

## Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675

jjahn@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 105,000원

현재가 (1/20) 71,300원

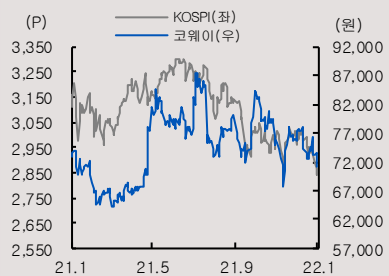
KOSPI (1/20)	2,862.68pt
시가총액	5,262십억원
발행주식수	73,800천주
액면가	500원
52주 최고가	87,600원
최저가	64,100원
60일 일평균거래대금	11십억원
외국인 지분율	60.6%
배당수익률 (2021F)	1.6%

주구조성	
넷마블 외 6 인	25.11%
국민연금공단	8.54%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	1%	6%
절대기준	-6%	-11%	-2%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	105,000	105,000	-
EPS(21)	6,520	6,495	▲
EPS(22)	6,848	6,818	▲

### 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 주가 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)

## 국내외 견고한 펀더멘탈 재확인 전망

### 21.4Q(yoy) 연결 매출액 10%, 영업이익 21% 컨센서스 상회 전망

21.4Q(yoy) 연결 매출액은 9,522억원(+10.4%), 영업이익 1,569억원(+20.9%)으로 컨센서스대비 매출액 -2.4%, 영업이익 +4.2%가 추정된다. 국내 렌탈 판매는 **33만 (+1.3% yoy)** 계정, 21년 누적 순증 20만(+3.5% yoy)으로 1Q 3.3만 2Q 6.1만, 3Q 8.4만대에서 4Q에도 3~4만으로 증가세 유지가 예상된다. 최대주주 변화 2년 동안 R&D 강화와 프리미엄 제품 판매 증가, 금융리스 카테고리 기준 3개에서 5개로 확대가 펀더멘탈 개선에 직접적인 영향을 미쳤다. 4분기 **금융리스(1,121억원, +23.5% yoy)** 매출액은 전분기 최고치 경신에 이어 1,000억원 수준을 유지한 것으로 추정된다. 국내 별도 실적은 금융리스의 규모 증가가 환경가전 매출을 주도하고 있는 것으로 판단된다.

### 해외 매출액 +27%(yoy), 해외 영업이익 전사 중 40% 비중 예상

해외법인 매출액 3,463억원(+26.5% yoy)으로 **말레이시아(매출액 29%, 영업이익 25% yoy)**, **미국(매출액 14%, 영업이익 4% yoy)**의 성장세 유지, 영업이익률도 말레이시아 23% 높은 수익성을 유지할 전망이다. 말레이시아는 3분기에 이어 4분기에도 정수기뿐만 아니라 매트리스 신규 판매와 설치가 더해져 렌탈 계정수도 해외 총계정 250만 상회한 것으로 추정된다. 미국은 2020년 코로나19로 인한 판관비 절감과 캘리포니아 산불 이슈로 시판 부문 베이스 부담이 예상된다.

### 2년간 R&D 강화 국내 프리미엄 제품 증가하며 변동성 축소

코웨이의 2021년 예상 및 2022년 전망치를 반영하며 목표주가 105,000원[표 5] 매수 의견을 유지한다. 2021년엔 인건비, 광고 마케팅비, 금융리스와 프리미엄 제품 증가에 따른 원가 상승 등 수익성 압박 요인도 있었다. 그럼에도 21년 말레이시아 법인인 계정 수만 250만이 추정되는데 전사 성장성을 견인했다. 국내 사업도 연초 우려와 달리 2021년 조직 정비와 R&D 투자를 강화한 결과 프리미엄 제품 라인업을 가시화했다. 이를 바탕으로 2022년엔 국내 환경가전 부문에서도 분기 평균 3만~5만 규모의 계정 순증이 가능할 전망이다. 코웨이의 최근 3년간(20~22년) 배당정책은 주당 연간 배당액 1,200원을 제시하고 있다. 2023년 재무구조는 순부채에서 순현금 전환이 추정되는데 3년 배당 정책(20년~22년) 업데이트가 필요한 시점 등에 근거할 때 향후 배당 정책 강화도 가능할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,671	3,988	4,421
영업이익	458	606	658	709	782
세전이익	451	540	661	687	757
지배주주순이익	333	405	481	505	553
EPS(원)	4,511	5,486	6,520	6,848	7,495
증가율(%)	-4.7	21.6	18.8	5.0	9.5
영업이익률(%)	15.2	18.7	17.9	17.8	17.7
순이익률(%)	11.0	12.5	13.1	12.7	12.5
ROE(%)	30.7	31.5	28.3	23.8	21.6
PER	20.6	13.3	11.4	10.4	9.5
PBR	6.4	3.6	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.9	5.2	5.1	4.8	3.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 코웨이 IFRS 21.4Q 부문별 매출액 및 연결 실적 전망

(단위: 억원, %, p)

21.4Q yoy(컨센서스) 연결기준	20.4Q	21.3Q	21.4Q(F)	QoQ	YoY	컨센서스	차이
별도매출액	6,671	6,864	6,832	-0.5	2.4	6,884	-0.8
렌탈	3,897	3,805	3,925	3.2	0.7		
금융리스	908	1,369	923	-32.6	1.7		
멤버십	240	231	237	2.6	-1.3		
일시불	276	125	300	140.0	8.7		
수출	1,173	1,199	1,295	8.0	10.4		
화장품	123	102	115	12.7	-6.5		
기타	54	33	37	12.1	-31.5		
연결매출액	8,626	9,340	9,522	1.9	10.4	9,755	-2.4
연결매출총이익	5,807	6,034	6,243	3.5	7.5	6,223	0.3
연결영업이익	1,298	1,638	1,569	-4.2	20.9	1,506	4.2
GPM	67.3	64.6	65.6	1.0	-1.8	63.8	1.8
OPM	15.0	17.5	16.5	-1.1	1.4	15.4	1.0
연결순이익	674	1,365	1,028	-24.7	52.5	1,017	1.1

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 코웨이 부문별 21년 4분기 별도 및 연결 실적 반영 및 전망

(단위: 억원, %, p)

	2021				2021F 기준	YoY	2021				2021F 변경	YoY
	1Q	2Q	3Q	4QF			1Q	2Q	3Q	4QF		
매출액(별도)	6,747	6,838	6,864	6,832	27,281	7.8	6,747	6,838	6,864	7,030	27,479	6.0
렌탈	3,944	3,977	3,805	3,925	15,651	-0.5	3,944	3,977	3,805	3,925	15,651	-2.0
금융리스	980	896	1,369	923	4,168	61.3	980	896	1,369	1,121	4,366	43.6
멤버십	241	245	231	237	954	-11.2	241	245	231	237	954	-3.8
일시불	188	311	125	300	924	-42.7	188	311	125	300	924	-19.0
수출	1,246	1,259	1,199	1,295	4,999	45.5	1,246	1,259	1,199	1,295	4,999	23.6
화장품	116	121	102	115	454	-40.5	116	121	102	115	454	-25.1
기타	31	29	33	37	130	11.8	31	29	33	37	130	-3.7
연결매출액	8,790	9,054	9,340	9,156	36,340	20.4	8,790	9,054	9,340	9,522	36,706	13.4
연결매출총이익	5,798	5,942	6,034	6,144	23,918	19.1	5,798	5,942	6,034	6,243	24,017	9.5
GPM	66.0	65.6	64.6	67.1	65.8	-0.7	66.0	65.6	64.6	65.6	65.4	-2.3
영업이익	1,707	1,664	1,638	1,334	6,343	38.4	1,707	1,664	1,638	1,569	6,578	8.5
OPM	19.4	18.4	17.5	14.6	17.5	2.3	19.4	18.4	17.5	16.5	17.9	-0.8
연결순이익	1,258	1,158	1,365	1,014	4,795	44.4	1,258	1,158	1,365	1,028	4,809	18.8

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 3. 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 4. 연결 종속회사 현황 및 실적 추이

(단위: 십억원, p)

	2020				2020Y	YoY	2021				4Q YoY	
	1Q	2Q	3Q	4QF			1Q	2Q	3Q	4QF		
말레이시아	매출액	153.3	155.9	178.8	220.4	708.5	34.6	240.4	236.7	256.2	283.6	28.7
	영업이익	25.2	23.3	29.6	52.0	130.2	72.2	56.1	59.6	54.8	65.1	25.2
	OPM(%)	16.4	14.9	16.6	23.6	18.4	4.0	23.3	25.2	21.4	23.0	-0.6
미국	매출액	27.2	32.1	51.8	41.4	152.4	56.6	42.9	35.8	58.0	47.3	14.3
	영업이익	2.6	4.9	11.8	0.5	19.8	503.2	5.7	0.9	4.6	3.5	600.0
	OPM(%)	9.6	15.4	22.7	1.3	13.0	9.6	13.2	2.5	7.9	7.4	6.1
중국	매출액	0.6	0.5	0.5	0.5	2.1	-44.8	0.5	0.8	0.6	0.5	0.0
	영업이익	-0.4	-0.3	-0.3	0.2	-0.8	적자지속	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	44.2	-	-	-	-	-	-	-
태국	매출액	6.6	5.7	7.0	9.7	28.9	42.6	7.5	10.1	14.2	14.9	53.6
	영업이익	-0.2	-0.6	-1.1	-0.2	-2.1	적자지속	-1.9	-5.6	-2.0	-1.8	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
인도네시아	매출액	0.5	0.8	1.2	1.7	4.2	1245.2	1.8	1.9	4.0	4.3	152.9
	영업이익	-0.9	-1.0	-1.2	-2.5	-5.7	적자지속	-2.0	-2.3	-1.4	-1.5	적자지속
	OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
베트남	매출액				0.0	0.0	신규사업	0.9	0.8	0.2	0.3	-
	영업이익				-0.6	-0.6	신규사업	-0.9	-1.4	-1.4	-1.5	-
	OPM(%)				-	-	신규사업	-	-	-	-	0.0
코웨이엔텍	매출액	14.8	9.8	7.6	11.9	44.1	-45.5	10.0	22.5	20.2	22.1	85.7
	영업이익	0.0	-0.5	-1.2	-0.2	-1.9	적자전환	-0.8	0.9	0.3	0.4	흑자전환
	OPM(%)	0.1	-	-	-	-	-	-	-	1.5	1.8	1.1
아이오베드	매출액									12.1	13.5	
	영업이익									1.3	1.5	
	OPM(%)									10.7	11.1	

자료: 코웨이, IBK투자증권

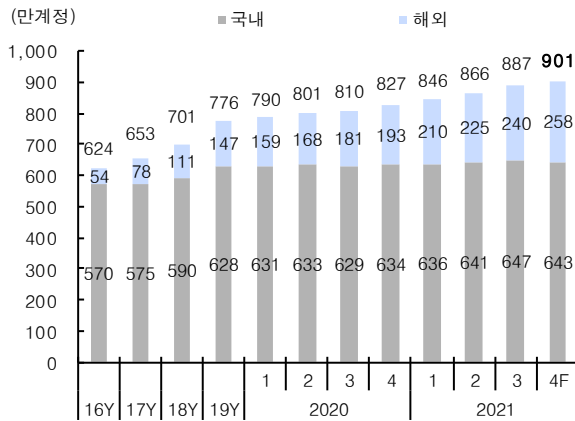
표 5. 목표주가 105,000원, 매수 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	연결기준 21년(F) EPS 6,495/ 12개월 Forward EPS 6,975	연결기준 22년(F) EPS 6,848/ 12개월 Forward EPS 6,902
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. 배당성향 과거 평균 70% 19년 52%, 20F 20% 코웨이의 5년 Historical P/E 대비 10% 할인율 적용)	Target P/E 16배 Multiple 적용 (글로벌 팬데믹 환경에도 말레이시아, 미국 내 고성장 지속 2021년 국내외 총 890만 계정 상회 전망. 배당성향 과거 평균 70% 19년 52%, 21F 30% 코웨이의 5년 Historical P/E 대비 10% 할인율 적용)
순차입금	21년 예상 635 십억원	22년 예상 188 십억원
주식수(사업가치)	75,830(80,920억원)	75,830(81,861억원)
목표주가	106,712원	107,953원

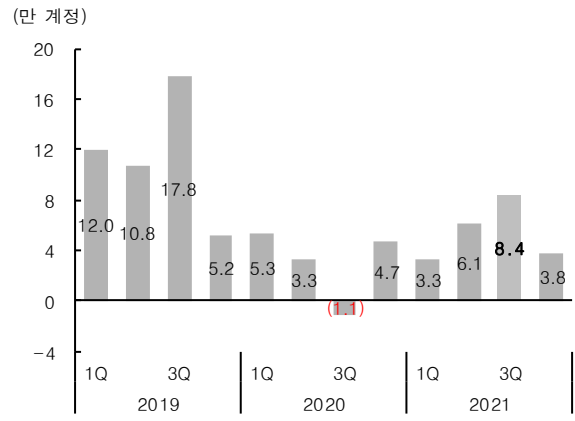
자료: IBK투자증권

그림 1. 국내 및 해외법인 총 계정



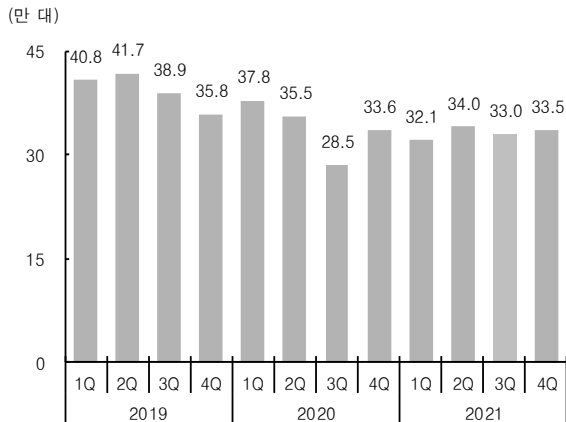
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 국내 렌탈 계정 순증 추이 - 21.4Q(F) 3.8만 계정



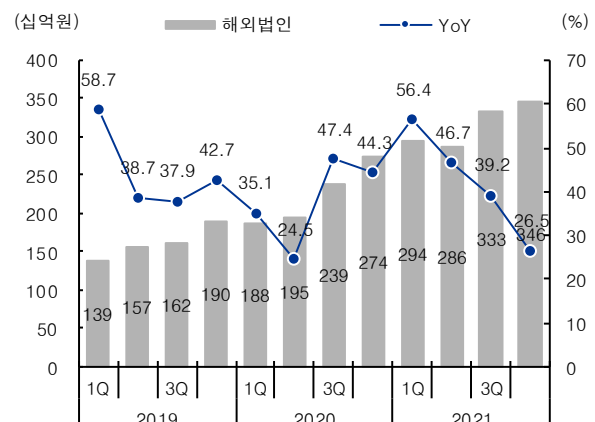
자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 3. 렌탈 판매량 - 2021년 4Q 5년 만기도래 계정 집중



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 4. 해외법인 매출 - 4QF 3,463억원 +27% YoY



자료: 코웨이, IBK투자증권

코웨이 (021240)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,019	3,237	3,671	3,988	4,421
증가율(%)	11.5	7.2	13.4	8.6	10.9
매출원가	1,010	1,044	1,270	1,369	1,503
매출총이익	2,009	2,193	2,401	2,619	2,918
매출총이익률 (%)	66.5	67.7	65.4	65.7	66.0
판매비	1,550	1,587	1,743	1,909	2,135
판매비율(%)	51.3	49.0	47.5	47.9	48.3
영업이익	458	606	658	709	782
증가율(%)	-11.8	32.3	8.5	7.8	10.3
영업이익률(%)	15.2	18.7	17.9	17.8	17.7
순금융손익	-21	-20	-17	-16	-15
이자손익	-21	-20	-17	-16	-15
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	20	-6	-10
중속/관계기업손익	0	0	-1	0	0
세전이익	451	540	661	687	757
법인세	119	136	180	182	205
법인세율	26.4	25.2	27.2	26.5	27.1
계속사업이익	332	405	481	505	553
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	332	405	481	505	553
증가율(%)	-3.2	21.8	18.8	5.0	9.5
당기순이익률 (%)	11.0	12.5	13.1	12.7	12.5
지배주주당기순이익	333	405	481	505	553
기타포괄이익	-2	-9	25	0	0
총포괄이익	330	396	506	505	553
EBITDA	973	1,150	1,190	1,128	1,198
증가율(%)	25.5	18.1	3.5	-5.2	6.2
EBITDA마진율(%)	32.2	35.5	32.4	28.3	27.1

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,520	6,848	7,495
BPS	14,611	20,207	25,893	31,561	37,877
DPS	2,400	1,200	1,200	1,200	1,500
밸류에이션(배)					
PER	20.6	13.3	11.4	10.4	9.5
PBR	6.4	3.6	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.9	5.2	5.1	4.8	3.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.5	7.2	13.4	8.6	10.9
EPS증가율	-4.7	21.6	18.8	5.0	9.5
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	1.7	1.6	1.7	2.1
ROE	30.7	31.5	28.3	23.8	21.6
ROA	12.7	13.8	14.0	12.4	12.1
ROIC	25.6	29.1	34.0	34.9	37.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	165.0	103.3	101.0	85.3	73.9
순차입금 비율(%)	76.7	40.5	31.2	8.1	-19.8
이자보상배율(배)	20.9	28.6	37.3	38.5	40.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.9	10.3	12.3	13.7	13.9
재고자산회전율	28.0	26.2	21.7	18.8	19.0
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	767	897	1,322	1,821	2,675
현금및현금성자산	61	116	267	735	1,522
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	310	317	279	301	334
재고자산	113	134	204	220	244
비유동자산	2,088	2,132	2,517	2,491	2,182
유형자산	1,271	1,225	1,118	1,108	1,100
무형자산	168	140	181	173	165
투자자산	19	15	23	24	26
자산총계	2,855	3,029	3,839	4,312	4,857
유동부채	1,587	1,417	1,304	1,348	1,410
매입채무및기타채무	58	69	65	75	83
단기차입금	861	700	381	441	486
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	191	122	625	637	654
사채	0	0	420	420	420
장기차입금	9	9	33	33	33
부채총계	1,778	1,539	1,929	1,985	2,063
지배주주지분	1,078	1,491	1,911	2,329	2,795
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
자본조정등	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄이익누계액	1	-14	8	8	8
이익잉여금	954	1,365	1,763	2,181	2,647
비지배주주지분	-1	-1	-1	-2	-2
자본총계	1,077	1,490	1,909	2,328	2,793
비이자부채	891	820	1066	1062	1095
총차입금	887	719	863	923	968
순차입금	826	603	596	188	-554

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	539	563	513	909	941
당기순이익	332	405	481	505	553
비현금성 비용 및 수익	927	916	852	441	440
유형자산감가상각비	505	534	523	410	408
무형자산상각비	10	9	8	8	8
운전자본변동	-571	-567	-688	-20	-38
매출채권등의 감소	-4	-22	66	-22	-33
재고자산의 감소	-5	-25	-72	-16	-24
매입채무등의 증가	-9	43	-44	10	8
기타 영업현금흐름	-149	-191	-132	-17	-14
투자활동 현금흐름	-383	-323	-360	-386	-116
유형자산의 증가(CAPEX)	-391	-325	-274	-400	-400
유형자산의 감소	25	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-1	-7	0	0
투자자산의 감소(증가)	-5	0	-12	-3	-2
기타	-9	3	-67	17	286
재무활동 현금흐름	-165	-182	-5	-55	-438
차입금의 증가(감소)	-1	0	12	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-164	-182	-17	-55	-438
기타 및 조정	0	-3	3	0	0
현금의 증가	-9	55	151	468	387
기초현금	69	61	116	267	735
기말현금	61	116	267	735	1,122

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

- 동 자료는 기관투자가 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.
- 동자료에 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												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2021.01.01~2021.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	93.9
중립	9	6.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

