



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

1Q22 Review: 상대적 매력 부각

2022년 5월 20일

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

목표주가 10만원 유지. 당분간 KOSPI 수익률을 상회하는 흐름 예상

투자 의견 Buy와 목표주가 100,000원을 유지한다 (매출 및 영업이익 추정치 변동폭은 3% 미만으로 미미함). 주식시장의 변동성이 크게 확대된 지금은, 그 어느때보다 코웨이의 매력이 돋보이는 시기라고 판단된다. 안정적인 실적 흐름과 밸류에이션 매력 덕분이다 (현재 주가는 12M Fwd P/E 10배 수준). 사회적 거리두기 완화 역시 방판 영업환경 개선에 도움이 될 것으로 예상된다. 주가는 당분간 KOSPI 수익률을 상회하는 흐름을 나타낼 것으로 기대된다.

2022년 연결 매출액 내 해외 법인 비중 36%까지 상승 예상. 말레이시아 및 미국 매출 각각 18%, 14% YoY 성장 기대

코웨이의 2022년 매출액은 4조 78억원 (+9% YoY), 영업이익은 6,998억원 (+9% YoY)을 나타낼 것으로 예상된다. 올해 연결 매출액 및 영업이익에서 해외 자회사들이 차지하는 비중은 각각 36%, 32%까지 상승할 전망이다. 말레이시아 법인의 매출액은 18% 성장하고, 영업이익은 20% 증가할 것으로 추정된다 (2021년과 2022년에 동일 회계 적용한 기준). 높아진 기저 부담으로 인해 외형 성장세가 과거의 +30~40%대 대비로는 다소 낮아진 모습을 보일 전망이다.

1Q22 Review: 대체로 시장 기대치에 부합한 실적. 국내 실적은 견조했으나, 해외 실적은 기대치를 다소 하회

1Q22 연결 매출액은 9,280억원 (+6% YoY), 영업이익은 1,727억원 (+1% YoY)을 기록했다 (컨센서스 대비 매출액은 5% 하회, 영업이익은 부합). ▲**국내 (별도)** 매출은 7,101억원 (+5% YoY), 영업이익은 1,431억원 (+28% YoY)을 나타냈다. ① 렌탈 신규 판매는 노블 시리즈 등 혁신제품 출시와 마케팅 강화에 힘입어 10% YoY 성장했다. ② 월평균 해약률은 1% 미만의 낮은 수준이 유지됐고, ③ 렌탈 계정수는 6.5만 계정 QoQ 순증했다. ④ 영업이익률은 20.2%를 나타내면서 3.6%p YoY 개선됐는데, 마케팅비 집행이 지연된 영향과 손상차손 환입 효과 때문이다. ▲**말레이시아**는 매출은 9% 성장하고 영업이익은 4% 감소했는데, 이는 회계 기준 변경 영향 때문이다 (동일 회계 기준으로는, 매출은 16% 성장하고 영업이익 26% 증가함). 매출 성장률이 다소 둔화된 것은 높은 기저효과 (2021년 3월 정수기 신제품 출시)에 따른 판매량 감소 때문이다. ▲**미국** 매출은 7% 성장하고 (시판 매출 성장률 둔화), 영업이익 24억원 (-58% YoY, OPM 5.2%)을 나타냈다 (전년동기 이례적으로 높았던 마진 & 물류비/관세 증가 영향).

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 100,000

Dividend yield* (%)	1.9
Total return (%)	44.4
현재가 (5/19, 원)	70,200
Consensus target price (원)	99,000
시가총액 (조원)	5.2

* Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	3,664	4,008	4,352	4,676
영업이익 (십억원)	640	700	761	821
지배주주순이익 (십억원)	466	512	543	596
EPS (원)	6,310	6,934	7,362	8,070
증감률 (%)	15.0	9.9	6.2	9.6
P/E (x)	11.8	10.1	9.5	8.7
EV/EBITDA (x)	5.0	4.4	3.9	3.5
P/B (x)	2.9	2.2	1.9	1.6
ROE (%)	27.4	24.2	21.3	19.7
배당수익률 (%)	1.7	1.9	1.9	2.0

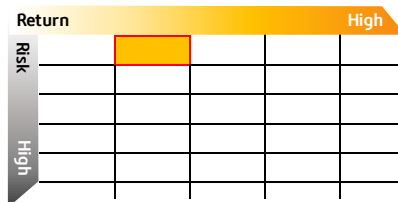
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	10.5
외국인 지분율 (%)	61.3
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 7.5

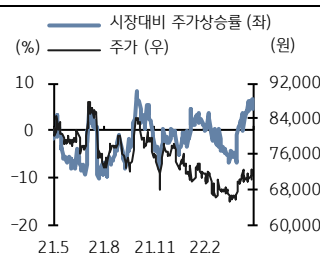
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	-1.8	-6.1	-12.2
시장대비 상대수익률	12.0	3.4	5.9	5.5

Risk & Total Return (annualized over three years)

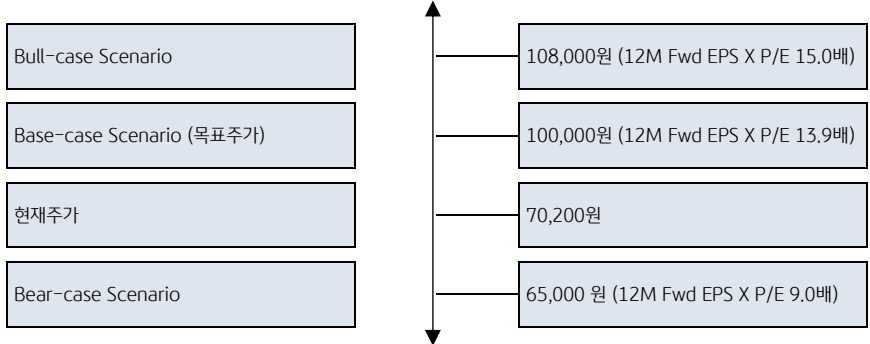


Stock Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR +4%
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR +16%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 상회
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +16% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 하회
 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +16% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,040.5	4,433.3	4,007.8	4,351.5	-0.8	-1.8
영업이익	701.5	776.2	699.8	760.6	-0.3	-2.0
순이익 (지배)	498.3	554.7	509.8	543.3	2.3	-2.1

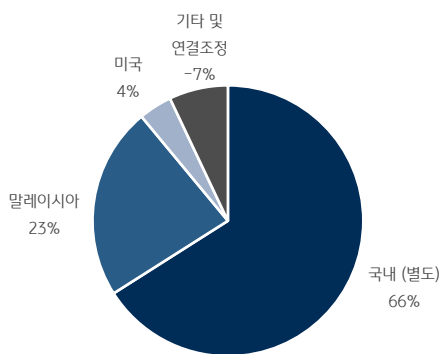
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,007.8	4,351.5	4,021.7	4,400.3	-0.3	-1.1
영업이익	699.8	760.6	714.0	779.9	-2.0	-2.5
순이익 (지배)	509.8	543.3	514.1	562.0	-0.8	-3.3

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	5,180.7	9.9	8.0	2.07	21.0	4.3	2.0
아모레퍼시픽	8,949.4	31.9	43.4	2.07	6.5	10.6	8.9
LG 생활건강	10,433.0	17.4	-0.7	1.97	11.3	7.8	-1.1

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.55%, 영구성장률 2.90% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 108,000원 ~ 65,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 13.9배, P/B 2.95배

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 1Q22 실적

(십억원)	1Q22P	1Q21	YoY (%)	4Q21	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	928.0	879.0	5.6	945.9	-1.9	971.6	-4.5	961.1	-3.4
영업이익	172.7	170.7	1.1	139.2	24.0	171.7	0.6	168.9	2.3
세전이익	191.9	174.7	9.8	138.2	38.8	169.8	13.0	162.2	18.3
순이익 (지배)	135.1	125.8	7.3	87.5	54.4	122.2	10.6	120.1	12.5
영업이익률 (%)	18.6	19.4		14.7		17.7		17.6	
세전이익률 (%)	20.7	19.9		14.6		17.5		16.9	
순이익률 (지배, %)	14.6	14.3		9.2		12.6		12.5	

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	4,040.5	4,433.3	4,810.2	4,007.8	4,351.5	4,675.7	-0.8	-1.8	-2.8
영업이익	701.5	776.2	846.5	699.8	760.6	821.3	-0.3	-2.0	-3.0
세전이익	673.1	749.4	821.4	700.9	734.0	796.5	4.1	-2.1	-3.0
순이익 (지배)	498.3	554.7	614.2	509.8	543.3	595.5	2.3	-2.1	-3.0
EPS (원)	6,867	7,646	8,465	7,027	7,489	8,208	2.3	-2.1	-3.0
YoY (%)									
매출액	10.3	9.7	8.5	9.4	8.6	7.5			
영업이익	9.6	10.6	9.1	9.3	8.7	8.0			
세전이익	2.2	11.3	9.6	6.4	4.7	8.5			
순이익 (지배)	7.0	11.3	10.7	9.5	6.6	9.6			
EPS	7.0	11.3	10.7	9.5	6.6	9.6			
영업이익률 (%)	17.4	17.5	17.6	17.5	17.5	17.6			
세전이익률 (%)	16.7	16.9	17.1	17.5	16.9	17.0			
순이익률 (지배, %)	12.3	12.5	12.8	12.7	12.5	12.7			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2022년 2월 17일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연결 매출액	879.0	905.4	934.0	945.9	928.0	997.2	1,008.4	1,074.2	3,237.4	3,664.3	4,007.8	4,351.5	4,675.7
별도 법인	674.8	710.9	686.4	742.7	710.1	729.8	708.3	773.9	2,592.5	2,814.6	2,922.0	3,063.2	3,203.9
말레이시아	240.4	236.7	256.2	246.8	262.8	276.9	299.8	315.9	708.4	980.1	1,155.4	1,328.7	1,501.4
미국	42.9	35.8	58.0	33.0	45.8	46.5	55.1	46.2	152.5	169.7	193.6	216.9	238.6
기타 자회사	20.7	36.1	35.1	42.3	50.1	54.7	57.3	57.6	79.4	134.2	219.8	253.3	280.4
연결 조정	-99.8	-114.1	-101.7	-118.9	-140.8	-110.8	-112.0	-119.4	-295.4	-434.4	-483.0	-510.5	-548.6
YoY (%)													
연결 매출액	14.3	12.4	16.7	9.7	5.6	10.1	8.0	13.6	7.2	13.2	9.4	8.6	7.5
별도 법인	7.4	8.5	7.0	11.3	5.2	2.7	3.2	4.2	2.4	8.6	3.8	4.8	4.6
말레이시아	56.8	51.8	43.3	12.0	9.3	17.0	17.0	28.0	34.6	38.4	17.9	15.0	13.0
미국	57.7	11.5	12.0	-20.3	6.8	30.0	-5.0	40.0	56.7	11.3	14.1	12.0	10.0
기타 자회사	-8.0	114.9	115.3	77.7	142.0	51.6	63.4	36.3	-24.6	69.0	63.8	15.2	10.7
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	76.5	73.2	70.2	72.0	80.1	76.8	72.9	70.4	68.5
말레이시아	27.3	26.1	27.4	26.1	28.3	27.8	29.7	29.4	21.9	26.7	28.8	30.5	32.1
미국	4.9	4.0	6.2	3.5	4.9	4.7	5.5	4.3	4.7	4.6	4.8	5.0	5.1
기타 자회사	2.4	4.0	3.8	4.5	5.4	5.5	5.7	5.4	2.5	3.7	5.5	5.8	6.0
연결 조정	-11.4	-12.6	-10.9	-12.6	-15.2	-11.1	-11.1	-11.1	-9.1	-11.9	-12.1	-11.7	-11.7
연결 영업이익	170.7	166.4	163.8	139.2	172.7	171.2	176.0	179.9	606.4	640.2	699.8	760.6	821.3
별도 법인	112.0	122.5	104.5	112.7	143.1	116.8	116.2	116.9	455.5	451.7	492.9	497.9	524.0
말레이시아	56.1	59.6	54.8	28.9	53.7	55.4	60.0	63.2	130.1	199.4	232.2	259.1	285.3
미국	5.7	0.9	4.6	-3.4	2.4	2.3	2.8	2.3	19.8	7.8	9.8	10.8	14.3
기타 자회사	-5.8	-8.7	-4.2	-6.0	-4.7	-4.1	-3.7	-3.4	-11.0	-24.7	-15.9	-11.0	-6.4
연결 조정	2.7	-7.9	4.1	7.1	-21.9	0.9	0.9	0.9	12.0	6.0	-19.2	3.8	4.1
YoY (%)													
연결 영업이익	23.0	-1.6	-2.9	7.3	1.1	2.9	7.5	29.2	32.3	5.6	9.3	8.7	8.0
별도 법인	-3.2	-9.9	-16.4	42.8	27.8	-4.7	11.2	3.7	15.4	-0.8	9.1	1.0	5.2
말레이시아	122.6	155.8	85.1	-44.4	-4.3	-7.1	9.4	118.6	72.1	53.3	16.5	11.6	10.1
미국	119.2	-81.6	-61.0	적전	-57.9	158.6	-40.1	흑전	500.0	-60.6	25.5	10.7	32.0
기타 자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연결 조정	흑전	적전	-32.4	316.0	적전	흑전	-78.7	-87.4	흑전	-50.0	적전	흑전	8.0
OPM (%)													
연결 영업이익	19.4	18.4	17.5	14.7	18.6	17.2	17.5	16.7	18.7	17.5	17.5	17.5	17.6
별도 법인	16.6	17.2	15.2	15.2	20.2	16.0	16.4	15.1	17.6	16.0	16.9	16.3	16.4
말레이시아	23.3	25.2	21.4	11.7	20.4	20.0	20.0	20.0	18.4	20.3	20.1	19.5	19.0
미국	13.3	2.5	7.9	-10.3	5.2	5.0	5.0	5.0	13.0	4.6	5.1	5.0	6.0
기타 자회사	-28.0	-24.1	-12.0	-14.2	-9.4	-7.5	-6.5	-5.9	-13.8	-18.4	-7.2	-4.4	-2.3
연결 조정	-2.7	6.9	-4.0	-6.0	15.5	-0.8	-0.8	-0.7	-4.1	-1.4	4.0	-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	80.9	82.9	68.2	66.0	65.0	75.1	70.6	70.4	65.5	63.8
말레이시아	32.9	35.8	33.5	20.8	31.1	32.4	34.1	35.1	21.5	31.1	33.2	34.1	34.7
미국	3.3	0.5	2.8	-2.4	1.4	1.4	1.6	1.3	3.3	1.2	1.4	1.4	1.7
기타 자회사	-3.4	-5.2	-2.6	-4.3	-2.7	-2.4	-2.1	-1.9	-1.8	-3.9	-2.3	-1.4	-0.8
매출총이익	579.8	594.2	603.4	611.6	599.7	650.4	647.4	690.3	2,193.5	2,388.9	2,587.8	2,792.3	2,981.7
세전이익	174.7	159.9	185.8	138.2	191.9	164.7	169.5	172.1	540.4	658.6	700.9	734.0	796.5
순이익(지배)	125.8	115.9	136.5	87.5	135.1	121.9	125.5	127.4	404.9	465.7	509.8	543.3	595.5
EBITDA	304.4	297.6	293.7	266.9	298.1	293.5	298.4	302.2	1,149.7	1,162.8	1,169.4	1,210.8	1,258.2
YoY (%)													
매출총이익	11.1	7.1	12.5	5.3	3.4	9.5	7.3	12.9	9.2	8.9	8.3	7.9	6.8
세전이익	26.3	0.2	24.5	48.1	9.8	3.0	-8.8	24.5	19.7	21.9	6.4	4.7	8.5
순이익(지배)	23.8	-2.6	16.8	29.6	7.3	5.2	-8.1	45.7	21.6	15.0	9.5	6.6	9.6
EBITDA	10.4	-1.9	-3.6	0.4	-2.1	-1.4	1.6	13.2	18.1	1.1	0.6	3.5	3.9
매출총이익률 (%)	66.0	65.6	64.6	64.7	64.6	65.2	64.2	64.3	67.8	65.2	64.6	64.2	63.8
세전이익률 (%)	19.9	17.7	19.9	14.6	20.7	16.5	16.8	16.0	16.7	18.0	17.5	16.9	17.0
순이익률(지배) (%)	14.3	12.8	14.6	9.2	14.6	12.2	12.4	11.9	12.5	12.7	12.7	12.5	12.7
EBITDA 마진 (%)	34.6	32.9	31.5	28.2	32.1	29.4	29.6	28.1	35.5	31.7	29.2	27.8	26.9

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
별도 매출액	674.8	710.9	686.4	742.7	710.1	729.8	708.3	773.9	2,592.5	2,814.6	2,922.0	3,063.2	3,203.9
국내 환경가전	538.5	558.9	556.2	591.7	559.5	569.1	570.6	614.1	2,127.2	2,245.3	2,313.2	2,419.5	2,523.3
렌탈	394.4	388.7	380.5	378.8	365.1	400.9	396.4	390.0	1,596.4	1,542.4	1,552.4	1,613.0	1,665.1
홈케어	98.0	127.4	136.9	180.6	159.9	137.6	143.7	195.0	304.1	542.8	636.3	687.2	742.1
멤버십	24.1	23.7	23.1	22.5	22.7	21.8	21.4	20.9	99.2	93.5	86.9	82.2	79.5
일시불	18.8	15.8	12.5	6.7	8.6	5.5	5.8	5.1	114.0	53.8	25.1	24.8	24.5
기타	3.1	3.2	3.3	3.1	3.1	3.2	3.2	3.1	13.5	12.8	12.6	12.4	12.1
수출	124.6	139.9	119.9	141.7	141.5	148.3	127.1	150.2	404.7	526.1	567.1	601.1	637.2
화장품	11.6	12.1	10.2	9.3	9.1	12.4	10.5	9.6	60.6	43.2	41.7	42.5	43.3
YoY (%)													
별도 매출액	7.4	8.5	7.0	11.3	5.2	2.7	3.2	4.2	2.4	8.6	3.8	4.8	4.6
국내 환경가전	1.7	1.1	9.6	10.1	3.9	1.8	2.6	3.8	0.8	5.6	3.0	4.6	4.3
렌탈	-1.9	-4.1	-4.8	-2.8	-7.4	3.1	4.2	2.9	1.5	-3.4	0.6	3.9	3.2
홈케어	42.2	46.2	139.0	98.9	63.2	8.0	5.0	8.0	17.7	78.5	17.2	8.0	8.0
멤버십	-2.1	-8.4	-6.2	-6.2	-6.1	-7.9	-7.1	-7.1	-7.6	-5.8	-7.0	-5.4	-3.4
일시불	-39.0	-50.5	-47.1	-75.8	-54.4	-65.0	-53.6	-23.0	-29.3	-52.8	-53.4	-1.1	-1.1
기타	1.9	23.4	36.4	-41.9	0.2	-2.0	-2.0	-2.0	15.6	-5.2	-1.5	-2.0	-2.0
수출	52.3	64.2	-0.3	20.8	13.5	6.0	6.0	6.0	17.8	30.0	7.8	6.0	6.0
화장품	-32.9	-30.3	-25.4	-24.4	-21.4	3.0	3.0	3.0	-20.6	-28.7	-3.5	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	78.8	78.0	80.6	79.4	82.1	79.8	79.2	79.0	78.8
렌탈	58.5	54.7	55.4	51.0	51.4	54.9	56.0	50.4	61.6	54.8	53.1	52.7	52.0
홈케어	14.5	17.9	19.9	24.3	22.5	18.9	20.3	25.2	11.7	19.3	21.8	22.4	23.2
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	1.2	0.8	0.8	0.7	4.4	1.9	0.9	0.8	0.8
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	19.9	20.3	18.0	19.4	15.6	18.7	19.4	19.6	19.9
화장품	1.7	1.7	1.5	1.3	1.3	1.7	1.5	1.2	2.3	1.5	1.4	1.4	1.4
별도 영업이익	112.0	122.5	104.5	112.7	143.1	116.8	116.2	116.9	455.5	451.7	492.9	497.9	524.0
YoY (%)	-3.2	-9.9	-16.4	42.8	27.8	-4.7	11.2	3.7	15.4	-0.8	9.1	1.0	5.2
OPM (%)	16.6	17.2	15.2	15.2	20.2	16.0	16.4	15.1	17.6	16.0	16.9	16.3	16.4
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,842.4	5,903.2	5,987.4	6,018.4	6,083.9	6,158.9	6,243.1	6,300.1	5,809.0	6,018.4	6,300.1	6,606.1	6,876.2
신규 판매 (천대)	321.0	340.4	330.3	334.6	352.5	367.6	346.8	321.3	1,353.8	1,326.3	1,388.3	1,429.9	1,458.5
해약 (천대)	145.2	140.2	129.9	131.7	132.4	133.8	135.5	137.3	692.4	547.0	539.1	565.3	591.0
만기도래 (천계정)	142.3	139.3	125.0	192.0	154.7	158.7	127.2	127.0	540.1	569.8	567.5	558.5	597.4
ARPU (월평균) (원)	28,176	29,295	29,005	31,060	28,924	29,324	29,034	31,091	27,552	29,384	29,612	29,703	29,757
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	44.2	40.0	40.0	40.0	38.3	40.7	41.1	38.5	38.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	515.8	505.3	485.1	485.1	471.7	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	15.8	15.5	15.5	15.5	14.8	15.4	15.5	15.6	15.7
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	16.7	14.4	12.7	10.2	7.0	7.2	7.4	7.1	114.7	54.0	28.7	27.8	27.0
ARPU (천원)	1,127.8	1,095.5	985.8	656.5	1,230.7	766.8	788.6	722.2	993.9	996.9	874.2	891.7	909.6
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	13.8	14.8	13.2	11.9	14.1	15.1	14.5	13.7	77.6	53.7	57.3	61.5	65.8

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

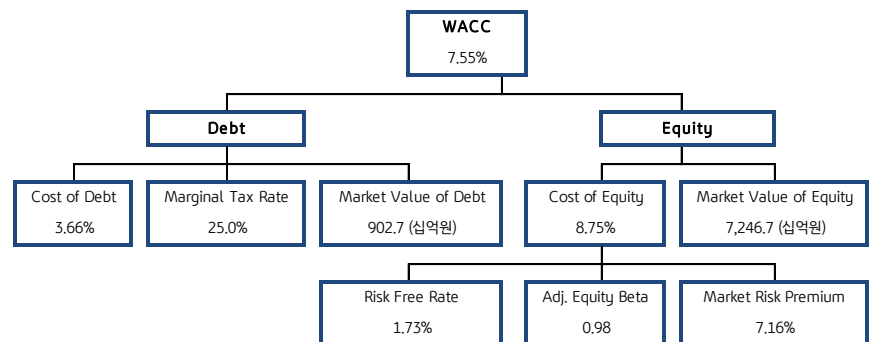
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
현금흐름 추정									
영업이익	a	640.2	699.8	760.6	821.3	867.4	884.7	893.0	914.2
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	524.8	570.5	616.0	650.5	663.5	669.8	685.7
감가상각비 (유형+무형)	d	522.5	469.7	450.1	436.9	427.9	419.1	410.5	402.1
총 현금흐름	$E=C+d$	1,002.7	994.5	1,020.6	1,052.9	1,078.5	1,082.6	1,080.3	1,087.7
총 투자	$F=g+h$	-1,104.6	-500.8	-553.7	-560.0	-730.0	-730.0	-730.0	-730.0
운전자본 증감	g	-829.0	-150.8	-153.7	-160.0	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-275.6	-350.0	-400.0	-400.0	-430.0	-430.0	-430.0	-430.0
FCFF	$I=E+F$	-101.9	493.7	466.9	492.9	348.5	352.6	350.3	357.7
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				4.7%	12.6%	21.1%	30.2%	40.0%	
PV of FCFF				276.2	437.9	287.8	270.8	250.1	
Total PV of FCFF (2023E~27E)	j		1,522.8						
영구성장률 (%)			2.90%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2028E 시점)			7,697.2		2028년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		5,496.1		WACC 7.55% (무위험수익률 1.73%, 시장위험프리미엄 7.16%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		7,018.9						
순현금	m		188.7		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		37.5		1Q22말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.6		1Q22말 기준				
적정 기업가치	$P=L+m+n-o$		7,246.7						
주식수 (천주)	q		72,556						
목표주가 (원)	$R=P/q$		100,000						
현재주가 (원)			70,200		2022.5.19				
상승여력 (%)			42.5						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			13.9						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			2.95						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.66% 사용. 차입금 가치는 4Q21 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 (2022.2.17)	변경 후 (2022.5.20)	비고
COE	$A = B + C \times D$	8.25	8.75	
Risk free rate	B	1.38	1.73	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.96	0.98	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.80	0.86	
R ²		0.18	0.17	
Risk premium	$D = E - F$	7.16	7.16	
Market	E	10.61	10.61	2001년~2021년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.45	3.45	2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	2.75	3.66	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,279.3	7,246.7	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		857.5	902.7	총 금융부채 (4Q21말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	7.01	7.55	
영구성장률		2.36%	2.90%	국고채권 30년 수익률

자료: 코웨이, KB증권 추정

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

(원)		Terminal Growth						
		2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%
WACC	6.55%	111,174	115,451	120,172	125,411	131,258	137,825	145,253
	6.75%	106,466	110,325	114,564	119,244	124,438	130,234	136,744
	6.95%	102,163	105,658	109,483	113,686	118,326	123,475	129,221
	7.15%	98,214	101,393	104,859	108,651	112,818	117,418	122,522
	7.35%	94,577	97,479	100,631	104,067	107,827	111,958	116,518
	7.55%	91,216	93,875	96,752	100,000	103,284	107,011	111,106
	7.75%	88,102	90,544	93,179	96,032	99,131	102,508	106,203
	7.95%	85,208	87,457	89,878	92,491	95,320	98,392	101,740
	8.15%	82,511	84,589	86,819	89,219	91,810	94,614	97,660
	8.35%	79,992	81,916	83,976	86,187	88,567	91,135	93,916
	8.55%	77,634	79,419	81,326	83,369	85,561	87,921	90,467

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,237	3,664	4,008	4,352	4,676
매출원가	1,044	1,275	1,420	1,559	1,694
매출총이익	2,194	2,389	2,588	2,792	2,982
판매비와관리비	1,587	1,749	1,888	2,032	2,160
영업이익	606	640	700	761	821
EBITDA	1,150	1,163	1,169	1,211	1,258
영업외손익	-66	18	1	-27	-17
이자수익	1	1	1	2	3
이자비용	21	18	20	19	10
지분법손익	0	-5	0	0	0
기타영업외손익	-46	40	19	-10	-10
세전이익	540	659	701	734	805
법인세비용	136	193	189	191	209
당기순이익	405	465	512	543	595
지배주주순이익	405	466	512	543	596
수정순이익	405	466	512	543	596

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	7.2	13.2	9.4	8.6	7.5
영업이익 성장률	32.3	5.6	9.3	8.7	8.0
EBITDA 성장률	18.1	1.1	0.6	3.5	3.9
지배기업순이익 성장률	21.6	15.0	9.9	6.2	9.6
매출총이익률	67.8	65.2	64.6	64.2	63.8
영업이익률	18.7	17.5	17.5	17.5	17.6
EBITDA이익률	35.5	31.7	29.2	27.8	26.9
세전이익률	16.7	18.0	17.5	16.9	17.2
지배기업순이익률	12.5	12.7	12.8	12.5	12.7

현금흐름표					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	563	331	830	840	872
당기순이익	405	465	512	543	595
유무형자산상각비	543	523	470	450	437
기타비현금손익 조정	373	340	189	191	209
운전자본증감	-567	-829	-151	-154	-160
매출채권감소 (증가)	-22	109	-37	-43	-49
재고자산감소 (증가)	-25	-91	-35	-41	-47
매입채무증가 (감소)	43	-30	4	4	4
기타운전자본증감	-563	-818	-82	-74	-68
기타영업현금흐름	-191	-168	-189	-191	-209
투자활동 현금흐름	-323	-368	-386	-437	-438
유형자산투자감소 (증가)	-325	-275	-350	-400	-400
무형자산투자감소 (증가)	-1	-10	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	0	-53	0	0	0
기타투자현금흐름	4	-29	-26	-27	-28
재무활동 현금흐름	-182	-9	-151	-150	-150
금융부채 증감	-181	95	-61	-57	-53
자본의 증감	20	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-87	-91	-94	-98
기타재무현금흐름	-20	-16	1	1	1
기타현금흐름	-3	2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	55	-43	294	252	284
기말현금	116	73	367	620	903
잉여현금흐름 (FCF)	238	56	480	440	472
순현금흐름	308	15	362	336	365
순현금 (순차입금)	-316	-301	61	397	762

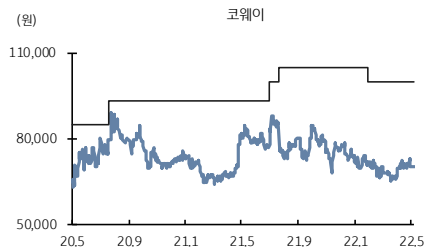
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	3,029	3,801	4,085	4,410	4,794
유동자산	897	1,106	1,501	1,865	2,277
현금 및 현금성자산	116	73	367	620	903
단기금융자산	298	510	536	562	591
매출채권	317	249	286	329	379
재고자산	134	235	270	311	357
기타유동자산	32	39	41	43	46
비유동자산	2,132	2,694	2,585	2,544	2,517
투자자산	23	63	63	63	63
유형자산	1,225	1,160	1,049	1,007	979
무형자산	140	183	184	186	187
기타비유동자산	744	1,288	1,288	1,288	1,288
부채총계	1,539	1,896	1,760	1,636	1,522
유동부채	1,417	1,293	1,176	1,072	978
매입채무	69	88	91	95	98
단기금융부채	701	388	366	330	297
기타유동부채	648	817	719	647	583
비유동부채	122	603	584	564	545
장기금융부채	29	496	476	456	436
기타비유동부채	93	107	108	108	109
자본총계	1,490	1,904	2,325	2,774	3,272
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	1,757	2,178	2,627	3,125
지배자본 계	1,491	1,906	2,327	2,776	3,274
비지배자본	-1	-1	-2	-2	-2

주요투자지표					
(X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	13.3	11.8	10.1	9.5	8.7
P/B	3.6	2.9	2.2	1.9	1.6
P/S	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.9	5.0	4.4	3.9	3.5
EV/EBIT	9.4	9.0	7.3	6.3	5.4
배당수익률	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0
BVPS	5,486	6,310	6,934	7,362	8,070
BVPS	20,207	25,825	31,531	37,615	44,357
SPS (주당매출액)	43,868	49,651	54,307	58,964	63,357
DPS (주당배당금)	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
배당성향 (%)	21.5	19.5	18.4	18.0	17.1
수익성지표					
ROE	31.5	27.4	24.2	21.3	19.7
ROA	13.8	13.6	13.0	12.8	12.9
ROIC	20.3	19.3	17.8	16.7	16.0
안정성지표					
부채비율	103.3	99.6	75.7	59.0	46.5
순차입비율	21.2	15.8	순현금	순현금	순현금
유동비율	0.6	0.9	1.3	1.7	2.3
이자보상배율 (배)	28.6	35.8	35.7	40.6	86.3
활동성지표					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	10.3	13.0	15.0	14.1	13.2
매입채무회전율	51.1	46.9	44.9	46.9	48.4
재고자산회전율	26.2	19.9	15.9	15.0	14.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
20-05-19	Buy	박신애	85,000	-16.57	
20-06-29	Buy	박신애	85,000	-12.17	-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 (2022. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
83.3	16.7	-

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.