



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코웨이 (021240)

1Q23 Preview: 밸류에이션 신저점

2023년 3월 16일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

현재 주가는 P/E 7배로, 2003년 이래 가장 낮은 수준

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 80,000원으로 11% 하향한다. 안정적인 실적 흐름 및 다각화된 사업 포트폴리오를 갖춰 있음에도 불구하고 주가는 계속해 부진한 모습이다 (2020년 이후 배당성향 감소, 2021년부터 잉여현금흐름 감소 추세 등 영향). 현재 주가는 P/E 7배에 거래 중으로, 2003년 이래 가장 낮은 수준이다. 저가 매수 접근이 가능하다.

2023년 연결 매출액 +7%, 영업이익 +9% 성장 전망. 말레이시아와 미국 매출은 두 자릿수 성장 기대

2023년 연결 매출과 영업이익은 각각 7%, 9% 성장할 것으로 예상된다. 국내 (별도) 매출과 영업이익 성장률은 +2% 미만에 불과할 전망이다, 말레이시아와 미국 매출이 각각 15%, 14% 성장할 것으로 추정된다 (해외 매출액 기여도 3.2%p YoY 상승 전망). 올해 국내 사업은 소유권 도래 계정수가 많아 계정 순증이 9.3만 계정에 그칠 전망이지만, 신규 카테고리 출시 (안마의자), 정수기 렌탈 시장의 경쟁 완화, 가격 인상 효과 등에 힘입어 안정적인 흐름은 이어질 것으로 예상된다. 미국은 현지 시장 공략 및 지역 확장을 위해 2년간의 준비 기간을 거친 후, 2025년에 새로운 판매 모델을 선보일 계획이다. 한편, 태국 매출은 올해 1천억원을 돌파할 것으로 기대된다.

1Q23 Preview: 매출 +9%, 영업이익 +8% 전망. 컨센서스 부합 예상

1Q23 연결 매출은 1조 154억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,860억원 (+8% YoY)을 나타내면서 컨센서스에 부합할 전망이다. ▲국내 (별도) 매출은 7,271억원 (+2% YoY), 영업이익은 1,331억원 (-7% YoY)으로 예상된다 (OPM은 높은 기저효과로 인해 1.9%p YoY 악화될 것으로 추정함). ① 렌탈 신규 판매가 2% YoY 성장하고 ② 월평균 해약률도 0.7% 내외의 낮은 수준을 유지할 것으로 기대되나, ③ 만기도래 계정수가 21.5만 계정에 육박하면서 ④ 렌탈 계정수는 2.3만 계정 QoQ 순증하는데 그칠 것으로 추정된다. ▲말레이시아 매출은 15% 성장하고 영업이익은 1% 증가할 것으로 예상된다. 2월에 새롭게 출시한 에어컨 및 안마의자의 판매 호조가 매출 성장에 기여한 것으로 추정된다. ▲미국 매출은 14% 성장하나, 영업이익은 24% YoY 하락한 18억원으로 추정된다 (OPM 3.5%). 물류비, 창고비 등의 판매비 부담이 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	80,000
Dividend yield* (%)	2.9
Total return (%)	66.5
현재가 (3/16, 원)	48,900
Consensus target price (원)	85,333
시가총액 (조원)	3.6
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

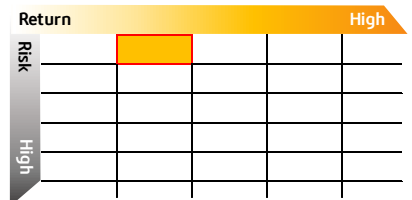
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	10.0
외국인 지분율 (%)	61.3
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 7.5

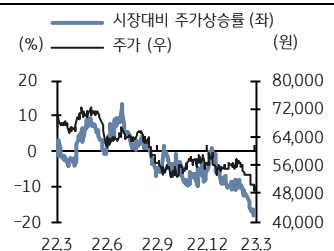
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.1	-11.1	-11.4	-25.2
시장대비 상대수익률	-10.5	-13.2	-12.9	-18.6

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

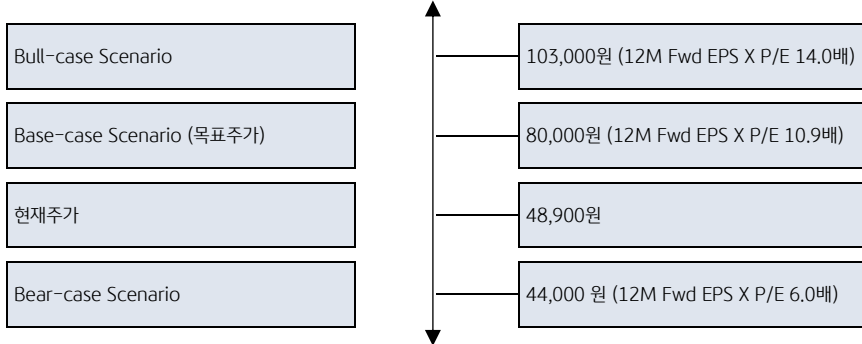


자료: 코웨이, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,856	4,118	4,377	4,666
영업이익 (십억원)	677	740	793	846
지배주주순이익 (십억원)	458	525	566	606
EPS (원)	6,208	7,114	7,665	8,213
증감률 (%)	-1.6	14.6	7.7	7.1
P/E (x)	9.0	6.9	6.4	6.0
EV/EBITDA (x)	3.9	3.1	2.8	2.4
P/B (x)	1.8	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	21.7	20.7	19.0	17.5
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.0	3.1

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR +2.5%
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR +14%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +2.5% 상회
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +14% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +2.5% 하회
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +14% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,307.8	4,628.6	4,117.6	4,377.0	-4.4	-5.4
영업이익	754.6	811.6	739.7	792.8	-2.0	-2.3
순이익 (지배)	533.8	585.9	525.0	565.7	-1.6	-3.4

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

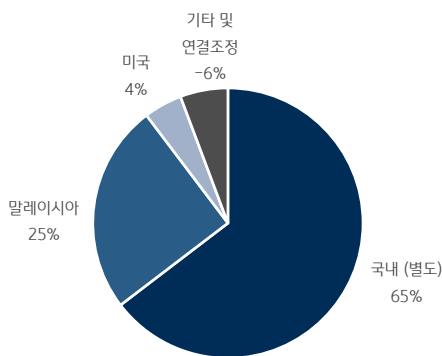
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,117.6	4,377.0	4,083.4	4,254.1	0.8	2.9
영업이익	739.7	792.8	733.0	778.6	0.9	1.8
순이익 (지배)	525.0	565.7	530.5	571.3	-1.0	-1.0

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.60%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 103,000원 ~ 44,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 10.9배, P/B 2.08배

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2022년 기준

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
금리 1%p 상승 시	-0.6	-0.5
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

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	3,608.8	6.8	11.1	1.27	18.8	3.1	0.7
아모레퍼시픽	7,264.8	34.0	54.8	1.69	5.0	11.3	13.4
LG 생활건강	8,730.6	18.6	67.5	1.68	9.0	8.1	12.7

자료: KB증권 추정

표 1. 아모레퍼시픽: 1Q23E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	1Q23E KB증권	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)	1Q23E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2023E KB증권	YoY (%)	2023E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	1,015.4	928.0	9.4	980.2	3.6	981.3	3.5	4,117.6	6.8	4,083.4	0.8
영업이익	186.0	172.7	7.7	163.7	13.6	184.3	0.9	739.7	9.2	733.0	0.9
세전이익	183.2	191.9	-4.5	103.5	77.0	184.0	-0.4	728.5	6.6	724.5	0.6
순이익	131.9	135.0	-2.3	76.4	72.7	138.0	-4.4	524.5	14.6	530.1	-1.0
영업이익률 (%)	18.3	18.6		16.7		18.8		18.0		18.0	
세전이익률 (%)	18.0	20.7		10.6		18.8		17.7		17.7	
순이익률 (%)	13.0	14.5		7.8		14.1		12.7		13.0	

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출액	4,307.8	4,628.6	N/A	4,117.6	4,377.0	4,665.7	-4.4	-5.4	N/A
영업이익	754.6	811.6	N/A	739.7	792.8	845.8	-2.0	-2.3	N/A
세전이익	740.6	800.2	N/A	728.5	784.9	841.0	-1.6	-1.9	N/A
순이익 (지배)	533.8	585.9	N/A	525.0	565.7	606.1	-1.6	-3.4	N/A
EPS (원)	7,357	8,075	N/A	7,236	7,796	8,353	-1.7	-3.5	N/A
YoY (%)									
매출액	11.7	7.4	N/A	6.8	6.3	6.6			
영업이익	11.4	7.5	N/A	9.2	7.2	6.7			
세전이익	8.4	8.0	N/A	6.6	7.7	7.1			
순이익 (지배)	16.5	9.8	N/A	14.6	7.7	7.1			
EPS	16.5	9.8	N/A	14.6	7.7	7.1			
영업이익률 (%)	17.5	17.5	N/A	18.0	18.1	18.1			
세전이익률 (%)	17.2	17.3	N/A	17.7	17.9	18.0			
순이익률 (지배, %)	12.4	12.7	N/A	12.8	12.9	13.0			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2022년 9월 7일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
연결 매출액		928.0	978.2	969.8	980.2	1,015.4	1,032.2	1,051.0	1,019.0	3,664.3	3,856.1	4,117.6	4,377.0	4,665.7	
별도 법인		710.1	700.1	721.2	682.1	727.1	715.1	738.5	696.2	2,814.6	2,813.5	2,876.8	2,936.6	3,026.1	
말레이시아		262.8	274.7	276.5	277.5	302.2	315.9	318.0	319.1	980.1	1,091.5	1,255.2	1,418.4	1,588.6	
미국		45.8	53.7	50.7	49.6	52.2	61.2	57.8	56.5	169.7	199.8	227.8	257.4	285.7	
기타 자회사		50.1	65.3	60.0	69.0	65.9	74.2	73.3	79.5	169.8	244.4	292.8	333.4	371.5	
연결 조정		-140.8	-115.6	-138.7	-98.0	-131.9	-134.1	-136.6	-132.4	-470.0	-493.1	-535.1	-568.8	-606.3	
YoY (%)	연결 매출액	5.6	8.0	3.8	3.6	9.4	5.5	8.4	4.0	13.2	5.2	6.8	6.3	6.6	
	별도 법인	5.2	-1.5	5.1	-8.2	2.4	2.1	2.4	2.1	8.6	-0.0	2.3	2.1	3.1	
	말레이시아	9.3	16.1	7.9	12.4	15.0	15.0	15.0	15.0	38.4	11.4	15.0	13.0	12.0	
	미국	6.8	50.0	-12.6	50.3	14.0	14.0	14.0	14.0	11.3	17.7	14.0	13.0	11.0	
	기타 자회사	142.0	49.8	15.2	29.2	31.4	13.6	22.2	15.2	113.9	43.9	19.8	13.9	11.4	
	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	76.5	71.6	74.4	69.6	71.6	69.3	70.3	68.3	76.8	73.0	69.9	67.1	64.9	
	말레이시아	28.3	28.1	28.5	28.3	29.8	30.6	30.3	31.3	26.7	28.3	30.5	32.4	34.0	
	미국	4.9	5.5	5.2	5.1	5.1	5.9	5.5	5.5	4.6	5.2	5.5	5.9	6.1	
	기타 자회사	5.4	6.7	6.2	7.0	6.5	7.2	7.0	7.8	4.6	6.3	7.1	7.6	8.0	
	연결 조정	-15.2	-11.8	-14.3	-10.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-12.8	-12.8	-13.0	-13.0	-13.0	
연결 영업이익		172.7	176.0	165.1	163.7	186.0	186.8	191.8	175.1	640.2	677.4	739.7	792.8	845.8	
별도 법인		143.1	123.4	135.5	112.8	133.1	130.9	135.1	118.4	451.7	514.7	517.4	528.2	544.2	
말레이시아		53.7	50.4	49.5	48.4	54.4	56.9	57.2	57.4	199.4	202.0	225.9	262.4	293.9	
미국		2.4	8.3	-0.1	-4.0	1.8	2.1	2.0	2.0	7.8	6.6	8.0	9.3	10.3	
기타 자회사		-4.7	-6.3	-8.7	-6.2	-4.2	-4.0	-3.5	-3.5	-24.6	-25.9	-15.3	-11.0	-6.8	
연결 조정		-21.9	0.2	-11.1	12.6	0.9	0.9	1.0	0.9	5.9	-20.1	3.7	3.9	4.2	
YoY (%)	연결 영업이익	1.1	5.7	0.8	17.5	7.7	6.1	16.2	7.0	5.6	5.8	9.2	7.2	6.7	
	별도 법인	27.8	0.7	29.6	0.1	-7.0	6.1	-0.2	4.9	-0.8	14.0	0.5	2.1	3.0	
	말레이시아	-4.3	-15.4	-9.7	67.5	1.3	12.8	15.6	18.7	53.3	1.3	11.9	16.1	12.0	
	미국	-57.9	822.2	적전	적지	-23.9	-74.2	흑전	흑전	-60.6	-15.4	20.8	16.2	11.0	
	기타 자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	
	연결 조정	적전	흑전	적전	89.4	흑전	295.4	흑전	-93.1	-50.8	적전	흑전	7.2	6.7	
	비중 (%)	연결 영업이익	18.6	18.0	17.0	16.7	18.3	18.1	18.2	17.2	17.5	17.6	18.0	18.1	18.1
	별도 법인	20.2	17.6	18.8	16.5	18.3	18.3	18.3	17.0	16.0	18.3	18.0	18.0	18.0	
	말레이시아	20.4	18.3	17.9	17.4	18.0	18.0	18.0	18.0	20.3	18.5	18.0	18.5	18.5	
	미국	5.2	15.5	-0.2	-8.1	3.5	3.5	3.5	3.5	4.6	3.3	3.5	3.6	3.6	
	기타 자회사	-9.4	-9.6	-14.5	-9.0	-6.4	-5.4	-4.8	-4.5	-14.5	-10.6	-5.2	-3.3	-1.8	
	연결 조정	15.5	-0.2	8.0	-12.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-1.3	4.1	-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	82.9	70.1	82.1	68.9	71.5	70.0	70.5	67.6	70.6	76.0	69.9	66.6	64.3	
	말레이시아	31.1	28.6	30.0	29.6	29.3	30.4	29.8	32.8	31.1	29.8	30.5	33.1	34.7	
	미국	1.4	4.7	-0.1	-2.4	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2	
	기타 자회사	-2.7	-3.6	-5.3	-3.8	-2.3	-2.1	-1.9	-2.0	-3.8	-3.8	-2.1	-1.4	-0.8	
	매출총이익	599.7	626.3	612.9	647.6	652.1	656.8	660.1	669.1	2,388.9	2,486.5	2,638.1	2,799.9	2,980.0	
세전이익	191.9	194.1	193.8	103.5	183.2	184.0	189.0	172.3	658.6	683.3	728.5	784.9	841.0		
순이익(지배)	135.1	132.6	114.0	76.5	132.0	132.6	136.2	124.2	465.7	458.2	525.0	565.7	606.1		
EBITDA	298.1	297.6	284.7	279.9	290.7	291.6	296.6	279.9	1,162.8	1,160.3	1,158.8	1,176.9	1,224.4		
YoY (%)	매출총이익	3.4	5.4	1.6	5.9	8.7	4.9	7.7	3.3	8.9	4.1	6.1	6.1	6.4	
	세전이익	9.8	21.4	4.3	-25.1	-4.5	-5.2	-2.5	66.5	21.9	3.8	6.6	7.7	7.1	
	순이익(지배)	7.3	14.5	-16.5	-12.6	-2.2	0.0	19.5	62.4	15.0	-1.6	14.6	7.7	7.1	
	EBITDA	-2.1	-0.0	-3.1	4.8	-2.5	-2.0	4.2	0.0	1.1	-0.2	-0.1	1.6	4.0	
매출총이익률 (%)		64.6	64.0	63.2	66.1	64.2	63.6	62.8	65.7	65.2	64.5	64.1	64.0	63.9	
세전이익률 (%)		20.7	19.8	20.0	10.6	18.0	17.8	18.0	16.9	18.0	17.7	17.7	17.9	18.0	
순이익률(지배) (%)		14.6	13.6	11.8	7.8	13.0	12.8	13.0	12.2	12.7	11.9	12.8	12.9	13.0	
EBITDA 마진 (%)		32.1	30.4	29.4	28.6	28.6	28.2	28.2	27.5	31.7	30.1	28.1	26.9	26.2	

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
별도 매출액	710.1	700.1	721.2	682.1	727.1	715.1	738.5	696.2	2,814.6	2,813.5	2,876.8	2,936.6	3,026.1
국내 환경가전	559.5	573.7	571.3	572.5	568.9	582.6	580.9	581.9	2,245.3	2,277.0	2,314.2	2,343.7	2,400.1
렌탈	365.1	361.3	349.2	343.2	358.6	351.2	338.8	305.5	1,542.4	1,418.9	1,354.2	1,288.5	1,254.9
홈케어	159.9	180.3	189.3	198.1	179.1	201.9	212.0	247.6	542.8	727.5	840.6	941.5	1,035.6
멤버십	22.7	22.2	22.3	22.2	21.4	21.1	21.2	21.1	93.5	89.3	84.7	81.8	79.3
일시불	8.6	6.3	6.8	5.6	6.6	4.9	5.2	4.3	53.8	27.2	21.0	18.4	17.1
기타	3.1	3.6	3.8	3.5	3.1	3.5	3.7	3.5	12.8	14.0	13.7	13.5	13.2
수출	141.5	117.0	141.7	100.8	150.0	124.0	150.2	106.9	526.1	501.0	531.1	563.0	596.8
화장품	9.1	9.4	8.2	8.3	8.2	8.4	7.4	7.5	43.2	35.0	31.5	29.9	29.3
YoY (%)													
별도 매출액	5.2	-1.5	5.1	-8.2	2.4	2.1	2.4	2.1	8.6	-0.0	2.3	2.1	3.1
국내 환경가전	3.9	2.7	2.7	-3.2	1.7	1.6	1.7	1.6	5.6	1.4	1.6	1.3	2.4
렌탈	-7.4	-7.1	-8.2	-9.4	-1.8	-2.8	-3.0	-11.0	-3.4	-8.0	-4.6	-4.9	-2.6
홈케어	63.2	41.5	38.3	9.7	12.0	12.0	12.0	25.0	78.5	34.0	15.5	12.0	10.0
멤버십	-6.1	-6.4	-3.4	-1.5	-5.6	-5.1	-5.1	-5.1	-5.8	-4.4	-5.2	-3.4	-3.1
일시불	-54.4	-60.0	-45.8	-16.9	-22.8	-22.8	-22.8	-22.8	-52.8	-49.4	-22.8	-12.5	-7.3
기타	0.2	11.0	13.3	12.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-5.2	9.4	-2.0	-2.0	-2.0
수출	13.5	-16.4	18.1	-28.8	6.0	6.0	6.0	6.0	30.0	-4.8	6.0	6.0	6.0
화장품	-21.4	-22.5	-19.4	-11.1	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-28.7	-19.0	-10.0	-5.0	-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	78.8	81.9	79.2	83.9	78.2	81.5	78.7	83.6	79.8	80.9	80.4	79.8	79.3
렌탈	51.4	51.6	48.4	50.3	49.3	49.1	45.9	43.9	54.8	50.4	47.1	43.9	41.5
홈케어	22.5	25.8	26.2	29.0	24.6	28.2	28.7	35.6	19.3	25.9	29.2	32.1	34.2
멤버십	3.2	3.2	3.1	3.3	2.9	2.9	2.9	3.0	3.3	3.2	2.9	2.8	2.6
일시불	1.2	0.9	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6	1.9	1.0	0.7	0.6	0.6
기타	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
수출	19.9	16.7	19.6	14.8	20.6	17.3	20.3	15.4	18.7	17.8	18.5	19.2	19.7
화장품	1.3	1.3	1.1	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
별도 영업이익	143.1	123.4	135.5	112.8	133.1	130.9	135.1	118.4	451.7	514.7	517.4	528.2	544.2
YoY (%)	27.8	0.7	29.6	0.1	-7.0	6.1	-0.2	4.9	-0.8	14.0	0.5	2.1	3.0
OPM (%)	20.2	17.6	18.8	16.5	18.3	18.3	18.3	17.0	16.0	18.3	18.0	18.0	18.0
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	6,085.0	6,090.0	6,115.6	6,155.8	6,178.7	6,194.1	6,228.4	6,248.4	6,018.4	6,155.8	6,248.4	6,307.3	6,523.9
신규 판매 (천대)	353.2	347.6	338.7	341.9	358.5	358.0	348.9	352.2	1,326.3	1,381.5	1,417.6	1,445.9	1,474.9
해약 (천대)	126.4	127.8	121.8	122.1	120.7	121.1	121.4	122.1	506.5	498.1	485.2	490.9	500.2
만기도래 (천계정)	160.3	214.8	191.3	179.6	214.9	221.6	193.1	210.1	610.3	746.0	839.8	896.1	758.1
ARPU (월평균) (원)	28,922	29,655	29,411	29,406	29,066	29,803	29,558	29,553	29,384	29,385	29,490	29,601	29,752
해약률 (월평균) (%)	0.70	0.70	0.67	0.67	0.65	0.65	0.65	0.65	0.73	0.69	0.66	0.65	0.66
만기도래 비중 (%)	45.8	54.1	60.2	56.6	57.0	57.0	60.0	58.0	43.6	54.0	57.9	57.0	56.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	470.6	468.4	460.0	456.1	447.1	444.9	437.0	433.3	485.1	456.1	433.3	420.3	407.7
ARPU (월평균) (천원)	15.8	15.8	16.0	16.1	15.8	15.7	16.0	16.1	15.4	15.8	15.9	16.0	16.0
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	7.0	6.1	5.8	4.2	5.2	4.6	4.3	3.1	54.0	23.0	17.2	14.6	13.2
ARPU (천원)	1,230.7	1,040.3	1,176.7	1,334.4	1,267.6	1,071.5	1,212.0	1,374.4	996.9	1,185.6	1,221.2	1,257.8	1,295.5
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	14.1	12.7	14.5	11.9	13.7	13.3	13.1	12.2	53.7	53.1	52.3	52.8	54.4

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 과거 수치도 KB증권 추정치

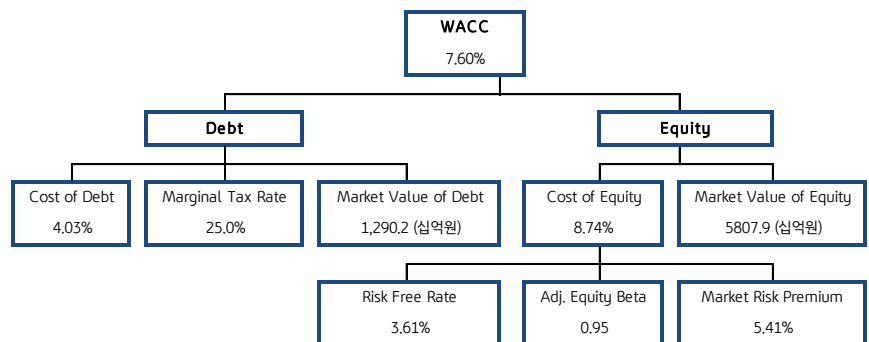
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
현금흐름 추정									
영업이익	a	677.4	739.7	792.8	845.8	849.2	878.9	879.4	905.8
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	$C=a*(1-b)$	508.0	554.8	594.6	634.3	636.9	659.2	659.5	679.3
감가상각비 (유형+무형)	d	482.9	419.1	384.1	378.6	367.0	352.2	338.0	324.4
총 현금흐름	$E=C+d$	990.9	973.8	978.7	1,012.9	1,003.9	1,011.4	997.5	1,003.7
총 투자	$F=g+h$	-977.4	-443.7	-452.8	-510.3	-650.0	-650.0	-650.0	-650.0
운전자본 증감	g	-707.7	-143.7	-152.8	-160.3	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-269.7	-300.0	-300.0	-350.0	-350.0	-350.0	-350.0	-350.0
FCFF	$I=E+F$	13.6	530.2	525.9	502.6	353.9	361.4	347.5	353.7
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				6.0%	14.1%	22.8%	32.1%	42.1%	
PV of FCFF				394.0	440.5	288.2	273.6	244.5	
Total PV of FCFF (2024E~28E)	j		1,640.8						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2029E 시점)			5,798.3		2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		4,079.3		WACC 7.60% (무위험수익률 3.61%, 시장위험프리미엄 5.41%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		5,720.1						
순현금	m		53.0		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		33.0		4Q22말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.8		4Q22말 기준				
적정 기업가치	$P=L+m+n-o$		5,807.9						
주식수 (천주)	q		72,564						
목표주가 (원)	$R=P/q$		80,000						
현재주가 (원)			48,900		2023.3.16				
상승여력 (%)			63.6						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			10.9						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			2.08						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 4.03% 사용. 차입금 가치는 3Q22 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 (2022.9.7)	변경 후 (2023.3.16)	비고
COE	$A = B + C \times D$	9.62	8.74	
Risk free rate	B	2.89	3.61	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.94	0.95	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.58	0.41	
R ²		0.14	0.09	
Risk premium	$D = E - F$	7.16	5.41	
Market	E	10.61	8.72	2001년~2022년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.45	3.32	2001년~2022년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	4.01	4.03	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		6,571.5	5,807.9	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		1,284.6	1,290.2	총 금융부채 (3Q22말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	8.29	7.60	

자료: 코웨이, KB증권 추정

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

(원)		Terminal Growth						
		0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
WACC	6.60%	87,285	89,573	92,034	94,687	97,558	100,672	104,064
	6.80%	84,497	86,611	88,879	91,317	93,947	96,792	99,878
	7.00%	81,892	83,849	85,944	88,191	90,608	93,214	96,034
	7.20%	79,451	81,268	83,208	85,284	87,511	89,906	92,489
	7.40%	77,159	78,849	80,650	82,573	84,630	86,838	89,211
	7.60%	75,004	76,579	78,254	80,000	81,944	83,984	86,171
	7.80%	72,974	74,444	76,005	77,665	79,433	81,322	83,343
	8.00%	71,057	72,432	73,889	75,436	77,081	78,835	80,706
	8.20%	69,244	70,533	71,896	73,340	74,873	76,504	78,242
	8.40%	67,528	68,737	70,014	71,365	72,797	74,316	75,932
8.60%	65,901	67,037	68,235	69,500	70,839	72,258	73,765	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022P (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	3,664	3,856	4,118	4,377	4,666
매출원가	1,275	1,370	1,480	1,577	1,686
매출총이익	2,389	2,486	2,638	2,800	2,980
판매비와관리비	1,749	1,809	1,898	2,007	2,134
영업이익	640	677	740	793	846
EBITDA	1,163	1,160	1,159	1,177	1,224
영업외손익	18	6	-11	-8	-5
이자수익	1	3	5	7	8
이자비용	18	33	36	34	33
지분법손익	-5	-6	0	0	0
기타영업외손익	40	42	20	20	20
세전이익	659	683	728	785	841
법인세비용	193	226	204	220	235
당기순이익	465	458	525	565	606
지배주주순이익	466	458	525	566	606
수정순이익	466	458	525	566	606

성장성 및 수익성 비율 (%)	2021A	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.2	5.2	6.8	6.3	6.6
영업이익 성장률	5.6	5.8	9.2	7.2	6.7
EBITDA 성장률	1.1	-0.2	-0.1	1.6	4.0
지배기업순이익 성장률	15.0	-1.6	14.6	7.7	7.2
매출총이익률	65.2	64.5	64.1	64.0	63.9
영업이익률	17.5	17.6	18.0	18.1	18.1
EBITDA이익률	31.7	30.1	28.1	26.9	26.2
세전이익률	18.0	17.7	17.7	17.9	18.0
지배기업순이익률	12.7	11.9	12.8	12.9	13.0

현금흐름표 (십억원)	2021A	2022P	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	331	178	800	796	824
당기순이익	465	458	525	565	606
유무형자산상각비	523	483	419	384	379
기타비현금손익 조정	340	245	204	220	235
운전자본증감	-829	-708	-144	-153	-160
매출채권감소 (증가)	109	59	-43	-49	-57
재고자산감소 (증가)	-91	-8	-41	-47	-54
매입채무증가 (감소)	-30	-96	14	10	12
기타운전자본증감	-818	-663	-74	-67	-61
기타영업현금흐름	-168	-300	-204	-220	-235
투자활동 현금흐름	-368	-254	-448	-395	-453
유형자산투자감소 (증가)	-275	-269	-300	-300	-350
무형자산투자감소 (증가)	-10	-16	-15	-15	-15
투자자산감소 (증가)	-53	-6	0	0	0
기타투자현금흐름	-29	37	-133	-80	-88
재무활동 현금흐름	-9	149	-150	-154	-154
금융부채 증감	95	285	-57	-53	-50
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-87	-91	-94	-102	-105
기타재무현금흐름	-16	-46	1	1	1
기타현금흐름	2	7	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-43	80	202	248	217
기말현금	73	153	355	603	820
잉여현금흐름 (FCF)	56	-91	500	496	474
순현금흐름	15	-115	391	380	354
순현금 (순차입금)	-301	-416	-25	355	709

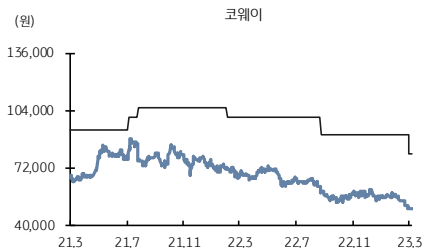
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022P (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	3,801	4,418	4,734	5,091	5,495
유동자산	1,106	1,414	1,834	2,260	2,678
현금 및 현금성자산	73	153	355	603	820
단기금융자산	510	663	796	875	963
매출채권	249	286	329	379	436
재고자산	255	270	311	357	411
기타유동자산	39	41	43	46	49
비유동자산	2,694	3,004	2,900	2,830	2,817
투자자산	63	63	63	63	63
유형자산	1,160	1,036	927	854	838
무형자산	183	188	193	197	200
기타비유동자산	1,288	1,716	1,716	1,716	1,716
부채총계	1,896	2,103	1,989	1,882	1,786
유동부채	1,293	1,176	1,082	994	918
매입채무	88	91	105	115	127
단기금융부채	388	366	330	297	267
기타유동부채	817	719	647	583	525
비유동부채	603	926	907	888	868
장기금융부채	496	866	846	826	806
기타비유동부채	107	60	61	61	62
자본총계	1,904	2,315	2,745	3,209	3,709
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	8	58	58	58	58
이익잉여금	1,757	2,118	2,549	3,013	3,514
지배자본 계	1,906	2,317	2,747	3,212	3,712
비지배자본	-1	-2	-2	-3	-4

주요투자지표 (X, %, 원)	2021A	2022P	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	11.8	9.0	6.9	6.4	6.0
P/B	2.9	1.8	1.3	1.1	1.0
P/S	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	3.9	3.1	2.8	2.4
EV/EBIT	9.0	6.7	4.9	4.1	3.4
배당수익률	1.7	2.3	2.9	3.0	3.1
EPS	6,310	6,208	7,114	7,665	8,213
BVPS	25,825	31,393	37,229	43,517	50,305
SPS (주당매출액)	49,651	52,251	55,794	59,309	63,221
DPS (주당배당금)	1,250	1,300	1,400	1,450	1,500
배당성향 (%)	19.5	20.6	19.4	18.6	18.0
수익성지표					
ROE	27.4	21.7	20.7	19.0	17.5
ROA	13.6	11.1	11.5	11.5	11.4
ROIC	17.3	13.8	14.3	13.8	13.4
안정성지표					
부채비율	99.6	90.8	72.4	58.7	48.2
순차입비율	15.8	18.0	0.9	순현금	순현금
유동비율	0.9	1.2	1.7	2.3	2.9
이자보상배율 (배)	35.8	20.5	20.5	23.0	25.7
활동성지표					
총자산회전율	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	13.0	14.4	13.4	12.4	11.5
매입채무회전율	46.9	43.2	42.1	39.8	38.6
재고자산회전율	19.9	15.3	14.2	13.1	12.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-02-22	Buy	박신애	93,000	-21.99	
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	-33.47	-27.50
22-09-07	Buy	박신애	90,000	-38.36	-33.78
23-03-16	Buy	박신애	80,000		

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. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.7	13.3	-

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.