



KB증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

1Q20 Review: 단기 불확실성 지속되면서 주가 반등 지연

2020년 5월 11일

유통/화장품 Analyst 박신애

연구원 이동현

02-6114-2930 shinay.park@kbf.com

02-6114-2920 donghyunlee@kbf.com

실적 불확실성 지속, 주가 지지부진한 흐름 이어질 전망

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 85,000원으로 15% 하향한다. 2020E EPS를 5% 하향조정하고, 배당성향을 기존 43%에서 19%로 하향조정했다 (지난 3월 30일 배당정책 발표). 목표주가 산정은 기존 PER 방식에서 DCF 방식으로 변경했다. 2Q~3Q 실적에는 불확실성이 존재한다. ① 코로나19로 인해 2Q 말레이시아와 미국 실적에 부정적 영향이 불가피하고, ② CS닥터의 정규직 전환 협의 결과에 따라 향후 인건비가 증가할 가능성도 존재하기 때문이다. 현재 주가는 12M Fwd PER 11배 수준에 불과해 하방경직성은 확보됐다고 판단된다. 그러나 국내 환경가전 시장의 경쟁강도 심화, 인건비 부담 증대, 코로나19 여파 등을 감안할 때 주가는 당분간 지지부진한 흐름을 지속할 것으로 예상된다. 단기 실적 불확실성이 해소되고, 대주주 변경 이후의 중장기 사업 계획이 투자자들과 공유된 이후, 주가도 반등을 모색할 것으로 기대된다.

1Q20 Review: 코로나19와 파업 영향으로 국내 사업 다소 부진했으나, 대체로 기대치에 부합한 실적

1Q20 연결 매출액 7,689억원 (+8% YoY), 영업이익 1,389억원 (+3% YoY)을 기록하면서 KB증권 추정치에 부합했다. ▲별도 매출액은 6,285억원 (+4% YoY), 영업이익은 1,156억원 (-6% YoY)을 나타냈다. ① 렌탈 신규 판매와 일시불 판매가 각각 8%, 41% 하락했는데, 공기질이 개선되면서 청정기 판매량이 감소하고, 코로나19로 인해 대면 영업에 다소 어려움이 있었기 때문이다. ② 해약률도 1.11%로 0.07%p QoQ 상승했는데, CS닥터 파업 여파로 AS 서비스가 일부 지연된 점이 영향을 미친 것으로 파악된다. ③ 순증은 신규 판매 부진과 해약률 상승으로 인해 56% YoY 감소한 5.3만 계정에 그쳤다. ④ 영업이익률이 1.8%p YoY 악화된 것은 웅진그룹에 지급한 로열티 발생, 해약률 상승으로 인해 렌탈폐기손실 60% 증가, (CS닥터 파업으로 인한) 제품 무상 교환 비용 등 때문이다. ▲말레이시아는 지난 1월 신규 출시된 매트리스가 판매 호조를 보이면서 매출액과 영업이익이 각각 36%, 32% 성장했다. 락다운이 3월 18일부터 시작되면서 1분기 실적에 미치는 부정적 영향은 제한적이었다. ▲미국 법인은 매출액 성장률 +30%, 영업이익 26억원 (OPM 5.7%p YoY 개선)의 호실적을 나타냈다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원) **85,000**

Dividend Yield (%)	1.6
Total Return (%)	39.1
현재가 (5/8, 원)	61,800
Consensus Target Price (원)	94,143
시가총액 (조원)	4.6

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	73.1
거래대금 (3M, 십억원)	22.4
외국인 지분율 (%)	60.2
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 4인 25.2
	국민연금공단 8.2

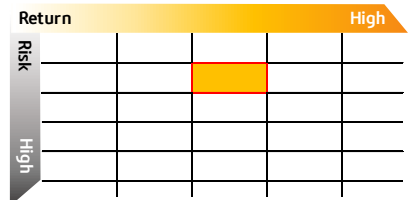
Share price performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-31.3	-32.5	-24.0
시장대비 상대수익률	-10.7	-21.9	-25.9	-15.3

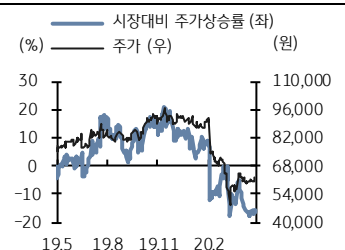
Forecast earnings & valuation

결산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	3,019	3,213	3,555	3,859
영업이익 (십억원)	458	554	609	659
지배주주순이익 (십억원)	333	386	430	469
EPS (원)	4,511	5,236	5,825	6,354
증감률 (%)	-4.7	16.1	11.2	9.1
PER (X)	20.6	11.8	10.6	9.7
EV/EBITDA (X)	10.1	5.8	5.2	4.6
PBR (X)	6.4	3.1	2.5	2.1
ROE (%)	30.7	30.4	26.2	23.2
배당수익률 (%)	2.6	1.6	1.7	1.8

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)

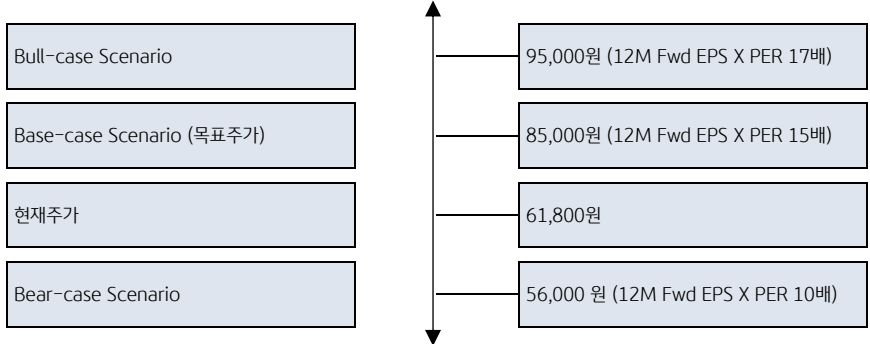


Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR +5%
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR +19%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +5%를 상회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +19%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +5%를 하회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +19%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,343.9	3,600.5	3,213.2	3,555.2	-3.9	-1.3
영업이익	582.1	612.4	554.0	609.2	-4.8	-0.5
순이익 (지배)	407.9	432.2	386.4	429.9	-5.3	-0.5

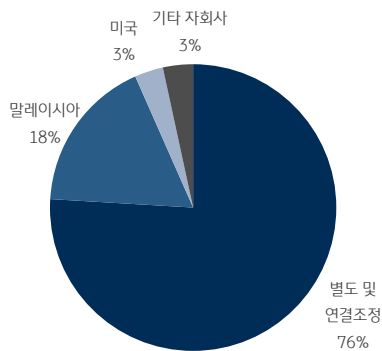
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,213.2	3,555.2	3,305.8	3,560.3	-2.8	-0.1
영업이익	554.0	609.2	572.9	625.6	-3.3	-2.6
순이익 (지배)	386.4	429.9	411.2	451.1	-6.0	-4.7

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리

주: 2019년 기준

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd PER	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd PBR	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
코웨이	4,560.8	11.3	10.2	2.9	25.2	5.6	7.7
아모레퍼시픽	10,610.2	35.6	50.4	2.6	7.3	11.0	22.9
LG 생활건강	22,177.8	27.2	10.3	4.9	18.0	14.0	9.3

자료: KB증권 추정치 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 5.44%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

95,000원 ~ 56,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied PER 15.6배, PBR 3.94배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2020E	2021E
금리 1%p 상승 시	-0.8	-0.6
환율 1%p 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 1Q20 실적

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY (%)	4Q19	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	768.9	709.3	8.4	794.6	-3.2	765.7	0.4	788.9	-2.5
영업이익	138.9	135.2	2.7	44.6	211.2	131.4	5.7	142.3	-2.4
세전이익	138.3	135.5	2.1	26.8	415.8	129.1	7.2	134.8	2.6
순이익	101.6	100.5	1.1	19.7	415.2	94.0	8.1	99.9	1.7
영업이익률 (%)	18.1	19.1		5.6		17.2		18.0	
세전이익률 (%)	18.0	19.1		3.4		16.9		17.1	
순이익률 (%)	13.2	14.2		2.5		12.3		12.7	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권

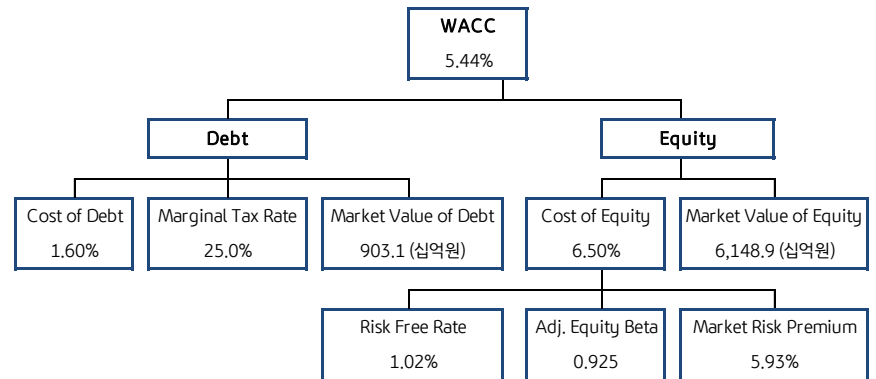
표 2. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
현금흐름 추정									
영업이익	a	458.3	554.0	609.2	659.3	674.9	687.2	692.3	720.0
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	$C=a*(1-b)$	343.7	415.5	456.9	494.5	506.2	515.4	519.3	540.0
감가상각비 (유형+무형)	d	281.2	305.1	321.4	336.5	346.2	356.2	366.5	377.2
총 현금흐름	$E=C+d$	624.9	720.6	778.2	831.0	852.4	871.6	885.8	917.2
총 투자	$F=g+h$	-698.6	-585.0	-595.2	-601.2	-610.0	-620.0	-630.0	-640.0
운전자본 증감	g	-308.0	-185.0	-185.2	-181.2	-190.0	-200.0	-210.0	-220.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-390.6	-400.0	-410.0	-420.0	-420.0	-420.0	-420.0	-420.0
FCFF	$I=E+F$	-73.7	135.6	183.0	229.8	242.4	251.6	255.8	277.2
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				3.5%	9.1%	15.1%	21.3%	27.9%	
PV of FCFF				113.8	210.6	210.6	207.4	199.9	
Total PV of FCFF (2021E~25E)	j			942.4					
영구성장률 (%)				1.6%					국고채권 30년 수익률
Terminal Value (2026E 시점)				7,213.2					2026년 FCFF / (WACC - 영구성장률)
PV of terminal value	k			5,637.6					WACC 5.44% (무위험수익률 1.02%, 시장위험프리미엄 5.93%)
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$			6,580.0					
현금 및 현금성자산	m			155.2					
단기금융자산	n			225.1					
차입금	o			811.4					
적정 기업가치	$P=L+(m+n+o)$			6,148.9					
주식수 (천주)	q			72,502					
목표주가 (원)	$R=P/q$			85,000					
현재주가 (원)				61,800			2020.5.8		
상승여력 (%)				37.5					
목표주가의 12M Fwd Implied PER (X)				15.6					
목표주가의 12M Fwd Implied PBR (X)				3.94					

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 1.60% 사용. 차입금 가치는 4Q19 말 총금융부채
- ② 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 현재 통안채 1년물 금리. 주식베타는 코웨이 52주 Adjusted 베타, 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차이
- ③ 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출



자료: KB증권 추정

표 3. 코웨이: WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)		Terminal Growth						
		1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
WACC	4.44%	98,136	103,731	110,062	117,283	125,598	135,273	146,674
	4.64%	92,323	97,259	102,805	109,080	116,237	124,478	134,067
	4.84%	87,115	91,499	96,392	101,888	108,107	115,201	123,369
	5.04%	82,423	86,338	90,683	95,533	100,981	107,145	114,177
	5.24%	78,174	81,689	85,570	89,877	94,684	100,084	106,193
	5.44%	74,309	77,479	80,963	85,000	89,078	93,843	99,195
	5.64%	70,777	73,648	76,791	80,244	84,057	88,288	93,011
	5.84%	67,537	70,148	72,995	76,110	79,533	83,312	87,506
	6.04%	64,555	66,938	69,526	72,348	75,435	78,828	82,575
	6.24%	61,800	63,982	66,345	68,911	71,708	74,768	78,132
	6.44%	59,249	61,253	63,416	65,758	68,301	71,074	74,108

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액		3,343.9	3,600.5	n.a.	3,213.2	3,555.2	3,858.9	-3.9	-1.3	n.a.
영업이익		582.1	612.4	n.a.	554.0	609.2	659.3	-4.8	-0.5	n.a.
세전이익		550.1	582.8	n.a.	522.4	579.7	632.5	-5.0	-0.5	n.a.
순이익 (지배)		407.9	432.2	n.a.	386.4	429.9	469.0	-5.3	-0.5	n.a.
EPS (원)		5,539	5,987	n.a.	5,247	5,952	6,494	-5.3	-0.6	n.a.
YoY (%)	매출액	10.8	7.7	n.a.	6.4	10.6	8.5			
	영업이익	27.0	5.2	n.a.	20.9	10.0	8.2			
	세전이익	21.9	5.9	n.a.	15.7	11.0	9.1			
	순이익 (지배)	22.5	5.9	n.a.	16.1	11.2	9.1			
	EPS	22.8	8.1	n.a.	16.3	13.4	9.1			
영업이익률 (%)		17.4	17.0	n.a.	17.2	17.1	17.1			
세전이익률 (%)		16.5	16.2	n.a.	16.3	16.3	16.4			
순이익률 (지배, %)		12.2	12.0	n.a.	12.0	12.1	12.2			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2020년 2월 17일 추정치 대비 변경 내역임

표 5. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
연결 매출액	709.3	755.5	759.6	794.6	768.9	785.6	806.6	852.0	2,707.3	3,018.9	3,213.2	3,555.2	3,858.9
별도 법인	606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	662.6	679.6	662.2	2,395.5	2,531.0	2,632.9	2,791.5	2,939.9
말레이시아	112.5	127.6	133.6	152.6	153.3	136.5	147.0	190.8	353.4	526.3	627.5	808.9	970.7
미국	20.9	23.6	22.5	30.3	27.2	20.1	21.4	33.3	80.5	97.3	102.0	124.0	136.4
기타 자회사	16.7	27.4	24.4	34.2	20.8	30.1	24.0	34.8	88.5	102.7	109.8	119.1	124.8
연결 조정	-47.4	-58.4	-71.9	-60.7	-60.9	-63.7	-65.4	-69.1	-210.8	-238.4	-259.0	-288.3	-312.9
YoY (%)													
연결 매출액	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	4.0	6.2	7.2	7.6	11.5	6.4	10.6	8.5
별도 법인	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	4.3	4.4	3.8	3.2	5.7	4.0	6.0	5.3
말레이시아	71.1	39.3	44.7	47.0	36.3	7.0	10.0	25.0	70.4	48.9	19.2	28.9	20.0
미국	19.1	35.6	6.6	24.2	30.1	-15.0	-5.0	10.0	23.7	20.9	4.8	21.6	10.0
기타 자회사	-26.5	9.2	18.4	70.1	24.6	10.0	-1.5	1.7	37.3	16.0	6.9	8.5	4.8
연결 조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
비중 (%)													
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	84.3	84.3	77.7	88.5	83.8	81.9	78.5	76.2
말레이시아	15.9	16.9	17.6	19.2	19.9	17.4	18.2	22.4	13.1	17.4	19.5	22.8	25.2
미국	2.9	3.1	3.0	3.8	3.5	2.6	2.7	3.9	3.0	3.2	3.2	3.5	3.5
기타 자회사	2.4	3.6	3.2	4.3	2.7	3.8	3.0	4.1	3.3	3.4	3.4	3.3	3.2
연결 조정	-6.7	-7.7	-9.5	-7.6	-7.9	-8.1	-8.1	-8.1	-7.8	-7.9	-8.1	-8.1	-8.1
연결 영업이익	135.2	138.2	140.3	44.6	138.9	133.1	145.7	136.3	519.8	458.3	554.0	609.2	659.3
별도 법인	122.4	110.8	139.2	22.4	115.6	122.6	132.5	112.6	477.2	394.7	483.3	508.7	525.5
말레이시아	19.1	22.1	14.2	20.2	25.2	15.0	17.6	26.7	62.3	75.6	84.6	113.2	145.6
미국	0.8	0.4	-0.9	3.0	2.6	-0.1	0.1	1.2	3.1	3.3	3.8	5.6	8.2
기타 자회사	-2.8	1.3	0.0	-0.2	-0.6	-0.3	-0.0	0.1	-8.6	-1.7	-0.9	0.5	0.5
연결 조정	-4.3	3.7	-12.2	-0.7	-4.0	-4.1	-4.5	-4.2	-14.2	-13.6	-16.8	-18.8	-20.4
YoY (%)													
연결 영업이익	2.9	6.9	7.6	-65.4	2.7	-3.7	3.9	205.5	10.0	-11.8	20.9	10.0	8.2
별도 법인	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	10.7	-4.8	403.3	-0.2	-17.3	22.5	5.3	3.3
말레이시아	107.6	39.0	-16.5	0.0	31.9	-32.0	24.2	32.2	256.0	21.3	11.9	33.9	28.6
미국	33.3	흑전	적전	130.8	225.0	적전	흑전	-61.1	520.0	6.5	14.3	48.8	45.7
기타 자회사	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	흑전	적지	적지	적지	흑전	1.1
연결 조정	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)													
연결 영업이익	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	16.9	18.1	16.0	19.2	15.2	17.2	17.1	17.1
별도 법인	20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	18.5	19.5	17.0	19.9	15.6	18.4	18.2	17.9
말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	16.4	11.0	12.0	14.0	17.6	14.4	13.5	14.0	15.0
미국	3.8	1.7	-4.0	9.9	9.6	-0.5	0.5	3.5	3.9	3.4	3.7	4.5	6.0
기타 자회사	-16.8	4.7	0.0	-0.6	-2.8	-1.0	-0.2	0.2	-9.7	-1.6	-0.8	0.4	0.4
연결 조정	9.1	-6.3	17.0	1.2	6.6	6.5	6.9	6.1	6.7	5.7	6.5	6.5	6.5
비중 (%)													
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
별도 법인	90.5	80.1	99.2	50.1	83.3	92.1	90.9	82.6	91.8	86.1	87.2	83.5	79.7
말레이시아	14.1	16.0	10.1	45.3	18.1	11.3	12.1	19.6	12.0	16.5	15.3	18.6	22.1
미국	0.6	0.3	-0.6	6.7	1.9	-0.1	0.1	0.9	0.6	0.7	0.7	0.9	1.2
기타 자회사	-2.1	0.9	0.0	-0.4	-0.4	-0.2	-0.0	0.1	-1.7	-0.4	-0.2	0.1	0.1
매출총이익	476.4	506.4	509.0	516.7	521.7	523.5	537.2	550.6	1,829.1	2,008.5	2,133.1	2,346.1	2,531.0
세전이익	135.5	136.8	152.3	26.8	138.3	122.7	135.4	126.0	468.6	451.4	522.4	579.7	632.5
순이익(지배)	100.5	101.9	110.8	19.7	101.6	91.0	100.4	93.4	350.2	332.9	386.4	429.9	469.0
EBITDA	206.3	212.2	217.9	103.1	215.1	209.4	222.0	212.6	775.4	739.5	859.1	930.5	995.8
YoY (%)													
매출총이익	6.8	10.1	11.7	10.6	9.5	3.4	5.6	6.6	6.4	9.8	6.2	10.0	7.9
세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	2.1	-10.3	-11.1	369.7	6.5	-3.7	15.7	11.0	9.1
순이익(지배)	5.4	12.3	17.4	-71.7	1.1	-10.7	-9.4	373.5	7.4	-4.9	16.1	11.2	9.1
EBITDA	7.0	10.4	11.8	-47.3	4.3	-1.3	1.9	106.2	9.5	-4.6	16.2	8.3	7.0
매출총이익률 (%)	67.2	67.0	67.0	65.0	67.8	66.6	66.6	64.6	67.6	66.5	66.4	66.0	65.6
세전이익률 (%)	19.1	18.1	20.0	3.4	18.0	15.6	16.8	14.8	17.3	15.0	16.3	16.3	16.4
순이익률(지배) (%)	14.2	13.5	14.6	2.5	13.2	11.6	12.4	11.0	12.9	11.0	12.0	12.1	12.2
EBITDA 마진 (%)	29.1	28.1	28.7	13.0	28.0	26.6	27.5	25.0	28.6	24.5	26.7	26.2	25.8

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 6. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
별도 매출액	606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	662.6	679.6	662.2	2,395.5	2,531.0	2,632.9	2,791.5	2,939.9
국내 환경가전	517.6	532.7	534.5	526.4	529.4	554.1	558.3	543.4	2,017.5	2,111.2	2,185.2	2,301.3	2,406.4
렌탈	384.7	391.7	396.7	399.5	401.9	409.1	406.7	406.8	1,527.7	1,572.6	1,624.5	1,685.5	1,762.8
홈케어	56.3	67.6	72.9	61.5	68.9	81.2	87.5	73.8	185.1	258.4	311.4	348.8	376.7
멤버십	27.9	27.0	26.7	25.7	24.7	24.3	24.7	23.9	121.2	107.3	97.5	93.0	88.3
일시불	45.6	43.5	35.5	36.6	30.9	36.6	36.8	35.9	170.8	161.3	140.2	162.7	167.6
기타	3.0	2.9	2.7	3.0	3.1	2.8	2.7	3.0	12.8	11.7	11.6	11.3	11.1
수출	70.1	83.8	97.9	91.7	81.8	90.5	102.4	98.4	302.5	343.5	373.0	411.7	453.4
화장품	18.9	18.8	18.5	20.1	17.3	18.0	18.9	20.5	75.5	76.3	74.7	78.5	80.1
YoY (%)													
별도 매출액	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	4.3	4.4	3.8	3.2	5.7	4.0	6.0	5.3
국내 환경가전	4.2	5.4	7.3	1.7	2.3	4.0	4.5	3.2	1.8	4.6	3.5	5.3	4.6
렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	4.5	4.5	2.5	1.8	1.4	2.9	3.3	3.8	4.6
홈케어	45.9	65.5	61.4	1.7	22.4	20.0	20.0	20.0	50.7	39.6	20.5	12.0	8.0
멤버십	-13.5	-13.3	-9.1	-9.6	-11.5	-9.8	-7.7	-7.2	-16.3	-11.5	-9.1	-4.6	-5.1
일시불	4.0	-7.9	-7.2	-11.5	-32.3	-15.9	3.8	-2.0	-11.2	-5.6	-13.0	16.0	3.0
기타	-6.0	-14.8	-8.9	-4.1	1.7	-2.0	-2.0	-2.0	-15.8	-8.6	-1.1	-2.0	-2.0
수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	16.7	8.0	4.5	7.3	16.5	13.6	8.6	10.4	10.1
화장품	-8.1	1.0	5.7	6.9	-8.6	-4.0	2.0	2.0	-5.3	1.1	-2.1	5.1	2.0
비중 (%)													
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	85.3	83.9	82.1	82.5	84.2	83.6	82.2	82.1	84.2	83.4	83.0	82.4	81.9
렌탈	63.4	61.7	60.9	62.6	63.9	61.7	59.8	61.4	63.8	62.1	61.7	60.4	60.0
홈케어	9.3	10.6	11.2	9.6	11.0	12.2	12.9	11.2	7.7	10.2	11.8	12.5	12.8
멤버십	4.6	4.2	4.1	4.0	3.9	3.7	3.6	3.6	5.1	4.2	3.7	3.3	3.0
일시불	7.5	6.9	5.5	5.7	4.9	5.5	5.4	5.4	7.1	6.4	5.3	5.8	5.7
기타	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
수출	11.6	13.2	15.0	14.4	13.0	13.7	15.1	14.9	12.6	13.6	14.2	14.7	15.4
화장품	3.1	3.0	2.8	3.1	2.8	2.7	2.8	3.1	3.2	3.0	2.8	2.8	2.7
별도 영업이익	122.4	110.8	139.2	22.4	115.6	122.6	132.5	112.6	477.2	394.7	483.3	508.7	525.5
YoY (%)	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	10.7	-4.8	403.3	-0.2	-17.3	22.5	5.3	3.3
OPM (%)	20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	18.5	19.5	17.0	19.9	15.6	18.4	18.2	17.9
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,349.8	5,458.3	5,635.8	5,687.7	5,740.4	5,808.6	5,877.7	5,939.6	5,229.8	5,687.7	5,939.6	6,246.9	6,576.1
신규 판매 (천대)	408.3	416.9	388.7	358.1	377.5	400.2	396.5	401.1	1,450.0	1,572.1	1,575.3	1,665.0	1,715.0
해약 (천대)	159.5	162.7	160.0	177.0	189.2	183.7	175.4	177.5	644.5	659.1	725.9	727.3	764.0
만기도래 (천계정)	128.8	145.7	51.2	129.3	135.6	148.3	151.9	161.8	545.7	455.0	597.6	630.4	621.8
ARPU (월평균) (원)	27,792	28,331	28,218	27,145	27,465	28,302	28,190	27,117	27,988	27,952	27,750	27,821	27,807
해약률 (월평균) (%)	1.02	1.01	0.98	1.05	1.11	1.07	1.01	1.01	1.08	1.05	1.06	1.02	1.02
만기도래 비중 (%)	40.7	39.3	16.5	39.0	39.8	40.0	45.0	45.0	46.8	34.2	42.4	45.0	45.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	644.9	628.4	604.8	593.8	572.4	578.1	562.5	552.2	670.3	593.8	552.2	524.6	498.4
ARPU (월평균) (원)	14,130	14,116	14,458	14,297	14,098	14,088	14,429	14,268	13,941	14,145	14,182	14,398	14,384
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	58.8	49.3	43.6	42.5	34.9	41.9	42.3	41.2	197.2	194.2	160.3	184.0	187.7
ARPU (원)	776,074	882,868	814,307	861,815	885,102	874,040	871,308	870,433	866,032	830,542	874,800	884,374	893,217
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	10.4	11.1	21.2	8.5	23.6	19.3	15.2	15.2	48.8	51.2	73.2	66.8	72.4

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
매출액	2,707	3,019	3,213	3,555	3,859
매출원가	878	1,010	1,080	1,209	1,328
매출총이익	1,829	2,009	2,133	2,346	2,531
판매비와관리비	1,309	1,550	1,579	1,737	1,872
영업이익	520	458	554	609	659
EBITDA	775	740	859	931	996
영업외손익	-51	-7	-32	-29	-27
이자수익	1	1	2	1	2
이자비용	18	22	23	21	19
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-35	14	-10	-10	-10
세전이익	469	451	522	580	632
법인세비용	119	119	137	151	164
당기순이익	350	332	386	429	468
지배주주순이익	350	333	386	430	469
수정순이익	350	333	386	430	469

성장성 및 수익성 비율 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	7.6	11.5	6.4	10.6	8.5
영업이익 성장률	10.0	-11.8	20.9	10.0	8.2
EBITDA 성장률	9.5	-4.6	16.2	8.3	7.0
지배기업순이익 성장률	7.4	-4.9	16.1	11.3	9.1
매출총이익률	67.6	66.5	66.4	66.0	65.6
영업이익률	19.2	15.2	17.2	17.1	17.1
EBITDA이익률	28.6	24.5	26.7	26.2	25.8
세전이익률	17.3	15.0	16.3	16.3	16.4
지배기업순이익률	12.9	11.0	12.0	12.1	12.2

현금흐름표 (십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	539	539	506	565	623
당기순이익	350	332	386	429	468
유무형자산상각비	256	281	305	321	336
기타비현금손익 조정	286	382	137	151	164
운전자본증감	-237	-308	-185	-185	-181
매출채권감소 (증가)	20	-4	-16	-16	-17
재고자산감소 (증가)	-26	-5	-6	-12	-13
매입채무증가 (감소)	-3	-9	5	5	5
기타운전자본증감	-228	-290	-168	-162	-156
기타영업현금흐름	-116	-148	-137	-151	-164
투자활동 현금흐름	-394	-383	-421	-431	-442
유형자산투자감소 (증가)	-388	-366	-400	-410	-420
무형자산투자감소 (증가)	-6	-3	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-5	0	0	0
기타투자현금흐름	1	-9	-11	-11	-12
재무활동 현금흐름	-187	-165	9	-58	-54
금융부채 증감	61	115	-92	-87	-79
자본의 증감	3	2	0	0	0
배당금 당기지급액	-231	-260	0	-73	-76
기타재무현금흐름	-19	-22	101	101	101
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-41	-9	95	76	128
기말현금	69	61	155	231	358
잉여현금흐름 (FCF)	152	173	106	155	203
순현금흐름	-54	-61	197	174	218
순현금 (순차입금)	-567	-628	-431	-257	-39

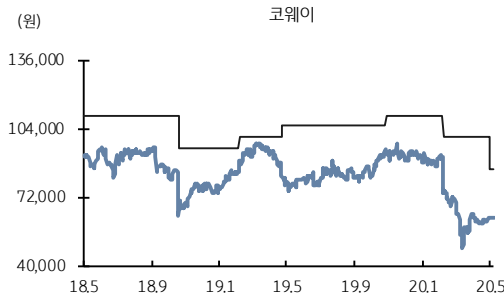
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
자산총계	2,379	2,855	3,090	3,307	3,574
유동자산	844	767	897	1,016	1,189
현금 및 현금성자산	69	61	155	231	358
단기금융자산	107	214	225	236	248
매출채권	302	310	326	342	359
재고자산	103	113	118	130	143
기타유동자산	263	69	72	76	80
비유동자산	1,535	2,088	2,193	2,292	2,385
투자자산	78	43	43	43	43
유형자산	781	1,271	1,380	1,481	1,577
무형자산	160	168	165	162	159
기타비유동자산	516	606	606	606	606
부채총계	1,291	1,778	1,627	1,488	1,363
유동부채	1,234	1,587	1,439	1,307	1,188
매입채무	62	58	63	68	73
단기금융부채	732	876	788	710	639
기타유동부채	440	653	588	529	477
비유동부채	57	191	188	181	174
장기금융부채	11	27	23	15	7
기타비유동부채	46	164	165	166	167
자본총계	1,088	1,077	1,463	1,819	2,211
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
기타자본항목	-45	-50	-50	-50	-50
기타포괄손익누계액	-4	1	1	1	1
이익잉여금	967	954	1,340	1,698	2,091
지배자본 계	1,088	1,078	1,465	1,822	2,215
비지배자본	0	-1	-2	-3	-4

주요투자지표 (X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
PER	15.6	20.6	11.8	10.6	9.7
PBR	5.0	6.4	3.1	2.5	2.1
PSR	2.0	2.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.8	10.1	5.8	5.2	4.6
EV/EBIT	11.6	16.4	9.0	7.9	7.0
배당수익률	4.9	2.6	1.6	1.7	1.8
BPS	4,735	4,511	5,236	5,825	6,354
SPS (주당매출액)	36,604	40,907	43,539	48,174	52,289
DPS (주당배당금)	3,600	2,400	1,000	1,050	1,100
배당성향 (%)	74.2	52.1	18.8	17.7	17.0
수익성지표					
ROE	33.8	30.7	30.4	26.2	23.2
ROA	15.4	12.7	13.0	13.4	13.6
ROIC	25.9	21.2	24.0	23.8	23.6
안정성지표					
부채비율	118.7	165.0	111.2	81.8	61.6
순차입비율	52.1	58.3	29.5	14.2	1.8
유동비율	0.7	0.5	0.6	0.8	1.0
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	24.0	29.4	35.6
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	8.8	9.9	10.1	10.7	11.0
매입채무회전율	46.4	50.1	53.3	54.6	54.9
재고자산회전율	30.5	28.0	27.8	28.6	28.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-10-31	Buy	95,000	-19.55	-8.95
19-02-15	Buy	100,000	-7.45	-3.00
19-05-02	Buy	105,000	-21.59	-10.38
19-11-06	Buy	110,000	-17.46	-12.27
20-02-17	Buy	100,000	-36.78	-24.80
20-05-11	Buy	85,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2020. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.6	25.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.