



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

4Q21 Review: 국내외 양호한 흐름 지속

2022년 2월 17일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

목표주가 10만원으로 5% 하향. 주가는 여전히 현저한 저평가 상태

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 100,000원으로 5% 하향한다. 2022년 및 2023년 영업이익 추정치를 각각 6%, 4% 하향조정된 영향이다. 해외 법인들의 견조한 매출 성장률과 안정적인 현금창출 능력 등을 감안할 때, 주가는 여전히 저평가되어 있다고 판단된다 (현재 주가는 12M Fwd P/E 10.5배 수준).

2022년 연결 매출액 내 해외 법인 비중 37%까지 상승 예상. 말레이시아 및 미국 매출 각각 26%, 15% YoY 성장 기대

코웨이는 2022년에 매출액 4조 405억원 (+10% YoY), 영업이익 7,015억원 (+10% YoY)을 나타낼 것으로 예상된다 (가이던스는 매출 +9%, 영업이익 +6%). 말레이시아 및 미국 법인의 높은 매출 성장세가 지속되면서 2022년 연결 매출 및 영업이익에서 해외 법인이 차지하는 비중은 각각 37%, 33%까지 상승할 전망이다 (2022년 말레이시아 매출 +26%, 미국 매출 +15% 추정). 2022년 연결 영업이익률은 0.1%p YoY 하락한 17.4%로 추정했는데, 한국과 해외에서 마케팅비 집행이 지속되고, R&D 및 IT 관련 투자도 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

4Q21 Review: 회계 기준 변경 제거 시, 영업이익은 컨센서스를 6% 상회

4Q21 연결 실적은 매출액 9,459억원 (+10% YoY), 영업이익 1,392억원 (+7% YoY)을 기록하면서, 매출은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 9% 하회했다. 말레이시아 법인의 회계 기준 변경 영향 (매출 200억 감소, 영업이익 240억 감소) 제거 시, 영업이익은 컨센서스를 6% 상회한 수준이다. ▲국내 (별도) 매출은 7,427억원 (+11% YoY), 영업이익은 1,129억원 (+43% YoY)을 나타냈다. ① 렌탈 신규 판매는 코로나19 장기화에 따른 영업환경 악화로 0.3% 하락했다. ② 월평균 해약률은 1% 미만의 낮은 수준을 유지했으나, ③ 만기 도래 계정수가 6.7만 계정 QoQ 증가한 영향으로 ④ 렌탈 계정수는 3.1만 계정 QoQ 순증하는데 그쳤다. ⑤ 영업이익률은 15.2%의 양호한 수준을 나타냈는데, 3.4%p YoY 개선된 것은 낮은 기저효과 때문이다. ▲말레이시아는 매출은 12% 성장하고, 영업이익은 44% 감소했는데, 이는 회계 기준 변경 때문이다 (기존 회계 기준으로는 매출과 영업이익 모두 30%대 성장함). ▲미국 매출은 20% 하락하고 (시판 매출 감소), 영업적자 34억원 (관세 및 물류비 증가)을 나타냈다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원) 100,000

Dividend yield* (%)	1.8
Total return (%)	41.5
현재가 (2/16, 원)	71,600
Consensus target price (원)	101,000
시가총액 (조원)	5.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

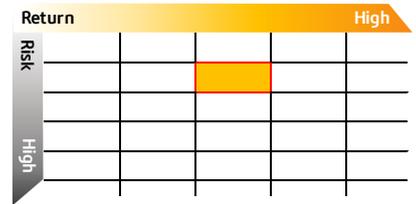
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	10.3
외국인 지분율 (%)	60.8
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 8.5

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	-7.8	-3.3	0.6
시장대비 상대수익률	4.6	0.1	11.0	14.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

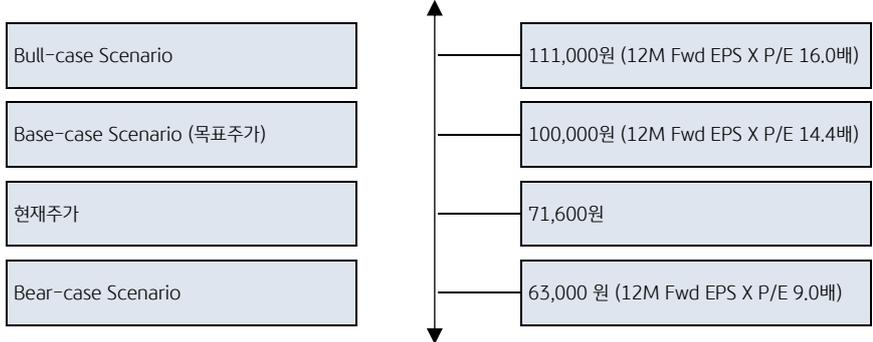


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	3,664	4,041	4,433	4,810
영업이익 (십억원)	640	702	776	847
지배주주순이익 (십억원)	466	498	555	614
EPS (원)	6,310	6,752	7,517	8,322
증감률 (%)	N/A	7.0	11.3	10.7
P/E (x)	11.8	10.6	9.5	8.6
EV/EBITDA (x)	4.9	4.4	3.9	3.4
P/B (x)	2.9	2.3	1.9	1.6
ROE (%)	27.5	23.7	21.9	20.3
배당수익률 (%)	1.7	1.8	1.9	2.0

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR +4%
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR +20%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 상회
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +20% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 하회
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +20% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,060.7	4,431.4	4,040.5	4,433.3	-0.5	0.0
영업이익	742.5	811.5	701.5	776.2	-5.5	-4.3
순이익 (지배)	529.7	582.1	498.3	554.7	-5.9	-4.7

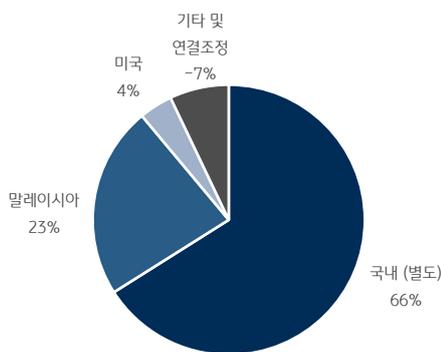
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,040.5	4,433.3	4,021.7	4,400.3	0.5	0.8
영업이익	701.5	776.2	714.0	779.9	-1.7	-0.5
순이익 (지배)	498.3	554.7	514.1	562.0	-3.1	-1.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2021년 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	5,284.1	10.5	9.1	2.24	21.4	4.4	3.6
아모레퍼시픽	10,587.2	39.9	43.3	2.46	6.2	13.0	42.3
LG 생활건강	15,227.7	19.1	5.7	2.81	14.8	9.4	3.3

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.01%, 영구성장률 2.4% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 111,000원 ~ 63,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 14.4배, P/B 3.12배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2022E	2023E
금리 1%p 상승 시	-0.5	-0.4
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 4Q21 실적

(십억원)	4Q21P	4Q20	YoY (%)	3Q21	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	945.9	862.6	9.7	934.0	1.3	973.1	-2.8	941.7	0.4
영업이익	139.2	129.8	7.3	163.8	-15.0	153.5	-9.3	161.5	-13.8
세전이익	138.2	93.3	48.1	185.8	-25.6	137.0	0.9	152.7	-9.5
순이익 (지배)	87.5	67.5	29.6	136.5	-35.9	n.a.	n.a.	113.2	-22.8
영업이익률 (%)	14.7	15.0		17.5		15.8		17.1	
세전이익률 (%)	14.6	10.8		19.9		14.1		16.2	
순이익률 (지배, %)	9.2	7.8		14.6		n.a.		12.0	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	4,060.7	4,431.4	N/A	4,040.5	4,433.3	4,810.2	-0.5	0.0	N/A
영업이익	742.5	811.5	N/A	701.5	776.2	846.5	-5.5	-4.3	N/A
세전이익	714.4	785.1	N/A	673.1	749.4	821.4	-5.8	-4.5	N/A
순이익 (지배)	529.7	582.1	N/A	498.3	554.7	614.2	-5.9	-4.7	N/A
EPS (원)	7,300	8,023	N/A	6,867	7,646	8,465	-5.9	-4.7	N/A
YoY (%)									
매출액	10.8	9.1	N/A	10.3	9.7	8.5			
영업이익	16.0	9.3	N/A	9.6	10.6	9.1			
세전이익	8.5	9.9	N/A	2.2	11.3	9.6			
순이익 (지배)	13.7	9.9	N/A	7.0	11.3	10.7			
EPS	13.7	9.9	N/A	7.0	11.3	10.7			
영업이익률 (%)	18.3	18.3	N/A	17.4	17.5	17.6			
세전이익률 (%)	17.6	17.7	N/A	16.7	16.9	17.1			
순이익률 (지배, %)	13.0	13.1	N/A	12.3	12.5	12.8			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2021년 11월 8일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
연결 매출액	879.0	905.4	934.0	945.9	961.1	996.8	1,010.5	1,072.2	3,237.4	3,664.3	4,040.5	4,433.3	4,810.2
별도 법인	674.8	710.9	686.4	742.7	691.6	735.8	713.8	778.1	2,592.5	2,814.6	2,919.3	3,060.3	3,197.9
말레이시아	240.4	236.7	256.2	246.8	295.7	291.1	315.1	328.2	708.4	980.1	1,230.2	1,476.2	1,712.4
미국	42.9	35.8	58.0	33.0	47.2	46.5	55.1	46.2	152.5	169.7	195.0	218.4	240.3
기타 자회사	20.7	36.1	35.1	42.3	39.3	40.3	45.0	45.4	79.4	134.2	170.0	198.5	224.0
연결 조정	-99.8	-114.1	-101.7	-118.9	-112.8	-116.9	-118.6	-125.8	-295.4	-434.4	-474.0	-520.1	-564.3
YoY (%)													
연결 매출액	14.3	12.4	16.7	9.7	9.3	10.1	8.2	13.3	7.2	13.2	10.3	9.7	8.5
별도 법인	7.4	8.5	7.0	11.3	2.5	3.5	4.0	4.8	2.4	8.6	3.7	4.8	4.5
말레이시아	56.8	51.8	43.3	12.0	23.0	23.0	23.0	33.0	34.6	38.4	25.5	20.0	16.0
미국	57.7	11.5	12.0	-20.3	10.0	30.0	-5.0	40.0	56.7	11.3	14.9	12.0	10.0
기타 자회사	-8.0	114.9	115.3	77.7	90.0	11.6	28.3	7.2	-24.6	69.0	26.7	16.7	12.8
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	76.8	78.5	73.5	78.5	72.0	73.8	70.6	72.6	80.1	76.8	72.3	69.0	66.5
말레이시아	27.3	26.1	27.4	26.1	30.8	29.2	31.2	30.6	21.9	26.7	30.4	33.3	35.6
미국	4.9	4.0	6.2	3.5	4.9	4.7	5.5	4.3	4.7	4.6	4.8	4.9	5.0
기타 자회사	2.4	4.0	3.8	4.5	4.1	4.0	4.5	4.2	2.5	3.7	4.2	4.5	4.7
연결 조정	-11.4	-12.6	-10.9	-12.6	-11.7	-11.7	-11.7	-11.7	-9.1	-11.9	-11.7	-11.7	-11.7
연결 영업이익	170.7	166.4	163.8	139.2	168.9	175.4	177.2	180.1	606.4	640.2	701.5	776.2	846.5
별도 법인	112.0	122.5	104.5	112.9	112.7	119.9	116.3	116.7	455.5	451.9	465.7	491.3	516.6
말레이시아	56.1	59.6	54.8	28.9	57.7	56.8	61.4	64.0	130.1	199.4	239.9	280.5	316.8
미국	5.7	0.9	4.6	-3.4	1.9	1.9	2.2	1.8	19.8	7.8	7.8	10.9	14.4
기타 자회사	-5.8	-8.7	-4.2	-6.0	-4.3	-4.0	-3.7	-3.4	-11.0	-24.7	-15.4	-10.3	-5.5
연결 조정	2.7	-7.9	4.1	6.9	0.8	0.9	0.9	0.9	12.0	5.8	3.5	3.9	4.2
YoY (%)													
연결 영업이익	23.0	-1.6	-2.9	7.3	-1.1	5.4	8.2	29.3	32.3	5.6	9.6	10.6	9.1
별도 법인	-3.2	-9.9	-16.4	43.1	0.6	-2.1	11.3	3.4	15.4	-0.8	3.1	5.5	5.2
말레이시아	122.6	155.8	85.1	-44.4	2.8	-4.7	12.1	121.5	72.1	53.3	20.3	16.9	12.9
미국	119.2	-81.6	-61.0	적전	-66.9	106.8	-52.1	흑전	500.0	-60.6	0.0	40.0	32.0
기타 자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연결 조정	흑전	적전	-32.4	303.1	-69.0	흑전	-78.5	-86.9	흑전	-51.8	-39.8	10.6	9.1
OPM (%)													
연결 영업이익	19.4	18.4	17.5	14.7	17.6	17.6	17.5	16.8	18.7	17.5	17.4	17.5	17.6
별도 법인	16.6	17.2	15.2	15.2	16.3	16.3	16.3	15.0	17.6	16.1	16.0	16.1	16.2
말레이시아	23.3	25.2	21.4	11.7	19.5	19.5	19.5	19.5	18.4	20.3	19.5	19.0	18.5
미국	13.3	2.5	7.9	-10.3	4.0	4.0	4.0	4.0	13.0	4.6	4.0	5.0	6.0
기타 자회사	-28.0	-24.1	-12.0	-14.2	-10.8	-10.0	-8.2	-7.5	-13.8	-18.4	-9.0	-5.2	-2.4
연결 조정	-2.7	6.9	-4.0	-5.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-4.1	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7
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	65.6	73.6	63.8	81.1	66.8	68.4	65.7	64.8	75.1	70.6	66.4	63.3	61.0
말레이시아	32.9	35.8	33.5	20.8	34.1	32.4	34.7	35.5	21.5	31.1	34.2	36.1	37.4
미국	3.3	0.5	2.8	-2.4	1.1	1.1	1.2	1.0	3.3	1.2	1.1	1.4	1.7
기타 자회사	-3.4	-5.2	-2.6	-4.3	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9	-1.8	-3.9	-2.2	-1.3	-0.6
매출총이익	579.8	594.2	603.4	611.6	630.1	650.1	648.8	688.9	2,193.5	2,388.9	2,618.0	2,854.7	3,078.2
세전이익	174.7	159.9	185.8	138.2	162.2	168.8	170.6	171.5	540.4	658.6	673.1	749.4	821.4
순이익(지배)	125.8	115.9	136.5	87.5	120.1	125.0	126.3	126.9	404.9	465.7	498.3	554.7	614.2
EBITDA	304.4	297.6	293.7	275.8	294.7	301.3	303.1	306.0	1,149.7	1,164.8	1,184.9	1,251.0	1,315.8
YoY (%)													
매출총이익	11.1	7.1	12.5	5.3	8.7	9.4	7.5	12.6	9.2	8.9	9.6	9.0	7.8
세전이익	26.3	0.2	24.5	48.1	-7.1	5.6	-8.2	24.1	19.7	21.9	2.2	11.3	9.6
순이익(지배)	23.8	-2.6	16.8	29.6	-4.5	7.9	-7.5	45.1	21.6	15.0	7.0	11.3	10.7
EBITDA	10.4	-1.9	-3.6	3.7	-3.2	1.2	3.2	10.9	18.1	1.3	1.7	5.6	5.2
매출총이익률 (%)	66.0	65.6	64.6	64.7	65.6	65.2	64.2	64.3	67.8	65.2	64.8	64.4	64.0
세전이익률 (%)	19.9	17.7	19.9	14.6	16.9	16.9	16.9	16.0	16.7	18.0	16.7	16.9	17.1
순이익률(지배) (%)	14.3	12.8	14.6	9.2	12.5	12.5	12.5	11.8	12.5	12.7	12.3	12.5	12.8
EBITDA 마진 (%)	34.6	32.9	31.5	29.2	30.7	30.2	30.0	28.5	35.5	31.8	29.3	28.2	27.4

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
별도 매출액	674.8	710.9	686.4	742.7	691.6	735.8	713.8	778.1	2,592.5	2,814.6	2,919.3	3,060.3	3,197.9
국내 환경가전	538.5	558.9	556.2	591.7	547.5	575.0	576.1	618.4	2,127.2	2,245.3	2,317.1	2,423.7	2,524.9
렌탈	394.4	388.7	380.5	378.8	385.5	402.8	398.2	392.0	1,596.4	1,542.4	1,578.6	1,642.3	1,694.7
홈케어	98.0	127.4	136.9	180.6	127.4	137.6	143.7	195.0	304.1	542.8	603.7	652.0	704.1
멤버십	24.1	23.7	23.1	22.5	22.3	22.0	21.4	20.9	99.2	93.5	86.7	82.1	79.3
일시불	18.8	15.8	12.5	6.7	9.2	9.4	9.5	7.4	114.0	53.8	35.5	35.1	34.7
기타	3.1	3.2	3.3	3.1	3.1	3.2	3.2	3.1	13.5	12.8	12.5	12.3	12.0
수출	124.6	139.9	119.9	141.7	132.1	148.3	127.1	150.2	404.7	526.1	557.7	591.2	626.7
화장품	11.6	12.1	10.2	9.3	12.0	12.4	10.5	9.6	60.6	43.2	44.5	45.4	46.3
YoY (%)													
별도 매출액	7.4	8.5	7.0	11.3	2.5	3.5	4.0	4.8	2.4	8.6	3.7	4.8	4.5
국내 환경가전	1.7	1.1	9.6	10.1	1.7	2.9	3.6	4.5	0.8	5.6	3.2	4.6	4.2
렌탈	-1.9	-4.1	-4.8	-2.8	-2.3	3.6	4.7	3.5	1.5	-3.4	2.3	4.0	3.2
홈케어	42.2	46.2	139.0	98.9	30.0	8.0	5.0	8.0	17.7	78.5	11.2	8.0	8.0
멤버십	-2.1	-8.4	-6.2	-6.2	-7.5	-7.1	-7.1	-7.1	-7.6	-5.8	-7.2	-5.4	-3.4
일시불	-39.0	-50.5	-47.1	-75.8	-51.0	-40.5	-24.0	10.0	-29.3	-52.8	-34.1	-1.1	-1.1
기타	1.9	23.4	36.4	-41.9	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	15.6	-5.2	-2.0	-2.0	-2.0
수출	52.3	64.2	-0.3	20.8	6.0	6.0	6.0	6.0	17.8	30.0	6.0	6.0	6.0
화장품	-32.9	-30.3	-25.4	-24.4	3.0	3.0	3.0	3.0	-20.6	-28.7	3.0	2.0	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	79.7	79.2	78.2	80.7	79.5	82.1	79.8	79.4	79.2	79.0
렌탈	58.5	54.7	55.4	51.0	55.7	54.7	55.8	50.4	61.6	54.8	54.1	53.7	53.0
홈케어	14.5	17.9	19.9	24.3	18.4	18.7	20.1	25.1	11.7	19.3	20.7	21.3	22.0
멤버십	3.6	3.3	3.4	3.0	3.2	3.0	3.0	2.7	3.8	3.3	3.0	2.7	2.5
일시불	2.8	2.2	1.8	0.9	1.3	1.3	1.3	0.9	4.4	1.9	1.2	1.1	1.1
기타	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
수출	18.5	19.7	17.5	19.1	19.1	20.2	17.8	19.3	15.6	18.7	19.1	19.3	19.6
화장품	1.7	1.7	1.5	1.3	1.7	1.7	1.5	1.2	2.3	1.5	1.5	1.5	1.4
별도 영업이익	112.0	122.5	104.5	112.9	112.7	119.9	116.3	116.7	455.5	451.9	465.7	491.3	516.6
YoY (%)	-3.2	-9.9	-16.4	43.1	0.6	-2.1	11.3	3.4	15.4	-0.8	3.1	5.5	5.2
OPM (%)	16.6	17.2	15.2	15.2	16.3	16.3	16.3	15.0	17.6	16.1	16.0	16.1	16.2
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,842.4	5,903.2	5,987.4	6,018.4	6,105.7	6,180.2	6,263.9	6,323.8	5,809.0	6,018.4	6,323.8	6,624.5	6,889.6
신규 판매 (천대)	321.0	340.4	330.3	334.6	359.5	367.6	346.8	324.6	1,353.8	1,326.3	1,398.6	1,426.5	1,455.1
해약 (천대)	145.2	140.2	129.9	131.7	132.4	134.3	136.0	137.8	692.4	547.0	540.5	567.3	592.6
만기도래 (천계정)	142.3	139.3	125.0	192.0	139.8	158.7	127.2	127.0	540.1	569.8	552.7	558.5	597.4
ARPU (월평균) (원)	28,176	29,295	29,005	31,060	28,204	29,324	29,034	31,091	27,552	29,384	29,470	29,531	29,584
해약률 (월평균) (%)	0.83	0.80	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	1.01	0.78	0.75	0.75	0.75
만기도래 비중 (%)	40.6	36.2	43.8	50.5	40.0	40.0	40.0	40.0	38.3	40.7	40.0	38.5	38.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	515.8	505.3	485.1	485.1	479.7	469.9	451.1	451.2	526.2	485.1	451.2	428.6	415.8
ARPU (월평균) (천원)	15.4	15.5	15.5	15.5	15.4	15.5	15.5	15.5	14.8	15.4	15.4	15.6	15.7
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	16.7	14.4	12.7	10.2	11.7	12.3	12.0	10.2	114.7	54.0	46.2	44.8	43.4
ARPU (천원)	1,127.8	1,095.5	985.8	656.5	789.5	766.8	788.6	722.2	993.9	996.9	768.4	783.8	799.4
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	13.8	14.8	13.2	11.9	14.3	15.1	14.6	13.3	77.6	53.7	57.3	61.4	65.6

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

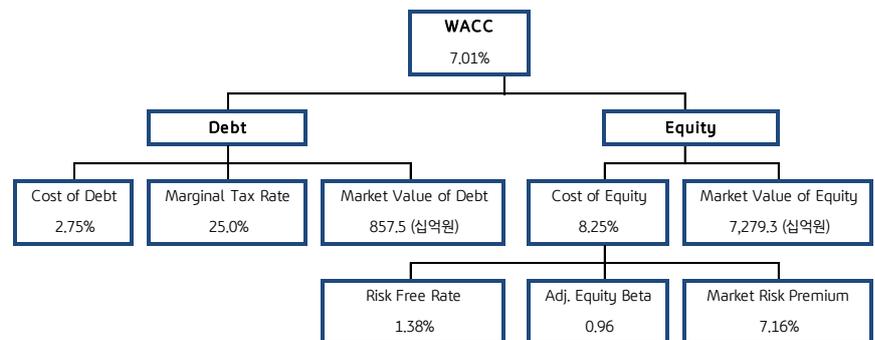
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2021P	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
현금흐름 추정									
영업이익	a	640.2	701.5	776.2	846.5	892.3	910.1	918.7	949.7
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	$C=a*(1-b)$	480.2	526.2	582.2	634.9	669.2	682.6	689.0	712.2
감가상각비 (유형+무형)	d	524.6	483.3	474.8	469.3	464.2	459.2	454.3	449.4
총 현금흐름	$E=C+d$	1,004.7	1,009.5	1,056.9	1,104.2	1,133.4	1,141.8	1,143.3	1,161.7
총 투자	$F=g+h$	-1,036.6	-547.6	-606.3	-614.3	-800.0	-800.0	-800.0	-800.0
운전자본 증감	g	-766.6	-147.6	-156.3	-164.3	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-270.0	-400.0	-450.0	-450.0	-500.0	-500.0	-500.0	-500.0
FCFF	$I=E+F$	-31.9	461.9	450.6	489.9	333.4	341.8	343.3	361.7
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				6.1%	13.6%	21.5%	30.0%	39.2%	
PV of FCFF				369.9	431.4	274.4	262.9	246.7	
Total PV of FCFF (2023E~27E)	j		1,585.3						
영구성장률 (%)			2.4%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2028E 시점)			7,755.3		2028년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		5,572.9		WACC 7.01% (무위험수익률 1.38%, 시장위험프리미엄 7.16%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,158.2						
순현금	m		116.1		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		3.6		3Q21말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.4		3Q21말 기준				
적정 기업가치	$P=L+m+n-o$		7,279.3						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		100,000						
현재주가 (원)			71,600		2022.2.16				
상승여력 (%)			39.7						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			14.4						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			3.12						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 2.75% 사용. 차입금 가치는 3Q21 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 전 (2021.11.8)	변경 후 (2022.2.17)	비고
COE	$A = B + C \times D$	7.97	8.25	
Risk free rate	B	1.12	1.38	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.93	0.96	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.58	0.80	
R ²		0.17	0.18	
Risk premium	$D = E - F$	7.37	7.16	
Market	E	10.97	10.61	2001년~2021년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.61	3.45	2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	2.28	2.75	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,599.5	7,279.3	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		851.2	857.5	총 금융부채 (3Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	6.72	7.01	
영구성장률		2.14%	2.36%	국고채권 30년 수익률

자료: 코웨이, KB증권 추정

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

(원)		Terminal Growth						
		1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
WACC	6.01%	112,015	116,344	121,120	126,418	132,328	138,963	146,463
	6.21%	107,195	111,099	115,388	120,121	125,371	131,227	137,800
	6.41%	102,787	106,324	110,193	114,443	119,133	124,335	130,137
	6.61%	98,742	101,958	105,463	109,297	113,508	118,155	123,309
	6.81%	95,015	97,951	101,138	104,611	108,410	112,583	117,187
	7.01%	91,572	94,259	97,168	100,000	103,768	107,532	111,667
	7.21%	88,380	90,848	93,512	96,394	99,524	102,934	106,664
	7.41%	85,413	87,686	90,132	92,771	95,628	98,729	102,109
	7.61%	82,647	84,747	86,999	89,424	92,039	94,870	97,943
	7.81%	80,064	82,007	84,088	86,320	88,722	91,314	94,119
8.01%	77,646	79,448	81,374	83,436	85,648	88,028	90,597	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,237	3,664	4,041	4,433	4,810
매출원가	1,044	1,275	1,423	1,579	1,732
매출총이익	2,194	2,389	2,618	2,855	3,078
판매비와관리비	1,587	1,749	1,916	2,079	2,232
영업이익	606	640	702	776	847
EBITDA	1,150	1,165	1,185	1,251	1,316
영업외손익	-66	18	-28	-27	-17
이자수익	1	1	1	1	2
이자비용	21	18	19	18	9
지분법손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-46	36	-10	-10	-10
세전이익	540	659	673	749	830
법인세비용	136	193	175	195	216
당기순이익	405	465	498	555	614
지배주주순이익	405	466	498	555	614
수정순이익	405	466	498	555	614

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	7.2	13.2	10.3	9.7	8.5
영업이익 성장률	32.3	5.6	9.6	10.6	9.1
EBITDA 성장률	18.1	1.3	1.7	5.6	5.2
지배기업순이익 성장률	21.6	15.0	7.0	11.3	10.7
매출총이익률	67.8	65.2	64.8	64.4	64.0
영업이익률	18.7	17.5	17.4	17.5	17.6
EBITDA이익률	35.5	31.8	29.3	28.2	27.4
세전이익률	16.7	18.0	16.7	16.9	17.3
지배기업순이익률	12.5	12.7	12.3	12.5	12.8

현금흐름표					
(십억원)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	563	400	834	873	919
당기순이익	405	465	498	555	614
유무형자산상각비	543	525	483	475	469
기타비현금손익 조정	373	355	175	195	216
운전자본증감	-567	-767	-148	-156	-164
매출채권감소 (증가)	-22	13	-50	-57	-66
재고자산감소 (증가)	-25	-42	-26	-30	-35
매입채무증가 (감소)	43	-35	3	-2	-2
기타운전자본증감	-563	-702	-75	-67	-62
기타영업현금흐름	-191	-179	-175	-195	-216
투자활동 현금흐름	-323	-242	-428	-479	-480
유형자산투자감소 (증가)	-325	-270	-400	-450	-450
무형자산투자감소 (증가)	-1	-10	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	0	-11	0	0	0
기타투자현금흐름	4	49	-18	-19	-20
재무활동 현금흐름	-182	-58	-145	-145	-145
금융부채 증감	-182	43	-56	-52	-49
자본의 증감	20	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-87	-91	-94	-98
기타재무현금흐름	-20	-14	2	2	2
기타현금흐름	-3	2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	55	102	261	249	294
기말현금	116	218	479	728	1,022
잉여현금흐름 (FCF)	238	130	434	423	469
순현금흐름	309	70	335	320	363
순현금 (순차입금)	-330	-260	75	395	758

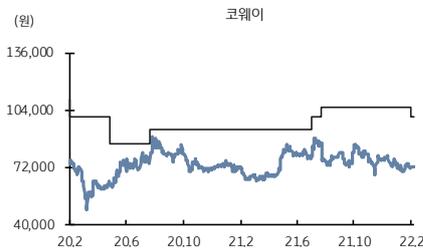
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	3,029	3,670	3,953	4,296	4,704
유동자산	897	1,118	1,474	1,832	2,249
현금 및 현금성자산	116	218	479	728	1,022
단기금융자산	298	357	375	394	414
매출채권	317	333	383	440	506
재고자산	134	174	200	230	265
기타유동자산	32	35	37	39	42
비유동자산	2,132	2,552	2,479	2,464	2,455
투자자산	23	26	26	26	26
유형자산	1,225	1,121	1,047	1,031	1,021
무형자산	140	184	185	187	187
기타비유동자산	744	1,220	1,220	1,220	1,220
부채총계	1,539	1,776	1,652	1,534	1,426
유동부채	1,417	1,160	1,055	956	866
매입채무	69	74	77	76	74
단기금융부채	715	357	322	289	260
기타유동부채	634	729	656	591	532
비유동부채	122	615	597	578	560
장기금융부채	29	478	458	438	418
기타비유동부채	93	138	139	141	143
자본총계	1,490	1,894	2,301	2,762	3,278
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-14	8	8	8	8
이익잉여금	1,365	1,747	2,155	2,615	3,131
지배자본 계	1,491	1,895	2,303	2,763	3,280
비지배자본	-1	-1	-2	-2	-2

주요투자지표					
(X, %, 원)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	N/A	11.8	10.6	9.5	8.6
P/B	N/A	2.9	2.3	1.9	1.6
P/S	N/A	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.0	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBIT	9.4	9.0	7.4	6.3	5.3
배당수익률	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
EPS	0	6,310	6,752	7,517	8,322
BVPS	0	25,683	31,205	37,444	44,439
SPS (주당매출액)	0	49,651	54,750	60,073	65,179
DPS (주당배당금)	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
배당성향 (%)	21.5	19.5	18.9	17.7	16.5
수익성지표					
ROE	31.5	27.5	23.7	21.9	20.3
ROA	13.8	13.9	13.1	13.5	13.6
ROIC	19.1	17.7	16.8	16.4	15.7
안정성지표					
부채비율	103.3	93.8	71.8	55.6	43.5
순차입비율	22.2	13.7	순현금	순현금	순현금
유동비율	0.6	1.0	1.4	1.9	2.6
이자보상배율 (배)	28.6	36.3	36.2	43.0	96.0
활동성지표					
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	10.3	11.3	11.3	10.8	10.2
매입채무회전율	51.1	51.3	53.4	58.0	64.3
재고자산회전율	26.2	23.8	21.6	20.6	19.4

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
20-01-03	Buy	박신애	110,000	-18.72	
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	-27.81	-19.71
22-02-17	Buy	박신애	100,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [코웨이]에 대한 주식 등의 유통성공급자입니다.
 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.

투자등급 비율 (2021. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
82.2	17.8	-

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 보고서는 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.