

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (2/16)	71,600원
상승여력	54%

시가총액	52,841억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	103억원
60일 평균 거래량	140,774주
52주 고	87,600원
52주 저	64,100원
외인지분율	60.81%
주요주주	넷마블 외 6 인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.3)	(9.3)	(1.0)
상대	4.6	(0.4)	14.8
절대(달러환산)	(3.2)	(10.6)	(9.0)

4Q21 리뷰 : 펀더멘털, 근무 중 이상無

4Q21 Review : 말련법인 회계 방식 변경에 따른 실적 부진

코웨이는 4Q21 매출액 9,459억원(+9.7% YoY), 영업이익 1,392억원(+7.3% YoY)를 기록해 매출액과 영업이익 컨센서스 대비 각각 -3%, -9% 하회한 실적을 기록했다. 이는 말련법인의 금융리스 회계 처리의 변경에 따른 것에 기인한 것으로 그 영향은 매출액 약 240억원, 영업이익 약 210억원 수준이기 때문에 실질적으로는 컨센서스에 부합한 실적을 기록했다고 평가하는 것이 합리적일 것이다.

국내사업 매출액은 전년대비 +11.3% 성장한 7,427억원을 기록했다. 렌탈 순증은 전년대비 34% 감소한 3.1만계정을 기록하여 아쉬운 모습이었는 데, 핵심 지표라고 할 수 있는 렌탈 판매와 해약률이 각각 33만 계정, 0.7% 수준으로 안정화되었음에도 만기도래 계정 수의 증가의 영향이 불가피했던 것으로 판단된다.

말레이시아 법인은 매출액 2,468억원(+12.0% YoY), 영업이익 289억원(-44.5% YoY)를 기록하며 부진했다. 이에 대해선 앞서 언급한 바와 같이 회계 처리 방식의 변화에 기인한 것으로 회계 조정 제거 시, 매출액과 영업이익은 모두 +30% 이상 성장했다. 말련법인의 계정은 전분기 대비 약 16만 계정 순증한 것으로 추정되며, 분기당 13~16만 계정 순증세를 지속하고 있으며, 총 계정 수는 전년대비 33% YoY 성장한 것으로 추정된다.

국내 안정적 성장, 말레이시아 고성장의 클라보 지속

계정 수 측면에서 국내에서의 안정적인 +low single 수준의 성장, 말레이시아 등 해외에서의 30% 이상의 고성장이 지속되고 있다. 해외법인을 이끌고 있는 말레이시아 법인의 매출 비중은 20년 22%에서 21년 27%까지 높아졌으며, 그에 따라 전사 매출 성장률은 7%에서 13%로 확대되었다. 22년 말레이시아 법인 매출 비중은 30% 수준에 육박할 것으로 전망되는 바, 전사 성장률은 15% 수준으로 확대될 수 있을 것으로 전망된다.

비록 동사의 2022년 실적 가이드스가 매출액 성장 +8.7% YoY, 영업이익 성장 +6.3% YoY로 기존 시장 전망치 대비 보수적이기는 하나, 21년에도 가이드스를 5% 수준으로 상회하는 실적을 기록했다는 점을 고려한다면, 참고는 하되 낮은 가이드스에 대해 크게 우려할 필요는 없을 것이라 판단된다. 동사의 펀더멘털에는 이상이 전혀 없다. P/E 10배 수준의 주가에서는 매수 관점 접근이 유효하다. 투자 의견 BUY와 목표주가 11만원을 유지하는 바이다.

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,459	9.7	1.3	9,731	-2.8
영업이익	1,392	7.2	-15.0	1,535	-9.3
세전계속사업이익	1,386	48.6	-25.4	1,370	1.2
지배순이익	878	30.1	-35.7		
영업이익률 (%)	14.7	-0.3 %pt	-2.8 %pt	15.8	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.3	+1.5 %pt	-5.3 %pt		

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022F
매출액	30,189	32,374	36,643	42,211
영업이익	4,583	6,064	6,402	7,093
지배순이익	3,329	4,049	4,660	5,050
PER	19.0	13.5	11.8	10.5
PBR	5.7	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA	7.1	5.0	4.9	4.2
ROE	30.7	31.5	27.5	24.0

자료: 유안타증권

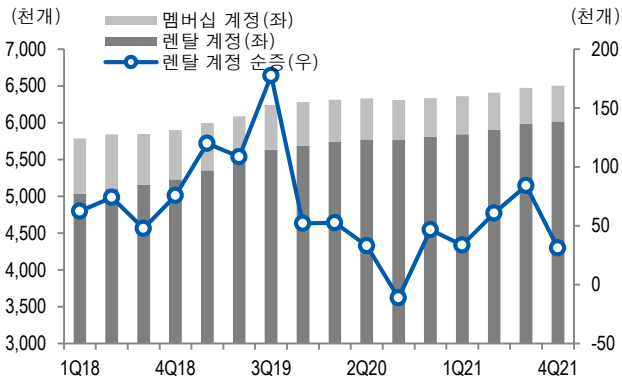
코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
연결 매출액	8,790	9,054	9,340	9,459	10,244	10,495	10,699	10,773	32,374	36,643	42,211
YoY	14.3%	12.4%	16.7%	9.7%	16.5%	15.9%	14.6%	13.9%	7.2%	13.2%	15.2%
별도 법인	6,748	7,109	6,864	7,427	7,561	7,757	7,504	7,745	25,926	28,148	30,567
렌탈	3,944	3,887	3,805	3,788	3,842	3,859	3,839	3,824	15,964	15,424	15,363
금융리스	980	1,274	1,369	1,806	1,862	1,911	1,917	1,950	3,041	5,429	7,640
멤버십	241	237	231	225	230	227	225	220	992	934	901
일시불	188	158	125	67	120	80	80	80	1,140	538	360
수출	1,246	1,399	1,199	1,417	1,358	1,525	1,307	1,545	4,046	5,261	5,734
화장품	116	121	102	93	118	123	104	95	606	432	441
기타	31	32	33	31	31	32	33	31	135	127	127
말레이시아	2,404	2,367	2,562	2,468	2,893	3,021	3,193	3,313	7,084	9,801	12,421
미국	429	358	580	330	472	394	638	429	1,525	1,697	1,933
연결 영업이익	1,707	1,664	1,638	1,392	1,723	1,812	1,780	1,777	6,064	6,402	7,093
YoY	23.0%	-1.6%	-2.9%	7.2%	0.9%	8.9%	8.7%	27.7%	32.3%	5.6%	10.8%
말레이시아	561	596	548	289	554	581	641	651	1,301	1,994	2,428
미국	57	9	46	-34	24	20	32	21	198	78	97
영업이익률	19.4%	18.4%	17.5%	14.7%	16.8%	17.3%	16.6%	16.5%	18.7%	17.5%	16.8%
말레이시아	23.3%	25.2%	21.4%	11.7%	19.1%	19.2%	20.1%	19.6%	18.4%	20.3%	19.5%
미국	13.3%	2.5%	7.9%	-10.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	13.0%	4.6%	5.0%

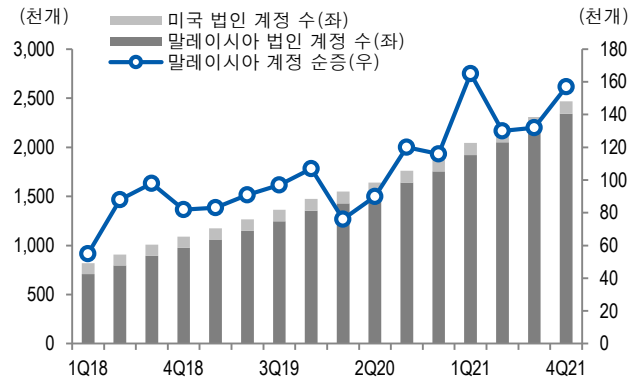
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

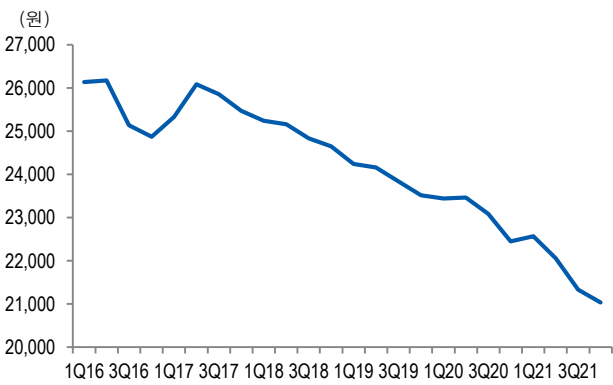
[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

주: 1Q21 계정 브레이크다운은 당사 추정치

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	30,189	32,374	36,643	42,211	46,556
매출원가	10,104	10,439	12,532	14,411	15,880
매출총이익	20,085	21,935	24,111	27,800	30,676
판매비	15,502	15,871	17,709	20,707	22,743
영업이익	4,583	6,064	6,402	7,093	7,933
EBITDA	9,734	11,497	11,667	12,272	13,004
영업외손익	-69	-661	188	-176	-142
외환관련손익	131	-210	284	0	0
이자손익	-206	-200	-168	-155	-121
관계기업관련손익	0	0	-11	-21	-21
기타	7	-251	83	0	0
법인세비용차감전순손익	4,514	5,404	6,590	6,917	7,791
법인세비용	1,192	1,357	1,933	1,868	2,104
계속사업순손익	3,322	4,047	4,657	5,050	5,687
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,322	4,047	4,657	5,050	5,687
지배지분순이익	3,329	4,049	4,660	5,050	5,687
포괄순이익	3,299	3,955	4,911	5,050	5,687
지배지분포괄이익	3,306	3,957	4,912	5,051	5,688

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	5,393	5,628	5,154	10,766	11,069
당기순이익	3,322	4,047	4,657	5,050	5,687
감가상각비	5,049	5,343	5,186	5,103	4,999
외환손익	-106	217	-165	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-5,712	-5,670	-7,271	-2,024	-2,289
기타현금흐름	2,840	1,691	2,747	2,637	2,672
투자활동 현금흐름	-3,831	-3,231	-4,190	-6,800	-6,800
투자자산	-51	-3	-115	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,906	-3,252	-3,187	-4,800	-4,800
유형자산 감소	247	2	1	0	0
기타현금흐름	-120	22	-889	-2,000	-2,000
재무활동 현금흐름	-1,649	-1,816	-829	-2,538	-2,568
단기차입금	1,294	-1,604	-3,980	-500	-500
사채 및 장기차입금	-155	-211	4,293	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,599	0	-871	-907	-943
기타현금흐름	-190	-1	-271	-131	-125
연결범위변동 등 기타	-1	-29	-509	-1,233	-1,278
현금의 증감	-88	553	-375	194	423
기초 현금	694	605	1,158	784	978
기말 현금	605	1,158	784	978	1,401
NOPLAT	4,583	6,064	6,402	7,093	7,933
FCF	1,486	2,376	1,966	5,966	6,269

자료: 유안타증권

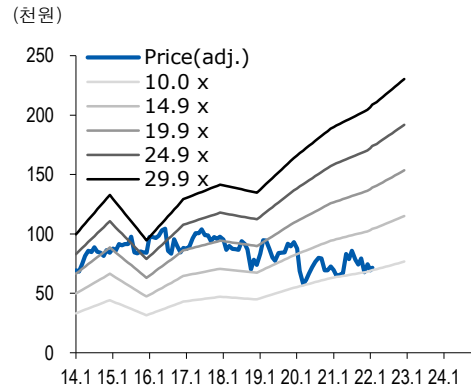
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,669	8,969	11,391	14,543	18,150
현금및현금성자산	605	1,158	784	978	1,401
매출채권 및 기타채권	3,453	3,265	3,279	3,973	4,680
재고자산	1,128	1,340	1,892	2,155	2,632
비유동자산	20,880	21,322	25,958	25,580	25,308
유형자산	12,708	12,251	11,681	11,378	11,179
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	36	36	36
기타투자자산	186	147	189	189	189
자산총계	28,550	30,290	37,350	40,122	43,458
유동부채	15,868	14,173	10,181	9,815	9,410
매입채무 및 기타채무	2,953	3,117	3,459	3,592	3,687
단기차입금	8,606	7,001	3,072	2,572	2,072
유동성장기부채	5	5	5	5	5
비유동부채	1,909	1,217	6,227	5,227	4,227
장기차입금	94	94	326	326	326
사채	0	0	4,198	3,198	2,198
부채총계	17,778	15,390	18,409	17,042	15,637
지배지분	10,783	14,913	18,957	23,100	27,844
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,325	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	9,540	13,652	17,474	21,616	26,360
비지배지분	-11	-13	-16	-19	-23
자본총계	10,772	14,900	18,941	23,080	27,821
순차입금	6,237	3,160	2,237	-1,457	-5,380
총차입금	8,987	7,296	7,903	6,403	4,903

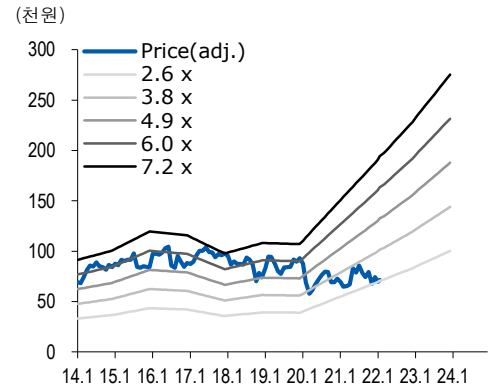
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,511	5,486	6,314	6,842	7,706
BPS	14,931	20,554	26,127	31,837	38,376
EBITDAPS	13,189	15,579	15,810	16,629	17,621
SPS	40,907	43,868	49,652	57,197	63,085
DPS	2,400	1,200	1,250	1,300	1,350
PER	19.0	13.5	11.8	10.5	9.3
PBR	5.7	3.6	2.8	2.2	1.9
EV/EBITDA	7.1	5.0	4.9	4.2	3.6
PSR	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	11.5	7.2	13.2	15.2	10.3
영업이익 증가율 (%)	-11.8	32.3	5.6	10.8	11.8
지배순이익 증가율 (%)	-4.9	21.6	15.1	8.4	12.6
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	65.8	65.9	65.9
영업이익률 (%)	15.2	18.7	17.5	16.8	17.0
지배순이익률 (%)	11.0	12.5	12.7	12.0	12.2
EBITDA 마진 (%)	32.2	35.5	31.8	29.1	27.9
ROIC	29.0	38.4	38.1	41.4	44.1
ROA	12.7	13.8	13.8	13.0	13.6
ROE	30.7	31.5	27.5	24.0	22.3
부채비율 (%)	165.0	103.3	97.2	73.8	56.2
순차입금/자기자본 (%)	57.8	21.2	11.8	-6.3	-19.3
영업이익/금융비용 (배)	20.9	28.6	36.3	44.0	61.5

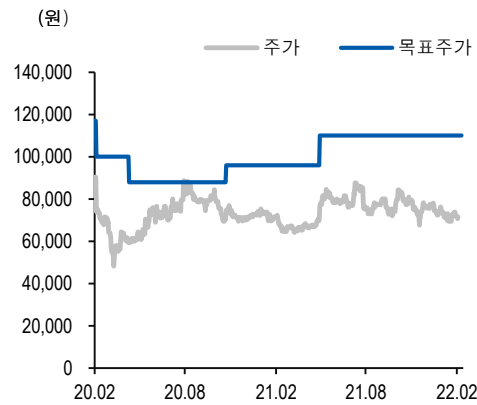
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-17	BUY	110,000	1년		
2021-05-13	BUY	110,000	1년		
2020-11-05	BUY	96,000	1년	-27.42	-20.00
2020-04-23	HOLD	88,000	1년	-15.41	-
2020-02-17	HOLD	100,000	1년	-36.23	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 제약, 유통 산업내 순위	2위(52개 기업 중)
Total ESG 점수	+12점
E (Environment)	+3점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+7점

ESG 평가 기업	코웨이
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	021240 KS
Industry	소매, 유통
Analyst	이진협
Analyst Contact	jinhyeob.lee@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
코웨이	3	1	1	5
롯데쇼핑	-1	1	1	1
이마트	2	1	-1	2
신세계	-1	1	-1	-1
현대백화점	2	-1	-1	0
GS 리테일	2	-3	-1	-2
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 코웨이 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+5	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI World 5년 연속 편입, 한국기업지배구조원: 2020년 등급 A
+2	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수 등급,
+1	서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 A
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	ESG 위원회 설치를 통한 ESG 대응 확대 노력
	서비스매니저 정규직 전환을 통한 계약직 비율 감축
	공시를 통해 가시성 있는 주주환원정책 제시

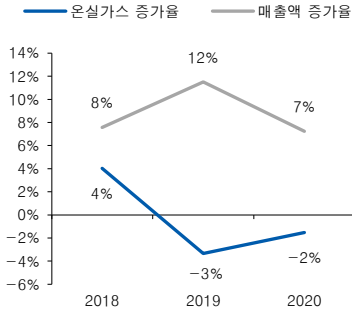
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

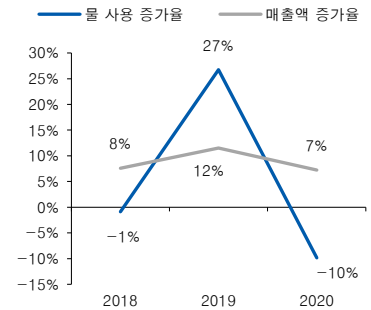


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

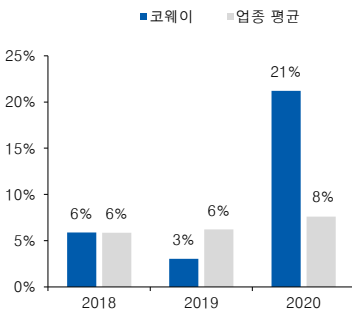


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

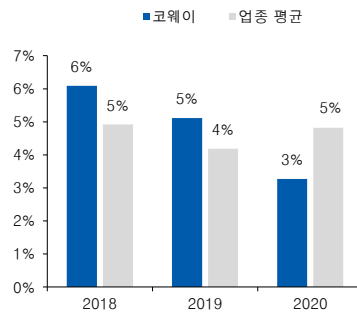


여성임원비율 vs. 업종 평균



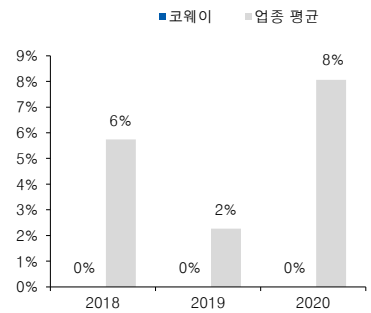
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익의 비율 vs. 업종 평균

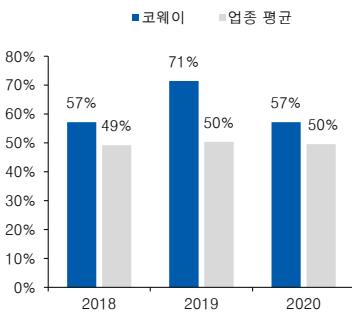


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

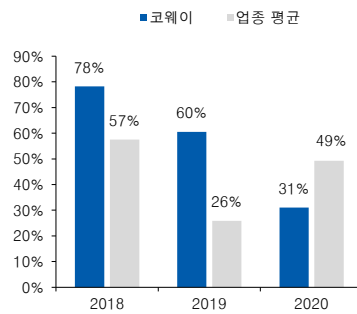


사외이사 비율 vs. 업종 평균



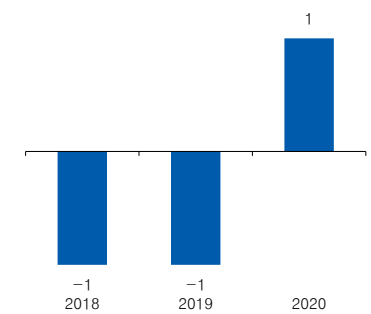
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사과 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.