

Company Update

Analyst 안지영, 황병준

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	105,000원
현재가 (11/8)	80,800원

KOSPI (11/8)	2,960.20pt
시가총액	5,963십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	87,600원
최저가	64,100원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	59.8%
배당수익률 (2021F)	1.5%

주구조성	
넷마블 외 6 인	25.11%
국민연금공단	8.54%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	9%	26%	-12%
절대기준	9%	16%	8%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	105,000	105,000	-
EPS(21)	6,495	6,353	▲
EPS(22)	7,018	7,008	▲

코웨이 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

말레이시아의 건조함과 R&D 차별화

21.3Q(yoy) 연결 매출액 +7%, 영업이익 -3%(일회성 고려하면 기대치 부합)

21.3Q(yoy) 환경가전 사업은 매출액 5,562억원(+9.6% yoy), 렌탈 매출액 3,805억원(-4.8% yoy)을 시현했다. 국내 렌탈 판매는 33만(+15.8% yoy) 계정, 순증 8.4만(20.3Q -1.1만)으로 1Q 3.3만 2Q 6.1만 대비 뚜렷한 회복세가 확인되었다. 전년동기 노조 파업에 따른 기저효과 작용했지만 상반기 대비 프리미엄 신제품 판매, 금융리스 카테고리 기존 3개에서 5개로 확대 효과도 작용했다. 3분기 금융리스(1,369억원, +139% yoy) 매출액은 분기 최고치를 경신했다. 한편 연결 영업이익은 전년동기 일회성 충당금 환입 128억원을 제외하면 5.1%(yoy) 증가로 판단된다.

말레이시아 주도 해외 매출액 +39%(yoy), 해외 영업이익 전사 중 33%

21.3Q(yoy) 연결 매출액은 9,340억원(+16.7%), 영업이익 1,638억원(-2.9%), 순이익 1,365억원(+16.9%)을 시현했다. 1) 별도 매출액 6,864억원(+7% yoy)으로 금융리스 호조 2) 해외법인 매출액 3,331억원(+39.2% yoy)으로 말레이시아(매출액 43%, 영업이익 85% yoy), 미국(매출액 12%, 영업이익 -61% yoy)의 고성장세가 이어졌으며 영업이익률도 말레이시아 21.4%, 미국 8% 등 높은 수익성을 유지했다. 특히 말레이시아는 7월 락다운에도 접수 증가가 이어져 8월 9월 신규 설치가 급증했으며 매트리스 카테고리가 더해져 렌탈 계정수도 해외 총계정 240만 중 90%를 상회한 것으로 추정된다. 미국은 전년동기 캘리포니아 산불로 인한 시판 매출 급증, 코로나19로 인한 마케팅 판촉비 절감으로 베이스 부담이 작용했다.

R&D 강화로 상품력 강화, 국내외 건조한 펀더멘탈 지속 전망

코웨이의 3분기 실적과 2022년 전망치를 반영하며 기존 목표주가 105,000원[표 3] 매수 의견을 유지한다. 당사는 연초 보수적인 가이던스를 제시했는데 전년대비 인건비, 광고 마케팅비, 금융리스와 프리미엄 제품 증가에 따른 원가 상승 등에 기인한다. 그럼에도 21년 1분기 해외 총계정이 210만을 상회, 3분기 240만을 시현하며 해외 펀더멘탈을 더욱 확고히 했다. 해외 부문 경쟁력은 국내 사업의 변동성 부담을 상쇄해 줄 것으로 판단된다. 코웨이는 2021년에도 조직 정비와 R&D, 고객 마케팅 중심의 PMI에 주력한 가운데 3분기 국내외 펀더멘탈 강화가 확인되었기 때문이다. 2022년 상반기 국내 환경가전 사업도 프리미엄 제품 라인업을 기반 분기 평균 5만 이상의 계정 수준이 가능할 전망이다.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,635	3,962	4,258
영업이익	458	606	634	701	830
세전이익	451	540	655	693	818
지배주주순이익	333	405	479	518	605
EPS(원)	4,511	5,486	6,495	7,018	8,201
증가율(%)	-4.7	21.6	18.4	8.1	16.8
영업이익률(%)	15.2	18.7	17.4	17.7	19.5
순이익률(%)	11.0	12.5	13.2	13.1	14.2
ROE(%)	30.7	31.5	28.4	24.7	23.6
PER	20.6	13.3	12.4	11.5	9.9
PBR	6.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.9	5.2	6.1	6.0	4.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

21.3Q(yoy) 연결 영업이익 중 해외 비중 33%, 해외 계정 비중 27%

표 1. 코웨이 IFRS 21.3Q 부문별 매출액 및 연결 실적 현황

(단위: 억원, %, p)

21.3Q yoy(컨센서스) 연결기준

매출액 +17%(2%)
 영업이익 -2.9%(-3.7%)
 순이익 +16.9%(+11.9%)
 총 계정수 887만
 국내 647만 (+2.6% yoy)
 해외 240만 (+32.7% yoy)
 해외법인매출 +39.2(yoy)
 말레이시아
 매출 +43%, 영업이익 +85%

	20.3Q	21.1Q	21.3Q(P)	QoQ	YoY	컨센서스	차이
별도매출액	6,415	7,109	6,864	-3.4	7.0	6,977	-1.6
렌탈	3,995	3,887	3,805	-2.1	-4.8		
금융리스	573	1,274	1,369	7.5	138.9		
멤버십	246	237	231	-2.6	-6.1		
일시불	236	158	125	-20.8	-47.0		
수출	1,203	1,399	1,199	-14.3	-0.3		
화장품	137	121	102	-15.5	-25.5		
기타	24	32	33	1.7	37.5		
연결매출액	8,004	9,054	9,340	3.2	16.7	9,156	2.0
연결매출총이익	5,363	5,942	6,034	1.6	12.5	6,137	-1.7
연결영업이익	1,686	1,664	1,638	-1.6	-2.9	1,702	-3.7
GPM	67.0	65.6	64.6	-1.0	-2.4	67.0	-2.4
OPM	21.1	18.4	17.5	-0.8	-3.5	18.6	-1.0
연결순이익	1,168	1,158	1,365	17.9	16.9	1,220	11.9

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 코웨이 부문별 21년 3분기 별도 및 연결 실적 반영 및 전망

(단위: 억원, %, p)

	2021				2021F 기준	YoY	2021				2021F 변경	YoY
	1Q	2Q	3QF	4QF			1Q	2Q	3QP	4QF		
매출액(별도)	6,747	6,838	6,871	6,832	27,288	7.8	6,747	6,838	6,864	6,832	27,281	7.8
렌탈	3,944	3,977	4,007	3,925	15,853	0.8	3,944	3,977	3,805	3,925	15,651	-0.5
금융리스	980	896	881	923	3,680	42.4	980	896	1,369	923	4,168	61.3
멤버십	241	245	241	237	964	-10.2	241	245	231	237	954	-11.2
일시불	188	311	291	300	1,090	-32.4	188	311	125	300	924	-42.7
수출	1,246	1,259	1,305	1,295	5,105	48.6	1,246	1,259	1,199	1,295	4,999	45.5
화장품	116	121	131	115	483	-36.7	116	121	102	115	454	-40.5
기타	31	29	15	37	112	-3.7	31	29	33	37	130	11.8
연결매출액	8,790	9,051	8,819	9,156	35,816	18.6	8,790	9,054	9,340	9,156	36,340	20.4
연결매출총이익	5,798	5,964	5,859	6,144	23,765	18.3	5,798	5,942	6,034	6,144	23,918	19.1
GPM	66.0	65.9	66.4	67.1	66.4	-0.2	66.0	65.6	64.6	67.1	65.8	-0.7
영업이익	1,707	1,728	1,721	1,334	6,490	41.6	1,707	1,664	1,638	1,334	6,343	38.4
OPM	19.4	19.1	19.5	14.6	18.1	2.9	19.4	18.4	17.5	14.6	17.5	2.3
연결순이익	1,258	1,223	1,197	1,014	4,692	41.2	1,258	1,158	1,365	1,014	4,795	44.4

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 목표주가 105,000원, 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기준	변경
실적 추정치	연결기준 21년(F) EPS 6,353/ 12개월 Forward EPS 6,771	연결기준 21년(F) EPS 6,495/ 12개월 Forward EPS 6,975
Target P/E valuation	Target P/E 16.5배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 800만 계정 상회 전망. 다만 배당성향 과거 평균 70% 19년 52%, 20F 20% 코웨이의 5년 Historical P/E 대비 10% 할인을 적용)	Target P/E 16.5배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2020년 국내외 총 800만 계정 상회 전망. 배당성향 과거 평균 70% 19년 52%, 20F 20% 코웨이의 5년 Historical P/E 대비 10% 할인을 적용)
순차입금	21년 예상 535 십억원	21년 예상 635 십억원
주식수(사업가치)	75,830(79,368억원)	75,830(80,920억원)
목표주가	104,666원	106,712원

자료: IBK투자증권

표 4. 부문별 매출(별도) 및 연결기준 과거 2년 현황

(단위: 억원, %, p)

	2019				2019	YoY	2020				2020	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q			1Q	2Q	3Q	4Q		
매출액(별도)	6,066	6,352	6,509	6,382	25,310	5.7	6,286	6,554	6,415	6,671	25,925	2.4
렌탈	3,847	3,917	3,967	3,995	15,726	2.9	4,019	4,053	3,995	3,897	15,965	1.5
금융리스	563	676	729	615	2,584	39.6	689	871	573	908	3,041	17.7
멤버십	279	270	267	257	1,073	-11.4	247	259	246	240	992	-7.6
일시불	456	435	355	366	1,613	-5.6	309	319	236	276	1,140	-29.3
수출	701	838	979	917	3,435	13.5	818	852	1,203	1,173	4,047	17.8
화장품	189	188	185	201	763	1.0	173	173	137	123	606	-20.6
기타	30	29	27	30	117	-8.7	31	26	24	54	135	16.2
연결매출액	7,093	7,555	7,596	7,946	30,189	11.5	7,689	8,055	8,004	8,626	32,374	7.2
연결매출총이익	4,764	5,064	5,090	5,167	20,085	9.8	5,217	5,548	5,363	5,807	21,935	9.2
GPM	67.2	67.0	67.0	65.0	79.8	2.8	67.9	68.9	67.0	67.3	67.8	1.2
영업이익	1,352	1,382	1,403	446	4,583	-11.8	1,389	1,692	1,686	1,298	6,065	32.3
OPM	19.1	18.3	18.5	5.6	18.2	-3.7	18.1	21.0	21.1	15.0	18.7	3.6
연결순이익	1,004	1,019	1,107	193	3,322	-5.0	1,016	1,189	1,168	674	4,047	21.8

자료: 코웨이, IBK투자증권

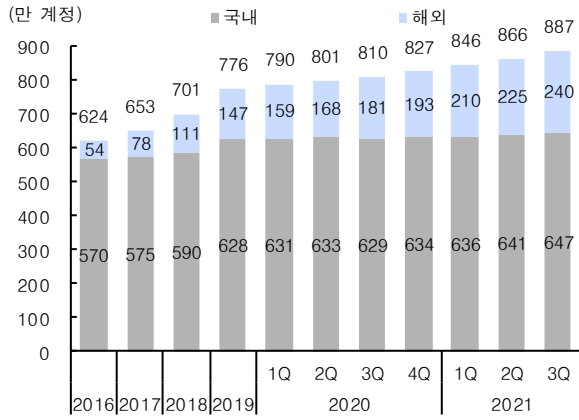
표 5. 연결 종속회사 현황 및 실적 추이

(단위: 십억원, p)

	2020				2020Y	YoY	2021			3Q YoY	
	1Q	2Q	3Q	4Q			1Q	2Q	3QP		
말레이시아	매출액	153.3	155.9	178.8	220.4	708.5	34.6	240.4	236.7	256.2	43.3
	영업이익	25.2	23.3	29.6	52.0	130.2	72.2	56.1	59.6	54.8	85.1
	OPM(%)	16.4	14.9	16.6	23.6	18.4	4.0	23.3	25.2	21.4	4.8
미국	매출액	27.2	32.1	51.8	41.4	152.4	56.6	42.9	35.8	58.0	12.0
	영업이익	2.6	4.9	11.8	0.5	19.8	503.2	5.7	0.9	4.6	-61.0
	OPM(%)	9.6	15.4	22.7	1.3	13.0	9.6	13.2	2.5	7.9	-14.8
중국	매출액	0.6	0.5	0.5	0.5	2.1	-44.8	0.5	0.8	0.6	20.0
	영업이익	-0.4	-0.3	-0.3	0.2	-0.8	적자지속	-0.2	-0.3	-0.4	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	44.2	-	-	-	-	-	-
태국	매출액	6.6	5.7	7.0	9.7	28.9	42.6	7.5	10.1	14.2	102.9
	영업이익	-0.2	-0.6	-1.1	-0.2	-2.1	적자지속	-1.9	-5.6	-2.0	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
인도네시아	매출액	0.5	0.8	1.2	1.7	4.2	1245.2	1.8	1.9	4.0	233.3
	영업이익	-0.9	-1.0	-1.2	-2.5	-5.7	적자지속	-2.0	-2.3	-1.4	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
베트남	매출액				0.0	0.0	신규사업	0.9	0.8	0.2	-
	영업이익				-0.6	-0.6	신규사업	-0.9	-1.4	-1.4	-
	OPM(%)				-	-	신규사업	-	-	-	0.0
코웨이엔텍	매출액	14.8	9.8	7.6	11.9	44.1	-45.5	10.0	22.5	20.2	165.8
	영업이익	0.0	-0.5	-1.2	-0.2	-1.9	적자전환	-0.8	0.9	0.3	흑자전환
	OPM(%)	0.1	-	-	-	-	-	-	-	1.5	17.3
아이오베드	매출액									12.1	
	영업이익									1.3	
	OPM(%)									10.7	

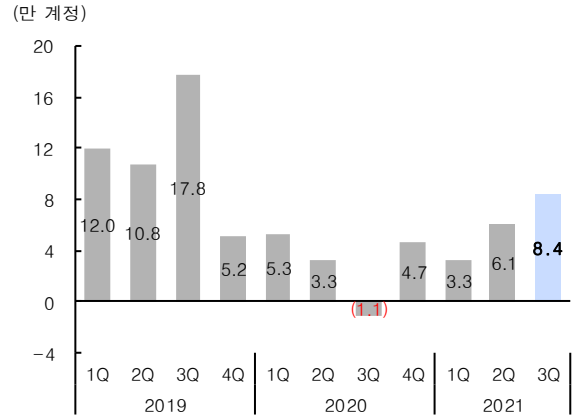
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 1. 국내 및 해외법인 총 계정



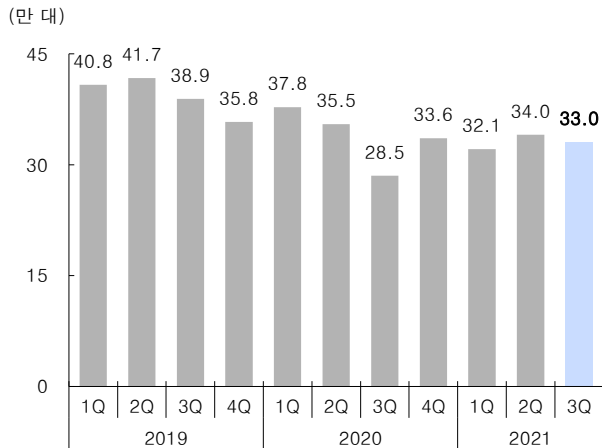
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 국내 렌탈 계정 순증 추이 - 21.3Q 8.4만 계정



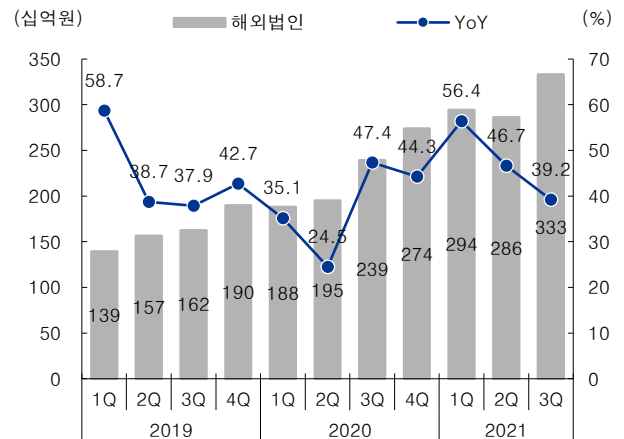
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 렌탈 판매량 - 팬데믹 영향 판매량 회복 지연



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외사업 매출 - 해외법인 매출액 3,331억원 +39.2% YoY



자료: 코웨이, IBK투자증권

코웨이 (021240)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,635	3,962	4,258
증가율(%)	11.5	7.2	12.3	9.0	7.5
매출원가	1,010	1,044	1,243	1,360	1,363
매출총이익	2,009	2,193	2,391	2,602	2,895
매출총이익률 (%)	66.5	67.7	65.8	65.7	68.0
판매비	1,550	1,587	1,757	1,902	2,065
판매비율(%)	51.3	49.0	48.3	48.0	48.5
영업이익	458	606	634	701	830
증가율(%)	-11.8	32.3	4.6	10.4	18.5
영업이익률(%)	15.2	18.7	17.4	17.7	19.5
순금융손익	-21	-20	-17	-18	-13
이자손익	-21	-20	-17	-18	-13
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	38	10	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	451	540	655	693	818
법인세	119	136	176	175	213
법인세율	26.4	25.2	26.9	25.3	26.0
계속사업이익	332	405	479	518	605
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	332	405	479	518	605
증가율(%)	-3.2	21.8	18.4	8.1	16.8
당기순이익률 (%)	11.0	12.5	13.2	13.1	14.2
지배주주당기순이익	333	405	479	518	605
기타포괄이익	-2	-9	1	0	0
총포괄이익	330	396	480	518	605
EBITDA	973	1,150	1,085	1,040	1,163
증가율(%)	25.5	18.1	-5.6	-4.1	11.8
EBITDA마진율(%)	32.2	35.5	29.8	26.2	27.3

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,495	7,018	8,201
BPS	14,611	20,207	25,538	31,377	38,103
DPS	2,400	1,200	1,200	1,500	2,000
밸류에이션(배)					
PER	20.6	13.3	12.4	11.5	9.9
PBR	6.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	7.9	5.2	6.1	6.0	4.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.5	7.2	12.3	9.0	7.5
EPS증가율	-4.7	21.6	18.4	8.1	16.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	1.7	1.5	1.9	2.6
ROE	30.7	31.5	28.4	24.7	23.6
ROA	12.7	13.8	14.1	13.5	14.8
ROIC	25.6	29.1	32.1	33.0	39.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	165.0	103.3	99.5	68.9	52.8
순차입금 비율(%)	76.7	40.5	33.7	10.6	-8.3
이자보상배율(배)	20.9	28.6	33.9	33.5	51.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.9	10.3	11.5	12.3	12.7
재고자산회전율	28.0	26.2	25.9	25.9	25.9
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	767	897	1,380	1,551	1,913
현금및현금성자산	61	116	427	518	912
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	310	317	315	327	341
재고자산	113	134	147	159	171
비유동자산	2,088	2,132	2,376	2,357	2,381
유형자산	1,271	1,225	1,176	1,086	1,065
무형자산	168	140	171	156	143
투자자산	19	15	21	23	24
자산총계	2,855	3,029	3,757	3,907	4,294
유동부채	1,587	1,417	1,269	977	856
매입채무및기타채무	58	69	77	83	89
단기차입금	861	700	596	298	213
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	191	122	605	616	628
사채	0	0	420	420	420
장기차입금	9	9	19	19	19
부채총계	1,778	1,539	1,874	1,593	1,484
지배주주지분	1,078	1,491	1,885	2,316	2,812
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
자본조정등	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄이익누계액	1	-14	-10	-10	-10
이익잉여금	954	1,365	1,754	2,185	2,682
비지배주주지분	-1	-1	-1	-2	-2
자본총계	1,077	1,490	1,883	2,314	2,810
비이자부채	891	820	812	829	804
총차입금	887	719	1,062	764	680
순차입금	826	603	635	246	-232

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	539	563	650	837	926
당기순이익	332	405	479	518	605
비현금성 비용 및 수익	927	916	626	347	345
유형자산감가상각비	505	534	435	325	319
무형자산상각비	10	9	16	15	13
운전자본변동	-571	-567	-385	-11	-11
매출채권등의 감소	-4	-22	18	-12	-13
재고자산의 감소	-5	-25	-10	-12	-12
매입채무등의 증가	-9	43	-14	6	6
기타 영업현금흐름	-149	-191	-70	-17	-13
투자활동 현금흐름	-383	-323	-399	-374	-301
유형자산의 증가(CAPEX)	-391	-325	-281	-236	-300
유형자산의 감소	25	0	0	1	2
무형자산의 감소(증가)	-3	-1	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-5	0	-6	-1	-1
기타	-9	3	-108	-138	-2
재무활동 현금흐름	-165	-182	58	-371	-530
차입금의 증가(감소)	-1	0	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-164	-182	59	-371	-530
기타 및 조정	0	-3	2	0	0
현금의 증가	-9	55	311	92	95
기초현금	69	61	116	427	518
기말현금	61	116	427	518	614

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

