

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (U)
목표주가	96,000원 (U)
현재주가 (11/4)	70,200원
상승여력	37%

시가총액	51,807억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	164억원
60일 평균 거래량	205,869주
52주 고	96,500원
52주 저	48,250원
외인지분율	60.99%
주요주주	넷마블 외 5인 25.13%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	(6.6)	(24.0)
상대	(12.6)	(9.7)	(31.3)
절대(달러환산)	(9.0)	(2.0)	(22.6)

3Q20 리뷰 : 모든 게 제자리를 찾아갈 시점

3Q20 Review : 해외 법인의 호실적

코웨이는 3Q20 매출액 8,004억원(+5.4% YoY), 영업이익 1,686억원(+20.2% YoY)을 기록해 영업이익의 컨센서스 1,484억원을 상회하는 호실적을 기록했다. CS닥터 정규직 전환 관련 총당금 환입 128억원과 말련/미국 등 해외 주요 법인의 호실적이 컨센서스를 상회하는 실적을 이끌었다.

국내 렌탈계정은 전분기 대비 -1.1만개 순감하였는데, CS닥터의 파업 장기화로 인해 렌탈 판매에 어려움을 받았고, 코로나19 재확산은 방판 영업에 있어서도 제약사항으로 작용했다. CS닥터 파업 상황 속에서도 해지율이 0.94% 수준으로 방어되었다는 점은 긍정적이다.

말레이시아 법인은 매출액 1,788억원(+33.8% YoY), 영업이익 296억원(+108.8% YoY)을 기록했다. 렌탈계정 순증이 12만개 수준으로 높아진 것이 호실적을 견인하였다. 미국법인은 매출액 518억원(+130.7% YoY), 영업이익 118억원(흑전 YoY)으로 놀라운 실적을 기록했는데, 미 서부의 산불 영향으로 공기청정기의 시판 수요가 급증한 영향에 기인한다.

이제는 영업가치에만 집중할 수 있는 시기

대주주 지분 매각 이슈와 배당 축소, CS닥터 정규직화와 그에 따른 파업, 코로나19 등 동사를 둘러싼 대내외적 이슈들이 지난해부터 3Q20까지 지속되었다. 끊임없는 이슈들로 인해 당사는 해당 노이즈들이 해소되기 전까지는 보수적인 접근을 권고한 바 있다.

당사는 3Q20을 기점으로 동사를 둘러싼 불확실성들이 대부분 해소된 상황으로 이해하고 있으며, 이제는 동사의 영업가치에만 집중할 때라고 판단한다. 대주주 지분 매각은 일단락 되었고, 배당 축소에 대한 투자자의 인지도는 시간이 지나며 높아졌다. 이에 따른 수급적인 이슈도 해소되었다는 판단이다. CS닥터 정규직화에 따른 비용 증가 요인(연간 300억원 추정)도 3Q20 실적발표회를 통해 상당부분 구체화되었다.

2021년 CS닥터 정규직화에 따른 별도부문 감익은 불가피할 수 있지만, 동사의 성장동력인 말련의 성장성은 더욱 부각되고 있다. 미 서부에서의 산불의 영향으로 동사의 현지 인지도가 높아지고 있다는 점도 미국에서의 향후 성장성을 기대케 한다.

투자 의견을 BUY로 상향하며, 해외자회사 실적 전망치를 상향하여 목표주가를 9.6만원으로 상향한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,055	6.0	0.0	8,201	-1.8
영업이익	1,686	20.2	-0.3	1,484	13.6
세전계속사업이익	1,490	-2.1	-6.6	1,399	6.5
지배순이익	1,166	5.3	-1.9	1,032	13.0
영업이익률 (%)	20.9	+2.4 %pt	-0.1 %pt	18.1	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	14.5	-0.1 %pt	-0.3 %pt	12.6	+1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,073	30,189	32,523	35,823
영업이익	5,198	4,583	6,082	6,041
지배순이익	3,502	3,329	4,310	4,320
PER	18.4	19.0	12.0	12.0
PBR	5.8	5.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	9.0	9.4	4.8	4.7
ROE	33.8	30.7	33.2	27.4

자료: 유안타증권

[표 1] 웅진코웨이 P/E Valuation (단위: 억원)

	2020E	2021E	12MF 지배순이익
지배순이익	4,310	4,320	4,320
Target P/E	16		
적정 시가총액	69,113		
발행주식 수	72,218		자사주 제외
적정주가	95,701		

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 코웨이 실적 전망치 변경 내역 (단위: 억원)

	기존		변경		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	32,847	35,470	32,523	35,823	-1.0%	1.0%
영업이익	5,803	5,979	6,082	6,041	4.8%	1.0%
지배순이익	4,095	4,164	4,310	4,320	5.3%	3.8%

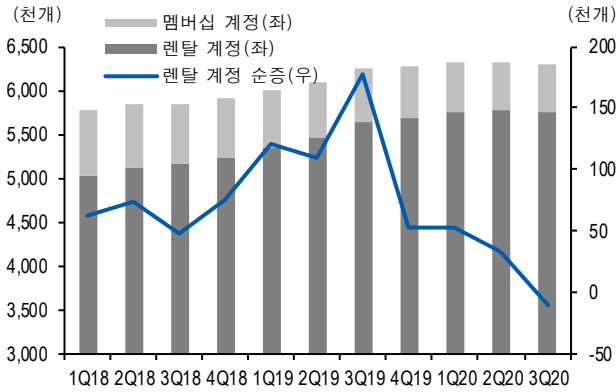
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 코웨이 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	7,689	8,055	8,055	8,723	30,189	32,522	35,823
YoY	9.5%	11.4%	13.4%	11.7%	8.4%	6.6%	6.0%	9.8%	11.5%	7.7%	10.1%
별도 법인											
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	4,019	4,053	3,995	4,082	15,726	16,149	16,478
금융리스	563	676	729	615	689	871	573	707	2,583	2,840	3,124
멤버십	279	270	267	257	247	259	246	232	1,073	984	902
일시불	456	435	355	366	309	319	236	350	1,612	1,214	1,500
수출	701	838	979	917	818	852	1,203	1,036	3,435	3,909	4,339
화장품	189	188	185	201	173	173	137	205	763	688	702
기타	30	29	27	30	31	26	24	27	116	108	97
말레이시아	1,125	1,276	1,336	1,526	1,533	1,559	1,788	2,023	5,263	6,903	8,690
미국	209	236	225	303	272	321	518	455	973	1,566	1,438
연결 영업이익	1,352	1,382	1,403	446	1,389	1,692	1,686	1,316	4,583	6,083	6,041
YoY	2.9%	6.9%	7.6%	-65.4%	2.8%	22.4%	20.2%	195.0%	-11.8%	32.7%	-0.7%
말레이시아	191	221	142	202	252	233	296	273	756	1,054	1,409
미국	8	4	-9	30	26	49	118	95	33	288	201
영업이익률	19.1%	18.3%	18.5%	5.6%	18.1%	21.0%	20.9%	15.1%	15.2%	18.7%	16.9%
말레이시아	17.0%	17.3%	10.6%	13.2%	16.4%	14.9%	16.6%	13.5%	14.4%	15.3%	16.2%
미국	3.8%	1.7%	-4.0%	9.9%	9.6%	15.3%	22.8%	21.0%	3.4%	18.4%	14.0%

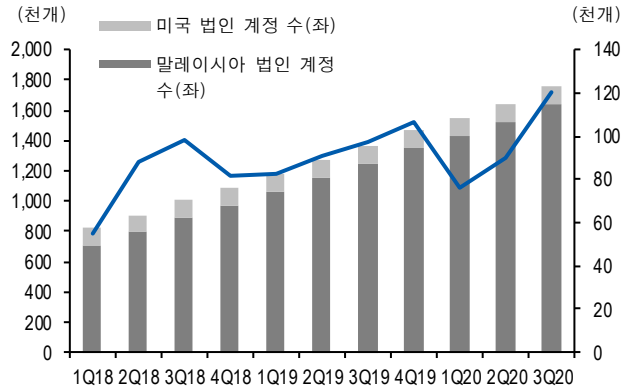
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



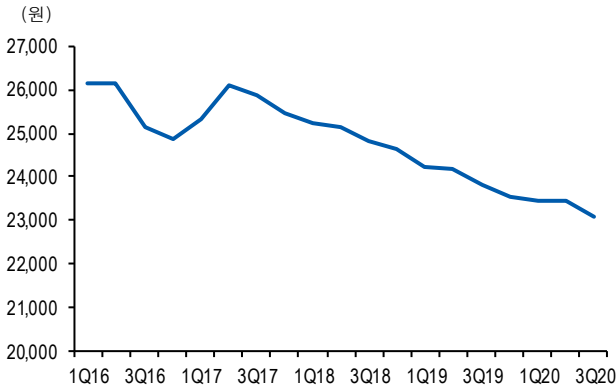
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



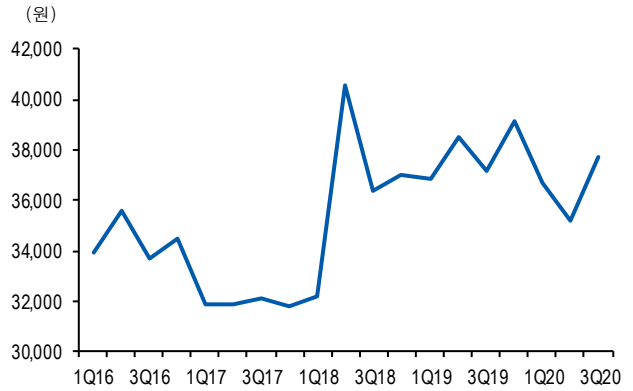
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



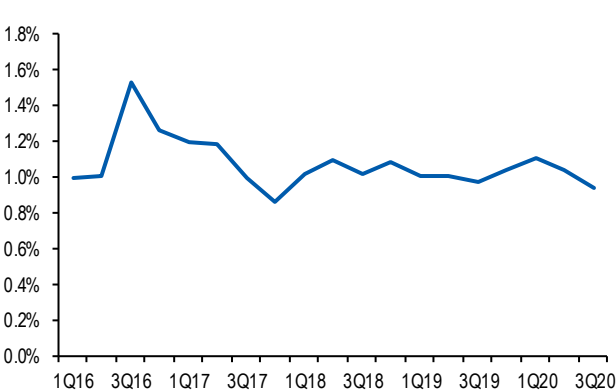
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



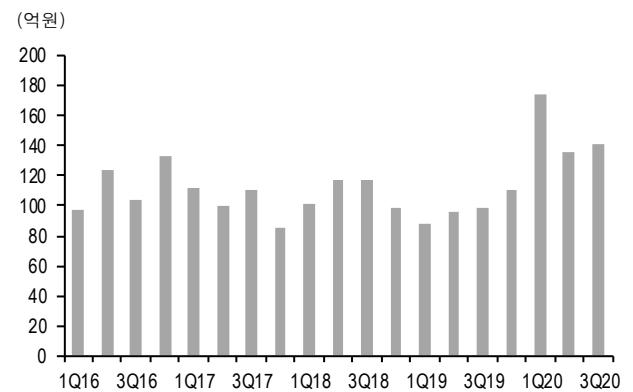
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 해약률 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 별도법인 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	27,073	30,189	32,523	35,823	38,551	
매출원가	8,783	10,104	10,516	11,822	12,722	
매출총이익	18,291	20,085	22,007	24,002	25,829	
판매비	13,092	15,502	15,925	17,961	19,482	
영업이익	5,198	4,583	6,082	6,041	6,347	
EBITDA	7,754	7,395	11,486	11,662	12,250	
영업외손익	-513	-69	-330	-128	-100	
외환관련손익	36	131	34	75	75	
이자손익	-166	-206	-188	-163	-136	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-383	7	-176	-39	-39	
법인세비용차감전순손익	4,686	4,514	5,752	5,913	6,247	
법인세비용	1,188	1,192	1,444	1,596	1,687	
계속사업순손익	3,498	3,322	4,308	4,316	4,560	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,498	3,322	4,308	4,316	4,560	
지배지분순이익	3,502	3,329	4,310	4,320	4,565	
포괄순이익	3,439	3,299	4,240	4,245	4,489	
지배지분포괄이익	3,444	3,306	4,241	4,245	4,489	

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	10,150	10,393	9,840	
당기순이익	3,498	3,322	4,308	4,316	4,560	
감가상각비	2,468	2,710	5,311	5,535	5,821	
외환손익	29	-106	4	-75	-75	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-2,365	-3,080	-1,526	-1,312	-2,433	
기타현금흐름	1,762	2,547	2,054	1,929	1,966	
투자활동 현금흐름	-3,935	-3,831	-5,613	-5,107	-5,307	
투자자산	-11	-51	-7	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,003	-3,906	-6,107	-6,307	-6,507	
유형자산 감소	127	247	84	0	0	
기타현금흐름	-48	-120	416	1,200	1,200	
재무활동 현금흐름	-1,868	-1,649	-1,635	-1,175	-1,749	
단기차입금	600	1,294	-1,703	-500	-1,000	
사채 및 장기차입금	-7	-155	-5	-4	-4	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,309	-2,599	0	-798	-871	
기타현금흐름	-152	-190	72	127	125	
연결범위변동 등 기타	2	-1	-2,192	-4,223	-1,205	
현금의 증감	-409	-88	710	-112	1,580	
기초 현금	1,103	694	605	1,315	1,203	
기말 현금	694	605	1,315	1,203	2,783	
NOPLAT	5,198	4,583	6,082	6,041	6,347	
FCF	68	-801	2,326	2,413	1,597	

자료: 유안타증권

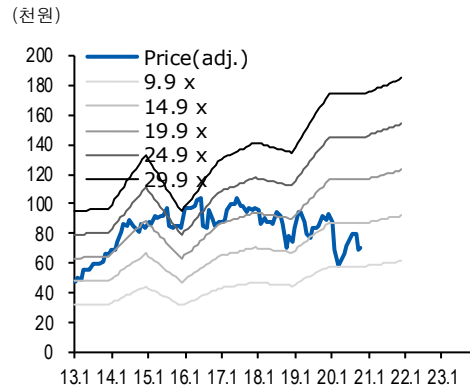
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	8,437	7,669	8,763	8,837	10,926	
현금및현금성자산	694	605	1,315	1,203	2,783	
매출채권 및 기타채권	3,256	3,453	3,560	3,817	4,240	
재고자산	1,029	1,128	1,246	1,174	1,261	
비유동자산	15,352	20,880	21,653	22,338	22,941	
유형자산	7,810	12,708	13,342	14,114	14,800	
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	534	186	198	198	198	
자산총계	23,789	28,550	30,416	31,174	33,867	
유동부채	12,343	15,868	13,131	12,705	11,781	
매입채무 및 기타채무	2,732	2,953	3,239	3,313	3,389	
단기차입금	7,311	8,606	6,903	6,403	5,403	
유동성장기부채	5	5	5	5	5	
비유동부채	569	1,909	2,098	2,094	2,090	
장기차입금	100	94	90	86	83	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	12,912	17,778	15,229	14,799	13,871	
지배지분	10,881	10,783	15,202	16,391	20,014	
자본금	407	407	407	407	407	
자본잉여금	1,299	1,325	1,477	1,477	1,477	
이익잉여금	9,668	9,540	13,848	15,109	18,803	
비지배지분	-4	-11	-15	-15	-19	
자본총계	10,877	10,772	15,187	16,376	19,996	
순차입금	5,667	6,131	3,373	2,982	398	
총차입금	7,428	8,881	7,158	6,654	5,651	

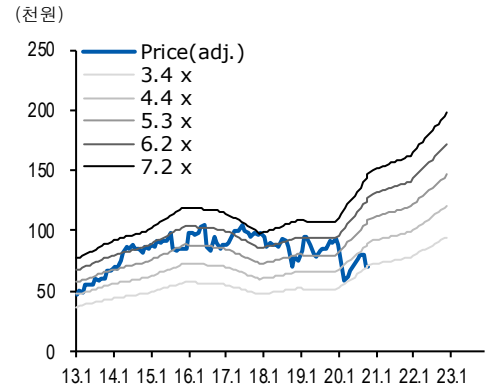
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	4,735	4,511	5,840	5,854	6,186	
BPS	15,074	14,931	20,952	22,591	27,585	
EBITDAPS	10,483	10,020	15,563	15,802	16,599	
SPS	36,604	40,907	44,069	48,541	52,237	
DPS	3,600	2,400	1,100	1,200	1,300	
PER	18.4	19.0	12.0	12.0	11.3	
PBR	5.8	5.7	3.4	3.1	2.5	
EV/EBITDA	9.0	9.4	4.8	4.7	4.3	
PSR	2.4	2.1	1.6	1.4	1.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	7.6	11.5	7.7	10.1	7.6	
영업이익 증가율 (%)	10.0	-11.8	32.7	-0.7	5.1	
지배순이익 증가율 (%)	7.4	-4.9	29.5	0.2	5.7	
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.7	67.0	67.0	
영업이익률 (%)	19.2	15.2	18.7	16.9	16.5	
지배순이익률 (%)	12.9	11.0	13.3	12.1	11.8	
EBITDA 마진 (%)	28.6	24.5	35.3	32.6	31.8	
ROIC	35.8	29.0	35.2	31.3	30.8	
ROA	15.4	12.7	14.6	14.0	14.0	
ROE	33.8	30.7	33.2	27.4	25.1	
부채비율 (%)	118.7	165.0	100.3	90.4	69.4	
순차입금/자기자본 (%)	52.1	56.9	22.2	18.2	2.0	
영업이익/금융비용 (배)	29.2	20.9	29.8	33.7	38.8	

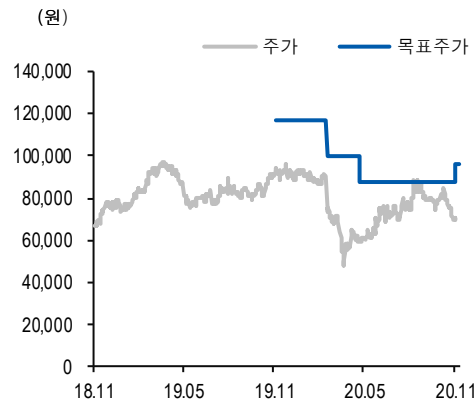
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-05	BUY	96,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-02

※해의 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.