
렌탈	1,528	1,573	1,619	1,668	1,713
수출	302	343	383	412	439
말레이시아	353	526	674	825	972
미국	81	97	151	169	191
영업이익	520	458	591	629	668
국내	477	395	483	492	501
말레이시아	60	76	106	132	158
세전이익	469	451	555	594	632
순이익	350	332	414	448	477
적정시가총액	5,053	5,558	6,114	6,725	7,398
주식수(천주)	74,818	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	67,534	74,288	81,716	89,888	98,877
적정PER	14.4	16.7	14.8	15.0	15.5
EPS(원)	4,675	4,440	5,530	5,989	6,379
영업이익률(%)	19.2	15.2	18.4	18.3	18.2
국내	19.9	15.6	18.8	18.7	18.6
말레이시아	17.0	14.4	15.8	16.0	16.2
매출(YoY,%)	7.6	11.5	6.4	7.2	6.6
국내	3.2	5.7	1.5	2.5	2.2
렌탈	1.4	2.9	3.0	3.0	2.7
수출	16.5	13.6	11.6	7.4	6.7
말레이시아	70.3	48.9	28.0	22.4	17.9
영업이익(YoY,%)	10.0	-11.8	29.0	6.4	6.1
국내	-0.2	-17.3	22.4	2.0	1.7
말레이시아	243.4	25.8	40.8	23.9	19.4
세전이익	6.5	-3.7	23.0	6.9	6.5
순이익	7.4	-5.0	24.5	8.3	6.5

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707.3	3,018.9	3,213.3	3,443.6	3,670.9
매출원가	878.3	1,010.4	1,037.9	1,108.8	1,178.4
매출총이익	1,829.0	2,008.5	2,175.4	2,334.8	2,492.5
판매비	1,309.2	1,550.2	1,584.3	1,705.5	1,824.8
영업이익	519.8	458.3	591.1	629.2	667.8
금융손익	(16.5)	(20.6)	(20.8)	(21.0)	(21.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(34.7)	13.8	(15.0)	(14.7)	(14.4)
세전이익	468.6	451.4	555.4	593.5	632.2
법인세	118.8	119.2	141.6	145.4	154.9
계속사업이익	349.8	332.2	413.7	448.1	477.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	349.8	332.2	413.7	448.1	477.3
비지배주주지분 손이익	(0.4)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	350.2	332.9	413.7	448.1	477.3
지배주주지분포괄이익	344.4	330.6	414.7	449.1	478.3
NOPAT	388.1	337.3	440.4	475.1	504.2
EBITDA	775.4	739.5	888.6	944.3	1,002.1
성장성(%)					
매출액증가율	7.57	11.51	6.44	7.17	6.60
NOPAT증가율	10.92	(13.09)	30.57	7.88	6.13
EBITDA증가율	9.47	(4.63)	20.16	6.27	6.12
영업이익증가율	9.96	(11.83)	28.98	6.45	6.13
(지배주주)순이익증가율	7.39	(4.94)	24.27	8.32	6.52
EPS증가율	9.40	(4.73)	24.27	8.31	6.51
수익성(%)					
매출총이익률	67.56	66.53	67.70	67.80	67.90
EBITDA이익률	28.64	24.50	27.65	27.42	27.30
영업이익률	19.20	15.18	18.40	18.27	18.19
계속사업이익률	12.92	11.00	12.87	13.01	13.00

투자지표

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,735	4,511	5,606	6,072	6,467
BPS	15,652	15,498	18,748	22,464	26,575
CFPS	12,050	13,491	11,846	12,573	13,324
EBITDAPS	10,483	10,020	12,040	12,796	13,578
SPS	36,604	40,907	43,541	46,661	49,742
DPS	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400
주가지표(배)					
PER	15.65	20.64	12.52	11.56	10.86
PBR	4.73	6.01	3.74	3.13	2.64
PCFR	6.15	6.90	5.93	5.58	5.27
EV/EBITDA	7.78	10.14	5.62	5.06	4.54
PSR	2.02	2.28	1.61	1.50	1.41
재무비율(%)					
ROE	33.84	30.74	34.53	30.79	27.37
ROA	15.44	12.72	13.91	13.84	13.50
ROIC	24.06	19.07	23.33	24.29	24.84
부채비율	118.71	165.04	135.02	112.41	94.92
순부채비율	52.10	58.31	33.72	14.41	(0.39)
이자보상배율(배)	29.23	20.85	25.20	28.42	32.05

자료: 하나금융투자

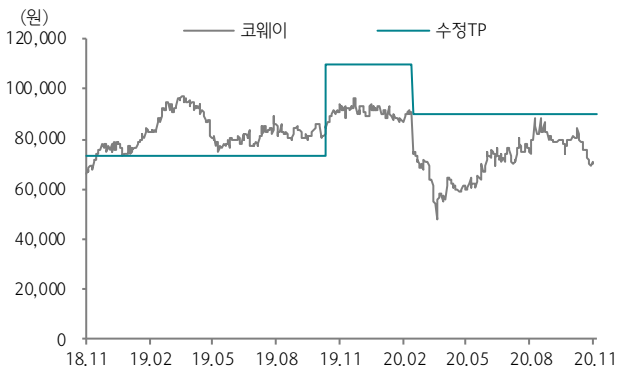
대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	843.7	766.9	933.1	1,136.5	1,361.4
금융자산	176.2	275.0	409.4	575.3	763.2
현금성자산	69.4	60.5	181.2	330.8	502.5
매출채권	301.8	310.2	330.2	353.8	377.2
재고자산	102.9	112.8	120.1	128.7	137.2
기타유동자산	262.8	68.9	73.4	78.7	83.8
비유동자산	1,535.2	2,088.0	2,162.2	2,243.5	2,331.6
투자자산	53.4	18.6	19.7	21.0	22.3
금융자산	53.4	18.6	19.7	21.0	22.3
유형자산	781.0	1,270.8	1,352.4	1,439.4	1,532.2
무형자산	160.3	168.4	159.9	152.8	146.9
기타비유동자산	540.5	630.2	630.2	630.3	630.2
자산총계	2,378.9	2,855.0	3,095.3	3,380.0	3,693.1
유동부채	1,234.3	1,586.8	1,576.8	1,574.7	1,572.1
금융부채	731.7	876.1	826.5	777.7	728.8
매입채무	62.5	58.0	61.7	66.1	70.5
기타유동부채	440.1	652.7	688.6	730.9	772.8
비유동부채	56.9	190.9	201.5	214.0	226.4
금융부채	11.2	27.0	27.0	27.0	27.0
기타비유동부채	45.7	163.9	174.5	187.0	199.4
부채총계	1,291.2	1,777.8	1,778.3	1,788.7	1,798.4
지배주주지분	1,088.1	1,078.3	1,318.2	1,592.4	1,895.8
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.9	132.5	132.5	132.5	132.5
자본조정	(45.2)	(50.1)	(50.1)	(50.1)	(50.1)
기타포괄이익누계액	(4.2)	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	966.8	954.0	1,193.8	1,468.1	1,771.4
비지배주주지분	(0.4)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자본총계	1,087.7	1,077.2	1,317.1	1,591.3	1,894.7
순금융부채	566.7	628.1	444.1	229.3	(7.5)

현금흐름표

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539.1	539.3	492.2	563.7	622.5
당기순이익	349.8	332.2	413.7	448.1	477.3
조정	43	52	32	33	35
감가상각비	255.5	281.2	297.4	315.1	334.3
외환거래손익	2.9	(10.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(215.4)	(218.6)	(265.4)	(282.1)	(299.3)
영업활동 자산부채 변동	(236.5)	(308.0)	(240.4)	(218.7)	(206.0)
투자활동 현금흐름	(393.5)	(383.1)	(383.5)	(409.8)	(434.7)
투자자산감소(증가)	2.8	34.8	(1.1)	(1.3)	(1.3)
자본증가(감소)	(387.5)	(366.0)	(370.6)	(395.1)	(421.2)
기타	(8.8)	(51.9)	(11.8)	(13.4)	(12.2)
재무활동 현금흐름	(186.8)	(164.9)	(362.6)	(384.7)	(403.8)
금융부채증가(감소)	59.3	160.2	(49.6)	(48.9)	(48.9)
자본증가(감소)	0.6	2.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.8)	(67.7)	(23.4)	(22.1)	(20.8)
배당지급	(230.9)	(259.9)	(289.6)	(313.7)	(334.1)
현금의 증감	(40.9)	(8.8)	120.7	149.6	171.7
Unlevered CFO	891.3	995.7	874.2	927.9	983.3
Free Cash Flow	138.9	148.6	121.6	168.7	201.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.16	BUY	90,000		
20.2.17	Neutral	90,000	-26.20%	-15.00%
19.10.16	BUY	110,000	-17.56%	-12.27%
18.10.30	Neutral	73,000	12.72%	32.88%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 11월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 11월 5일 현재 해당회사의 유가증권외 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조인 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.