



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

2Q21 Review: 락다운 우려는 일시적, 펀더멘털은 이상무

2021년 8월 9일

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

목표주가 105,000원으로 5% 상향.
밸류에이션 매력 여전히 돋보여

투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 105,000원으로 5% 소폭 상향한다. 2022~23년 영업이익 추정치를 4~5% 상향조정된 영향이다. 현주가는 12M Fwd P/E 12배로 밸류에이션 매력이 여전하다. 넷마블로 인수된 이후에 혁신 제품 (아이콘 정수기, 노블 공기청정기 등) 개발에 힘쓰고 있고, 동시에 해외 사업 강화, 디지털화, 마케팅 투자 등 '성장'을 위해 박차를 가하고 있다.

'말레이시아 락다운'이라는 단기 복병으로
인해 3Q21 실적에 불확실성 존재

코웨이는 국내 사업이 캐시카우 역할을 해주는 가운데, 말레이시아와 미국을 중심으로 해외 매출이 고성장하면서 해외 영업이익이 두 자릿수 성장세를 지속할 전망이다. 단기 복병은 델타 변이 바이러스이다. 말레이시아가 6월 1일부터 락다운을 시행한 이후에, 설치 서비스가 필수적인 정수기와 매트리스의 판매가 급감한 가운데 공기청정기만 우편을 통해 판매되고 있는 상황이다. 락다운 종료 시점을 예상하기 어려워, 3Q21 실적에는 불확실성이 존재한다. 다만 중장기 측면에서 펀더멘털 훼손 요인이 아니며, 락다운 종결 시 이연 수요도 발생할 것으로 예상된다.

2Q21 Review: 컨센서스에 부합한 건조한
실적. 한국과 미국의 이익은 감소했으나,
말레이시아 이익이 156% 급증

2Q21 연결 매출액은 9,054억원 (+12% YoY), 영업이익은 1,664억원 (-2% YoY)을 기록하면서, 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합했다. 전년동기 일회성 이익 135억원 제외 시, 영업이익은 7% YoY 성장한 수준이다. ▲국내 (별도) 매출은 7,109억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,223억원 (-10% YoY)을 나타냈다 (전년동기 일회성 이익 제거 시, 매출 +13%, 영업이익 -0.2%). ① 코로나19로 인해 영업 활동에 어려움이 지속되면서, 렌탈 신규 판매와 일시불 판매는 각각 4%, 50% 하락했다. 그러나 ② 월평균 해약률이 1.0% 미만의 낮은 수준을 유지하면서, 순증은 6.1만 계정 (+84% YoY)을 기록해 기대치를 상회했다. ③ 영업이익률은 17.2%를 나타내면서 당초 기대치 (17.7%) 대비 다소 부진했는데, 혁신 제품 개발을 위한 투자와 마케팅 투자가 확대된 영향이다. ▲말레이시아는 6월 1일부터 락다운이 시행된 영향에도 불구하고 매출액이 52% 고성장하고, 영업이익은 156% 급증했다 (OPM 10%p YoY 개선된 25% 기록). ▲미국 매출액은 12% 성장했으나 영업이익은 82% 급감했는데, 아마존의 유료회원 대상 최대 행사인 'Prime Day' (6월)에 참여하면서 프로모션 비용이 증가했기 때문이다.

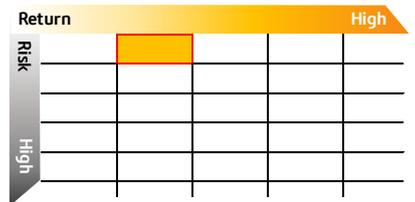
Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	105,000
Dividend yield* (%)	1.5
Total return (%)	24.6
현재가 (8/6, 원)	85,300
Consensus target price (원)	99,700
시가총액 (조원)	6.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data				
Free float (%)	73.2			
거래대금 (3m, 십억원)	20.9			
외국인 지분율 (%)	59.5			
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1			
	국민연금공단 8.5			
Stock Price Performance				
추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	25.8	21.7	7.3
시장대비 상대수익률	8.4	22.3	16.1	-23.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

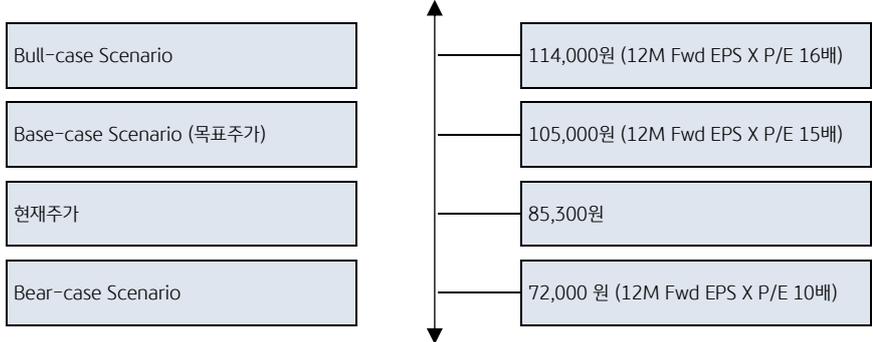


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	3,237	3,607	4,002	4,387
영업이익 (십억원)	606	668	771	824
지배주주순이익 (십억원)	405	475	549	590
EPS (원)	5,486	6,435	7,436	7,990
증감률 (%)	21.6	17.3	15.6	7.5
P/E (x)	13.3	13.3	11.5	10.7
EV/EBITDA (x)	5.0	5.4	4.7	4.2
P/B (x)	3.6	3.3	2.7	2.2
ROE (%)	31.5	28.2	26.0	22.8
배당수익률 (%)	1.7	1.5	1.5	1.6

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR +4%
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR +27%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +4% 상회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +27% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2020E~23E CAGR이 +4% 하회
- 2) 해외 합산 매출 2020E~23E CAGR이 +27% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,633.2	3,991.1	3,607.2	4,001.7	-0.7	0.3
영업이익	677.9	736.2	667.8	771.2	-1.5	4.7
순이익 (지배)	485.1	523.7	475.1	549.6	-2.1	4.9

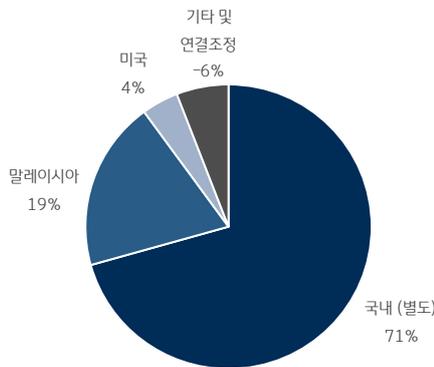
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,607.2	4,001.7	3,609.8	3,964.4	-0.1	0.9
영업이익	667.8	771.2	657.0	726.4	1.6	6.2
순이익 (지배)	475.1	549.6	472.6	525.0	0.5	4.7

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	6,295.1	12.1	16.4	2.92	24.1	5.1	5.2
아모레퍼시픽	13,357.8	39.7	257.7	3.18	8.0	12.4	34.1
LG 생활건강	22,771.3	27.0	11.6	4.34	16.1	13.7	7.2

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 6.41%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

114,000원 ~ 72,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied P/E 14.7배, P/B 3.59배

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: 연결 기준 2Q21 실적

(십억원)	2Q21P	2Q20	YoY (%)	1Q21	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB증권	차이 (%)
매출액	905.4	805.5	12.4	879.0	3.0	896.4	1.0	900.0	0.6
영업이익	166.4	169.2	-1.6	170.7	-2.5	165.0	0.9	168.9	-1.5
세전이익	159.9	159.5	0.2	174.7	-8.5	155.0	3.2	162.1	-1.3
순이익 (지배)	115.9	119.0	-2.6	125.8	-7.9	117.2	-1.2	120.2	-3.6
영업이익률 (%)	18.4	21.0		19.4		18.4		18.8	
세전이익률 (%)	17.7	19.8		19.9		17.3		18.0	
순이익률 (%)	12.8	14.8		14.3		13.1		13.4	

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	3,633.2	3,991.1	4,343.8	3,607.2	4,001.7	4,386.8	-0.7	0.3	1.0
영업이익	677.9	736.2	789.7	667.8	771.2	824.2	-1.5	4.7	4.4
세전이익	659.3	706.3	761.9	649.4	741.2	796.4	-1.5	5.0	4.5
순이익 (지배)	485.1	523.7	564.9	475.1	549.6	590.5	-2.1	4.9	4.5
EPS (원)	6,686	7,218	7,786	6,548	7,575	8,139	-2.1	4.9	4.5
YoY (%)									
매출액	12.2	9.9	8.8	11.4	10.9	9.6			
영업이익	11.8	8.6	7.3	10.1	15.5	6.9			
세전이익	22.0	7.1	7.9	20.2	14.1	7.4			
순이익 (지배)	19.8	7.9	7.9	17.3	15.7	7.4			
EPS	21.9	7.9	7.9	19.4	15.7	7.4			
영업이익률 (%)	18.7	18.4	18.2	18.5	19.3	18.8			
세전이익률 (%)	18.1	17.7	17.5	18.0	18.5	18.2			
순이익률 (지배, %)	13.4	13.1	13.0	13.2	13.7	13.5			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2021년 7월 19일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
연결 매출액		768.9	805.5	800.4	862.6	879.0	905.4	877.5	945.3	3,018.9	3,237.4	3,607.2	4,001.7	4,386.8
별도 법인		628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	710.9	682.2	676.1	2,531.0	2,592.5	2,743.9	2,815.7	2,945.6
말레이시아		153.3	155.9	178.8	220.4	240.4	236.7	214.6	286.5	526.3	708.4	978.2	1,267.8	1,521.3
미국		27.2	32.1	51.8	41.4	42.9	35.8	41.4	49.7	97.3	152.5	169.8	196.7	224.3
기타 자회사		22.5	16.8	16.3	23.8	20.7	43.6	36.8	38.1	105.3	79.4	139.2	166.1	183.0
연결 조정		-62.6	-54.7	-88.0	-90.2	-99.8	-121.6	-97.5	-105.0	-241.0	-295.4	-423.9	-444.6	-487.4
YoY (%)	연결 매출액	8.4	6.6	5.4	8.6	14.3	12.4	9.6	9.6	11.5	7.2	11.4	10.9	9.6
	별도 법인	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	8.5	6.3	1.3	5.7	2.4	5.8	2.6	4.6
	말레이시아	36.3	22.2	33.8	44.4	56.8	51.8	20.0	30.0	48.9	34.6	38.1	29.6	20.0
	미국	30.1	36.0	130.2	36.6	57.7	11.5	-20.0	20.0	20.9	56.7	11.4	15.8	14.0
	기타 자회사	19.0	-37.8	-35.1	-30.6	-8.0	159.5	125.8	60.1	19.5	-24.6	75.3	19.3	10.2
	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	77.3	76.8	78.5	77.7	71.5	83.8	80.1	76.1	70.4	67.1
	말레이시아	19.9	19.4	22.3	25.6	27.3	26.1	24.5	30.3	17.4	21.9	27.1	31.7	34.7
	미국	3.5	4.0	6.5	4.8	4.9	4.0	4.7	5.3	3.2	4.7	4.7	4.9	5.1
	기타 자회사	2.9	2.1	2.0	2.8	2.4	4.8	4.2	4.0	3.5	2.5	3.9	4.1	4.2
	연결 조정	-8.1	-6.8	-11.0	-10.5	-11.4	-13.4	-11.1	-11.1	-8.0	-9.1	-11.8	-11.1	-11.1
연결 영업이익		138.9	169.2	168.6	129.8	170.7	166.4	164.8	165.8	458.3	606.4	667.8	771.2	824.2
별도 법인		115.7	136.0	124.9	78.9	112.0	122.3	122.8	106.1	394.7	455.5	463.2	492.6	515.4
말레이시아		25.2	23.3	29.6	52.0	56.1	59.6	40.8	57.3	75.6	130.1	213.8	266.2	289.1
미국		2.6	4.9	11.8	0.5	5.7	0.9	2.5	3.0	3.3	19.8	12.1	15.7	17.9
기타 자회사		-1.5	-2.4	-3.8	-3.3	-5.8	-8.4	-4.5	-3.9	-2.9	-11.0	-22.6	-11.1	-6.3
연결 조정		-3.1	7.4	6.1	1.7	2.7	-7.9	3.2	3.3	-12.4	12.0	1.3	7.6	8.2
YoY (%)	연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	190.9	23.0	-1.6	-2.3	27.7	-11.8	32.3	10.1	15.5	6.9
	별도 법인	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-10.1	-1.7	34.5	-17.3	15.4	1.7	6.3	4.6
	말레이시아	31.9	5.4	108.5	157.4	122.6	155.8	37.7	10.2	21.3	72.1	64.3	24.5	8.6
	미국	225.0	1,125.0	흑전	-83.3	119.2	-81.6	-78.9	496.2	6.5	500.0	-39.1	30.4	14.0
	기타 자회사	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	연결 조정	적지	100.5	흑전	161.4	흑전	적전	-46.8	91.2	적지	흑전	-89.5	502.4	6.9
OPM (%)	연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.0	19.4	18.4	18.8	17.5	15.2	18.7	18.5	19.3	18.8
	별도 법인	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.2	18.0	15.7	15.6	17.6	16.9	17.5	17.5
	말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	23.3	25.2	19.0	20.0	14.4	18.4	21.9	21.0	19.0
	미국	9.6	15.3	22.8	1.2	13.3	2.5	6.0	6.0	3.4	13.0	7.1	8.0	8.0
	기타 자회사	-6.6	-14.3	-23.3	-13.9	-28.0	-19.3	-12.3	-10.1	-2.8	-13.8	-16.2	-6.7	-3.5
	연결 조정	5.0	-13.5	-6.9	-1.9	-2.7	6.5	-3.3	-3.1	5.1	-4.1	-0.3	-1.7	-1.7
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	73.5	74.5	64.0	86.1	75.1	69.4	63.9	62.5
	말레이시아	18.1	13.8	17.6	40.1	32.9	35.8	24.7	34.6	16.5	21.5	32.0	34.5	35.1
	미국	1.9	2.9	7.0	0.4	3.3	0.5	1.5	1.8	0.7	3.3	1.8	2.0	2.2
	기타 자회사	-1.1	-1.4	-2.3	-2.5	-3.4	-5.0	-2.7	-2.3	-0.6	-1.8	-3.4	-1.4	-0.8
매출총이익		521.7	554.8	536.3	580.7	579.8	594.2	584.5	632.6	2,008.5	2,193.5	2,391.1	2,636.8	2,873.0
세전이익		138.3	159.5	149.2	93.3	174.7	159.9	158.0	156.8	451.4	540.4	649.4	741.2	796.4
순이익(지배)		101.6	119.0	116.8	67.5	125.8	115.9	117.2	116.3	332.9	404.9	475.1	549.6	590.5
EBITDA		275.7	303.4	304.6	265.9	304.4	291.2	289.6	281.7	973.4	1,149.7	1,167.0	1,271.8	1,325.7
YoY (%)	매출총이익	9.5	9.6	5.4	12.4	11.1	7.1	9.0	8.9	9.8	9.2	9.0	10.3	9.0
	세전이익	2.1	16.6	-2.0	247.9	26.3	0.2	5.9	68.0	-3.7	19.7	20.2	14.1	7.4
	순이익(지배)	1.1	16.7	5.5	242.0	23.8	-2.6	0.3	72.3	-4.9	21.6	17.3	15.7	7.4
	EBITDA	33.7	43.0	39.8	-21.1	10.4	-4.0	-4.9	5.9	25.5	18.1	1.5	9.0	4.2
매출총이익률 (%)		67.8	68.9	67.0	67.3	66.0	65.6	66.6	66.9	66.5	67.8	66.3	65.9	65.5
세전이익률 (%)		18.0	19.8	18.6	10.8	19.9	17.7	18.0	16.6	15.0	16.7	18.0	18.5	18.2
순이익률(지배) (%)		13.2	14.8	14.6	7.8	14.3	12.8	13.4	12.3	11.0	12.5	13.2	13.7	13.5
EBITDA 마진 (%)		35.9	37.7	38.1	30.8	34.6	32.2	33.0	29.8	32.2	35.5	32.4	31.8	30.2

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
별도 매출액	628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	710.9	682.2	676.1	2,531.0	2,592.5	2,743.9	2,815.7	2,945.6
국내 환경가전	529.4	552.9	507.4	537.5	538.5	558.9	547.2	543.4	2,111.2	2,127.2	2,188.0	2,266.7	2,345.6
렌탈	401.9	405.3	399.5	389.7	394.4	388.7	409.4	401.1	1,572.6	1,596.4	1,593.7	1,635.9	1,683.2
홈케어	68.9	87.1	57.3	90.8	98.0	127.4	97.3	99.9	258.4	304.1	422.6	464.9	502.1
멤버십	24.7	25.9	24.6	24.0	24.1	23.7	22.8	22.1	107.3	99.2	92.7	85.9	81.3
일시불	30.9	31.9	23.6	27.6	18.8	15.8	14.9	16.6	161.3	114.0	66.1	67.4	66.7
기타	3.1	2.6	2.4	5.4	3.1	3.2	2.8	3.8	11.7	13.5	12.9	12.7	12.4
수출	81.8	85.2	120.3	117.3	124.6	139.9	122.0	119.1	343.5	404.7	505.6	495.5	545.4
화장품	17.3	17.3	13.7	12.3	11.6	12.1	13.0	13.6	76.3	60.6	50.2	53.5	54.6
YoY (%)													
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	8.5	6.3	1.3	5.7	2.4	5.8	2.6	4.6
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	2.1	1.7	1.1	7.8	1.1	4.6	0.8	2.9	3.6	3.5
렌탈	4.5	3.5	0.7	-2.5	-1.9	-4.1	2.5	2.9	2.9	1.5	-0.2	2.6	2.9
홈케어	22.4	28.8	-21.4	47.6	42.2	46.2	70.0	10.0	39.6	17.7	39.0	10.0	8.0
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-6.6	-2.1	-8.4	-7.2	-8.1	-11.5	-7.6	-6.5	-7.4	-5.4
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-24.7	-39.0	-50.5	-37.0	-40.0	-5.6	-29.3	-42.0	2.0	-1.1
기타	1.7	-9.2	-10.9	76.8	1.9	23.4	15.0	-30.0	-8.6	15.6	-4.3	-2.0	-2.0
수출	16.7	1.7	22.9	28.0	52.3	64.2	1.3	1.6	13.6	17.8	24.9	-2.0	10.1
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-38.6	-32.9	-30.3	-5.0	10.0	1.1	-20.6	-17.1	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	78.6	80.2	80.4	83.4	82.1	79.7	80.5	79.6
렌탈	63.9	61.8	62.3	58.4	58.5	54.7	60.0	59.3	62.1	61.6	58.1	58.1	57.1
홈케어	11.0	13.3	8.9	13.6	14.5	17.9	14.3	14.8	10.2	11.7	15.4	16.5	17.0
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.3	3.3	3.3	4.2	3.8	3.4	3.1	2.8
일시불	4.9	4.9	3.7	4.1	2.8	2.2	2.2	2.4	6.4	4.4	2.4	2.4	2.3
기타	0.5	0.4	0.4	0.8	0.5	0.5	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	19.7	17.9	17.6	13.6	15.6	18.4	17.6	18.5
화장품	2.8	2.6	2.1	1.8	1.7	1.7	1.9	2.0	3.0	2.3	1.8	1.9	1.9
별도 영업이익	115.7	136.0	124.9	78.9	112.0	122.3	122.8	106.1	394.7	455.5	463.2	492.6	515.4
YoY (%)	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-10.1	-1.7	34.5	-17.3	15.4	1.7	6.3	4.6
OPM (%)	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.2	18.0	15.7	15.6	17.6	16.9	17.5	17.5
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,740.4	5,773.4	5,762.3	5,809.0	5,842.4	5,903.2	5,946.0	5,999.5	5,687.7	5,809.0	5,999.5	6,278.2	6,516.1
신규 판매 (천대)	377.5	355.5	285.3	335.5	321.0	340.4	322.4	335.5	1,572.1	1,353.8	1,319.2	1,447.9	1,491.3
해약 (천대)	189.2	179.0	162.9	172.9	172.5	172.4	174.1	175.4	659.1	703.9	694.4	720.4	751.6
만기도래 (천계정)	135.6	143.5	133.6	115.9	115.0	107.2	105.5	106.5	455.0	528.6	434.2	448.8	501.8
ARPU (월평균) (원)	27,465	28,513	26,398	27,684	28,176	29,295	28,510	27,960	27,952	27,552	28,458	28,517	28,466
해약률 (월평균) (%)	1.11	1.04	0.94	1.00	0.99	0.98	0.98	0.98	1.05	1.03	1.00	1.00	1.00
만기도래 비중 (%)	39.8	38.7	39.6	32.3	32.8	27.9	37.0	28.0	34.2	37.5	31.0	32.5	34.6
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	15.5	15.2	15.1	14.1	14.8	15.4	15.5	15.6
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	34.9	30.6	24.3	24.9	16.7	14.4	14.6	14.9	194.2	114.7	60.7	60.7	58.8
ARPU (천원)	885.1	1,042.6	971.9	1,107.9	1,127.8	1,095.5	1,020.5	1,107.9	830.5	993.9	1,089.4	1,111.2	1,133.4
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	23.6	20.7	17.0	16.3	13.8	14.8	15.0	14.8	51.2	77.6	58.4	63.3	67.5

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

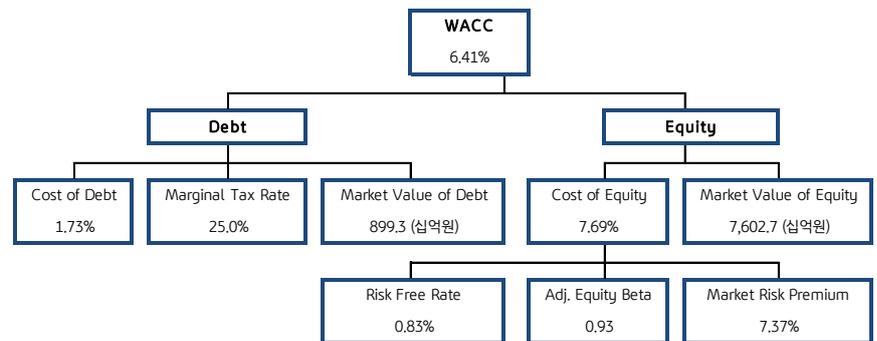
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
현금흐름 추정									
영업이익	a	606.4	667.8	771.2	824.2	854.3	887.1	897.0	897.5
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	500.8	578.4	618.2	640.7	665.4	672.7	673.1
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	1,000.0	1,079.0	1,119.6	1,142.2	1,166.8	1,174.2	1,174.5
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	283.8	462.7	505.6	442.2	466.8	374.2	374.5
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				2.6%	9.1%	16.1%	23.6%	31.5%	
PV of FCFF				180.4	463.2	380.7	377.7	284.6	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		1,686.7						
영구성장률 (%)			1.6%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2027E 시점)			7,789.3		2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		5,923.9		WACC 6.41% (무위험수익률 0.83%, 시장위험프리미엄 7.37%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,610.6						
현금 및 현금성자산	m		540.3						
단기금융자산	n		327.6						
차입금	o		875.8						
적정 기업가치	$P=L+(m+n+o)$		7,602.7						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		105,000						
현재주가 (원)			85,300		2021.8.6				
상승여력 (%)			23.1						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			14.7						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.59						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 1.73% 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 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2021.7.19)	변경 후 (2021.8.9)	비고
COE	$A = B + C \times D$	7.47	7.69	
Risk free rate	B	0.76	0.83	최근 3개월 평균 동안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.91	0.93	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.67	0.62	
R ²		0.27	0.19	
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 동안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	1.78	1.73	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,367.3	7,602.7	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		899.3	899.3	총 금융부채 (1Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	6.24	6.41	
영구성장률		1.60%	1.60%	

자료: 코웨이, 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	5.41%	116,536	120,949	125,801	131,164	137,120	143,776	151,262
	5.61%	111,655	115,651	120,026	124,838	130,156	136,063	142,663
	5.81%	107,178	110,811	114,773	119,112	123,885	129,158	135,016
	6.01%	103,057	106,372	109,975	113,905	118,208	122,940	128,170
	6.21%	99,252	102,287	105,574	109,147	113,044	117,312	122,005
	6.41%	95,727	98,514	101,524	105,000	108,328	112,193	116,425
	6.61%	92,452	95,019	97,783	100,768	104,002	107,516	111,349
	6.81%	89,401	91,772	94,318	97,060	100,020	103,227	106,712
	7.01%	86,553	88,748	91,099	93,624	96,343	99,279	102,460
	7.21%	83,887	85,924	88,101	90,432	92,937	95,633	98,545
7.41%	81,387	83,281	85,301	87,459	89,772	92,256	94,930	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,019	3,237	3,607	4,002	4,387
매출원가	1,010	1,044	1,216	1,365	1,514
매출총이익	2,009	2,194	2,391	2,637	2,873
판매비와관리비	1,550	1,587	1,723	1,866	2,049
영업이익	458	606	668	771	824
EBITDA	973	1,150	1,167	1,272	1,326
영업외손익	-7	-66	-18	-30	-28
이자수익	1	1	2	2	3
이자비용	22	21	21	22	20
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	1	-10	-10
세전이익	451	540	649	741	796
법인세비용	119	136	175	193	207
당기순이익	332	405	475	549	589
지배주주순이익	333	405	475	549	590
수정순이익	333	405	475	549	590

성장성 및 수익성 비율

(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	11.5	7.2	11.4	10.9	9.6
영업이익 성장률	-11.8	32.3	10.1	15.5	6.9
EBITDA 성장률	25.5	18.1	1.5	9.0	4.2
지배기업순이익 성장률	-4.9	21.6	17.3	15.6	7.5
매출총이익률	66.5	67.8	66.3	65.9	65.5
영업이익률	15.2	18.7	18.5	19.3	18.8
EBITDA이익률	32.2	35.5	32.4	31.8	30.2
세전이익률	15.0	16.7	18.0	18.5	18.2
지배기업순이익률	11.0	12.5	13.2	13.7	13.4

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539	563	728	933	977
당기순이익	332	405	475	549	589
유무형자산상각비	515	543	499	501	501
기타비현금손익 조정	412	373	224	193	207
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	-193	-207
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	425	260	304
기말현금	61	116	540	800	1,104
잉여현금흐름 (FCF)	173	238	328	433	477
순현금흐름	-72	309	322	339	380
순현금 (순차입금)	-639	-330	-8	331	711

자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	2,855	3,029	3,627	3,959	4,339
유동자산	767	897	1,411	1,740	2,119
현금 및 현금성자산	61	116	540	800	1,104
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	1,880	2,337	2,832
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	1,750	2,208	2,703
지배자본 계	1,078	1,491	1,881	2,339	2,834
비지배자본	-1	-1	-2	-2	-2

주요투자지표

(X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	20.6	13.3	13.3	11.5	10.7
P/B	6.4	3.6	3.3	2.7	2.2
P/S	2.3	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.7	5.0	5.4	4.7	4.2
EV/EBIT	16.4	9.4	9.4	7.7	6.8
배당수익률	2.6	1.7	1.5	1.5	1.6
EPS	4,511	5,486	6,433	7,436	7,990
BVPS	14,611	20,207	25,489	31,696	38,407
SPS (주당매출액)	40,907	43,868	48,879	54,224	59,442
DPS (주당배당금)	2,400	1,200	1,250	1,300	1,350
배당성향 (%)	52.1	21.5	19.1	17.2	16.6
수익성지표					
ROE	30.7	31.5	28.2	26.0	22.8
ROA	12.7	13.8	14.3	14.5	14.2
ROIC	21.1	27.2	27.8	30.9	31.1
안정성지표					
부채비율	165.0	103.3	93.0	69.4	53.2
순차입비율	59.3	22.2	0.4	순현금	순현금
유동비율	0.5	0.6	1.2	1.6	2.1
이자보상배율 (배)	20.9	28.6	31.9	35.1	40.5
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	10.3	10.8	10.9	10.9
매입채무회전율	50.1	51.1	50.5	51.9	52.6
재고자산회전율	28.0	26.2	24.5	23.7	23.6

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



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.

코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
19-07-31	Buy	박신애	105,000	-19.49	
19-11-06	Buy	박신애	110,000	-17.46	-12.27
20-02-17	Buy	박신애	100,000	-36.78	-24.80
20-05-11	Buy	박신애	85,000	-15.70	-5.76
20-08-06	Buy	박신애	93,000	-20.33	-4.62
21-07-19	Buy	박신애	100,000	-15.09	-12.40
21-08-09	Buy	박신애	105,000		

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.