



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 코웨이 (021240)

## 3Q22 Preview: 저평가된 가치주

2022년 9월 7일

유통/화장품 Analyst 박신애

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

목표주가 9만원으로 10% 하향. 주가는 저평가 상태

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 90,000원으로 10% 하향한다. 실적 추정치 변동폭은 미미하지만, 목표주가 산정에 적용한 WACC이 기존 7.55%에서 8.29%로 상승한 영향이다. 견조한 실적 흐름과 밸류에이션 매력에도 불구하고, 안정적인 cash flow를 갖춘 가치주에 대한 주식시장의 관심이 부족한 영향으로 인해 코웨이 주가는 지지부진한 흐름을 보이고 있다. 현재 주가는 12M Fwd P/E 8배 수준으로 저평가 상태이다.

말레이시아 법인의 2022년 매출액 16% YoY 성장 예상. 하반기에 여러 신제품 출시 통해 외형 성장세 이어나갈 전망

코웨이의 2022년 말레이시아 법인 매출액은 16% YoY 성장할 것으로 예상된다 (회계 변경 영향 제거 시 +18% 추정). 높아진 기저 부담으로 인해 외형 성장세가 과거의 +30~40%대 대비로는 다소 낮아진 모습을 보일 전망이지만, 여러 신제품 판매를 통해 하반기에도 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다. 1) 지난 5월에는 POE (Point of Entry) 정수기 신제품을 출시했고, 하반기에는 청정기 매출 활성화를 위해 새로운 판매 제도를 도입할 계획이며, 매트리스 신제품도 4Q22에 출시를 계획하고 있다.

3Q22 Preview: 매출 +8%, 영업이익 +5% 전망. 컨센서스 부합 예상

3Q22 연결 매출액은 1조 47억원 (+8% YoY), 영업이익은 1,727억원 (+5% YoY)을 나타내면서 컨센서스에 부합할 전망이다. ▲국내 (별도) 매출은 7,078억원 (+3% YoY), 영업이익은 1,168억원 (+12% YoY)으로 예상된다. ① 렌탈 신규 판매가 2.5% 성장하고 ② 월평균 해약률이 1% 미만의 낮은 수준이 유지되는 가운데, 만기도래 계정수는 14.6만 계정을 나타내면서 ③ 렌탈 계정수는 5.8만 계정 QoQ 순증할 것으로 예상된다. ④ 영업이익률은 16.5%를 나타내면서 1.3%p YoY 개선될 것으로 추정된다. ▲말레이시아는 매출은 13% 성장하고 영업이익은 0.4% 증가할 것으로 예상된다. 다만 지난 4Q21부터 회계 기준이 변경된 영향을 제거 시, 매출은 19% 성장하고 영업이익은 32% 증가하는 수준이다. ▲미국 매출은 5% 성장하고, 영업이익은 37억원 (-21% YoY, OPM 6.0%)으로 추정된다 (개학 시즌 성수기 효과 기대되나, 경기 불확실성 존재).

### Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	90,000
Dividend yield* (%)	2.2
Total return (%)	53.5
현재가 (9/6, 원)	59,500
Consensus target price (원)	100,750
시가총액 (조원)	4.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

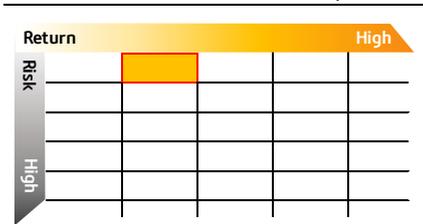
#### Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	7.1
외국인 지분율 (%)	61.6
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 6인 25.1
	국민연금공단 7.5

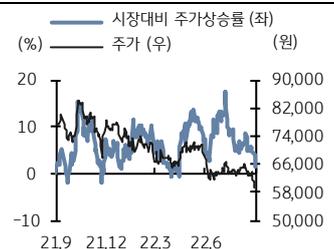
#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-14.4	-14.9	-22.1
시장대비 상대수익률	-4.1	-5.4	-4.9	1.5

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



#### Stock Price & Relative Performance

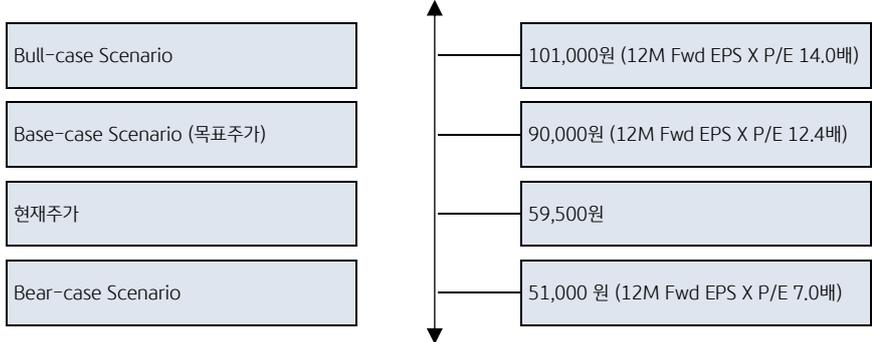


자료: 코웨이, KB증권

#### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	3,664	3,977	4,308	4,629
영업이익 (십억원)	640	698	755	812
지배주주순이익 (십억원)	466	508	534	586
EPS (원)	6,310	6,885	7,233	7,939
증감률 (%)	15.0	9.1	5.1	9.8
P/E (x)	11.8	8.6	8.2	7.5
EV/EBITDA (x)	5.0	3.9	3.6	3.2
P/B (x)	2.9	1.9	1.6	1.3
ROE (%)	27.4	24.0	20.9	19.4
배당수익률 (%)	1.7	2.2	2.3	2.4

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR +4%
- 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR +15%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 상회
- 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +15% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 법인 매출 2021~24E CAGR이 +4% 하회
- 2) 해외 합산 매출 2021~24E CAGR이 +15% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,007.8	4,351.5	3,976.5	4,307.8	-0.8	-1.0
영업이익	699.8	760.6	697.9	754.6	-0.3	-0.8
순이익 (지배)	509.8	543.3	508.0	533.8	-0.4	-1.8

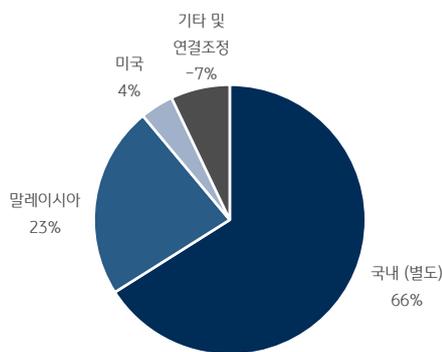
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3,976.5	4,307.8	3,925.1	4,313.5	1.3	-0.1
영업이익	697.9	754.6	693.7	754.4	0.6	0.0
순이익 (지배)	508.0	533.8	512.2	549.3	-0.8	-2.8

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	4,391.1	8.4	7.1	1.67	19.9	3.9	0.4
아모레퍼시픽	7,048.4	27.4	36.2	1.64	6.0	9.5	2.1
LG 생활건강	10,557.9	16.1	-0.6	1.94	12.1	7.3	-0.5

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준:

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 8.29%, 영구성장률 3.29% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

101,000원 ~ 51,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd Implied P/E 12.4배, P/B 2.52배

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: 3Q22E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	3Q22E KB증권	3Q21	YoY (%)	2Q22	QoQ (%)	3Q22E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2022E KB증권	YoY (%)	2022E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	1,004.7	934.0	7.6	978.2	2.7	995.8	0.9	3,976.5	8.5	3,925.1	1.3
영업이익	172.7	163.8	5.4	176.0	-1.9	174.9	-1.3	697.9	9.0	693.7	0.6
세전이익	164.3	185.8	-11.5	194.1	-15.4	172.0	-4.5	719.4	9.2	729.9	-1.4
순이익 (지배)	118.3	136.5	-13.3	132.5	-10.7	137.1	-13.7	507.5	9.0	512.0	-0.9
영업이익률 (%)	17.2	17.5		18.0		17.6		17.6		17.7	
세전이익률 (%)	16.4	19.9		19.8		17.3		18.1		18.6	
순이익률 (%)	11.8	14.6		13.5		13.8		12.8		13.0	

자료: LG생활건강, 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	4,007.8	4,351.5	4,675.7	3,976.5	4,307.8	4,628.6	-0.8	-1.0	-1.0
영업이익	699.8	760.6	821.3	697.9	754.6	811.6	-0.3	-0.8	-1.2
세전이익	700.9	734.0	796.5	719.4	740.6	800.2	2.6	0.9	0.5
순이익 (지배)	509.8	543.3	595.5	508.0	533.8	585.9	-0.4	-1.8	-1.6
EPS (원)	7,027	7,489	8,208	7,001	7,357	8,075	-0.4	-1.8	-1.6
YoY (%)									
매출액	9.4	8.6	7.5	8.5	8.3	7.4			
영업이익	9.3	8.7	8.0	9.0	8.1	7.5			
세전이익	6.4	4.7	8.5	9.2	3.0	8.0			
순이익 (지배)	9.5	6.6	9.6	9.1	5.1	9.8			
EPS	9.5	6.6	9.6	9.1	5.1	9.8			
영업이익률 (%)	17.5	17.5	17.6	17.6	17.5	17.5			
세전이익률 (%)	17.5	16.9	17.0	18.1	17.2	17.3			
순이익률 (지배, %)	12.7	12.5	12.7	12.8	12.4	12.7			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2022년 5월 20일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연결 매출액	879.0	905.4	934.0	945.9	928.0	978.2	1,004.7	1,065.7	3,237.4	3,664.3	3,976.5	4,307.8	4,628.6
별도 법인	674.8	710.9	686.4	742.7	710.1	700.1	707.8	774.4	2,592.5	2,814.6	2,892.3	3,014.4	3,149.8
말레이시아	240.4	236.7	256.2	246.8	262.8	274.7	289.5	308.5	708.4	980.1	1,135.5	1,305.8	1,475.6
미국	42.9	35.8	58.0	33.0	45.8	53.7	60.9	42.9	152.5	169.7	203.3	227.7	250.5
기타 자회사	20.7	43.6	35.1	42.3	50.1	65.3	58.1	58.3	79.4	141.7	231.8	265.3	295.8
연결 조정	-99.8	-121.6	-101.7	-118.9	-140.8	-115.6	-111.6	-118.4	-295.4	-441.9	-486.4	-505.4	-543.0
YoY (%)													
연결 매출액	14.3	12.4	16.7	9.7	5.6	8.0	7.6	12.7	7.2	13.2	8.5	8.3	7.4
별도 법인	7.4	8.5	7.0	11.3	5.2	-1.5	3.1	4.3	2.4	8.6	2.8	4.2	4.5
말레이시아	56.8	51.8	43.3	12.0	9.3	16.1	13.0	25.0	34.6	38.4	15.9	15.0	13.0
미국	57.7	11.5	12.0	-20.3	6.8	50.0	5.0	30.0	56.7	11.3	19.8	12.0	10.0
기타 자회사	-8.0	159.5	115.3	77.7	142.0	49.8	65.5	37.9	-24.6	78.5	63.6	14.4	11.5
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	71.6	70.5	72.7	80.1	76.8	72.7	70.0	68.1
말레이시아	27.3	26.1	27.4	26.1	28.3	28.1	28.8	28.9	21.9	26.7	28.6	30.3	31.9
미국	4.9	4.0	6.2	3.5	4.9	5.5	6.1	4.0	4.7	4.6	5.1	5.3	5.4
기타 자회사	2.4	4.8	3.8	4.5	5.4	6.7	5.8	5.5	2.5	3.9	5.8	6.2	6.4
연결 조정	-11.4	-13.4	-10.9	-12.6	-15.2	-11.8	-11.1	-11.1	-9.1	-12.1	-12.2	-11.7	-11.7
연결 영업이익	170.7	166.4	163.8	139.2	172.7	176.0	172.7	176.6	606.4	640.2	697.9	754.6	811.6
별도 법인	112.0	122.5	104.5	112.7	143.1	123.4	116.8	117.7	455.5	451.7	501.0	495.9	518.2
말레이시아	56.1	59.6	54.8	28.9	53.7	50.4	55.0	58.6	130.1	199.4	217.7	252.0	280.4
미국	5.7	0.9	4.6	-3.4	2.4	8.3	3.7	2.6	19.8	7.8	16.9	13.7	15.0
기타 자회사	-5.8	-8.4	-4.2	-6.0	-4.7	-6.3	-3.6	-3.2	-11.0	-24.4	-17.8	-10.7	-6.0
연결 조정	2.7	-8.2	4.1	7.1	-21.9	0.2	0.9	0.9	12.0	5.7	-19.9	3.8	4.0
YoY (%)													
연결 영업이익	23.0	-1.6	-2.9	7.3	1.1	5.7	5.4	26.8	32.3	5.6	9.0	8.1	7.5
별도 법인	-3.2	-9.9	-16.4	42.8	27.8	0.7	11.8	4.5	15.4	-0.8	10.9	-1.0	4.5
말레이시아	122.6	155.8	85.1	-44.4	-4.3	-15.4	0.4	102.8	72.1	53.3	9.2	15.8	11.2
미국	119.2	-81.6	-61.0	적전	-57.9	822.2	-20.6	흑전	500.0	-60.6	117.0	-19.3	10.0
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	-79.1	-87.6	흑전	-52.5	적전	흑전	7.5
OPM (%)													
연결 영업이익	19.4	18.4	17.5	14.7	18.6	18.0	17.2	16.6	18.7	17.5	17.6	17.5	17.5
별도 법인	16.6	17.2	15.2	15.2	20.2	17.6	16.5	15.2	17.6	16.0	17.3	16.5	16.5
말레이시아	23.3	25.2	21.4	11.7	20.4	18.3	19.0	19.0	18.4	20.3	19.2	19.3	19.0
미국	13.3	2.5	7.9	-10.3	5.2	15.5	6.0	6.0	13.0	4.6	8.3	6.0	6.0
기타 자회사	-28.0	-19.3	-12.0	-14.2	-9.4	-9.6	-6.2	-5.5	-13.8	-17.2	-7.7	-4.0	-2.0
연결 조정	-2.7	6.7	-4.0	-6.0	15.5	-0.2	-0.8	-0.7	-4.1	-1.3	4.1	-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	70.1	67.6	66.7	75.1	70.6	71.8	65.7	63.8
말레이시아	32.9	35.8	33.5	20.8	31.1	28.6	31.8	33.2	21.5	31.1	31.2	33.4	34.5
미국	3.3	0.5	2.8	-2.4	1.4	4.7	2.1	1.5	3.3	1.2	2.4	1.8	1.9
기타 자회사	-3.4	-5.0	-2.6	-4.3	-2.7	-3.6	-2.1	-1.8	-1.8	-3.8	-2.6	-1.4	-0.7
매출총이익	579.8	594.2	603.4	611.6	599.7	626.3	645.0	684.8	2,193.5	2,388.9	2,555.8	2,751.6	2,938.0
세전이익	174.7	159.9	185.8	138.2	191.9	194.1	164.3	169.1	540.4	658.6	719.4	740.6	800.2
순이익(지배)	125.8	115.9	136.5	87.5	135.1	132.6	118.4	121.8	404.9	465.7	508.0	533.8	585.9
EBITDA	304.4	297.6	293.7	266.9	298.1	297.6	299.0	302.9	1,149.7	1,162.8	1,182.7	1,172.1	1,210.1
YoY (%)													
매출총이익	11.1	7.1	12.5	5.3	3.4	5.4	6.9	12.0	9.2	8.9	7.0	7.7	6.8
세전이익	26.3	0.2	24.5	48.1	9.8	21.4	-11.5	22.3	19.7	21.9	9.2	3.0	8.0
순이익(지배)	23.8	-2.6	16.8	29.6	7.3	14.5	-13.2	39.3	21.6	15.0	9.1	5.1	9.8
EBITDA	10.4	-1.9	-3.6	0.4	-2.1	-0.0	1.8	13.5	18.1	1.1	1.7	-0.9	3.2
매출총이익률 (%)	66.0	65.6	64.6	64.7	64.6	64.0	64.2	64.3	67.8	65.2	64.3	63.9	63.5
세전이익률 (%)	19.9	17.7	19.9	14.6	20.7	19.8	16.4	15.9	16.7	18.0	18.1	17.2	17.3
순이익률(지배) (%)	14.3	12.8	14.6	9.2	14.6	13.6	11.8	11.4	12.5	12.7	12.8	12.4	12.7
EBITDA 마진 (%)	34.6	32.9	31.5	28.2	32.1	30.4	29.8	28.4	35.5	31.7	29.7	27.2	26.1

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
별도 매출액	674.8	710.9	686.4	742.7	710.1	700.1	707.8	774.4	2,592.5	2,814.6	2,892.3	3,014.4	3,149.8
국내 환경가전	538.5	558.9	556.2	591.7	559.5	573.7	571.5	614.9	2,127.2	2,245.3	2,319.5	2,408.7	2,509.2
렌탈	394.4	388.7	380.5	378.8	365.1	361.3	389.9	394.6	1,596.4	1,542.4	1,510.9	1,537.3	1,581.3
홈케어	98.0	127.4	136.9	180.6	159.9	180.3	150.6	189.6	304.1	542.8	680.4	748.4	808.3
멤버십	24.1	23.7	23.1	22.5	22.7	22.2	21.9	21.4	99.2	93.5	88.1	83.4	80.6
일시불	18.8	15.8	12.5	6.7	8.6	6.3	5.9	6.3	114.0	53.8	27.1	26.9	26.6
기타	3.1	3.2	3.3	3.1	3.1	3.6	3.2	3.1	13.5	12.8	13.0	12.8	12.5
수출	124.6	139.9	119.9	141.7	141.5	117.0	127.1	150.2	404.7	526.1	535.8	568.0	602.1
화장품	11.6	12.1	10.2	9.3	9.1	9.4	9.2	9.3	60.6	43.2	37.0	37.7	38.5
YoY (%)													
별도 매출액	7.4	8.5	7.0	11.3	5.2	-1.5	3.1	4.3	2.4	8.6	2.8	4.2	4.5
국내 환경가전	1.7	1.1	9.6	10.1	3.9	2.7	2.7	3.9	0.8	5.6	3.3	3.8	4.2
렌탈	-1.9	-4.1	-4.8	-2.8	-7.4	-7.1	2.5	4.2	1.5	-3.4	-2.0	1.7	2.9
홈케어	42.2	46.2	139.0	98.9	63.2	41.5	10.0	5.0	17.7	78.5	25.3	10.0	8.0
멤버십	-2.1	-8.4	-6.2	-6.2	-6.1	-6.4	-5.3	-5.1	-7.6	-5.8	-5.8	-5.4	-3.4
일시불	-39.0	-50.5	-47.1	-75.8	-54.4	-60.0	-52.5	-5.7	-29.3	-52.8	-49.6	-1.1	-1.1
기타	1.9	23.4	36.4	-41.9	0.2	11.0	-2.0	-2.0	15.6	-5.2	1.8	-2.0	-2.0
수출	52.3	64.2	-0.3	20.8	13.5	-16.4	6.0	6.0	17.8	30.0	1.8	6.0	6.0
화장품	-32.9	-30.3	-25.4	-24.4	-21.4	-22.5	-10.0	0.0	-20.6	-28.7	-14.4	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	81.9	80.7	79.4	82.1	79.8	80.2	79.9	79.7
렌탈	58.5	54.7	55.4	51.0	51.4	51.6	55.1	51.0	61.6	54.8	52.2	51.0	50.2
홈케어	14.5	17.9	19.9	24.3	22.5	25.8	21.3	24.5	11.7	19.3	23.5	24.8	25.7
멤버십	3.6	3.3	3.4	3.0	3.2	3.2	3.1	2.8	3.8	3.3	3.0	2.8	2.6
일시불	2.8	2.2	1.8	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8	4.4	1.9	0.9	0.9	0.8
기타	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
수출	18.5	19.7	17.5	19.1	19.9	16.7	18.0	19.4	15.6	18.7	18.5	18.8	19.1
화장품	1.7	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	2.3	1.5	1.3	1.3	1.2
별도 영업이익	112.0	122.5	104.5	112.7	143.1	123.4	116.8	117.7	455.5	451.7	501.0	495.9	518.2
YoY (%)	-3.2	-9.9	-16.4	42.8	27.8	0.7	11.8	4.5	15.4	-0.8	10.9	-1.0	4.5
OPM (%)	16.6	17.2	15.2	15.2	20.2	17.6	16.5	15.2	17.6	16.0	17.3	16.5	16.5
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	5,842.4	5,903.2	5,987.4	6,018.4	6,085.0	6,090.0	6,148.4	6,205.3	5,809.0	6,018.4	6,205.3	6,506.5	6,764.6
신규 판매 (천대)	321.0	340.4	330.3	334.6	353.2	347.6	338.6	341.3	1,353.8	1,326.3	1,380.8	1,408.4	1,436.6
해약 (천대)	145.2	140.2	129.9	131.7	132.4	133.9	134.0	135.3	692.4	547.0	535.5	556.2	581.0
만기도래 (천계정)	142.3	139.3	125.0	192.0	154.3	208.7	146.2	149.2	540.1	569.8	658.4	551.0	597.4
ARPU (월평균) (원)	28,176	29,295	29,005	31,060	28,922	29,655	29,440	31,525	27,552	29,384	29,877	29,968	30,010
해약률 (월평균) (%)	0.83	0.80	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	1.01	0.78	0.74	0.75	0.74
만기도래 비중 (%)	40.6	36.2	43.8	50.5	44.1	52.6	46.0	47.0	38.3	40.7	47.6	38.0	38.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	515.8	505.3	485.1	485.1	470.6	468.4	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	15.8	15.9	15.8	14.8	15.4	15.7	15.8	15.9
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	16.7	14.4	12.7	10.2	7.0	6.1	6.3	6.6	114.7	54.0	26.0	25.2	24.5
ARPU (천원)	1,127.8	1,095.5	985.8	656.5	1,230.7	1,040.3	936.5	952.0	993.9	996.9	1,043.6	1,064.5	1,085.8
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	13.8	14.8	13.2	11.9	14.1	12.7	14.0	13.5	77.6	53.7	54.3	57.4	61.0

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 KB증권 추정치

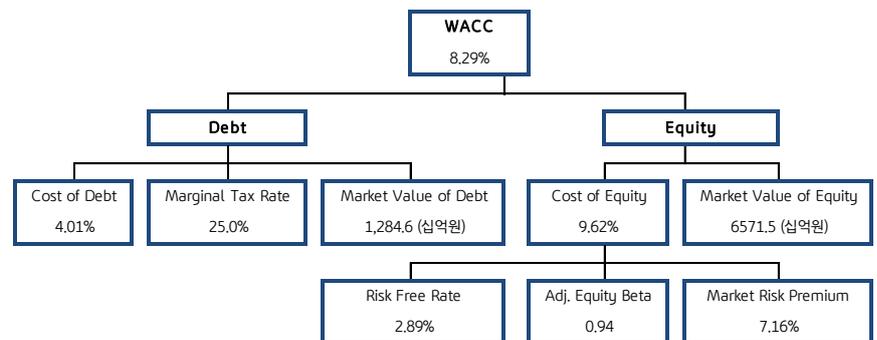
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>현금흐름 추정</b>									
영업이익	a	640.2	697.9	754.6	811.6	858.6	875.8	884.0	905.0
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>480.2</b>	<b>523.5</b>	<b>566.0</b>	<b>608.7</b>	<b>644.0</b>	<b>656.8</b>	<b>663.0</b>	<b>678.8</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	522.5	484.8	417.5	398.6	394.2	389.9	385.6	381.4
<b>총 현금흐름</b>	$E=C+d$	<b>1,002.7</b>	<b>1,008.3</b>	<b>983.5</b>	<b>1,007.2</b>	<b>1,038.1</b>	<b>1,046.7</b>	<b>1,048.6</b>	<b>1,060.2</b>
<b>총 투자</b>	$F=g+h$	<b>-1,104.6</b>	<b>-822.7</b>	<b>-473.7</b>	<b>-510.0</b>	<b>-700.0</b>	<b>-700.0</b>	<b>-700.0</b>	<b>-700.0</b>
운전자본 증감	g	-829.0	-522.7	-153.7	-160.0	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-275.6	-300.0	-320.0	-350.0	-400.0	-400.0	-400.0	-400.0
FCFF	$I=E+F$	-101.9	185.6	509.8	497.3	338.1	346.7	348.6	360.2
<b>현금흐름의 현재 가치</b>									
Discount Rate				2.6%	11.1%	20.3%	30.3%	41.1%	
PV of FCFF				156.5	447.5	281.0	266.0	247.0	
Total PV of FCFF (2023E~27E)	j		1,398.0						
영구성장률 (%)			3.29%		국고채권 30년 수익률				
Terminal Value (2028E 시점)			7,190.9		2028년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		5,095.1		WACC 8.29% (무위험수익률 2.89%, 시장위험프리미엄 7.16%)				
<b>Valuation</b>									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		6,493.1						
순현금	m		41.3		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		35.5		2Q22말 기준				
비지배주주 자본	o		-1.7		2Q22말 기준				
<b>적정 기업가치</b>	$P=L+m+n-o$		<b>6,571.5</b>						
주식수 (천주)	q		72,564						
<b>목표주가 (원)</b>	$R=P/q$		<b>90,000</b>						
현재주가 (원)			59,500		2022.9.6				
상승여력 (%)			51.3						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			12.4						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			2.52						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 4.01% 사용. 차입금 가치는 2Q22 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 (2022.5.20)	변경 후 (2022.9.7)	비고
<b>COE</b>	$A = B + C \times D$	<b>8.75</b>	<b>9.62</b>	
Risk free rate	B	1.73	2.89	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.98	0.94	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.86	0.58	
R <sup>2</sup>		0.17	0.14	
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
<b>COD</b>	G	<b>3.66</b>	<b>4.01</b>	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		7,246.7	6,571.5	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		902.7	1,284.6	총 금융부채 (2Q22말)
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>7.55</b>	<b>8.29</b>	
<b>영구성장률</b>		<b>2.90%</b>	<b>3.29%</b>	국고채권 30년 수익률

자료: 코웨이, KB증권 추정

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

(원)		Terminal Growth						
		2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%
WACC	7.29%	100,208	103,811	107,758	112,098	116,893	122,221	128,174
	7.49%	96,206	99,484	103,058	106,973	111,278	116,036	121,320
	7.69%	92,524	95,516	98,767	102,313	106,196	110,467	115,186
	7.89%	89,124	91,864	94,831	98,057	101,574	105,426	109,663
	8.09%	85,975	88,492	91,210	94,154	97,353	100,843	104,664
	8.29%	83,050	85,369	87,866	90,000	93,482	96,656	100,118
	8.49%	80,327	82,469	84,769	87,246	89,920	92,817	95,966
	8.69%	77,784	79,767	81,892	84,174	86,631	89,284	92,159
	8.89%	75,405	77,245	79,213	81,321	83,585	86,022	88,655
	9.09%	73,173	74,886	76,712	78,664	80,755	83,001	85,419
	9.29%	71,077	72,673	74,371	76,183	78,120	80,194	82,423

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
매출액	3,237	3,664	3,977	4,308	4,629
매출원가	1,044	1,275	1,421	1,556	1,691
매출총이익	2,194	2,389	2,556	2,752	2,938
판매비와관리비	1,587	1,749	1,858	1,997	2,126
영업이익	606	640	698	755	812
EBITDA	1,150	1,163	1,183	1,172	1,210
영업외손익	-66	18	21	-14	1
이자수익	1	1	4	4	5
이자비용	21	18	25	28	14
지분법손익	0	-5	-5	0	0
기타영업외손익	-46	40	48	10	10
세전이익	540	659	719	741	813
법인세비용	136	193	212	207	228
당기순이익	405	465	508	533	585
지배주주순이익	405	466	508	534	586
수정순이익	405	466	508	534	586

성장성 및 수익성 비율 (%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	7.2	13.2	8.5	8.3	7.5
영업이익 성장률	32.3	5.6	9.0	8.1	7.6
EBITDA 성장률	18.1	1.1	1.7	-0.9	3.2
지배기업순이익 성장률	21.6	15.0	9.1	5.1	9.8
매출총이익률	67.8	65.2	64.3	63.9	63.5
영업이익률	18.7	17.5	17.6	17.5	17.5
EBITDA이익률	35.5	31.7	29.7	27.2	26.1
세전이익률	16.7	18.0	18.1	17.2	17.6
지배기업순이익률	12.5	12.7	12.8	12.4	12.7

현금흐름표 (십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	563	331	445	797	824
당기순이익	405	465	508	533	585
유무형자산상각비	543	523	485	418	399
기타비현금손익 조정	373	340	231	207	228
운전자본증감	-567	-829	-523	-154	-160
매출채권감소 (증가)	-22	109	101	-43	-49
재고자산감소 (증가)	-25	-91	-25	-41	-47
매입채무증가 (감소)	43	-30	-127	4	4
기타운전자본증감	-563	-818	-471	-74	-68
기타영업현금흐름	-191	-168	-256	-207	-228
투자활동 현금흐름	-323	-368	-220	-359	-390
유형자산투자감소 (증가)	-325	-275	-300	-320	-350
무형자산투자감소 (증가)	-1	-10	-13	-12	-12
투자자산감소 (증가)	0	-53	-1	0	0
기타투자현금흐름	4	-29	94	-27	-28
재무활동 현금흐름	-182	-9	117	-150	-150
금융부채 증감	-181	95	242	-57	-53
자본의 증감	20	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-87	-91	-94	-98
기타재무현금흐름	-20	-16	-35	1	1
기타현금흐름	-3	2	2	0	0
현금의 증가 (감소)	55	-43	343	288	283
기말현금	116	73	416	704	987
잉여현금흐름 (FCF)	238	56	145	477	474
순현금흐름	308	15	88	371	365
순현금 (순차입금)	-316	-301	-213	158	523

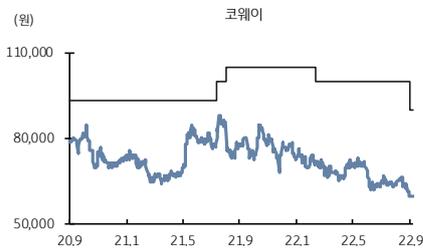
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
자산총계	3,029	3,801	4,382	4,697	5,071
유동자산	897	1,106	1,550	1,950	2,361
현금 및 현금성자산	116	73	416	704	987
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	2,833	2,747	2,710
투자자산	23	63	63	63	63
유형자산	1,225	1,160	1,030	942	903
무형자산	140	183	186	188	190
기타비유동자산	744	1,288	1,553	1,553	1,553
부채총계	1,539	1,896	2,050	1,926	1,813
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	874	854	835
장기금융부채	29	496	799	779	759
기타비유동부채	93	107	75	76	76
자본총계	1,490	1,904	2,332	2,771	3,258
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-14	8	27	27	27
이익잉여금	1,365	1,757	2,166	2,605	3,093
지배자본 계	1,491	1,906	2,334	2,773	3,261
비지배자본	-1	-1	-2	-2	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	13.3	11.8	8.6	8.2	7.5
P/B	3.6	2.9	1.9	1.6	1.3
P/S	1.7	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.9	5.0	3.9	3.6	3.2
EV/EBIT	9.4	9.0	6.6	5.6	4.8
배당수익률	1.7	1.7	2.2	2.3	2.4
BVPS	5,486	6,310	6,883	7,233	7,939
SPS (주당매출액)	43,868	49,651	53,883	58,372	62,718
DPS (주당배당금)	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
배당성향 (%)	21.5	19.5	18.6	18.4	17.3
수익성지표					
ROE	31.5	27.4	24.0	20.9	19.4
ROA	13.8	13.6	12.4	11.8	12.0
ROIC	19.2	17.3	15.2	14.5	13.9
안정성지표					
부채비율	103.3	99.6	87.9	69.5	55.6
순차입비율	21.2	15.8	9.1	순현금	순현금
유동비율	0.6	0.9	1.3	1.8	2.4
이자보상배율 (배)	28.6	35.8	27.5	26.6	59.2
활동성지표					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	10.3	13.0	14.9	14.0	13.1
매입채무회전율	51.1	46.9	44.5	46.4	47.9
재고자산회전율	26.2	19.9	15.7	14.8	13.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코웨이 (021240)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
20-08-11	Buy	박신애	93,000	-12.78	
20-09-28	Buy	박신애	93,000	-21.72	-9.03
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		

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. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.2	13.8	-

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 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.