



KB증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

3Q21 Preview: 말레이시아 및 미국 역대 최대 매출 기대

2021년 10월 14일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

견조한 실적 & 밸류에이션 매력

→ 매수 접근 추천

2021년 연결 매출액 내 해외 법인 비중 34%까지 상승 예상. 말레이시아 및 미국 매출 각각 43%, 20% YoY 고성장 기대

3Q21 Preview: 말레이시아 락다운 우려에도 불구하고, 사상 최대 해외법인 매출 달성할 전망

투자자의견 Buy와 목표주가 105,000원을 유지한다. 해외 법인들의 견조한 매출 성장세와 밸류에이션 매력을 감안할 때, 추가 반등세가 기대된다 (현주가는 12M Fwd P/E 10.4배 수준).

코웨이는 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 및 미국 법인의 높은 매출 성장세가 지속되면서 2021년 연결 매출 및 영업이익에서 해외 법인이 차지하는 비중은 각각 34%, 33%까지 상승할 것으로 기대된다 (2021년 말레이시아 매출 +43%, 미국 매출 +20% 추정). 말레이시아의 백신 접종률 (1회 이상)이 6월 말 18%에서 9월 말 72%로 빠르게 상승하면서 봉쇄 조치가 완화되고 있고 (그림 1~2참조), 코웨이의 3Q21 말레이시아 매출액은 다시금 사상 최대치를 기록할 것으로 기대된다.

3Q21 연결 매출액은 9,214억원 (+15% YoY), 영업이익은 1,759억원 (+4% YoY)을 나타내면서, 매출은 컨센서스에 부합하고 영업이익은 6% 상회할 전망이다 (전년동기 일회성 이익 128억원 제외 시, 영업이익 13% YoY 성장 수준). ▲국내 (별도) 매출은 6,823억원 (+6% YoY), 영업이익은 1,126억원 (-10% YoY)으로 예상된다 (전년동기 일회성 이익 제거 시, 영업이익 +0.4%). ① 렌탈 신규 판매가 낮은 기저효과에 힘입어 (3Q20 서비스매니저 파업으로 영업활동 위축) 13% 성장하면서 8개 분기만에 성장세로 전환될 전망이다. ② 월평균 해약률은 1.0% 미만의 낮은 수준이 유지되고, ③ 렌탈 계정수는 4.3만 계정 QoQ 순증할 것으로 예상된다. ④ 영업이익률은 16.5%를 나타내면서 (일회성 이익 제거 기준) 1.0%p YoY 하락할 전망이다. 인건비 및 마케팅 투자가 증가한 영향이다. ▲말레이시아는 6월부터 시행된 락다운 우려에도 불구하고 매출이 40% 성장하고 영업이익도 103% 증가하는 호실적을 나타낼 것으로 기대된다 (OPM 7%p YoY 개선된 24% 추정). ▲미국 매출은 전년동기 높은 기저 (3Q20 매출 +130%)에도 불구하고 5% 성장할 것으로 예상된다. 다만 영업이익률이 전년동기 이례적으로 높은 수준 (23%)에서 8%로 정상화되면서 영업이익은 63% 감소할 것으로 추정했다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 105,000

Dividend yield* (%)	1.6
Total return (%)	38.5
현재가 (10/13, 원)	76,700
Consensus target price (원)	98,600
시가총액 (조원)	5.7

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	3,237	3,647	4,008	4,389
영업이익 (십억원)	606	682	772	859
지배주주순이익 (십억원)	405	483	550	600
EPS (원)	5,486	6,545	7,446	8,135
증감률 (%)	21.6	19.3	13.8	9.3
P/E (x)	13.3	11.7	10.3	9.4
EV/EBITDA (x)	5.0	4.9	4.3	3.8
P/B (x)	3.6	3.0	2.4	2.0
ROE (%)	31.5	28.6	26.0	23.1
배당수익률 (%)	1.7	1.6	1.7	1.8

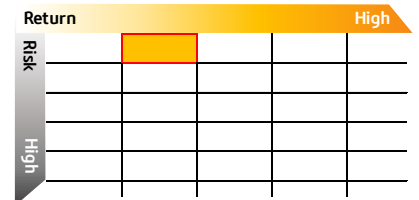
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	16.7
외국인 지분율 (%)	59.7
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 8.5

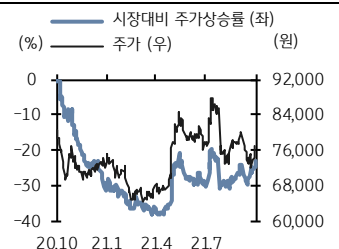
Stock Price Performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	-1.7	13.1	-6.1
시장대비 상대수익률	5.4	9.3	21.8	-23.4

Risk & Total Return (annualized over three years)

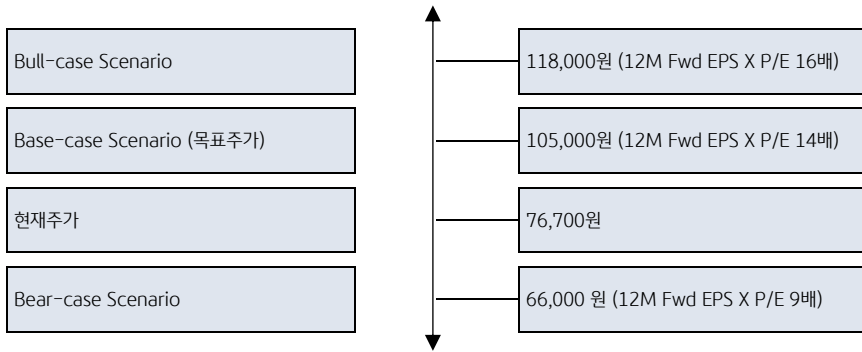


Stock Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

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	3,607.2	4,001.7	3,647.2	4,008.2	1.1	0.2
영업이익	667.8	771.2	681.9	772.1	2.1	0.1
순이익 (지배)	475.1	549.6	483.4	550.5	1.8	0.2

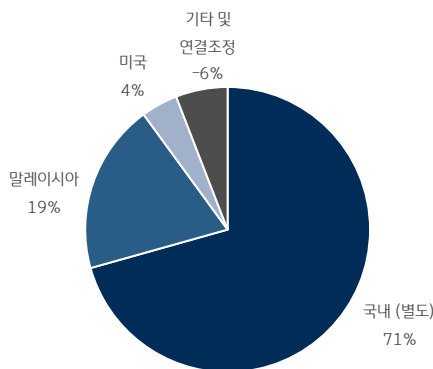
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,647.2	4,008.2	3,635.6	3,982.1	0.3	0.7
영업이익	681.9	772.1	655.3	724.5	4.1	6.6
순이익 (지배)	483.4	550.5	465.2	518.3	3.9	6.2

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	5,660.4	10.6	16.5	2.52	23.8	4.7	5.2
아모레퍼시픽	10,265.5	32.6	236.7	2.45	7.5	9.5	29.6
LG 생활건강	20,928.4	24.7	10.9	3.91	15.8	12.5	6.8

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 6.54%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

118,000원 ~ 66,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied P/E 14.2배, P/B 3.45배

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: 3Q21E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	3Q21E KB증권	3Q20	YoY (%)	2Q21	QoQ (%)	3Q21E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2021E KB증권	YoY (%)	2021E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	921.4	800.4	15.1	905.4	1.8	904.7	1.9	3,647.2	12.7	3,635.6	0.3
영업이익	175.9	168.6	4.3	166.4	5.7	165.4	6.4	681.9	12.5	655.3	4.1
세전이익	167.2	149.2	12.0	159.9	4.5	163.5	2.2	660.7	22.3	633.9	4.2
순이익 (지배)	124.0	116.8	6.1	115.9	7.0	111.3	11.4	483.4	19.4	465.2	3.9
영업이익률 (%)	19.1	21.1		18.4		18.3		18.7		18.0	
세전이익률 (%)	18.1	18.6		17.7		18.1		18.1		17.4	
순이익률 (%)	13.5	14.6		12.8		12.3		13.3		12.8	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 추정

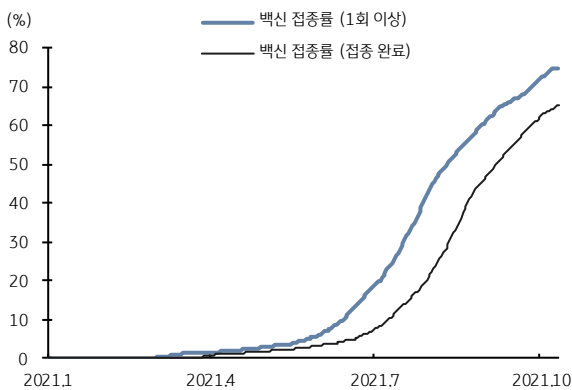
표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)			
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
매출액	3,607.2	4,001.7	4,386.8	3,647.2	4,008.2	4,389.3	1.1	0.2	0.1	
영업이익	667.8	771.2	824.2	681.9	772.1	839.0	2.1	0.1	1.8	
세전이익	649.4	741.2	796.4	660.7	742.4	811.1	1.7	0.2	1.8	
순이익 (지배)	475.1	549.6	590.5	483.4	550.5	601.4	1.8	0.2	1.8	
EPS (원)	6,548	7,575	8,139	6,663	7,587	8,289	1.8	0.2	1.8	
YoY (%)	매출액	11.4	10.9	9.6	12.7	9.9	9.5			
	영업이익	10.1	15.5	6.9	12.5	13.2	8.7			
	세전이익	20.2	14.1	7.4	22.3	12.4	9.3			
	순이익 (지배)	17.3	15.7	7.4	19.4	13.9	9.3			
	EPS	19.4	15.7	7.4	21.4	13.9	9.3			
영업이익률 (%)	18.5	19.3	18.8	18.7	19.3	19.1				
세전이익률 (%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.5	18.5				
순이익률 (지배, %)	13.2	13.7	13.5	13.3	13.7	13.7				

자료: 코웨이, KB증권 추정

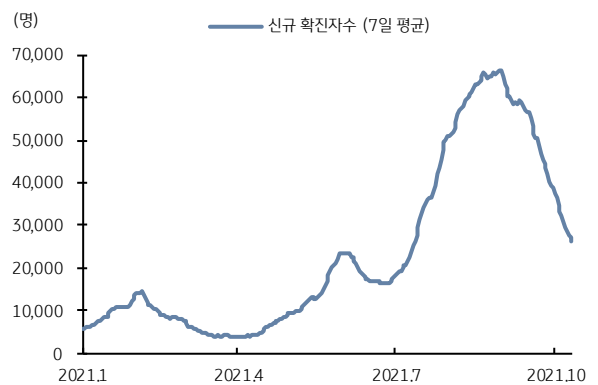
주: 2021년 8월 9일 추정치 대비 변경 내역임

그림 1. 말레이시아: 코로나19 백신 접종률



자료: OWID, KB증권

그림 2. 말레이시아: 코로나19 신규 확진자수



자료: OWID, KB증권

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
연결 매출액		768.9	805.5	800.4	862.6	879.0	905.4	921.4	941.4	3,018.9	3,237.4	3,647.2	4,008.2	4,389.3
별도 법인		628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	710.9	682.3	676.1	2,531.0	2,592.5	2,744.0	2,815.9	2,945.7
말레이시아		153.3	155.9	178.8	220.4	240.4	236.7	250.3	282.1	526.3	708.4	1,009.5	1,261.9	1,514.3
미국		27.2	32.1	51.8	41.4	42.9	35.8	54.4	49.7	97.3	152.5	182.8	209.8	234.0
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	-102.4	-104.6	-241.0	-295.4	-428.3	-445.4	-487.7
YoY (%)	연결 매출액	8.4	6.6	5.4	8.6	14.3	12.4	15.1	9.1	11.5	7.2	12.7	9.9	9.5
	별도 법인	3.6	3.2	-1.5	4.5	7.4	8.5	6.4	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	40.0	28.0	48.9	34.6	42.5	25.0	20.0
	미국	30.1	36.0	130.2	36.6	57.7	11.5	5.0	20.0	20.9	56.7	19.8	14.8	11.5
	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	74.0	71.8	83.8	80.1	75.2	70.3	67.1
	말레이시아	19.9	19.4	22.3	25.6	27.3	26.1	27.2	30.0	17.4	21.9	27.7	31.5	34.5
	미국	3.5	4.0	6.5	4.8	4.9	4.0	5.9	5.3	3.2	4.7	5.0	5.2	5.3
	기타 자회사	2.9	2.1	2.0	2.8	2.4	4.8	4.0	4.0	3.5	2.5	3.8	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	-11.7	-11.1	-11.1
연결 영업이익		138.9	169.2	168.6	129.8	170.7	166.4	175.9	168.8	458.3	606.4	681.9	772.1	839.0
별도 법인		115.7	136.0	124.9	78.9	112.0	122.5	112.6	106.1	394.7	455.5	453.3	492.7	515.4
말레이시아		25.2	23.3	29.6	52.0	56.1	59.6	60.1	59.2	75.6	130.1	235.0	265.0	302.9
미국		2.6	4.9	11.8	0.5	5.7	0.9	4.4	4.0	3.3	19.8	14.9	17.8	18.7
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	-8.2	3.4	3.3	-12.4	12.0	1.3	7.6	8.3
YoY (%)	연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	190.9	23.0	-1.6	4.3	30.1	-11.8	32.3	12.5	13.2	8.7
	별도 법인	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-9.9	-9.9	34.5	-17.3	15.4	-0.5	8.7	4.6
	말레이시아	31.9	5.4	108.5	157.4	122.6	155.8	103.0	13.9	21.3	72.1	80.6	12.8	14.3
	미국	225.0	1,125.0	흑전	-83.3	119.2	-81.6	-63.1	694.9	6.5	500.0	-24.6	19.5	5.0
	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	-43.2	94.6	적지	흑전	-89.2	490.7	8.7
OPM (%)	연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	15.0	19.4	18.4	19.1	17.9	15.2	18.7	18.7	19.3	19.1
	별도 법인	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.2	16.5	15.7	15.6	17.6	16.5	17.5	17.5
	말레이시아	16.4	14.9	16.6	23.6	23.3	25.2	24.0	21.0	14.4	18.4	23.3	21.0	20.0
	미국	9.6	15.3	22.8	1.2	13.3	2.5	8.0	8.0	3.4	13.0	8.2	8.5	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	6.7	-3.4	-3.2	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	73.6	64.0	62.9	86.1	75.1	66.5	63.8	61.4
	말레이시아	18.1	13.8	17.6	40.1	32.9	35.8	34.1	35.1	16.5	21.5	34.5	34.3	36.1
	미국	1.9	2.9	7.0	0.4	3.3	0.5	2.5	2.4	0.7	3.3	2.2	2.3	2.2
	기타 자회사	-1.1	-1.4	-2.3	-2.5	-3.4	-5.0	-2.6	-2.3	-0.6	-1.8	-3.3	-1.4	-0.8
매출총이익		521.7	554.8	536.3	580.7	579.8	594.2	613.7	629.9	2,008.5	2,193.5	2,417.6	2,641.0	2,874.5
세전이익		138.3	159.5	149.2	93.3	174.7	159.9	167.2	158.9	451.4	540.4	660.7	742.4	811.1
순이익(지배)		101.6	119.0	116.8	67.5	125.8	115.9	124.0	117.8	332.9	404.9	483.4	550.5	601.4
EBITDA		275.7	303.4	304.6	265.9	304.4	297.6	300.7	278.3	973.4	1,149.7	1,181.2	1,272.6	1,340.4
YoY (%)	매출총이익	9.5	9.6	5.4	12.4	11.1	7.1	14.4	8.5	9.8	9.2	10.2	9.2	8.8
	세전이익	2.1	16.6	-2.0	247.9	26.3	0.2	12.0	70.3	-3.7	19.7	22.3	12.4	9.3
	순이익(지배)	1.1	16.7	5.5	242.0	23.8	-2.6	6.1	74.6	-4.9	21.6	19.4	13.9	9.3
	EBITDA	33.7	43.0	39.8	-21.1	10.4	-1.9	-1.3	4.7	25.5	18.1	2.7	7.7	5.3
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	18.1	16.9	15.0	16.7	18.1	18.5	18.5
순이익률(지배) (%)		13.2	14.8	14.6	7.8	14.3	12.8	13.5	12.5	11.0	12.5	13.3	13.7	13.7
EBITDA 마진 (%)		35.9	37.7	38.1	30.8	34.6	32.9	32.6	29.6	32.2	35.5	32.4	31.8	30.5

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
별도 매출액	628.5	655.4	641.5	667.2	674.8	710.9	682.3	676.1	2,531.0	2,592.5	2,744.0	2,815.9	2,945.7
국내 환경가전	529.4	552.9	507.4	537.5	538.5	558.9	547.4	543.4	2,111.2	2,127.2	2,188.2	2,266.8	2,345.8
렌탈	401.9	405.3	399.5	389.7	394.4	388.7	403.7	396.6	1,572.6	1,596.4	1,583.4	1,624.6	1,671.0
홈케어	68.9	87.1	57.3	90.8	98.0	127.4	103.1	104.4	258.4	304.1	432.9	476.2	514.2
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	2.9	3.8	11.7	13.5	13.0	12.8	12.5
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	6.4	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	7.9	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	1.0	1.8	2.9	1.5	-0.8	2.6	2.9
홈케어	22.4	28.8	-21.4	47.6	42.2	46.2	80.0	15.0	39.6	17.7	42.4	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	20.0	-30.0	-8.6	15.6	-3.4	-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	59.2	58.7	62.1	61.6	57.7	57.7	56.7
홈케어	11.0	13.3	8.9	13.6	14.5	17.9	15.1	15.4	10.2	11.7	15.8	16.9	17.5
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	0.5	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	122.5	112.6	106.1	394.7	455.5	453.3	492.7	515.4
YoY (%)	-5.5	22.8	-10.2	252.7	-3.2	-9.9	-9.9	34.5	-17.3	15.4	-0.5	8.7	4.6
OPM (%)	18.4	20.7	19.5	11.8	16.6	17.2	16.5	15.7	15.6	17.6	16.5	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	14.8	14.7	51.2	77.6	58.2	63.0	67.2

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

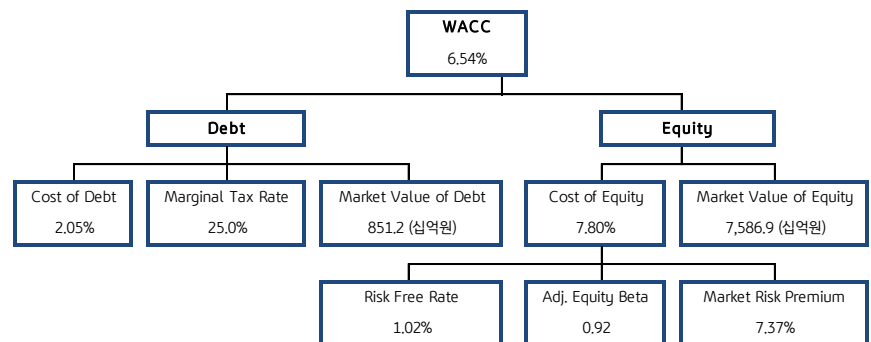
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
현금흐름 추정									
영업이익	a	606.4	681.9	772.1	839.0	878.3	906.1	914.8	924.2
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	511.5	579.1	629.2	658.7	679.5	686.1	693.1
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	1,010.7	1,079.6	1,130.7	1,160.1	1,181.0	1,187.5	1,194.5
총 투자	$F=g+h$	-892.2	-860.1	-619.5	-616.9	-700.0	-700.0	-800.0	-800.0
운전자본 증감	g	-567.0	-460.1	-119.5	-116.9	-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	150.5	460.2	513.8	460.1	481.0	387.5	394.5
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				1.4%	8.0%	15.1%	22.6%	30.7%	
PV of FCFF				97.0	475.6	399.7	392.2	296.6	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		1,661.0						
영구성장률 (%)			1.6%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2027E 시점)			7,979.2		2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		6,106.7		WACC 6.54% (무위험수익률 1.02%, 시장위험프리미엄 7.37%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,767.7						
순현금	m		-186.2		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		4.1		2Q21말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.4		2Q21말 기준				
적정 기업가치	$P=L+m+n-o$		7,586.9						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		105,000						
현재주가 (원)			76,700		2021.10.13				
상승여력 (%)			36.9						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			14.2						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.45						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 3. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 2.05% 사용. 차입금 가치는 2Q21 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 6. 코웨이: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2021.8.9)	변경 후 (2021.10.14)	비고
COE	$A = B + C \times D$	7.69	7.80	
Risk free rate	B	0.83	1.02	최근 3개월 평균 동안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.93	0.92	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.62	0.58	
R ²		0.19	0.18	
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	1.73	2.05	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,602.7	7,586.9	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		899.3	851.2	총 금융부채 (2Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	6.41	6.54	
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	5.54%	116,224	120,611	125,421	130,719	136,583	143,109	150,415
	5.74%	111,373	115,358	119,710	124,482	129,738	135,555	142,028
	5.94%	106,914	110,547	114,500	118,818	123,552	128,766	134,536
	6.14%	102,800	106,124	109,729	113,651	117,934	122,630	127,803
	6.34%	98,993	102,044	105,342	108,918	112,809	117,058	121,717
	6.54%	95,459	98,268	101,295	105,000	108,115	111,975	116,190
	6.74%	92,171	94,764	97,550	100,553	103,799	107,319	111,149
	6.94%	89,103	91,502	94,074	96,839	99,818	103,039	106,531
	7.14%	86,234	88,459	90,840	93,391	96,134	99,090	102,286
	7.34%	83,545	85,614	87,822	90,183	92,715	95,436	98,369
7.54%	81,020	82,947	84,999	87,190	89,533	92,045	94,745	

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	3,647	4,008	4,389
매출원가	1,010	1,044	1,230	1,367	1,515
매출총이익	2,009	2,194	2,418	2,641	2,875
판매비와관리비	1,550	1,587	1,736	1,869	2,036
영업이익	458	606	682	772	839
EBITDA	973	1,150	1,181	1,273	1,340
영업외손익	-7	-66	-21	-30	-28
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	22	21	20	21	19
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	-2	-10	-10
세전이익	451	540	661	742	811
법인세비용	119	136	178	193	211
당기순이익	332	405	483	549	600
지배주주순이익	333	405	483	550	600
수정순이익	333	405	483	550	600

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	11.5	7.2	12.7	9.9	9.5
영업이익 성장률	-11.8	32.3	12.5	13.2	8.7
EBITDA 성장률	25.5	18.1	2.7	7.7	5.3
지배기업순이익 성장률	-4.9	21.6	19.3	13.8	9.3
매출총이익률	66.5	67.8	66.3	65.9	65.5
영업이익률	15.2	18.7	18.7	19.3	19.1
EBITDA이익률	32.2	35.5	32.4	31.8	30.5
세전이익률	15.0	16.7	18.1	18.5	18.5
지배기업순이익률	11.0	12.5	13.2	13.7	13.7

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539	563	659	930	985
당기순이익	332	405	483	549	600
유무형자산상각비	515	543	499	501	501
기타비현금손익 조정	412	373	284	193	211
운전자본증감	-571	-567	-460	-119	-117
매출채권감소 (증가)	-4	-22	-15	-35	-38
재고자산감소 (증가)	-5	-25	-24	-16	-18
매입채무증가 (감소)	-9	43	-17	6	6
기타운전자본증감	-553	-563	-404	-74	-67
기타영업현금흐름	-148	-191	-146	-193	-211
투자활동 현금흐름	-383	-323	-400	-520	-521
유형자산투자감소 (증가)	-366	-325	-400	-500	-500
무형자산투자감소 (증가)	-3	-1	-4	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-5	0	-10	0	0
기타투자현금흐름	-9	4	13	-16	-17
재무활동 현금흐름	-165	-182	-66	-145	-145
금융부채 증감	114	-182	31	-56	-52
자본의 증감	2	20	0	0	0
배당금 당기지급액	-260	0	-87	-91	-94
기타재무현금흐름	-21	-20	-10	2	2
기타현금흐름	0	-3	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-9	55	194	266	319
기말현금	61	116	310	576	895
잉여현금흐름 (FCF)	173	238	259	430	485
순현금흐름	-72	309	144	338	389
순현금 (순차입금)	-639	-330	-186	152	540

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	3,639	3,976	4,372
유동자산	767	897	1,181	1,516	1,910
현금 및 현금성자산	61	116	310	576	895
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	2,457	2,460	2,462
투자자산	43	23	25	25	25
유형자산	1,271	1,225	1,238	1,243	1,246
무형자산	168	140	179	177	176
기타비유동자산	606	744	1,015	1,015	1,015
부채총계	1,778	1,539	1,752	1,631	1,521
유동부채	1,587	1,417	1,160	1,058	967
매입채무	58	69	74	80	87
단기금융부채	876	715	357	322	289
기타유동부채	653	634	729	656	591
비유동부채	191	122	591	573	554
장기금융부채	38	29	467	447	427
기타비유동부채	153	93	124	126	128
자본총계	1,077	1,490	1,887	2,346	2,852
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
기타자본항목	-50	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	1	-14	-10	-10	-10
이익잉여금	954	1,365	1,758	2,217	2,723
지배자본 계	1,078	1,491	1,888	2,347	2,853
비지배자본	-1	-1	-1	-2	-2

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	20.6	13.3	11.7	10.3	9.4
P/B	6.4	3.6	3.0	2.4	2.0
P/S	2.3	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	5.0	4.9	4.3	3.8
EV/EBIT	16.4	9.4	8.6	7.1	6.1
배당수익률	2.6	1.7	1.6	1.7	1.8
EPS	4,511	5,486	6,545	7,446	8,135
BVPS	14,611	20,207	25,589	31,806	38,663
SPS (주당매출액)	40,907	43,868	49,421	54,312	59,476
DPS (주당배당금)	2,400	1,200	1,250	1,300	1,350
배당성향 (%)	52.1	21.5	18.8	17.2	16.3
수익성지표					
ROE	30.7	31.5	28.6	26.0	23.1
ROA	12.7	13.8	14.5	14.4	14.4
ROIC	21.1	27.2	27.1	28.2	28.9
안정성지표					
부채비율	165.0	103.3	92.8	69.5	53.3
순차입비율	59.3	22.2	9.9	순현금	순현금
유동비율	0.5	0.6	1.0	1.4	2.0
이자보상배율 (배)	20.9	28.6	33.7	37.3	43.5
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	10.3	11.0	11.0	10.9
매입채무회전율	50.1	51.1	51.1	52.0	52.7
재고자산회전율	28.0	26.2	24.7	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)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
19-09-30	Buy	박신애	105,000	-20.15	
19-10-14	Buy	박신애	105,000	-14.86	
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. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
82.9	17.1	-

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 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.