



코웨이 (021240)

1Q23 Review: 다소 아쉬운 실적, 밸류에이션 매력은 여전

2023년 5월 16일

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

중장기 관점의 매수 접근 가능. 현재 주가는 P/E 7배 수준으로 밸류에이션 매력 유효

2023년 매출 +3.4%, 영업이익 +0.4% 전망. 단기 실적 모멘텀은 다소 약화

1Q23 매출과 영업이익 각각 2% YoY 성장. 컨센서스를 4~5% 내외 하회

투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 75,000원으로 6% 하향한다 (2023E/24E/25E 영업이익 추정치를 각각 8%/5%/5% 하향 조정한 영향). 신규 국가 진출, 카테고리 다각화 등을 통해 계속해서 안정적인 실적 흐름 (2022~25년 매출 CAGR +5%, 영업이익 CAGR +6%)을 보일 것으로 전망된다. 2025년에는 해외 매출 기여도가 40%를 돌파할 것으로 기대된다. 단기 실적 모멘텀은 다소 부족하나, 중장기 관점의 매수 접근이 가능하다 (현재가 P/E 7배에 거래 중).

2023년 연결 매출과 영업이익은 각각 3.4%, 0.4% 성장할 것으로 예상된다. ▲**국내 (별도)** 매출은 0.1% 하락하고 영업이익은 4% 감소할 것으로 전망된다. 신규 카테고리 출시 (안마의자), 정수기 렌탈 시장의 경쟁 완화, 가격 인상 등에 힘입어 '렌탈 매출' (운용리스+금융리스)은 5% 성장할 전망이지만, 수출 (해외 법인 포함)이 16% 하락할 것으로 추정된다. ▲**말레이시아**는 신제품 (에어컨, 안마의자) 출시에 대한 기대감이 유효하나, 시장 경쟁이 심화되는 상황을 반영해 매출 성장률을 기존 +15%에서 +7%로 하향했다. ▲**미국**은 방판 채널의 양호한 성장세에도 불구하고, 시판 매출의 불확실성을 반영해 올해 매출은 전년 수준에 머물 것으로 추정했다.

1Q23 연결 매출은 9,483억원 (+2% YoY), 영업이익은 1,756억원 (+2% YoY)을 나타내면서 매출과 영업이익이 컨센서스를 4~5% 내외 하회했다. ▲**국내 (별도)** 매출은 6,538억원 (-8% YoY), 영업이익은 1,156억원 (-19% YoY)을 나타냈다. ① 정수기 및 매트리스 판매 호조에 힘입어 렌탈 신규 판매가 11% YoY 큰 폭으로 성장하고 ② 월평균 해약률도 0.7% 내외의 낮은 수준을 유지했으나, ③ 만기도래 계정수가 5만대 이상 YoY 증가하면서 ④ 렌탈 계정 순증은 5.1만대 (-23% YoY)를 기록했다. ▲**말레이시아**는 경쟁 업체의 저가 제품 프로모션 영향으로 매출이 2% 성장하는데 그쳤다. 매출 성장률 둔화 및 원가 상승 (청정기 필터 성능 향상)으로 인해 영업이익은 16% 감소했다. ▲**미국**은 이커머스 유통사의 재고 조정으로 인해 납품이 감소하면서, 매출은 15% 하락하고 영업적자 28억원 (적자 전환, 이익 52억원 YoY 감소)을 기록했다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	75,000
Dividend yield* (%)	2.9
Total return (%)	58.2
현재가 (5/16, 원)	48,300
Consensus target price (원)	75,000
시가총액 (조원)	3.6
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,856	3,988	4,241	4,496
영업이익 (십억원)	677	680	757	803
지배주주순이익 (십억원)	458	495	555	589
EPS (원)	6,208	6,701	7,514	7,986
증감률 (%)	-1.6	7.9	12.1	6.3
P/E (x)	9.0	7.2	6.4	6.0
EV/EBITDA (x)	3.9	3.2	2.7	2.4
P/B (x)	1.8	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	21.7	19.7	18.9	17.3
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.0	3.1

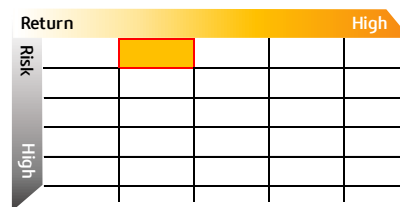
Trading Data

Free float (%)	73.2
거래대금 (3m, 십억원)	8.9
외국인 지분율 (%)	61.4
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 7인 25.1 국민연금공단 6.5

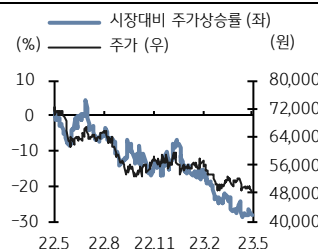
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-15.1	-13.6	-30.5
시장대비 상대수익률	-3.1	-15.3	-15.2	-28.9

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: 코웨이, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	85,000원 (12M Fwd EPS X P/E 12.0배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR +3% 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR +10%
Base-case Scenario (목표주가)	75,000원 (12M Fwd EPS X P/E 10.5배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +3% 상회 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +10% 상회
현재주가	48,300원		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 국내 법인 매출 2022~25E CAGR이 +3% 하회 2) 해외 합산 매출 2022~25E CAGR이 +10% 하회
Bear-case Scenario	43,000원 (12M Fwd EPS X P/E 6.0배)		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,117.6	4,377.0	3,988.3	4,240.7	-3.1	-3.1
영업이익	739.7	792.8	680.2	757.0	-8.0	-4.5
순이익 (지배)	525.0	565.7	494.6	554.5	-5.8	-2.0

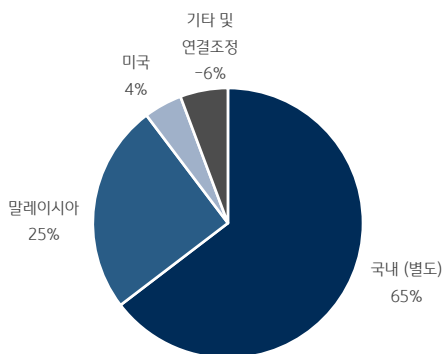
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	3,988.3	4,240.7	4,092.0	4,295.1	-2.5	-1.3
영업이익	680.2	757.0	734.7	783.3	-7.4	-3.4
순이익 (지배)	494.6	554.5	529.2	569.4	-6.5	-2.6

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	3,564.5	6.9	10.0	1.24	17.9	3.1	0.2
아모레퍼시픽	6,785.2	32.8	50.3	1.58	4.8	10.9	13.2
LG 생활건강	8,808.7	19.5	62.9	1.69	8.7	8.3	10.2

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준:
DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정:
WACC 7.42%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
85,000원 ~ 43,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd Implied P/E 10.5배, P/B 1.92배

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 1Q23 실적

(십억원)	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	948.3	928.0	2.2	980.2	-3.3	988.6	-4.1	1,015.4	-6.6
영업이익	175.6	172.7	1.7	163.7	7.3	184.3	-4.7	186.0	-5.6
세전이익	174.3	191.9	-9.1	103.5	68.5	183.6	-5.0	183.2	-4.8
순이익 (지배)	125.3	135.1	-7.2	76.5	63.9	132.1	-5.1	132.0	-5.1
영업이익률 (%)	18.5	18.6		16.7		18.6		18.3	
세전이익률 (%)	18.4	20.7		10.6		18.6		18.0	
순이익률 (지배, %)	13.2	14.6		7.8		13.4		13.0	

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	4,117.6	4,377.0	4,665.7	3,988.3	4,240.7	4,496.5	-3.1	-3.1	-3.6
영업이익	739.7	792.8	845.8	680.2	757.0	802.8	-8.0	-4.5	-5.1
세전이익	728.5	784.9	841.0	652.5	769.4	817.7	-10.4	-2.0	-2.8
순이익 (지배)	525.0	565.7	606.1	494.6	554.5	589.4	-5.8	-2.0	-2.8
EPS (원)	7,236	7,796	8,353	6,816	7,642	8,122	-5.8	-2.0	-2.8
YoY (%)									
매출액	6.8	6.3	6.6	3.4	6.3	6.0			
영업이익	9.2	7.2	6.7	0.4	11.3	6.1			
세전이익	6.6	7.7	7.1	-4.5	17.9	6.3			
순이익 (지배)	14.6	7.7	7.1	7.9	12.1	6.3			
EPS	14.6	7.7	7.1	7.9	12.1	6.3			
영업이익률 (%)	18.0	18.1	18.1	17.1	17.8	17.9			
세전이익률 (%)	17.7	17.9	18.0	16.4	18.1	18.2			
순이익률 (지배, %)	12.8	12.9	13.0	12.4	13.1	13.1			

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2023년 3월 16일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
연결 매출액		928.0	978.2	969.8	980.2	948.3	982.4	1,021.3	1,036.2	3,664.3	3,856.1	3,988.3	4,240.7	4,496.5
별도 법인		710.1	700.1	721.2	682.1	653.8	694.9	727.5	734.0	2,814.6	2,813.5	2,810.2	2,938.5	3,060.3
말레이시아		262.8	274.7	276.5	277.5	268.2	291.2	301.4	305.3	980.1	1,091.5	1,166.0	1,301.4	1,405.5
미국		45.8	53.7	50.7	49.6	38.8	50.5	54.2	55.6	169.7	199.8	199.1	228.7	253.9
기타 자회사		50.1	65.3	60.0	69.0	59.5	73.6	70.9	76.1	169.8	244.4	280.0	323.1	361.1
연결 조정		-140.8	-115.6	-138.7	-98.0	-72.0	-127.7	-132.7	-134.7	-470.0	-493.1	-467.0	-551.0	-584.3
YoY (%)	연결 매출액	5.6	8.0	3.8	3.6	2.2	0.4	5.3	5.7	13.2	5.2	3.4	6.3	6.0
	별도 법인	5.2	-1.5	5.1	-8.2	-7.9	-0.7	0.9	7.6	8.6	-0.0	-0.1	4.6	4.1
	말레이시아	9.3	16.1	7.9	12.4	2.1	6.0	9.0	10.0	38.4	11.4	6.8	11.6	8.0
	미국	6.8	50.0	-12.6	50.3	-15.3	-6.0	7.0	12.0	11.3	17.7	-0.4	14.9	11.0
	기타 자회사	142.0	49.8	15.2	29.2	18.8	12.6	18.2	10.3	113.9	43.9	14.6	15.4	11.8
	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	76.5	71.6	74.4	69.6	68.9	70.7	71.2	70.8	76.8	73.0	70.5	69.3	68.1
	말레이시아	28.3	28.1	28.5	28.3	28.3	29.6	29.5	29.5	26.7	28.3	29.2	30.7	31.3
	미국	4.9	5.5	5.2	5.1	4.1	5.1	5.3	5.4	4.6	5.2	5.0	5.4	5.6
	기타 자회사	5.4	6.7	6.2	7.0	6.3	7.5	6.9	7.3	4.6	6.3	7.0	7.6	8.0
	연결 조정	-15.2	-11.8	-14.3	-10.0	-7.6	-13.0	-13.0	-13.0	-12.8	-12.8	-11.7	-13.0	-13.0
연결 영업이익		172.7	176.0	165.1	163.7	175.6	163.1	172.7	168.9	640.2	677.4	680.2	757.0	802.8
별도 법인		143.1	123.4	135.5	112.8	115.6	125.1	131.0	124.8	451.7	514.7	496.4	528.9	550.8
말레이시아		53.7	50.4	49.5	48.4	45.1	49.5	51.8	52.8	199.4	202.0	199.2	227.7	246.0
미국		2.4	8.3	-0.1	-4.0	-2.8	-0.3	0.8	1.4	7.8	6.6	-0.8	6.9	7.6
기타 자회사		-4.7	-6.3	-8.7	-6.2	-6.3	-4.5	-3.7	-3.1	-24.6	-25.9	-17.6	-10.3	-5.6
연결 조정		-21.9	0.2	-11.1	12.6	24.0	-6.8	-7.2	-7.0	5.9	-20.1	3.0	3.8	4.0
YoY (%)	연결 영업이익	1.1	5.7	0.8	17.5	1.7	-7.3	4.6	3.2	5.6	5.8	0.4	11.3	6.1
	별도 법인	27.8	0.7	29.6	0.1	-19.2	1.4	-3.3	10.6	-0.8	14.0	-3.6	6.6	4.1
	말레이시아	-4.3	-15.4	-9.7	67.5	-16.0	-1.8	4.7	9.1	53.3	1.3	-1.4	14.3	8.0
	미국	-57.9	822.2	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전	-60.6	-15.4	적전	흑전	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	적전	적지	적전	-50.8	적전	흑전	26.7	6.1
OPM (%)	연결 영업이익	18.6	18.0	17.0	16.7	18.5	16.6	16.9	16.3	17.5	17.6	17.1	17.8	17.9
	별도 법인	20.2	17.6	18.8	16.5	17.7	18.0	18.0	17.0	16.0	18.3	17.7	18.0	18.0
	말레이시아	20.4	18.3	17.9	17.4	16.8	17.0	17.2	17.3	20.3	18.5	17.1	17.5	17.5
	미국	5.2	15.5	-0.2	-8.1	-7.2	-0.5	1.5	2.5	4.6	3.3	-0.4	3.0	3.0
	기타 자회사	-9.4	-9.6	-14.5	-9.0	-10.6	-6.1	-5.3	-4.0	-14.5	-10.6	-6.3	-3.2	-1.5
	연결 조정	15.5	-0.2	8.0	-12.9	-33.3	5.3	5.4	5.2	-1.3	4.1	-0.6	-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	65.8	76.7	75.8	73.9	70.6	76.0	73.0	69.9	68.6
	말레이시아	31.1	28.6	30.0	29.6	25.7	30.4	30.0	31.3	31.1	29.8	29.3	30.1	30.6
	미국	1.4	4.7	-0.1	-2.4	-1.6	-0.2	0.5	0.8	1.2	1.0	-0.1	0.9	0.9
	기타 자회사	-2.7	-3.6	-5.3	-3.8	-3.6	-2.7	-2.2	-1.8	-3.8	-3.8	-2.6	-1.4	-0.7
매출총이익		599.7	626.3	612.9	647.6	612.1	625.1	641.5	680.4	2,388.9	2,486.5	2,559.1	2,716.7	2,876.1
세전이익		191.9	194.1	193.8	103.5	174.3	165.6	175.2	171.4	658.6	683.3	652.5	769.4	817.7
순이익(지배)		135.1	132.6	114.0	76.5	125.3	119.4	126.3	123.5	465.7	458.2	494.6	554.5	589.4
EBITDA		298.1	297.6	284.7	279.9	288.6	273.7	283.3	286.4	1,162.8	1,160.3	1,122.7	1,164.5	1,195.6
YoY (%)	매출총이익	3.4	5.4	1.6	5.9	2.1	-0.2	4.7	5.1	8.9	4.1	2.9	6.2	5.9
	세전이익	9.8	21.4	4.3	-25.1	-9.1	-14.7	-9.6	65.7	21.9	3.8	-4.5	17.9	6.3
	순이익(지배)	7.3	14.5	-16.5	-12.6	-7.2	-10.0	10.8	61.6	15.0	-1.6	7.9	12.1	6.3
	EBITDA	-2.1	-0.0	-3.1	4.8	-3.2	-8.0	-0.5	2.4	1.1	-0.2	-3.2	3.7	2.7
매출총이익률 (%)		64.6	64.0	63.2	66.1	64.5	63.6	62.8	65.7	65.2	64.5	64.2	64.1	64.0
세전이익률 (%)		20.7	19.8	20.0	10.6	18.4	16.9	17.2	16.5	18.0	17.7	16.4	18.1	18.2
순이익률(지배) (%)		14.6	13.6	11.8	7.8	13.2	12.2	12.4	11.9	12.7	11.9	12.4	13.1	13.1
EBITDA 마진 (%)		32.1	30.4	29.4	28.6	30.4	27.9	27.7	27.6	31.7	30.1	28.2	27.5	26.6

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
별도 매출액		710.1	700.1	721.2	682.1	653.8	694.9	727.5	734.0	2,814.6	2,813.5	2,810.2	2,938.5	3,060.3
국내 환경가전		559.5	573.7	571.3	572.5	580.4	594.7	593.4	596.3	2,245.3	2,277.0	2,364.9	2,425.6	2,518.6
렌탈		365.1	361.3	349.2	343.2	333.4	339.0	326.4	319.2	1,542.4	1,418.9	1,318.0	1,273.8	1,267.3
홈케어		159.9	180.3	189.3	198.1	215.6	225.3	236.6	247.6	542.8	727.5	925.1	1,036.1	1,139.7
멤버십		22.7	22.2	22.3	22.2	22.8	22.3	22.5	22.3	93.5	89.3	89.9	86.9	84.2
일시불		8.6	6.3	6.8	5.6	5.0	4.4	4.3	3.5	53.8	27.2	17.2	13.9	12.1
기타		3.1	3.6	3.8	3.5	3.6	3.7	3.7	3.7	12.8	14.0	14.6	14.9	15.2
수출		141.5	117.0	141.7	101.3	67.1	93.6	127.5	131.1	526.1	501.5	419.3	488.2	517.5
화장품		9.1	9.4	8.2	8.3	6.2	6.5	6.6	6.6	43.2	35.0	26.0	24.7	24.2
YoY (%)	별도 매출액	5.2	-1.5	5.1	-8.2	-7.9	-0.7	0.9	7.6	8.6	-0.0	-0.1	4.6	4.1
	국내 환경가전	3.9	2.7	2.7	-3.2	3.7	3.7	3.9	4.2	5.6	1.4	3.9	2.6	3.8
	렌탈	-7.4	-7.1	-8.2	-9.4	-8.7	-6.2	-6.5	-7.0	-3.4	-8.0	-7.1	-3.4	-0.5
	홈케어	63.2	41.5	38.3	9.7	34.8	25.0	25.0	25.0	78.5	34.0	27.2	12.0	10.0
	멤버십	-6.1	-6.4	-3.4	-1.5	0.5	0.6	0.7	0.7	-5.8	-4.4	0.6	-3.4	-3.1
	일시불	-54.4	-60.0	-45.8	-16.9	-41.2	-30.0	-37.0	-37.0	-52.8	-49.4	-36.7	-19.3	-12.7
	기타	0.2	11.0	13.3	12.8	13.9	2.0	-2.0	4.0	-5.2	9.4	4.1	2.0	2.0
	수출	13.5	-16.4	18.1	-28.5	-52.6	-20.0	-10.0	29.4	30.0	-4.7	-16.4	16.4	6.0
	화장품	-21.4	-22.5	-19.4	-11.1	-31.6	-30.0	-20.0	-20.0	-28.7	-19.0	-25.7	-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	88.8	85.6	81.6	81.2	79.8	80.9	84.2	82.5	82.3
	렌탈	51.4	51.6	48.4	50.3	51.0	48.8	44.9	43.5	54.8	50.4	46.9	43.3	41.4
	홈케어	22.5	25.8	26.2	29.0	33.0	32.4	32.5	33.7	19.3	25.9	32.9	35.3	37.2
	멤버십	3.2	3.2	3.1	3.3	3.5	3.2	3.1	3.0	3.3	3.2	3.2	3.0	2.8
	일시불	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	1.9	1.0	0.6	0.5	0.4
	기타	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	수출	19.9	16.7	19.6	14.9	10.3	13.5	17.5	17.9	18.7	17.8	14.9	16.6	16.9
	화장품	1.3	1.3	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
별도 영업이익		143.1	123.4	135.5	112.8	115.6	125.1	131.0	124.8	451.7	514.7	496.4	528.9	550.8
YoY (%)		27.8	0.7	29.6	0.1	-19.2	1.4	-3.3	10.6	-0.8	14.0	-3.6	6.6	4.1
OPM (%)		20.2	17.6	18.8	16.5	17.7	18.0	18.0	17.0	16.0	18.3	17.7	18.0	18.0
렌탈 주요 가정														
총계정 (천계정)		6,085.0	6,090.0	6,115.6	6,155.8	6,206.8	6,230.3	6,281.2	6,316.9	6,018.4	6,155.8	6,316.9	6,476.1	6,787.5
신규 판매 (천대)		353.2	347.6	338.7	341.9	393.4	382.4	372.6	376.1	1,326.3	1,381.5	1,524.4	1,554.9	1,586.0
해약 (천대)		126.4	127.8	121.8	122.1	120.7	121.7	122.1	123.1	506.5	498.1	487.5	499.6	516.6
만기도래 (천계정)		160.3	214.8	191.3	179.6	221.8	237.1	199.6	217.3	610.3	746.0	875.8	896.1	758.1
ARPU (월평균) (원)		28,922	29,655	29,411	29,406	29,605	30,248	30,000	29,994	29,384	29,385	29,974	30,093	30,246
해약률 (월평균) (%)		0.70	0.70	0.67	0.67	0.65	0.65	0.65	0.65	0.73	0.69	0.66	0.66	0.66
만기도래 비중 (%)		45.8	54.1	60.2	56.6	58.8	61.0	62.0	60.0	43.6	54.0	60.4	57.0	56.0
멤버십 주요 가정														
총계정 (천계정)		470.6	468.4	460.0	456.1	446.6	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	16.8	16.7	17.0	17.1	15.4	15.8	16.9	17.0	17.0
일시불 주요 가정														
신규 판매 (천대)		12.5	10.9	10.0	7.6	8.6	7.6	7.0	5.3	54.0	40.8	28.4	24.1	21.7
ARPU (천원)		688.1	581.9	680.5	735.2	590.0	581.9	612.4	661.7	996.9	666.7	606.7	576.3	559.0
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)		14.1	12.7	14.5	11.9	11.8	12.2	12.3	12.5	53.7	53.1	48.9	51.8	55.1

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 과거 수치도 KB증권 추정치

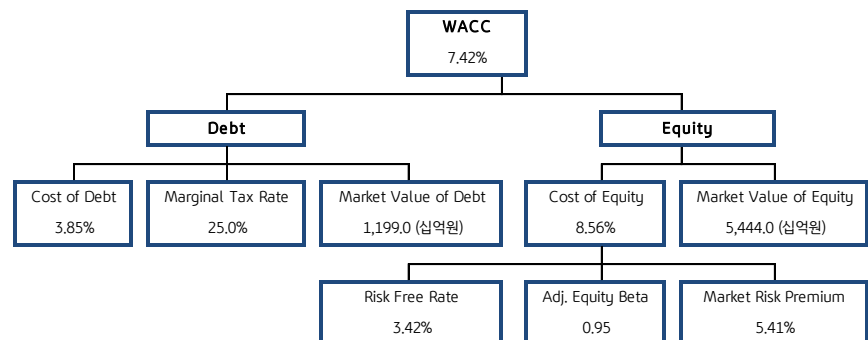
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
현금흐름 추정									
영업이익	a	677.4	680.2	757.0	802.8	818.4	847.0	847.5	864.4
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	510.2	567.7	602.1	613.8	635.3	635.6	648.3
감가상각비 (유형+무형)	d	482.9	442.5	407.5	392.7	368.9	346.5	325.5	302.7
총 현금흐름	E=C+d	990.9	952.7	975.2	994.8	982.7	981.8	961.1	951.0
총 투자	F=g+h	-1,057.2	-440.2	-484.3	-535.2	-630.0	-630.0	-640.0	-640.0
운전자본 증감	g	-787.6	-170.2	-184.3	-205.2	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-269.7	-270.0	-300.0	-330.0	-330.0	-330.0	-340.0	-340.0
FCFF	I=E+F	-66.3	512.4	491.0	459.7	352.7	351.8	321.1	311.0
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				4.7%	12.4%	20.8%	29.7%	39.4%	
PV of FCFF				294.3	408.9	292.0	271.2	230.4	
Total PV of FCFF (2024E~28E)	j		1,496.8						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2029E 시점)			5,250.6		2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		3,767.5		WACC 7.42% (무위험수익률 3.42%, 시장위험프리미엄 5.41%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	L=j+k		5,264.3						
순현금	m		145.1		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		32.6		1Q23말 기준				
비지배주주 자본	o		-2.0		1Q23말 기준				
적정 기업가치	P=L+m+n-o		5,444.0						
주식수 (천주)	q		72,564						
목표주가 (원)	R=P/q		75,000						
현재주가 (원)			48,300		2023.5.16				
상승여력 (%)			55.3						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)									
			10.5						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)									
			1.92						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.85% 사용. 차입금 가치는 4Q22 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 (2023.3.16)	변경 후 (2023.5.16)	비고
COE	$A = B + C \times D$	8.74	8.56	
Risk free rate	B	3.61	3.42	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.95	0.95	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.41	0.35	
R ²		0.09	0.08	
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
COD	G	4.03	3.85	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		5,807.9	5,444.0	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		1,290.2	1,199.0	총 금융부채 (4Q22말)
주식가치 가중치	H	80.0	80.0	
차입금 가중치	I	20.0	20.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	7.60	7.42	

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	6.42%	81,737	83,922	86,278	88,825	91,588	94,595	97,880
	6.62%	79,120	81,135	83,301	85,636	88,161	90,900	93,881
	6.82%	76,679	78,541	80,538	82,685	85,000	87,503	90,219
	7.02%	74,396	76,121	77,967	79,947	82,076	84,371	86,852
	7.22%	72,256	73,859	75,569	77,400	79,363	81,473	83,748
	7.42%	70,247	71,738	73,327	75,000	76,838	78,784	80,876
	7.62%	68,357	69,747	71,226	72,801	74,482	76,281	78,210
	7.82%	66,575	67,874	69,252	70,718	72,280	73,947	75,730
	8.02%	64,892	66,108	67,396	68,762	70,215	71,764	73,416
	8.22%	63,301	64,440	65,645	66,922	68,277	69,718	71,253
	8.42%	61,794	62,863	63,992	65,187	66,453	67,796	69,225

자료: 코웨이, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,664	3,856	3,988	4,241	4,496
매출원가	1,275	1,370	1,429	1,524	1,620
매출총이익	2,389	2,486	2,559	2,717	2,876
판매비와관리비	1,749	1,809	1,879	1,960	2,073
영업이익	640	677	680	757	803
EBITDA	1,163	1,160	1,123	1,164	1,196
영업외손익	18	6	6	12	15
이자수익	1	3	5	6	7
이자비용	18	33	35	34	32
지분법손익	-5	-6	0	0	0
기타영업외손익	40	42	36	40	40
세전이익	659	683	687	769	818
법인세비용	193	226	193	215	229
당기순이익	465	458	494	554	589
지배주주순이익	466	458	495	555	589
수정순이익	466	458	495	555	589

성장성 및 수익성 비율 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.2	5.2	3.4	6.3	6.0
영업이익 성장률	5.6	5.8	0.4	11.3	6.1
EBITDA 성장률	1.1	-0.2	-3.2	3.7	2.7
지배기업순이익 성장률	15.0	-1.6	7.9	12.1	6.3
매출총이익률	65.2	64.5	64.2	64.1	64.0
영업이익률	17.5	17.6	17.1	17.9	17.9
EBITDA이익률	31.7	30.1	28.2	27.5	26.6
세전이익률	18.0	17.7	17.2	18.1	18.2
지배기업순이익률	12.7	11.9	12.4	13.1	13.1

현금흐름표 (십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	331	164	766	777	776
당기순이익	465	458	494	554	589
유무형자산상각비	523	483	443	408	393
기타비현금손익 조정	340	304	193	215	229
운전자본증감	-829	-788	-170	-184	-205
매출채권감소 (증가)	109	25	-38	-43	-50
재고자산감소 (증가)	-91	-18	-63	-79	-99
매입채무증가 (감소)	-30	-35	4	4	4
기타운전자본증감	-818	-759	-73	-66	-61
기타영업현금흐름	-168	-293	-193	-215	-229
투자활동 현금흐름	-368	-282	-429	-402	-441
유형자산투자감소 (증가)	-275	-269	-270	-300	-330
무형자산투자감소 (증가)	-10	-16	-17	-17	-17
투자자산감소 (증가)	-53	-8	0	0	0
기타투자현금흐름	-29	10	-142	-85	-94
재무활동 현금흐름	-9	161	-147	-151	-152
금융부채 증감	95	272	-53	-50	-47
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-87	-91	-94	-102	-105
기타재무현금흐름	-16	-21	0	0	0
기타현금흐름	2	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-43	43	191	224	184
기말현금	73	116	307	531	715
잉여현금흐름 (FCF)	56	-104	496	477	446
순현금흐름	15	-49	361	359	325
순현금 (순차입금)	-301	-350	11	370	695

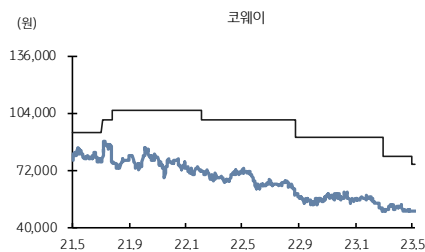
자료: 코웨이, KB증권 추정

재무상태표 (십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	3,801	4,365	4,645	4,989	5,373
유동자산	1,106	1,375	1,810	2,244	2,674
현금 및 현금성자산	73	116	307	531	715
단기금융자산	510	709	851	936	1,029
매출채권	249	250	288	331	381
재고자산	235	254	317	396	495
기타유동자산	39	45	48	50	53
비유동자산	2,694	2,991	2,835	2,745	2,699
투자자산	63	64	64	64	64
유형자산	1,160	1,051	889	793	743
무형자산	183	195	202	207	212
기타비유동자산	1,288	1,680	1,680	1,680	1,680
부채총계	1,896	2,053	1,934	1,825	1,725
유동부채	1,293	1,130	1,030	941	861
매입채무	88	77	81	85	89
단기금융부채	388	307	297	268	241
기타유동부채	817	747	652	588	531
비유동부채	603	923	903	884	864
장기금융부채	496	869	849	829	809
기타비유동부채	107	54	55	55	56
자본총계	1,904	2,312	2,712	3,164	3,648
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	8	11	11	11	11
이익잉여금	1,757	2,161	2,562	3,015	3,499
지배자분 계	1,906	2,314	2,714	3,167	3,651
비지배지분	-1	-2	-2	-3	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	11.8	9.0	7.2	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	3.2	2.7	2.4
EV/EBIT	9.0	6.6	5.2	4.2	3.6
배당수익률	1.7	2.3	2.9	3.0	3.1
EPS	6,310	6,208	6,701	7,514	7,986
BVPS	25,825	31,353	36,776	42,913	49,473
SPS (주당매출액)	49,651	52,251	54,042	57,462	60,928
DPS (주당배당금)	1,250	1,300	1,400	1,450	1,500
배당성향 (%)	19.5	20.6	20.5	19.0	18.5
수익성지표					
ROE	27.4	21.7	19.7	18.9	17.3
ROA	13.6	11.2	11.0	11.5	11.4
ROIC	17.3	14.1	13.7	13.8	13.2
안정성지표					
부채비율	99.6	88.8	71.3	57.7	47.3
순차입비율	15.8	15.1	순현금	순현금	순현금
유동비율	0.9	1.2	1.8	2.4	3.1
이자보상배율 (배)	35.8	20.5	19.7	22.5	24.9
활동성지표					
총자산회전율	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	13.0	15.4	14.8	13.7	12.6
매입채무회전율	46.9	46.9	50.5	51.1	51.6
재고자산회전율	19.9	15.8	14.0	11.9	10.1

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)	과락율 (%)	
				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	-36.80	-34.38
23-05-16	Buy	박신애	75,000		

투자등급 비율 (2023. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.1	11.9	-

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 보고서는 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.