



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

3Q20 Review: 불확실성 해소, 주가의 완만한 반등세 기대

2020년 11월 5일

유통/화장품 Analyst 박신애

연구원 이동현

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

02-6114-2920 donghyunlee@kbf.com

4Q20부터 영업 환경 정상화, 저가 매수 접근 추천

투자 의견 Buy와 목표주가 93,000원을 유지한다 (실적 추정치 변동폭은 극히 미미한 수준). 3Q20은 CS닥터의 파업과 코로나19 재확산으로 인해 국내 실적이 부진했으나, 불확실성은 상당 부분 해소됐다 (정규직 전환에 따른 비용 증가분은 연간 300억원으로 추정되며 4Q20부터 반영될 전망). 9월부터 영업 환경이 정상화된 가운데, 10월 출시된 신제품 '아이콘 정수기'를 중심으로 국내 렌탈 판매가 회복될 것으로 기대된다. 2021년에 국내 매출은 안정적인 성장 흐름을 이어가고, 해외 법인은 두 자릿수의 매출 성장세를 지속하면서 연결 매출액 내 기여도가 31%로 확대될 것으로 예상된다. 최근 미국 시판 시장에서 코웨이의 인지도가 상승하고 있는 점도 고무적이다. 주가는 최근 조정을 받으면서 2021E P/E 12배 수준까지 하락했는데, 완만한 반등을 기대한 저가 매수 접근을 권고한다.

3Q20 Review: 매출액과 영업이익 각각 5%, 20% 성장. 부진한 국내 실적을 해외 부문의 호실적이 상쇄해줘

3Q20 연결 매출액 8,004억원 (+5% YoY), 영업이익 1,686억원 (+20% YoY)을 기록했다. 컨센서스 대비 매출은 부합하고, 영업이익은 14% 상회했다. ▲일회성 요인 제거 시 연결 영업이익은 9% 성장했다 (3Q20에는 CS닥터 관련 설정됐던 총당금 중에 128억원이 환입됐고, 3Q19에는 30억원의 로열티 비용이 발생함). ▲별도 매출액은 6,415억원 (-2% YoY), 영업이익은 1,244원 (-11% YoY)을 나타냈다 (일회성 요인들 제거 시 영업이익 -22%). ① 렌탈 신규 판매와 일시불 판매가 각각 27%, 44% 큰 폭으로 하락했는데, CS닥터의 파업이 장기화되면서 (7월 초 ~ 8월 중순) 영업활동이 위축된 점이 부정적 영향을 미쳤다. ② 해약률은 0.94%로 안정적인 수준을 회복했다 (-0.10%p QoQ). ③ 렌탈 계정수가 1.1만 계정 QoQ 순감했는데, 지난 3Q16 (얼음정수기 리콜) 이후 16개 분기만에 처음 나타난 순감 현상이다. ④ 영업이익률은 19.4% (-2.0%p YoY)인데, 일회성 요인 제거 시 17.4% 수준 (-4.4%p YoY)이다. ▲말레이시아는 코로나19에도 불구하고, 매출액이 34% 성장하고 영업이익도 낮은 기저효과에 힘입어 109% 고성장했다. ▲미국은 서부 지역의 대형 산발 발생에 따른 공기청정기 판매 증가로 매출 성장률 +130%, 영업이익 118억원 (OPM 23%)의 서프라이즈를 기록했다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) **93,000**

Dividend yield* (%)	1.4
Total return (%)	33.9
현재가 (11/4, 원)	70,200
Consensus target price (원)	94,875
시가총액 (조원)	5.2

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

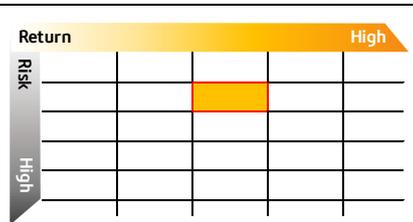
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	16.4
외국인 지분율 (%)	61.0
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 5인 25.1
	국민연금공단 8.3

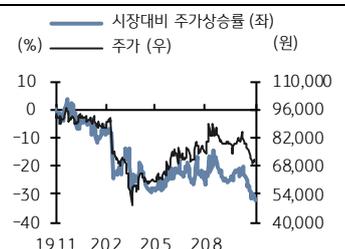
Stock Price Performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	-6.6	17.0	-24.0
시장대비 상대수익률	-12.6	-9.7	-5.9	-31.3

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

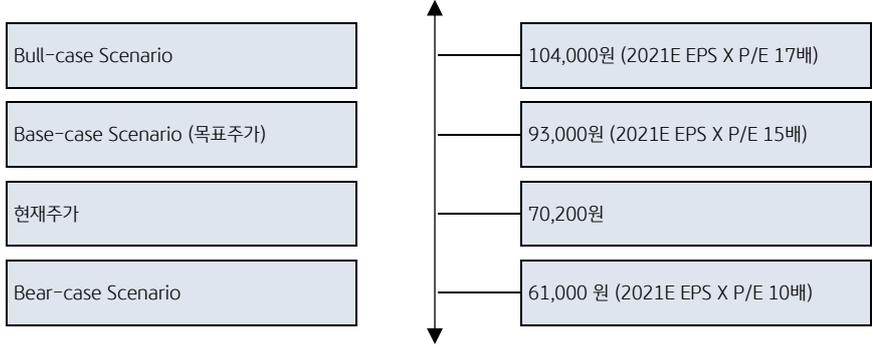


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	3,019	3,225	3,553	3,848
영업이익 (십억원)	458	612	627	659
지배주주순이익 (십억원)	333	430	444	469
EPS (원)	4,511	5,824	6,016	6,355
증감률 (%)	-4.7	29.1	3.3	5.6
P/E (x)	20.6	12.1	11.7	11.0
EV/EBITDA (x)	10.1	5.0	4.7	4.3
P/B (x)	6.4	3.4	2.7	2.3
ROE (%)	30.7	33.1	26.0	22.4
배당수익률 (%)	2.6	1.4	1.5	1.6

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR +4%
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR +21%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +4%를 상회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +21%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +4%를 하회
- 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +21%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,241.1	3,550.2	3,222.9	3,552.9	-0.6	0.1
영업이익	590.9	620.9	611.6	627.4	3.5	1.0
순이익 (지배)	414.7	438.7	429.8	444.0	3.7	1.2

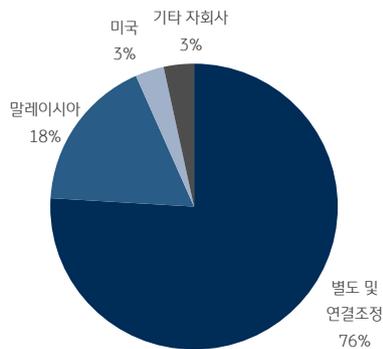
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,222.9	3,552.9	3,246.2	3,520.5	-0.7	0.9
영업이익	611.6	627.4	588.1	620.4	4.0	1.1
순이익 (지배)	429.8	444.0	420.3	449.9	2.3	-1.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권 정리

주: 2019년 기준

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
코웨이	5,180.7	11.7	4.5	2.8	24.1	5.0	1.3
아모레퍼시픽	9,587.2	43.1	95.7	2.4	5.5	10.6	21.3
LG 생활건강	23,505.4	28.1	11.4	4.8	17.2	14.5	9.4

자료: KB증권 추정치 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 4.97%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

104,000원 ~ 61,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2021E Implied P/E 15.2배, P/B 3.62배

실적민감도 분석

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

표 1. 코웨이: 연결 기준 3Q20 실적

(십억원)	3Q20	3Q19	YoY (%)	2Q20	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	800.4	759.6	5.4	805.5	-0.6	820.1	-2.4	821.1	-2.5
영업이익	168.6	140.3	20.2	169.2	-0.3	148.4	13.6	145.1	16.2
세전이익	149.2	152.3	-2.0	159.5	-6.5	139.9	6.7	134.7	10.7
순이익	116.8	110.8	5.5	119.0	-1.8	103.2	13.2	99.9	17.0
영업이익률 (%)	21.1	18.5		21.0		18.1		17.7	
세전이익률 (%)	18.6	20.0		19.8		17.1		16.4	
순이익률 (%)	14.6	14.6		14.8		12.6		12.2	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권

표 2. 코웨이: 일회성 요인을 제거한 3Q20 실적

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
일회성 요인 (모두 국내 사업에 해당)											
1) 일회성 영업이익(비용)											
로열티 지급		-3.0	-3.0	-3.0	-3.0				-9.0	-3.0	
CS닥터 관련 비용		-15.4		-77.0			12.8		-92.4	12.8	
2) 가해약 관련 회계 기준 변경											
일회성 매출						24.5				24.5	
일회성 영업이익						11.0				11.0	
일회성 요인을 제거한 연결 실적											
연결 매출	709.3	755.5	759.6	794.6	768.9	781.0	800.4	848.1	3,018.9	3,198.4	3,552.9
YoY (%)					8.4	3.4	5.4	6.7	11.5	5.9	11.1
연결 영업이익	135.2	156.6	143.3	124.6	141.9	158.2	155.8	135.0	559.7	590.8	627.4
YoY (%)					5.0	1.0	8.8	8.3	7.7	5.6	6.2
OPM (%)	19.1	20.7	18.9	15.7	18.4	20.2	19.5	15.9	18.5	18.5	17.7
일회성 요인을 제거한 별도 실적											
별도 매출	606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	630.9	641.5	654.1	2,531.0	2,555.0	2,758.4
YoY (%)					3.6	-0.7	-1.5	2.5	5.7	0.9	8.0
별도 영업이익	122.4	129.2	142.2	102.4	118.7	125.0	111.6	111.2	496.1	466.5	510.3
YoY (%)					-3.0	-3.2	-21.5	8.6	3.9	-6.0	9.4
OPM (%)	20.2	20.3	21.8	16.0	18.9	19.8	17.4	17.0	19.6	18.3	18.5

자료: 코웨이, KB증권

표 3. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,241.1	3,550.2	3,851.1	3,222.9	3,552.9	3,848.2	-0.6	0.1	-0.1
영업이익	590.9	620.9	657.1	611.6	627.4	658.7	3.5	1.0	0.2
세전이익	559.6	591.7	630.4	571.7	598.8	632.5	2.2	1.2	0.3
순이익 (지배)	414.7	438.7	467.5	429.8	444.0	469.0	3.7	1.2	0.3
EPS (원)	5,619	6,046	6,443	5,824	6,119	6,464	3.7	1.2	0.3
YoY (%)									
매출액	7.4	9.5	8.5	6.8	10.2	8.3			
영업이익	28.9	5.1	5.8	33.5	2.6	5.0			
세전이익	24.0	5.7	6.6	26.6	4.7	5.6			
순이익 (지배)	24.5	5.8	6.6	29.1	3.3	5.6			
EPS	24.5	7.6	6.6	29.1	5.1	5.6			
영업이익률 (%)	18.2	17.5	17.1	19.0	17.7	17.1			
세전이익률 (%)	17.3	16.7	16.4	17.7	16.9	16.4			
순이익률 (지배, %)	12.8	12.4	12.1	13.3	12.5	12.2			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2020년 8월 6일 추정치 대비 변경 내역임

표 4. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
연결 매출액		768.9	805.5	800.4	848.1	839.0	890.7	901.2	922.0	2,707.3	3,018.9	3,222.9	3,552.9	3,848.2
별도 법인		628.5	655.4	641.5	654.1	673.4	698.5	698.9	687.6	2,395.5	2,531.0	2,579.5	2,758.4	2,874.3
말레이시아		153.3	155.9	178.8	198.4	176.3	202.7	209.2	238.1	353.4	526.3	686.4	826.2	991.5
미국		27.2	32.1	51.8	40.9	32.6	36.9	41.4	47.0	80.5	97.3	152.0	158.0	186.5
기타 자회사		22.0	16.0	15.1	18.5	24.7	24.8	24.8	24.0	88.1	105.0	71.6	98.3	108.0
연결 조정		-62.1	-53.9	-86.8	-63.8	-68.0	-72.2	-73.1	-74.8	-210.4	-240.7	-266.5	-288.1	-312.0
YoY (%)	연결 매출액	8.4	6.6	5.4	6.7	9.1	10.6	12.6	8.7	7.6	11.5	6.8	10.2	8.3
	별도 법인	3.6	3.2	-1.5	2.5	7.1	6.6	9.0	5.1	3.2	5.7	1.9	6.9	4.2
	말레이시아	36.3	22.2	33.8	30.0	15.0	30.0	17.0	20.0	70.4	48.9	30.4	20.4	20.0
	미국	30.1	36.0	130.2	35.0	20.0	15.0	-20.0	15.0	23.7	20.9	56.2	4.0	18.0
	기타 자회사	16.4	-40.7	-39.8	-45.5	12.3	55.1	64.0	29.6	36.6	19.2	-31.8	37.3	9.8
	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	81.7	81.4	80.1	77.1	80.3	78.4	77.5	74.6	88.5	83.8	80.0	77.6	74.7
	말레이시아	19.9	19.4	22.3	23.4	21.0	22.8	23.2	25.8	13.1	17.4	21.3	23.3	25.8
	미국	3.5	4.0	6.5	4.8	3.9	4.1	4.6	5.1	3.0	3.2	4.7	4.4	4.8
	기타 자회사	2.9	2.0	1.9	2.2	2.9	2.8	2.7	2.6	3.3	3.5	2.2	2.8	2.8
	연결 조정	-8.1	-6.7	-10.8	-7.5	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	-7.8	-8.0	-8.3	-8.1	-8.1
연결 영업이익		138.9	169.2	168.6	135.0	152.3	161.1	162.4	151.6	519.8	458.3	611.6	627.4	658.7
별도 법인		115.7	136.0	124.4	111.2	127.9	132.7	132.8	116.9	477.2	394.7	487.3	510.3	517.4
말레이시아		25.2	23.3	29.6	31.7	27.3	31.4	32.4	36.9	62.3	75.6	109.8	128.1	148.7
미국		2.6	4.9	11.8	5.3	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.3	24.6	9.5	13.1
기타 자회사		-0.6	-1.4	-2.6	-1.5	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-8.6	-1.5	-6.1	-1.1	-0.1
연결 조정		-4.0	6.4	5.4	-11.7	-4.7	-5.0	-5.0	-4.7	-14.2	-13.8	-4.0	-19.4	-20.4
YoY (%)	연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	202.5	9.6	-4.7	-3.7	12.3	10.0	-11.8	33.5	2.6	5.0
	별도 법인	-5.5	22.8	-10.6	397.1	10.6	-2.4	6.7	5.1	-0.2	-17.3	23.5	4.7	1.4
	말레이시아	31.9	5.4	108.5	57.1	8.4	34.8	9.5	16.3	256.0	21.3	45.3	16.6	16.1
	미국	225.0	1,125.0	흑전	77.3	-24.7	-54.8	-78.9	-46.9	520.0	6.5	646.0	-61.5	37.7
	기타 자회사	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	연결 조정	적지	73.4	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)	연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.9	18.1	18.1	18.0	16.4	19.2	15.2	19.0	17.7	17.1
	별도 법인	18.4	20.7	19.4	17.0	19.0	19.0	19.0	17.0	19.9	15.6	18.9	18.5	18.0
	말레이시아	16.4	14.9	16.6	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	17.6	14.4	16.0	15.5	15.0
	미국	9.6	15.3	22.8	13.0	6.0	6.0	6.0	6.0	3.9	3.4	16.2	6.0	7.0
	기타 자회사	-2.7	-8.8	-17.2	-8.3	-1.1	-0.9	-1.1	-1.2	-9.8	-1.4	-8.5	-1.1	-0.1
	연결 조정	6.5	-11.9	-6.2	18.4	6.9	6.9	6.9	6.3	6.7	5.7	1.5	6.7	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	83.3	80.4	73.8	82.4	84.0	82.4	81.8	77.1	91.8	86.1	79.7	81.3	78.5
	말레이시아	18.1	13.8	17.6	23.5	17.9	19.5	20.0	24.3	12.0	16.5	18.0	20.4	22.6
	미국	1.9	2.9	7.0	3.9	1.3	1.4	1.5	1.9	0.6	0.7	4.0	1.5	2.0
	기타 자회사	-0.4	-0.8	-1.5	-1.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-1.7	-0.3	-1.0	-0.2	-0.0
매출총이익		521.7	554.8	536.3	548.1	565.9	609.9	600.2	592.1	1,829.1	2,008.5	2,160.9	2,368.2	2,549.5
세전이익		138.3	159.5	149.2	124.6	145.6	154.5	155.7	143.0	468.6	451.4	571.7	598.8	632.5
순이익(지배)		101.6	119.0	116.8	92.4	107.9	114.5	115.5	106.0	350.2	332.9	429.8	444.0	469.0
EBITDA		275.7	303.4	289.5	226.4	270.1	279.0	280.3	269.5	775.4	739.5	1,095.0	1,098.9	1,123.1
YoY (%)	매출총이익	9.5	9.6	5.4	6.1	8.5	9.9	11.9	8.0	6.4	9.8	7.6	9.6	7.7
	세전이익	2.1	16.6	-2.0	364.6	5.2	-3.2	4.4	14.7	6.5	-3.7	26.6	4.7	5.6
	순이익(지배)	1.1	16.7	5.5	368.4	6.2	-3.7	-1.2	14.7	7.4	-4.9	29.1	3.3	5.6
	EBITDA	33.7	43.0	32.8	119.5	-2.0	-8.0	-3.2	19.1	9.5	-4.6	48.1	0.4	2.2
매출총이익률 (%)		67.8	68.9	67.0	64.6	67.4	68.5	66.6	64.2	67.6	66.5	67.0	66.7	66.3
세전이익률 (%)		18.0	19.8	18.6	14.7	17.4	17.3	17.3	15.5	17.3	15.0	17.7	16.9	16.4
순이익률(지배) (%)		13.2	14.8	14.6	10.9	12.9	12.9	12.8	11.5	12.9	11.0	13.3	12.5	12.2
EBITDA 마진 (%)		35.9	37.7	36.2	26.7	32.2	31.3	31.1	29.2	28.6	24.5	34.0	30.9	29.2

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 5. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
별도 매출액	628.5	655.4	641.5	654.1	673.4	698.5	698.9	687.6	2,395.5	2,531.0	2,579.5	2,758.4	2,874.3
국내 환경가전	529.4	552.9	507.4	528.9	548.9	571.7	559.2	550.4	2,017.5	2,111.2	2,118.6	2,230.1	2,305.1
렌탈	401.9	405.3	399.5	397.9	402.8	412.5	411.2	401.6	1,527.7	1,572.6	1,604.6	1,628.1	1,681.6
홈케어	68.9	87.1	57.3	75.7	77.9	91.5	88.8	90.8	185.1	258.4	289.0	348.9	376.8
멤버십	24.7	25.9	24.6	23.1	22.9	22.9	22.9	22.1	121.2	107.3	98.2	90.8	86.3
일시불	30.9	31.9	23.6	29.5	42.5	42.3	33.7	33.1	170.8	161.3	115.9	151.7	150.1
기타	3.1	2.6	2.4	2.7	2.8	2.6	2.6	2.7	12.8	11.7	10.9	10.6	10.4
수출	81.8	85.2	120.3	106.8	106.4	108.6	122.0	119.1	302.5	343.5	394.1	456.1	495.5
화장품	17.3	17.3	13.7	18.5	18.2	18.2	17.8	18.1	75.5	76.3	66.7	72.2	73.7
YoY (%)													
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	2.5	7.1	6.6	9.0	5.1	3.2	5.7	1.9	6.9	4.2
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	0.5	3.7	3.4	10.2	4.1	1.8	4.6	0.3	5.3	3.4
렌탈	4.5	3.5	0.7	-0.4	0.2	1.8	2.9	0.9	1.4	2.9	2.0	1.5	3.3
홈케어	22.4	28.8	-21.4	23.0	13.0	5.0	55.0	20.0	50.7	39.6	11.8	20.7	8.0
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-10.2	-7.1	-11.7	-6.9	-4.1	-16.3	-11.5	-8.4	-7.6	-5.0
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-19.5	37.7	32.6	42.8	12.2	-11.2	-5.6	-28.1	30.8	-1.1
기타	1.7	-9.2	-10.9	-10.0	-10.0	-2.0	5.0	-2.0	-15.8	-8.6	-7.0	-2.7	-2.0
수출	16.7	1.7	22.9	16.5	30.0	27.5	1.3	11.6	16.5	13.6	14.8	15.7	8.6
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-8.0	5.0	5.0	30.0	-2.0	-5.3	1.1	-12.5	8.2	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	84.2	84.4	79.1	80.9	81.5	81.8	80.0	80.0	84.2	83.4	82.1	80.8	80.2
렌탈	63.9	61.8	62.3	60.8	59.8	59.1	58.8	58.4	63.8	62.1	62.2	59.0	58.5
홈케어	11.0	13.3	8.9	11.6	11.6	13.1	12.7	13.2	7.7	10.2	11.2	12.6	13.1
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	5.1	4.2	3.8	3.3	3.0
일시불	4.9	4.9	3.7	4.5	6.3	6.1	4.8	4.8	7.1	6.4	4.5	5.5	5.2
기타	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
수출	13.0	13.0	18.8	16.3	15.8	15.5	17.4	17.3	12.6	13.6	15.3	16.5	17.2
화장품	2.8	2.6	2.1	2.8	2.7	2.6	2.5	2.6	3.2	3.0	2.6	2.6	2.6
별도 영업이익	115.7	136.0	124.4	111.2	127.9	132.7	132.8	116.9	477.2	394.7	487.3	510.3	517.4
YoY (%)	-5.5	22.8	-10.6	397.1	10.6	-2.4	6.7	5.1	-0.2	-17.3	23.5	4.7	1.4
OPM (%)	18.4	20.7	19.4	17.0	19.0	19.0	19.0	17.0	19.9	15.6	18.9	18.5	18.0
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,740.4	5,773.4	5,762.3	5,821.6	5,904.5	5,973.7	6,051.3	6,055.8	5,229.8	5,687.7	5,821.6	6,055.8	6,317.6
신규 판매 (천대)	377.5	355.5	285.3	376.0	415.3	419.4	385.1	357.2	1,450.0	1,572.1	1,394.3	1,577.1	1,624.4
해약 (천대)	189.2	179.0	162.9	172.9	174.6	177.1	179.2	181.5	644.5	659.1	703.9	712.5	740.8
만기도래 (천계정)	135.6	143.5	133.6	143.8	157.8	173.1	128.3	171.2	545.7	455.0	556.4	630.4	621.8
ARPU (월평균) (원)	27,465	28,513	26,398	27,253	27,327	28,285	27,718	27,117	27,988	27,952	27,421	27,742	27,726
해약률 (월평균) (%)	1.11	1.04	0.94	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.08	1.05	1.03	1.02	1.02
만기도래 비중 (%)	39.8	38.7	39.6	40.0	45.0	45.0	45.0	45.0	46.8	34.2	39.5	45.0	45.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	572.4	555.3	544.2	534.4	549.5	533.1	522.4	513.0	670.3	593.8	534.4	513.0	487.4
ARPU (월평균) (원)	14,098	15,307	14,919	14,268	14,084	14,082	14,472	14,254	13,941	14,145	14,513	14,451	14,378
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	34.9	30.6	24.3	29.8	47.1	39.8	34.0	32.7	197.2	194.2	119.6	153.7	149.0
ARPU (원)	885,102	,042,563	971,947	991,087	902,804	,063,414	991,386	,010,909	866,032	830,542	969,438	987,035	,006,776
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	23.6	20.7	17.0	18.9	17.8	18.2	18.1	17.9	48.8	51.2	80.2	71.9	72.2

자료: 코웨이, KB증권 추정

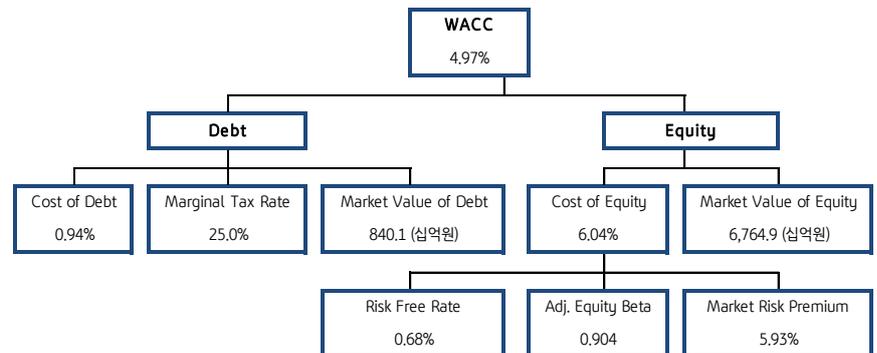
표 6. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
현금흐름 추정									
영업이익	a	458.3	611.6	627.4	658.7	702.3	667.2	665.0	655.7
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	458.7	470.6	494.0	526.7	500.4	498.7	491.8
감가상각비 (유형+무형)	d	281.2	483.4	471.5	464.4	461.1	452.0	443.1	434.4
총 현금흐름	$E=C+d$	624.9	942.1	942.1	958.4	987.8	952.4	941.9	926.1
총 투자	$F=g+h$	-698.6	-689.6	-551.5	-559.9	-569.3	-650.0	-680.0	-700.0
운전자본 증감	g	-308.0	-189.6	-101.5	-99.9	-99.3	-150.0	-180.0	-200.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-390.6	-500.0	-450.0	-460.0	-470.0	-500.0	-500.0	-500.0
FCFF	$I=E+F$	-73.7	252.4	390.5	398.5	418.5	302.4	261.9	226.1
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				0.8%	5.8%	11.0%	16.6%	22.4%	
PV of FCFF				59.5	376.8	377.0	259.4	214.0	
Total PV of FCFF (2021E~25E)	j			1,286.6					
영구성장률 (%)				1.6%					국고채권 30년 수익률
Terminal Value (2026E 시점)				6,703.5					2026년 FCFF / (WACC - 영구성장률)
PV of terminal value	k			5,478.7					WACC 4.97% (무위험수익률 0.68%, 시장위험프리미엄 5.93%)
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$			6,765.4					
현금 및 현금성자산	m			441.0					
단기금융자산	n			281.4					
차입금	o			722.8					
적정 기업가치	$P=L+(m+n+o)$			6,764.9					
주식수 (천주)	q			72,556					
목표주가 (원)	$R=P/q$			93,000					
현재주가 (원)				70,200			2020.11.4		
상승여력 (%)				32.5					
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)				15.2					
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)				3.62					

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 0.94% 사용. 차입금 가치는 2Q20 말 총금융부채
- ② 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 현재 동안채 1년물 금리. 주식베타는 코웨이 52주 Adjusted 베타, 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 동안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차이
- ③ 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출



자료: KB증권 추정

표 7. 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	3.97%	107,272	113,700	121,128	129,807	140,083	152,442	167,589
	4.17%	100,908	106,482	112,859	120,227	128,837	139,032	151,293
	4.37%	95,296	100,170	105,699	112,026	119,335	127,877	137,991
	4.57%	90,310	94,604	99,459	104,924	111,200	118,452	126,926
	4.77%	85,850	89,658	93,918	98,714	104,156	110,383	117,577
	4.97%	81,836	85,234	89,012	93,000	97,997	103,395	109,573
	5.17%	78,205	81,253	84,624	88,372	92,565	97,286	102,642
	5.37%	74,904	77,651	80,675	84,019	87,738	91,898	96,582
	5.57%	71,889	74,376	77,102	80,102	83,420	87,110	91,237
	5.77%	69,125	71,386	73,854	76,559	79,535	82,827	86,488
5.97%	66,582	68,645	70,888	73,337	76,020	78,973	82,240	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 8. 코웨이: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2020.8.6)	변경 후 (2020.11.5)	비고
COE	$A = B + C \times D$	6.08	6.01	
Risk free rate	B	0.68	0.68	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.91	0.90	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.50	0.49	
R ²		0.18	0.19	
Risk premium	$D = E - F$	5.93	5.93	
Market	E	9.65	9.65	2001년~2019년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.72	3.72	2001년~2019년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	1.14	0.94	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		6,755.7	6,764.9	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		901.5	840.1	총 금융부채 (2Q20말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	5.03	4.95	
영구성장률		1.60%	1.60%	

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	3,223	3,553	3,848
매출원가	878	1,010	1,062	1,185	1,299
매출총이익	1,829	2,009	2,161	2,368	2,549
판매비와관리비	1,309	1,550	1,549	1,741	1,891
영업이익	520	458	612	627	659
EBITDA	775	740	1,095	1,099	1,123
영업외손익	-51	-7	-40	-29	-26
이자수익	1	1	1	1	2
이자비용	18	22	22	20	18
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-35	14	-19	-10	-10
세전이익	469	451	572	599	633
법인세비용	119	119	142	156	164
당기순이익	350	332	429	443	468
지배주주순이익	350	333	430	444	469
수정순이익	350	333	430	444	469

성장성 및 수익성 비율 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	7.6	11.5	6.8	10.2	8.3
영업이익 성장률	10.0	-11.8	33.5	2.6	5.0
EBITDA 성장률	9.5	-4.6	48.1	0.4	2.2
지배기업순이익 성장률	7.4	-4.9	29.1	3.3	5.6
매출총이익률	67.6	66.5	67.1	66.7	66.3
영업이익률	19.2	15.2	19.0	17.7	17.1
EBITDA이익률	28.6	24.5	34.0	30.9	29.2
세전이익률	17.3	15.0	17.7	16.9	16.4
지배기업순이익률	12.9	11.0	13.3	12.5	12.2

현금흐름표 (십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	539	539	813	813	833
당기순이익	350	332	429	443	468
유형자산상각비	256	281	483	472	464
기타비현금손익 조정	286	382	246	156	164
운전자본증감	-237	-308	-190	-102	-100
매출채권감소 (증가)	20	-4	-5	-33	-36
재고자산감소 (증가)	-26	-5	-7	-12	-13
매입채무증가 (감소)	-3	-9	-8	5	5
기타운전자본증감	-228	-290	-169	-62	-56
기타영업현금흐름	-116	-148	-156	-156	-164
투자활동 현금흐름	-394	-383	-514	-467	-478
유형자산투자감소 (증가)	-388	-366	-492	-450	-460
무형자산투자감소 (증가)	-6	-3	-2	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-1	-5	-1	0	0
기타투자현금흐름	1	-9	-20	-13	-14
재무활동 현금흐름	-187	-165	-106	-158	-146
금융부채 증감	59	114	-102	-87	-71
자본의 증감	3	2	20	0	0
배당금 당기지급액	-231	-260	0	-73	-76
기타재무현금흐름	-18	-21	-25	1	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-41	-9	193	188	209
기말현금	69	61	253	441	650
잉여현금흐름 (FCF)	152	173	321	363	373
순현금흐름	-54	-61	340	288	294
순현금 (순차입금)	-567	-628	-289	0	294

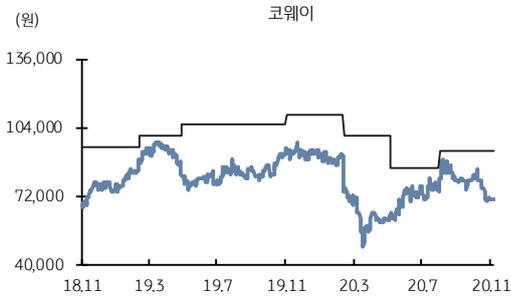
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
자산총계	2,379	2,855	3,151	3,383	3,658
유동자산	844	767	1,038	1,287	1,563
현금 및 현금성자산	69	61	253	441	650
단기금융자산	107	214	268	281	295
매출채권	302	310	326	358	394
재고자산	103	113	118	130	143
기타유동자산	263	69	72	76	80
비유동자산	1,535	2,088	2,114	2,096	2,095
투자자산	78	43	28	28	28
유형자산	781	1,271	1,280	1,267	1,270
무형자산	160	168	149	145	141
기타비유동자산	516	606	656	656	656
부채총계	1,291	1,778	1,630	1,491	1,374
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	191	185	186
장기금융부채	11	27	21	13	13
기타비유동부채	46	164	170	171	173
자본총계	1,088	1,077	1,521	1,892	2,283
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	148	148	148
기타자본항목	-45	-50	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-4	1	-2	-2	-2
이익잉여금	967	954	1,384	1,755	2,148
지배자본 계	1,088	1,078	1,523	1,894	2,287
비지배자본	0	-1	-1	-2	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
P/E	15.6	20.6	12.1	11.7	11.0
P/B	5.0	6.4	3.4	2.7	2.3
P/S	2.0	2.3	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.8	10.1	5.0	4.7	4.3
EV/EBIT	11.6	16.4	8.9	8.3	7.4
배당수익률	4.9	2.6	1.4	1.5	1.6
BVPS	4,735	4,511	5,824	6,016	6,355
BVPS	14,744	14,611	20,630	25,663	30,986
SPS (주당매출액)	36,604	40,907	43,671	48,142	52,144
DPS (주당배당금)	3,600	2,400	1,000	1,050	1,100
배당성향 (%)	74.2	52.1	16.9	17.2	17.0
수익성지표					
ROE	33.8	30.7	33.1	26.0	22.4
ROA	15.4	12.7	14.3	13.6	13.3
ROIC	25.9	21.2	27.5	26.1	26.1
안정성지표					
부채비율	118.7	165.0	107.2	78.8	60.2
순차입비율	52.1	58.3	19.0	0.0	순현금
유동비율	0.7	0.5	0.7	1.0	1.3
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	27.5	31.5	36.9
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	8.8	9.9	10.1	10.4	10.2
매입채무회전율	46.4	50.1	53.5	54.6	54.7
재고자산회전율	30.5	28.0	27.9	28.6	28.1

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-10-31	Buy	95,000	-19.55	
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	-15.70	-5.76
20-08-06	Buy	93,000		

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. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
76.7	23.3	-

투자의견 분류 및 기준

중목 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 중목 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 보고서는 학술 목적을 제외하고 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.