

코웨이 (021240)

이나연

nayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

94,000

유지

현재주가

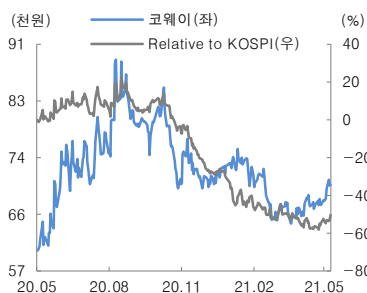
69,900

(21.05.12)

내구소비재

KOSPI	3161.66
시가총액	5,159십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	88,700원 / 60,800원
120일 평균거래대금	194억원
외국인지분율	58.06%
주요주주	넷마블 외 6 인 25.11% 국민연금공단 7.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	-2.4	-5.7	14.8
상대수익률	1.9	-4.3	-26.1	-30.2



날아오른 말레이시아, 밸류에이션 저평가 일부 해소 전망

투자 의견 Buy, 목표주가 94,000원 유지

- 코웨이에 대해 투자 의견 Buy, DCF Valuation으로 산출한 목표주가 94,000원 (WACC 7.1%, 영구성장률 1.5%)을 유지(12M Fwd EPS 기준 Implied P/E 13.7배)
- 올 초 보수적으로 제시한 연간 가이던스(매출액 yoy +8.1%, 영업이익 yoy +0.6%를 제시)에 따라 올해 실적 모멘텀은 맞닿을 것으로 예상했으나, 말레이시아 법인의 실적 호조로 밸류에이션 저평가 국면이 '일부' 해소될 것으로 보임. 현 주가는 12M Fwd P/E 10.2배에 거래 중으로 18-19년 평균 P/E가 약 18배임을 고려 시 매수하기에 부담 없는 밸류에이션
- 한편 밸류에이션 저평가가 '완전히' 해소되기 위해서는 국내 시장의 경쟁력 제고가 필요하다는 판단. 지난해 동사의 국내 시장 점유율은 3.6%p 감소한 것으로 추산(상위 7개사 합산 계정수 기준)되는데, 올해 1분기 역시 계정수 증가 속도가 경쟁사 대비 부진(코웨이 국내 계정수: 20년 말 634만개 → 1Q21 636만개 vs. LG전자 총 계정수: 20년 말 262만개 → 1Q21 270만개)한 양상으로 시장 지배력 강화는 쉽지 않아 보임. 또한 동사의 변경된 배당정책으로 배당금이 약 900억원 수준으로 감소함에 따라 ROE가 향후 2-3년 간 하락 추세가 불가피한 점도 과거의 밸류에이션을 부여받기 어려운 이유
- 그럼에도 불구하고 2021년 해외법인 합산 매출 및 이익기여도는 각각 33.3%, 29.0%로 확대(19년 21.5%, 16.1% → 20년 27.7%, 23.2%)될 것으로 전망되고, 말레이시아 계정 순증수가 유의미한 증가 추세(연간 평균 순증수: 18년 7.8만개 → 19년 9.2만개 → 20년 10.1만개 → 1Q21 17.1만개(당사 추정))를 이어가고 있음을 고려 시, 저가 매수를 기회로 한 트레이딩 전략이 유효할 것

1Q21 Review: 말레이 법인의 실적 서프가 전사 실적을 견인

- 1분기 연결 기준 매출액은 8,790억원(yoy +14.3%), 영업이익은 1,707억원(yoy +23.0%) 기록하며 시장 컨센서스(매출액 8,469억원, 영업이익 1,500억원)를 각각 3.8%, 13.8% 상회
- [국내 환경가전] 매출액 5,385억원으로 전년동기대비 소폭(yoy +1.7%) 증가하며 종전 당사 추정치 5,400억원에 부합하는 실적 기록. 정수기 판매가 전년동기 대비 소폭 증가했음에도 불구하고 공기청정기 판매량이 감소하며 렌탈 판매량은 32.1만개에 그침(1Q20 37.8만개). 렌탈 순증수는 3.3만개를 기록했는데, 사회적 거리두기에 따른 방판 영업 차질 등으로 서비스 매니저 파업 이전 수준의 영업력을 100% 회복하지 못한 상황
- [말레이시아] 매출액 2,404억원(yoy +56.8%), 영업이익 561억원(yoy +122.5%)으로 종전 당사 추정치 2,080억원, 340억원을 크게 상회. 1Q21 말레이시아 계정 순증수는 17.1만개로 추정되는데, 중저가 라인의 정수기 신제품 판매 호조에 공기청정기, 매트리스 등 카테고리 다변화 효과가 더해지며 순증수는 역사상 최고 수치를 기록. 영업이익 증가율이 매출 증가율을 상회한 이유는 1. 매출 불륨 확대에 따른 레버리지 효과 2. 신규 판매에 대한 금융리스 판매 증가 3. 해약률 감소에 따른 렌탈자산폐기손실 감소 4. 연체된 채권의 회수에 따른 매출채권손상차손 감소 등에 기인
- [미국] 매출액 429억원(yoy +57.9%), 영업이익률 13.2%(yoy +3.7%p) 기록. 금융리스 및 시판 판매 호조로 매출액, 영업이익 모두 큰 폭 증가

표 1. 2021년 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	4Q20		1Q21					2Q21		
	1Q20	4Q20	직전 추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	769	863	846	879	14.3	1.9	847	878	9.0	-0.1
영업이익	139	130	147	171	23.0	31.6	150	156	-7.7	-8.6
순이익	102	67	106	126	23.8	86.5	107	115	-3.5	-8.8

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,559	3,879	4,195
영업이익	458	606	652	712	788
세전순이익	451	540	639	702	776
총당기순이익	332	405	479	527	582
지배지분순이익	333	405	479	527	583
EPS	4,511	5,486	6,497	7,142	7,895
PER	20.6	13.3	10.8	9.8	8.9
BPS	14,611	20,207	25,525	31,487	38,104
PBR	6.4	3.6	2.7	2.2	1.8
ROE	30.7	31.5	28.4	25.1	22.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 3. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,501	3,836	3,559	3,879	1.7	1.1
영업이익	610	680	652	712	6.8	4.6
영업이익률	17.4	17.7	18.3	18.4		
지배지분순이익	440	497	479	527	8.9	6.0
순이익률	12.6	12.9	13.5	13.6		
EPS(지배지분순이익)	5,967	6,735	6,497	7,142	8.9	6.0

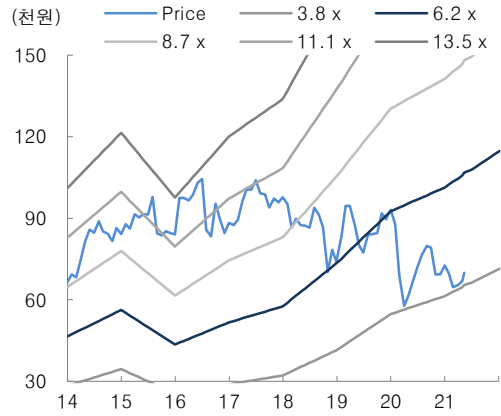
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 1. 코웨이 12M Forward PER 밴드



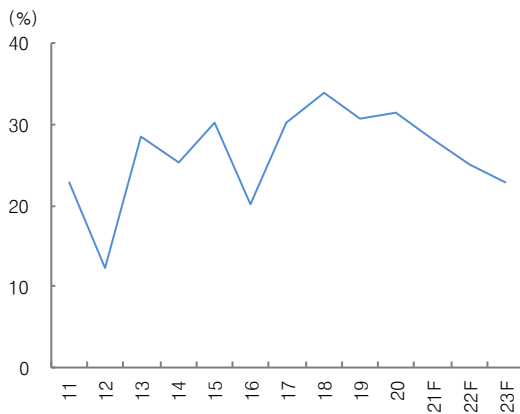
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 2. 코웨이 12M Forward EV/EBITDA 밴드



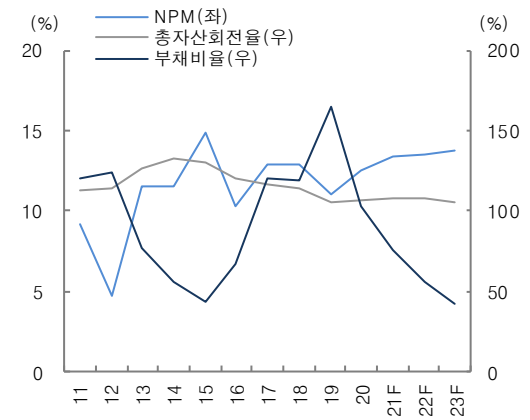
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 3. 코웨이 ROE 추이



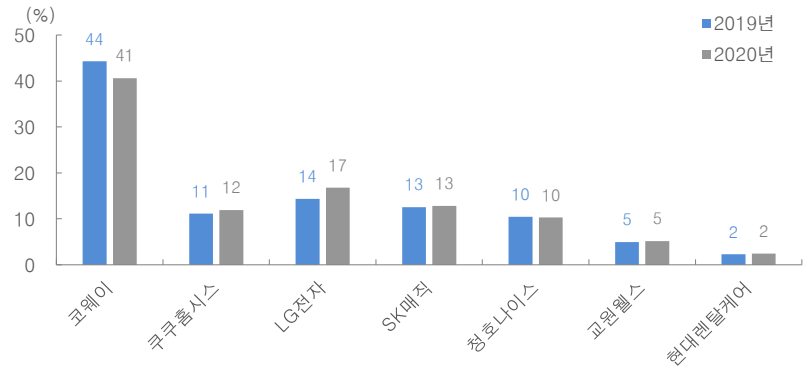
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 4. 코웨이 ROE decomposition



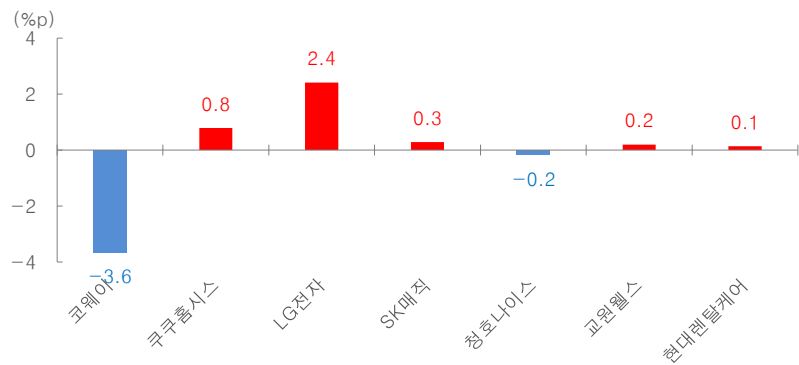
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 5. 국내 계정수 기준 렌탈 업체별 점유율(7개사 합산 계정수 기준)



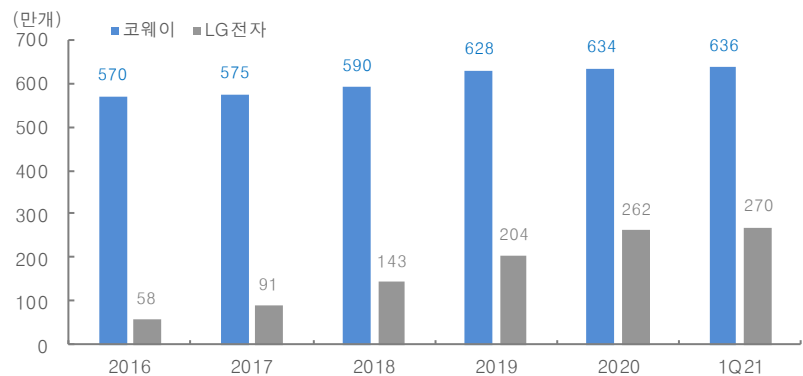
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 6. 국내 계정수 기준 렌탈 업체별 점유율 변화 (2019년 → 2020년)



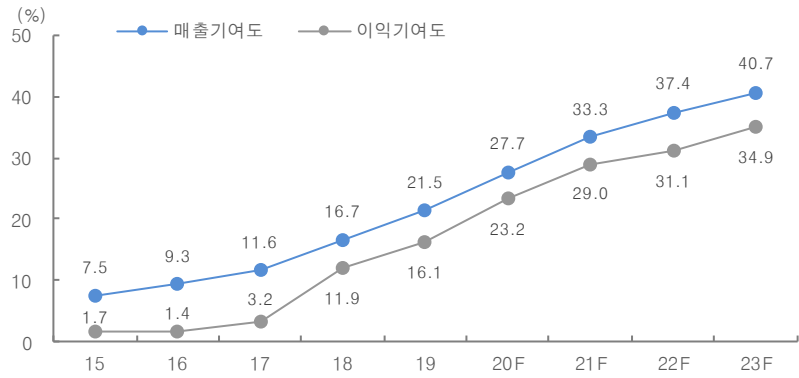
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 7. 국내 계정수 추이(코웨이 vs LG 전자)



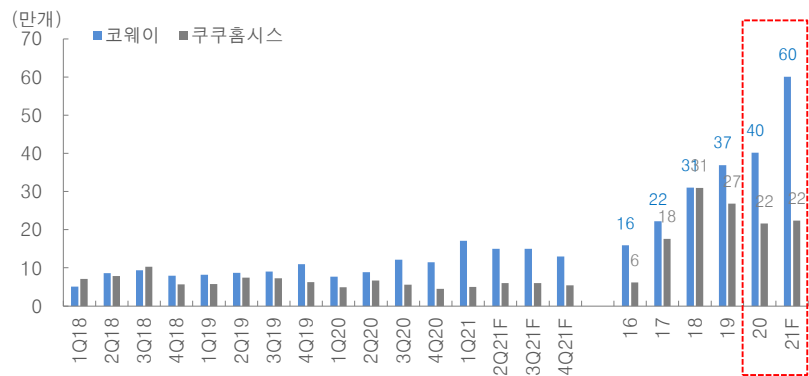
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 8. 코웨이 해외법인 매출/이익 기여도



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 9. 해외 순증수 추이(코웨이 vs 쿠쿠홈시스)



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 4. 연결 기준 실적 추정 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	769	806	800	862.6	879	878	888	914	3,019	3,237	3,559	3,879
별도	629	655	641	667	675	686	682	697	2,531	2,593	2,740	2,887
말레이시아	153	156	179	220	240	229	246	262	526	709	978	1,202
미국	27	32	52	41	43	37	39	41	97	152	160	201
기타 자회사	23	17	16	24	21	22	22	22	105	79	85	85
YoY												
연결 매출액	8.4	6.6	5.4	8.6	14.3	9.0	10.9	6.0	11.5	7.2	9.9	9.0
별도	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	4.6	6.4	4.5	5.7	2.4	5.7	5.4
말레이시아	36.3	22.2	33.8	44.5	56.8	47.0	37.8	19.0	48.9	34.6	38.1	22.9
미국	29.9	35.8	130.7	36.5	57.9	14.3	-23.8	-1.1	20.9	56.6	5.0	25.6
비중												
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도	81.7	81.4	80.1	77.3	76.8	78.1	76.9	76.3	83.8	80.1	77.0	74.4
말레이시아	19.9	19.4	22.3	25.6	27.3	26.1	27.7	28.7	17.4	21.9	27.5	31.0
미국	3.5	4.0	6.5	4.8	4.9	4.2	4.4	4.5	3.2	4.7	4.5	5.2
연결 영업이익	139	169	169	129.8	171	156	160	165	458	606	651	712
별도	116	136	125	79	115	116	115	118	395	456	464	491
말레이시아	25	23	30	52	56	42	46	49	76	130	193	224
미국	3	5	12	1	6	3	3	3	3	20	15	16
기타 자회사	-1	-2	-4	-3	-6	-5	-5	-5	-3	-10	-17	-16
YoY												
연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	190.9	23.0	-7.7	-5.2	26.9	-11.8	32.3	7.4	9.3
별도	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-0.8	-14.8	-7.7	49.3	-17.3	15.4	1.8	6.0
말레이시아	32.0	5.5	108.8	156.0	122.5	82.0	56.5	-6.7	21.5	72.2	48.5	16.0
미국	238.5	1,126.1	흑전	-82.3	120.6	-40.1	-73.2	555.1	1.4	503.2	-23.9	6.7
OPM												
연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.0	19.4	17.8	18.0	18.0	15.2	18.7	18.3	18.4
별도	18.4	20.7	19.5	11.8	17.0	16.9	16.9	16.9	15.6	17.6	16.9	17.0
말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	23.3	18.5	18.8	18.5	14.4	18.4	19.8	18.7
미국	9.5	15.4	22.7	1.3	13.2	8.0	8.0	8.0	3.4	13.0	9.4	8.0
비중												
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도	83.3	80.4	74.1	60.8	67.2	74.2	72.2	71.6	86.1	75.1	71.2	69.0
말레이시아	18.1	13.8	17.6	40.1	32.9	27.1	29.0	29.5	16.5	21.5	29.7	31.5
미국	1.9	2.9	7.0	0.4	3.3	1.9	2.0	2.0	0.7	3.3	2.3	2.3
매출총이익	522	555	536	581	580	597	595	605	2,009	2,193	2,377	2,587
YoY	9.5	9.6	5.4	12.4	11.2	7.6	10.9	4.2	9.8	9.2	8.4	8.8
GPM	67.8	68.9	67.0	67.3	66.0	68.0	67.0	66.2	66.5	67.8	66.8	66.7
yoy(%p)	0.7	1.8	0.0	2.3	-1.9	-0.9	0.0	-1.1	-1.0	1.2	-1.0	-0.1
판관비	383	386	368	451	409	441	435	440	1,550	1,587	1,725	1,875
yoy	12.2	4.7	-0.3	-4.5	6.8	14.3	18.3	-2.3	18.4	2.4	8.7	8.7
판관비율	49.8	47.9	45.9	52.3	46.5	50.2	49.0	48.2	51.4	49.0	48.5	48.3
yoy(%p)	1.7	-0.9	-2.6	-7.1	-3.3	2.3	3.1	-4.1	3.0	-2.3	-0.6	-0.1
렌탈자산폐기손실	23.6	20.7	17.0	16.3	13.8	15.7	15.3	14.9	51.2	77.6	59.7	60.8
EBITDA	276	303	305	266	312	297	301	306	973	1,150	1,216	1,314
yoy	33.7	43.0	39.8	-21.1	13.1	-2.0	-1.2	15.0	25.5	18.1	5.7	8.1
%EBITDA	35.9	37.7	38.1	30.8	35.5	33.8	33.9	33.4	32.2	35.5	34.2	33.9
지배주주순이익	102	119	117	67	126	115	117	121	333	405	479	527
yoy	1.1	16.7	5.5	242.0	23.8	-3.5	0.5	80.0	-4.9	21.6	18.4	9.9
NIM	13.2	14.8	14.6	7.8	14.3	13.1	13.2	13.3	11.0	12.5	13.5	13.6

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 5. 별도 기준 실적 추정 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
별도 매출액	629	655	641	667	675	686	682	697	2,531	2,593	2,740	2,887
국내 환경가전	529	553	507	538	539	548	536	547	2,111	2,127	2,170	2,208
렌탈(운용리스)	402	405	400	390	394	383	378	378	1,573	1,596	1,533	1,534
금융리스	69	87	57	91	98	101	106	112	258	304	418	456
멤버십	25	26	25	24	24	23	22	21	107	99	91	81
일시불	31	32	24	28	19	38	28	32	161	114	117	125
기타	3	3	2	5	3	3	3	3	12	14	11	12
수출	82	85	120	117	125	125	132	138	343	405	520	629
화장품	17	17	14	12	12	12	14	12	76	61	50	50
YoY												
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	4.6	6.4	4.5	5.7	2.4	5.7	5.4
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	2.1	1.7	-0.8	5.7	1.7	4.6	0.8	2.0	1.7
렌탈(운용리스)	4.5	3.5	0.9	-2.6	-1.9	-5.5	-5.5	-2.9	2.9	1.5	-4.0	0.1
금융리스	22.4	28.8	-21.4	47.6	42.2	16.2	85.0	23.9	39.6	17.7	37.3	9.2
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-6.6	-2.3	-11.0	-10.4	-10.7	-11.5	-7.6	-8.6	-11.0
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-24.7	-39.1	20.0	20.0	15.0	-5.6	-29.3	2.8	6.6
기타	1.7	-9.2	-10.9	77.5	1.9	7.0	5.7	-49.2	-8.6	15.8	-16.8	7.8
수출	16.7	1.7	22.9	28.0	52.3	47.1	9.9	17.9	13.6	17.8	28.6	20.9
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-38.6	-32.9	-30.0	0.0	0.0	1.1	-20.6	-17.9	0.0
비중												
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	84.2	84.4	79.1	80.6	79.8	80.0	78.6	78.4	83.4	82.1	79.2	76.5
렌탈(운용리스)	63.9	61.8	62.3	58.4	58.4	55.8	55.3	54.3	74.5	75.0	70.7	69.5
금융리스	11.0	13.3	8.9	13.6	14.5	14.8	15.5	16.1	12.2	14.3	19.2	20.7
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.4	3.2	3.1	5.1	4.7	4.2	3.7
일시불	4.9	4.9	3.7	4.1	2.8	5.6	4.2	4.6	7.6	5.4	5.4	5.7
기타	0.5	0.4	0.4	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
수출	13.0	13.0	18.8	17.6	18.5	18.3	19.4	19.8	13.6	15.6	19.0	21.8
화장품	2.8	2.6	2.1	1.8	1.7	1.8	2.0	1.8	3.0	2.3	1.8	1.7
별도 영업이익	116	136	125	79	115	116	115	118	395	456	464	491
yoy	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-0.8	-14.8	-7.7	49.3	-17.3	15.4	1.8	6.0
OPM	18.4	20.7	19.5	11.8	17.0	16.9	16.9	16.9	15.6	17.6	16.9	17.0

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 6. 국내 관리계정수 추이 및 전망

(단위: 만개, %, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
총계정(렌탈+멤버십)	631	633	631	634	636	638	641	644	628	634	644	655
렌탈												
계정수	574	577	576	581	584	588	593	597	569	581	597	612
순증	5.3	3.3	-1.1	4.7	3.3	4.0	5.0	3.3	45.8	12.1	15.7	15.7
판매	37.8	35.5	28.5	33.6	32.1	35.5	36.6	35.3	157.2	135.3	142.0	145.3
YoY	-7.5	-14.7	-26.6	-6.3	-15.0	-0.1	28.2	5.1	8.4	-13.9	3.0	4.2
평균 계정수(평균)	571	576	577	579	583	586	591	595	546	575	589	604
ARPU(월)	27,464	28,511	26,399	27,684	28,174	27,527	27,281	27,502	27,952	27,552	27,613	27,437
멤버십												
계정수	57	56	53	53	52	50	48	47	59	53	47	42
순증	-2.2	-1.7	-2.5	-0.4	-1.1	-1.6	-2.4	-0.3	-7.6	-6.8	-5.3	-4.9
평균 계정수(평균)	58	56	54	53	52	51	49	47	63	56	50	45
ARPU(월)	14,100	15,316	15,119	15,149	15,423	15,126	15,079	15,069	14,135	14,754	15,121	15,003
일시불												
판매량(만개)	3.5	3.1	2.4	2.5	1.7	3.1	2.4	2.5	19.4	11.5	9.7	9.7
ARPU(천원)	885	1,043	972	1,108	1,125	1,251	1,166	1,274	831	994	1,214	1,294

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 7. 말레이시아 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 만개)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출	153	156	179	220	240	229	246	262	526	709	978	1,202
YoY	36.3	22.2	33.8	44.5	56.8	47.0	37.8	19.0	48.9	34.6	38.1	22.9
영업이익	25	23	30	52	56	42	46	49	76	130	193	224
YoY	32.0	5.5	108.8	156.0	122.5	82.0	56.5	-6.7	21.5	72.2	48.5	16.0
OPM	16.4	14.9	16.6	23.6	23.3	18.5	18.8	18.5	14.4	18.4	19.8	18.7
관리 계정(만개)	143	152	164	176	193	208	223	236	135	176	236	287
YoY(만개)	37	37	40	40	50	56	59	60	38	40	60	51
YoY(%)	35.1	32.2	31.9	29.7	34.7	36.6	35.7	34.2	38.8	29.7	34.2	21.7
순증	7.7	8.9	12.1	11.5	17.1	15.0	15.0	13.0	36.9	40.2	60.1	51.2

주: 4Q20 부터 관리계정수는 당사 추정

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 8. 미국 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 만개)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출	27	32	52	41	43	37	39	41	97	152	160	201
YoY	29.9	35.8	130.7	36.5	57.9	14.3	-23.8	-1.1	20.9	56.6	5.0	25.6
영업이익	3	5	12	1	6	3	3	3	3	20	15	16
YoY	238.5	1126.1	흑전	-82.3	120.6	-40.1	-73.2	555.1	1.4	503.2	-23.9	6.7
OPM	9.5	15.4	22.7	1.3	13.2	8.0	8.0	8.0	3.4	13.0	9.4	8.0
관리 계정(만개)	12.1	12.0	12.2	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	12.0	12.4	13.2	14.0
YoY(만개)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	0.6	0.4	0.8	0.8
YoY(%)	5.2	2.4	3.2	3.3	4.1	6.7	6.6	6.5	4.7	3.3	6.5	6.1

주: 4Q20 부터 관리계정수는 당사 추정

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 9. WACC 산출 내역

(단위: 단위)

항목	수식	값	비고
무위험수익률	a	1.6%	국고채(5년) 금리
베타	b	0.70	코웨이 52주 베타
시장위험프리미엄	c	8.7%	WMI500과 국고채(5년)의 평균 수익률 차이
자기자본비용(COE)	$A=a+(b*c)$	7.7%	
유효세율	d	25%	
차입금이자율	e	2.9%	
타인자본비용(COD)	$B=e*(1-d)$	2.2%	
시가총액	g	5조 3,652억원	
총차입금	h	6,421억원	
타인자본비용가중치	$C=h/(g+h)$	10.7%	
WACC	$A*(1-C)+B*C$	7.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표 10. 코웨이 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 천주)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Operating EBIT	652	712	788	826	886	949	1,017	1,090	1,167	1,202
유효법인세율(%)	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	489	534	591	619	664	712	763	817	875	901
감가상각비	555	594	575	594	598	595	597	596	594	591
무형감가상각비	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
렌탈자산폐기손실	78	60	61	61	66	69	72	76	80	84
총현금흐름	1,131	1,196	1,236	1,222	1,271	1,316	1,369	1,422	1,478	1,502
총투자	-904	-911	-965	-831	-866	-888	-896	-935	-960	-1,044
운전자본 증감 (CAPEX)	-471	-460	-481	-455	-470	-471	-457	-473	-474	-464
	-463	-466	-503	-396	-416	-437	-459	-482	-506	-600
Free Cash Flow	227	286	272	391	405	428	473	487	517	457
Discount Factor	0.96	0.90	0.84	0.78	0.73	0.68	0.63	0.59	0.55	0.52
PV of FCF	218	256	227	305	295	291	300	288	286	236
추정 FCF 현재가치	2,700									
Terminal growth(%)	1.5%									
Terminal Value	8,218									
PV of Terminal Value	4,235									
Operating Value of FCF	6,935									
비영업활동투자자산	570									
현금및현금성자산	252									
단기금융자산	298									
투자자산, 투자부동산	20									
타인자본가치	642									
차입금	642									
추정자기자본가치	6,863									
발행주식수(자사주 제외)	72,556									
추정주당가치(원)	94,587									
현재주당가격(원)	69,900									
Potential(%)	35.3%									
12M Fwd 예상 EPS(원)	6,882									
적정주가 Implied PER(배)	13.7									

자료: 대신증권 Research Center

표 11. 코웨이 적정주가 민감도 차트

(단위: 원)

	Terminal Growth						
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
4.1%	119,866	131,041	145,765	166,048	195,770	243,522	332,846
4.6%	110,474	119,286	130,515	145,309	165,690	195,555	243,536
5.1%	102,750	109,885	118,740	130,023	144,888	165,365	195,374
5.6%	96,260	102,160	109,329	118,227	129,562	144,498	165,073
6.1%	90,710	95,674	101,601	108,804	117,744	129,133	144,140
6.6%	85,892	90,129	95,116	101,072	108,309	117,290	128,733
WACC 7.1%	81,658	85,320	89,577	94,587	100,571	107,842	116,865
7.6%	77,899	81,096	84,775	89,052	94,086	100,097	107,402
8.1%	74,530	77,348	80,560	84,256	88,553	93,610	99,650
8.6%	71,487	73,991	76,822	80,050	83,762	88,079	93,159
9.1%	68,720	70,961	73,476	76,321	79,563	83,292	87,629
9.6%	66,190	68,207	70,458	72,985	75,842	79,099	82,846
10.1%	63,862	65,689	67,716	69,977	72,515	75,386	78,657

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

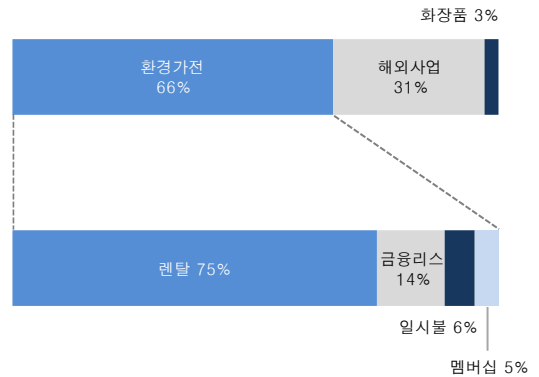
- 1989년 설립된 환경가전 전문기업. 관리계정 812만개를 보유한 국내 1위 렌탈 사업자
- 최대주주는 넷미블로 동사 지분 25.08% 보유, 외인 지분율은 약 58%에 달함
- 말레이시아, 미국 등 총 6개 해외법인 보유
- 자산 3조 290억원, 부채 1조 5,390억원, 자본 1조 4,900억원

주가 변동요인

- 국내/해외 렌탈 계정 판매량 및 순증수 추이
- 외국인 지분율 추이

주: 자산 규모는 2020년 12월 말 기준
 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

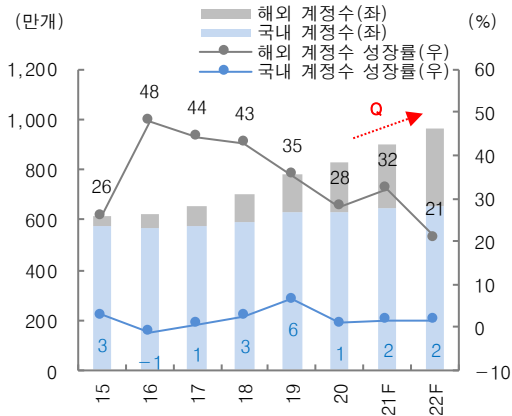
매출 구성



주: 2020년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

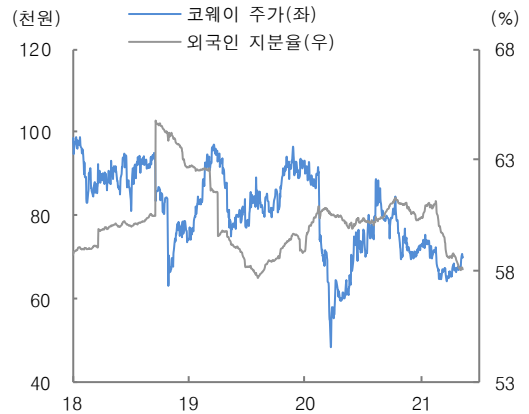
2. Earnings Driver

국내/해외 계정수 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

외국인 지분율 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,559	3,879	4,195
매출원가	1,010	1,044	1,183	1,293	1,402
매출총이익	2,009	2,193	2,377	2,587	2,793
판매비와관리비	1,550	1,587	1,725	1,875	2,005
영업이익	458	606	652	712	788
영업이익률	15.2	18.7	18.3	18.4	18.8
EBITDA	973	1,150	1,216	1,314	1,372
영업외손익	-7	-66	-13	-10	-12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	23	39	12	12	12
금융비용	-22	-21	-19	-16	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	14	-46	5	5	-1
법인세비용차감전순손익	451	540	639	702	776
법인세비용	-119	-136	-160	-176	-194
계속사업순손익	332	405	479	527	582
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	332	405	479	527	582
당기순이익률	11.0	12.5	13.5	13.6	13.9
비재배분순이익	-1	0	0	-1	-1
재배분순이익	333	405	479	527	583
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	330	396	479	527	582
비재배분포괄이익	-1	0	0	-1	-1
재배분포괄이익	331	396	479	527	583

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,511	5,486	6,497	7,142	7,895
PER	20.6	13.3	10.8	9.8	8.9
BPS	14,611	20,207	25,525	31,487	38,104
PBR	6.4	3.6	2.7	2.2	1.8
EBITDAPS	13,189	15,579	16,475	17,812	18,597
EV/EBITDA	7.7	5.0	4.3	3.7	3.3
SPS	40,907	43,868	48,231	52,566	56,844
PSR	2.3	1.7	1.4	1.3	1.2
CFPS	17,058	17,896	17,881	19,218	19,936
DPS	2,400	1,200	1,200	1,300	1,500

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	11.5	7.2	9.9	9.0	8.1
영업이익 증가율	-11.8	32.3	7.4	9.3	10.7
순이익 증가율	-5.0	21.8	18.4	9.9	10.6
수익성					
ROC	24.8	32.4	34.1	35.5	38.7
ROA	17.5	20.6	20.6	20.6	20.8
ROE	30.7	31.5	28.4	25.1	22.7
안정성					
부채비율	165.0	103.3	74.9	55.5	41.7
순차입금비율	59.3	22.1	4.9	-11.3	-24.7
이자보상배율	20.9	28.6	35.1	45.8	62.8

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	767	897	1,053	1,320	1,689
현금및현금성자산	61	116	252	506	836
매출채권 및 기타채권	345	327	333	333	359
재고자산	113	134	147	161	174
기타유동자산	248	320	320	320	320
비유동자산	2,088	2,132	2,239	2,290	2,292
유형자산	1,271	1,225	1,294	1,291	1,244
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	817	907	945	999	1,048
자산총계	2,855	3,029	3,293	3,609	3,981
유동부채	1,587	1,417	1,289	1,166	1,050
매입채무 및 기타채무	295	312	308	308	313
차입금	861	700	600	500	400
유동성채무	1	1	0	0	0
기타유동부채	430	405	381	358	337
비유동부채	191	122	122	122	121
차입금	9	9	9	9	9
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	181	112	112	112	112
부채총계	1,778	1,539	1,410	1,288	1,172
자배지분	1,078	1,491	1,884	2,324	2,812
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
이익잉여금	954	1,365	1,758	2,198	2,666
기타지분변동	-49	-62	-62	-62	-62
비재배지분	-1	-1	-2	-2	-2
자본총계	1,077	1,490	1,882	2,322	2,810
순차입금	639	330	92	-262	-694

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	539	563	690	784	797
당기순이익	332	405	479	527	582
비현금항목의 가감	927	916	841	892	889
감가상각비	515	543	564	603	584
외환손익	-11	22	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	422	351	277	290	305
자산부채의 증감	-571	-567	-471	-460	-481
기타현금흐름	-148	-191	-158	-174	-193
투자활동 현금흐름	-383	-323	-429	-447	-481
투자자산	-5	0	3	2	2
유형자산	-366	-325	-433	-436	-473
기타	-12	2	1	-14	-9
재무활동 현금흐름	-165	-182	-188	-187	-194
단기차입금	129	-160	-100	-100	-100
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-260	0	-87	-87	-94
기타	-34	-21	0	0	0
현금의 증감	-9	55	136	253	330
기초 현금	69	61	116	252	506
기말 현금	61	116	252	506	836
NOPLAT	337	454	489	534	591
FCF	459	671	590	656	662

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이나연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코웨이(021240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.05.13	21.02.18	21.01.15	20.12.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	94,000	94,000	94,000	94,000
과리율(평균%)		(26.57)	(23.24)	(22.91)
과리율(최대/최소%)		(19.89)	(19.89)	(19.89)

제시일자	21.05.13	21.02.18	21.01.15	20.12.15
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				

제시일자	21.05.13	21.02.18	21.01.15	20.12.15
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.8%	9.3%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상