



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 코웨이 (021240)

## 3Q23 Review: 매년 사상 최대 매출과 영업이익 경신 중

2023년 11월 20일

유통/화장품 Analyst 박신애

연구원 고병국

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

02-6114-2966 xmasged@kbfg.com

목표주가 70,000원으로 8% 상향.  
안정적이며 꾸준한 성장세 대비 저평가된  
주가

2024년 매출과 영업이익 각각 6% 성장  
전망. 국내 및 해외 법인들의 고른 성장  
기대

3Q23 Review: 컨센서스에 대체로 부합.  
회계 처리 변경에 따른 비용 110억원 발생

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 70,000원으로 8% 상향한다 (2024~25년 영업이익 추정치 4%씩 상향). 매년 사상 최대 매출액과 영업이익을 경신하면서 꾸준한 성장세를 시현하고 있음에도 불구하고 현재 주가는 12M Fwd P/E 7배 수준에 불과해, 극심한 저평가 상태이다.

2024년 연결 매출은 4조 2,463억원 (+6% YoY), 영업이익은 7,793억원 (+6% YoY)으로 예상된다. ▲국내 (별도) 매출과 영업이익은 6%씩 성장할 전망이다 (환경가전 매출 4% 성장, 수출 매출 14% 성장하면서 2년 만에 성장세 전환). 만기도래 계정수가 91만개로 2023년 (87만개)보다 더 늘어날 것으로 예상되나, 신규 판매가 4% 성장하고 해약률이 낮은 수준을 유지하면서 연간 계정 순증이 25.4만개를 달성할 것으로 기대된다. 2024년에는 비렉스 브랜드에 대한 투자가 확대될 전망이다. ▲말레이시아 매출액과 영업이익은 각각 7%, 12% 성장할 것으로 추정된다. 얼음정수기로 고소득층을 공략하는 동시에, 중저가 제품 판매도 함께 확대하면서 고객 저변을 넓혀갈 계획이다. 매트리스, 에어컨, 안마의자 등 신제품 매출 기여도 증가도 기대된다.

3Q23 연결 실적은 매출액 1조 77억원 (+4% YoY), 영업이익 1,953억원 (+18% YoY)을 달성하면서 컨센서스에 부합했다. ▲국내 (별도) 매출은 7,104억원 (-2% YoY), 영업이익은 1,449억원 (+7% YoY)을 나타냈다. 가격 인상 효과와 물류비/광고선전비 등 판매비 효율화를 통해 영업이익률이 1.6%p YoY 개선됐다. ① 렌탈 신규 판매가 4% YoY 성장하고 ② 월평균 해약률이 0.5%로 낮아진 덕분에, ③ 만기도래 계정수가 20.4만 계정의 높은 수준을 보였음에도 불구하고 ④ 렌탈 계정수는 4.4만 계정 QoQ 순증했다 (순증 규모 +70% YoY). ▲말레이시아는 소비심리 위축으로 매출이 2% 하락하고 (현지화 기준 3% 성장), 영업이익은 29% 감소했다. 다만 회계처리 변경 영향 (금융리스 매출채권 대손 설정률 변경으로 비용 110억원 발생) 제거 시 영업이익은 7% 감소한 수준이다. ▲미국 매출은 청정기 시판 매출 호조에 힘입어 5% 성장하고, 영업이익은 17억원 (흑자전환, 18억원 YoY 증가)을 나타냈다 (OPM 3.2%). ▲태국 법인은 매출 299억원 (+57% YoY), 영업이익 1억원을 기록하면서 처음으로 분기 흑자를 달성했다.

### Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	70,000
Dividend yield* (%)	2.7
Total return (%)	40.0
현재가 (11/20, 원)	51,000
Consensus target price (원)	69,000
시가총액 (조원)	3.8
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,856	3,991	4,246	4,490
영업이익 (십억원)	677	739	779	827
지배주주순이익 (십억원)	458	485	530	568
EPS (원)	6,208	6,566	7,185	7,691
증감률 (%)	-1.6	5.8	9.4	7.0
P/E (x)	9.0	7.8	7.1	6.6
EV/EBITDA (x)	3.9	3.5	3.3	3.1
P/B (x)	1.8	1.4	1.2	1.1
ROE (%)	21.7	19.4	18.3	17.0
배당수익률 (%)	2.3	2.7	2.8	2.9

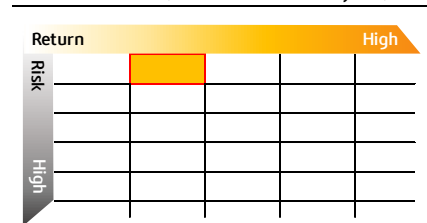
### Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	8.0
외국인 지분율 (%)	61.0
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 7 인 25.1
	국민연금공단 6.5

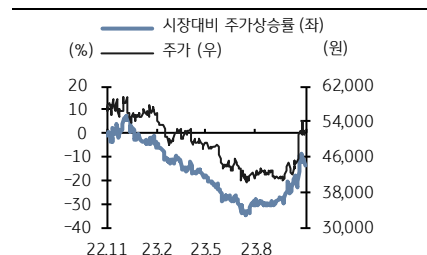
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	24.5	3.9	-9.8
시장대비 상대수익률	9.1	24.9	5.3	-13.5

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

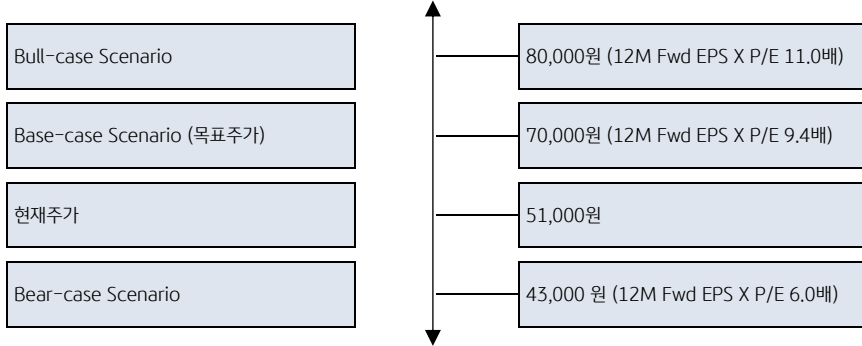


### Stock Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



**Base-case Scenario: 향후 추가 동인**  
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR +3%  
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR +7%

**Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +3% 상회  
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +7% 상회

**Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +3% 하회  
 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +7% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,045.4	4,244.0	3,991.0	4,246.3	-1.3	0.1
영업이익	724.8	747.1	738.9	779.3	2.0	4.3
순이익 (지배)	474.6	517.7	484.6	530.2	2.1	2.4

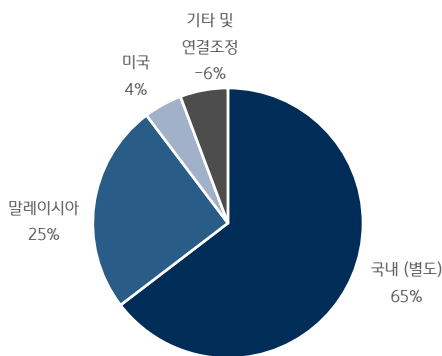
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	3,991.0	4,246.3	3,992.8	4,169.9	-0.0	1.8
영업이익	738.9	779.3	744.2	810.0	-0.7	-3.8
순이익 (지배)	484.6	530.2	492.4	566.1	-1.6	-6.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2022년 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	3,763.8	7.2	7.6	1.23	17.1	3.5	0.4
아모레퍼시픽	7,937.5	33.8	47.3	1.82	5.4	11.9	12.5
LG 생활건강	5,372.7	15.1	32.7	1.04	6.9	5.9	-4.7

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.70%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 80,000원 ~ 43,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 9.7배, P/B 1.69배

실적민감도 분석

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

표 1. 코웨이: 연결 기준 3Q23 실적

(십억원)	3Q23	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	1,007.7	969.8	3.9	1,006.2	0.1	1,033.9	-2.5	1,047.4	-3.8
영업이익	195.3	165.1	18.3	194.2	0.6	189.0	3.4	181.8	7.4
세전이익	187.2	193.8	-3.4	153.5	22.0	172.1	8.8	172.1	8.8
순이익	137.0	114.0	20.2	107.2	27.8	122.1	12.3	122.3	12.0
영업이익률 (%)	19.4	17.0		19.3		18.3		17.4	
세전이익률 (%)	18.6	20.0		15.3		16.6		16.4	
순이익률 (%)	13.6	11.8		10.7		11.8		11.7	

자료: 코웨이, 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		4,045.4	4,244.0	4,445.7	3,991.0	4,246.3	4,489.9	-1.3	0.1	1.0
영업이익		724.8	747.1	792.4	738.9	779.3	826.8	2.0	4.3	4.3
세전이익		668.3	728.4	776.0	676.8	746.1	798.6	1.3	2.4	2.9
순이익 (지배)		474.6	517.7	551.5	484.6	530.2	567.6	2.1	2.4	2.9
EPS (원)		6,540	7,134	7,601	6,678	7,307	7,822	2.1	2.4	2.9
YoY (%)	매출액	4.9	4.9	4.8	3.5	6.4	5.7			
	영업이익	7.0	3.1	6.1	9.1	5.5	6.1			
	세전이익	-2.2	9.0	6.5	-1.0	10.2	7.0			
	순이익 (지배)	3.6	9.1	6.5	5.8	9.4	7.0			
	EPS	3.6	9.1	6.5	5.8	9.4	7.0			
영업이익률 (%)		17.9	17.6	17.8	18.5	18.4	18.4			
세전이익률 (%)		16.5	17.2	17.5	17.0	17.6	17.8			
순이익률 (지배, %)		11.7	12.2	12.4	12.1	12.5	12.6			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2023년 9월 7일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
연결 매출액		948.3	1,006.2	1,007.7	1,028.9	1,030.8	1,065.9	1,067.8	1,081.7	3,664.3	3,856.1	3,991.0	4,246.3	4,489.9
별도 법인		653.8	678.8	710.4	699.5	706.7	720.4	731.5	733.4	2,814.6	2,813.5	2,742.4	2,892.1	3,045.9
말레이시아		268.2	285.6	269.8	288.6	289.7	302.7	291.4	305.9	980.1	1,091.5	1,112.2	1,189.7	1,261.1
미국		38.8	61.1	53.2	54.6	54.3	61.1	58.5	57.3	169.7	199.8	207.7	231.2	256.7
기타 자회사		59.5	65.4	76.9	75.7	75.9	80.7	85.6	85.7	169.8	244.4	277.5	327.8	370.4
연결 조정		-72.0	-84.7	-102.6	-89.5	-95.8	-99.0	-99.2	-100.5	-470.0	-493.1	-348.7	-394.5	-444.1
YoY (%)	연결 매출액	2.2	2.9	3.9	5.0	8.7	5.9	6.0	5.1	13.2	5.2	3.5	6.4	5.7
	별도 법인	-7.9	-3.0	-1.5	2.6	8.1	6.1	3.0	4.8	8.6	-0.0	-2.5	5.5	5.3
	말레이시아	2.1	4.0	-2.4	4.0	8.0	6.0	8.0	6.0	38.4	11.4	1.9	7.0	6.0
	미국	-15.3	13.8	4.9	10.0	40.0	0.0	10.0	5.0	11.3	17.7	3.9	11.3	11.0
	기타 자회사	18.8	0.2	28.2	9.7	27.6	23.3	11.3	13.2	113.9	43.9	13.5	18.1	13.0
	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	68.9	67.5	70.5	68.0	68.6	67.6	68.5	67.8	76.8	73.0	68.7	68.1	67.8
	말레이시아	28.3	28.4	26.8	28.0	28.1	28.4	27.3	28.3	26.7	28.3	27.9	28.0	28.1
	미국	4.1	6.1	5.3	5.3	5.3	5.7	5.5	5.3	4.6	5.2	5.2	5.4	5.7
	기타 자회사	6.3	6.5	7.6	7.4	7.4	7.6	8.0	7.9	4.6	6.3	7.0	7.7	8.2
	연결 조정	-7.6	-8.4	-10.2	-8.7	-9.3	-9.3	-9.3	-9.3	-12.8	-12.8	-8.7	-9.3	-9.9
연결 영업이익		175.6	194.2	195.3	173.8	191.7	197.2	197.5	192.9	640.2	677.4	738.9	779.3	826.8
별도 법인		115.6	143.4	144.9	132.9	141.3	144.1	146.3	139.3	451.7	514.7	536.8	571.1	601.4
말레이시아		45.1	46.7	35.0	49.1	47.8	50.0	48.1	50.5	199.4	202.0	175.9	196.3	208.1
미국		-2.8	10.2	1.7	1.1	2.7	3.1	2.9	2.9	7.8	6.6	10.2	11.6	12.8
기타 자회사		-6.3	-2.3	-1.7	-2.0	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-24.6	-25.9	-12.3	-3.5	0.4
연결 조정		24.0	-3.8	15.4	-7.2	1.0	1.0	1.0	1.0	5.9	-20.1	28.3	3.9	4.1
YoY (%)	연결 영업이익	1.7	10.3	18.3	6.2	9.2	1.5	1.1	11.0	5.6	5.8	9.1	5.5	6.1
	별도 법인	-19.2	16.2	7.0	17.8	22.3	0.5	0.9	4.8	-0.8	14.0	4.3	6.4	5.3
	말레이시아	-16.0	-7.3	-29.3	1.4	6.0	7.0	37.4	2.9	53.3	1.3	-12.9	11.6	6.0
	미국	적전	22.9	흑전	흑전	흑전	-70.0	72.1	162.5	-60.6	-15.4	54.4	13.4	11.0
	기타 자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
	연결 조정	흑전	적전	흑전	적전	-96.0	흑전	-93.6	흑전	-50.8	적전	흑전	-86.3	6.1
OPM (%)	연결 영업이익	18.5	19.3	19.4	16.9	18.6	18.5	18.5	17.8	17.5	17.6	18.5	18.4	18.4
	별도 법인	17.7	21.1	20.4	19.0	20.0	20.0	20.0	19.0	16.0	18.3	19.6	19.7	19.7
	말레이시아	16.8	16.4	13.0	17.0	16.5	16.5	16.5	16.5	20.3	18.5	15.8	16.5	16.5
	미국	-7.2	16.7	3.2	2.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.6	3.3	4.9	5.0	5.0
	기타 자회사	-10.6	-3.5	-2.2	-2.6	-1.4	-1.1	-0.9	-0.8	-14.5	-10.6	-4.4	-1.1	0.1
	연결 조정	-33.3	4.5	-15.0	8.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.3	4.1	-8.1	-1.0	-0.9
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	65.8	73.8	74.2	76.5	73.7	73.1	74.1	72.2	70.6	76.0	72.7	73.3	72.7
	말레이시아	25.7	24.1	17.9	28.2	24.9	25.3	24.3	26.2	31.1	29.8	23.8	25.2	25.2
	미국	-1.6	5.3	0.9	0.6	1.4	1.5	1.5	1.5	1.2	1.0	1.4	1.5	1.6
	기타 자회사	-3.6	-1.2	-0.9	-1.1	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-3.8	-3.8	-1.7	-0.4	0.0
매출총이익		612.1	645.9	658.7	675.6	664.4	683.2	697.0	709.2	2,388.9	2,486.5	2,592.4	2,753.8	2,907.4
세전이익		174.3	153.4	187.2	161.8	183.4	188.9	189.2	184.6	658.6	683.3	676.8	746.1	798.6
순이익(지배)		125.3	107.2	137.0	115.0	130.3	134.2	134.4	131.2	465.7	458.2	484.6	530.2	567.6
EBITDA		288.6	305.3	302.4	279.7	289.1	294.5	294.8	290.3	1,162.8	1,160.3	1,175.9	1,168.7	1,182.6
YoY (%)	매출총이익	2.1	3.1	7.5	4.3	8.5	5.8	5.8	5.0	8.9	4.1	4.3	6.2	5.6
	세전이익	-9.1	-21.0	-3.4	56.4	5.2	23.1	1.0	14.1	21.9	3.8	-1.0	10.2	7.0
	순이익(지배)	-7.2	-19.2	20.2	50.4	4.0	25.2	-1.9	14.1	15.0	-1.6	5.8	9.4	7.0
	EBITDA	-3.2	2.6	6.2	-0.1	0.2	-3.5	-2.5	3.8	1.1	-0.2	1.4	-0.6	1.2
매출총이익률 (%)		64.5	64.2	65.4	65.7	64.4	64.1	65.3	65.6	65.2	64.5	65.0	64.9	64.8
세전이익률 (%)		18.4	15.3	18.6	15.7	17.8	17.7	17.7	17.1	18.0	17.7	17.0	17.6	17.8
순이익률(지배) (%)		13.2	10.7	13.6	11.2	12.6	12.6	12.6	12.1	12.7	11.9	12.1	12.5	12.6
EBITDA 마진 (%)		30.4	30.3	30.0	27.2	28.0	27.6	27.6	26.8	31.7	30.1	29.5	27.5	26.3

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
별도 매출액	653.8	678.8	710.4	699.5	706.7	720.4	731.5	733.4	2,814.6	2,813.5	2,742.4	2,892.1	3,045.9
국내 환경가전	580.4	590.4	601.1	603.0	603.5	615.9	627.7	629.8	2,245.3	2,277.0	2,374.9	2,477.0	2,607.7
렌탈	333.4	329.7	340.6	324.9	332.4	329.2	341.0	323.5	1,542.4	1,418.9	1,328.6	1,326.0	1,357.5
홈케어	215.6	230.0	229.8	247.6	241.5	257.7	257.4	277.3	542.8	727.5	923.1	1,033.8	1,137.2
멤버십	22.8	22.3	22.2	22.4	21.9	21.6	21.5	21.8	93.5	89.3	89.7	86.8	84.3
일시불	5.0	5.0	4.4	4.4	4.1	4.1	3.5	3.6	53.8	27.2	18.9	15.2	13.3
기타	3.6	3.3	4.2	3.7	3.6	3.4	4.2	3.7	12.8	14.0	14.7	15.0	15.3
수출	67.1	82.2	103.4	90.8	97.3	98.7	98.3	98.0	526.1	501.5	343.6	392.3	415.8
화장품	6.2	6.1	5.8	5.8	5.9	5.8	5.5	5.5	43.2	35.0	24.0	22.8	22.3
YoY (%)													
별도 매출액	-7.9	-3.0	-1.5	2.6	8.1	6.1	3.0	4.8	8.6	-0.0	-2.5	5.5	5.3
국내 환경가전	3.7	2.9	5.2	5.3	4.0	4.3	4.4	4.5	5.6	1.4	4.3	4.3	5.3
렌탈	-8.7	-8.8	-2.5	-5.3	-0.3	-0.2	0.1	-0.4	-3.4	-8.0	-6.4	-0.2	2.4
홈케어	34.8	27.6	21.4	25.0	12.0	12.0	12.0	12.0	78.5	34.0	26.9	12.0	10.0
멤버십	0.5	0.5	-0.7	1.1	-3.9	-2.9	-2.9	-2.9	-5.8	-4.4	0.4	-3.2	-2.9
일시불	-41.2	-20.4	-35.2	-20.8	-19.3	-19.3	-19.3	-19.3	-52.8	-49.4	-30.7	-19.3	-12.7
기타	13.9	-7.4	10.7	4.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-5.2	9.4	5.1	2.0	2.0
수출	-52.6	-29.7	-27.0	-10.4	45.0	20.0	-5.0	8.0	30.0	-4.7	-31.5	14.2	6.0
화장품	-31.6	-34.6	-29.3	-30.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-28.7	-19.0	-31.5	-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	88.8	87.0	84.6	86.2	85.4	85.5	85.8	85.9	79.8	80.9	86.6	85.6	85.6
렌탈	51.0	48.6	47.9	46.4	47.0	45.7	46.6	44.1	54.8	50.4	48.4	45.9	44.6
홈케어	33.0	33.9	32.4	35.4	34.2	35.8	35.2	37.8	19.3	25.9	33.7	35.7	37.3
멤버십	3.5	3.3	3.1	3.2	3.1	3.0	2.9	3.0	3.3	3.2	3.3	3.0	2.8
일시불	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	1.9	1.0	0.7	0.5	0.4
기타	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
수출	10.3	12.1	14.6	13.0	13.8	13.7	13.4	13.4	18.7	17.8	12.5	13.6	13.7
화장품	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
별도 영업이익	115.6	143.4	144.9	132.9	141.3	144.1	146.3	139.3	451.7	514.7	536.8	571.1	601.4
YoY (%)	-19.2	16.2	7.0	17.8	22.3	0.5	0.9	4.8	-0.8	14.0	4.3	6.4	5.3
OPM (%)	17.7	21.1	20.4	19.0	20.0	20.0	20.0	19.0	16.0	18.3	19.6	19.7	19.7
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	6,206.8	6,258.5	6,302.1	6,360.1	6,434.7	6,504.5	6,542.3	6,613.9	6,018.4	6,155.8	6,360.1	6,613.9	7,035.1
신규 판매 (천대)	393.4	394.6	353.2	376.1	409.1	410.4	367.3	391.2	1,326.3	1,381.5	1,517.3	1,578.0	1,625.3
해약 (천대)	125.4	110.9	105.6	100.8	101.8	103.0	104.1	104.7	506.5	498.1	442.7	413.5	433.7
만기도래 (천계정)	217.0	232.0	204.0	217.3	232.7	237.6	225.5	214.9	610.3	746.0	870.3	910.7	770.5
ARPU (월평균) (원)	29,605	29,936	30,276	30,141	29,901	30,235	30,578	30,443	29,384	29,385	29,984	30,316	30,463
해약률 (월평균) (%)	0.68	0.60	0.56	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.73	0.69	0.60	0.54	0.55
만기도래 비중 (%)	57.5	59.7	63.4	60.0	57.0	57.0	58.0	60.0	43.6	54.0	60.0	57.9	56.9
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	446.6	441.8	440.7	433.3	433.2	428.5	427.5	420.3	485.1	456.1	433.3	420.3	407.7
ARPU (월평균) (천원)	16.8	16.7	16.7	17.1	16.8	16.7	16.8	17.1	15.4	15.8	16.8	17.0	17.0
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	8.6	9.9	7.7	6.8	7.3	8.4	6.5	5.8	54.0	40.8	33.0	28.0	25.2
ARPU (천원)	590.0	507.1	571.0	646.9	560.5	481.7	542.5	614.6	996.9	666.7	572.4	543.7	527.4
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	11.8	11.4	11.3	11.4	11.4	11.9	11.9	12.1	53.7	53.1	45.9	47.3	50.5

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 과거 수치도 KB증권 추정치

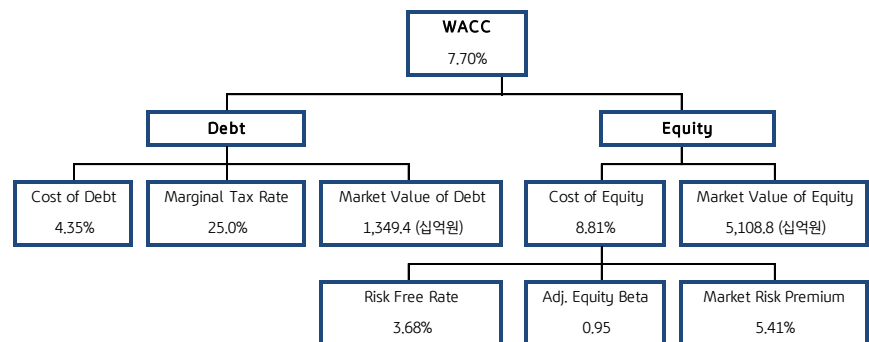
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>현금흐름 추정</b>									
영업이익	a	677.4	738.9	779.3	826.8	863.3	893.0	919.8	942.2
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>508.0</b>	<b>554.2</b>	<b>584.5</b>	<b>620.1</b>	<b>647.5</b>	<b>669.7</b>	<b>689.8</b>	<b>706.6</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	482.9	437.0	389.3	355.8	338.2	321.3	305.4	290.2
<b>총 현금흐름</b>	$E=C+d$	<b>990.9</b>	<b>991.2</b>	<b>973.8</b>	<b>975.9</b>	<b>985.6</b>	<b>991.1</b>	<b>995.2</b>	<b>996.8</b>
<b>총 투자</b>	$F=g+h$	<b>-1,057.2</b>	<b>-866.7</b>	<b>-574.2</b>	<b>-606.8</b>	<b>-660.0</b>	<b>-660.0</b>	<b>-660.0</b>	<b>-660.0</b>
운전자본 증감	g	-787.6	-611.7	-314.2	-346.8	-400.0	-400.0	-400.0	-400.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-269.7	-255.0	-260.0	-260.0	-260.0	-260.0	-260.0	-260.0
FCFF	$I=E+F$	-66.3	124.5	399.7	369.1	325.6	331.1	335.2	336.8
<b>현금흐름의 현재 가치</b>									
Discount Rate				0.9%	8.7%	17.0%	26.0%	35.8%	
PV of FCFF				45.6	339.7	278.3	262.7	246.9	
Total PV of FCFF (2024E~28E)	j		1,173.1						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2029E 시점)			5,429.7		2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		3,999.7		WACC 7.70% (무위험수익률 3.68%, 시장위험프리미엄 5.41%)				
<b>Valuation</b>									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		5,172.8						
순현금	m		-99.3		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		33.3		3Q23 말 기준				
비지배주주 자본	o		-2.1		3Q23 말 기준				
<b>적정 기업가치</b>	$P=L+m+n-o$		<b>5,108.8</b>						
주식수 (천주)	q		72,564						
<b>목표주가 (원)</b>	$R=P/q$		<b>70,000</b>						
현재주가 (원)			51,000		2023.11.20				
상승여력 (%)			37.3						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			9.7						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			1.69						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 4.35% 사용. 차입금 가치는 3Q23 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 (2023.9.7)	변경 후 (2023.11.20)	비고
<b>COE</b>	$A = B + C \times D$	<b>8.72</b>	<b>8.81</b>	
Risk free rate	B	3.59	3.68	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.95	0.95	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.46	0.47	
R <sup>2</sup>		0.10	0.10	
Risk premium	$D = E - F$	5.41	5.41	
Market	E	8.72	8.72	2001년~2022년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.32	3.32	2001년~2022년 통안채 1년물 연평균 Total return
<b>COD</b>	G	<b>4.16</b>	<b>4.35</b>	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		4,690.9	5,108.8	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		1,359.5	1,349.4	총 금융부채 (3Q23 말)
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>7.60</b>	<b>7.70</b>	

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%
<b>WACC</b>	6.70%	76,881	79,066	81,413	83,941	86,671	89,628	92,842
	6.90%	74,311	76,335	78,504	80,833	83,341	86,050	88,984
	7.10%	71,907	73,787	75,795	77,947	80,258	82,747	85,435
	7.30%	69,654	71,402	73,267	75,260	77,395	79,689	82,159
	7.50%	67,536	69,166	70,901	72,751	74,729	76,849	79,125
	7.70%	65,544	67,066	68,683	70,000	72,241	74,204	76,307
	7.90%	63,664	65,089	66,599	68,204	69,913	71,735	73,683
	8.10%	61,890	63,225	64,638	66,137	67,730	69,426	71,234
	8.30%	60,211	61,464	62,789	64,192	65,679	67,260	68,943
	8.50%	58,620	59,798	61,042	62,357	63,749	65,226	66,794
8.70%	57,111	58,220	59,390	60,624	61,929	63,311	64,776	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	3,664	3,856	3,991	4,246	4,490
매출원가	1,275	1,370	1,399	1,493	1,583
매출총이익	2,389	2,486	2,592	2,754	2,907
판매비와관리비	1,749	1,809	1,853	1,974	2,081
영업이익	640	677	739	779	827
EBITDA	1,163	1,160	1,176	1,169	1,183
영업외손익	18	6	-62	-33	-28
이자수익	1	3	5	5	6
이자비용	18	33	53	52	48
지분법손익	-5	-6	-10	-6	-6
기타영업외손익	40	42	-4	20	20
세전이익	659	683	677	746	799
법인세비용	193	226	193	216	232
당기순이익	465	458	484	530	567
지배주주순이익	466	458	485	530	568
수정순이익	466	458	485	530	568

성장성 및 수익성 비율 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.2	5.2	3.5	6.4	5.7
영업이익 성장률	5.6	5.8	9.1	5.5	6.1
EBITDA 성장률	1.1	-0.2	1.4	-0.6	1.2
지배기업순이익 성장률	15.0	-1.6	5.8	9.4	7.1
매출총이익률	65.2	64.5	65.0	64.9	64.8
영업이익률	17.5	17.6	18.5	18.4	18.4
EBITDA이익률	31.7	30.1	29.5	27.5	26.3
세전이익률	18.0	17.7	17.0	17.6	17.8
지배기업순이익률	12.7	11.9	12.1	12.5	12.6

현금흐름표 (십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	331	164	388	611	582
당기순이익	465	458	484	530	567
유무형자산상각비	523	483	437	389	356
기타비현금손익 조정	340	304	281	222	238
운전자본증감	-829	-788	-612	-314	-347
매출채권감소 (증가)	109	25	-7	-55	-99
재고자산감소 (증가)	-91	-18	11	-72	-94
매입채무증가 (감소)	-30	-35	-42	-11	-9
기타운전자본증감	-818	-759	-574	-176	-145
기타영업현금흐름	-168	-293	-202	-216	-232
투자활동 현금흐름	-368	-282	-265	-348	-356
유형자산투자감소 (증가)	-275	-269	-255	-260	-260
무형자산투자감소 (증가)	-10	-16	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-53	-8	-13	0	0
기타투자현금흐름	-29	10	12	-78	-86
재무활동 현금흐름	-9	161	-66	-187	-184
금융부채 증감	95	272	50	-79	-74
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-87	-91	-94	-102	-105
기타재무현금흐름	-16	-21	-22	-6	-6
기타현금흐름	2	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-43	43	57	76	42
기말현금	73	116	173	250	292
잉여현금흐름 (FCF)	56	-104	134	351	322
순현금흐름	15	-49	44	234	201
순현금 (순차입금)	-301	-350	-306	-72	129

자료: 코웨이, KB증권 추정

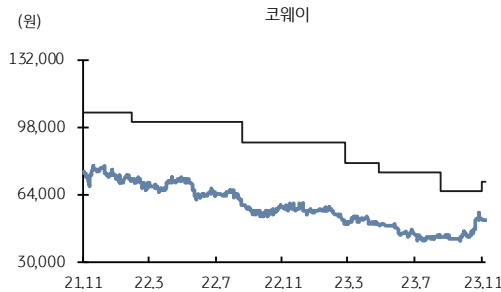
재무상태표 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	3,801	4,365	4,557	4,747	5,023
유동자산	1,106	1,375	1,524	1,833	2,195
현금 및 현금성자산	73	116	173	250	292
단기금융자산	510	709	780	858	944
매출채권	249	250	276	331	430
재고자산	235	254	241	313	407
기타유동자산	39	45	55	82	123
비유동자산	2,694	2,991	3,033	2,913	2,828
투자자산	63	64	67	67	67
유형자산	1,160	1,051	938	818	732
무형자산	183	195	190	190	190
기타비유동자산	1,288	1,680	1,838	1,838	1,838
부채총계	1,896	2,053	1,875	1,637	1,451
유동부채	1,293	1,130	1,159	940	774
매입채무	88	77	54	43	35
단기금융부채	388	307	595	535	482
기타유동부채	817	747	510	362	257
비유동부채	603	923	716	696	677
장기금융부채	496	869	665	645	625
기타비유동부채	107	54	51	52	52
자본총계	1,904	2,312	2,682	3,110	3,572
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	8	11	0	0	0
이익잉여금	1,757	2,161	2,543	2,972	3,434
지배자본 계	1,906	2,314	2,684	3,113	3,575
비지배자본	-1	-2	-2	-3	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	11.8	9.0	7.9	7.2	6.7
P/B	2.9	1.8	1.4	1.2	1.1
P/S	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.0	3.9	3.5	3.3	3.1
EV/EBIT	9.0	6.6	5.6	5.0	4.5
배당수익률	1.7	2.3	2.7	2.8	2.9
EPS	6,310	6,208	6,566	7,185	7,691
BVPS	25,825	31,353	36,371	42,179	48,444
SPS (주당매출액)	49,651	52,251	54,079	57,539	60,840
DPS (주당배당금)	1,250	1,300	1,400	1,450	1,500
배당성향 (%)	19.5	20.6	21.0	19.8	19.2
수익성지표					
ROE	27.4	21.7	19.4	18.3	17.0
ROA	13.6	11.2	10.9	11.4	11.6
ROIC	17.3	14.1	13.6	13.6	13.1
안정성지표					
부채비율	99.6	88.8	69.9	52.6	40.6
순차입비율	15.8	15.1	11.4	2.3	순현금
유동비율	0.9	1.2	1.3	2.0	2.8
이자보상배율 (배)	35.8	20.5	13.9	14.9	17.2
활동성지표					
총자산회전율	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	13.0	15.4	15.2	14.0	11.8
매입채무회전율	46.9	46.9	60.9	87.5	115.6
재고자산회전율	19.9	15.8	16.1	15.3	12.5



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	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율
				평균
21-11-08	Buy	박신애	105,000	-29.10
22-02-17	Buy	박신애	100,000	-33.47
22-09-07	Buy	박신애	90,000	-38.36
23-03-16	Buy	박신애	80,000	-36.80
23-05-16	Buy	박신애	75,000	-40.95
23-09-07	Buy	박신애	65,000	-32.03
23-11-20	Buy	박신애	70,000	

투자등급 비율 (2023. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
89.0	11.0	-

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.