

# 코웨이 (021240)

내구소비재



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>110,000원 (M)</b>
현재주가 (10/14)	<b>78,700원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	58,080억원
총발행주식수	73,799,619주
60일 평균 거래대금	168억원
60일 평균 거래량	214,337주
52주 고	87,600원
52주 저	64,100원
외인지분율	59.74%
주요주주	넷마블 외 6 인 25.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	1.5	(2.1)
상대	5.8	10.9	(22.0)
절대(달러환산)	(1.0)	(1.7)	(5.4)

## 기우에 불과했던 말레이시아 영업환경

### 3Q21 Preview : 락다운에도 견조했던 말련

3Q21 코웨이는 매출액 9,405억원(+17.5% YoY), 영업이익 1,686억원(flat YoY)를 기록해 영업이익 컨센서스 1,654억원에 부합하는 견조한 실적을 기록할 것으로 전망된다. 6월부터 말레이시아가 락다운에 걸리며 영업환경이 좋지 못했다. 판매를 하더라도 이동 제한으로 인해 설치를 할 수 없었던 상황이었다. 이와 같은 상황은 8월 중순 이후, 백신접종률이 올라가면서 점차 완화되었다. 다행히도 완화 이후부터 판매 및 설치를 빠르게 캐치업을 해 락다운의 영향이 최소화된 것으로 파악된다. 3Q21 말레이시아에서의 계정 순증은 10만 계정 이상이 될 것으로 전망한다.

### 말레이시아에서의 성장성 확대 모멘텀 부각 전망

2021년부터 말레이시아에서의 성장성이 다시금 확대되고 있다. 분기당 7~9만 계정 수준이었던 계정 순증이 2021년부터 13~17만 계정 수준으로 높아졌다. 1Q21에는 17만 계정 순증을 기록했을 것으로 추정하고 있으며, 6월 락다운이 없었다면 2Q21에도 1Q21와 유사한 수준의 계정 순증이 가능했을 것으로 판단한다. 이는 기존에 타겟하고 있지 않던 미드엔드 시장으로 진입함과 동시에 청정기, 매트리스 등 신규 카테고리의 판매 확대에 기인한다. 락다운에 대한 우려가 있었지만, 말레이시아의 백신 보급률이 높아지고 있어 영업환경의 정상화가 점진적으로 진행될 수 있을 것으로 전망되기 때문에 동사의 말레이시아에서의 성장 모멘텀은 다시금 부각될 수 있을 것으로 판단된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 11만원 유지

말레이시아의 성장성 확장의 모멘텀 외에도 CS닥터 파업으로 인해 부진했던 국내의 영업 정상화, 미국에서의 브랜드 인지도 강화 등도 긍정적이다. 22년 실적 전망치 기준 P/E 11배 수준에서는 매수 관점에서 접근하는 것이 필요하다. 투자의견 BUY와 목표주가 11만원을 유지하는 바이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,405	17.5	3.9	9,047	4.0
영업이익	1,686	0.0	1.3	1,654	1.9
세전계속사업이익	1,650	10.6	3.2	1,635	0.9
지배순이익	1,222	4.6	5.5	1,113	9.8
영업이익률 (%)	17.9	-3.2 %pt	-0.5 %pt	18.3	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	13.0	-1.6 %pt	+0.2 %pt	12.3	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	30,189	32,374	36,788	41,124
영업이익	4,583	6,064	6,607	7,124
지배순이익	3,329	4,049	4,763	5,192
PER	19.0	13.5	12.2	11.2
PBR	5.7	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA	7.1	5.0	5.0	4.5
ROE	30.7	31.5	29.3	26.4

자료: 유안타증권

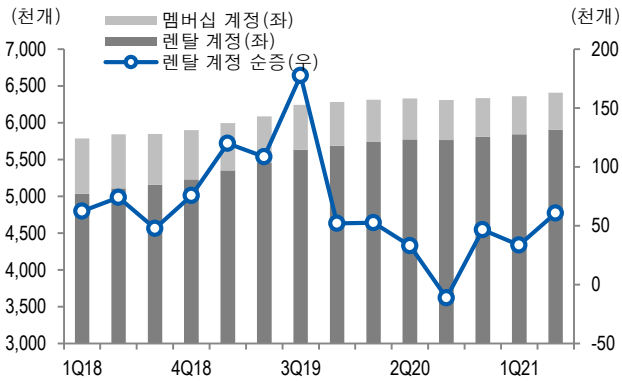
코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
연결 매출액	7,689	8,055	8,004	8,626	8,790	9,054	9,405	9,540	32,374	36,788	41,124
YoY	8.4%	6.6%	5.4%	8.6%	14.3%	12.4%	17.5%	10.6%	7.2%	13.6%	11.8%
별도 법인	6,285	6,554	6,415	6,672	6,748	7,109	7,178	7,166	25,926	28,201	29,770
렌탈	4,019	4,053	3,995	3,897	3,944	3,887	3,995	4,013	15,964	15,839	16,313
금융리스	689	871	573	908	980	1,274	1,203	1,180	3,041	4,638	5,009
멤버십	247	259	246	240	241	237	231	226	992	935	898
일시불	309	319	236	276	188	158	165	165	1,140	676	935
수출	818	852	1,203	1,173	1,246	1,399	1,444	1,408	4,046	5,496	5,991
화장품	173	173	137	123	116	121	116	125	606	479	488
기타	31	26	24	54	31	32	24	49	135	136	136
말레이시아	1,533	1,559	1,788	2,204	2,404	2,367	2,634	2,782	7,084	10,187	12,756
미국	272	321	518	414	429	358	466	435	1,525	1,688	1,857
연결 영업이익	1,389	1,692	1,686	1,298	1,707	1,664	1,686	1,550	6,064	6,607	7,124
YoY	2.7%	22.4%	20.2%	190.9%	23.0%	-1.6%	0.0%	19.4%	32.3%	9.0%	7.8%
말레이시아	252	233	296	520	561	596	596	473	1,301	2,226	2,483
미국	26	49	118	5	57	9	37	35	198	138	149
영업이익률	18.1%	21.0%	21.1%	15.0%	19.4%	18.4%	17.9%	16.2%	18.7%	18.0%	17.3%
말레이시아	16.4%	14.9%	16.6%	23.6%	23.3%	25.2%	22.6%	17.0%	18.4%	21.8%	19.5%
미국	9.6%	15.3%	22.8%	1.2%	13.3%	2.5%	8.0%	8.0%	13.0%	8.2%	8.0%

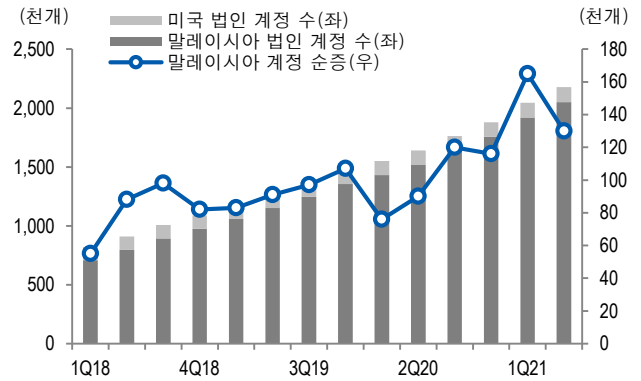
자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 총 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

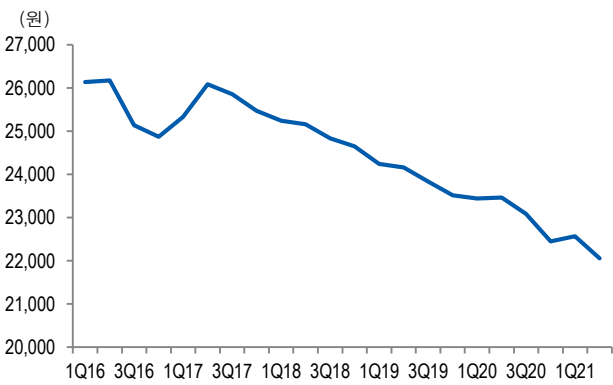
[그림 2] 해외법인 관리 계정 수 추이



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

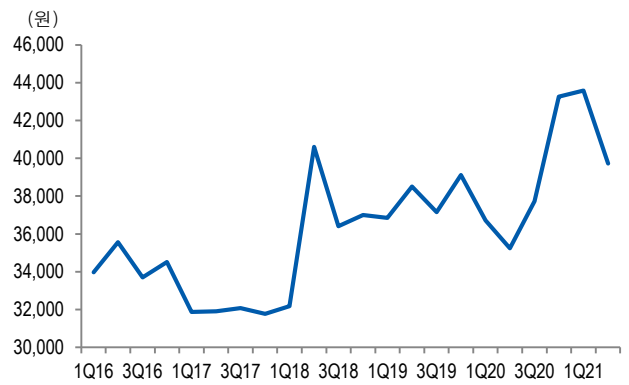
주: 1Q21 계정 브레이크다운은 당사 추정치

[그림 3] 국내 렌탈 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 말레이시아 ARPU 추이 (당사 추정)



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

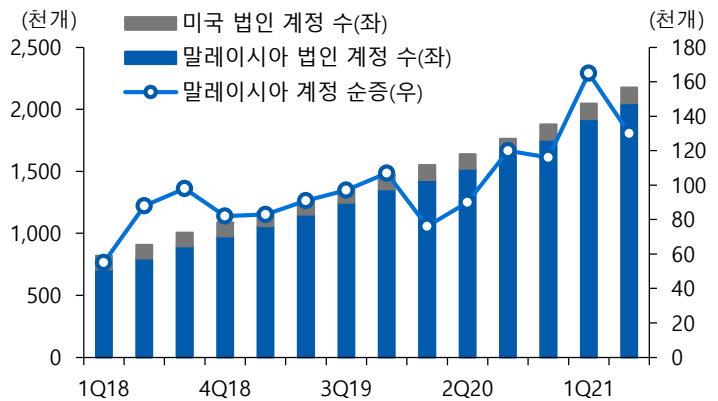
## Key Chart

### 3Q21E 코웨이 실적 전망

3Q21E	유안타증권 (억원)	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스 (억원)	컨센서스 대비 (%)
매출액	9,405	4%	17%	9,047	4%
영업이익	1,686	1%	0%	1,654	2%
순이익 (지배)	1,222	5%	5%	1,113	10%

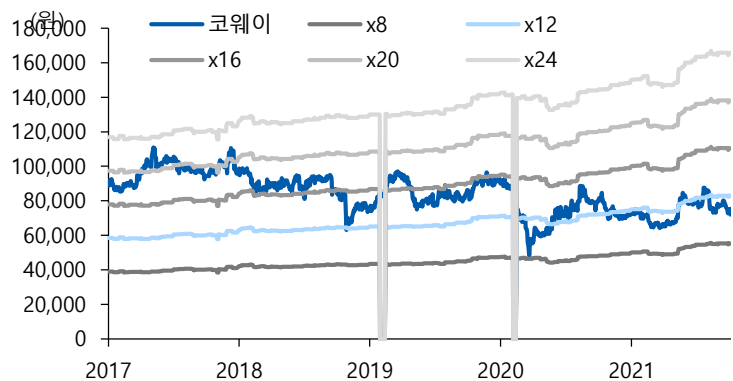
자료: 유안타증권 리서치센터

### 해외법인 관리 계정 수 추이 - 말레이시아 계정 순증세 우상향



자료: 코웨이, 유안타증권 리서치센터

### 코웨이 12MF P/E Band - 10배 수준에 불과



자료: 유안타증권 리서치센터

코웨이 (021240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	30,189	32,374	36,788	41,124	46,011	
매출원가	10,104	10,439	12,356	13,746	15,362	
매출총이익	20,085	21,935	24,432	27,378	30,649	
판매비	15,502	15,871	17,825	20,254	22,783	
영업이익	4,583	6,064	6,607	7,124	7,866	
EBITDA	9,734	11,497	11,977	12,672	13,569	
영업외손익	-69	-661	-94	-114	-81	
외환관련손익	131	-210	74	51	51	
이자손익	-206	-200	-176	-161	-128	
관계기업관련손익	0	0	-1	-1	-1	
기타	7	-251	10	-3	-3	
법인세비용차감전순손익	4,514	5,404	6,514	7,010	7,785	
법인세비용	1,192	1,357	1,754	1,823	2,024	
계속사업순손익	3,322	4,047	4,760	5,187	5,761	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,322	4,047	4,760	5,187	5,761	
지배지분순이익	3,329	4,049	4,763	5,192	5,766	
포괄순이익	3,299	3,955	4,753	5,152	5,725	
지배지분포괄이익	3,306	3,957	4,754	5,152	5,726	

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	7,730	10,920	11,256	
당기순이익	3,322	4,047	4,760	5,187	5,761	
감가상각비	5,049	5,343	5,291	5,473	5,631	
외환손익	-106	217	-16	-51	-51	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-5,712	-5,670	-4,910	-1,962	-2,380	
기타현금흐름	2,840	1,691	2,605	2,272	2,296	
투자활동 현금흐름	-3,831	-3,231	-5,394	-7,400	-7,600	
투자자산	-51	-3	-97	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,906	-3,252	-4,089	-5,800	-6,000	
유형자산 감소	247	2	1	0	0	
기타현금흐름	-120	22	-1,209	-1,600	-1,600	
재무활동 현금흐름	-1,649	-1,816	-849	-2,560	-2,624	
단기차입금	1,294	-1,604	-3,473	-500	-500	
사채 및 장기차입금	-155	-211	3,657	-1,000	-1,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,599	0	-871	-1,016	-1,088	
기타현금흐름	-190	-1	-162	-45	-36	
연결범위변동 등 기타	-1	-29	-1,568	-937	-972	
현금의 증감	-88	553	-81	23	60	
기초 현금	694	605	1,158	1,077	1,100	
기말 현금	605	1,158	1,077	1,100	1,160	
NOPLAT	4,583	6,064	6,607	7,124	7,866	
FCF	1,486	2,376	3,641	5,120	5,256	

자료: 유안타증권

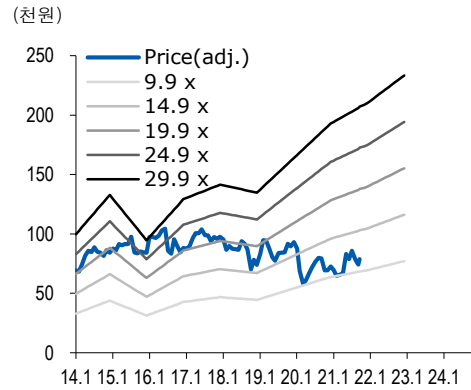
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	7,669	8,969	11,103	13,591	16,536	
현금및현금성자산	605	1,158	1,077	1,100	1,160	
매출채권 및 기타채권	3,453	3,265	3,299	3,935	4,706	
재고자산	1,128	1,340	1,908	2,137	2,651	
비유동자산	20,880	21,322	24,289	24,541	24,839	
유형자산	12,708	12,251	12,099	12,426	12,796	
관계기업등 지분관련자산	0	0	41	41	41	
기타투자자산	186	147	172	172	172	
자산총계	28,550	30,290	35,392	38,132	41,375	
유동부채	15,868	14,173	10,298	9,901	9,506	
매입채무 및 기타채무	2,953	3,117	3,194	3,297	3,402	
단기차입금	8,606	7,001	3,580	3,080	2,580	
유동성장기부채	5	5	5	5	5	
비유동부채	1,909	1,217	5,532	4,532	3,532	
장기차입금	94	94	191	191	191	
사채	0	0	3,697	2,697	1,697	
부채총계	17,778	15,390	17,830	16,433	15,038	
지배지분	10,783	14,913	17,578	21,718	26,359	
자본금	407	407	407	407	407	
자본잉여금	1,325	1,478	1,478	1,478	1,478	
이익잉여금	9,540	13,652	16,293	20,468	25,146	
비지배지분	-11	-13	-15	-19	-23	
자본총계	10,772	14,900	17,562	21,699	26,337	
순차입금	6,237	3,160	2,199	-924	-4,084	
총차입금	8,987	7,296	7,852	6,352	4,852	

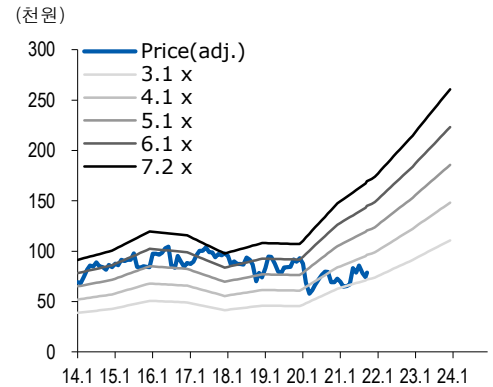
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	4,511	5,486	6,454	7,035	7,813	
BPS	14,931	20,554	24,226	29,932	36,330	
EBITDAPS	13,189	15,579	16,230	17,171	18,386	
SPS	40,907	43,868	49,849	55,724	62,346	
DPS	2,400	1,200	1,400	1,500	1,600	
PER	19.0	13.5	12.2	11.2	10.1	
PBR	5.7	3.6	3.2	2.6	2.2	
EV/EBITDA	7.1	5.0	5.0	4.5	4.0	
PSR	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	11.5	7.2	13.6	11.8	11.9	
영업이익 증가율 (%)	-11.8	32.3	9.0	7.8	10.4	
지배순이익 증가율 (%)	-4.9	21.6	17.6	9.0	11.1	
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	66.4	66.6	66.6	
영업이익률 (%)	15.2	18.7	18.0	17.3	17.1	
지배순이익률 (%)	11.0	12.5	12.9	12.6	12.5	
EBITDA 마진 (%)	32.2	35.5	32.6	30.8	29.5	
ROIC	29.0	38.4	39.8	39.7	40.1	
ROA	12.7	13.8	14.5	14.1	14.5	
ROE	30.7	31.5	29.3	26.4	24.0	
부채비율 (%)	165.0	103.3	101.5	75.7	57.1	
순차입금/자기자본 (%)	57.8	21.2	12.5	-4.3	-15.5	
영업이익/금융비용 (배)	20.9	28.6	36.0	42.5	58.9	

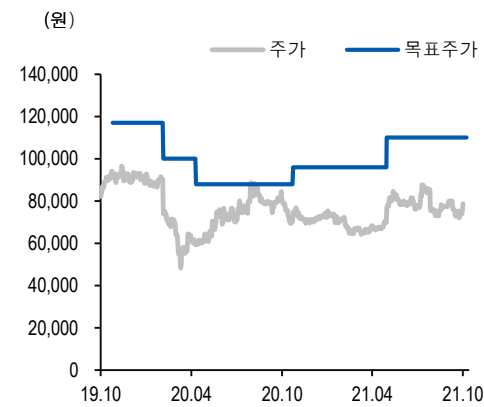
P/E band chart



P/B band chart



코웨이 (021240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-15	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	-
2019-11-07	BUY	117,000	1년	-22.42	-17.52

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)	91.0
Hold(중립)	9.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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.