



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

4Q20 Review: 베일에 싸여 있는 성장 전략이 궁금

2021년 2월 22일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

보수적인 2021년 가이던스는 아쉬우나, 주가는 여전히 저평가 상태

투자 의견 Buy와 목표주가 93,000원을 유지한다. 코웨이는 다소 보수적인 2021년 영업이익 가이던스 (+0.6% YoY)를 제시했는데, 마케팅비 및 IT 관련 투자를 강화하면서 시장 지배력을 공고히 하기 위함으로 추정된다. 해외 매출이 고성장하고 있는 점과 안정적인 현금창출 능력 등을 감안할 때, 주가는 여전히 저평가되어 있다고 판단된다 (현재 주가는 2021E P/E 11배 수준).

2021년 매출액 +11%, 영업이익 +2% 전망

2021년 연결 매출과 영업이익은 각각 11%, 2% 성장할 것으로 예상된다. ① 국내 매출은 업황 개선에 힘입어 매출이 6% 성장하고, 영업이익률은 0.2%p YoY 개선된 17.8%로 추정된다. ② 해외 합산 매출은 19% 성장하면서 연결 매출 내 기여도가 30%로 확대될 전망이다. 다만, 전년 말레이시아와 미국의 높은 이익 기저로 인해 영업이익 성장률은 +2%에 그칠 것으로 추정했다.

4Q20 Review: 컨센서스에 대체로 부합. 부진한 국내 이익을 말레이시아의 호실적이 상쇄해줘

4Q20 연결 매출액은 8,626억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,298억원 (+191% YoY)을 기록하면서 컨센서스에 부합했다. ▲전년동기 일회성 요인 제거 시 연결 영업이익은 4% 성장한 수준이다 (4Q19에 서비스매니저의 정규직 전환 총당금 770억원과 로열티 비용 30억원이 발생했음). ▲국내 (별도) 매출은 6,672억원 (+5% YoY), 영업이익은 787억원 (+252% YoY)을 나타냈다 (일회성 요인들 제거 시 영업이익 23% 감소). ① 렌탈 신규 판매와 일시불 판매가 각각 6%, 41% 하락했는데, 서비스매니저 파업은 8월에 종료됐으나 사회적 거리두기 강화로 인해 영업에 제약이 있었던 것으로 파악된다. ② 순증은 신규 판매 부진으로 4.7만 개정 (-10% YoY)에 그쳤으나, 파업의 부정적 영향이 가장 컸던 2~3분기 대비로는 개선된 수치이다. ③ 영업이익률은 11.8%로 평년 4분기 (18% 안팎) 대비 낮은 수준인데, 인건비와 마케팅비가 증가하고 매출채권 상각이 일부 발생한 영향이다. ▲말레이시아는 매출액이 44% 고성장하고, 일회성 이익이 발생하면서 영업이익이 157% 급증했다 (반품 총당금 관련된 회계 기준 변경으로 판관비가 감소함, 1Q~3Q 감소분도 4Q에 소급되어 반영됨). ▲미국 매출액은 37% 성장했으나, 마케팅비 증가로 영업이익률은 1.2%에 그쳤다 (아직 매출 규모가 작아 분기 변동성이 높은 편).

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	93,000
Dividend yield* (%)	1.8
Total return (%)	38.0
현재가 (2/19, 원)	68,300
Consensus target price (원)	94,000
시가총액 (조원)	5.0

* Dividend Yield는 12개월 Forward

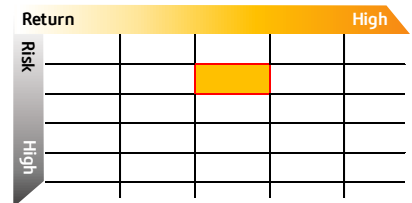
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	19.3
외국인 지분율 (%)	60.6
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 7인 25.1
	국민연금공단 7.3

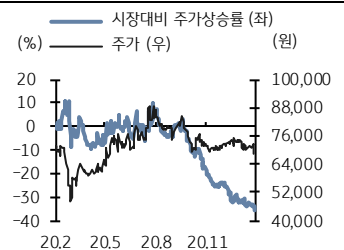
Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	-4.5	-22.7	-7.3
시장대비 상대수익률	-8.1	-21.7	-41.3	-34.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

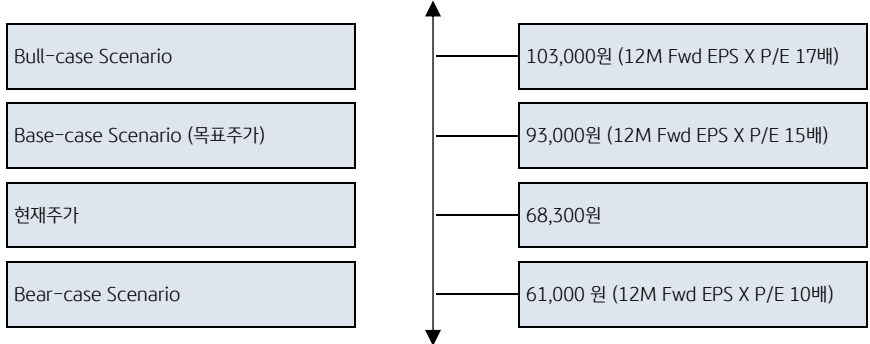


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	3,237	3,587	3,892	4,230
영업이익 (십억원)	606	617	664	712
지배주주순이익 (십억원)	405	436	472	509
EPS (원)	5,486	5,905	6,399	6,899
증감률 (%)	21.6	7.6	8.4	7.8
P/E (x)	13.3	11.6	10.7	9.9
EV/EBITDA (x)	5.1	4.5	4.1	3.7
P/B (x)	3.6	2.7	2.3	1.9
ROE (%)	31.5	26.1	23.2	20.9
배당수익률 (%)	1.7	1.8	1.9	2.0

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR +5%
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR +19%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +5% 상회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +19% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +5% 하회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +19% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,552.9	3,848.2	3,586.9	3,891.8	1.0	1.1
영업이익	627.4	658.7	617.3	664.4	-1.6	0.9
순이익 (지배)	444.0	469.0	436.4	473.0	-1.7	0.9

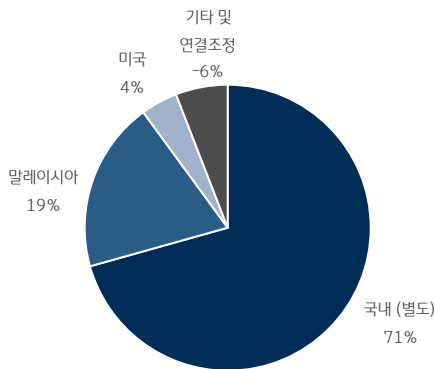
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,586.9	3,891.8	3,530.8	3,846.0	1.6	1.2
영업이익	617.3	664.4	624.2	676.2	-1.1	-1.7
순이익 (지배)	436.4	473.0	449.0	488.7	-2.8	-3.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2020년 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	5,040.5	11.4	8.0	2.7	23.2	4.5	3.3
아모레퍼시픽	13,942.4	46.8	253.6	3.4	7.3	13.3	31.0
LG 생활건강	24,989.1	28.8	14.7	5.0	17.2	14.8	10.0

자료: KB증권 추정치 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 5.94%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

103,000원 ~ 61,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied P/E 15.3배, P/B 3.61배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
금리 1%p 상승 시	-0.6	-0.5
환율 1%p 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 4Q20 실적

(십억원)	4Q20P	4Q19	YoY (%)	3Q20	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	862.6	794.6	8.6	800.4	7.8	845.5	2.0	848.1	1.7
영업이익	129.8	44.6	190.9	168.6	-23.0	136.1	-4.6	135.0	-3.9
세전이익	93.3	26.8	247.9	149.2	-37.5	132.0	-29.3	124.6	-25.1
순이익	67.5	19.7	242.0	116.8	-42.3	95.9	-29.7	92.4	-27.0
영업이익률 (%)	15.0	5.6		21.1		16.1		15.9	
세전이익률 (%)	10.8	3.4		18.6		15.6		14.7	
순이익률 (%)	7.8	2.5		14.6		11.3		10.9	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권

표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)			
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
매출액	3,552.9	3,848.2	4,178.8	3,586.9	3,891.8	4,230.3	1.0	1.1	1.2	
영업이익	627.4	658.7	702.3	617.3	664.4	712.1	-1.6	0.9	1.4	
세전이익	598.8	632.5	678.3	588.6	637.9	687.8	-1.7	0.9	1.4	
순이익 (지배)	444.0	469.0	503.0	436.4	473.0	510.0	-1.7	0.9	1.4	
EPS (원)	6,119	6,464	6,932	6,015	6,519	7,029	-1.7	0.9	1.4	
YoY (%)	매출액	9.7	8.3	8.6	10.8	8.5	8.7			
	영업이익	3.5	5.0	6.6	1.8	7.6	7.2			
	세전이익	10.8	5.6	7.2	8.9	8.4	7.8			
	순이익 (지배)	9.7	5.6	7.2	7.8	8.4	7.8			
	EPS	11.5	5.6	7.2	9.6	8.4	7.8			
영업이익률 (%)		17.7	17.1	16.8	17.2	17.1	16.8			
세전이익률 (%)		16.9	16.4	16.2	16.4	16.4	16.3			
순이익률 (지배, %)		12.5	12.2	12.0	12.2	12.2	12.1			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2020년 11월 5일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
연결 매출액		768.9	805.5	800.4	862.6	847.9	890.5	906.5	942.0	3,018.9	3,237.4	3,586.9	3,891.8	4,230.3
별도 법인		628.5	655.4	641.5	667.2	672.2	691.5	696.5	687.4	2,531.0	2,592.6	2,747.6	2,862.6	2,984.7
말레이시아		153.3	155.9	178.8	220.4	179.4	202.7	212.8	253.5	526.3	708.4	848.3	1,017.9	1,221.5
미국		27.2	32.1	51.8	41.4	38.1	41.1	44.0	47.6	97.3	152.5	170.8	201.6	227.8
기타 자회사		22.5	16.8	16.3	23.8	27.0	27.4	26.8	29.9	105.3	79.4	111.1	125.4	139.3
연결 조정		-62.6	-54.7	-88.0	-90.2	-68.8	-72.2	-73.5	-76.4	-241.0	-295.4	-290.8	-315.6	-343.0
YoY (%)	연결 매출액	8.4	6.6	5.4	8.6	10.3	10.5	13.3	9.2	11.5	7.2	10.8	8.5	8.7
	별도 법인	3.6	3.2	-1.5	4.5	6.9	5.5	8.6	3.0	5.7	2.4	6.0	4.2	4.3
	말레이시아	36.3	22.2	33.8	44.4	17.0	30.0	19.0	15.0	48.9	34.6	19.7	20.0	20.0
	미국	30.1	36.0	130.2	36.6	40.0	28.0	-15.0	15.0	20.9	56.7	12.0	18.0	13.0
	기타 자회사	19.0	-37.8	-35.1	-30.6	20.2	63.0	64.2	25.5	19.5	-24.6	39.9	12.9	11.1
	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	77.4	79.3	77.7	76.8	73.0	83.8	80.1	76.6	73.6	70.6
	말레이시아	19.9	19.4	22.3	25.6	21.2	22.8	23.5	26.9	17.4	21.9	23.6	26.2	28.9
	미국	3.5	4.0	6.5	4.8	4.5	4.6	4.9	5.1	3.2	4.7	4.8	5.2	5.4
	기타 자회사	2.9	2.1	2.0	2.8	3.2	3.1	3.0	3.2	3.5	2.5	3.1	3.2	3.3
	연결 조정	-8.1	-6.8	-11.0	-10.5	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	-8.0	-9.1	-8.1	-8.1	-8.1
연결 영업이익		138.9	169.2	168.6	130.0	149.0	156.4	159.1	152.8	458.3	606.6	617.3	664.4	712.1
별도 법인		115.7	136.0	124.9	78.7	122.3	125.9	126.8	113.4	394.7	455.3	488.4	508.8	521.6
말레이시아		25.2	23.3	29.6	52.0	29.6	33.4	35.1	41.8	75.6	130.1	140.0	162.9	195.4
미국		2.6	4.9	11.8	0.5	2.7	2.9	3.1	3.3	3.3	19.8	12.0	14.1	15.9
기타 자회사		-1.5	-2.4	-3.8	-3.3	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-2.9	-11.0	-7.1	-4.4	-2.5
연결 조정		-3.1	7.4	6.1	1.9	-3.8	-4.0	-4.1	-3.9	-12.4	12.2	-15.8	-17.0	-18.3
YoY (%)	연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	191.4	7.3	-7.5	-5.6	17.5	-11.8	32.4	1.8	7.6	7.2
	별도 법인	-5.5	22.8	-10.2	251.9	5.7	-7.4	1.5	44.1	-17.3	15.4	7.3	4.2	2.5
	말레이시아	31.9	5.4	108.5	157.4	17.4	43.5	18.6	-19.6	21.3	72.1	7.6	16.4	20.0
	미국	225.0	1,125.0	흑전	-83.3	2.5	-41.3	-73.9	566.5	6.5	500.0	-39.6	18.0	13.0
	기타 자회사	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	연결 조정	적지	100.5	흑전	189.3	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	적전	적지	적지
OPM (%)	연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.1	17.6	17.6	17.6	16.2	15.2	18.7	17.2	17.1	16.8
	별도 법인	18.4	20.7	19.5	11.8	18.2	18.2	18.2	16.5	15.6	17.6	17.8	17.8	17.5
	말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	16.5	16.5	16.5	16.5	14.4	18.4	16.5	16.0	16.0
	미국	9.6	15.3	22.8	1.2	7.0	7.0	7.0	7.0	3.4	13.0	7.0	7.0	7.0
	기타 자회사	-6.6	-14.3	-23.3	-13.9	-6.6	-6.4	-6.6	-6.2	-2.8	-13.8	-6.4	-3.5	-1.8
	연결 조정	5.0	-13.5	-6.9	-2.1	5.6	5.6	5.6	5.1	5.1	-4.1	5.4	5.4	5.3
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	74.1	60.6	82.1	80.5	79.7	74.2	86.1	75.1	79.1	76.6	73.2
	말레이시아	18.1	13.8	17.6	40.0	19.9	21.4	22.1	27.4	16.5	21.4	22.7	24.5	27.4
	미국	1.9	2.9	7.0	0.4	1.8	1.8	1.9	2.2	0.7	3.3	1.9	2.1	2.2
	기타 자회사	-1.1	-1.4	-2.3	-2.5	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-0.6	-1.8	-1.2	-0.7	-0.4
매출총이익		521.7	554.8	536.3	580.7	571.9	609.8	603.8	630.4	2,008.5	2,193.5	2,415.8	2,605.6	2,815.3
세전이익		138.3	159.5	149.2	93.3	142.3	149.7	152.4	144.1	451.4	540.4	588.6	637.9	687.8
순이익(지배)		101.6	119.0	116.8	67.5	105.5	111.0	113.0	106.9	332.9	404.9	436.4	473.0	510.0
EBITDA		275.7	303.4	304.6	256.6	285.2	292.6	295.3	289.1	739.5	1,140.4	1,162.3	1,217.6	1,271.7
YoY (%)	매출총이익	9.5	9.6	5.4	12.4	9.6	9.9	12.6	8.6	9.8	9.2	10.1	7.9	8.0
	세전이익	2.1	16.6	-2.0	247.9	2.9	-6.1	2.1	54.5	-3.7	19.7	8.9	8.4	7.8
	순이익(지배)	1.1	16.7	5.5	242.0	3.8	-6.7	-3.3	58.4	-4.9	21.6	7.8	8.4	7.8
	EBITDA	33.7	43.0	39.8	148.8	3.4	-3.6	-3.1	12.7	-4.6	54.2	1.9	4.8	4.4
매출총이익률 (%)		67.8	68.9	67.0	67.3	67.4	68.5	66.6	66.9	66.5	67.8	67.4	67.0	66.6
세전이익률 (%)		18.0	19.8	18.6	10.8	16.8	16.8	16.8	15.3	15.0	16.7	16.4	16.4	16.3
순이익률(지배) (%)		13.2	14.8	14.6	7.8	12.4	12.5	12.5	11.3	11.0	12.5	12.2	12.2	12.1
EBITDA 마진 (%)		35.9	37.7	38.1	29.7	33.6	32.9	32.6	30.7	24.5	35.2	32.4	31.3	30.1

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
별도 매출액	628.5	655.4	641.5	667.2	672.2	691.5	696.5	687.4	2,531.0	2,592.6	2,747.6	2,862.6	2,984.7
국내 환경가전	529.4	552.9	507.4	537.5	547.7	564.7	557.4	551.0	2,111.2	2,127.2	2,220.9	2,293.6	2,364.4
렌탈	401.9	405.3	399.5	389.7	402.4	402.8	409.5	399.9	1,572.6	1,596.4	1,614.6	1,658.8	1,705.2
홈케어	68.9	87.1	57.3	90.8	77.9	95.8	88.8	86.3	258.4	304.1	348.7	383.6	414.3
멤버십	24.7	25.9	24.6	24.0	22.7	22.9	22.9	23.0	107.3	99.2	91.5	87.0	82.5
일시불	30.9	31.9	23.6	27.6	41.9	40.7	33.7	36.6	161.3	114.0	152.9	151.3	149.7
기타	3.1	2.6	2.4	5.4	2.8	2.6	2.6	5.3	11.7	13.5	13.2	12.9	12.6
수출	81.8	85.2	120.3	117.3	106.4	108.6	122.0	119.1	343.5	404.7	456.1	495.5	545.4
화장품	17.3	17.3	13.7	12.3	18.2	18.2	17.1	17.3	76.3	60.6	70.7	73.5	75.0
YoY (%)													
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	4.5	6.9	5.5	8.6	3.0	5.7	2.4	6.0	4.2	4.3
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	2.1	3.4	2.1	9.8	2.5	4.6	0.8	4.4	3.3	3.1
렌탈	4.5	3.5	0.7	-2.5	0.1	-0.6	2.5	2.6	2.9	1.5	1.1	2.7	2.8
홈케어	22.4	28.8	-21.4	47.6	13.0	10.0	55.0	-5.0	39.6	17.7	14.7	10.0	8.0
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-6.6	-7.9	-11.7	-6.9	-4.1	-11.5	-7.6	-7.7	-5.0	-5.1
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-24.7	35.7	27.5	42.8	32.6	-5.6	-29.3	34.1	-1.1	-1.1
기타	1.7	-9.2	-10.9	76.8	-10.0	-2.0	5.0	-2.0	-8.6	15.6	-2.6	-2.0	-2.0
수출	16.7	1.7	22.9	28.0	30.0	27.5	1.3	1.6	13.6	17.8	12.7	8.6	10.1
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-38.6	5.0	5.0	25.0	40.0	1.1	-20.6	16.6	4.0	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	80.6	81.5	81.7	80.0	80.2	83.4	82.1	80.8	80.1	79.2
렌탈	63.9	61.8	62.3	58.4	59.9	58.2	58.8	58.2	62.1	61.6	58.8	57.9	57.1
홈케어	11.0	13.3	8.9	13.6	11.6	13.9	12.7	12.5	10.2	11.7	12.7	13.4	13.9
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.6	3.4	3.3	3.3	3.3	4.2	3.8	3.3	3.0	2.8
일시불	4.9	4.9	3.7	4.1	6.2	5.9	4.8	5.3	6.4	4.4	5.6	5.3	5.0
기타	0.5	0.4	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
수출	13.0	13.0	18.8	17.6	15.8	15.7	17.5	17.3	13.6	15.6	16.6	17.3	18.3
화장품	2.8	2.6	2.1	1.8	2.7	2.6	2.5	2.5	3.0	2.3	2.6	2.6	2.5
별도 영업이익	115.7	136.0	124.9	78.7	122.3	125.9	126.8	113.4	394.7	455.3	488.4	508.8	521.6
YoY (%)	-5.5	22.8	-10.2	251.9	5.7	-7.4	1.5	44.1	-17.3	15.4	7.3	4.2	2.5
OPM (%)	18.4	20.7	19.5	11.8	18.2	18.2	18.2	16.5	15.6	17.6	17.8	17.8	17.5
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,740.4	5,773.4	5,762.3	5,809.0	5,884.6	5,950.9	6,032.1	6,037.2	5,687.7	5,809.0	6,037.2	6,293.5	6,521.5
신규 판매 (천대)	377.5	355.5	285.3	335.5	407.7	415.9	388.0	357.3	1,572.1	1,353.8	1,568.9	1,616.0	1,648.3
해약 (천대)	189.2	179.0	162.9	172.9	174.3	176.5	178.5	181.0	659.1	703.9	710.3	737.9	767.9
만기도래 (천계정)	135.6	143.5	133.6	115.9	157.8	173.1	128.3	171.2	455.0	528.6	630.4	621.8	652.5
ARPU (월평균) (원)	27,465	28,513	26,398	27,684	27,382	28,085	27,718	26,853	27,952	27,552	27,622	27,606	27,565
해약률 (월평균) (%)	1.11	1.04	0.94	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.05	1.03	1.02	1.02	1.02
만기도래 비중 (%)	39.8	38.7	39.6	32.3	45.0	45.0	45.0	45.0	34.2	37.5	45.0	45.0	45.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	572.4	555.3	544.2	526.2	549.5	533.1	522.4	505.1	593.8	526.2	505.1	479.8	455.9
ARPU (월평균) (천원)	14.1	15.3	14.9	14.9	14.1	14.1	14.5	14.9	14.1	14.8	14.8	14.7	14.7
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	34.9	30.6	24.3	24.9	46.4	38.3	34.0	32.4	194.2	114.7	151.1	146.5	142.1
ARPU (천원)	885.1	1,042.6	971.9	1,107.9	902.8	1,063.4	991.4	1,130.0	830.5	993.9	1,012.1	1,032.4	1,053.0
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	23.6	20.7	17.0	16.3	17.8	17.9	18.0	15.4	51.2	77.6	69.1	68.9	72.2

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

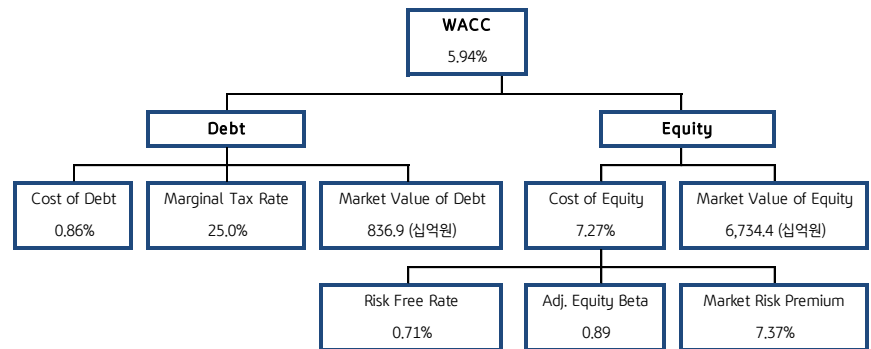
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020P	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
현금흐름 추정									
영업이익	a	606.4	617.3	664.4	712.1	721.9	732.2	737.3	742.3
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	$C=a*(1-b)$	454.8	463.0	498.3	534.1	541.5	549.1	553.0	556.8
감가상각비 (유형+무형)	d	533.9	544.9	553.3	559.6	559.6	559.5	559.5	559.5
총 현금흐름	$E=C+d$	988.7	1,007.9	1,051.6	1,093.7	1,101.0	1,108.7	1,112.5	1,116.3
총 투자	$F=g+h$	-772.7	-713.4	-701.1	-700.6	-750.0	-750.0	-800.0	-800.0
운전자본 증감	g	-202.7	-113.4	-101.1	-100.6	-150.0	-150.0	-200.0	-200.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-570.0	-600.0	-600.0	-600.0	-600.0	-600.0	-600.0	-600.0
FCFF	$I=E+F$	216.0	294.6	350.5	393.1	351.0	358.7	312.5	316.3
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				5.1%	11.3%	18.0%	25.0%	32.4%	
PV of FCFF				286.0	353.1	297.6	287.0	236.0	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		1,459.7						
영구성장률 (%)			1.6%						국고채권 30년 수익률
Terminal Value (2027E 시점)			7,283.9						2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)
PV of terminal value	k		5,501.8						WACC 5.94% (무위험수익률 0.71%, 시장위험프리미엄 7.37%)
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		6,961.5						
현금 및 현금성자산	m		211.6						
단기금융자산	n		281.4						
차입금	o		720.1						
적정 기업가치	$P=L+(m+n+o)$		6,734.4						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		93,000						
현재주가 (원)			68,300				2021.2.19		
상승여력 (%)			36.2						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			15.3						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.61						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 0.86% 사용. 차입금 가치는 3Q20 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 6. 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	4.94%	104,987	109,662	114,865	120,690	127,257	134,717	143,265
	5.14%	99,888	104,073	108,704	113,859	119,631	126,137	133,528
	5.34%	95,258	99,022	103,168	107,757	112,864	118,583	125,029
	5.54%	91,034	94,435	98,165	102,273	106,820	111,880	117,546
	5.74%	87,166	90,252	93,622	97,317	101,387	105,892	110,906
	5.94%	83,610	86,420	89,477	93,000	96,478	100,511	104,975
	6.14%	80,330	82,898	85,682	88,711	92,020	95,648	99,644
	6.34%	77,295	79,649	82,193	84,952	87,953	91,232	94,827
	6.54%	74,478	76,642	78,974	81,495	84,229	87,203	90,452
	6.74%	71,856	73,851	75,996	78,307	80,805	83,514	86,461
6.94%	69,411	71,255	73,231	75,356	77,646	80,122	82,806	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 7. 코웨이: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2020.11.5)	변경 후 (2021.2.22)	비고
COE	$A = B + C \times D$	6.01	7.27	
Risk free rate	B	0.68	0.71	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.90	0.89	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.49	0.52	
R ²		0.19	0.23	
Risk premium	$D = E - F$	5.93	7.37	
Market	E	9.65	10.97	2001년~2020년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.72	3.61	2001년~2020년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	0.94	0.86	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		6,764.9	6,734.4	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		840.1	836.9	총 금융부채 (3Q20말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	4.95	5.94	
영구성장률		1.60%	1.60%	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020P (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
매출액	3,019	3,237	3,587	3,892	4,230
매출원가	1,010	1,044	1,171	1,286	1,415
매출총이익	2,009	2,194	2,416	2,606	2,815
판매비와관리비	1,550	1,587	1,799	1,941	2,103
영업이익	458	606	617	664	712
EBITDA	740	1,140	1,162	1,218	1,272
영업외손익	-7	-66	-29	-26	-24
이자수익	1	1	1	1	2
이자비용	22	22	20	18	16
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-45	-10	-10	-10
세전이익	451	540	589	638	688
법인세비용	119	136	153	166	179
당기순이익	332	405	436	472	509
지배주주순이익	333	405	436	472	509
수정순이익	333	405	436	472	509

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	11.5	7.2	10.8	8.5	8.7
영업이익 성장률	-11.8	32.3	1.8	7.6	7.2
EBITDA 성장률	-4.6	54.2	1.9	4.8	4.4
지배기업순이익 성장률	-4.9	21.6	7.6	8.4	7.8
매출총이익률	66.5	67.8	67.4	67.0	66.6
영업이익률	15.2	18.7	17.2	17.1	16.8
EBITDA이익률	24.5	35.2	32.4	31.3	30.1
세전이익률	15.0	16.7	16.4	16.4	16.3
지배기업순이익률	11.0	12.5	12.2	12.1	12.0

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539	771	867	924	968
당기순이익	332	405	436	472	509
유무형자산상각비	281	534	545	553	560
기타비현금손익 조정	382	226	153	166	179
운전자본증감	-308	-203	-113	-101	-101
매출채권감소 (증가)	-4	-14	-33	-36	-39
재고자산감소 (증가)	-5	-9	-24	-14	-16
매입채무증가 (감소)	-9	5	5	5	6
기타운전자본증감	-290	-184	-62	-56	-51
기타영업현금흐름	-148	-191	-153	-166	-179
투자활동 현금흐름	-383	-570	-617	-618	-618
유형자산투자감소 (증가)	-366	-570	-600	-600	-600
무형자산투자감소 (증가)	-3	-2	-4	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-5	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-9	2	-13	-14	-15
재무활동 현금흐름	-165	-127	-173	-160	-157
금융부채 증감	114	-106	-87	-71	-64
자본의 증감	2	20	0	0	0
배당금 당기지급액	-260	0	-87	-91	-94
기타재무현금흐름	-21	-41	1	1	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-9	74	77	146	193
기말현금	61	134	212	358	551
잉여현금흐름 (FCF)	173	202	267	324	368
순현금흐름	-61	223	178	231	271
순현금 (순차입금)	-628	-405	-227	4	275

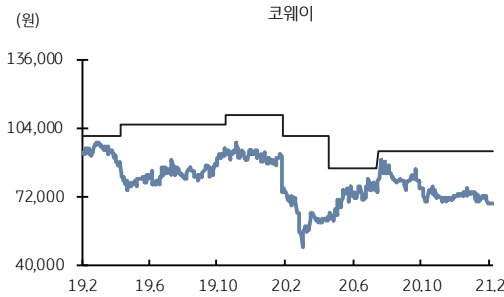
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020P (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	2,855	3,066	3,275	3,539	3,850
유동자산	767	919	1,070	1,284	1,550
현금 및 현금성자산	61	134	212	358	551
단기금융자산	214	268	281	295	310
매출채권	310	326	358	394	434
재고자산	113	118	142	156	172
기타유동자산	69	72	76	80	84
비유동자산	2,088	2,147	2,206	2,256	2,300
투자자산	43	27	27	27	27
유형자산	1,271	1,280	1,343	1,397	1,444
무형자산	168	148	144	140	137
기타비유동자산	606	692	692	692	692
부채총계	1,778	1,570	1,431	1,314	1,210
유동부채	1,587	1,439	1,307	1,188	1,083
매입채무	58	63	68	73	79
단기금융부채	876	788	710	639	575
기타유동부채	653	588	529	477	429
비유동부채	191	131	125	126	127
장기금융부채	27	19	11	11	11
기타비유동부채	164	113	114	115	117
자본총계	1,077	1,496	1,844	2,225	2,640
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
기타자본항목	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	954	1,357	1,706	2,087	2,502
지배자본 계	1,078	1,497	1,846	2,227	2,642
비지배자본	-1	-1	-1	-2	-2

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	20.6	13.3	11.6	10.7	9.9
P/B	6.4	3.6	2.7	2.3	1.9
P/S	2.3	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.1	5.1	4.5	4.1	3.7
EV/EBIT	16.4	9.5	8.5	7.6	6.7
배당수익률	2.6	1.7	1.8	1.9	2.0
EPS	4,511	5,486	5,905	6,399	6,899
BVPS	14,611	20,282	25,007	30,177	35,798
SPS (주당매출액)	40,907	43,868	48,603	52,735	57,321
DPS (주당배당금)	2,400	1,200	1,250	1,300	1,350
배당성향 (%)	52.1	21.5	20.8	20.0	19.2
수익성지표					
ROE	30.7	31.5	26.1	23.2	20.9
ROA	12.7	13.7	13.7	13.9	13.8
ROIC	21.2	26.4	23.8	23.6	23.7
안정성지표					
부채비율	165.0	105.0	77.6	59.1	45.8
순차입비율	58.3	27.1	12.3	순현금	순현금
유동비율	0.5	0.6	0.8	1.1	1.4
이자보상배율 (배)	20.9	27.3	31.1	37.3	44.4
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	10.2	10.5	10.4	10.2
매입채무회전율	50.1	53.7	55.1	55.4	55.7
재고자산회전율	28.0	28.0	27.5	26.1	25.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
19-02-15	Buy	100,000	-7.45	
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. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
77.9	22.1	-

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 보고서는 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.