



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

2Q21 Preview: 말레이시아가 또다시 호실적 견인할 전망

2021년 7월 19일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

목표주가 10만원으로 8% 상향. 해외 영업이익의 두 자릿수 성장세 지속될 전망

투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 100,000원으로 8% 상향한다. WACC이 5.94%에서 6.24%로 상승했지만, 2021E/22E/23E 영업이익 추정치를 각각 10%/11%/11% 상향조정된 영향이다. 국내 사업이 안정적인 캐시카우 역할을 해주는 가운데, 말레이시아와 미국을 중심으로 해외 매출이 고성장이면서 해외 영업이익이 두 자릿수 성장세를 지속할 전망이다. 현재 주가는 12M Fwd P/E 11배 수준으로 저평가 상태라고 판단된다.

2021년 매출과 영업이익 각각 12%씩 성장할 전망. 연결 영업이익 내 해외 부문 기여도 30%까지 상승 예상

2021년 연결 매출과 영업이익은 각각 12%씩 성장할 것으로 예상된다. 국내 영업이익은 2% 증가하는데 그치겠으나, 해외 영업이익이 45% 큰 폭으로 증가할 것으로 기대된다. 올해 연결 매출액과 영업이익에서 해외 부문이 차지하는 비중도 각각 33%, 30%까지 상승할 것으로 예상된다. 특히 말레이시아는 2020년에 청정기와 매트리스의 금융리스 판매를 시작하면서 성장세가 더욱 가팔라진 모습이다 (현재 말레이시아 매출 내 금융리스 비중 50% 내외 추정).

2Q21 Preview: 컨센서스에 대체로 부합 예상. 한국과 미국 이익은 감소하나, 말레이시아 이익이 94% 급증할 전망

2Q21 연결 매출액은 9,000억원 (+12% YoY), 영업이익은 1,689억원 (-0.2% YoY)을 나타내면서 컨센서스에 부합할 전망이다. 전년동기 일회성 이익 110억원 제외 시, 영업이익은 7% YoY 성장한 수준으로 추정된다. ▲국내 (별도) 매출은 6,781억원 (+4% YoY), 영업이익은 1,200억원 (-12% YoY)으로 예상된다 (전년동기 일회성 이익 제거 시, 영업이익 6% 감소). ① 렌탈 신규 판매와 일시불 판매가 각각 2%, 23% 하락할 전망이다. 코로나19로 인해 영업 활동에 어려움이 지속된 가운데, 공기청정기 및 의류청정기 판매가 다소 부진한 것으로 파악된다. ② 월 평균 해약률은 1.0% 내외의 안정적인 수준으로 추정되나, 순증은 신규 판매 부진으로 1.9만 계정 (-42% YoY)에 그칠 것으로 예상된다. ③ 영업이익률은 17.7%를 나타낼 전망이다 (일회성 요인 제거 시 1.8%p YoY 악화될 수준). ▲말레이시아는 매트리스 및 청정기의 금융리스 판매 호조로 매출액이 45% 고성장이고, 영업이익은 94% 급증할 전망이다 (OPM 5%p YoY 개선된 20% 예상). ▲미국 매출액은 30% 성장하겠으나, 전년동기 높은 기저 영향으로 (코로나19 확산 초기에 마케팅비를 축소해 집행) 영업이익은 15% 감소할 전망이다 (OPM 10% 예상).

Buy 유지

목표주가 (상향, 원) 100,000

Dividend yield* (%)	1.6
Total return (%)	30.1
현재가 (7/19, 원)	77,800
Consensus target price (원)	99,625
시가총액 (조원)	5.7

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	22.0
외국인 지분율 (%)	59.4
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 8.5

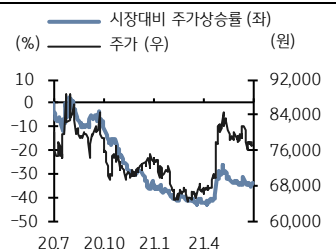
Stock Price Performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	16.1	5.1	1.8
시장대비 상대수익률	-1.0	14.5	0.2	-30.9

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

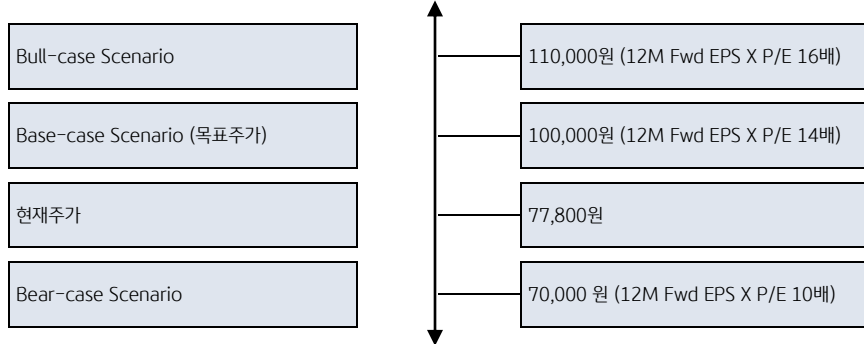


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	3,237	3,633	3,991	4,344
영업이익 (십억원)	606	678	736	790
지배주주순이익 (십억원)	405	485	523	564
EPS (원)	5,486	6,566	7,085	7,643
증감률 (%)	21.6	19.7	7.9	7.9
P/E (x)	13.3	11.8	11.0	10.2
EV/EBITDA (x)	5.0	4.9	4.4	3.9
P/B (x)	3.6	3.0	2.5	2.1
ROE (%)	31.5	28.7	24.8	22.1
배당수익률 (%)	1.7	1.6	1.7	1.7

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR +4%
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR +25%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +4% 상회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +25% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +4% 하회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +25% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,586.9	3,891.8	3,633.2	3,991.1	1.3	2.6
영업이익	617.3	664.4	677.9	736.2	9.8	10.8
순이익 (지배)	436.4	473.0	485.1	523.7	11.2	10.7

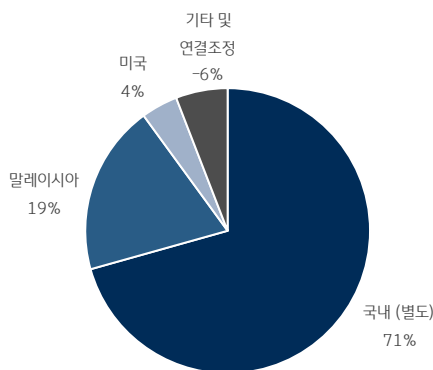
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,633.2	3,991.1	3,608.6	3,962.1	0.7	0.7
영업이익	677.9	736.2	652.6	724.5	3.9	1.6
순이익 (지배)	485.1	523.7	470.5	525.7	3.1	-0.4

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	5,741.6	11.4	13.6	2.70	23.8	4.7	3.7
아모레퍼시픽	14,059.3	39.7	267.1	3.33	8.4	12.6	36.0
LG 생활건강	26,722.7	30.6	13.9	5.07	16.6	15.5	9.7

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 6.24%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

110,000원 ~ 70,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied P/E 14.4배, P/B 3.47배

실적민감도 분석

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

표 1. 코웨이: 2Q21E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	2Q21E KB증권	2Q20	YoY (%)	1Q21	QoQ (%)	2Q21E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2021E KB증권	YoY (%)	2021E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	900.0	805.5	11.7	879.0	2.4	895.0	0.6	3,633.2	12.2	3,608.6	0.7
영업이익	168.9	169.2	-0.2	170.7	-1.1	163.1	3.6	677.9	11.8	652.6	3.9
세전이익	162.1	159.5	1.6	174.7	7.2	152.7	6.2	659.3	22.0	635.1	3.8
순이익 (지배)	120.2	119.0	1.1	125.8	4.4	109.5	9.8	485.1	19.8	470.5	3.1
영업이익률 (%)	18.8	21.0		19.4		18.2		18.7		18.1	
세전이익률 (%)	18.0	19.8		19.9		17.1		18.1		17.6	
순이익률 (%)	13.4	14.8		14.3		12.2		13.4		13.0	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)			
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
매출액	3,586.9	3,891.8	4,230.3	3,633.2	3,991.1	4,343.8	1.3	2.6	2.7	
영업이익	617.3	664.4	712.1	677.9	736.2	789.7	9.8	10.8	10.9	
세전이익	588.6	637.9	687.8	659.3	706.3	761.9	12.0	10.7	10.8	
순이익 (지배)	436.4	473.0	510.0	485.1	523.7	564.9	11.2	10.7	10.8	
EPS (원)	6,015	6,519	7,029	6,686	7,218	7,786	11.2	10.7	10.8	
YoY (%)	매출액	10.8	8.5	8.7	12.2	9.9	8.8			
	영업이익	1.8	7.6	7.2	11.8	8.6	7.3			
	세전이익	8.9	8.4	7.8	22.0	7.1	7.9			
	순이익 (지배)	7.8	8.4	7.8	19.8	7.9	7.9			
	EPS	9.6	8.4	7.8	21.9	7.9	7.9			
영업이익률 (%)		17.2	17.1	16.8	18.7	18.4	18.2			
세전이익률 (%)		16.4	16.4	16.3	18.1	17.7	17.5			
순이익률 (지배, %)		12.2	12.2	12.1	13.4	13.1	13.0			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2021년 2월 22일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
연결 매출액		768.9	805.5	800.4	862.6	879.0	900.0	909.4	944.7	3,018.9	3,237.4	3,633.2	3,991.1	4,343.8	
별도 법인		628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	678.1	682.8	677.6	2,531.0	2,592.5	2,713.2	2,791.6	2,892.6	
말레이시아		153.3	155.9	178.8	220.4	240.4	226.1	232.4	264.5	526.3	708.4	963.4	1,204.2	1,445.1	
미국		27.2	32.1	51.8	41.4	42.9	41.7	41.4	49.7	97.3	152.5	175.8	202.1	228.4	
기타 자회사		22.5	16.8	16.3	23.8	20.7	27.2	26.5	29.6	105.3	79.4	104.0	116.8	130.0	
연결 조정		-62.6	-54.7	-88.0	-90.2	-99.8	-73.0	-73.7	-76.6	-241.0	-295.4	-323.1	-323.6	-352.2	
YoY (%)	연결 매출액	8.4	6.6	5.4	8.6	14.3	11.7	13.6	9.5	11.5	7.2	12.2	9.9	8.8	
	별도 법인	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	3.5	6.4	1.6	5.7	2.4	4.7	2.9	3.6	
	말레이시아	36.3	22.2	33.8	44.4	56.8	45.0	30.0	20.0	48.9	34.6	36.0	25.0	20.0	
	미국	30.1	36.0	130.2	36.6	57.7	30.0	-20.0	20.0	20.9	56.7	15.2	15.0	13.0	
	기타 자회사	19.0	-37.8	-35.1	-30.6	-8.0	61.7	62.8	24.2	19.5	-24.6	30.9	12.4	11.3	
	연결 조정	적지	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	77.3	76.8	75.3	75.1	71.7	83.8	80.1	74.7	69.9	66.6	
	말레이시아	19.9	19.4	22.3	25.6	27.3	25.1	25.6	28.0	17.4	21.9	26.5	30.2	33.3	
	미국	3.5	4.0	6.5	4.8	4.9	4.6	4.6	5.3	3.2	4.7	4.8	5.1	5.3	
	기타 자회사	2.9	2.1	2.0	2.8	2.4	3.0	2.9	3.1	3.5	2.5	2.9	2.9	3.0	
	연결 조정	-8.1	-6.8	-11.0	-10.5	-11.4	-8.1	-8.1	-8.1	-8.0	-9.1	-8.9	-8.1	-8.1	
연결 영업이익		138.9	169.2	168.6	129.8	170.7	168.9	173.9	164.3	458.3	606.4	677.9	736.2	789.7	
별도 법인		115.7	136.0	124.9	78.9	112.0	120.0	124.9	108.4	394.7	455.5	465.4	488.4	506.1	
말레이시아		25.2	23.3	29.6	52.0	56.1	45.2	46.5	52.9	75.6	130.1	200.7	228.8	260.1	
미국		2.6	4.9	11.8	0.5	5.7	4.2	2.5	3.0	3.3	19.8	15.3	16.2	18.3	
기타 자회사		-1.5	-2.4	-3.8	-3.3	-5.8	-2.2	-1.7	-1.6	-2.9	-11.0	-11.3	-4.4	-2.6	
연결 조정		-3.1	7.4	6.1	1.7	2.7	1.7	1.7	1.6	-12.4	12.0	7.7	7.3	7.8	
YoY (%)	연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	190.9	23.0	-0.2	3.2	26.6	-11.8	32.3	11.8	8.6	7.3	
	별도 법인	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-11.7	0.0	37.4	-17.3	15.4	2.2	4.9	3.6	
	말레이시아	31.9	5.4	108.5	157.4	122.6	94.0	57.1	1.7	21.3	72.1	54.3	14.0	13.7	
	미국	225.0	1,125.0	흑전	-83.3	119.2	-14.8	-78.9	496.2	6.5	500.0	-22.5	5.4	13.0	
	기타 자회사	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	
	연결 조정	적지	100.5	흑전	161.4	흑전	-77.4	-71.7	-4.4	적지	흑전	-35.7	-5.7	7.3	
	비중 (%)	연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.0	19.4	18.8	19.1	17.4	15.2	18.7	18.7	18.4	18.2
	별도 법인	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.7	18.3	16.0	15.6	17.6	17.2	17.5	17.5	
	말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	23.3	20.0	20.0	20.0	14.4	18.4	20.8	19.0	18.0	
	미국	9.6	15.3	22.8	1.2	13.3	10.0	6.0	6.0	3.4	13.0	8.7	8.0	8.0	
	기타 자회사	-6.6	-14.3	-23.3	-13.9	-28.0	-8.1	-6.5	-5.4	-2.8	-13.8	-10.9	-3.8	-2.0	
	연결 조정	5.0	-13.5	-6.9	-1.9	-2.7	-2.3	-2.3	-2.1	5.1	-4.1	-2.4	-2.3	-2.2	
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	60.8	65.6	71.1	71.8	66.0	86.1	75.1	68.7	66.3	64.1	
	말레이시아	18.1	13.8	17.6	40.1	32.9	26.8	26.7	32.2	16.5	21.5	29.6	31.1	32.9	
	미국	1.9	2.9	7.0	0.4	3.3	2.5	1.4	1.8	0.7	3.3	2.3	2.2	2.3	
	기타 자회사	-1.1	-1.4	-2.3	-2.5	-3.4	-1.3	-1.0	-1.0	-0.6	-1.8	-1.7	-0.6	-0.3	
	매출총이익	521.7	554.8	536.3	580.7	579.8	616.3	605.8	632.2	2,008.5	2,193.5	2,434.1	2,657.8	2,875.2	
	세전이익	138.3	159.5	149.2	93.3	174.7	162.1	167.2	155.3	451.4	540.4	659.3	706.3	761.9	
순이익(지배)	101.6	119.0	116.8	67.5	125.8	120.2	124.0	115.1	332.9	404.9	485.1	523.7	564.9		
EBITDA	275.7	303.4	304.6	265.9	304.4	293.7	298.7	280.2	973.4	1,149.7	1,177.1	1,236.8	1,291.2		
YoY (%)	매출총이익	9.5	9.6	5.4	12.4	11.1	11.1	12.9	8.9	9.8	9.2	11.0	9.2	8.2	
	세전이익	2.1	16.6	-2.0	247.9	26.3	1.6	12.0	66.4	-3.7	19.7	22.0	7.1	7.9	
	순이익(지배)	1.1	16.7	5.5	242.0	23.8	1.1	6.1	70.7	-4.9	21.6	19.8	7.9	7.9	
	EBITDA	33.7	43.0	39.8	-21.1	10.4	-3.2	-1.9	5.4	25.5	18.1	2.4	5.1	4.4	
매출총이익률 (%)		67.8	68.9	67.0	67.3	66.0	68.5	66.6	66.9	66.5	67.8	67.0	66.6	66.2	
세전이익률 (%)		18.0	19.8	18.6	10.8	19.9	18.0	18.4	16.4	15.0	16.7	18.1	17.7	17.5	
순이익률(지배) (%)		13.2	14.8	14.6	7.8	14.3	13.4	13.6	12.2	11.0	12.5	13.4	13.1	13.0	
EBITDA 마진 (%)		35.9	37.7	38.1	30.8	34.6	32.6	32.8	29.7	32.2	35.5	32.4	31.0	29.7	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
별도 매출액	628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	678.1	682.8	677.6	2,531.0	2,592.5	2,713.2	2,791.6	2,892.6
국내 환경가전	529.4	552.9	507.4	537.5	538.5	556.5	547.8	544.9	2,111.2	2,127.2	2,187.8	2,241.6	2,291.6
렌탈	401.9	405.3	399.5	389.7	394.4	396.7	406.3	397.2	1,572.6	1,596.4	1,594.5	1,611.1	1,631.3
홈케어	68.9	87.1	57.3	90.8	98.0	108.9	97.3	99.9	258.4	304.1	404.1	444.5	480.1
멤버십	24.7	25.9	24.6	24.0	24.1	23.4	22.8	21.8	107.3	99.2	92.2	85.5	80.9
일시불	30.9	31.9	23.6	27.6	18.8	24.6	18.6	22.3	161.3	114.0	84.3	88.2	87.3
기타	3.1	2.6	2.4	5.4	3.1	2.9	2.8	3.8	11.7	13.5	12.6	12.3	12.1
수출	81.8	85.2	120.3	117.3	124.6	108.6	122.0	119.1	343.5	404.7	474.3	495.5	545.4
화장품	17.3	17.3	13.7	12.3	11.6	13.0	13.0	13.6	76.3	60.6	51.1	54.5	55.6
YoY (%)													
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	3.5	6.4	1.6	5.7	2.4	4.7	2.9	3.6
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	2.1	1.7	0.7	8.0	1.4	4.6	0.8	2.8	2.5	2.2
렌탈	4.5	3.5	0.7	-2.5	-1.9	-2.1	1.7	1.9	2.9	1.5	-0.1	1.0	1.3
홈케어	22.4	28.8	-21.4	47.6	42.2	25.0	70.0	10.0	39.6	17.7	32.9	10.0	8.0
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-6.6	-2.1	-9.4	-7.2	-9.1	-11.5	-7.6	-7.0	-7.4	-5.4
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-24.7	-39.0	-23.0	-21.3	-19.2	-5.6	-29.3	-26.1	4.6	-1.1
기타	1.7	-9.2	-10.9	76.8	1.9	10.0	15.0	-30.0	-8.6	15.6	-6.9	-2.0	-2.0
수출	16.7	1.7	22.9	28.0	52.3	27.5	1.3	1.6	13.6	17.8	17.2	4.5	10.1
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-38.6	-32.9	-25.0	-5.0	10.0	1.1	-20.6	-15.6	6.5	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	79.8	82.1	80.2	80.4	83.4	82.1	80.6	80.3	79.2
렌탈	63.9	61.8	62.3	58.4	58.5	58.5	59.5	58.6	62.1	61.6	58.8	57.7	56.4
홈케어	11.0	13.3	8.9	13.6	14.5	16.1	14.3	14.7	10.2	11.7	14.9	15.9	16.6
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.5	3.3	3.2	4.2	3.8	3.4	3.1	2.8
일시불	4.9	4.9	3.7	4.1	2.8	3.6	2.7	3.3	6.4	4.4	3.1	3.2	3.0
기타	0.5	0.4	0.4	0.8	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
수출	13.0	13.0	18.8	17.6	18.5	16.0	17.9	17.6	13.6	15.6	17.5	17.7	18.9
화장품	2.8	2.6	2.1	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	3.0	2.3	1.9	2.0	1.9
별도 영업이익	115.7	136.0	124.9	78.9	112.0	120.0	124.9	108.4	394.7	455.5	465.4	488.4	506.1
YoY (%)	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-11.7	0.0	37.4	-17.3	15.4	2.2	4.9	3.6
OPM (%)	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.7	18.3	16.0	15.6	17.6	17.2	17.5	17.5
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,740.4	5,773.4	5,762.3	5,809.0	5,842.4	5,861.6	5,914.1	5,936.7	5,687.7	5,809.0	5,936.7	6,126.9	6,282.7
신규 판매 (천대)	377.5	355.5	285.3	335.5	321.0	348.4	342.3	352.3	1,572.1	1,353.8	1,364.0	1,464.1	1,478.7
해약 (천대)	189.2	179.0	162.9	172.9	174.3	175.3	175.8	177.4	659.1	703.9	702.8	721.2	742.9
만기도래 (천계정)	135.6	143.5	133.6	115.9	113.3	153.8	114.0	152.2	455.0	528.6	533.4	552.7	580.0
ARPU (월평균) (원)	27,465	28,513	26,398	27,684	28,176	28,798	28,510	27,960	27,952	27,552	28,360	28,400	28,357
해약률 (월평균) (%)	1.11	1.04	0.94	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.05	1.03	1.01	1.01	1.01
만기도래 비중 (%)	39.8	38.7	39.6	32.3	32.3	40.0	40.0	40.0	34.2	37.5	38.1	40.0	40.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	572.4	555.3	544.2	526.2	515.8	505.3	495.2	478.8	593.8	526.2	478.8	445.3	423.0
ARPU (월평균) (천원)	14.1	15.3	14.9	14.9	15.4	15.3	15.2	14.9	14.1	14.8	15.3	15.4	15.5
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	34.9	30.6	24.3	24.9	16.7	21.4	18.2	19.9	194.2	114.7	76.3	78.2	75.8
ARPU (천원)	885.1	1,042.6	971.9	1,107.9	1,127.8	1,146.8	1,020.5	1,118.9	830.5	993.9	1,105.2	1,128.1	1,150.7
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	23.6	20.7	17.0	16.3	13.8	14.5	15.1	14.0	51.2	77.6	57.4	62.8	65.3

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

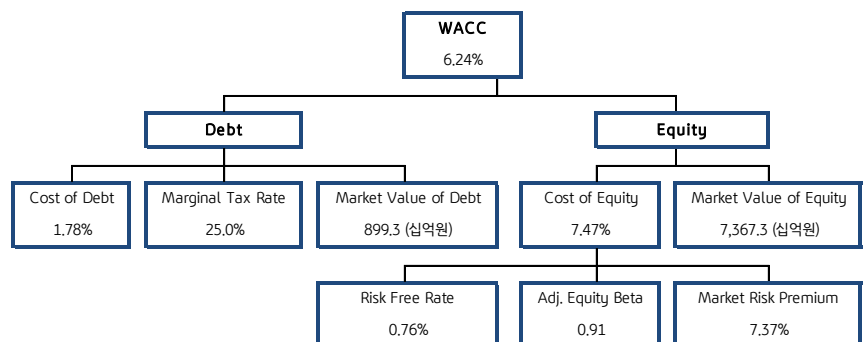
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
현금흐름 추정									
영업이익	a	606.4	677.9	736.2	789.7	828.8	861.9	863.1	863.6
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	508.4	552.2	592.3	621.6	646.5	647.4	647.7
감가상각비 (유형+무형)	d	543.3	499.2	500.6	501.5	501.4	501.4	501.4	501.4
총 현금흐름	$E=C+d$	998.1	1,007.6	1,052.7	1,093.7	1,123.0	1,147.9	1,148.8	1,149.1
총 투자	$F=g+h$	-892.2	-716.3	-616.3	-614.0	-700.0	-700.0	-800.0	-800.0
운전자본 증감	g	-567.0	-316.3	-116.3	-114.0	-150.0	-150.0	-200.0	-200.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-325.2	-400.0	-500.0	-500.0	-550.0	-550.0	-600.0	-600.0
FCFF	$I=E+F$	106.0	291.4	436.4	479.7	423.0	447.9	348.8	349.1
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				2.8%	9.2%	16.1%	23.3%	31.0%	
PV of FCFF				191.9	439.1	364.5	363.2	266.2	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		1,625.0						
영구성장률 (%)			1.6%						국고채권 30년 수익률
Terminal Value (2027E 시점)			7,520.1						2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)
PV of terminal value	k		5,740.4						WACC 6.24% (무위험수익률 0.76%, 시장위험프리미엄 7.37%)
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,365.4						
현금 및 현금성자산	m		550.1						
단기금융자산	n		327.6						
차입금	o		875.8						
적정 기업가치	$P=L+(m+n+o)$		7,367.3						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		100,000						
현재주가 (원)			77,800				2021.7.19		
상승여력 (%)			28.5						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			14.4						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.47						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 1.78% 사용. 차입금 가치는 1Q21 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	5.24%	113,274	117,741	122,674	128,149	134,259	141,124	148,890
	5.44%	108,370	112,402	116,832	121,723	127,151	133,210	140,017
	5.64%	103,888	107,541	111,538	115,931	120,781	126,164	132,172
	5.84%	99,775	103,098	106,720	110,684	115,039	119,849	125,186
	6.04%	95,986	99,020	102,315	105,907	109,837	114,156	118,925
	6.24%	92,486	95,264	98,273	100,000	105,102	108,999	113,282
	6.44%	89,241	91,794	94,549	97,532	100,773	104,304	108,169
	6.64%	86,225	88,577	91,109	93,841	96,800	100,013	103,515
	6.84%	83,415	85,587	87,920	90,431	93,140	96,074	99,260
	7.04%	80,789	82,801	84,956	87,269	89,759	92,446	95,355
	7.24%	78,331	80,198	82,194	84,331	86,625	89,094	91,759

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 7. 코웨이: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2021.2.22)	변경 후 (2021.7.19)	비고
COE	$A = B + C \times D$	7.27	7.47	
Risk free rate	B	0.71	0.76	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.89	0.91	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.52	0.67	
R ²		0.23	0.27	
Risk premium	$D = E - F$	7.37	7.37	
Market	E	10.97	10.97	2001년~2020년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.61	3.61	2001년~2020년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	0.86	1.78	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		6,734.4	7,367.3	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		836.9	899.3	총 금융부채 (1Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	5.94	6.24	
영구성장률		1.60%	1.60%	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
매출액	3,019	3,237	3,633	3,991	4,344
매출원가	1,010	1,044	1,199	1,333	1,469
매출총이익	2,009	2,194	2,434	2,658	2,875
판매비와관리비	1,550	1,587	1,756	1,922	2,085
영업이익	458	606	678	736	790
EBITDA	973	1,150	1,177	1,237	1,291
영업외손익	-7	-66	-19	-30	-28
이자수익	1	1	2	2	3
이자비용	22	21	21	22	20
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	0	-10	-10
세전이익	451	540	659	706	762
법인세비용	119	136	175	184	198
당기순이익	332	405	484	523	564
지배주주순이익	333	405	485	523	564
수정순이익	333	405	485	523	564

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	11.5	7.2	12.2	9.9	8.8
영업이익 성장률	-11.8	32.3	11.8	8.6	7.3
EBITDA 성장률	25.5	18.1	2.4	5.1	4.4
지배기업순이익 성장률	-4.9	21.6	19.7	7.9	7.9
매출총이익률	66.5	67.8	67.0	66.6	66.2
영업이익률	15.2	18.7	18.7	18.5	18.2
EBITDA이익률	32.2	35.5	32.4	31.0	29.7
세전이익률	15.0	16.7	18.2	17.7	17.5
지배기업순이익률	11.0	12.5	13.3	13.1	13.0

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539	563	738	907	951
당기순이익	332	405	484	523	564
유무형자산상각비	515	543	499	501	501
기타비현금손익 조정	412	373	224	184	198
운전자본증감	-571	-567	-316	-116	-114
매출채권감소 (증가)	-4	-22	-12	-35	-38
재고자산감소 (증가)	-5	-25	-25	-16	-18
매입채무증가 (감소)	-9	43	-15	6	6
기타운전자본증감	-553	-563	-265	-71	-64
기타영업현금흐름	-148	-191	-153	-184	-198
투자활동 현금흐름	-383	-323	-398	-520	-521
유형자산투자감소 (증가)	-366	-325	-400	-500	-500
무형자산투자감소 (증가)	-3	-1	-4	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-5	0	-6	0	0
기타투자현금흐름	-9	4	12	-16	-17
재무활동 현금흐름	-165	-182	93	-153	-152
금융부채 증감	114	-182	110	-63	-59
자본의 증감	2	20	0	0	0
배당금 당기지급액	-260	0	-87	-91	-94
기타재무현금흐름	-21	-20	70	1	1
기타현금흐름	0	-3	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-9	55	434	234	278
기말현금	61	116	550	784	1,062
잉여현금흐름 (FCF)	173	238	338	407	451
순현금흐름	-72	309	332	313	354
순현금 (순차입금)	-639	-330	2	315	669

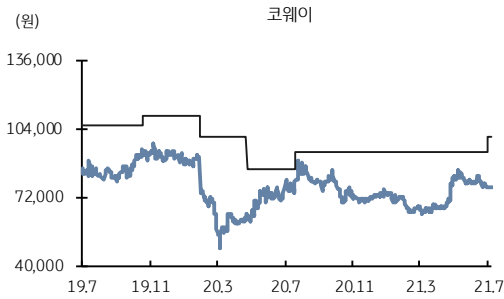
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	2,855	3,029	3,637	3,942	4,298
유동자산	767	897	1,421	1,724	2,077
현금 및 현금성자산	61	116	550	784	1,062
단기금융자산	214	298	328	344	361
매출채권	310	317	349	384	422
재고자산	113	134	161	177	195
기타유동자산	69	32	34	36	37
비유동자산	2,088	2,132	2,215	2,218	2,220
투자자산	43	23	21	21	21
유형자산	1,271	1,225	1,187	1,192	1,196
무형자산	168	140	137	134	133
기타비유동자산	606	744	871	871	871
부채총계	1,778	1,539	1,747	1,621	1,507
유동부채	1,587	1,417	1,200	1,094	999
매입채무	58	69	74	80	87
단기금융부채	876	715	429	386	347
기타유동부채	653	634	697	628	565
비유동부채	191	122	547	528	508
장기금융부채	38	29	447	427	407
기타비유동부채	153	93	100	101	101
자본총계	1,077	1,490	1,889	2,321	2,791
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
기타자본항목	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	1	-14	-9	-9	-9
이익잉여금	954	1,365	1,760	2,192	2,662
지배자본 계	1,078	1,491	1,891	2,323	2,793
비지배자본	-1	-1	-2	-2	-2

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	20.6	13.3	11.8	11.0	10.2
P/B	6.4	3.6	3.0	2.5	2.1
P/S	2.3	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	5.0	4.9	4.4	3.9
EV/EBIT	16.4	9.4	8.5	7.4	6.4
배당수익률	2.6	1.7	1.6	1.7	1.7
EPS	4,511	5,486	6,566	7,085	7,643
BVPS	14,611	20,207	25,622	31,478	37,843
SPS (주당매출액)	40,907	43,868	49,231	54,080	58,859
DPS (주당배당금)	2,400	1,200	1,250	1,300	1,350
배당성향 (%)	52.1	21.5	18.7	18.0	17.4
수익성지표					
ROE	30.7	31.5	28.7	24.8	22.1
ROA	12.7	13.8	14.5	13.8	13.7
ROIC	21.1	27.2	28.4	29.5	29.8
안정성지표					
부채비율	165.0	103.3	92.5	69.8	54.0
순차입비율	59.3	22.2	순현금	순현금	순현금
유동비율	0.5	0.6	1.2	1.6	2.1
이자보상배율 (배)	20.9	28.6	32.4	33.5	38.8
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	10.3	10.9	10.9	10.8
매입채무회전율	50.1	51.1	50.9	51.7	52.1
재고자산회전율	28.0	26.2	24.7	23.6	23.4

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
19-05-17	Buy	105,000	-21.25	
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	-20.33	-4.62
21-07-19	Buy	100,000		

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 (2021. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
81.1	18.9	-

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.