



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 코웨이 (021240)

## 1Q24 Review: 이유 있는 주가 반등

2024년 5월 13일

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

목표주가 80,000원으로 7% 상향

투자의견 Buy를 유지하고, DCF 방식으로 산정한 목표주가를 80,000원으로 7% 상향한다. 견조한 실적 흐름 대비 주가는 P/E 8배 수준으로 저평가 상태이다. 매수 접근을 추천한다.

투자포인트: 안정적 성장세, 제품 경쟁력 제고, 신시장 개척

코웨이의 투자포인트는 안정적인 매출/이익 성장, R&D 투자를 통한 제품 경쟁력 제고, 그리고 적극적인 해외 시장 공략이다. ① 코웨이 매출과 영업이익은 지난 8년간 (2013~23년) 연평균 7%, 8%씩 꾸준히 성장해 왔다. 매출은 2012년 이후 매년 성장했고, 영업이익은 2016년 (얼음정수기 리콜)과 2019년 (서비스매니저 소송 패소)을 제외하고 매년 증가했다. ② 넷마블에 피인수된 이후 적극적인 R&D 투자를 통해 히트제품 (아이콘 정수기 등)을 탄생시킨 결과, 국내 정수기 시장에서 시장점유율이 다시금 상승하고 있다. 또한 새로운 성장동력인 '비렉스' 브랜드를 통해 매트리스, 안마의자, 에어컨 등의 신규 카테고리 매출을 확대하고 있다. ③ 태국, 인도네시아 등 신시장에 대한 투자에도 열중하면서 '제2의 말레이시아' 발굴에도 힘을 쏟고 있다.

1Q24 Review: 영업이익이 컨센서스를 6% 상회. 국내 렌탈 부문의 실적 호조 덕분

1Q24 연결 실적은 매출액 1조 18억원 (+6% YoY), 영업이익 1,937억원 (+10% YoY)을 기록했다. 매출은 컨센서스에 부합하고, 영업이익은 6% 상회했다. 매출액과 영업이익 모두 1분기 기준 역대 최대치를 경신했다. ▲국내 (별도) 매출은 7,322억원 (+12% YoY), 영업이익은 1,435억원 (+24% YoY)을 나타냈다. 정수기 및 '비렉스' 제품군의 견조한 판매에 힘입어, 계정 순증 규모가 큰 폭으로 증가했다. ① 렌탈 신규 판매가 5% YoY 성장하고 ② 월평균 해약률도 0.5%로 낮게 유지된 덕분에, ③ 만기도래 계정수가 24.5만 계정의 높은 수준을 보였음에도 불구하고, ④ 렌탈 계정수가 6.3만 계정 QoQ 순증했다 (순증 규모 +25% YoY). ▲말레이시아 매출은 0.5% 성장하고 (현지화 기준 4% 성장), 영업이익은 4% 증가했다. 판매인력 증가와 함께 정수기 판매가 점차 회복된 가운데, 에어컨, 안마의자 등 신규 카테고리도 성장에 기여했다. ▲미국 매출은 낮은 기저효과에 힘입어 16% 성장하고, 영업이익자 13억원 (적자 15억원 YoY 축소)을 나타냈다. ▲태국은 작년 하반기 조직 재정비 과정을 거친 후, 1Q24 매출이 36% 성장하면서 고성장 궤도에 복귀했다. 영업이익 4억원을 나타내면서 소폭이지만 흑자를 달성했다.

### Buy 유지

목표주가 (상향, 원) **80,000**

Dividend yield* (%)	2.3
Total return (%)	36.3
현재가 (5/10, 원)	59,700
Consensus target price (원)	74,000
시가총액 (조원)	4.4

\* Dividend Yield는 12개월 Forward

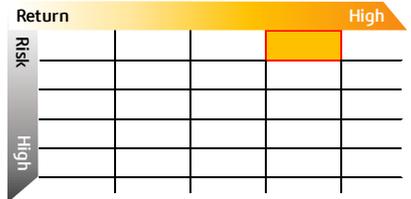
#### Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	7.2
외국인 지분율 (%)	61.0
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 7인 25.1
	국민연금공단 6.4

#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	-3.7	18.0	24.0
시장대비 상대수익률	6.4	-8.2	2.7	11.2

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



#### Stock Price & Relative Performance

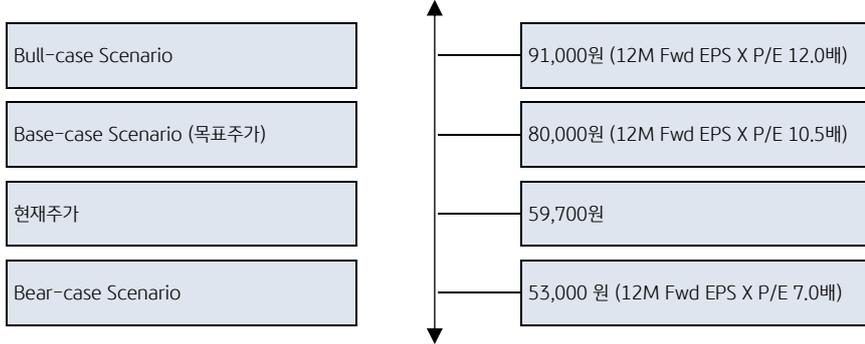


자료: 코웨이, KB증권

#### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	3,967	4,181	4,449	4,730
영업이익 (십억원)	731	791	841	902
지배주주순이익 (십억원)	471	535	579	626
EPS (원)	6,386	7,249	7,845	8,479
증감률 (%)	2.9	13.5	8.2	8.1
P/E (x)	9.0	8.2	7.6	7.0
EV/EBITDA (x)	3.8	3.7	3.3	3.0
P/B (x)	1.6	1.4	1.2	1.1
ROE (%)	19.0	18.7	17.5	16.9
배당수익률 (%)	2.4	2.3	2.4	2.5

투자의견과 위험요소 점검



**Base-case Scenario: 향후 추가 동인**  
 1) 국내 법인 매출 2023~26E CAGR +6%  
 2) 해외 합산 매출 2023~26E CAGR +7%

**Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2023~26E CAGR이 +6% 상회  
 2) 해외 합산 매출 2023~26E CAGR이 +7% 상회

**Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소**  
 1) 국내 법인 매출 2023~26E CAGR이 +6% 하회  
 2) 해외 합산 매출 2023~26E CAGR이 +7% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,259.1	4,517.0	4,180.5	4,449.4	-1.8	-1.5
영업이익	777.8	834.9	790.8	841.0	1.7	0.7
순이익 (지배)	530.1	575.2	535.0	579.0	0.9	0.6

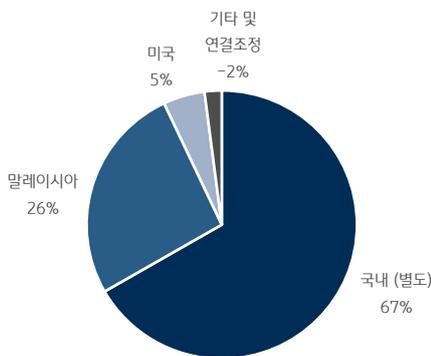
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,180.5	4,449.4	4,178.1	4,402.6	0.1	1.1
영업이익	790.8	841.0	774.4	824.2	2.1	2.0
순이익 (지배)	535.0	579.0	539.8	576.6	-0.9	0.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: 코웨이, KB증권

주: 2023년 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	4,405.8	8.0	10.8	1.36	17.0	3.7	2.2
아모레퍼시픽	9,990.6	32.5	58.4	2.23	6.9	12.3	55.6
LG 생활건강	7,278.1	21.9	67.7	1.41	6.4	8.1	8.3

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.92%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 91,000원 ~ 53,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 10.5배, P/B 1.82배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-0.5	-0.4
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3

표 1. 코웨이: 연결 기준 1Q24 실적

(십억원)	1Q24P	1Q23	YoY (%)	4Q23	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	1,001.8	948.3	5.6	1,004.4	-0.3	1,005.6	-0.4	1,042.7	-3.9
영업이익	193.7	175.6	10.3	166.2	16.6	182.7	6.1	186.1	4.1
세전이익	179.1	174.3	2.7	145.6	23.0	178.2	0.5	178.2	0.5
순이익	127.7	125.4	1.9	101.7	25.5	126.6	0.9	126.6	0.9
영업이익률 (%)	19.3	18.5		16.5		18.2		17.9	
세전이익률 (%)	17.9	18.4		14.5		17.7		17.1	
순이익률 (%)	12.7	13.2		10.1		12.6		12.1	

자료: 코웨이, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 코웨이: 실적 추정 변경 내역

(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액		4,259.1	4,517.0	4,801.1	4,180.5	4,449.4	4,730.4	-1.8	-1.5	-1.5
영업이익		777.8	834.9	941.8	790.8	841.0	901.9	1.7	0.7	-4.2
세전이익		745.9	809.4	920.8	752.1	814.6	880.5	0.8	0.6	-4.4
순이익 (지배)		530.1	575.2	616.3	535.0	579.0	625.8	0.9	0.6	1.5
EPS (원)		7,305	7,927	8,494	7,372	7,979	8,624	0.9	0.6	1.5
YoY (%)	매출액	5.3	6.1	6.3	3.3	6.4	6.3			
	영업이익	7.3	7.3	12.8	9.1	6.3	7.2			
	세전이익	11.6	8.5	13.8	12.5	8.3	8.1			
	순이익 (지배)	11.7	8.5	7.1	12.7	8.2	8.1			
	EPS	11.7	8.5	7.1	12.7	8.2	8.1			
영업이익률 (%)		18.3	18.5	19.6	18.9	18.9	19.1			
세전이익률 (%)		17.5	17.9	19.2	18.0	18.3	18.6			
순이익률 (지배, %)		12.4	12.7	12.8	12.8	13.0	13.2			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2024년 2월 13일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
연결 매출액		948.3	1,006.2	1,007.7	1,004.4	1,001.8	1,056.7	1,060.9	1,061.0	3,856.1	3,966.5	4,180.5	4,449.4	4,730.4
별도 법인		653.8	678.8	710.4	716.1	732.2	730.8	742.0	748.0	2,813.5	2,759.0	2,953.1	3,109.2	3,293.2
말레이시아		268.2	285.6	269.8	263.5	269.6	291.3	280.6	274.0	1,091.5	1,087.1	1,115.5	1,193.6	1,253.3
미국		38.8	61.1	53.2	52.2	44.9	51.9	55.3	55.3	199.8	205.3	207.5	217.9	228.8
기타 자회사		59.5	65.4	76.9	79.4	69.6	80.8	81.6	82.2	244.4	281.2	314.1	368.8	422.9
연결 조정		-72.0	-84.7	-102.6	-106.8	-114.5	-98.2	-98.6	-98.6	-493.1	-366.1	-409.8	-440.1	-467.8
YoY (%)	연결 매출액	2.2	2.9	3.9	2.5	5.6	5.0	5.3	5.6	5.2	2.9	5.4	6.4	6.3
	별도 법인	-7.9	-3.0	-1.5	5.0	12.0	7.7	4.5	4.5	-0.0	-1.9	7.0	5.3	5.9
	말레이시아	2.1	4.0	-2.4	-5.0	0.5	2.0	4.0	4.0	11.4	-0.4	2.6	7.0	5.0
	미국	-15.3	13.8	4.9	5.2	15.7	-15.0	4.0	6.0	17.7	2.8	1.1	5.0	5.0
	기타 자회사	18.8	0.2	28.2	15.1	17.0	23.6	6.1	3.5	43.9	15.1	11.7	17.4	14.7
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	71.3	73.1	69.2	69.9	70.5	73.0	69.6	70.6	69.9	69.6
	말레이시아	28.3	28.4	26.8	26.2	26.9	27.6	26.4	25.8	28.3	27.4	26.7	26.8	26.5
	미국	4.1	6.1	5.3	5.2	4.5	4.9	5.2	5.2	5.2	5.2	5.0	4.9	4.8
	기타 자회사	6.3	6.5	7.6	7.9	6.9	7.6	7.7	7.7	6.3	7.1	7.5	8.3	8.9
연결조정비율 (%)		-7.1	-7.8	-9.2	-9.6	-10.3	-8.5	-8.5	-8.5	-11.3	-8.4	-8.9	-9.0	-9.0
연결 영업이익		175.6	194.2	195.3	166.2	193.7	203.8	207.2	186.1	677.4	731.3	790.8	841.0	901.9
별도 법인		115.6	143.4	144.9	91.7	143.5	152.0	154.3	134.6	514.7	495.6	584.5	617.7	654.2
말레이시아		45.1	46.7	35.0	59.8	46.7	49.5	47.7	46.6	202.0	186.6	190.5	202.9	219.3
미국		-2.8	10.2	1.7	0.5	-1.3	-0.8	2.2	2.2	6.6	9.6	2.3	8.7	10.3
기타 자회사		-6.3	-2.3	-1.7	-4.9	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-25.9	-15.2	-0.2	3.3	9.1
연결 조정		24.0	-3.8	15.4	19.1	4.8	3.0	3.1	2.8	-20.1	54.7	13.7	8.3	8.9
YoY (%)	연결 영업이익	1.7	10.3	18.3	1.5	10.3	5.0	6.1	12.0	5.8	8.0	8.1	6.3	7.2
	별도 법인	-19.2	16.2	7.0	-18.7	24.2	6.0	6.5	46.9	14.0	-3.7	17.9	5.7	5.9
	말레이시아	-16.0	-7.3	-29.3	23.6	3.5	6.0	36.3	-22.1	1.3	-7.6	2.1	6.5	8.1
	미국	적전	22.9	흑전	흑전	적지	적전	30.2	342.7	-15.4	45.5	-75.5	271.3	18.1
	기타 자회사	적지	적지	적지	적지	-100.0	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	172.5
OPM (%)	연결 영업이익	18.5	19.3	19.4	16.5	19.3	19.3	19.5	17.5	17.6	18.4	18.9	18.9	19.1
	별도 법인	17.7	21.1	20.4	12.8	19.6	20.8	20.8	18.0	18.3	18.0	19.8	19.9	19.9
	말레이시아	16.8	16.4	13.0	22.7	17.3	17.0	17.0	17.0	18.5	17.2	17.1	17.0	17.5
	미국	-7.2	16.7	3.2	1.0	-2.9	-1.5	4.0	4.0	3.3	4.7	1.1	4.0	4.5
	기타 자회사	-10.6	-3.5	-2.2	-6.2	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-10.6	-5.4	-0.1	0.9	2.2
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	55.2	74.1	74.6	74.5	72.4	76.0	67.8	73.9	73.4	72.5
	말레이시아	25.7	24.1	17.9	36.0	24.1	24.3	23.0	25.0	29.8	25.5	24.1	24.1	24.3
	미국	-1.6	5.3	0.9	0.3	-0.7	-0.4	1.1	1.2	1.0	1.3	0.3	1.0	1.1
	기타 자회사	-3.6	-1.2	-0.9	-2.9	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-3.8	-2.1	-0.0	0.4	1.0
연결조정비율 (%)		15.8	-1.9	8.5	13.0	2.6	1.5	1.5	1.5	-2.9	8.1	1.8	1.0	1.0
매출총이익		612.1	645.9	658.7	654.7	654.1	679.5	694.6	692.7	2,486.5	2,571.5	2,720.9	2,891.5	3,069.3
세전이익		174.3	153.4	187.2	145.6	179.1	195.8	199.2	178.1	683.3	660.6	752.1	814.6	880.5
순이익(지배)		125.3	107.2	137.0	101.7	127.7	139.2	141.5	126.6	458.2	471.3	535.0	579.0	625.8
EBITDA		288.6	305.3	302.4	273.2	295.5	305.5	308.9	287.8	1,160.3	1,169.5	1,197.7	1,220.4	1,262.5
YoY (%)	매출총이익	2.1	3.1	7.5	1.1	6.9	5.2	5.4	5.8	4.1	3.4	5.8	6.3	6.2
	세전이익	-9.1	-21.0	-3.4	40.7	2.7	27.6	6.4	22.3	3.8	-3.3	13.9	8.3	8.1
	순이익(지배)	-7.2	-19.2	20.2	33.0	1.9	29.8	3.3	24.4	-1.6	2.9	13.5	8.2	8.1
	EBITDA	-3.2	2.6	6.2	-2.4	2.4	0.1	2.2	5.3	-0.2	0.8	2.4	1.9	3.4
매출총이익률 (%)		64.5	64.2	65.4	65.2	65.3	64.3	65.5	65.3	64.5	64.8	65.1	65.0	64.9
세전이익률 (%)		18.4	15.3	18.6	14.5	17.9	18.5	18.8	16.8	17.7	16.7	18.0	18.3	18.6
순이익률(지배) (%)		13.2	10.7	13.6	10.1	12.7	13.2	13.3	11.9	11.9	11.9	12.8	13.0	13.2
EBITDA 마진 (%)		30.4	30.3	30.0	27.2	29.5	28.9	29.1	27.1	30.1	29.5	28.6	27.4	26.7

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
별도 매출액	653.8	678.8	710.4	716.1	732.2	730.8	742.0	748.0	2,813.5	2,759.0	2,953.1	3,109.2	3,293.2
국내 환경가전	580.4	590.4	601.1	601.6	612.3	622.5	633.3	634.1	2,277.0	2,373.5	2,502.2	2,624.9	2,772.2
운용리스	333.4	329.7	340.6	317.2	308.6	309.2	320.3	291.8	1,418.9	1,320.9	1,230.0	1,171.5	1,135.0
금융리스	215.6	230.0	229.8	253.2	272.1	283.0	282.7	311.4	727.5	928.7	1,149.2	1,333.1	1,519.7
멤버십	22.8	22.3	22.2	22.4	22.3	22.3	21.9	22.2	89.3	89.7	88.7	87.6	85.9
일시불	5.0	5.0	4.4	4.4	4.9	3.8	4.2	4.2	27.2	18.8	17.0	15.0	13.6
기타	3.6	3.3	4.2	4.4	4.5	4.2	4.2	4.4	14.0	15.4	17.3	17.7	18.0
수출	67.1	82.2	103.4	109.3	114.3	102.8	103.4	109.3	501.5	362.1	429.9	464.3	501.4
화장품	6.2	6.1	5.8	5.2	5.6	5.5	5.2	4.7	35.0	23.4	21.0	20.0	19.6
YoY (%)													
별도 매출액	-7.9	-3.0	-1.5	5.0	12.0	7.7	4.5	4.5	-0.0	-1.9	7.0	5.3	5.9
국내 환경가전	3.7	2.9	5.2	5.1	5.5	5.4	5.4	5.4	1.4	4.2	5.4	4.9	5.6
운용리스	-8.7	-8.8	-2.5	-7.6	-7.4	-6.2	-6.0	-8.0	-8.0	-6.9	-6.9	-4.8	-3.1
금융리스	34.8	27.6	21.4	27.8	26.2	23.0	23.0	23.0	34.0	27.6	23.7	16.0	14.0
멤버십	0.5	0.5	-0.7	1.1	-2.3	0.2	-1.1	-1.1	-4.4	0.4	-1.1	-1.2	-2.0
일시불	-41.2	-20.4	-35.2	-21.3	-3.4	-24.0	-5.0	-5.0	-49.4	-30.8	-9.7	-11.7	-9.8
기타	13.9	-7.4	10.7	23.7	25.7	25.0	2.0	2.0	9.4	10.0	12.5	2.0	2.0
수출	-52.6	-29.7	-27.0	7.9	70.3	25.0	0.0	0.0	-4.7	-27.8	18.7	8.0	8.0
화장품	-31.6	-34.6	-29.3	-37.4	-10.1	-10.0	-10.0	-10.0	-19.0	-33.2	-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	88.8	87.0	84.6	84.0	83.6	85.2	85.4	84.8	80.9	86.0	84.7	84.4	84.2
운용리스	51.0	48.6	47.9	44.3	42.1	42.3	43.2	39.0	50.4	47.9	41.6	37.7	34.5
금융리스	33.0	33.9	32.4	35.4	37.2	38.7	38.1	41.6	25.9	33.7	38.9	42.9	46.1
멤버십	3.5	3.3	3.1	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0	3.2	3.3	3.0	2.8	2.6
일시불	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
기타	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
수출	10.3	12.1	14.6	15.3	15.6	14.1	13.9	14.6	17.8	13.1	14.6	14.9	15.2
화장품	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
별도 영업이익	115.6	143.4	144.9	91.7	143.5	152.0	154.3	134.6	514.7	495.6	584.5	617.7	654.2
YoY (%)	-19.2	16.2	7.0	-18.7	24.2	6.0	6.5	46.9	14.0	-3.7	17.9	5.7	5.9
OPM (%)	17.7	21.1	20.4	12.8	19.6	20.8	20.8	18.0	18.3	18.0	19.8	19.9	19.9
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	6,206.8	6,258.5	6,302.1	6,349.0	6,412.5	6,454.0	6,500.3	6,553.0	6,155.8	6,349.0	6,553.0	6,925.4	7,336.2
신규 판매 (천대)	393.4	394.6	353.2	360.3	414.3	418.3	374.4	381.9	1,381.5	1,501.5	1,588.9	1,636.6	1,669.3
해약 (천대)	125.4	110.9	105.6	98.4	105.9	105.8	106.5	107.3	498.1	440.3	425.4	456.1	482.8
만기도래 (천계정)	217.0	232.0	204.0	215.0	245.0	271.0	221.6	222.0	746.0	868.0	959.6	808.1	775.7
ARPU (월평균) (원)	29,605	29,936	30,276	30,059	30,336	30,684	31,033	30,811	29,385	29,983	30,734	30,970	31,024
해약률 (월평균) (%)	0.68	0.60	0.56	0.52	0.56	0.55	0.55	0.55	0.69	0.60	0.56	0.58	0.58
만기도래 비중 (%)	57.5	59.7	63.4	59.4	60.0	65.0	57.0	62.0	54.0	59.9	61.0	59.7	58.5
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	446.6	441.8	440.7	437.6	440.0	424.1	423.1	420.1	456.1	437.6	420.1	407.5	395.3
ARPU (월평균) (천원)	16.8	16.7	16.7	17.0	16.9	17.2	17.2	17.5	15.8	16.7	17.2	17.6	17.8
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	8.6	9.9	7.7	7.1	8.6	7.9	7.7	7.1	40.8	33.2	31.3	29.1	27.1
ARPU (천원)	590.0	507.1	571.0	619.5	565.2	481.7	542.5	588.6	666.7	567.1	543.7	516.6	501.1
렌탈페기손실 (연결) (십억원)	11.8	11.4	11.3	9.5	9.2	10.7	10.8	10.7	53.1	44.1	41.4	41.1	43.8

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 과거 수치도 KB증권 추정치

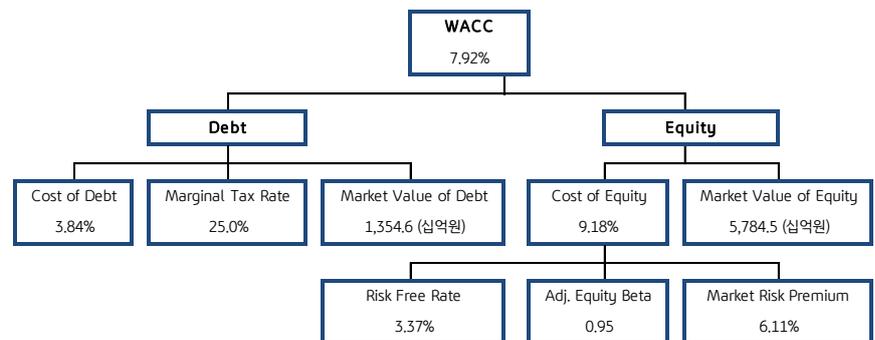
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>현금흐름 추정</b>									
영업이익	a	731.3	790.8	841.0	901.9	939.6	967.8	996.9	1,026.8
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>548.4</b>	<b>593.1</b>	<b>630.7</b>	<b>676.4</b>	<b>704.7</b>	<b>725.9</b>	<b>747.6</b>	<b>770.1</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	438.2	406.9	379.5	360.7	339.0	318.7	299.6	281.6
<b>총 현금흐름</b>	$E=C+d$	<b>986.7</b>	<b>1,000.0</b>	<b>1,010.2</b>	<b>1,037.1</b>	<b>1,043.7</b>	<b>1,044.5</b>	<b>1,047.2</b>	<b>1,051.7</b>
<b>총 투자</b>	$F=g+h$	<b>-866.3</b>	<b>-600.0</b>	<b>-434.8</b>	<b>-458.6</b>	<b>-680.0</b>	<b>-680.0</b>	<b>-690.0</b>	<b>-690.0</b>
운전자본 증감	g	-610.4	-330.0	-164.8	-188.6	-400.0	-400.0	-400.0	-400.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-255.8	-270.0	-270.0	-270.0	-280.0	-280.0	-290.0	-290.0
FCFF	$I=E+F$	120.4	400.0	575.4	578.5	363.7	364.5	357.2	361.7
<b>현금흐름의 현재 가치</b>									
Discount Rate				5.1%	13.4%	22.4%	32.1%	42.5%	
PV of FCFF				351.1	510.1	297.3	276.1	250.6	
Total PV of FCFF (2025E~29E)	j		1,685.2						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2030E 시점)			5,636.5		2030년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		3,955.1		WACC 7.92% (무위험수익률 3.37%, 시장위험프리미엄 6.11%)				
<b>Valuation</b>									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		5,640.3						
순현금	m		113.2		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		28.9		4Q23 말 기준				
비지배주주 자본	o		-2.1		4Q23 말 기준				
<b>적정 기업가치</b>	$P=L+m+n-o$		<b>5,784.5</b>						
주식수 (천주)	q		72,564						
<b>목표주가 (원)</b>	$R=P/q$		<b>80,000</b>						
현재주가 (원)			59,700		2024.5.10				
상승여력 (%)			34.0						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			10.5						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			1.82						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.84% 사용. 차입금 가치는 4Q23 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 (2024.2.13)	변경 후 (2024.5.13)	비고
<b>COE</b>	$A = B + C \times D$	<b>9.28</b>	<b>9.18</b>	
Risk free rate	B	3.47	3.37	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.95	0.95	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.52	0.75	
R <sup>2</sup>		0.10	0.19	
Risk premium	$D = E - F$	6.11	6.11	
Market	E	9.41	9.41	2001년~2023년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.30	3.30	2001년~2023년 통안채 1년물 연평균 Total return
<b>COD</b>	G	<b>3.85</b>	<b>3.84</b>	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		5,462.5	5,784.5	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		1,352.6	1,354.6	총 금융부채 (4Q23 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>8.00</b>	<b>7.92</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%
WACC	6.92%	86,442	88,529	90,765	93,167	95,752	98,543	101,566
	7.12%	83,873	85,809	87,878	90,095	92,475	95,038	97,805
	7.32%	81,463	83,263	85,182	87,234	89,431	91,791	94,332
	7.52%	79,199	80,875	82,659	84,562	86,596	88,774	91,114
	7.72%	77,066	78,631	80,293	82,061	83,948	85,964	88,124
	7.92%	75,055	76,517	78,068	80,000	81,470	83,340	85,338
	8.12%	73,154	74,524	75,974	77,511	79,145	80,883	82,738
	8.32%	71,356	72,640	73,998	75,436	76,960	78,579	80,303
	8.52%	69,651	70,858	72,131	73,477	74,903	76,414	78,020
	8.72%	68,033	69,168	70,364	71,627	72,962	74,375	75,873
8.92%	66,495	67,564	68,690	69,876	71,128	72,451	73,852	

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,856	3,967	4,181	4,449	4,730
매출원가	1,370	1,395	1,460	1,558	1,661
매출총이익	2,486	2,571	2,721	2,891	3,069
판매비와관리비	1,809	1,840	1,930	2,051	2,167
영업이익	677	731	791	841	902
EBITDA	1,160	1,169	1,198	1,220	1,263
영업외손익	6	-71	-39	-26	-21
이자수익	3	6	6	7	8
이자비용	33	54	52	47	43
지분법손익	-6	-4	-6	-6	-6
기타영업외손익	42	-18	13	20	20
세전이익	683	661	752	815	880
법인세비용	226	190	218	236	255
당기순이익	458	471	535	578	625
지배주주순이익	458	471	535	579	626
수정순이익	458	471	535	579	626

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	5.2	2.9	5.4	6.4	6.3
영업이익 성장률	5.8	8.0	8.1	6.3	7.2
EBITDA 성장률	-0.2	0.8	2.4	1.9	3.5
지배기업순이익 성장률	-1.6	2.9	13.5	8.2	8.1
매출총이익률	64.5	64.8	65.1	65.0	64.9
영업이익률	17.6	18.4	18.9	18.9	19.1
EBITDA이익률	30.1	29.5	28.7	27.4	26.7
세전이익률	17.7	16.7	18.0	18.3	18.6
지배기업순이익률	11.9	11.9	12.8	13.0	13.2

현금흐름표					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	164	449	617	799	803
당기순이익	458	471	535	578	625
유무형자산상각비	483	438	407	379	361
기타비현금손익 조정	304	338	224	242	261
운전자본증감	-788	-610	-330	-165	-189
매출채권감소 (증가)	25	38	-51	-30	-34
재고자산감소 (증가)	-18	51	-59	-77	-100
매입채무증가 (감소)	-35	-7	5	6	6
기타운전자본증감	-759	-693	-225	-63	-61
기타영업현금흐름	-293	-187	-218	-236	-255
투자활동 현금흐름	-282	-272	-363	-371	-330
유형자산투자감소 (증가)	-269	-255	-270	-270	-270
무형자산투자감소 (증가)	-16	-8	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-8	-20	0	0	0
기타투자현금흐름	10	11	-83	-91	-50
재무활동 현금흐름	161	-32	-264	-239	-386
금융부채 증감	272	108	-160	-132	-65
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-91	-94	-98	-102	-210
기타재무현금흐름	-21	-46	-6	-6	-111
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	43	144	-9	189	87
기말현금	116	260	251	440	527
잉여현금흐름 (FCF)	-104	194	347	529	533
순현금흐름	-70	135	202	412	202
순현금 (순차입금)	-371	-236	-35	377	579

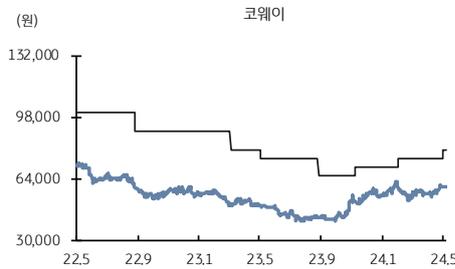
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	4,365	4,851	4,924	5,226	5,433
유동자산	1,375	1,592	1,791	2,193	2,480
현금 및 현금성자산	116	260	251	440	527
단기금융자산	688	826	908	999	1,049
매출채권	255	254	305	335	369
재고자산	254	198	257	334	435
기타유동자산	62	54	70	84	101
비유동자산	2,991	3,259	3,132	3,033	2,952
투자자산	64	59	59	59	59
유형자산	1,051	1,019	891	791	710
무형자산	195	188	189	190	191
기타비유동자산	1,680	1,993	1,993	1,993	1,993
부채총계	2,053	2,213	1,849	1,675	1,572
유동부채	1,130	1,509	1,165	1,009	926
매입채무	83	108	113	119	125
단기금융부채	307	670	562	449	405
기타유동부채	740	731	490	441	397
비유동부채	923	704	685	665	646
장기금융부채	869	652	632	612	592
기타비유동부채	54	52	52	53	53
자본총계	2,312	2,638	3,074	3,551	3,861
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	11	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	2,161	2,503	2,940	3,418	3,728
지배자본 계	2,314	2,640	3,077	3,554	3,864
비지배자본	-2	-2	-3	-3	-4

주요투자지표					
(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	9.0	9.0	8.2	7.6	7.0
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
P/S	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.9	3.8	3.7	3.3	3.0
EV/EBIT	6.6	6.1	5.6	4.8	4.2
배당수익률	2.3	2.4	2.3	2.4	2.5
EPS	6,208	6,386	7,249	7,845	8,479
BVPS	31,353	35,771	41,693	48,161	52,363
SPS (주당매출액)	52,251	53,747	56,647	60,291	64,097
DPS (주당배당금)	1,300	1,350	1,400	1,450	1,500
배당성향 (%)	20.6	20.8	19.0	18.2	17.4
수익성지표					
ROE	21.7	19.0	18.7	17.5	16.9
ROA	11.2	10.2	10.9	11.4	11.7
ROIC	15.7	14.1	14.3	14.1	14.1
안정성지표					
부채비율	88.8	83.9	60.2	47.2	40.7
순차입비율	16.1	9.0	1.1	순현금	순현금
유동비율	1.2	1.1	1.5	2.2	2.7
이자보상배율 (배)	20.5	13.5	15.1	17.8	20.9
활동성지표					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	15.2	15.6	15.0	13.9	13.5
매입채무회전율	43.9	41.4	37.8	38.3	38.8
재고자산회전율	15.8	17.6	18.4	15.0	12.3

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
22-02-17	Buy	박신애	100,000	-33.47	
22-09-07	Buy	박신애	90,000	-38.36	-33.78
23-03-16	Buy	박신애	80,000	-36.80	-34.38
23-05-16	Buy	박신애	75,000	-40.95	-34.20
23-09-07	Buy	박신애	65,000	-32.03	-16.77
23-11-20	Buy	박신애	70,000	-21.51	-11.43
24-02-13	Buy	박신애	75,000	-25.48	-20.00
24-05-13	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 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

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.