



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 코웨이 (021240)

## 3Q21 Review: 실적과 밸류에이션 모두 매력적

2021년 11월 8일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

주가 반등 추세 지속될 전망. 현 주가 12M Fwd P/E 11배로 밸류에이션도 매력적

투자 의견 Buy와 목표주가 105,000원을 유지한다. 방역 체계가 '위드 코로나'로 전환되는데 따른 영업환경 개선, 해외 법인들의 견조한 매출 성장세 등에 기반해 주가의 반등 추세가 지속될 것으로 기대된다. 현재 주가는 12M Fwd P/E 10.8배 수준으로 밸류에이션 매력도 여전하다.

2022년 연결 매출액 내 해외 법인 비중 38%까지 상승 예상. 말레이시아 및 미국 매출 각각 25%, 16% YoY 성장 기대

코웨이는 2022년에 매출액 4조 607억원 (+11% YoY), 영업이익 7,425억원 (+12% YoY)을 나타내면서 순항할 것으로 기대된다. 말레이시아 및 미국 법인의 높은 매출 성장세가 지속되면서 2022년 연결 매출 및 영업이익에서 해외 법인이 차지하는 비중은 각각 38%, 36%까지 상승할 전망이다 (2022년 말레이시아 매출 +25%, 미국 매출 +16% 추정). 국내 법인의 영업이익률 악화 추세도 일단락될 것으로 예상된다. 2021년에는 각종 비용 증가 (인건비, R&D, 마케팅비) 영향으로 국내 마진이 1.2%p 악화되었으나, 2022년에는 0.4%p 소폭 개선될 것으로 추정했다.

3Q21 Review: 컨센서스 부합한 견조한 실적, 말레이시아 매출 43% 고성장

3Q21 연결 매출은 9,340억원 (+17% YoY), 영업이익은 1,638억원 (-3% YoY)을 기록하면서, 매출과 영업이익이 대체로 컨센서스에 부합했다 (전년 동기 일회성 이익 128억원 제외 시, 연결 영업이익 5% YoY 성장 수준). ▲국내 (별도) 매출은 6,864억원 (+7% YoY), 영업이익은 1,098억원 (-12% YoY)을 나타냈다 (전년 동기 일회성 이익 제거 시, 영업이익 -2%). ① 렌탈 신규 판매가 낮은 기저효과에 힘입어 (3Q20 서비스매니저 파업으로 영업활동 위축) 16% 성장하면서 8개 분기만에 성장세로 전환됐다. ② 월평균 해약률은 1.0% 미만의 낮은 수준이 유지된 것으로 추정되고, ③ 렌탈 계정수는 8.4만 계정 QoQ 순증했다. ④ 영업이익률은 16.0%를 나타내면서 (일회성 이익 제거 기준) 1.5%p YoY 하락했는데, 인건비 및 마케팅/IT 투자가 증가한 영향이다. ▲말레이시아는 락다운으로 인해 7월 판매가 부진했음에도 매출이 43% 성장하고 영업이익도 85% 증가하는 호실적을 나타냈다 (OPM 5%p YoY 개선된 21%). ▲미국 매출은 높은 기저 (3Q20 매출 +130%)에도 불구하고 12% 성장했다. 영업이익은 61% 감소했는데, 영업이익률이 전년 동기 이례적으로 높은 수준 (23%)에서 8%로 정상화된 영향이다.

### Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	105,000
Dividend yield* (%)	1.7
Total return (%)	36.8
현재가 (11/5, 원)	77,700
Consensus target price (원)	102,250
시가총액 (조원)	5.7
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

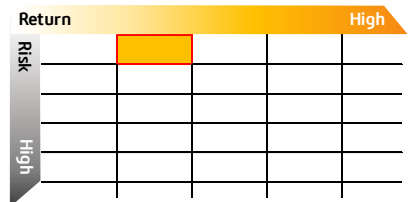
#### Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	15.4
외국인 지분율 (%)	59.8
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 8.5

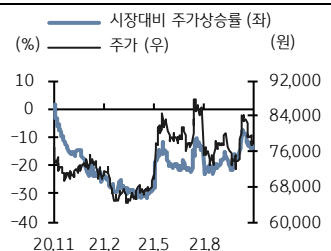
#### Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	-8.6	15.1	4.3
시장대비 상대수익률	2.9	0.9	22.0	-15.2

#### Risk & Total Return (annualized over three years)



#### Stock Price & Relative Performance

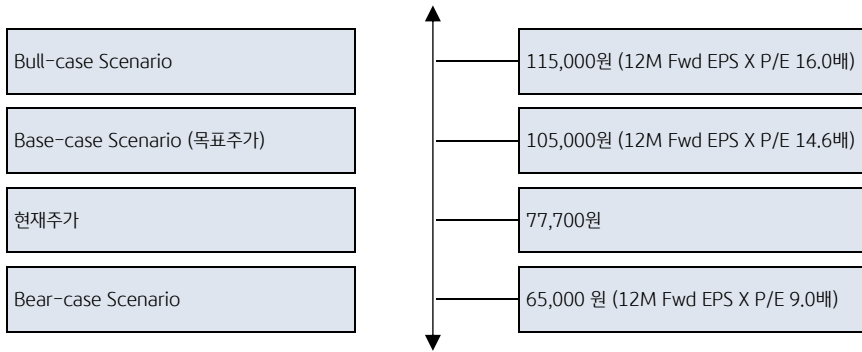


자료: 코웨이, KB증권

#### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	3,237	3,660	4,061	4,431
영업이익 (십억원)	606	662	742	811
지배주주순이익 (십억원)	405	491	529	581
EPS (원)	5,486	6,656	7,165	7,874
증감률 (%)	21.6	21.3	7.6	9.9
P/E (x)	13.3	11.7	10.8	9.9
EV/EBITDA (x)	5.0	5.1	4.5	4.0
P/B (x)	3.6	3.0	2.5	2.0
ROE (%)	31.5	29.0	25.0	22.6
배당수익률 (%)	1.7	1.7	1.8	1.9

투자의견과 위험요소 점검



**Base-case Scenario: 향후 추가 동인**  
 1) 국내 법인 매출 2020~23E CAGR +5%  
 2) 해외 합산 매출 2020~23E CAGR +27%

**Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2020~23E CAGR이 +5% 상회  
 2) 해외 합산 매출 2020~23E CAGR이 +27% 상회

**Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2020~23E CAGR이 +5% 하회  
 2) 해외 합산 매출 2020~23E CAGR이 +27% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,647.2	4,008.2	3,660.0	4,060.7	0.4	1.3
영업이익	681.9	772.1	662.5	742.5	-2.9	-3.8
순이익 (지배)	483.4	550.5	491.4	529.7	1.7	-3.8

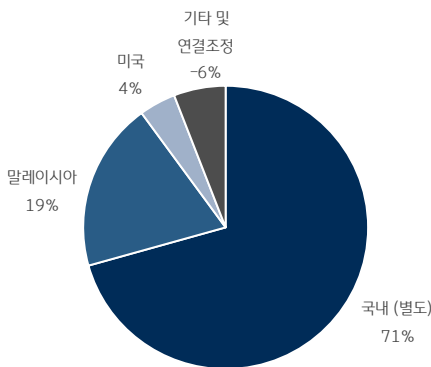
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,660.0	4,060.7	3,630.7	4,009.2	0.8	1.3
영업이익	662.5	742.5	651.9	727.9	1.6	2.0
순이익 (지배)	491.4	529.7	468.4	525.5	4.9	0.8

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	5,734.2	11.0	14.3	2.53	23.1	4.8	4.0
아모레퍼시픽	10,996.6	37.4	221.0	2.63	7.0	12.3	19.9
LG 생활건강	19,194.8	23.1	9.2	3.57	15.4	11.5	5.2

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 6.72%, 영구성장률 2.1% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 115,000원 ~ 65,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 14.6배, P/B 3.42배

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 3Q21 실적

(십억원)	3Q21P	3Q20	YoY (%)	2Q21	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	934.0	800.4	16.7	905.4	3.2	915.6	2.0	921.4	1.4
영업이익	163.8	168.6	-2.9	166.4	-1.6	170.2	-3.7	175.9	-6.9
세전이익	185.8	149.2	24.5	159.9	16.2	164.1	13.2	167.2	11.1
순이익 (지배)	136.5	116.8	16.8	115.9	17.8	120.7	13.1	123.7	10.3
영업이익률 (%)	17.5	21.1		18.4		18.6		19.1	
세전이익률 (%)	19.9	18.6		17.7		17.9		18.1	
순이익률 (지배, %)	14.6	14.6		12.8		13.2		13.4	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 추정

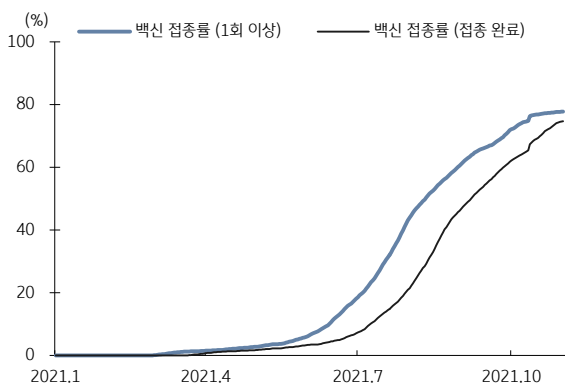
표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	3,647.2	4,008.2	4,389.3	3,660.0	4,060.7	4,431.4	0.4	1.3	1.0
영업이익	681.9	772.1	839.0	662.5	742.5	811.5	-2.9	-3.8	-3.3
세전이익	660.7	742.4	811.1	673.1	714.4	785.1	1.9	-3.8	-3.2
순이익 (지배)	483.4	550.5	601.4	491.4	529.7	582.1	1.7	-3.8	-3.2
EPS (원)	6,663	7,587	8,289	6,773	7,300	8,023	1.7	-3.8	-3.2
YoY (%)									
매출액	12.7	9.9	9.5	13.1	10.9	9.1			
영업이익	12.5	13.2	8.7	9.2	12.1	9.3			
세전이익	22.3	12.4	9.3	24.6	6.1	9.9			
순이익 (지배)	19.4	13.9	9.3	21.4	7.8	9.9			
EPS	21.4	13.9	9.3	23.5	7.8	9.9			
영업이익률 (%)	18.7	19.3	19.1	18.1	18.3	18.3			
세전이익률 (%)	18.1	18.5	18.5	18.4	17.6	17.7			
순이익률 (지배, %)	13.3	13.7	13.7	13.4	13.0	13.1			

자료: 코웨이, KB증권 추정

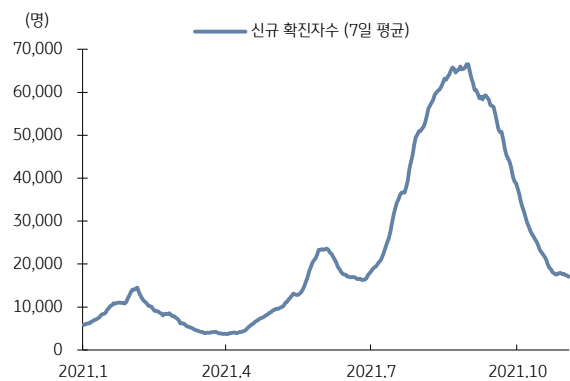
주: 2021년 10월 14일 추정치 대비 변경 내역임

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)		1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
연결 매출액		879.0	905.4	934.0	941.7	979.9	1,014.1	1,024.9	1,041.7	3,018.9	3,237.4	3,660.0	4,060.7	4,431.4	
별도 법인		674.8	710.9	686.4	680.3	702.5	743.1	716.8	709.8	2,531.0	2,592.5	2,752.3	2,872.2	2,983.8	
말레이시아		240.4	236.7	256.2	282.1	300.5	295.9	320.3	352.6	526.3	708.4	1,015.4	1,269.3	1,523.1	
미국		42.9	35.8	58.0	49.7	49.3	48.3	60.9	57.1	97.3	152.5	186.4	215.7	242.9	
기타 자회사		20.7	43.6	51.3	46.0	48.7	52.1	53.7	50.9	105.3	79.4	161.6	205.5	229.3	
연결 조정		-99.8	-121.6	-117.9	-116.4	-121.1	-125.3	-126.7	-128.8	-241.0	-295.4	-455.6	-501.9	-547.7	
YoY (%)	연결 매출액	14.3	12.4	16.7	9.2	11.5	12.0	9.7	10.6	11.5	7.2	13.1	10.9	9.1	
	별도 법인	7.4	8.5	7.0	2.0	4.1	4.5	4.4	4.3	5.7	2.4	6.2	4.4	3.9	
	말레이시아	56.8	51.8	43.3	28.0	25.0	25.0	25.0	25.0	48.9	34.6	43.3	25.0	20.0	
	미국	57.7	11.5	12.0	20.0	15.0	35.0	5.0	15.0	20.9	56.7	22.2	15.7	12.6	
	기타 자회사	-8.0	159.5	214.7	93.1	135.4	19.6	4.7	10.8	19.5	-24.6	103.5	27.2	11.6	
	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	76.8	78.5	73.5	72.2	71.7	73.3	69.9	68.1	83.8	80.1	75.2	70.7	67.3	
	말레이시아	27.3	26.1	27.4	30.0	30.7	29.2	31.2	33.9	17.4	21.9	27.7	31.3	34.4	
	미국	4.9	4.0	6.2	5.3	5.0	4.8	5.9	5.5	3.2	4.7	5.1	5.3	5.5	
	기타 자회사	2.4	4.8	5.5	4.9	5.0	5.1	5.2	4.9	3.5	2.5	4.4	5.1	5.2	
	연결 조정	-11.4	-13.4	-12.6	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4	-8.0	-9.1	-12.4	-12.4	-12.4	
연결 영업이익		170.7	166.4	163.8	161.5	182.0	188.0	189.4	185.1	458.3	606.4	662.5	742.5	811.5	
별도 법인		112.0	122.5	109.8	105.4	120.8	127.8	123.3	110.0	394.7	455.5	449.8	482.0	507.5	
말레이시아		56.1	59.6	54.8	59.2	63.1	62.1	67.3	74.1	75.6	130.1	229.7	266.5	304.6	
미국		5.7	0.9	4.6	4.0	4.2	4.1	5.2	4.9	3.3	19.8	15.2	18.3	19.4	
기타 자회사		-5.8	-8.4	-3.6	-3.9	-2.4	-2.2	-2.4	-2.1	-2.9	-11.0	-21.7	-9.2	-3.5	
연결 조정		2.7	-8.2	-1.8	-3.3	-3.7	-3.8	-3.9	-3.7	-12.4	12.0	-10.6	-15.2	-16.6	
YoY (%)	연결 영업이익	23.0	-1.6	-2.9	24.4	6.6	12.9	15.6	13.4	-11.8	32.3	9.2	12.1	9.3	
	별도 법인	-3.2	-9.9	-12.1	33.6	7.9	4.3	12.3	4.3	-17.3	15.4	-1.2	7.1	5.3	
	말레이시아	122.6	155.8	85.1	13.9	12.5	4.3	22.7	25.0	21.3	72.1	76.6	16.0	14.3	
	미국	119.2	-81.6	-61.0	694.9	-26.4	356.5	12.5	22.2	6.5	500.0	-23.4	20.8	6.0	
	기타 자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	
	연결 조정	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	
	비중 (%)	연결 영업이익	19.4	18.4	17.5	17.1	18.6	18.5	18.5	17.6	15.2	18.7	18.1	18.3	18.3
	별도 법인	16.6	17.2	16.0	15.5	17.2	17.2	17.2	15.5	15.6	17.6	16.3	16.8	17.0	
	말레이시아	23.3	25.2	21.4	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	14.4	18.4	22.6	21.0	20.0	
	미국	13.3	2.5	7.9	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5	3.4	13.0	8.1	8.5	8.0	
	기타 자회사	-28.0	-19.3	-7.0	-8.5	-5.0	-4.3	-4.5	-4.2	-2.8	-13.8	-13.4	-4.5	-1.5	
	연결 조정	-2.7	6.7	1.5	2.8	3.1	3.1	3.1	2.9	5.1	-4.1	2.3	3.0	3.0	
비중 (%)		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	65.6	73.6	67.0	65.3	66.4	68.0	65.1	60.1	86.1	75.1	67.9	64.9	62.5	
	말레이시아	32.9	35.8	33.5	36.7	34.7	33.1	35.5	40.5	16.5	21.5	34.7	35.9	37.5	
	미국	3.3	0.5	2.8	2.5	2.3	2.2	2.7	2.7	0.7	3.3	2.3	2.5	2.4	
	기타 자회사	-3.4	-5.0	-2.2	-2.4	-1.3	-1.2	-1.3	-1.2	-0.6	-1.8	-3.3	-1.2	-0.4	
매출총이익		579.8	594.2	603.4	630.1	642.5	661.5	658.1	692.9	2,008.5	2,193.5	2,407.5	2,654.9	2,879.6	
세전이익		174.7	159.9	185.8	152.7	175.5	181.5	182.9	174.5	451.4	540.4	673.1	714.4	785.1	
순이익(지배)		125.8	115.9	136.5	113.2	130.1	134.6	135.6	129.4	332.9	404.9	491.4	529.7	582.1	
EBITDA		304.4	297.6	288.6	271.0	307.1	313.1	314.6	308.2	973.4	1,149.7	1,161.7	1,243.0	1,312.9	
YoY (%)	매출총이익	11.1	7.1	12.5	8.5	10.8	11.3	9.1	10.0	9.8	9.2	9.8	10.3	8.5	
	세전이익	26.3	0.2	24.5	63.7	0.4	13.5	-1.5	14.3	-3.7	19.7	24.6	6.1	9.9	
	순이익(지배)	23.8	-2.6	16.8	67.8	3.4	16.1	-0.7	14.3	-4.9	21.6	21.4	7.8	9.9	
	EBITDA	10.4	-1.9	-5.3	1.9	0.9	5.2	9.0	13.7	25.5	18.1	1.0	7.0	5.6	
매출총이익률 (%)		66.0	65.6	64.6	66.9	65.6	65.2	64.2	66.5	66.5	67.8	65.8	65.4	65.0	
세전이익률 (%)		19.9	17.7	19.9	16.2	17.9	17.9	17.8	16.8	15.0	16.7	18.4	17.6	17.7	
순이익률(지배) (%)		14.3	12.8	14.6	12.0	13.3	13.3	13.2	12.4	11.0	12.5	13.4	13.0	13.1	
EBITDA 마진 (%)		34.6	32.9	30.9	28.8	31.3	30.9	30.7	29.6	32.2	35.5	31.7	30.6	29.6	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
별도 매출액	674.8	710.9	686.4	680.3	702.5	743.1	716.8	709.8	2,531.0	2,592.5	2,752.3	2,872.2	2,983.8
국내 환경가전	538.5	558.9	556.2	546.0	558.4	582.4	579.1	567.8	2,111.2	2,127.2	2,199.7	2,287.8	2,366.2
렌탈	394.4	388.7	380.5	377.3	386.6	403.5	397.9	390.2	1,572.6	1,596.4	1,540.9	1,578.2	1,618.5
홈케어	98.0	127.4	136.9	127.1	127.4	137.6	143.7	137.3	258.4	304.1	489.4	546.0	589.7
멤버십	24.1	23.7	23.1	21.8	22.2	22.0	21.4	20.3	107.5	99.2	92.8	85.9	81.3
일시불	18.8	15.8	12.5	16.6	19.2	16.1	12.7	16.9	161.3	114.0	63.7	65.0	64.3
기타	3.1	3.2	3.3	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	11.7	13.5	12.9	12.6	12.4
수출	124.6	139.9	119.9	123.2	132.1	148.3	127.1	130.6	343.5	404.7	507.7	538.1	570.4
화장품	11.6	12.1	10.2	11.1	12.0	12.4	10.5	11.4	76.3	60.6	45.0	46.3	47.3
YoY (%)													
별도 매출액	7.4	8.5	7.0	2.0	4.1	4.5	4.4	4.3	5.7	2.4	6.2	4.4	3.9
국내 환경가전	1.7	1.1	9.6	1.6	3.7	4.2	4.1	4.0	4.6	0.8	3.4	4.0	3.4
렌탈	-1.9	-4.1	-4.8	-3.2	-2.0	3.8	4.6	3.4	2.9	1.5	-3.5	2.4	2.6
홈케어	42.2	46.2	139.0	40.0	30.0	8.0	5.0	8.0	39.6	17.7	60.9	11.6	8.0
멤버십	-2.1	-8.4	-6.2	-9.0	-8.1	-7.1	-7.1	-7.1	-11.5	-7.6	-6.4	-7.4	-5.4
일시불	-39.0	-50.5	-47.1	-40.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-5.6	-29.3	-44.1	2.0	-1.1
기타	1.9	23.4	36.4	-40.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-8.6	15.6	-4.4	-2.0	-2.0
수출	52.3	64.2	-0.3	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	13.6	17.8	25.4	6.0	6.0
화장품	-32.9	-30.3	-25.4	-10.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.1	-20.6	-25.8	3.0	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	79.8	78.6	81.0	80.3	79.5	78.4	80.8	80.0	83.4	82.1	79.9	79.7	79.3
렌탈	58.5	54.7	55.4	55.5	55.0	54.3	55.5	55.0	62.1	61.6	56.0	54.9	54.2
홈케어	14.5	17.9	19.9	18.7	18.1	18.5	20.1	19.3	10.2	11.7	17.8	19.0	19.8
멤버십	3.6	3.3	3.4	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9	4.2	3.8	3.4	3.0	2.7
일시불	2.8	2.2	1.8	2.4	2.7	2.2	1.8	2.4	6.4	4.4	2.3	2.3	2.2
기타	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
수출	18.5	19.7	17.5	18.1	18.8	20.0	17.7	18.4	13.6	15.6	18.4	18.7	19.1
화장품	1.7	1.7	1.5	1.6	1.7	1.7	1.5	1.6	3.0	2.3	1.6	1.6	1.6
별도 영업이익	112.0	122.5	109.8	105.4	120.8	127.8	123.3	110.0	394.7	455.5	449.8	482.0	507.5
YoY (%)	-3.2	-9.9	-12.1	33.6	7.9	4.3	12.3	4.3	-17.3	15.4	-1.2	7.1	5.3
OPM (%)	16.6	17.2	16.0	15.5	17.2	17.2	17.2	15.5	15.6	17.6	16.3	16.8	17.0
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,842.4	5,903.2	5,987.4	6,039.8	6,109.2	6,192.3	6,245.2	6,318.9	5,687.7	5,809.0	6,039.8	6,318.9	6,554.1
신규 판매 (천대)	321.0	340.4	330.3	335.5	359.5	374.4	346.8	369.1	1,572.1	1,353.8	1,327.2	1,449.8	1,493.3
해약 (천대)	172.5	172.4	174.1	176.6	178.2	180.2	182.7	184.2	659.1	703.9	695.7	725.3	756.3
만기도래 (천계정)	115.0	107.2	72.0	106.5	111.9	111.1	111.3	111.1	455.0	528.6	400.7	445.3	501.8
ARPU (월평균) (원)	28,176	29,295	29,005	27,960	28,204	29,324	29,034	27,988	27,952	27,552	28,559	28,647	28,589
해약률 (월평균) (%)	0.99	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	1.05	1.03	1.00	1.00	1.00
만기도래 비중 (%)	32.8	27.9	25.2	28.0	32.0	28.0	35.0	35.0	34.2	37.5	28.6	32.2	34.6
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	515.8	505.3	485.1	478.8	479.7	469.9	451.1	445.3	593.8	526.2	478.8	445.3	423.0
ARPU (월평균) (천원)	15.4	15.5	15.5	15.1	15.4	15.5	15.5	15.1	14.1	14.8	15.4	15.5	15.6
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	16.7	14.4	12.7	14.9	16.7	14.4	12.7	14.9	194.2	114.7	58.7	58.7	57.0
ARPU (천원)	1,127.8	1,095.5	985.8	1,107.9	1,150.4	1,117.4	1,005.5	1,130.0	830.5	993.9	1,084.2	1,105.8	1,128.0
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	13.8	14.8	13.2	14.2	15.1	15.8	15.6	15.4	51.2	77.6	56.0	61.9	65.9

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

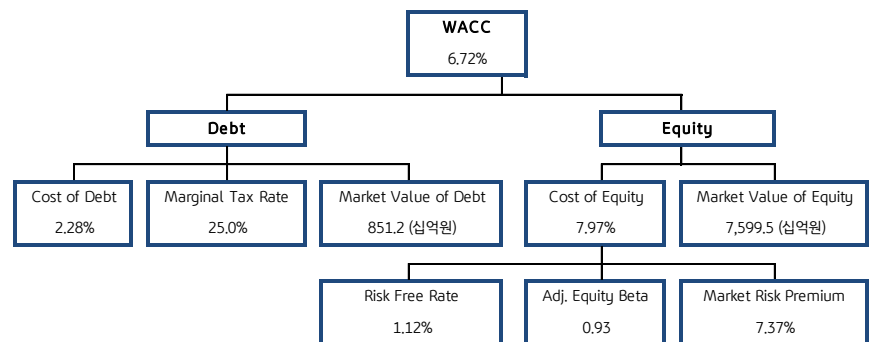
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>현금흐름 추정</b>									
영업이익	a	606.4	662.5	742.5	811.5	844.0	879.6	897.2	905.6
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
<b>NOPLAT</b>	$C=a*(1-b)$	<b>454.8</b>	<b>496.8</b>	<b>556.8</b>	<b>608.6</b>	<b>633.0</b>	<b>659.7</b>	<b>672.9</b>	<b>679.2</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	543.3	499.2	500.6	501.5	496.2	491.1	486.0	480.9
<b>총 현금흐름</b>	$E=C+d$	<b>998.1</b>	<b>996.1</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,110.1</b>	<b>1,129.2</b>	<b>1,150.8</b>	<b>1,158.9</b>	<b>1,160.2</b>
<b>총 투자</b>	$F=g+h$	<b>-892.2</b>	<b>-859.3</b>	<b>-619.3</b>	<b>-616.7</b>	<b>-750.0</b>	<b>-750.0</b>	<b>-800.0</b>	<b>-800.0</b>
운전자본 증감	g	-567.0	-459.3	-119.3	-116.7	-200.0	-200.0	-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	136.8	438.1	493.4	379.2	400.8	358.9	360.2
<b>현금흐름의 현재 가치</b>									
Discount Rate				1.0%	7.8%	15.0%	22.7%	31.0%	
PV of FCFF				64.2	457.8	329.7	326.5	273.9	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		1,452.1						
영구성장률 (%)			2.1%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2027E 시점)			7,866.8		2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		6,005.6		WACC 6.72% (무위험수익률 1.12%, 시장위험프리미엄 7.37%)				
<b>Valuation</b>									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,457.6						
순현금	m		136.4		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		4.1		2Q21말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.4		2Q21말 기준				
<b>적정 기업가치</b>	$P=L+m+n-o$		<b>7,599.5</b>						
주식수 (천주)	q		72,556						
<b>목표주가 (원)</b>	$R=P/q$		<b>105,000</b>						
현재주가 (원)			77,700		2021.11.5				
상승여력 (%)			35.1						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			14.6						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.42						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 3. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 2.28% 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 (2021.10.14)	변경 후 (2021.11.8)	비고
<b>COE</b>	$A = B + C \times D$	<b>7.80</b>	<b>7.97</b>	
Risk free rate	B	1.02	1.12	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.92	0.93	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.58	0.58	
R <sup>2</sup>		0.18	0.17	
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
<b>COD</b>	G	<b>2.05</b>	<b>2.28</b>	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,586.9	7,599.5	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		851.2	851.2	총 금융부채 (2Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
<b>WACC</b>	$J = (A \times H) + (G \times I)$	<b>6.54</b>	<b>6.72</b>	
<b>영구성장률</b>		<b>1.60%</b>	<b>2.14%</b>	국고채권 30년 수익률

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 7. 코웨이: WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)		Terminal Growth						
		1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%
<b>WACC</b>	5.72%	116,734	121,475	126,719	132,549	139,069	146,410	154,737
	5.92%	111,630	115,904	120,609	125,812	131,596	138,066	145,349
	6.12%	106,971	110,842	115,083	119,751	124,913	130,652	137,071
	6.32%	102,701	106,220	110,061	114,270	118,901	124,023	129,717
	6.52%	98,774	101,985	105,477	109,288	113,463	118,059	123,141
	6.72%	95,150	98,090	101,276	105,000	108,522	112,665	117,225
	6.92%	91,794	94,494	97,412	100,573	104,011	107,763	111,874
	7.12%	88,678	91,166	93,845	96,740	99,877	103,288	107,011
	7.32%	85,778	88,075	90,543	93,202	96,074	99,187	102,572
	7.52%	83,071	85,198	87,477	89,926	92,564	95,415	98,503
7.72%	80,538	82,512	84,623	86,885	89,315	91,933	94,761	

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	3,660	4,061	4,431
매출원가	1,010	1,044	1,253	1,406	1,552
매출총이익	2,009	2,194	2,407	2,655	2,880
판매비와관리비	1,550	1,587	1,745	1,912	2,068
영업이익	458	606	662	742	811
EBITDA	973	1,150	1,162	1,243	1,313
영업외손익	-7	-66	11	-28	-26
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	22	21	19	19	18
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	14	-46	28	-10	-10
세전이익	451	540	673	714	785
법인세비용	119	136	182	186	204
당기순이익	332	405	491	529	581
지배주주순이익	333	405	491	529	581
수정순이익	333	405	491	529	581

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	11.5	7.2	13.1	11.0	9.1
영업이익 성장률	-11.8	32.3	9.2	12.1	9.3
EBITDA 성장률	25.5	18.1	1.0	7.0	5.6
지배기업순이익 성장률	-4.9	21.6	21.3	7.6	9.9
매출총이익률	66.5	67.8	65.8	65.4	65.0
영업이익률	15.2	18.7	18.1	18.3	18.3
EBITDA이익률	32.2	35.5	31.7	30.6	29.6
세전이익률	15.0	16.7	18.4	17.6	17.7
지배기업순이익률	11.0	12.5	13.4	13.0	13.1

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539	563	668	910	966
당기순이익	332	405	491	529	581
유무형자산상각비	515	543	499	501	501
기타비현금손익 조정	412	373	288	186	204
운전자본증감	-571	-567	-459	-119	-117
매출채권감소 (증가)	-4	-22	1	-33	-37
재고자산감소 (증가)	-5	-25	-37	-17	-19
매입채무증가 (감소)	-9	43	-17	6	6
기타운전자본증감	-553	-563	-405	-75	-67
기타영업현금흐름	-148	-191	-151	-186	-204
투자활동 현금흐름	-383	-323	-430	-521	-522
유형자산투자감소 (증가)	-366	-325	-400	-500	-500
무형자산투자감소 (증가)	-3	-1	-4	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-5	0	-10	0	0
기타투자현금흐름	-9	4	-17	-18	-19
재무활동 현금흐름	-165	-182	-66	-149	-152
금융부채 증감	114	-182	31	-56	-52
자본의 증감	2	20	0	0	0
배당금 당기지급액	-260	0	-87	-94	-102
기타재무현금흐름	-21	-20	-10	2	2
기타현금흐름	0	-3	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-9	55	174	240	291
기말현금	61	116	289	530	821
잉여현금흐름 (FCF)	173	238	268	410	466
순현금흐름	-72	309	153	314	362
순현금 (순차입금)	-639	-330	-177	136	499

자료: 코웨이, KB증권 추정

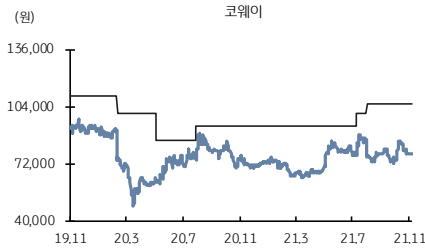
재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	2,855	3,029	3,647	3,960	4,330
유동자산	767	897	1,189	1,500	1,867
현금 및 현금성자산	61	116	289	530	821
단기금융자산	214	298	357	375	394
매출채권	310	317	333	366	403
재고자산	113	134	174	192	211
기타유동자산	69	32	35	37	39
비유동자산	2,088	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	1,895	2,330	2,809
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	1,766	2,201	2,680
지배자본 계	1,078	1,491	1,897	2,331	2,811
비지배자본	-1	-1	-1	-2	-2

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	20.6	13.3	11.7	10.8	9.9
P/B	6.4	3.6	3.0	2.5	2.0
P/S	2.3	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	5.0	5.1	4.5	4.0
EV/EBIT	16.4	9.4	8.9	7.5	6.4
배당수익률	2.6	1.7	1.7	1.8	1.9
EPS	4,511	5,486	6,656	7,165	7,874
BVPS	14,611	20,207	25,700	31,587	38,085
SPS (주당매출액)	40,907	43,868	49,594	55,024	60,046
DPS (주당배당금)	2,400	1,200	1,300	1,400	1,500
배당성향 (%)	52.1	21.5	19.2	19.2	18.7
수익성지표					
ROE	30.7	31.5	29.0	25.0	22.6
ROA	12.7	13.8	14.7	13.9	14.0
ROIC	21.1	27.2	26.2	27.1	28.0
안정성지표					
부채비율	165.0	103.3	92.4	70.0	54.2
순차입비율	59.3	22.2	9.4	순현금	순현금
유동비율	0.5	0.6	1.0	1.4	1.9
이자보상배율 (배)	20.9	28.6	35.5	38.9	45.6
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	10.3	11.3	11.6	11.5
매입채무회전율	50.1	51.1	51.2	52.6	53.2
재고자산회전율	28.0	26.2	23.8	22.2	22.0



투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 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	예닐리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
19-11-06	Buy	박신애	110,000	-16.52	
20-01-03	Buy	박신애	110,000	-18.72	-15.64
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 어떠한 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.