



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 코웨이 (021240)

## 3Q23 Preview: 저가 매수 접근 유도

2023년 9월 7일

유통/화장품 Analyst 박신애

연구원 고병국

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

02-6114-2966 xmasged@kbfq.com

현재 주가 P/E 6배 수준으로 저가 매수 접근 가능

투자이견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 65,000원으로 13% 하향한다 (실적 추정치 변동폭은 미미하나, WACC이 7.42%에서 7.60%로 상승한 점을 반영한 영향). 신규 국가 진출, 카테고리 다각화 등을 통해 계속해 안정적인 실적 흐름을 보이고 있음에도 불구하고, 비우호적인 시장 수급으로 인해 주가는 12M Fwd P/E 6배까지 하락한 상황이다. 저가 매수 접근이 가능하다.

2023년 매출 +5%, 영업이익 +7% 전망. 국내 렌탈 신규 판매 12% 고성장 기대

2023년 연결 매출과 영업이익은 각각 5%, 7% 성장할 것으로 예상된다. ▲국내 (별도) 매출은 1% 하락하나, 영업이익은 4% 증가할 것으로 전망된다 (렌탈 매출 +5%, 수출 매출 -24% 추정). 올해 만기도래 계정수가 89만 계정에 달할 것으로 예상되나, 건조한 신규 판매 (정수기 렌탈 시장의 경쟁 완화, 가격 인상)와 해약을 관리에 힘입어 연간 계정 순증 21만개를 달성할 것으로 기대된다. ▲말레이시아 매출은 4% 성장하고 영업이익은 6% 감소할 것으로 추정된다. 높은 기저 부담과 보급률 상승으로 인해 정수기와 청정기의 성장세가 과거 대비 다소 둔화되는 모습이지만, 에어컨과 안마의자 등의 신제품 효과가 이를 일부 상쇄해 줄 것으로 예상된다.

3Q23E Preview: 매출과 영업이익 각각 8%, 10% 성장하면서 컨센서스에 부합 전망

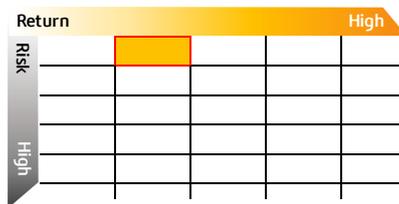
3Q23 연결 매출은 1조 474억원 (+8% YoY), 영업이익은 1,818억원 (+10% YoY)을 나타내면서 컨센서스에 대체로 부합할 전망이다. ▲국내 (별도) 매출은 7,241억원 (+0.4% YoY), 영업이익은 1,412억원 (+4% YoY)으로 예상된다. 가격 인상 효과와 물류비/광고선전비 효율화를 통해 영업이익률이 0.7%p YoY 개선될 것으로 추정된다. 렌탈 계정수는 5.7만 계정 QoQ 순증할 것으로 예상되는데 ① 만기도래 계정수가 21.2만 계정에 육박할 것으로 추정되지만, ② 렌탈 신규 판매가 11% YoY 고성장하고 ③ 월평균 해약률도 0.6% 내외의 낮은 수준을 유지할 것으로 기대된다. ▲말레이시아 매출은 높은 기저부담으로 인해 5% 성장하는데 그치고, 영업이익은 원가 부담이 지속되면서 0.3% 감소할 것으로 예상된다. ▲미국 매출은 15% 성장하고, 영업이익은 23억원 (흑자전환, 이익 24억원 YoY 증가)을 나타낼 것으로 추정된다. (OPM 4.0%). 아마존향 시판 매출의 호조가 3분기에도 이어지면서 수익성이 개선될 전망이다.

### Buy 유지

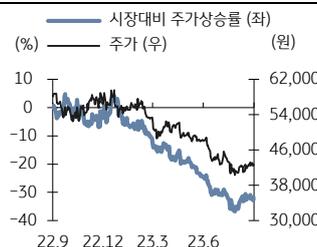
목표주가 (하향, 원)	65,000
Dividend yield* (%)	3.3
Total return (%)	55.5
현재가 (9/6, 원)	42,700
Consensus target price (원)	69,000
시가총액 (조원)	3.2
* Dividend Yield는 12개월 Forward	

Trading Data				
Free float (%)	73.2			
거래대금 (3m, 십억원)	8.0			
외국인 지분율 (%)	60.6			
주요주주 지분율 (%)	넷마블 외 7인 25.1			
	국민연금공단 6.5			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-11.6	-20.0	-26.6
시장대비 상대수익률	5.0	-10.0	-23.5	-32.5

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

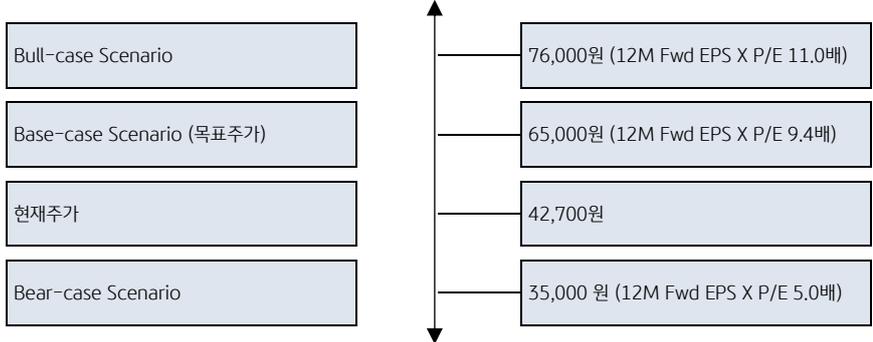


자료: 코웨이, KB증권

### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,856	4,045	4,244	4,446
영업이익 (십억원)	677	725	747	792
지배주주순이익 (십억원)	458	475	518	552
EPS (원)	6,208	6,431	7,014	7,473
증감률 (%)	-1.6	3.6	9.1	6.5
P/E (x)	9.0	6.6	6.1	5.7
EV/EBITDA (x)	3.9	3.0	2.9	2.8
P/B (x)	1.8	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	21.7	18.9	17.7	16.5
배당수익률 (%)	2.3	3.3	3.4	3.5

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	3,988.3	4,240.7	4,045.4	4,244.0	1.4	0.1
영업이익	680.2	758.6	724.8	747.1	6.6	-1.5
순이익 (지배)	494.6	555.7	474.6	517.7	-4.0	-6.8

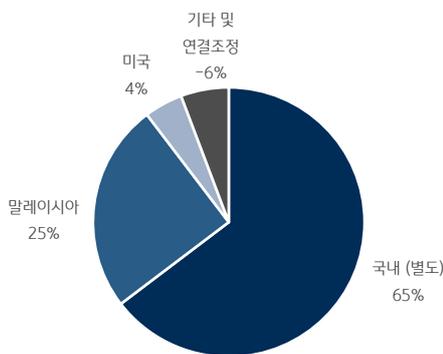
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,045.4	4,244.0	4,005.7	4,215.7	1.0	0.7
영업이익	724.8	747.1	744.3	786.5	-2.6	-5.0
순이익 (지배)	474.6	517.7	495.0	554.1	-4.1	-6.6

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	3,151.2	6.3	6.3	1.05	16.8	3.0	-0.9
아모레퍼시픽	7,691.8	40.0	38.2	1.79	4.5	14.2	2.8
LG 생활건강	7,395.2	17.7	48.8	1.41	8.0	7.4	3.3

자료: 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:  
76,000원 ~ 35,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:  
12M Fwd Implied P/E 9.4배, P/B 1.60배

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: 3Q23E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결 기준)

(십억원)	3Q23E KB증권	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	3Q23E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2023E KB증권	YoY (%)	2023E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	1,047.4	969.8	8.0	1,006.2	4.1	1,038.9	0.8	4,045.4	4.9	4,005.7	1.0
영업이익	181.8	165.1	10.1	194.2	-6.4	193.9	-6.2	724.8	7.0	744.3	-2.6
세전이익	172.1	193.8	-11.2	153.4	12.2	172.0	0.1	668.3	-2.2	684.7	-2.4
지배순이익	122.2	114.0	7.2	107.1	14.1	N/A	N/A	474.1	3.6	495.0	-4.2
영업이익률 (%)	17.4	17.0		19.3		18.7		17.9		18.6	
세전이익률 (%)	16.4	20.0		15.3		16.6		16.5		17.1	
순이익률 (%)	11.7	11.8		10.6		N/A		11.7		12.4	

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	3,988.3	4,240.7	4,496.5	4,045.4	4,244.0	4,445.7	1.4	0.1	-1.1	
영업이익	680.2	758.6	804.3	724.8	747.1	792.4	6.6	-1.5	-1.5	
세전이익	652.5	771.0	819.2	668.3	728.4	776.0	2.4	-5.5	-5.3	
순이익 (지배)	494.6	555.7	590.4	474.6	517.7	551.5	-4.0	-6.8	-6.6	
EPS (원)	6,816	7,658	8,137	6,540	7,134	7,601	-4.0	-6.8	-6.6	
YoY (%)	매출액	3.4	6.3	6.0	4.9	4.9	4.8			
	영업이익	0.4	11.5	6.0	7.0	3.1	6.1			
	세전이익	-4.5	18.2	6.3	-2.2	9.0	6.5			
	순이익 (지배)	7.9	12.4	6.3	3.6	9.1	6.5			
	EPS	7.9	12.4	6.3	3.6	9.1	6.5			
영업이익률 (%)	17.1	17.9	17.9	17.9	17.6	17.8				
세전이익률 (%)	16.4	18.2	18.2	16.5	17.2	17.5				
순이익률 (지배, %)	12.4	13.1	13.1	11.7	12.2	12.4				

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 2023년 5월 16일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 코웨이: 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
연결 매출액	928.0	978.2	969.8	980.2	948.3	1,006.2	1,047.4	1,043.6	3,664.3	3,856.1	4,045.4	4,244.0	4,445.7
별도 법인	710.1	700.1	721.2	682.1	653.8	678.8	724.1	718.8	2,814.6	2,813.5	2,775.4	2,898.9	3,036.2
말레이시아	262.8	274.7	276.5	277.5	268.2	285.6	290.3	291.4	980.1	1,091.5	1,135.5	1,200.3	1,248.3
미국	45.8	53.7	50.7	49.6	38.8	61.1	58.3	55.6	169.7	199.8	213.8	238.6	264.8
기타 자회사	50.1	65.3	60.0	69.0	59.5	65.4	65.7	68.6	169.8	244.4	259.2	300.5	336.1
연결 조정	-140.8	-115.6	-138.7	-98.0	-72.0	-84.7	-91.1	-90.7	-470.0	-493.1	-338.5	-394.3	-439.7
YoY (%)													
연결 매출액	5.6	8.0	3.8	3.6	2.2	2.9	8.0	6.5	13.2	5.2	4.9	4.9	4.8
별도 법인	5.2	-1.5	5.1	-8.2	-7.9	-3.0	0.4	5.4	8.6	-0.0	-1.4	4.4	4.7
말레이시아	9.3	16.1	7.9	12.4	2.1	4.0	5.0	5.0	38.4	11.4	4.0	5.7	4.0
미국	6.8	50.0	-12.6	50.3	-15.3	13.8	15.0	12.0	11.3	17.7	7.0	11.6	11.0
기타 자회사	142.0	49.8	15.2	29.2	18.8	0.2	9.5	-0.6	113.9	43.9	6.1	15.9	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	67.5	69.1	68.9	76.8	73.0	68.6	68.3	68.3
말레이시아	28.3	28.1	28.5	28.3	28.3	28.4	27.7	27.9	26.7	28.3	28.1	28.3	28.1
미국	4.9	5.5	5.2	5.1	4.1	6.1	5.6	5.3	4.6	5.2	5.3	5.6	6.0
기타 자회사	5.4	6.7	6.2	7.0	6.3	6.5	6.3	6.6	4.6	6.3	6.4	7.1	7.6
연결 조정	-15.2	-11.8	-14.3	-10.0	-7.6	-8.4	-8.7	-8.7	-12.8	-12.8	-8.4	-9.3	-9.9
연결 영업이익	172.7	176.0	165.1	163.7	175.6	194.2	181.8	173.2	640.2	677.4	724.8	747.1	792.4
별도 법인	143.1	123.4	135.5	112.8	115.6	143.4	141.2	133.0	451.7	514.7	533.2	536.3	561.7
말레이시아	53.7	50.4	49.5	48.4	45.1	46.7	49.4	49.5	199.4	202.0	190.7	204.1	218.5
미국	2.4	8.3	-0.1	-4.0	-2.8	10.2	2.3	1.1	7.8	6.6	10.8	11.9	13.2
기타 자회사	-4.7	-6.3	-8.7	-6.2	-6.3	-2.3	-3.5	-3.2	-24.6	-25.9	-15.3	-8.9	-4.9
연결 조정	-21.9	0.2	-11.1	12.6	24.0	-3.8	-7.6	-7.2	5.9	-20.1	5.4	3.7	3.9
YoY (%)													
연결 영업이익	1.1	5.7	0.8	17.5	1.7	10.3	10.1	5.8	5.6	5.8	7.0	3.1	6.1
별도 법인	27.8	0.7	29.6	0.1	-19.2	16.2	4.2	17.9	-0.8	14.0	3.6	0.6	4.7
말레이시아	-4.3	-15.4	-9.7	67.5	-16.0	-7.3	-0.3	2.3	53.3	1.3	-5.6	7.0	7.1
미국	-57.9	822.2	적전	적지	적전	22.9	흑전	흑전	-60.6	-15.4	64.3	10.0	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	-31.0	6.1
OPM (%)													
연결 영업이익	18.6	18.0	17.0	16.7	18.5	19.3	17.4	16.6	17.5	17.6	17.9	17.6	17.8
별도 법인	20.2	17.6	18.8	16.5	17.7	21.1	19.5	18.5	16.0	18.3	19.2	18.5	18.5
말레이시아	20.4	18.3	17.9	17.4	16.8	16.4	17.0	17.0	20.3	18.5	16.8	17.0	17.5
미국	5.2	15.5	-0.2	-8.1	-7.2	16.7	4.0	2.0	4.6	3.3	5.1	5.0	5.0
기타 자회사	-9.4	-9.6	-14.5	-9.0	-10.6	-3.5	-5.3	-4.6	-14.5	-10.6	-5.9	-3.0	-1.5
연결 조정	15.5	-0.2	8.0	-12.9	-33.3	4.5	8.3	8.0	-1.3	4.1	-1.6	-0.9	-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	82.9	70.1	82.1	68.9	65.8	73.8	77.7	76.8	70.6	76.0	73.6	71.8	70.9
말레이시아	31.1	28.6	30.0	29.6	25.7	24.1	27.1	28.6	31.1	29.8	26.3	27.3	27.6
미국	1.4	4.7	-0.1	-2.4	-1.6	5.3	1.3	0.6	1.2	1.0	1.5	1.6	1.7
기타 자회사	-2.7	-3.6	-5.3	-3.8	-3.6	-1.2	-1.9	-1.8	-3.8	-3.8	-2.1	-1.2	-0.6
매출총이익	599.7	626.3	612.9	647.6	612.1	645.9	657.8	685.3	2,388.9	2,486.5	2,601.1	2,724.7	2,849.8
세전이익	191.9	194.1	193.8	103.5	174.3	153.4	172.1	168.4	658.6	683.3	668.3	728.4	776.0
순이익(지배)	135.1	132.6	114.0	76.5	125.3	107.2	122.3	119.7	465.7	458.2	474.6	517.7	551.5
EBITDA	298.1	297.6	284.7	279.9	288.6	305.3	291.5	278.2	1,162.8	1,160.3	1,163.6	1,138.4	1,150.6
YoY (%)													
매출총이익	3.4	5.4	1.6	5.9	2.1	3.1	7.3	5.8	8.9	4.1	4.6	4.8	4.6
세전이익	9.8	21.4	4.3	-25.1	-9.1	-21.0	-11.2	62.8	21.9	3.8	-2.2	9.0	6.5
순이익(지배)	7.3	14.5	-16.5	-12.6	-7.2	-19.2	7.3	56.5	15.0	-1.6	3.6	9.1	6.5
EBITDA	-2.1	-0.0	-3.1	4.8	-3.2	2.6	2.4	-0.6	1.1	-0.2	0.3	-2.2	1.1
매출총이익률 (%)	64.6	64.0	63.2	66.1	64.5	64.2	62.8	65.7	65.2	64.5	64.3	64.2	64.1
세전이익률 (%)	20.7	19.8	20.0	10.6	18.4	15.3	16.4	16.1	18.0	17.7	16.5	17.2	17.5
순이익률(지배) (%)	14.6	13.6	11.8	7.8	13.2	10.7	11.7	11.5	12.7	11.9	11.7	12.2	12.4
EBITDA 마진 (%)	32.1	30.4	29.4	28.6	30.4	30.3	27.8	26.7	31.7	30.1	28.8	26.8	25.9

자료: 코웨이, KB증권 추정

표 4. 코웨이: 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
별도 매출액	710.1	700.1	721.2	682.1	653.8	678.8	724.1	718.8	2,814.6	2,813.5	2,775.4	2,898.9	3,036.2
국내 환경가전	559.5	573.7	571.3	572.5	580.4	590.4	597.1	601.3	2,245.3	2,277.0	2,369.1	2,453.2	2,565.7
렌탈	365.1	361.3	349.2	343.2	333.4	329.7	329.2	323.2	1,542.4	1,418.9	1,315.5	1,294.5	1,307.3
홈케어	159.9	180.3	189.3	198.1	215.6	230.0	236.6	247.6	542.8	727.5	929.8	1,041.4	1,145.5
멤버십	22.7	22.2	22.3	22.2	22.8	22.3	22.4	22.3	93.5	89.3	89.8	86.8	84.1
일시불	8.6	6.3	6.8	5.6	5.0	5.0	5.2	4.5	53.8	27.2	19.8	16.0	13.9
기타	3.1	3.6	3.8	3.5	3.6	3.3	3.7	3.7	12.8	14.0	14.2	14.5	14.8
수출	141.5	117.0	141.7	101.3	67.1	82.2	120.4	110.9	526.1	501.5	380.7	421.4	446.6
화장품	9.1	9.4	8.2	8.3	6.2	6.1	6.6	6.6	43.2	35.0	25.6	24.3	23.8
YoY (%)													
별도 매출액	5.2	-1.5	5.1	-8.2	-7.9	-3.0	0.4	5.4	8.6	-0.0	-1.4	4.4	4.7
국내 환경가전	3.9	2.7	2.7	-3.2	3.7	2.9	4.5	5.0	5.6	1.4	4.0	3.5	4.6
렌탈	-7.4	-7.1	-8.2	-9.4	-8.7	-8.8	-5.7	-5.8	-3.4	-8.0	-7.3	-1.6	1.0
홈케어	63.2	41.5	38.3	9.7	34.8	27.6	25.0	25.0	78.5	34.0	27.8	12.0	10.0
멤버십	-6.1	-6.4	-3.4	-1.5	0.5	0.5	0.3	0.7	-5.8	-4.4	0.5	-3.4	-3.1
일시불	-54.4	-60.0	-45.8	-16.9	-41.2	-20.4	-23.5	-19.0	-52.8	-49.4	-27.4	-19.3	-12.7
기타	0.2	11.0	13.3	12.8	13.9	-7.4	-2.0	4.0	-5.2	9.4	1.7	2.0	2.0
수출	13.5	-16.4	18.1	-28.5	-52.6	-29.7	-15.0	9.5	30.0	-4.7	-24.1	10.7	6.0
화장품	-21.4	-22.5	-19.4	-11.1	-31.6	-34.6	-20.0	-20.0	-28.7	-19.0	-26.9	-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	87.0	82.5	83.6	79.8	80.9	85.4	84.6	84.5
렌탈	51.4	51.6	48.4	50.3	51.0	48.6	45.5	45.0	54.8	50.4	47.4	44.7	43.1
홈케어	22.5	25.8	26.2	29.0	33.0	33.9	32.7	34.4	19.3	25.9	33.5	35.9	37.7
멤버십	3.2	3.2	3.1	3.3	3.5	3.3	3.1	3.1	3.3	3.2	3.2	3.0	2.8
일시불	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	1.9	1.0	0.7	0.6	0.5
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	12.1	16.6	15.4	18.7	17.8	13.7	14.5	14.7
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	143.4	141.2	133.0	451.7	514.7	533.2	536.3	561.7
YoY (%)	27.8	0.7	29.6	0.1	-19.2	16.2	4.2	17.9	-0.8	14.0	3.6	0.6	4.7
OPM (%)	20.2	17.6	18.8	16.5	17.7	21.1	19.5	18.5	16.0	18.3	19.2	18.5	18.5
렌탈 주요 가정													
총계정 (천계정)	6,085.0	6,090.0	6,115.6	6,155.8	6,206.8	6,258.5	6,315.6	6,370.5	6,018.4	6,155.8	6,370.5	6,599.6	6,951.7
신규 판매 (천대)	353.2	347.6	338.7	341.9	393.4	394.6	376.0	379.5	1,326.3	1,381.5	1,543.5	1,589.8	1,621.6
해약 (천대)	126.4	127.8	121.8	122.1	120.7	102.4	106.4	107.4	506.5	498.1	436.8	464.6	497.8
만기도래 (천계정)	160.3	214.8	191.3	179.6	221.8	240.5	212.5	217.3	610.3	746.0	892.0	896.1	771.7
ARPU (월평균) (원)	28,922	29,655	29,411	29,406	29,605	29,936	30,000	29,994	29,384	29,385	29,875	30,017	30,168
해약률 (월평균) (%)	0.70	0.70	0.67	0.67	0.65	0.55	0.57	0.57	0.73	0.69	0.59	0.61	0.63
만기도래 비중 (%)	45.8	54.1	60.2	56.6	58.8	61.9	66.0	60.0	43.6	54.0	61.5	57.0	57.0
멤버십 주요 가정													
총계정 (천계정)	470.6	468.4	460.0	456.1	446.6	441.8	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	16.8	16.9	16.9
일시불 주요 가정													
신규 판매 (천대)	12.5	10.9	10.0	7.6	8.6	9.9	8.5	6.8	54.0	40.8	33.7	28.7	25.8
ARPU (천원)	688.1	581.9	680.5	735.2	590.0	507.1	612.4	661.7	996.9	666.7	585.7	556.4	539.7
렌탈폐기손실 (연결) (십억원)	14.1	12.7	14.5	11.9	11.8	11.4	12.3	12.4	53.7	53.1	47.9	51.0	53.7

자료: 코웨이, KB증권 추정

주: 해약 계정수와 만기도래 계정수는 과거 수치도 KB증권 추정치

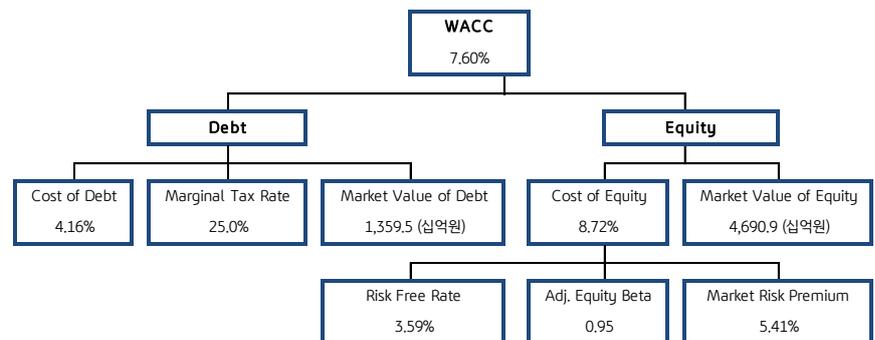
표 5. 코웨이: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>현금흐름 추정</b>									
영업이익	a	677.4	724.8	747.1	792.4	840.2	887.1	936.6	988.9
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>543.6</b>	<b>560.3</b>	<b>594.3</b>	<b>630.2</b>	<b>665.4</b>	<b>702.5</b>	<b>741.7</b>
감가상각비 (유형+무형)	d	482.9	438.9	391.4	358.2	344.0	330.3	317.2	304.6
<b>총 현금흐름</b>	$E=C+d$	<b>990.9</b>	<b>982.4</b>	<b>951.7</b>	<b>952.5</b>	<b>974.1</b>	<b>995.7</b>	<b>1,019.7</b>	<b>1,046.3</b>
<b>총 투자</b>	$F=g+h$	<b>-1,057.2</b>	<b>-892.6</b>	<b>-650.2</b>	<b>-679.4</b>	<b>-700.0</b>	<b>-740.0</b>	<b>-730.0</b>	<b>-720.0</b>
운전자본 증감	g	-787.6	-632.6	-390.2	-419.4	-450.0	-500.0	-500.0	-500.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-269.7	-260.0	-260.0	-260.0	-250.0	-240.0	-230.0	-220.0
FCFF	$I=E+F$	-66.3	89.9	301.5	273.1	274.1	255.7	289.7	326.3
<b>현금흐름의 현재 가치</b>									
Discount Rate				2.4%	10.2%	18.6%	27.6%	37.3%	
PV of FCFF				92.8	247.8	231.2	200.4	211.0	
Total PV of FCFF (2024E~28E)	j		983.3						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2029E 시점)			5,346.7		2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		3,895.0		WACC 7.60% (무위험수익률 3.59%, 시장위험프리미엄 5.41%)				
<b>Valuation</b>									
현금흐름 합산 (현재 가치)	$L=j+k$		4,878.3						
순현금	m		-222.5		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	n		33.0		2Q23 말 기준				
비지배주주 자본	o		-2.0		2Q23 말 기준				
<b>적정 기업가치</b>	$P=L+m+n-o$		<b>4,690.9</b>						
주식수 (천주)	q		72,564						
<b>목표주가 (원)</b>	$R=P/q$		<b>65,000</b>						
현재주가 (원)			42,700		2023.9.6				
상승여력 (%)			52.2						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			9.4						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			1.60						

자료: 코웨이, KB증권 추정

그림 1. 코웨이: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 코웨이의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 4.16% 사용. 차입금 가치는 1Q23 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 (2023.5.16)	변경 후 (2023.9.7)	비고
<b>COE</b>	$A = B + C \times D$	<b>8.56</b>	<b>8.72</b>	
Risk free rate	B	3.42	3.59	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.95	0.95	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.35	0.46	
R <sup>2</sup>		0.08	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>3.85</b>	<b>4.16</b>	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		5,444.0	4,690.9	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		1,199.0	1,359.5	총 금융부채 (1Q23 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>7.42</b>	<b>7.60</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>	6.60%	71,104	73,277	75,615	78,136	80,863	83,822	87,044
	6.80%	68,544	70,554	72,711	75,030	77,530	80,235	83,170
	7.00%	66,153	68,017	70,011	72,149	74,450	76,930	79,613
	7.20%	63,915	65,646	67,494	69,472	71,594	73,875	76,336
	7.40%	61,814	63,426	65,143	66,976	68,938	71,043	73,306
	7.60%	59,840	61,343	62,942	65,000	66,463	68,410	70,497
	7.80%	57,980	59,385	60,876	62,462	64,151	65,956	67,886
	8.00%	56,226	57,541	58,935	60,414	61,987	63,663	65,453
	8.20%	54,568	55,801	57,106	58,488	59,956	61,516	63,179
	8.40%	53,000	54,158	55,381	56,675	58,046	59,502	61,050
8.60%	51,513	52,602	53,751	54,964	56,248	57,608	59,052	

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	4,045	4,244	4,446
매출원가	1,275	1,370	1,444	1,519	1,596
매출총이익	2,389	2,486	2,601	2,725	2,850
판매비와관리비	1,749	1,809	1,876	1,978	2,057
영업이익	640	677	725	747	792
EBITDA	1,163	1,160	1,164	1,138	1,151
영업외손익	18	6	-56	-19	-16
이자수익	1	3	4	5	5
이자비용	18	33	43	37	35
지분법손익	-5	-6	-10	-6	-6
기타영업외손익	40	42	-8	20	20
세전이익	659	683	668	728	776
법인세비용	193	226	194	211	225
당기순이익	465	458	474	517	551
지배주주순이익	466	458	475	518	552
수정순이익	466	458	475	518	552

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.2	5.2	4.9	4.9	4.8
영업이익 성장률	5.6	5.8	7.0	3.1	6.1
EBITDA 성장률	1.1	-0.2	0.3	-2.2	1.1
지배기업순이익 성장률	15.0	-1.6	3.6	9.1	6.5
매출총이익률	65.2	64.5	64.3	64.2	64.1
영업이익률	17.5	17.6	17.9	17.6	17.8
EBITDA이익률	31.7	30.1	28.8	26.8	25.9
세전이익률	18.0	17.7	16.5	17.2	17.5
지배기업순이익률	12.7	11.9	11.7	12.2	12.4

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	331	164	312	524	496
당기순이익	465	458	474	517	551
유무형자산상각비	523	483	439	391	358
기타비현금손익 조정	340	304	222	217	231
운전자본증감	-829	-788	-633	-390	-419
매출채권감소 (증가)	109	25	-69	-98	-127
재고자산감소 (증가)	-91	-18	-53	-99	-129
매입채무증가 (감소)	-30	-35	-29	-11	-9
기타운전자본증감	-818	-759	-482	-183	-155
기타영업현금흐름	-168	-293	-190	-211	-225
투자활동 현금흐름	-368	-282	-369	-360	-369
유형자산투자감소 (증가)	-275	-269	-260	-260	-260
무형자산투자감소 (증가)	-10	-16	-15	-15	-15
투자자산감소 (증가)	-53	-8	-12	0	0
기타투자현금흐름	-29	10	-82	-85	-94
재무활동 현금흐름	-9	161	47	-187	-184
금융부채 증감	95	272	61	-79	-74
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-87	-91	-94	-102	-105
기타재무현금흐름	-16	-21	80	-6	-6
기타현금흐름	2	0	5	0	0
현금의 증가 (감소)	-43	43	-4	-22	-57
기말현금	73	116	112	90	33
잉여현금흐름 (FCF)	56	-104	53	264	236
순현금흐름	15	-49	30	142	110
순현금 (순차입금)	-301	-350	-320	-178	-68

자료: 코웨이, KB증권 추정

**재무상태표**

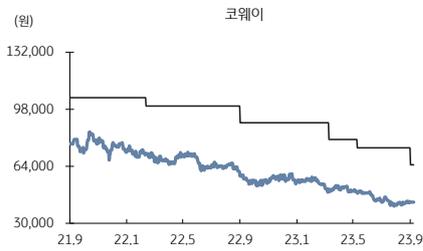
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	3,801	4,365	4,607	4,784	5,044
유동자산	1,106	1,375	1,686	1,980	2,323
현금 및 현금성자산	73	116	112	90	33
단기금융자산	510	709	851	936	1,029
매출채권	249	250	326	423	550
재고자산	235	254	330	429	557
기타유동자산	39	45	68	102	153
비유동자산	2,694	2,991	2,921	2,805	2,721
투자자산	63	64	72	72	72
유형자산	1,160	1,051	915	794	707
무형자산	183	195	195	199	202
기타비유동자산	1,288	1,680	1,739	1,739	1,739
부채총계	1,896	2,053	1,899	1,661	1,475
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	740	721	701
장기금융부채	496	869	688	668	648
기타비유동부채	107	54	52	53	53
자본총계	1,904	2,312	2,708	3,124	3,569
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
기타자본항목	-48	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	8	11	29	29	29
이익잉여금	1,757	2,161	2,541	2,957	3,403
지배자본 계	1,906	2,314	2,710	3,126	3,573
비지배자본	-1	-2	-2	-3	-3

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Multiples</b>					
P/E	11.8	9.0	6.6	6.1	5.7
P/B	2.9	1.8	1.2	1.0	0.9
P/S	1.5	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.0	3.9	3.0	2.9	2.8
EV/EBIT	9.0	6.6	4.8	4.5	4.1
배당수익률	1.7	2.3	3.3	3.4	3.5
EPS	6,310	6,208	6,431	7,014	7,473
BVPS	25,825	31,353	36,725	42,363	48,410
SPS (주당매출액)	49,651	52,251	54,816	57,507	60,240
DPS (주당배당금)	1,250	1,300	1,400	1,450	1,500
배당성향 (%)	19.5	20.6	21.4	20.3	19.7
<b>수익성지표</b>					
ROE	27.4	21.7	18.9	17.7	16.5
ROA	13.6	11.2	10.6	11.0	11.2
ROIC	19.3	15.7	13.8	13.3	13.0
<b>안정성지표</b>					
부채비율	99.6	88.8	70.1	53.2	41.3
순차입비율	15.8	15.1	11.8	5.7	1.9
유동비율	0.9	1.2	1.5	2.1	3.0
이자보상배율 (배)	35.8	20.5	17.0	20.0	22.7
<b>활동성지표</b>					
총자산회전율	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	13.0	15.4	14.0	11.3	9.1
매입채무회전율	46.9	46.9	61.8	87.4	114.5
재고자산회전율	19.9	15.8	13.9	11.2	9.0

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)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-08-09	Buy	박신애	105,000	-27.81	
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	-40.95	-34.20
23-09-07	Buy	박신애	65,000		

투자등급 비율 (2023. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

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.