유진투자증권

코웨이(021240)

해외 성장세에 주목할 때

2021.05.31

Initiation

투자의견: BUY(신규)

목표주가: 100,000원(신규)

현재주가: 81,200원(5/28)

시가총액: 5,993(십억원)

Mobile/Device 노경탁_ 02)368-6647_kyoungkt@eugenefn.com

해외 렌탈시장의 빠른 성장 주목

1Q21 해외법인 합산 매출액은 2,942 억원(+56.4%yoy)로 역대 최대 매출액을 기록하였으며, 해외 계정도 말레이시아의 판매호조로 211 만(+33%yoy) 계정으로 증가하였다. 중저가 신규 제품군이 신흥시장에서 좋은 반응을 보이고 있으며, 현지 인지도가 높아지면서 수익성이 좋아지는 규모의 경제를 달성해나가고 있다. 말레이시아 외에도 가전 수요가 높아지는 1 인당 GDP 1 만달러에 근접하고 있는 태국, 인도네시아, 베트남 등에서 해외매출이 본격화될 경우, 상당한 성장 잠재력을 가지게 될 것으로 판단된다. 특히, COVID-19 이후 경기 회복세에 따라, 2021 년 말레이시아 1 인당 GDP 는 전년대비 13% 증가한 11,600 달러, 태국은 7.1% 증가한 7,700 달러, 인도네시아는 8.5% 증가한 4,260 달러로 전망되며, 소득증가에 따른 렌탈 가전 소비 증가 효과가 클 것으로 판단된다.

2021 년 영업이익 6,784 억원(+11.9%yoy) 전망

2021 년 실적은 매출액 3 조 6,351 억원(+12.3%yoy), 영업이익 6,784 억원(+11.9%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 국내 사업은 COVID-19 으로 인한 방문판매 둔화 및 경쟁업체들의 진입으로 2020 년 성장세가 둔화되었으나, 서비스매니저 영업 정상화 및 공기청정기/매트리스 등 신렌탈가전 수요 증가로 실적 성장세를 높일 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 '100,000 원'으로 신규 커버리지 개시

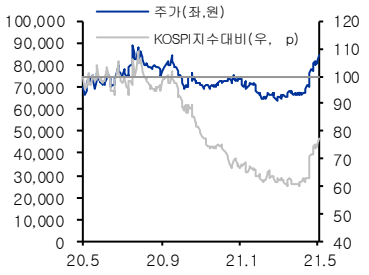
코웨이에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 '100,000 원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS(6,611 원)에 최근 3 년 평균 P/E 15.8 배를 적용하였다. Global Peer 인 Amway Malaysia 와 쿠쿠전자의 P/E Valuation 은 각각 14.4 배, 10.2 배이며, 각 시장에서의 점유율 및 매출액 차이(Amway Malaysia 매출액 3,236 억원)를 감안할 경우, 추가적인 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 판단된다.

발행주식수	73,800천주
52주 최고가	93,300원
최저가	63,800원
52주 일간 Beta	0.62
60일 일평균거래대금	250억원
외국인 지분율	58.6%
배당수익률(2021F)	1.5%
주주구성	
넷마블	25.1%
국민연금공단	7.3%

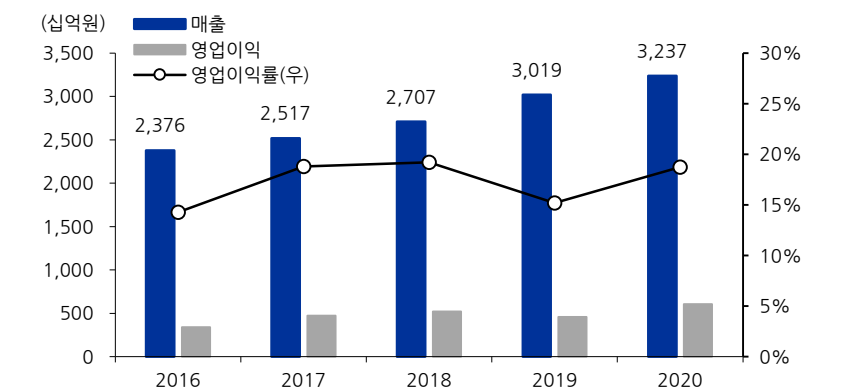
	1M	6M	12M
주가상승률	19.8%	14.0%	21.6%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	100,000		-
영업이익(21)	621		-
영업이익(22)	671		-

결산기(12월)	2020A	2021E	2022E
매출액(십억원)	3,237	3,635	3,981
영업이익(십억원)	606	678	744
세전계속사업손익(십억원)	540	651	711
당기순이익(십억원)	405	483	540
EPS(원)	5,486	6,550	7,326
증감률(%)	21.6	19.4	11.8
PER(배)	13.3	12.4	11.1
ROE(%)	31.5	28.6	25.6
PBR(배)	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA(배)	5.0	4.4	3.9



코웨이 실적 추이



자료: 코웨이, 유진투자증권

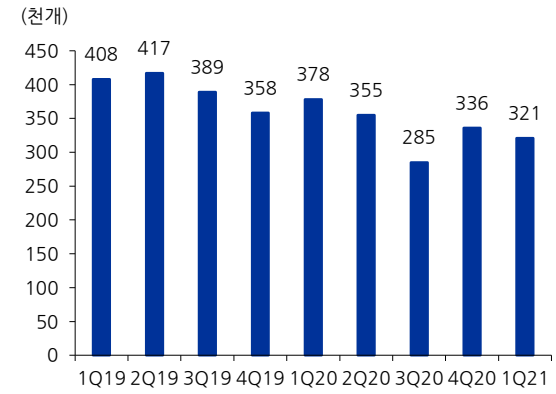
도표 1. 코웨이 분기별 실적 전망(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %)

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021F	2022F
실적(십억원)												
매출액	**3,019**	**769**	**806**	**800**	**863**	**3,237**	**879**	**893**	**923**	**940**	**3,635**	**3,981**
영업이익	**458**	**139**	**169**	**169**	**130**	**606**	**171**	**166**	**172**	**170**	**678**	**744**
세전이익	**451**	**138**	**160**	**149**	**93**	**540**	**175**	**156**	**162**	**159**	**651**	**711**
순이익	**332**	**102**	**119**	**117**	**67**	**405**	**126**	**118**	**123**	**121**	**488**	**540**
수익성(%)												
영업이익률	15.2	18.1	21.0	21.1	15.0	18.7	19.4	18.6	18.6	18.1	18.7	18.7
세전이익률	15.0	18.0	19.8	18.6	10.8	16.7	19.9	17.4	17.5	17.0	17.9	17.9
순이익률	11.0	13.2	14.8	14.6	7.8	12.5	14.3	13.2	13.3	12.9	13.4	13.6
지역별 실적(십억원)												
지역별 매출액												
국내	2,531	629	655	641	667	2,593	675	685	694	699	2,753	2,894
해외	488	140	150	159	195	645	204	208	229	241	882	1,087
지역별 영업이익												
국내	395	116	136	125	79	456	112	117	121	117	467	497
해외	64	23	33	44	51	151	59	49	51	53	212	247
지역별 영업이익률(%)												
국내	15.6	18.4	20.7	19.5	11.8	17.6	16.6	17.1	17.4	16.7	16.9	17.2
해외	13.0	16.5	22.1	27.5	26.1	23.4	28.7	23.5	22.2	22.1	24.0	22.7

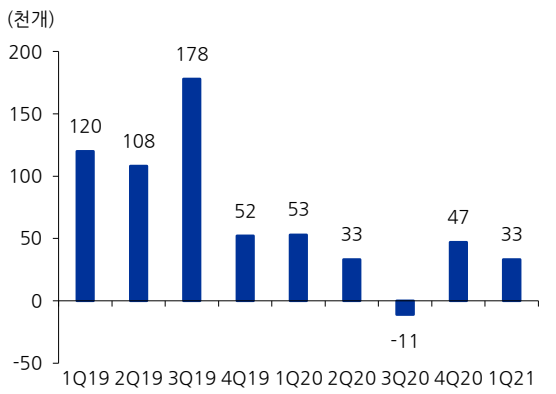
자료: 유진투자증권

도표 2. 국내 렌탈 판매량



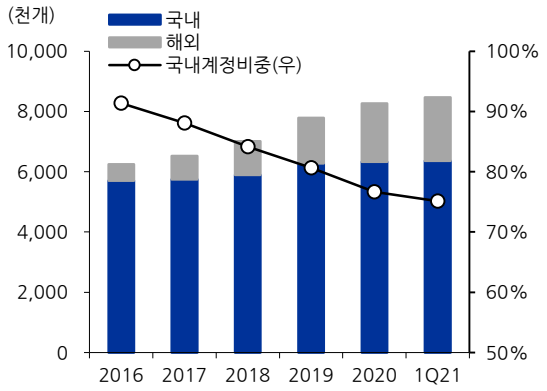
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 3. 국내 렌탈 계정 순증



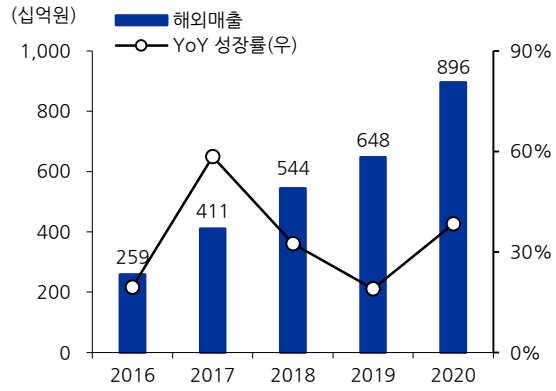
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 4. 국내 및 해외 계정 수



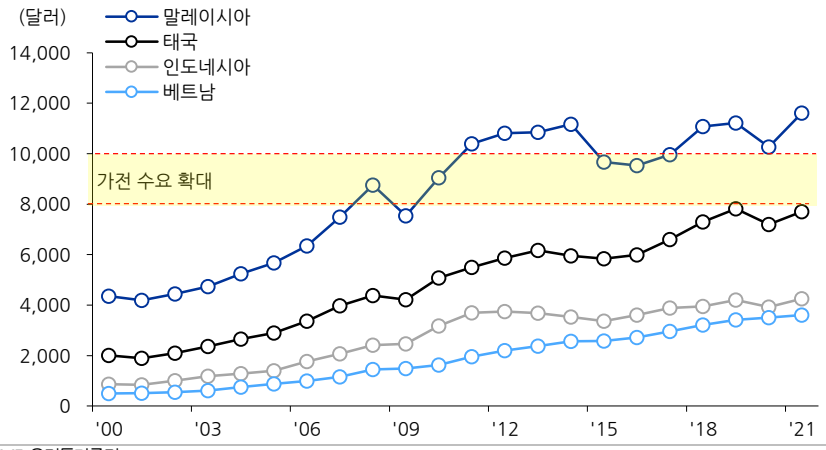
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 5. 해외사업 매출 성장



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 6. 동남아 국가들의 1 인당 GDP 성장 – 가전 수요 증가



자료: IMF, 유진투자증권

도표 7. 정수기

자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 8. 공기청정기

자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 9. 비데

자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 10. 매트리스

자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 11. 코웨이 제품 라인업

자료: 코웨이, 유진투자증권

코웨이(021240.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**2,855**	**3,029**	**3,313**	**3,784**	**4,288**
유동자산	767	897	1,973	2,523	3,050
현금성자산	241	378	1,410	1,907	2,398
매출채권	345	327	361	398	424
재고자산	113	134	144	158	169
비유동자산	2,088	2,132	1,340	1,261	1,238
투자자산	161	141	147	153	159
유형자산	1,271	1,225	1,057	977	952
기타	656	766	136	131	127
부채총계	**1,778**	**1,539**	**1,427**	**1,446**	**1,452**
유동부채	1,587	1,417	1,316	1,348	1,372
매입채무	239	260	285	314	334
유동성이자부채	876	715	715	715	715
기타	472	442	317	320	323
비유동부채	191	122	111	98	80
비유동이자부채	36	28	13	(4)	(26)
기타	155	94	98	102	106
자본총계	**1,077**	**1,490**	**1,886**	**2,338**	**2,837**
지배지분	1,078	1,491	1,888	2,340	2,838
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
이익잉여금	954	1,365	1,761	2,214	2,712
기타	(49)	(62)	(62)	(62)	(62)
비지배지분	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	**1,077**	**1,490**	**1,886**	**2,338**	**2,837**
총차입금	912	742	727	710	688
순차입금	672	365	(682)	(1,197)	(1,709)

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**3,019**	**3,237**	**3,635**	**3,981**	**4,321**
증가율(%)	11.5	7.2	12.3	9.5	8.5
매출원가	1,010	1,044	1,202	1,301	1,424
매출총이익	**2,009**	**2,193**	**2,433**	**2,680**	**2,896**
판매 및 일반관리비	1,550	1,587	1,754	1,936	2,093
기타영업손익	18	2	11	10	8
영업이익	**458**	**606**	**678**	**744**	**804**
증가율(%)	(11.8)	32.3	11.9	9.6	8.0
EBITDA	**973**	**1,150**	**1,220**	**1,233**	**1,272**
증가율(%)	25.5	18.1	6.1	1.0	3.2
영업외손익	**(7)**	**(66)**	**(27)**	**(33)**	**(32)**
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	22	21	19	18	17
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	14	(46)	(10)	(16)	(16)
세전순이익	**451**	**540**	**651**	**711**	**772**
증가율(%)	(3.7)	19.7	20.5	9.2	8.5
법인세비용	119	136	168	171	185
당기순이익	**332**	**405**	**483**	**540**	**586**
증가율(%)	(5.0)	21.8	19.4	11.8	8.5
지배주주지분	333	405	483	541	587
증가율(%)	(4.9)	21.6	19.4	11.8	8.5
비지배지분	(1)	0	0	0	0(
EPS(원)	**4,511**	**5,486**	**6,550**	**7,326**	**7,951**
증가율(%)	(4.6)	21.6	19.4	11.8	8.5
수정EPS(원)	4,511	5,486	6,550	7,326	7,951
증가율(%)	(4.6)	21.6	19.4	11.8	8.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**794**	**814**	**1,509**	**1,014**	**1,045**
당기순이익	332	405	483	540	586
자산상각비	515	543	542	489	468
기타비현금성손익	(11)	22	501	4	4
운전자본증감	(317)	(316)	(17)	(20)	(13)
매출채권감소(증가)	(4)	(22)	(34)	(37)	(26)
재고자산감소(증가)	(5)	(25)	(10)	(15)	(10)
매입채무증가(감소)	(9)	43	24	29	21
기타	(299)	(311)	3	3	3
투자현금	**(649)**	**(588)**	**(386)**	**(421)**	**(456)**
단기투자자산감소	(260)	(262)	(11)	(11)	(12)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	391	325	365	400	434
유형자산처분	25	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(1)	(4)	(4)	(4)
재무현금	**(154)**	**(168)**	**(102)**	**(106)**	**(111)**
차입금증가	125	(168)	(15)	(17)	(22)
자본증가	(260)	(87)	(87)	(89)	(89)
배당금지급	260	87	87	89	89
현금 증감	**(9)**	**55**	**1,021**	**487**	**479**
기초현금	69	61	116	1,137	1,624
기말현금	61	116	1,137	1,624	2,103
Gross Cash flow	1,259	1,321	1,526	1,033	1,059
Gross Investment	705	641	393	430	458
Free Cash Flow	**553**	**679**	**1,134**	**603**	**601**

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,550	7,326	7,951
BPS	14,611	20,207	25,578	31,704	38,454
DPS	2,400	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배,%)					
PER	20.6	13.3	12.4	11.1	10.2
PBR	6.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.7	5.0	4.4	3.9	3.4
배당수익율	2.6	1.7	1.5	1.5	1.5
PCR	5.5	4.1	3.9	5.8	5.7
수익성(%)					
영업이익율	15.2	18.7	18.7	18.7	18.6
EBITDA이익율	32.2	35.5	33.6	31.0	29.4
순이익율	11.0	12.5	13.3	13.6	13.6
ROE	30.7	31.5	28.6	25.6	22.7
ROIC	25.7	36.5	41.4	48.2	53.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	62.4	24.5	(36.2)	(51.2)	(60.3)
유동비율	48.3	63.3	149.9	187.1	222.3
이자보상배율	20.9	28.6	36.3	41.4	46.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.0	9.6	10.6	10.5	10.5
재고자산회전율	28.0	26.2	26.2	26.4	26.4
매입채무회전율	13.0	13.0	13.3	13.3	13.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

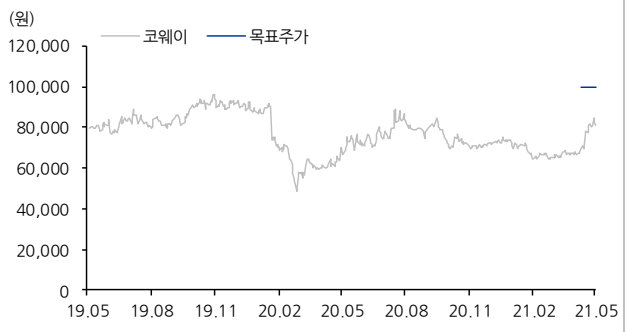
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2021-05-31	Buy	100,000	1년		

코웨이(021240.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 노경탁