

코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (4/15)	66,000원
상승여력	67%

시가총액	48,708억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	100억원
60일 평균 거래량	145,363주
52주 고	87,600원
52주 저	65,100원
외인지분율	61.19%
주요주주	넷마블 외 6인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.0)	(10.0)	(1.5)
상대	(3.8)	(2.4)	16.7
절대(달러환산)	0.4	(12.7)	(10.1)

1Q22E Preview : 볼 때가 되었습니다.

1Q22E 실적 컨센서스 부합 전망

코웨이의 1Q22E 실적은 매출액 9,963억원(+13.3% YoY), 영업이익 1,737억원(+1.8% YoY)를 기록하며, 영업이익 컨센서스 1,713억원에 부합할 수 있을 전망이다. 이번 1분기에 서비스매니저(CS닥터)의 부분 파업이 있었음에도, 렌탈판매와 해지율 관리 등 실적에 영향을 미칠 수 있는 변수 등은 안정적으로 관리가 된 것으로 판단한다. 국내와 말레이시아의 렌탈계정 순증은 각각 5만 계정, 13만 계정을 추정한다.

최근 주가 부진, 금리 상승에 기인한 것으로 판단

코웨이의 주가는 연초대비 -11% 하락하였다. KOSPI 대비 2%p Underperform한 것인데, 방어주 성격이 강한 코웨이의 주가 부진은 이해하기 어려웠다. 실적 불확실성 등이 크지 않았으며, 말레이시아의 고속 성장은 동사의 성장성을 확대시켜주고 있었기 때문이다.

당사는 코웨이의 최근 주가 부진이 금리에 기인한 것이라 판단한다. 렌탈 비즈니스는 채권의 롱포지션을 가지고 있는 비즈니스로 생각해볼 수 있으며, 코웨이의 시가총액은 해당 렌탈 채권의 가치의 합이라고 이해해볼 수 있다. 이 경우, 금리의 상승 사이클은 동사의 주가에 부정적일 수 밖에 없을 것이다. 실제, 코웨이의 주가와 시장금리 간의 상관관계는 -0.7로 KOSPI의 -0.38대비 2배 가량 민감했다. 참고로 금리 상승 수혜주인 신한지주의 금리와의 주가의 상관관계는 +0.43이었다.

당사 투자전략팀에서는 기준금리 인상을 7월 한 차례 더 예상하고 있으며, 이후 시장금리는 안정화될 것으로 전망하고 있다. 이에 코웨이에 대한 관심이 요구되는 시점이 다가오고 있다.

Next 말레이시아, 태국의 등장

최근 태국법인의 성장이 눈에 띈다. 지난해 태국법인은 매출액 487억원(+68% YoY), 영업이익자 -116억원(적지 YoY)을 기록했다. 태국법인의 4Q21 계정 수는 8~9만개 수준으로 추정되며, 최근 순증세(분기 1~2만 계정)를 감안 시, 올해 내에 BEP(BEP 계정 수 10만) 전환이 가능할 것으로 판단된다. 태국의 가구 수와 인당 GDP를 감안 시 말레이시아 대비 70% 수준의 렌탈 시장이 형성될 수 있을 것으로 전망한다. Next 말레이시아로서의 태국 시장에 대한 관심이 필요하다.

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,963	13.3	5.3	9,786	1.8
영업이익	1,737	1.8	24.8	1,713	1.4
세전계속사업이익	1,702	-2.6	23.1	1,696	0.3
지배순이익	1,242	-1.3	42.0	1,201	3.4
영업이익률 (%)	17.4	-2.0 %pt	+2.7 %pt	17.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	12.5	-1.8 %pt	+3.3 %pt	12.3	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	32,374	36,643	41,302	45,175
영업이익	6,064	6,402	7,188	8,003
지배순이익	4,049	4,657	5,157	5,778
PER	13.5	11.9	9.4	8.4
PBR	3.6	2.9	2.1	1.7
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.9	3.4
ROE	31.5	27.4	24.3	22.5

자료: 유안타증권

코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	8,790	9,054	9,340	9,459	9,963	10,305	10,451	10,583	36,643	41,302	45,175
YoY	14.3%	12.4%	16.7%	9.7%	13.3%	13.8%	11.9%	11.9%	13.2%	12.7%	9.4%
별도 법인	6,748	7,109	6,864	7,427	7,566	7,767	7,514	7,754	28,148	30,601	32,035
렌탈	3,944	3,887	3,805	3,788	3,847	3,869	3,848	3,833	15,424	15,398	15,724
금융리스	980	1,274	1,369	1,806	1,862	1,911	1,917	1,950	5,429	7,640	8,251
멤버십	241	237	231	225	230	227	225	220	934	901	873
일시불	188	158	125	67	120	80	80	80	538	360	360
수출	1,246	1,399	1,199	1,417	1,358	1,525	1,307	1,545	5,261	5,734	6,251
화장품	116	121	102	93	118	123	104	95	432	441	449
기타	31	32	33	31	31	32	33	31	127	127	127
말레이시아	2,404	2,367	2,562	2,468	2,893	3,021	3,193	3,313	9,801	12,421	14,662
미국	429	358	580	330	386	394	580	429	1,697	1,789	1,968
연결 영업이익	1,707	1,664	1,638	1,392	1,737	1,833	1,799	1,818	6,402	7,188	8,003
YoY	23.0%	-1.6%	-2.9%	7.2%	1.8%	10.2%	9.8%	30.6%	5.6%	12.3%	11.3%
말레이시아	561	596	548	289	554	581	641	651	1,994	2,428	3,002
미국	57	9	46	-34	19	20	29	21	78	89	98
영업이익률	19.4%	18.4%	17.5%	14.7%	17.4%	17.8%	17.2%	17.2%	17.5%	17.4%	17.7%
말레이시아	23.3%	25.2%	21.4%	11.7%	19.1%	19.2%	20.1%	19.6%	20.3%	19.5%	20.5%
미국	13.3%	2.5%	7.9%	-10.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.6%	5.0%	5.0%

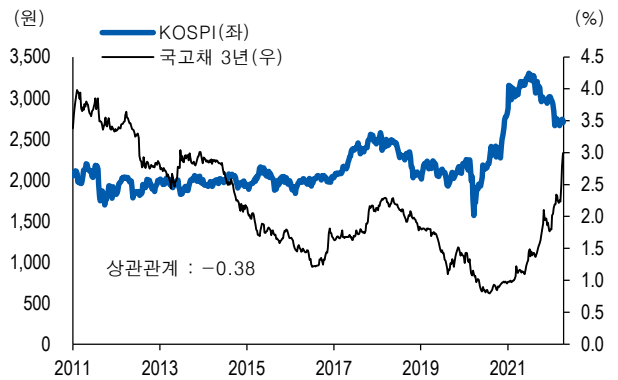
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

코웨이 주가와 금리 상관관계



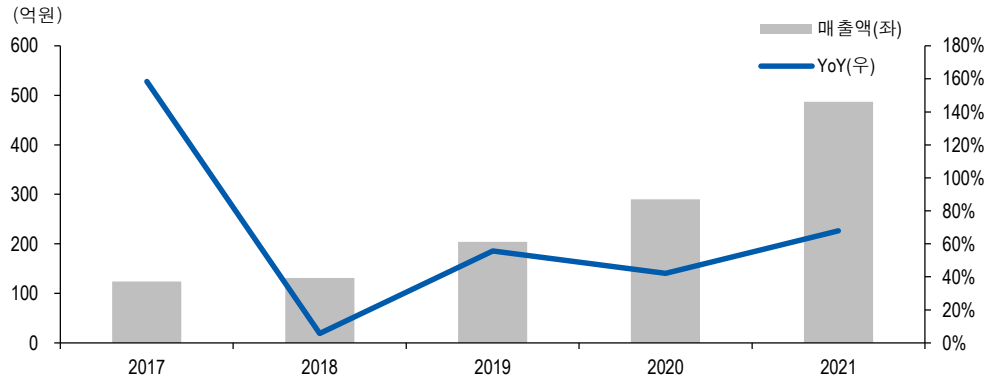
자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI와 금리 상관관계



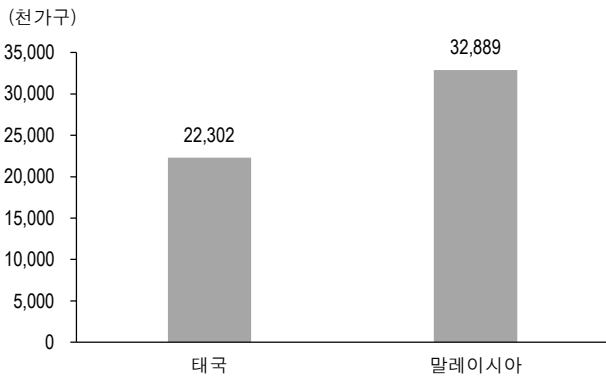
자료: 유안타증권 리서치센터

코웨이 태국법인 매출액 추이



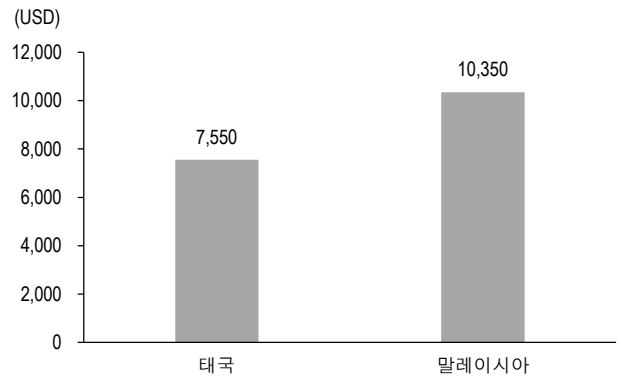
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

태국과 말레이시아 가구 수 비교(2020년 기준)



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

태국과 말레이시아 1인당 GDP 비교(2020년 기준)



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	32,374	36,643	41,302	45,175	48,766
매출원가	10,439	12,753	14,451	15,823	17,085
매출총이익	21,935	23,889	26,851	29,351	31,682
판매비	15,871	17,487	19,662	21,348	23,141
영업이익	6,064	6,402	7,188	8,003	8,541
EBITDA	11,497	11,628	11,996	12,771	13,419
영업외손익	-661	183	-124	-87	-50
외환관련손익	-210	284	0	0	0
이자손익	-200	-169	-164	-128	-90
관계기업관련손익	0	-47	0	0	0
기타	-251	115	40	40	40
법인세비용차감전순이익	5,404	6,586	7,065	7,915	8,491
법인세비용	1,357	1,931	1,907	2,137	2,208
계속사업순이익	4,047	4,655	5,157	5,778	6,283
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,047	4,655	5,157	5,778	6,283
지배지분순이익	4,049	4,657	5,157	5,778	6,283
포괄순이익	3,955	5,013	5,157	5,778	6,283
지배지분포괄이익	3,957	5,015	5,159	5,780	6,286

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5,628	3,313	9,721	9,641	10,106
당기순이익	4,047	4,655	5,157	5,778	6,283
감가상각비	5,343	5,143	4,736	4,711	4,832
외환손익	217	-111	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-5,670	-8,290	-1,448	-2,029	-2,159
기타현금흐름	1,691	1,915	1,275	1,181	1,150
투자활동 현금흐름	-3,231	-3,678	-6,400	-6,800	-7,200
투자자산	-3	-532	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,252	-2,756	-4,400	-4,800	-5,200
유형자산 감소	2	2	0	0	0
기타현금흐름	22	-392	-2,000	-2,000	-2,000
재무활동 현금흐름	-1,816	-85	-2,317	-2,328	-2,858
단기차입금	-1,604	-3,184	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-211	4,130	-500	-500	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-871	-907	-943	-980
기타현금흐름	-1	-160	90	115	121
연결범위변동 등 기타	-29	23	-17	37	51
현금의 증감	553	-427	987	550	98
기초 현금	605	1,158	731	1,718	2,268
기말 현금	1,158	731	1,718	2,268	2,366
NOPLAT	6,064	6,402	7,188	8,003	8,541
FCF	2,376	557	5,321	4,841	4,906

자료: 유안타증권

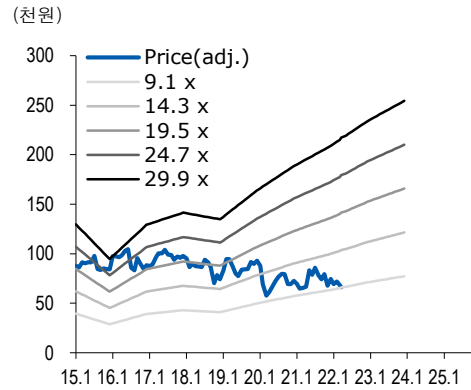
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	8,969	11,065	14,351	17,811	20,943
현금및현금성자산	1,158	731	1,718	2,268	2,366
매출채권 및 기타채권	3,265	2,590	3,122	3,589	4,090
재고자산	1,340	2,350	2,117	2,560	3,093
비유동자산	21,322	26,942	26,534	26,566	26,888
유형자산	12,251	11,599	11,263	11,352	11,720
관계기업등 지분관련자산	0	405	405	405	405
기타투자자산	147	189	189	189	189
자산총계	30,290	38,006	40,885	44,377	47,832
유동부채	14,173	12,932	12,064	11,225	10,380
매입채무 및 기타채무	3,117	3,822	3,874	3,955	4,030
단기차입금	7,001	3,868	2,868	1,868	868
유동성장기부채	5	15	15	15	15
비유동부채	1,217	6,030	5,530	5,030	4,030
장기차입금	94	374	374	374	374
사채	0	4,190	3,690	3,190	2,190
부채총계	15,390	18,962	17,594	16,255	14,410
지배지분	14,913	19,059	23,309	28,144	33,448
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	13,652	17,573	21,824	26,659	31,963
비지배지분	-13	-15	-19	-23	-27
자본총계	14,900	19,044	23,291	28,122	33,422
순차입금	3,160	3,009	-1,478	-5,528	-9,626
총차입금	7,296	8,842	7,342	5,842	3,842

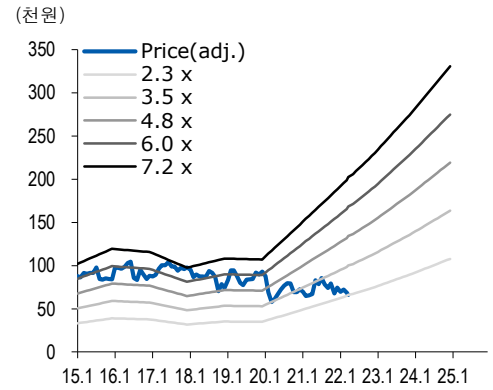
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	5,486	6,310	6,988	7,830	8,514
BPS	20,554	26,268	32,126	38,790	46,100
EBITDAPS	15,579	15,756	16,255	17,305	18,183
SPS	43,868	49,651	55,965	61,212	66,079
DPS	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
PER	13.5	11.9	9.4	8.4	7.8
PBR	3.6	2.9	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.9	3.4	2.9
PSR	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	7.2	13.2	12.7	9.4	8.0
영업이익 증가율 (%)	32.3	5.6	12.3	11.3	6.7
지배순이익 증가율 (%)	21.6	15.0	10.8	12.0	8.7
매출총이익률 (%)	67.8	65.2	65.0	65.0	65.0
영업이익률 (%)	18.7	17.5	17.4	17.7	17.5
지배순이익률 (%)	12.5	12.7	12.5	12.8	12.9
EBITDA 마진 (%)	35.5	31.7	29.0	28.3	27.5
ROIC	38.4	42.6	54.0	58.0	56.7
ROA	13.8	13.6	13.1	13.6	13.6
ROE	31.5	27.4	24.3	22.5	20.4
부채비율 (%)	103.3	99.6	75.5	57.8	43.1
순차입금/자기자본 (%)	21.2	15.8	-6.3	-19.6	-28.8
영업이익/금융비용 (배)	28.6	35.8	40.5	55.0	76.8

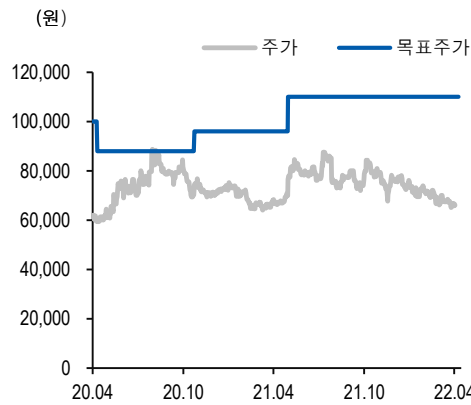
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-04-18	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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-04-13

※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

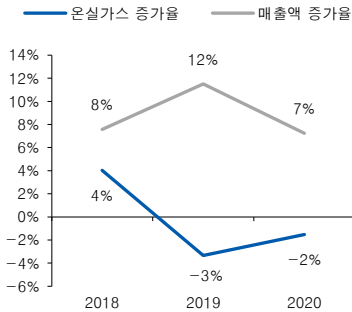
유안타 ESG Scoring 기준

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

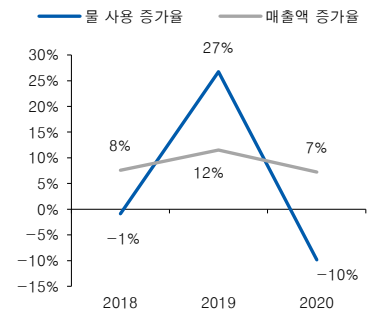


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

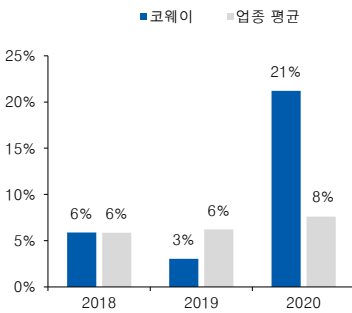


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

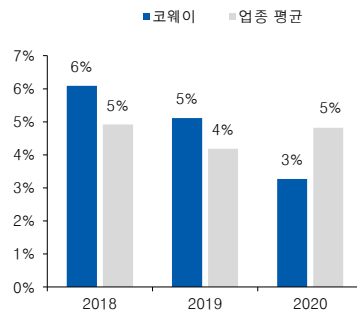


여성임원비율 vs. 업종 평균



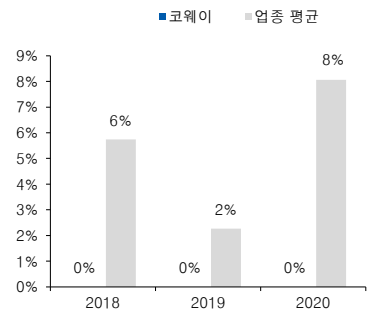
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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

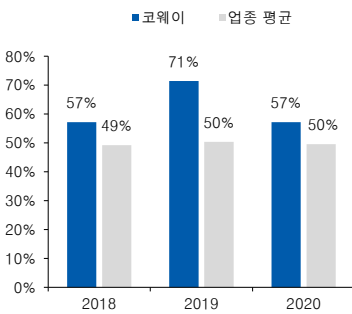


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

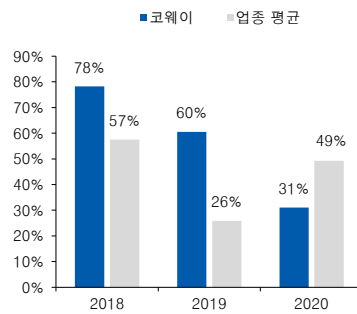


사외이사 비율 vs. 업종 평균



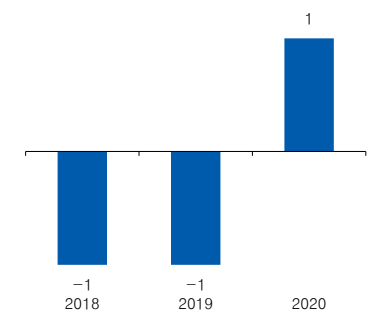
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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
 ▶ 대표이사 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.