

# 코웨이 (021240)

## 내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>96,000원 (M)</b>
현재주가 (2/17)	<b>71,000원</b>
상승여력	<b>35%</b>

시가총액	52,398억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	189억원
60일 평균 거래량	262,893주
52주 고	88,700원
52주 저	48,250원
외인지분율	61.09%
주요주주	넷마블 외 7인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	(1.5)	(4.1)
상대	(5.3)	(20.2)	(31.4)
절대(달러환산)	(4.5)	(1.6)	2.6

## 4Q20 리뷰 : 영업 활동 정상화

### 4Q20 Review : 국내 영업활동의 정상화

코웨이는 4Q20 매출액 8,626억원(+8.6% YoY), 영업이익 1,298억원(+190.9% YoY)를 기록해 영업이익 컨센서스 1,361억원에 대체로 부합하는 실적을 기록했다. 서비스매니저 파업 이슈의 해소에 따라 국내 렌탈계정 순증이 정상화된 것이 고무적이다.

국내 사업부의 매출액은 전년대비 +4.5% 성장한 6,672억원을 기록했는데, 전분기 순감하였던 국내 렌탈계정 순증은 서비스매니저 파업 복귀와 신제품 판매 호조에 따라 4.7만 계정 순증하였다. 영업이익률은 11.8%로 부진했던 것으로 파악되는 데, 서비스매니저 정규직 비용과 매출 채권 상각 등 일회성 비용, 마케팅비용 증가 등이 마진을 악화를 이끌었다.

말레이시아 법인은 매출액 2,204억원(+44.5% YoY), 영업이익 520억원(+157.5% YoY)를 기록했는데, 금융리스 관련 회계기준 변경에 따른 호실적으로 판단된다. 영업환경 측면에서는 해외 렌탈계정 순증의 대부분이 말련법인 계정 순증이라고 가정할 시, 12만개 계정 순증 이상을 기록한 것으로 보이며 호조세가 이어진 것으로 판단된다.

### 안정적 실적 흐름 이어질 전망

대내 이슈에 따른 영업환경 악화는 해소되며, 국내에서는 2021년 +4% 수준으로 매출 성장이 회복될 수 있을 것으로 전망된다. 말련 법인은 전년대비 +48% 성장하며 성장성이 더욱 확대될 수 있을 전망이다.

국내법인의 경우, 서비스매니저 관련 비용이 온기에 반영되고, 2Q20~3Q20에 반영된 일회성 이익 240억원 등의 기고 부담으로 영업이익이 전년대비 약 250억원 감소할 것으로 전망되지만, 말련 법인의 고성장세에 따른 이익 증가로 전사 영업이익은 전년대비 +0.9% 증가한 6,122억원을 기록할 전망이다. 말련 법인의 영업이익은 1,639억원(+26% YoY)를 전망하며, 전사 이익 비중은 27%까지 증가할 수 있을 전망이다. 향후 말련법인의 기여도가 더욱 커질수록 동사의 성장성은 더욱 확대되는 모습을 보일 전망이다. 인니와 베트남 등 신규 국가 진출도 미래 성장 동력으로 작용할 수 있다.

투자 의견을 BUY와 목표주가 9.6만원을 유지한다. P/E 12배 수준에서는 저가 매수 전략이 유효하다 판단된다.

#### Quarterly earning Forecasts

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,626	8.6	7.8	8,455	2.0
영업이익	1,298	190.9	-23.0	1,361	-4.6
세전계속사업이익	932	247.4	-37.6	1,320	-29.4
지배순이익	674	241.5	-42.3	959	-29.8
영업이익률 (%)	15.0	+9.4 %pt	-6.1 %pt	16.1	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.8	+5.3 %pt	-6.8 %pt	11.3	-3.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		27,073	30,189	32,374	36,177
영업이익		5,198	4,583	6,064	6,122
지배순이익		3,502	3,329	4,048	4,347
PER		18.4	19.0	13.3	12.1
PBR		5.8	5.7	3.5	3.2
EV/EBITDA		9.0	9.4	5.1	4.9
ROE		33.8	30.7	31.5	27.9

자료: 유안타증권

코웨이 실적 추이 및 전망										(단위: 억원)		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	
연결 매출액	7,689	8,055	8,004	8,626	8,506	8,991	9,088	9,592	30,189	32,374	36,177	
YoY	8.4%	6.6%	5.4%	8.6%	10.6%	11.6%	13.5%	11.2%	11.5%	7.2%	11.7%	
별도 법인	6,285	6,554	6,415	6,672	6,557	6,797	6,702	6,966	25,310	25,926	27,022	
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	4,065	4,108	4,082	3,999	15,726	15,964	16,253	
금융리스	689	871	573	908	758	958	630	999	2,583	3,041	3,345	
멤버십	247	259	246	240	222	236	225	221	1,073	992	905	
일시불	309	319	236	276	400	350	400	400	1,612	1,140	1,550	
수출	818	852	1,203	1,173	908	946	1,203	1,173	3,435	4,046	4,230	
화장품	173	173	137	123	176	176	140	125	763	606	618	
기타	31	26	24	54	28	23	22	49	116	135	122	
말레이시아	1,533	1,559	1,788	2,204	2,343	2,499	2,720	2,897	5,263	7,084	10,458	
미국	272	321	518	414	326	385	363	331	973	1,525	1,405	
연결 영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	1,567	1,630	1,528	1,397	4,583	6,065	6,122	
YoY	2.8%	22.4%	20.2%	191.0%	12.8%	-3.7%	-9.4%	7.6%	-11.8%	32.3%	0.9%	
말레이시아	252	233	296	520	387	398	433	420	756	1,301	1,639	
미국	26	49	118	5	46	54	51	46	33	198	197	
영업이익률	18.1%	21.0%	21.1%	15.0%	18.4%	18.1%	16.8%	14.6%	15.2%	18.7%	16.9%	
말레이시아	16.4%	14.9%	16.6%	23.6%	16.5%	15.9%	15.9%	14.5%	14.4%	18.4%	15.7%	
미국	9.6%	15.3%	22.8%	1.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	3.4%	13.0%	14.0%	

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	32,374	36,177	39,689	
매출원가	8,783	10,104	10,467	11,938	13,097	
매출충이익	18,291	20,085	21,908	24,239	26,591	
판매비	13,092	15,502	15,844	18,116	19,980	
영업이익	5,198	4,583	6,064	6,122	6,612	
EBITDA	7,754	7,395	11,454	11,585	12,340	
영업외손익	-513	-69	-662	-174	-149	
외환관련손익	36	131	-16	-16	-16	
이자손익	-166	-206	-200	-187	-162	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-383	7	-447	29	29	
법인세비용차감전순손익	4,686	4,514	5,402	5,948	6,463	
법인세비용	1,188	1,192	1,357	1,606	1,745	
계속사업순손익	3,498	3,322	4,046	4,342	4,718	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,498	3,322	4,046	4,342	4,718	
지배지분순이익	3,502	3,329	4,048	4,347	4,723	
포괄순이익	3,439	3,299	3,995	4,305	4,681	
지배지분포괄이익	3,444	3,306	3,996	4,305	4,681	

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	8,702	8,980	8,540	
당기순이익	3,498	3,322	4,046	4,342	4,718	
감가상각비	2,468	2,710	5,296	5,374	5,646	
외환손익	29	-106	50	16	16	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-2,365	-3,080	-1,488	-1,432	-2,520	
기타현금흐름	1,762	2,547	799	679	680	
투자활동 현금흐름	-3,935	-3,831	-5,683	-4,899	-5,099	
투자자산	-11	-51	-5	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,003	-3,906	-5,899	-6,099	-6,299	
유형자산 감소	127	247	1	0	0	
기타현금흐름	-48	-120	221	1,200	1,200	
재무활동 현금흐름	-1,868	-1,649	-1,178	-1,364	-1,869	
단기차입금	600	1,294	-1,103	-500	-1,000	
사채 및 장기차입금	-7	-155	-3	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,309	-2,599	0	-871	-871	
기타현금흐름	-152	-190	-73	7	2	
연결범위변동 등 기타	2	-1	-1,684	-2,890	149	
현금의 증감	-409	-88	157	-173	1,721	
기초 현금	1,103	694	605	763	590	
기말 현금	694	605	763	590	2,311	
NOPLAT	5,198	4,583	6,064	6,122	6,612	
FCF	68	-801	2,544	2,401	1,736	

자료: 유안타증권

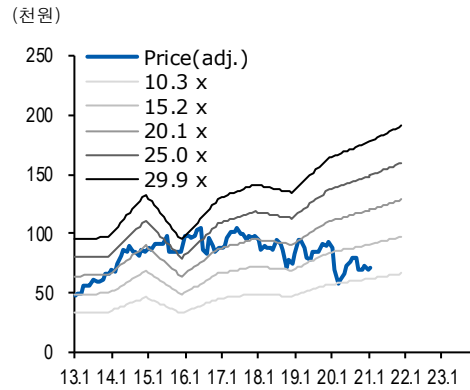
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	8,437	7,669	8,351	8,516	10,856	
현금및현금성자산	694	605	763	590	2,311	
매출채권 및 기타채권	3,256	3,453	3,514	3,886	4,392	
재고자산	1,029	1,128	1,232	1,199	1,311	
비유동자산	15,352	20,880	21,604	22,240	22,811	
유형자산	7,810	12,708	12,951	13,676	14,329	
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	534	186	187	187	187	
자산총계	23,789	28,550	29,955	30,756	33,666	
유동부채	12,343	15,868	13,419	13,025	12,124	
매입채무 및 기타채무	2,732	2,953	3,425	3,531	3,630	
단기차입금	7,311	8,606	7,503	7,003	6,003	
유동성장기부채	5	5	7	7	7	
비유동부채	569	1,909	1,592	1,592	1,592	
장기차입금	100	94	90	90	90	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	12,912	17,778	15,011	14,617	13,716	
지배지분	10,881	10,783	14,958	16,154	19,969	
자본금	407	407	407	407	407	
자본잉여금	1,299	1,325	1,477	1,477	1,477	
이익잉여금	9,668	9,540	13,571	14,804	18,656	
비지배지분	-4	-11	-14	-15	-19	
자본총계	10,877	10,772	14,943	16,139	19,950	
순차입금	5,667	6,131	4,276	3,948	1,228	
총차입금	7,428	8,881	7,715	7,215	6,215	

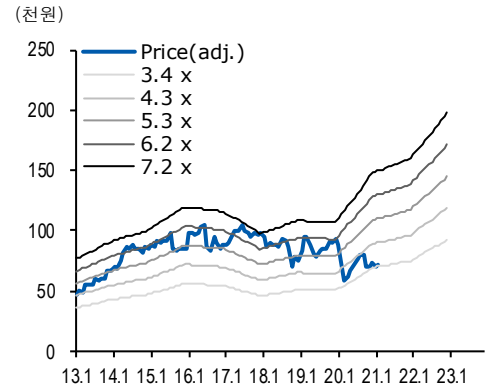
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	4,735	4,511	5,485	5,890	6,399	
BPS	15,074	14,931	20,616	22,265	27,522	
EBITDAPS	10,483	10,020	15,520	15,698	16,721	
SPS	36,604	40,907	43,868	49,021	53,779	
DPS	3,600	2,400	1,200	1,200	1,300	
PER	18.4	19.0	13.3	12.1	11.1	
PBR	5.8	5.7	3.5	3.2	2.6	
EV/EBITDA	9.0	9.4	5.1	4.9	4.3	
PSR	2.4	2.1	1.7	1.4	1.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	7.6	11.5	7.2	11.7	9.7	
영업이익 증가율 (%)	10.0	-11.8	32.3	1.0	8.0	
지배순이익 증가율 (%)	7.4	-4.9	21.6	7.4	8.7	
매출총이익률 (%)	67.6	66.5	67.7	67.0	67.0	
영업이익률 (%)	19.2	15.2	18.7	16.9	16.7	
지배순이익률 (%)	12.9	11.0	12.5	12.0	11.9	
EBITDA 마진 (%)	28.6	24.5	35.4	32.0	31.1	
ROIC	35.8	29.0	35.2	31.9	32.2	
ROA	15.4	12.7	13.8	14.3	14.7	
ROE	33.8	30.7	31.5	27.9	26.1	
부채비율 (%)	118.7	165.0	100.5	90.6	68.8	
순차입금/자기자본 (%)	52.1	56.9	28.6	24.4	6.1	
영업이익/금융비용 (배)	29.2	20.9	28.7	31.6	37.2	

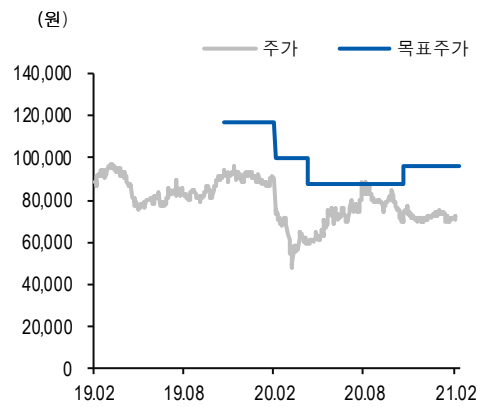
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-18	BUY	96,000	1년		
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)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-15

※ 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 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.