



코웨이 (021240)

2Q20 Review: 차별화된 실적 안정성은 지속될 전망

2020년 8월 6일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

연구원 이동현

02-6114-2920 donghyunlee@kbfg.com

실적 불확실성 해소, 주가의 반등 추세 지속될 전망

투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 93,000원으로 9% 상향한다. 2020년 영업이익 추정치가 7% 상향조정되고 (2021년 이후 추정치 변동폭은 미미), WACC이 5.44%에서 5.03%로 하락한 영향을 반영했다. 목표주가의 12M Fwd Implied P/E는 15.7배 수준에 해당한다. 코로나19 발병에도 불구하고, 국내 및 해외 사업 모두 견고한 성장세를 이어 가고 있다. 집안에서 보내는 시간이 증가하고 건강 및 위생에 대한 관심이 높아지면서, 환경/생활 가전에 대한 수요가 증가하고 있다. 차별화된 실적 안정성이 돋보이는 시점이다. CS닥터 관련 불확실성 (파업 재개에 따른 3분기 순증 부진, 정규직 전환 협의 결과에 따른 비용 증가 가능성 등)이 존재하지만, 이미 주식시장에 충분히 노출된 변수라고 판단된다. 코로나19 사태가 완화되면, 외형 확대를 위해 보다 공격적인 행보를 보일 것으로 예상된다. 주가의 반등 추세가 이어질 것으로 기대된다.

2Q20 Review: 매출액과 영업이익 각각 7%, 22% 성장, 코로나19에도 불구하고 안정적인 실적 달성

2Q20 연결 매출액 8,055억원 (+7% YoY), 영업이익 1,692억원 (+22% YoY)을 기록하면서, 매출은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 20% 상회했다. ▲일회성 요인들을 제거 시, 연결 매출은 3%, 영업이익은 1% 성장했다 (2Q20에는 가해약 계정 관련 회계 방식이 변경되면서 일회성 매출액 245억원과 영업이익 110억원이 발생했고, 2Q19에는 로열티 30억원과 CS닥터 관련 비용 154억원이 발생함). ▲별도 매출액은 6,554억원 (+3% YoY), 영업이익은 1,389억원 (+26% YoY)을 나타냈다 (일회성 요인들 제거 시 매출 -1%, 영업이익 -1%). ① 렌탈 신규 판매와 일시불 판매가 각각 15%, 38% 하락했는데, 공기 질이 개선되면서 청정기 판매량이 감소하고, 코로나19로 인해 전반적인 판매량 회복이 지연된 영향이다. ② 해약률은 1.04%으로 안정적인 수준을 회복했다 (-0.07%p QoQ). ③ 순증은 신규 판매 부진으로 3.3만 계정 (-70% YoY)에 그쳤다. ④ 영업이익률은 21%인데, 일회성 요인들 제거 시 전년동기와 유사한 20% 수준을 유지했다. 순증 약화에도 불구하고, 판촉비가 축소된 영향이다. ▲말레이시아는 락다운 영향에도 불구하고, 매출액과 영업이익이 각각 22%, 5% 성장했다. ▲미국 법인도 시판 매출이 호조를 보이면서, 매출 성장률 +36%, 영업이익 49억원 (OPM 15%)의 호실적을 나타냈다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원) 93,000

Dividend yield* (%)	1.3
Total return (%)	26.6
현재가 (8/5, 원)	74,200
Consensus target price (원)	88,143
시가총액 (조원)	5.5

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	3,019	3,241	3,550	3,851
영업이익 (십억원)	458	591	621	657
지배주주순이익 (십억원)	333	415	439	467
EPS (원)	4,511	5,619	5,944	6,334
증감률 (%)	-4.7	24.6	5.8	6.6
P/E (x)	20.6	13.2	12.5	11.7
EV/EBITDA (x)	10.1	6.5	6.0	5.5
P/B (x)	6.4	3.6	2.9	2.4
ROE (%)	30.7	32.1	26.0	22.6
배당수익률 (%)	2.6	1.3	1.4	1.5

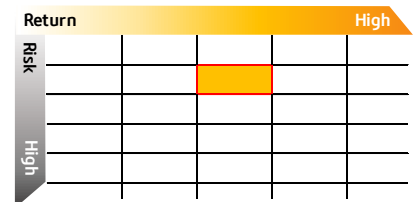
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	19.4
외국인 지분율 (%)	60.0
주요주주 지분율 (%)	넷바블 외 5인 25.1
	국민연금공단 8.3

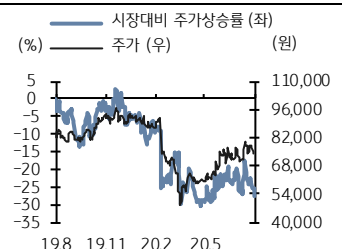
Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	23.7	-14.2	-13.6
시장대비 상대수익률	-9.7	1.4	-19.6	-27.3

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	106,000원 (12M Fwd EPS X P/E 18배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR +4% 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR +20%
Base-case Scenario (목표주가)	93,000원 (12M Fwd EPS X P/E 16배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +4%를 상회 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +20%를 상회
현재주가	74,200원		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 국내 법인 매출액 향후 3년 CAGR이 +4%를 하회 2) 해외 합산 매출액 향후 3년 CAGR이 +20%를 하회
Bear-case Scenario	65,000원 (12M Fwd EPS X P/E 11배)		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,213.2	3,555.2	3,241.1	3,550.2	0.9	-0.1
영업이익	554.0	609.2	590.9	620.9	6.7	1.9
순이익 (지배)	386.4	429.9	414.7	438.7	7.3	2.1

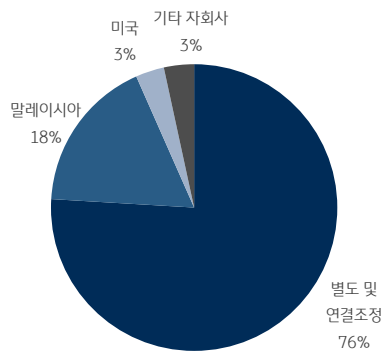
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,241.1	3,550.2	3,240.4	3,509.8	0.0	1.2
영업이익	590.9	620.9	560.2	601.5	5.5	3.2
순이익 (지배)	414.7	438.7	401.8	434.7	3.2	0.9

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2019년 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	5,475.9	12.8	6.2	3.2	24.9	6.3	5.3
아모레퍼시픽	9,645.7	42.8	92.8	2.4	5.6	10.9	26.8
LG 생활건강	21,303.2	27.8	11.6	4.6	16.5	14.0	9.7

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준:
DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정:
WACC 5.03%, 영구성장률 1.6% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
106,000원 ~ 65,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd Implied P/E 15.7배, P/B 3.98배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2020E	2021E
금리 1%p 상승 시	-0.8	-0.6
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 2Q20 실적

(십억원)	2Q20	2Q19	YoY (%)	1Q20	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	805.5	755.5	6.6	768.9	4.8	792.3	1.7	785.6	2.5
영업이익	169.2	138.2	22.4	138.9	21.8	141.2	19.8	133.1	27.1
세전이익	159.5	136.8	16.6	138.3	15.3	136.9	16.5	122.7	30.0
순이익	119.0	101.9	16.7	101.6	17.1	95.2	25.0	91.0	30.7
영업이익률 (%)	21.0	18.3		18.1		17.8		16.9	
세전이익률 (%)	19.8	18.1		18.0		17.3		15.6	
순이익률 (%)	14.8	13.5		13.2		12.0		11.6	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권

표 2. 코웨이: 일회성 요인을 제거한 2Q20 실적

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P
일회성 요인 (모두 국내 사업에 해당)						
1) 일회성 영업이익(비용)						
로열티 지급		-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	
CS닥터 관련 비용		-15.4		-77.0		
2) 가해약 관련 회계 기준 변경						
일회성 매출						24.5
일회성 영업이익						11.0
일회성 요인을 제거한 연결 실적						
연결 매출	709.3	755.5	759.6	794.6	768.9	781.0
YoY (%)					8.4	3.4
연결 영업이익	135.2	156.6	143.3	124.6	141.9	158.2
YoY (%)					5.0	1.0
OPM (%)	19.1	20.7	18.9	15.7	18.4	20.2
일회성 요인을 제거한 별도 실적						
별도 매출	606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	630.9
YoY (%)					3.6	-0.7
별도 영업이익	122.4	129.2	142.2	102.4	118.7	127.9
YoY (%)					-3.0	-0.9
OPM (%)	20.2	20.3	21.8	16.0	18.9	20.3

자료: 코웨이, KB증권

표 3. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,213.2	3,555.2	3,858.9	3,241.1	3,550.2	3,851.1	0.9	-0.1	-0.2
영업이익	554.0	609.2	659.3	590.9	620.9	657.1	6.7	1.9	-0.3
세전이익	522.4	579.7	632.5	559.6	591.7	630.4	7.1	2.1	-0.3
순이익 (지배)	386.4	429.9	469.0	414.7	438.7	467.5	7.3	2.1	-0.3
EPS (원)	5,247	5,952	6,494	5,619	6,046	6,443	7.1	1.6	-0.8
YoY (%)									
매출액	6.4	10.6	8.5	7.4	9.5	8.5			
영업이익	20.9	10.0	8.2	28.9	5.1	5.8			
세전이익	15.7	11.0	9.1	24.0	5.7	6.6			
순이익 (지배)	16.1	11.2	9.1	24.5	5.8	6.6			
EPS	16.3	13.4	9.1	24.5	7.6	6.6			
영업이익률 (%)	17.2	17.1	17.1	18.2	17.5	17.1			
세전이익률 (%)	16.3	16.3	16.4	17.3	16.7	16.4			
순이익률 (지배, %)	12.0	12.1	12.2	12.8	12.4	12.1			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2020년 5월 11일 추정치 대비 변경 내역임

표 4. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
연결 매출액		709.3	755.5	759.6	794.6	768.9	805.5	821.1	845.5	2,707.3	3,018.9	3,241.1	3,550.2	3,851.1
별도 법인		606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	655.4	661.5	651.0	2,395.5	2,531.0	2,596.4	2,745.1	2,875.9
말레이시아		112.5	127.6	133.6	152.6	153.3	155.9	173.7	198.4	353.4	526.3	681.3	825.4	990.5
미국		20.9	23.6	22.5	30.3	27.2	32.1	28.1	35.5	80.5	97.3	122.9	142.0	159.1
기타 자회사		16.7	27.4	24.4	34.2	20.8	16.9	19.6	24.3	88.5	102.7	81.6	104.8	115.5
연결 조정		-47.4	-58.4	-71.9	-60.7	-60.9	-54.8	-61.8	-63.6	-210.8	-238.4	-241.1	-267.2	-289.9
YoY (%)	연결 매출액	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	6.6	8.1	6.4	7.6	11.5	7.4	9.5	8.5
	별도 법인	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	3.2	1.6	2.0	3.2	5.7	2.6	5.7	4.8
	말레이시아	71.1	39.3	44.7	47.0	36.3	22.2	30.0	30.0	70.4	48.9	29.4	21.2	20.0
	미국	19.1	35.6	6.6	24.2	30.1	36.0	25.0	17.0	23.7	20.9	26.3	15.6	12.0
	기타 자회사	-26.5	9.2	18.4	70.1	24.6	-38.3	-19.5	-29.0	37.3	16.0	-20.5	28.4	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	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	81.4	80.6	77.0	88.5	83.8	80.1	77.3	74.7
	말레이시아	15.9	16.9	17.6	19.2	19.9	19.4	21.2	23.5	13.1	17.4	21.0	23.3	25.7
	미국	2.9	3.1	3.0	3.8	3.5	4.0	3.4	4.2	3.0	3.2	3.8	4.0	4.1
	기타 자회사	2.4	3.6	3.2	4.3	2.7	2.1	2.4	2.9	3.3	3.4	2.5	3.0	3.0
	연결 조정	-6.7	-7.7	-9.5	-7.6	-7.9	-6.8	-7.5	-7.5	-7.8	-7.9	-7.4	-7.5	-7.5
연결 영업이익		135.2	138.2	140.3	44.6	138.9	169.2	145.1	137.8	519.8	458.3	590.9	620.9	657.1
별도 법인		122.4	110.8	139.2	22.4	115.7	138.9	122.4	110.7	477.2	394.7	487.7	507.7	517.6
말레이시아		19.1	22.1	14.2	20.2	25.2	23.3	26.1	29.8	62.3	75.6	104.3	123.8	148.6
미국		0.8	0.4	-0.9	3.0	2.6	4.9	2.0	2.1	3.1	3.3	11.6	8.5	11.1
기타 자회사		-2.8	1.3	0.0	-0.2	-0.6	-1.4	-0.8	-0.5	-8.6	-1.7	-3.3	0.1	0.2
연결 조정		-4.3	3.7	-12.2	-0.7	-4.0	3.4	-4.5	-4.3	-14.2	-13.6	-9.4	-19.2	-20.3
YoY (%)	연결 영업이익	2.9	6.9	7.6	-65.4	2.7	22.4	3.4	208.8	10.0	-11.8	28.9	5.1	5.8
	별도 법인	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	25.5	-12.1	394.7	-0.2	-17.3	23.6	4.1	1.9
	말레이시아	107.6	39.0	-16.5	0.0	31.9	5.4	83.5	47.3	256.0	21.3	38.0	18.7	20.0
	미국	33.3	흑전	적전	130.8	225.0	1,125.0	흑전	-29.1	520.0	6.5	251.4	-26.5	30.7
	기타 자회사	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	224.9
	연결 조정	적전	흑전	적지	적지	적지	-7.4	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM (%)	연결 영업이익	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	21.0	17.7	16.3	19.2	15.2	18.2	17.5	17.1
	별도 법인	20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	21.2	18.5	17.0	19.9	15.6	18.8	18.5	18.0
	말레이시아	17.0	17.3	10.6	13.2	16.4	14.9	15.0	15.0	17.6	14.4	15.3	15.0	15.0
	미국	3.8	1.7	-4.0	9.9	9.6	15.3	7.0	6.0	3.9	3.4	9.4	6.0	7.0
	기타 자회사	-16.8	4.7	0.0	-0.6	-2.8	-8.3	-4.3	-2.0	-9.7	-1.6	-4.1	0.1	0.2
	연결 조정	9.1	-6.3	17.0	1.2	6.6	-6.2	7.3	6.7	6.7	5.7	3.9	7.2	7.0
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	90.5	80.1	99.2	50.1	83.3	82.1	84.4	80.3	91.8	86.1	82.5	81.8	78.8
	말레이시아	14.1	16.0	10.1	45.3	18.1	13.8	18.0	21.6	12.0	16.5	17.7	19.9	22.6
	미국	0.6	0.3	-0.6	6.7	1.9	2.9	1.4	1.5	0.6	0.7	2.0	1.4	1.7
	기타 자회사	-2.1	0.9	0.0	-0.4	-0.4	-0.8	-0.6	-0.4	-1.7	-0.4	-0.6	0.0	0.0
매출총이익		476.4	506.4	509.0	516.7	521.7	554.8	546.9	546.4	1,829.1	2,008.5	2,169.8	2,362.6	2,547.3
세전이익		135.5	136.8	152.3	26.8	138.3	159.5	134.7	127.0	468.6	451.4	559.6	591.7	630.4
순이익(지배)		100.5	101.9	110.8	19.7	101.6	119.0	99.9	94.2	350.2	332.9	414.7	438.7	467.5
EBITDA		206.3	212.2	217.9	103.1	275.7	245.4	221.3	153.5	775.4	739.5	896.0	942.3	993.6
YoY (%)	매출총이익	6.8	10.1	11.7	10.6	9.5	9.6	7.5	5.7	6.4	9.8	8.0	8.9	7.8
	세전이익	6.1	11.5	28.8	-73.2	2.1	16.6	-11.5	373.7	6.5	-3.7	24.0	5.7	6.6
	순이익(지배)	5.4	12.3	17.4	-71.7	1.1	16.7	-9.8	377.5	7.4	-4.9	24.5	5.8	6.6
	EBITDA	7.0	10.4	11.8	-47.3	33.7	15.7	1.6	48.8	9.5	-4.6	21.2	5.2	5.4
매출총이익률 (%)		67.2	67.0	67.0	65.0	67.8	68.9	66.6	64.6	67.6	66.5	66.9	66.5	66.1
세전이익률 (%)		19.1	18.1	20.0	3.4	18.0	19.8	16.4	15.0	17.3	15.0	17.3	16.7	16.4
순이익률(지배) (%)		14.2	13.5	14.6	2.5	13.2	14.8	12.2	11.1	12.9	11.0	12.8	12.4	12.1
EBITDA 마진 (%)		29.1	28.1	28.7	13.0	35.9	30.5	27.0	18.2	28.6	24.5	27.6	26.5	25.8

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 5. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
별도 매출액		606.6	635.2	651.0	638.2	628.5	655.4	661.5	651.0	2,395.5	2,531.0	2,596.4	2,745.1	2,875.9
국내 환경가전		517.6	532.7	534.5	526.4	529.4	552.9	542.1	534.2	2,017.5	2,111.2	2,158.6	2,268.0	2,356.8
렌탈		384.7	391.7	396.7	399.5	401.9	405.3	397.5	401.1	1,527.7	1,572.6	1,605.8	1,649.1	1,709.0
홈케어		56.3	67.6	72.9	61.5	68.9	87.1	89.7	75.7	185.1	258.4	321.4	363.1	392.2
멤버십		27.9	27.0	26.7	25.7	24.7	25.9	23.8	23.1	121.2	107.3	97.4	91.5	86.9
일시불		45.6	43.5	35.5	36.6	30.9	31.9	28.5	31.5	170.8	161.3	122.7	153.2	157.9
기타		3.0	2.9	2.7	3.0	3.1	2.6	2.7	2.9	12.8	11.7	11.3	11.0	10.8
수출		70.1	83.8	97.9	91.7	81.8	85.2	102.4	98.4	302.5	343.5	367.7	405.4	445.9
화장품		18.9	18.8	18.5	20.1	17.3	17.3	17.1	18.5	75.5	76.3	70.1	71.7	73.1
YoY (%)	별도 매출액	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	3.2	1.6	2.0	3.2	5.7	2.6	5.7	4.8
	국내 환경가전	4.2	5.4	7.3	1.7	2.3	3.8	1.4	1.5	1.8	4.6	2.2	5.1	3.9
	렌탈	1.6	2.3	3.8	4.0	4.5	3.5	0.2	0.4	1.4	2.9	2.1	2.7	3.6
	홈케어	45.9	65.5	61.4	1.7	22.4	28.8	23.0	23.0	50.7	39.6	24.4	13.0	8.0
	멤버십	-13.5	-13.3	-9.1	-9.6	-11.5	-4.0	-11.0	-10.2	-16.3	-11.5	-9.2	-6.1	-5.0
	일시불	4.0	-7.9	-7.2	-11.5	-32.3	-26.7	-19.8	-14.2	-11.2	-5.6	-23.9	24.9	3.0
	기타	-6.0	-14.8	-8.9	-4.1	1.7	-9.2	-2.0	-5.0	-15.8	-8.6	-3.6	-2.0	-2.0
	수출	29.1	16.6	22.5	-4.9	16.7	1.7	4.5	7.3	16.5	13.6	7.1	10.2	10.0
	화장품	-8.1	1.0	5.7	6.9	-8.6	-7.8	-8.0	-8.0	-5.3	1.1	-8.1	2.2	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	85.3	83.9	82.1	82.5	84.2	84.4	81.9	82.1	84.2	83.4	83.1	82.6	82.0
	렌탈	63.4	61.7	60.9	62.6	63.9	61.8	60.1	61.6	63.8	62.1	61.8	60.1	59.4
	홈케어	9.3	10.6	11.2	9.6	11.0	13.3	13.6	11.6	7.7	10.2	12.4	13.2	13.6
	멤버십	4.6	4.2	4.1	4.0	3.9	4.0	3.6	3.5	5.1	4.2	3.8	3.3	3.0
	일시불	7.5	6.9	5.5	5.7	4.9	4.9	4.3	4.8	7.1	6.4	4.7	5.6	5.5
	기타	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
	수출	11.6	13.2	15.0	14.4	13.0	13.0	15.5	15.1	12.6	13.6	14.2	14.8	15.5
	화장품	3.1	3.0	2.8	3.1	2.8	2.6	2.6	2.8	3.2	3.0	2.7	2.6	2.5
별도 영업이익		122.4	110.8	139.2	22.4	115.7	138.9	122.4	110.7	477.2	394.7	487.7	507.7	517.6
YoY (%)		-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	25.5	-12.1	394.7	-0.2	-17.3	23.6	4.1	1.9
OPM (%)		20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	21.2	18.5	17.0	19.9	15.6	18.8	18.5	18.0
렌탈 주요 가정														
총계정 (천계정)		5,349.8	5,458.3	5,635.8	5,687.7	5,740.4	5,773.4	5,793.7	5,868.8	5,229.8	5,687.7	5,868.8	6,124.5	6,406.1
신규 판매 (천대)		408.3	416.9	388.7	358.1	377.5	355.5	334.3	393.9	1,450.0	1,572.1	1,461.2	1,605.2	1,653.3
해약 (천대)		159.5	162.7	160.0	177.0	189.2	179.0	179.0	175.0	644.5	659.1	722.2	719.1	749.9
만기도래 (천계정)		128.8	145.7	51.2	129.3	135.6	143.5	135.1	143.8	545.7	455.0	557.9	630.4	621.8
ARPU (월평균) (원)		27,792	28,331	28,218	27,145	27,465	28,513	28,077	27,253	27,988	27,952	27,793	27,964	27,948
해약률 (월평균) (%)		1.02	1.01	0.98	1.05	1.11	1.04	1.03	1.01	1.08	1.05	1.06	1.02	1.02
만기도래 비중 (%)		40.7	39.3	16.5	39.0	39.8	38.7	40.0	40.0	46.8	34.2	39.6	45.0	45.0
멤버십 주요 가정														
총계정 (천계정)		644.9	628.4	604.8	593.8	572.4	555.3	544.3	534.4	670.3	593.8	534.4	513.0	487.4
ARPU (월평균) (원)		14,130	14,116	14,458	14,297	14,098	15,307	14,429	14,268	13,941	14,145	14,394	14,556	14,482
일시불 주요 가정														
신규 판매 (천대)		58.8	49.3	43.6	42.5	34.9	30.6	32.7	36.1	197.2	194.2	134.3	165.6	168.9
ARPU (원)		776,074	882,868	814,307	861,815	885,102	1,042,563	871,308	870,433	866,032	830,542	913,677	925,485	934,740
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)		10.4	11.1	21.2	8.5	23.6	20.7	16.9	17.0	48.8	51.2	78.3	63.7	63.7

자료: 코웨이, KB증권 추정

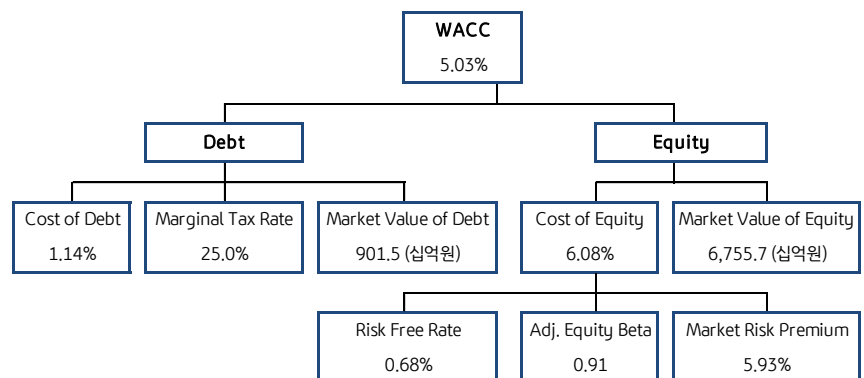
표 6. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
현금흐름 추정									
영업이익	a	458.3	590.9	620.9	657.1	673.5	685.8	690.9	718.6
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	C=a*(1-b)	343.7	443.2	465.7	492.8	505.2	514.3	518.2	538.9
감가상각비 (유형+무형)	d	281.2	305.1	321.4	336.5	346.2	352.9	359.7	366.7
총 현금흐름	E=C+d	624.9	748.3	787.1	829.3	851.4	867.2	877.9	905.6
총 투자	F=g+h	-698.6	-637.5	-595.2	-601.2	-610.0	-620.0	-630.0	-640.0
운전자본 증감	g	-308.0	-237.5	-185.2	-181.2	-190.0	-200.0	-210.0	-220.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-390.6	-400.0	-410.0	-420.0	-420.0	-420.0	-420.0	-420.0
FCFF	I=E+F	-73.7	110.8	191.8	228.2	241.4	247.2	247.9	265.6
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				2.0%	7.2%	12.6%	18.2%	24.2%	
PV of FCFF				75.7	212.9	214.5	209.1	199.7	
Total PV of FCFF (2021E~25E)	j			911.9					
영구성장률 (%)				1.6%			국고채권 30년 수익률		
Terminal Value (2026E 시점)				7,738.3			2026년 FCFF / (WACC - 영구성장률)		
PV of terminal value	k			6,232.3		WACC 5.03% (무위험수익률 0.68%, 시장위험프리미엄 5.93%)			
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	L=j+k			7,144.2					
현금 및 현금성자산	m			196.8					
단기금융자산	n			225.1					
차입금	o			810.4					
적정 기업가치	P=L+(m+n+o)			6,755.7					
주식수 (천주)	q			72,556					
목표주가 (원)	R=P/q			93,000					
현재주가 (원)				74,200			2020.8.5		
상승여력 (%)				25.3					
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)				15.7					
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)				3.98					

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 1.14% 사용. 차입금 가치는 1Q20 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 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	4.03%	108,963	116,126	124,377	133,985	145,315	158,875	175,395
	4.23%	101,818	108,041	115,143	123,324	132,851	144,085	157,531
	4.43%	95,506	100,957	107,128	114,170	122,282	131,729	142,869
	4.63%	89,889	94,700	100,105	106,224	113,207	121,251	130,618
	4.83%	84,859	89,131	93,901	99,262	105,329	112,253	120,230
	5.03%	80,329	84,145	88,381	93,000	98,426	104,443	111,309
	5.23%	76,227	79,654	83,438	87,638	92,329	97,600	103,566
	5.43%	72,496	75,587	78,985	82,737	86,903	91,554	96,781
	5.63%	69,087	71,888	74,953	78,323	82,044	86,175	90,787
	5.83%	65,961	68,509	71,286	74,326	77,667	81,358	85,454
	6.03%	63,084	65,409	67,936	70,690	73,705	77,018	80,678

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 8. 코웨이: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 후 (2020.5.11)	변경 후 (2020.8.6)	비고
COE	$A = B + C \times D$	6.50	6.08	
Risk free rate	B	1.02	0.68	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.93	0.91	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.48	0.50	
R ²		0.14	0.18	
Risk premium	$D = E - F$	5.93	5.93	
Market	E	9.65	9.65	2001년~2019년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.72	3.72	2001년~2019년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	1.60	1.14	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		6,148.9	6,755.7	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		903.1	901.5	총 금융부채 (1Q20 말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	5.44	5.03	
영구성장률		1.60%	1.60%	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
매출액	2,707	3,019	3,241	3,550	3,851
매출원가	878	1,010	1,071	1,188	1,304
매출총이익	1,829	2,009	2,170	2,363	2,547
판매비와관리비	1,309	1,550	1,579	1,742	1,890
영업이익	520	458	591	621	657
EBITDA	775	740	896	942	994
영업외손익	-51	-7	-31	-29	-27
이자수익	1	1	2	1	2
이자비용	18	22	23	21	18
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-35	14	-10	-10	-10
세전이익	469	451	560	592	630
법인세비용	119	119	145	154	164
당기순이익	350	332	414	438	467
지배주주순이익	350	333	415	439	467
수정순이익	350	333	415	439	467

성장성 및 수익성 비율 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	7.6	11.5	7.4	9.5	8.5
영업이익 성장률	10.0	-11.8	28.9	5.1	5.8
EBITDA 성장률	9.5	-4.6	21.2	5.2	5.5
지배기업순이익 성장률	7.4	-4.9	24.5	5.8	6.6
매출총이익률	67.6	66.5	67.0	66.6	66.2
영업이익률	19.2	15.2	18.2	17.5	17.1
EBITDA이익률	28.6	24.5	27.7	26.5	25.8
세전이익률	17.3	15.0	17.3	16.7	16.4
지배기업순이익률	12.9	11.0	12.8	12.4	12.1

현금흐름표 (십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	539	539	527	574	622
당기순이익	350	332	414	438	467
유무형자산상각비	256	281	305	321	336
기타비현금손익 조정	286	382	195	154	164
운전자본증감	-237	-308	-237	-185	-181
매출채권감소 (증가)	20	-4	-5	-16	-17
재고자산감소 (증가)	-26	-5	-2	-12	-13
매입채무증가 (감소)	-3	-9	-16	5	5
기타운전자본증감	-228	-290	-214	-162	-156
기타영업현금흐름	-116	-148	-150	-154	-164
투자활동 현금흐름	-394	-383	-399	-431	-442
유형자산투자감소 (증가)	-388	-366	-395	-410	-420
무형자산투자감소 (증가)	-6	-3	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-1	-5	0	0	0
기타투자현금흐름	1	-9	6	-11	-12
재무활동 현금흐름	-187	-165	8	-58	-54
금융부채 증감	59	114	-97	-87	-79
자본의 증감	3	2	18	0	0
배당금 당기지급액	-231	-260	0	-73	-76
기타재무현금흐름	-18	-21	87	101	101
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-41	-9	136	84	126
기말현금	69	61	197	281	407
잉여현금흐름 (FCF)	152	173	132	164	202
순현금흐름	-54	-61	240	183	217
순현금 (순차입금)	-567	-628	-388	-206	11

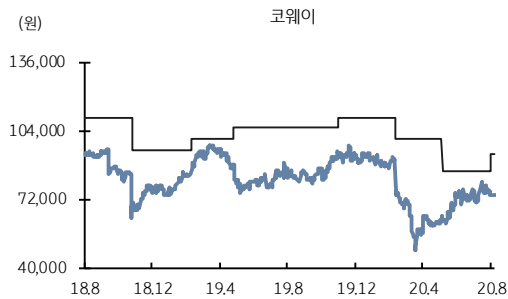
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
자산총계	2,379	2,855	3,135	3,361	3,626
유동자산	844	767	939	1,066	1,238
현금 및 현금성자산	69	61	197	281	407
단기금융자산	107	214	225	236	248
매출채권	302	310	326	342	359
재고자산	103	113	118	130	143
기타유동자산	263	69	72	76	80
비유동자산	1,535	2,088	2,196	2,295	2,388
투자자산	78	43	28	28	28
유형자산	781	1,271	1,386	1,487	1,583
무형자산	160	168	152	149	147
기타비유동자산	516	606	631	631	631
부채총계	1,291	1,778	1,630	1,490	1,365
유동부채	1,234	1,587	1,439	1,307	1,188
매입채무	62	58	63	68	73
단기금융부채	732	876	788	710	639
기타유동부채	440	653	588	529	477
비유동부채	57	191	191	184	177
장기금융부채	11	27	22	14	6
기타비유동부채	46	164	169	170	171
자본총계	1,088	1,077	1,505	1,870	2,261
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
기타자본항목	-45	-50	-36	-36	-36
기타포괄손익누계액	-4	1	2	2	2
이익잉여금	967	954	1,368	1,734	2,126
지배자본 계	1,088	1,078	1,507	1,873	2,264
비지배자본	0	-1	-2	-2	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
P/E	15.6	20.6	13.2	12.5	11.7
P/B	5.0	6.4	3.6	2.9	2.4
P/S	2.0	2.3	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.8	10.1	6.5	6.0	5.5
EV/EBIT	11.6	16.4	9.9	9.1	8.3
배당수익률	4.9	2.6	1.3	1.4	1.5
EPS	4,735	4,511	5,619	5,944	6,334
BVPS	14,744	14,611	20,415	25,377	30,678
SPS (주당매출액)	36,604	40,907	43,917	48,105	52,183
DPS (주당배당금)	3,600	2,400	1,000	1,050	1,100
배당성향 (%)	74.2	52.1	17.5	17.4	17.1
수익성지표					
ROE	33.8	30.7	32.1	26.0	22.6
ROA	15.4	12.7	13.8	13.5	13.4
ROIC	25.9	21.2	25.5	24.1	23.3
안정성지표					
부채비율	118.7	165.0	108.3	79.7	60.4
순차입비율	52.1	58.3	25.8	11.0	순현금
유동비율	0.7	0.5	0.7	0.8	1.0
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	25.6	30.0	35.6
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	8.8	9.9	10.2	10.6	11.0
매입채무회전율	46.4	50.1	53.8	54.5	54.8
재고자산회전율	30.5	28.0	28.0	28.5	28.1

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	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-10-31	Buy	95,000	-19.55	-8.95
19-02-15	Buy	100,000	-7.45	-3.00
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		

투자등급 비율 (2020. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.9	25.1	-

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.