

2021. 5. 13

플랫폼비즈니스팀

조상훈
Analyst
sanghoonpure.cho@samsung.com

안재현
Research Associate
jaehyeon.ahn@samsung.com

▶ AT A GLANCE

| | | |
|----------------|---------------------|-------|
| 투자의견 | BUY | |
| 목표주가 | 90,000원 | 28.8% |
| 현재주가 | 69,900원 | |
| 시가총액 | 5,2조원 | |
| Shares (float) | 73,799,619주 (73.2%) | |
| 52주 최저/최고 | 60,800원/88,700원 | |
| 60일-평균거래대금 | 198.4억원 | |

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

| | 1M | 6M | 12M |
|--------------------|-----|-------|-------|
| 코웨이 (%) | 2.8 | -5.7 | 14.8 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | 1.9 | -26.1 | -30.2 |

▶ KEY CHANGES

| (원) | New | Old | Diff |
|-----------|--------|--------|------|
| 투자의견 | BUY | BUY | |
| 목표주가 | 90,000 | 90,000 | 0.0% |
| 2021E EPS | 6,054 | 6,013 | 0.7% |
| 2022E EPS | 6,709 | 6,525 | 2.8% |

▶ SAMSUNG vs THE STREET

| | |
|-----------------|--------|
| No of estimates | 6 |
| Target price | 93,200 |
| Recommendation | 4.0 |

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

코웨이 (021240)

해외를 휩쓸고 있는 K-렌탈의 힘

- 1Q21 영업이익 1,707억 (+23.0% y-y) 기록하며 컨센서스 14% 상회. 해외는 역대 최대 실적을 기록하였고, 국내도 최악의 영업상황에서 벗어남
- 올해 보수적인 가이던스 (매출 +8.1%, 영업이익 +0.6%)에 내재된 각종 비용 상승이 미래 기업 가치 제고로 이어진다면 밸류에이션 재평가 기대
- BUY 투자의견과 목표주가 90,000원 (DCF 방식) 유지

WHAT'S THE STORY?

1Q21 매출과 영업이익은 8,790억 (+14.3% y-y), 1,707억 (+23.0% y-y)을 기록하며, 컨센서스 14% 상회. 국내는 코로나19 여파로 환경가전 매출 1.7% 증가하는데 그쳤고, 렌탈 판매량은 15.0% 감소. 해외는 역대 최고 실적을 기록하며 전사 실적 호조를 견인하였음. 말레이시아는 렌탈 계정 증가에 따라 매출 57% 증가하였고, 렌탈자산폐기손실 감소, 프로모션 축소 및 금융리스 판매 확대로 영업이익 123% 증가. 미국 또한 방판, 시판 채널이 모두 호조를 보이며 매출과 영업이익 각각 +58%, +121% 증가.

대외적인 경기와 무관하게 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 매력적이라는 판단. 향후 관건은, 1) 해외 사업의 호실적 지속성과 2) 코로나19 이후 트렌드에 부합하는 셀프 관리형 제품의 성공 여부. 해외 사업은 향후에도 높은 성장성을 유지할 수 있다고 판단하는데, 1) 말레이시아 신규 계정 수가 빠르게 증가하고 있고, 2) 공기청정기, 매트리스 등 정수기 이외로 카테고리 확장이 나타나고 있으며, 3) 미국은 온라인 시판 채널 중심으로 판매 호조가 지속되고 있기 때문. 한편, 동사는 변화하는 렌탈 시장에서 소비자들의 니즈를 충족시킬 수 있는 제품 개발과 관리 방식에 초점을 두고 투자를 집행 중. 이로 인해 단기적으로는 이익 증가는 제한적이지만, 장기적인 관점에서는 기업 가치 제고로 이어질 수 있다는 판단.

코웨이 1Q21 review

| (십억원) | 1Q21 | 4Q20 | 전분기 대비 (%) | 1Q20 | 전년동기 대비 (%) | 컨센서스 | 차이 (%) | 삼성증권 추정 | 차이 (%) |
|----------------|-------|-------|------------|-------|-------------|-------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 879.0 | 862.6 | 1.9 | 768.9 | 14.3 | 846.9 | 3.8 | 830.9 | 5.8 |
| 영업이익 | 170.7 | 129.8 | 31.5 | 138.9 | 23.0 | 150.0 | 13.8 | 151.1 | 13.0 |
| 세전이익 | 174.7 | 93.3 | 87.2 | 138.3 | 26.3 | 142.3 | 22.8 | 146.2 | 19.5 |
| 지배주주순이익 | 125.8 | 67.4 | 86.5 | 101.6 | 23.8 | 103.0 | 22.1 | 111.1 | 13.2 |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 19.4 | 15.0 | | 18.1 | | 17.7 | | 18.2 | |
| 세전이익 | 19.9 | 10.8 | | 18.0 | | 16.8 | | 17.6 | |
| 지배주주순이익 | 14.3 | 7.8 | | 13.2 | | 12.2 | | 13.4 | |

Valuation 및 실적 추정 요약

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS | EPS 성장률 (%) | P/E (배) | 순부채 (십억원) | EV/EBITDA (배) | P/B (배) | ROE (%) |
|-------|-------|------|------|-----|-------|-------------|---------|-----------|---------------|---------|---------|
| 2019 | 3,019 | 458 | 451 | 332 | 4,511 | -4.7 | 20.6 | 639 | 7.7 | 6.2 | 30.7 |
| 2020 | 3,237 | 606 | 540 | 405 | 5,486 | 21.6 | 13.3 | 330 | 5.0 | 3.5 | 31.5 |
| 2021E | 3,566 | 630 | 596 | 446 | 6,054 | 10.4 | 11.5 | 213 | 4.7 | 2.7 | 26.8 |
| 2022E | 3,925 | 694 | 651 | 495 | 6,709 | 10.8 | 10.4 | 129 | 4.3 | 2.2 | 24.2 |
| 2023E | 4,272 | 762 | 720 | 547 | 7,506 | 11.9 | 9.3 | 56 | 4.0 | 1.9 | 22.1 |

참고: 순이익과 BPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,019 | 3,237 | 3,566 | 3,925 | 4,272 |
| 매출원가 | 1,010 | 1,044 | 1,170 | 1,273 | 1,381 |
| 매출총이익 | 2,009 | 2,193 | 2,395 | 2,652 | 2,891 |
| (매출총이익률, %) | 66.5 | 67.8 | 67.2 | 67.6 | 67.7 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,550 | 1,587 | 1,765 | 1,958 | 2,129 |
| 영업이익 | 458 | 606 | 630 | 694 | 762 |
| (영업이익률, %) | 15.2 | 18.7 | 17.7 | 17.7 | 17.8 |
| 영업외손익 | -7 | -66 | -34 | -43 | -43 |
| 금융수익 | 1 | 1 | 27 | 31 | 33 |
| 금융비용 | 22 | 21 | 48 | 54 | 61 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 14 | -46 | -14 | -20 | -15 |
| 세전이익 | 451 | 540 | 596 | 651 | 720 |
| 법인세 | 119 | 136 | 150 | 156 | 173 |
| (법인세율, %) | 26.4 | 25.1 | 25.2 | 24.0 | 24.0 |
| 계속사업이익 | 332 | 405 | 446 | 495 | 547 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순이익 | 332 | 405 | 446 | 495 | 547 |
| (순이익률, %) | 11.0 | 12.5 | 12.5 | 12.6 | 12.8 |
| 지배주주순이익 | 333 | 405 | 447 | 496 | 549 |
| 비지배주주순이익 | -1 | -0 | -1 | -2 | -2 |
| EBITDA | 973 | 1,150 | 1,151 | 1,224 | 1,300 |
| (EBITDA 이익률, %) | 32.2 | 35.5 | 32.3 | 31.2 | 30.4 |
| EPS (지배주주) | 4,511 | 5,486 | 6,060 | 6,727 | 7,440 |
| EPS (연결기준) | 4,501 | 5,484 | 6,041 | 6,703 | 7,411 |
| 수정 EPS (원)* | 4,511 | 5,486 | 6,054 | 6,709 | 7,506 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름 | 539 | 563 | 761 | 795 | 837 |
| 당기순이익 | 332 | 405 | 446 | 495 | 547 |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 927 | 916 | 715 | 722 | 727 |
| 유형자산 감가상각비 | 505 | 534 | 511 | 520 | 528 |
| 무형자산 상각비 | 10 | 9 | 9 | 10 | 9 |
| 기타 | 412 | 373 | 194 | 192 | 189 |
| 영업활동 자산부채 변동 | -571 | -567 | -245 | -244 | -233 |
| 투자활동에서의 현금흐름 | -383 | -323 | -520 | -576 | -621 |
| 유형자산 증감 | -366 | -325 | -454 | -510 | -554 |
| 장단기금융자산의 증감 | -73 | -79 | -69 | -71 | -71 |
| 기타 | 56 | 81 | 4 | 5 | 4 |
| 재무활동에서의 현금흐름 | -165 | -182 | -146 | -158 | -166 |
| 차입금의 증가(감소) | 171 | -170 | -7 | -7 | -7 |
| 자본금의 증가(감소) | 3 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -260 | 0 | -89 | -89 | -89 |
| 기타 | -78 | -27 | -51 | -62 | -71 |
| 현금증감 | -9 | 55 | 95 | 61 | 50 |
| 기초현금 | 69 | 61 | 116 | 211 | 272 |
| 기말현금 | 61 | 116 | 211 | 272 | 322 |
| Gross cash flow | 1,259 | 1,321 | 1,161 | 1,216 | 1,274 |
| Free cash flow | 149 | 238 | 307 | 285 | 283 |

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 767 | 897 | 1,067 | 1,191 | 1,300 |
| 현금 및 현금등가물 | 61 | 116 | 211 | 272 | 322 |
| 매출채권 | 310 | 317 | 335 | 366 | 385 |
| 재고자산 | 113 | 134 | 139 | 146 | 159 |
| 기타 | 283 | 330 | 381 | 407 | 435 |
| 비유동자산 | 2,088 | 2,132 | 2,381 | 2,680 | 3,051 |
| 투자자산 | 19 | 15 | 13 | 13 | 13 |
| 유형자산 | 1,271 | 1,225 | 1,163 | 1,147 | 1,167 |
| 무형자산 | 168 | 140 | 136 | 132 | 128 |
| 기타 | 630 | 752 | 1,068 | 1,388 | 1,743 |
| 자산총계 | 2,855 | 3,029 | 3,447 | 3,872 | 4,351 |
| 유동부채 | 1,587 | 1,417 | 1,479 | 1,497 | 1,518 |
| 매입채무 | 58 | 69 | 76 | 80 | 89 |
| 단기차입금 | 861 | 700 | 693 | 686 | 679 |
| 기타 유동부채 | 668 | 648 | 710 | 732 | 750 |
| 비유동부채 | 191 | 122 | 120 | 119 | 120 |
| 사채 및 장기차입금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 기타 비유동부채 | 181 | 112 | 111 | 110 | 111 |
| 부채총계 | 1,778 | 1,539 | 1,599 | 1,617 | 1,638 |
| 지배주주지분 | 1,078 | 1,491 | 1,850 | 2,256 | 2,714 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 132 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 이익잉여금 | 954 | 1,365 | 1,724 | 2,130 | 2,588 |
| 기타 | -49 | -62 | -62 | -62 | -62 |
| 비지배주주지분 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 자본총계 | 1,077 | 1,490 | 1,849 | 2,255 | 2,713 |
| 순부채 | 639 | 330 | 213 | 129 | 56 |

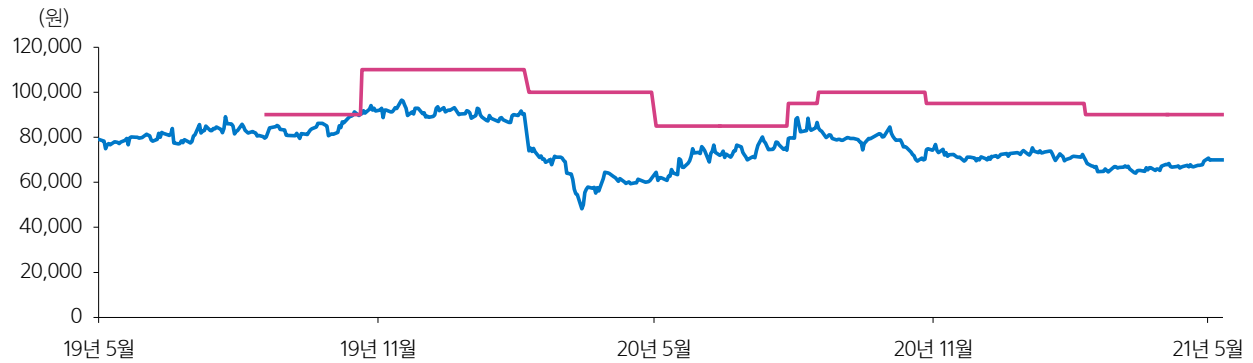
재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%) | | | | | |
| 매출액 | 11.5 | 7.2 | 10.1 | 10.1 | 8.9 |
| 영업이익 | -11.8 | 32.3 | 3.9 | 10.1 | 9.9 |
| 순이익 | -5.0 | 21.8 | 10.2 | 11.0 | 10.6 |
| 수정 EPS** | -4.7 | 21.6 | 10.4 | 10.8 | 11.9 |
| 주당지표 | | | | | |
| EPS (지배주주) | 4,511 | 5,486 | 6,060 | 6,727 | 7,440 |
| EPS (연결기준) | 4,501 | 5,484 | 6,041 | 6,703 | 7,411 |
| 수정 EPS** | 4,511 | 5,486 | 6,054 | 6,709 | 7,506 |
| BPS | 14,931 | 20,554 | 25,498 | 31,095 | 37,412 |
| DPS (보통주) | 2,400 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| Valuations (배) | | | | | |
| P/E*** | 20.6 | 13.3 | 11.5 | 10.4 | 9.3 |
| P/B*** | 6.2 | 3.5 | 2.7 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 5.0 | 4.7 | 4.3 | 4.0 |
| 비율 | | | | | |
| ROE (%) | 30.7 | 31.5 | 26.8 | 24.2 | 22.1 |
| ROA (%) | 12.7 | 13.8 | 13.8 | 13.5 | 13.3 |
| ROIC (%) | 20.0 | 25.5 | 24.4 | 23.6 | 22.5 |
| 배당성향 (%) | 52.1 | 21.5 | 19.5 | 17.5 | 15.9 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 2.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 순부채비율 (%) | 59.3 | 22.1 | 11.5 | 5.7 | 2.1 |
| 이자보상배율 (배) | 20.9 | 28.6 | 31.0 | 32.8 | 36.5 |

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

| 일 자 | 2019/8/28 | 10/30 | 2020/2/17 | 5/11 | 8/6 | 8/26 | 11/5 | 2021/2/18 |
|-------------|-----------|---------|-----------|--------|--------|---------|--------|-----------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| TP (₩) | 90,000 | 110,000 | 100,000 | 85,000 | 95,000 | 100,000 | 95,000 | 90,000 |
| 과리율 (평균) | -6.26 | -17.37 | -36.78 | -15.70 | -11.13 | -22.08 | -24.10 | |
| 과리율 (최대/최소) | 1.44 | -12.27 | -24.80 | -5.76 | -6.63 | -15.50 | -19.16 | |

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 3월 31일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM