

# 코웨이 (021240)

## 2QPre: 경기 비탄력적 사업 역량 증명

### 2분기 영업이익 YoY 9% 증가 전망

2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 9% 증가한 7,960억원과 1,500억원 수준이 가능할 전망이다. 코로나19 사태에도 불구하고 국내 렌탈 부문 매출이 4% 증가하고, 매트리스 중심 금융리스 매출이 YoY 7% 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 해외사업은 애초 우려를 넘어서는 양호한 실적이 예상된다. 말레이시아 법인 매출이 YoY 28% 고신장을 이어갈 전망이며, 미국 법인이 YoY 8%, 수출도 중국/미국/일본 등 거래선 다각화로 YoY 5% 성장이 가능할 전망이다. 국내 렌탈 총계정수는 전분기 대비 4만 늘어난 578.1만개, 말레이시아 계정수는 전분기 대비 4.1만 증가한 147.2만개에 이를 것으로 추정한다. 코로나19로 판촉 및 각종 행사가 축소되고, 넷마블로 피인수 이후 로열티(약 30억원) 비용이 없어지면서 영업이익률은 18.9%(YoY 0.6%p)까지 상승할 전망이다.

### 하반기 견조한 실적 개선 지속

2분기 돋보이는 실적은 말레이시아 법인이 될 듯 하다. 3월 이후 셋다운으로 불확실성이 가장 컸다. 하지만, 셋다운 이후에도 온라인 채널을 통해 신규 가입이 이어졌고, 6월 셋다운이 완화되면서 이들 고객들에 대한 정수기 설치가 일괄 처리되면서 YoY 30%에 가까운 외형 성장을 이어갈 수 있게 되었다. 미국 사업도 성장을 주도하고 있는 청정기 시판 매출이 온라인 채널을 중심으로 이뤄지고 있어 코로나19에 방어적이다. 하반기 국내외적으로 경제활동이 재개되고 있는 만큼, 외형성장 폭은 더 확대될 것으로 예상된다. 다만, 하반기 CS닥터 정규직 전환시 발생할 수 있는 퇴직충당금은 일회성 비용 요인으로 작용할 수 있다. 2020년 연간 매출과 영업이익은 각각 YoY 6.8%, 24% 증가한 3조 2,230억원과 5,680억원으로 추정한다. 회사 가이던스는 각각 3.3조원과 5,699억원이다.

### 목표주가 9만원, 투자이견 '중립'-'매수' 상향 조정

가전 렌탈 부동의 1위 사업자로서 대외 경기나 쇼크에 무관하게 가장 안정적인 실적 흐름을 이어갈 수 있다는 점은 분명히 밸류에이션 프리미엄 요소다. 현재 주가는 12MF PER 12.4배 수준으로 여유 있다. 배당수익률(1.5% 추정)이 크게 떨어지면서 적정 밸류에이션에 대해 갑론을박이 있을 수 있지만, 압도적 시장점유율과 견조한 실적개선, 말레이/미국 등 해외사업 확대를 감안하면 PER 15배는 충분하다는 판단이다. 주가 하락으로 목표주가와 괴리율이 확대되어 투자의견을 '매수'로 올린다. 비중확대가 유효하다.

### Earnings Preview

**BUY(상향)**

| TP(12M): 90,000원 | CP(7월 15일): 70,900원

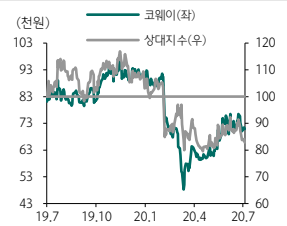
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,201.88
52주 최고/최저(원)	96,500/48,250
시가총액(십억원)	5,232.4
시가총액비중(%)	0.43
발행주식수(천주)	73,799.6
60일 평균 거래량(천주)	286.1
60일 평균 거래대금(십억원)	19.4
20년 배당금(예상, 원)	2,400
20년 배당수익률(예상, %)	3.39
외국인지분율(%)	60.22
주요주주 지분율(%)	
넷마블 외 5인	25.14
국민연금공단	8.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.8 (23.4) (17.2)
상대	(5.2) (22.3) (21.7)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,228.2	3,493.6
영업이익(십억원)	551.3	596.9
순이익(십억원)	395.0	429.9
EPS(원)	5,354	5,832
BPS(원)	19,444	23,703

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,707.3	3,018.9	3,223.4	3,476.0	3,756.3
영업이익	십억원	519.8	458.3	568.4	611.3	659.4
세전이익	십억원	468.6	451.4	546.7	589.4	637.3
순이익	십억원	350.2	332.9	407.3	445.0	481.2
EPS	원	4,735	4,511	5,519	6,030	6,520
증감률	%	9.4	(4.7)	22.3	9.3	8.1
PER	배	15.65	20.64	12.85	11.76	10.87
PBR	배	4.73	6.01	3.80	3.17	2.68
EV/EBITDA	배	7.78	10.14	6.56	5.90	5.25
ROE	%	33.84	30.74	34.08	30.75	27.71
BPS	원	15,652	15,498	18,661	22,334	26,498
DPS	원	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

2분기 연결 매출과 영업이익은  
각각 전년 동기대비 5%, 9% 증가한  
7,958억원과 1,502억원 전망

표 1. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	709	755	760	795	3,019	769	796	819	839	3,223
국내	607	635	651	638	2,531	629	642	667	651	2,587
렌탈	385	392	397	400	1,573	402	406	411	413	1,632
수출	70	84	98	92	343	82	88	107	97	373
말레이시아	113	128	134	153	526	153	163	167	185	668
미국	21	24	23	30	97	27	27	26	34	114
영업이익	135	138	140	45	458	139	150	145	134	568
국내	122	111	139	22	395	116	130	123	123	492
말레이시아	19	22	14	20	76	25	28	28	28	110
세전이익	136	137	152	27	451	138	145	146	117	547
순이익	100	102	111	19	332	102	109	110	87	407
영업이익률(%)	19.1	18.3	18.5	5.6	15.2	18.1	18.9	17.7	16.0	17.6
국내	20.2	17.4	21.4	3.5	15.6	18.4	20.2	18.5	18.9	19.0
말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	14.4	16.4	17.0	17.0	15.3	16.4
세전이익률(%)	19.1	18.1	20.0	3.4	15.0	18.0	18.2	17.9	14.0	17.0
순이익률(%)	14.2	13.5	14.6	2.4	11.0	13.2	13.6	13.4	10.4	12.6
매출(YoY,%)	9.5	11.4	13.4	11.7	11.5	8.4	5.3	7.9	5.6	6.8
국내	6.1	6.6	9.3	0.9	5.7	3.6	1.0	2.4	2.0	2.2
렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	2.9	4.5	3.7	3.5	3.4	3.8
수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	13.6	16.7	5.0	8.8	5.8	8.7
말레이시아	71.2	39.3	44.7	47.0	48.9	36.3	28.0	25.0	21.1	27.0
영업이익(YoY,%)	2.9	6.9	7.6	-65.4	-11.8	2.7	8.7	3.2	201.3	24.0
국내	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-17.3	-5.5	17.0	-11.4	449.8	24.6
말레이시아	172.9	39.0	-16.5	0.0	25.8	31.9	25.6	99.9	39.9	45.0
세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	-3.7	2.1	5.8	-3.9	336.9	21.1
순이익	5.5	12.3	17.4	-72.4	-5.0	1.2	6.6	-0.8	353.4	22.6

자료: 코웨이, 하나금융투자

2020년 연결 기준 매출은 YoY 7%  
증가한 3조 2,234억원, 영업이익은  
YoY 24% 증가한 5,684억원 전망

표 2. 코웨이 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	2,707	3,019	3,223	3,476	3,756
국내	2,395	2,531	2,587	2,665	2,771
렌탈	1,528	1,573	1,632	1,683	1,730
수출	302	343	373	398	422
말레이시아	353	526	668	831	992
미국	81	97	114	131	148
영업이익	520	458	568	611	659
국내	477	395	492	504	521
말레이시아	60	76	110	139	168
세전이익	469	451	547	589	637
순이익	350	332	407	445	481
적정시가총액	5,259	5,784	6,363	6,999	7,699
주식수(천주)	74,818	74,818	74,818	74,818	74,818
적정주가(원)	70,285	77,314	85,045	93,549	102,904
적정PER	15.0	17.4	15.6	15.7	16.0
EPS(원)	4,675	4,440	5,444	5,948	6,432
영업이익률(%)	19.2	15.2	17.6	17.6	17.6
국내	19.9	15.6	19.0	18.9	18.8
말레이시아	17.0	14.4	16.4	16.7	16.9
매출(YoY,%)	7.6	11.5	6.8	7.8	8.1
국내	3.2	5.7	2.2	3.0	4.0
렌탈	1.4	2.9	3.8	3.1	2.8
수출	16.5	13.6	8.7	6.7	6.0
말레이시아	70.3	48.9	27.0	24.3	19.4
영업이익(YoY,%)	10.0	-11.8	24.0	7.6	7.9
국내	-0.2	-17.3	24.6	2.4	3.4
말레이시아	243.4	25.8	45.0	26.6	20.9
세전이익	6.5	-3.7	21.1	7.8	8.1
순이익	7.4	-5.0	22.6	9.3	8.1

자료: 코웨이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,707.3</b>	<b>3,018.9</b>	<b>3,223.4</b>	<b>3,476.0</b>	<b>3,756.3</b>
매출원가	878.3	1,010.4	1,063.7	1,147.1	1,239.6
매출총이익	1,829.0	2,008.5	2,159.7	2,328.9	2,516.7
판매비	1,309.2	1,550.2	1,591.3	1,717.7	1,857.3
<b>영업이익</b>	<b>519.8</b>	<b>458.3</b>	<b>568.4</b>	<b>611.3</b>	<b>659.4</b>
금융손익	(16.5)	(20.6)	(20.8)	(21.0)	(21.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(34.7)	13.8	(0.9)	(0.9)	(0.8)
<b>세전이익</b>	<b>468.6</b>	<b>451.4</b>	<b>546.7</b>	<b>589.4</b>	<b>637.3</b>
법인세	118.8	119.2	139.4	144.4	156.1
계속사업이익	349.8	332.2	407.3	445.0	481.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>349.8</b>	<b>332.2</b>	<b>407.3</b>	<b>445.0</b>	<b>481.2</b>
비배주주지분 손익	(0.4)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>350.2</b>	<b>332.9</b>	<b>407.3</b>	<b>445.0</b>	<b>481.2</b>
지배주주지분포괄이익	344.4	330.6	408.2	446.0	482.3
NOPAT	388.1	337.3	423.4	461.5	497.9
EBITDA	775.4	739.5	865.8	926.4	993.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	7.6	11.5	6.8	7.8	8.1
NOPAT증가율	10.9	(13.1)	25.5	9.0	7.9
EBITDA증가율	9.5	(4.6)	17.1	7.0	7.3
영업이익증가율	10.0	(11.8)	24.0	7.5	7.9
(지배주주)순이익증가율	7.4	(4.9)	22.3	9.3	8.1
EPS증가율	9.4	(4.7)	22.3	9.3	8.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	67.6	66.5	67.0	67.0	67.0
EBITDA이익률	28.6	24.5	26.9	26.7	26.5
영업이익률	19.2	15.2	17.6	17.6	17.6
계속사업이익률	12.9	11.0	12.6	12.8	12.8
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,735	4,511	5,519	6,030	6,520
BPS	15,652	15,498	18,661	22,334	26,498
CFPS	12,050	13,491	11,729	12,517	13,395
EBITDAPS	10,483	10,020	11,732	12,553	13,465
SPS	36,604	40,907	43,677	47,101	50,898
DPS	3,600	2,400	2,400	2,400	2,400
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.6	20.6	12.8	11.8	10.9
PBR	4.7	6.0	3.8	3.2	2.7
PCFR	6.1	6.9	6.0	5.7	5.3
EV/EBITDA	7.8	10.1	6.6	5.9	5.3
PSR	2.0	2.3	1.6	1.5	1.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	33.8	30.7	34.1	30.7	27.7
ROA	15.4	12.7	13.7	13.8	13.6
ROIC	24.1	19.1	22.4	23.6	24.6
부채비율	118.7	165.0	135.9	113.6	96.4
순부채비율	52.1	58.3	34.3	14.9	(0.5)
이자보상배율(배)	29.2	20.9	24.2	27.6	31.6

자료: 하나금융투자

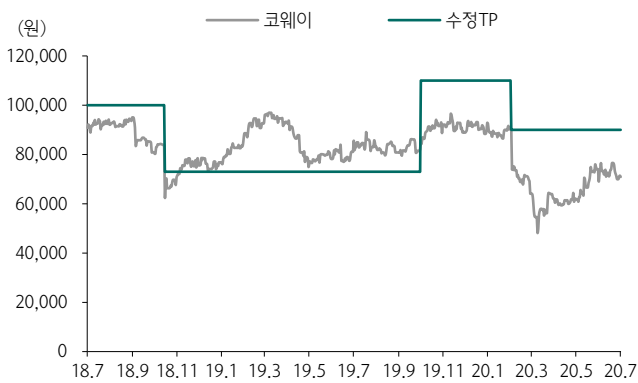
대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>843.7</b>	<b>766.9</b>	<b>929.2</b>	<b>1,135.3</b>	<b>1,377.7</b>
금융자산	176.2	275.0	403.9	568.8	765.6
현금성자산	69.4	60.5	175.0	321.9	498.8
매출채권 등	325.6	345.3	368.7	397.6	429.7
재고자산	102.9	112.8	120.5	129.9	140.4
기타유동자산	239.0	33.8	36.1	39.0	42.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,535.2</b>	<b>2,088.0</b>	<b>2,162.3</b>	<b>2,243.7</b>	<b>2,332.1</b>
투자자산	53.4	18.6	19.8	21.2	22.8
금융자산	51.8	17.0	18.2	19.6	21.2
유형자산	781.0	1,270.8	1,352.4	1,439.4	1,532.2
무형자산	160.3	168.4	159.9	152.8	146.9
기타비유동자산	540.5	630.2	630.2	630.3	630.2
<b>자산총계</b>	<b>2,378.9</b>	<b>2,855.0</b>	<b>3,091.5</b>	<b>3,378.9</b>	<b>3,709.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,234.3</b>	<b>1,586.8</b>	<b>1,578.9</b>	<b>1,581.5</b>	<b>1,589.8</b>
금융부채	731.7	876.1	826.6	777.8	729.2
매입채무 등	273.2	295.3	315.3	340.0	367.4
기타유동부채	229.4	415.4	437.0	463.7	493.2
<b>비유동부채</b>	<b>56.9</b>	<b>190.9</b>	<b>202.0</b>	<b>215.8</b>	<b>231.0</b>
금융부채	11.2	27.0	27.0	27.0	27.0
기타비유동부채	45.7	163.9	175.0	188.8	204.0
<b>부채총계</b>	<b>1,291.2</b>	<b>1,777.8</b>	<b>1,780.9</b>	<b>1,797.2</b>	<b>1,820.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,088.1</b>	<b>1,078.3</b>	<b>1,311.7</b>	<b>1,582.8</b>	<b>1,890.1</b>
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.9	132.5	132.5	132.5	132.5
자본조정	(45.2)	(50.1)	(50.1)	(50.1)	(50.1)
기타포괄이익누계액	(4.2)	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	966.8	954.0	1,187.4	1,458.5	1,765.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,087.7</b>	<b>1,077.2</b>	<b>1,310.6</b>	<b>1,581.7</b>	<b>1,889.0</b>
순금융부채	566.7	628.1	449.6	236.0	(9.4)
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>539.1</b>	<b>539.3</b>	<b>466.3</b>	<b>538.7</b>	<b>608.0</b>
당기순이익	349.8	332.2	407.3	445.0	481.2
조정	425.8	515.1	318.9	334.4	351.2
감가상각비	255.5	281.2	297.4	315.1	334.3
외환거래손익	2.9	(10.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	167.4	244.5	21.5	19.3	16.9
영업활동 변동	(236.5)	(308.0)	(259.9)	(240.7)	(224.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(393.5)</b>	<b>(383.1)</b>	<b>(384.2)</b>	<b>(411.6)</b>	<b>(438.7)</b>
투자자산감소(증가)	2.8	34.8	(1.2)	(1.4)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(387.5)	(366.0)	(370.6)	(395.1)	(421.2)
기타	(8.8)	(51.9)	(12.4)	(15.1)	(15.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(186.8)</b>	<b>(164.9)</b>	<b>(358.1)</b>	<b>(382.4)</b>	<b>(406.3)</b>
금융부채증가(감소)	59.3	160.2	(49.5)	(48.7)	(48.6)
자본증가(감소)	0.6	2.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.8)	(67.7)	(23.5)	(22.2)	(20.9)
배당지급	(230.9)	(259.9)	(285.1)	(311.5)	(336.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(40.9)</b>	<b>(8.8)</b>	<b>114.4</b>	<b>147.0</b>	<b>176.9</b>
Unlevered CFO	891.3	995.7	865.6	923.8	988.5
Free Cash Flow	138.9	148.6	95.7	143.6	186.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웨이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.16	BUY	90,000		
20.2.17	Neutral	90,000	-26.17%	-15.00%
19.10.16	BUY	110,000	-17.63%	-12.27%
18.10.30	Neutral	73,000	12.62%	32.88%
18.7.15	Neutral	100,000	-10.27%	-5.00%
17.12.5	BUY	124,000	-25.99%	-10.89%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 7월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 07월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 07월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.