

코웨이

(021240)

Analyst

최승호(플랫폼/게임)

02-3779-3543

sh.choi@sangsinib.com

BUY(유지)

목표주가(유지) 95,000원

증가(23.01.27) 56,700원

상승여력 67.5%

Stock Data

KOSPI(01/27) 2379.3pt

시가총액 4조 1,844억원

액면가 500원

52주 최고가 73,900원

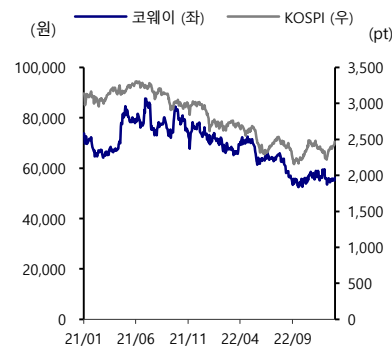
52주 최저가 52,500원

외국인지분율 61.7%

최대주주지분율 25.1%

유동주식비율 73.2%

Stock Price



10년만의 인상, 안정에 성장을 더한다면

4Q22 Preview: 안정적인 성장 중

4분기 실적은 매출액 1조 119억원(YoY+7%), 영업이익 1,629억원(YoY+17%)으로 컨센서스 부합할 것으로 전망한다. 말레이시아의 경우 두 자릿수 성장이 지속되고 있으며, 신규 렌탈 판매도 꾸준히 30만대 이상을 분기별로 상회하고 있다. 말레이시아를 제외한 해외법인에서는 아직 고정비를 넘는 매출이 안정적으로 창출되고 있지 않다. 국내는 렌탈산업의 경쟁강도가 높고 성숙기에 있어 마진조정이 어렵다. 결국 해외법인의 성장을 통해 마진이 개선될 전망이다.

10년만의 가격인상, 원가부담 억제효과 기대

올 1월부터 생활가전 렌탈료가 4% 인상된다. 정수기 기준으로는 10년만의 가격인상으로, 신규계약은 1월부터, 재계약은 5월부터 적용된다. 동사 원가를 구성하는 요소는 크게 제품 원가와 서비스수수료(AS등의 용역원가)가 있는데, 최근 원자재 가격 상승과 인건비 상승으로 지난 3년동안 원가율이 +4%p 증가하며 마진이 다소 저하된 바 있다.

전체 렌탈계정에서 신규판매가 차지하는 비중은 약 20% 정도로, 해당 인상으로 인해 당장 매출 및 마진이 개선되는 효과는 기대하기 어렵고, 마진이 더 나아질 정도의 인상폭은 아니다. 다만 10년동안 올리지 못했던 가격을 조정할 수 있었다는 점은 긍정적이고, 앞으로 6년에 걸쳐 기존 계약들이 인상 후 가격으로 대체되면서 최종적으로는 원가율이 단순 인상분만 고려 시 0.6%p 정도 개선되는 효과가 있을 것으로 보인다. **많은 수준의 개선은 아니지만 신제품 출시 등으로 제품믹스를 재조정하는 점과, 유가/제조원가/인건비 인플레이션 피크 아웃 고려하면 원가 부담은 점차 낮아질 것으로 판단한다.**

해외에서 성장길이 열리면, 코웨이도 뛴다

23년 추정실적 기준 PER 8배로 여전히 역사적 저점에 머물러 있다. 타 렌탈업과 달리 생활가전 렌탈은 자체 제조로 이루어져, 차입의 필요성이 적어 금리인상에 대한 이자비용 부담이 높지 않다. 동사 이자보상배율은 22배 수준으로, 전체 산업으로 보아도 금리인상에 따른 직접적인 비용부담이 적은 편이다. 여기에 이번 P 인상에도 Q도 견고하여 실적에 안정감을 더할 전망이다. **방어적인 비즈니스에서 오는 안정감은 변동없다.**

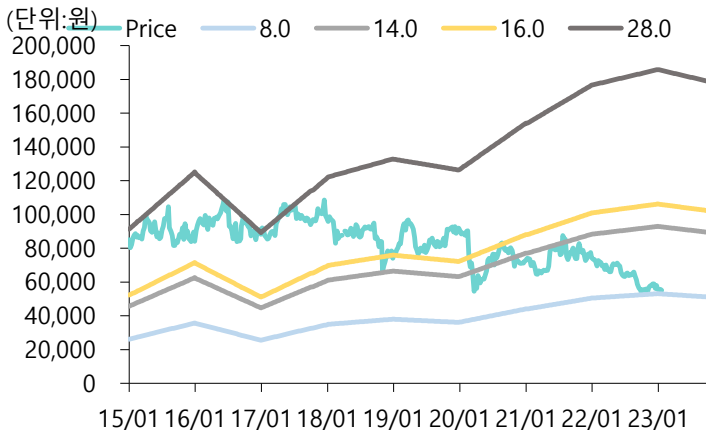
다만 현재의 역사적 저점을 넘어 높은 밸류에이션을 적용 받기 위해서는 해외에서의 성장이 동반되어야 한다. 말레이시아 정수기 보급률 감안하면 새로운 시장에서의 가능성이 절실하다. 동사는 재작년에 일본 법인 재설립, 네덜란드 법인 신설하며 꾸준히 정수기 렌탈 비즈니스를 확대하는 노력 중에 있고, 태국이 `22년 들어 연간으로 50% 성장하며 새로운 가능성으로 부상하고 있다. 마케팅 비용투입으로 더 높은 성장을 도모할 시기이며, 태국 법인에서의 마케팅효과가 빛을 발하면 턴어라운드와 함께 과거 말레이시아와 같은 폭발적인 성장을 기대할 수 있다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	3,237.4	606.4	404.9	5,486	13.3	5.0	3.6	31.5	1.7
2021	3,664.3	640.2	465.7	6,310	11.8	5.0	2.9	27.4	1.7
2022E	3,888.0	676.7	481.6	6,638	8.5	3.5	1.9	23.2	2.3
2023E	4,198.9	749.4	534.0	7,360	7.6	3.2	1.5	21.7	2.5

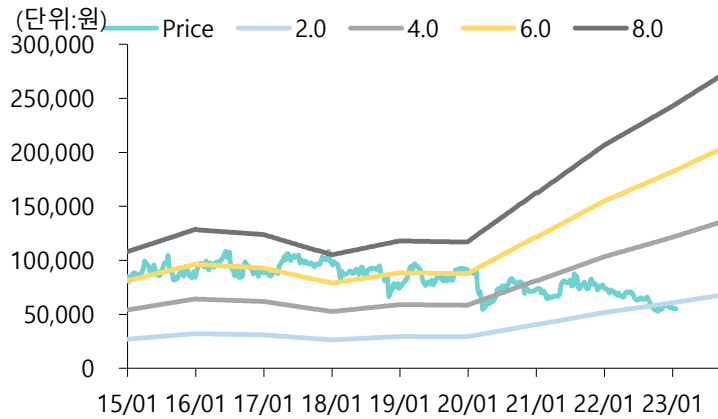
자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

도표1. PER BAND



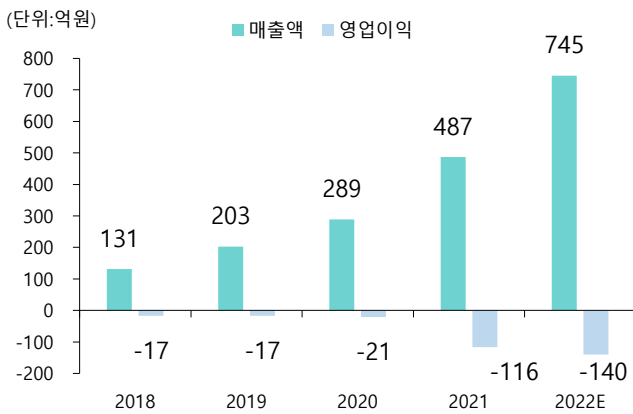
자료 : 상상인증권

도표2. PBR BAND



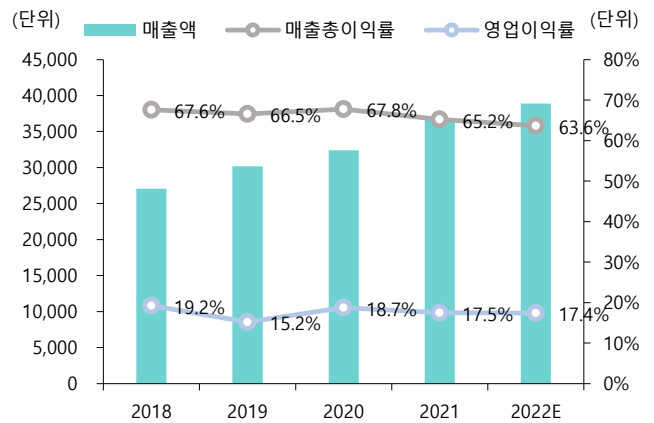
자료 : 상상인증권

도표3.태국법인, 성장기 진입



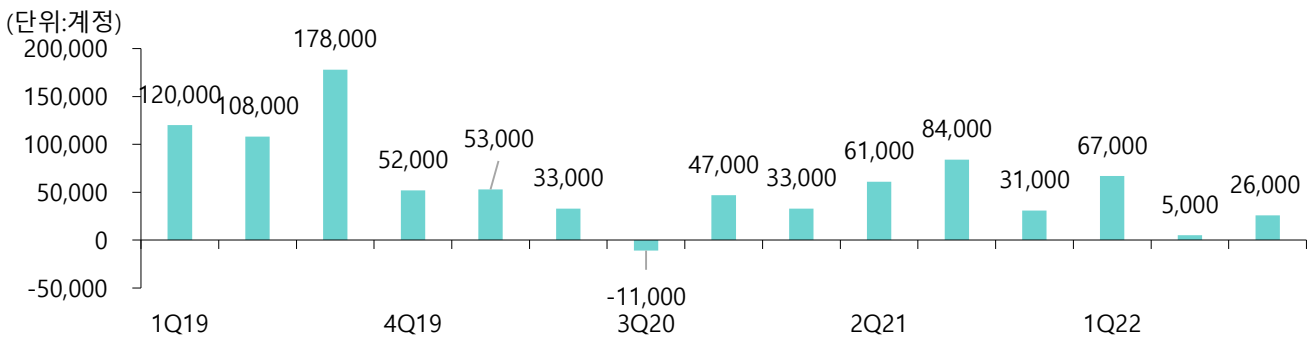
자료 : 코웨이, 상상인증권

도표4. 매출총이익률/영업이익률 전망



자료 : 코웨이, 상상인증권

도표5.렌탈 순증 추이



자료 : 코웨이, 상상인증권

도표 6. 실적테이블

(단위: 억원)	2021				2022				2021	2022E	2023E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE			
매출액	8,790	9,054	9,340	9,459	9,280	9,782	9,698	10,119	36,643	38,880	41,989
YoY	14.3%	12.4%	16.7%	9.7%	5.6%	8.0%	3.8%	7.0%	13.2%	6.1%	8.0%
매출액(별도)	6,748	7,109	6,864	7,427	7,101	7,001	7,212	7,447	28,146	28,762	29,795
환경가전	4,924	5,161	5,173	5,593	5,251	5,416	5,385	5,538	20,852	21,590	22,431
멤버십	241	237	231	225	227	222	223	215	935	887	756
일시불	188	158	125	67	86	63	68	59	538	276	245
수출	1,246	1,399	1,199	1,417	1,415	1,170	1,417	1,511	5,261	5,513	5,932
화장품	116	121	102	93	91	94	82	85	432	352	282
기타	31	32	33	31	31	36	38	39	128	144	150
자회사	3,040	3,161	3,655	3,221	3,587	3,937	3,872	3,905	12,840	15,301	17,236
말레이시아	2,404	2,367	2,562	2,468	2,628	2,747	2,765	2,848	9,801	10,988	12,636
영업이익	1,707	1,664	1,638	1,392	1,727	1,760	1,651	1,629	6,402	6,766	7,494
영업이익률	19.4%	18.4%	17.5%	14.7%	18.6%	18.0%	17.0%	16.1%	17.5%	17.4%	17.8%
순이익(지배)	1,258	1,158	1,365	874	1,350	1,325	1,140	1,000	4,655	4,815	5,338
순이익률	14.3%	12.8%	14.6%	9.2%	14.5%	13.5%	11.8%	9.9%	12.7%	12.4%	12.7%

자료: K-IFRS연결기준,상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	766.9	896.9	1,106.5	1,700.0	1,866.1
현금 및 현금성자산	60.5	115.8	73.1	189.1	135.7
매출채권 및 기타채권	345.3	326.5	259.0	287.6	310.6
재고자산	112.8	134.0	235.0	266.3	287.6
기타유동자산	248.2	320.5	539.4	957.0	1,132.3
비유동자산	2,088.0	2,132.2	2,694.2	2,869.7	3,146.0
관계기업투자등	1.6	1.6	42.1	41.3	39.2
유형자산	1,270.8	1,225.1	1,159.9	1,214.2	1,357.4
무형자산	168.4	140.4	182.9	195.1	216.7
자산총계	2,855.0	3,029.0	3,800.6	4,569.7	5,012.1
유동부채	1,586.8	1,417.3	1,293.2	1,369.9	1,428.6
매입채무 및 기타채무	295.3	311.7	382.2	383.5	414.1
단기금융부채	876.1	714.6	406.9	426.9	426.9
기타유동부채	415.5	391.0	504.1	559.6	587.6
비유동성부채	190.9	121.7	603.0	964.1	907.4
장기금융부채	37.6	29.0	495.8	865.6	813.1
기타비유동부채	153.3	92.8	107.2	98.5	94.3
부채총계	1,777.8	1,539.0	1,896.2	2,334.0	2,336.0
지배주주지분	1,078.3	1,491.3	1,905.9	2,237.3	2,677.7
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	132.5	147.8	147.8	147.8	147.8
이익잉여금	954.0	1,365.2	1,757.3	2,148.3	2,588.7
비지배주주지분(연결)	-1.1	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6
자본총계	1,077.2	1,490.0	1,904.4	2,235.7	2,676.1

현금흐름표

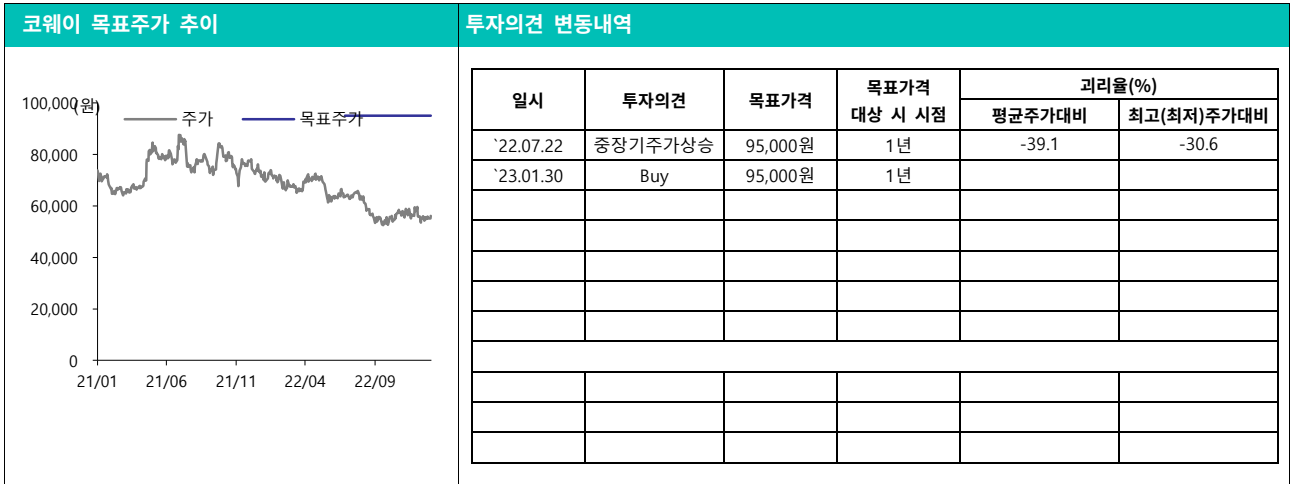
(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	539.3	562.8	331.3	663.4	514.3
당기순이익(손실)	332.2	404.7	465.5	481.5	533.8
비현금수익비용가감	926.7	916.0	862.9	477.4	14.3
유형자산감가상각비	504.9	534.3	514.3	617.5	650.3
무형자산상각비	10.2	9.0	8.2	9.4	10.4
기타현금수익비용	386.8	319.5	244.2	-335.5	-837.4
영업활동 자산부채변동	-571.2	-567.0	-829.0	-295.4	-33.9
매출채권 감소(증가)	-4.1	-22.1	108.9	-28.6	-23.0
재고자산 감소(증가)	-5.3	-25.1	-90.5	-31.4	-21.3
매입채무 증가(감소)	-8.5	42.7	-29.7	1.3	30.7
기타자산, 부채변동	-553.4	-562.5	-817.6	-236.8	-20.2
투자활동 현금	-383.1	-323.1	-367.8	-421.2	-453.1
유형자산처분(취득)	-366.0	-325.0	-275.3	-271.8	-293.5
무형자산 감소(증가)	-2.7	-1.3	-9.8	-21.7	-32.0
투자자산 감소(증가)	5.8	2.7	-35.7	-129.2	-129.7
기타투자활동	-20.2	0.5	-47.0	1.5	2.2
재무활동 현금	-164.9	-181.6	-8.5	-126.2	-114.7
차입금의 증가(감소)	114.0	-181.5	94.6	20.0	0.0
자본의 증가(감소)	-257.7	20.4	-87.1	-90.7	-93.6
배당금의 지급	259.9	0.0	87.1	90.7	93.6
기타재무활동	-21.1	-20.5	-16.0	-55.5	-21.1
현금의 증가	-8.8	55.3	-42.7	116.0	-53.5
기말현금	69.4	60.5	115.8	73.1	189.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,018.9	3,237.4	3,664.3	3,888.0	4,198.9
매출원가	1,010.4	1,043.9	1,275.3	1,413.5	1,536.8
매출총이익	2,008.5	2,193.5	2,388.9	2,474.5	2,662.1
판매비 및 관리비	1,550.2	1,587.1	1,748.7	1,797.8	1,912.7
영업이익	458.3	606.4	640.2	676.7	749.4
(EBITDA)	973.4	1,149.7	1,162.8	1,303.6	1,410.1
금융손익	-7.5	-41.0	11.5	-21.1	-33.0
이자비용	22.0	21.2	17.9	31.0	41.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-4.7	-4.7	-4.7
기타영업외손익	0.7	-25.1	11.5	-0.3	11.1
세전계속사업이익	451.4	540.4	658.6	650.6	722.7
계속사업법인세비용	119.2	135.7	193.1	169.2	188.9
계속사업이익	332.2	404.7	465.5	481.5	533.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	332.2	404.7	465.5	481.5	533.8
지배주주	332.9	404.9	465.7	481.6	534.0
총포괄이익	337.6	389.3	487.7	488.3	533.8
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	65.2	63.6	63.4
영업이익률 (%)	15.2	18.7	17.5	17.4	17.8
EBITDA 마진률 (%)	32.2	35.5	31.7	33.5	33.6
당기순이익률 (%)	11.0	12.5	12.7	12.4	12.7
ROA (%)	12.7	13.8	13.6	11.5	11.1
ROE (%)	30.7	31.5	27.4	23.2	21.7
ROIC (%)	20.0	25.7	22.6	20.7	19.6

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022E	2023E
투자지표					
P/E	20.6	13.3	11.8	8.5	7.6
P/B	6.4	3.6	2.9	1.9	1.5
EV/EBITDA(배)	7.7	5.0	5.0	3.5	3.2
P/CF	5.5	4.1	4.1	4.3	7.6
배당수익률(%)	2.6	1.7	1.7	2.3	2.5
성장성(%)					
매출액	0.0	7.2	13.2	6.1	8.0
영업이익	0.0	32.3	5.6	5.7	10.7
세전이익	0.0	19.7	21.9	-1.2	11.1
당기순이익	0.0	21.8	15.0	3.4	10.9
EPS	0.0	21.6	15.0	5.2	10.9
안정성(%, 십억원)					
부채비율	165.0	103.3	99.6	104.4	87.3
유동비율	48.3	63.3	85.6	124.1	130.6
순차입금/자기자본	59.3	22.1	16.8	20.9	12.8
영업이익/금융비용	20.9	28.6	35.8	21.8	18.1
총차입금	913.7	743.6	902.7	1,292.5	1,240.0
순차입금	638.7	330.0	319.4	467.8	341.7
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,310	6,638	7,360
BPS	14,611	20,207	25,825	30,316	36,283
DPS	2,400	1,200	1,250	1,290	1,430



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최승호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)	75%	시가총액 대비 비중확대
	향후 12 개월 시장대비	Neutral (중립)	25%	시가총액 수준 유지
	상대수익률	Underweight (비중축소)	0%	시가총액 대비 비중축소
기업 (Company)	투자등급 3 단계	BUY	93.7%	절대수익률 15% 초과
	향후 12 개월	HOLD	6.3%	절대수익률 +15%~ -15%
	절대수익률	SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
	합계		100%	