



코웨이 (021240)

4Q23 프리뷰 : 펀더멘털 강화와 투자 심리 개선

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

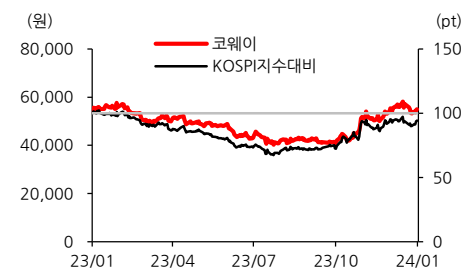
| | |
|--------------------------|------------------|
| 현재 주가(1/12) | 54,900원 |
| 상승여력 | ▲ 27.5% |
| 시가총액 | 40,516억원 |
| 발행주식수 | 73,800천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 58,100 / 40,300원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 78.84억원 |
| 외국인 지분율 | 61.2% |
| 주주 구성 | |
| 넷마블 (외 8 인) | 25.1% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 6.5% |
| ImpaxAssetManagementGrou | 5.2% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | -0.9 | 33.1 | 24.9 | 1.1 |
| 상대수익률(KOSPI) | -0.5 | 31.3 | 26.8 | -5.7 |

(단위: 십억 원, %, 배)

| 재무정보 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,856 | 3,970 | 4,128 | 4,383 |
| 영업이익 | 677 | 729 | 776 | 839 |
| EBITDA | 1,160 | 1,178 | 1,205 | 1,224 |
| 지배주주순이익 | 458 | 482 | 537 | 583 |
| EPS | 6,208 | 6,642 | 7,405 | 8,038 |
| 순차입금 | 374 | 309 | 240 | 118 |
| PER | 9.0 | 7.9 | 7.4 | 6.8 |
| PBR | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 3.9 | 3.5 | 3.6 | 3.4 |
| 배당수익률 | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| ROE | 21.7 | 19.3 | 18.4 | 17.3 |

주가 추이



코웨이의 4 분기 실적은 매출액은 시장 기대치에 부합하겠으나, 본사의 비용 요인에 따른 수익성 부진으로 영업이익은 시장 기대치 대비 8% 하회할 것으로 추정합니다.

4Q23 Preview

코웨이는 4Q23 연결 매출액 1.01조원(+2.8% YoY), 영업이익 1,637억 원(flat YoY)를 기록해 매출액은 시장 기대치에 부합하나, 영업이익은 8% 하회하는 실적을 기록할 것으로 추정된다. 4Q23E 예상 OPM은 16.3%이다. 국내법인의 수익성 부진이 기대치 하회의 주요 원인이다. 국내법인(별도)은 매출액 7,063억원(+3.5% YoY), 영업이익 1,186억원(+5.1% YoY, OPM 16.8%)을 기록할 전망이다. 부진한 수익성의 원인은 비레스 브랜드에 대한 마케팅 활동 강화가 4분기에 진행된 영향으로 마케팅 비용이 증가하였고, R&D 비용 또한 일부 증가할 것으로 추정된다. 말레이시아는 영업이익 491억원(+1.5% YoY)를 기록해 경쟁 환경 강화에 따라 감익이 지속되었으나, 금번 분기에는 증익으로 돌아설 수 있을 것이다. 3Q23 BEP 전환에 성공했던 태국법인은 -30억원 수준의 적자를 기록할 전망이다.

펀더멘털 강화와 투자 심리 개선

경쟁사의 실적 부진과 만기 도래 계정 증가로 경쟁 환경은 완화되고, 동사의 M/S는 늘어날 수 있는 구조가 완성되었다. 이에 따라 24년 별도 영업이익률은 19.6%(+0.6%p YoY)를 기록할 수 있을 전망이다. 매크로 환경에 따른 말레이시아 법인 성장 둔화는 아쉬우나, 태국법인의 성장은 고무적이다. Next 말레이시아로 발돋움한다면, 밸류에이션의 확장으로 이어질 수 있을 전망이다. 금리 안정화도 동사 투자センチ멘트 개선에 긍정적이다. 금리 하락으로 인해 동사가 보유하고 있는 렌탈채권의 가치가 상승으로 연결될 수 있기 때문이다. 시장금리와 동사 증가간의 상관관계는 -0.72로 KOSPI의 -0.19 대비 약 3배 수준으로 동사의 주가의 금리 민감도는 높았다.

투자의견 BUY, 목표주가 7만원 유지

코웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7만원을 유지한다.

[표1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 연결 매출액 | 9,280 | 9,782 | 9,698 | 9,802 | 9,483 | 10,062 | 10,077 | 10,075 | 38,562 | 39,697 | 41,277 |
| YoY | 5.6% | 8.0% | 3.8% | 3.6% | 2.2% | 2.9% | 3.9% | 2.8% | 5.2% | 2.9% | 4.0% |
| 별도 법인 | 7,101 | 7,001 | 7,212 | 6,821 | 6,538 | 6,788 | 7,104 | 7,063 | 28,135 | 27,493 | 28,384 |
| 렌탈 | 3,651 | 3,613 | 3,492 | 3,432 | 3,334 | 3,297 | 3,406 | 3,186 | 14,188 | 13,223 | 13,345 |
| 금융리스 | 1,599 | 1,803 | 1,893 | 1,981 | 2,156 | 2,300 | 2,298 | 2,674 | 7,276 | 9,428 | 9,900 |
| 멤버십 | 227 | 222 | 223 | 222 | 227 | 223 | 222 | 217 | 894 | 889 | 849 |
| 일시불 | 86 | 63 | 68 | 56 | 50 | 50 | 44 | 60 | 273 | 204 | 240 |
| 수출 | 1,415 | 1,170 | 1,417 | 1,008 | 671 | 822 | 1,034 | 806 | 5,010 | 3,333 | 3,633 |
| 화장품 | 91 | 94 | 82 | 83 | 62 | 61 | 58 | 85 | 350 | 266 | 271 |
| 기타 | 31 | 36 | 38 | 35 | 36 | 33 | 42 | 35 | 140 | 146 | 146 |
| 말레이시아 | 2,628 | 2,747 | 2,765 | 2,775 | 2,682 | 2,856 | 2,698 | 2,664 | 10,915 | 10,900 | 11,323 |
| 미국 | 458 | 537 | 507 | 496 | 388 | 611 | 532 | 521 | 1,998 | 2,052 | 2,154 |
| 연결 영업이익 | 1,727 | 1,760 | 1,651 | 1,637 | 1,756 | 1,942 | 1,953 | 1,637 | 6,775 | 7,288 | 7,761 |
| YoY | 1.2% | 5.7% | 0.8% | 17.6% | 1.7% | 10.3% | 18.3% | 0.0% | 5.8% | 7.6% | 6.5% |
| 말레이시아 | 537 | 504 | 495 | 484 | 451 | 467 | 350 | 491 | 2,020 | 1,759 | 2,010 |
| 미국 | 24 | 83 | -1 | -40 | -28 | 102 | 17 | 31 | 66 | 122 | 173 |
| 영업이익률 | 18.6% | 18.0% | 17.0% | 16.7% | 18.5% | 19.3% | 19.4% | 16.3% | 17.6% | 18.4% | 18.8% |
| 말레이시아 | 20.4% | 18.3% | 17.9% | 17.4% | 16.8% | 16.4% | 13.0% | 18.4% | 18.5% | 16.1% | 17.7% |
| 미국 | 5.2% | 15.5% | -0.2% | -8.1% | -7.2% | 16.7% | 3.2% | 6.0% | 3.3% | 6.0% | 8.1% |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,664 | 3,856 | 3,970 | 4,128 | 4,383 |
| 매출총이익 | 2,389 | 2,486 | 2,566 | 2,662 | 2,826 |
| 영업이익 | 640 | 677 | 729 | 776 | 839 |
| EBITDA | 1,163 | 1,160 | 1,178 | 1,205 | 1,224 |
| 순이자손익 | -17 | -30 | -49 | -50 | -49 |
| 외화관련손익 | 28 | 7 | -4 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -5 | -6 | -10 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 659 | 683 | 671 | 746 | 810 |
| 당기순이익 | 465 | 458 | 482 | 537 | 583 |
| 지배주주순이익 | 466 | 458 | 482 | 537 | 583 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 13.2 | 5.2 | 2.9 | 4.0 | 6.2 |
| 영업이익 | 5.6 | 5.8 | 7.6 | 6.5 | 8.1 |
| EBITDA | 1.1 | -0.2 | 1.5 | 2.3 | 1.6 |
| 순이익 | 15.0 | -1.7 | 5.2 | 11.5 | 8.5 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 65.2 | 64.5 | 64.7 | 64.5 | 64.5 |
| 영업이익률 | 17.5 | 17.6 | 18.4 | 18.8 | 19.1 |
| EBITDA 이익률 | 31.7 | 30.1 | 29.7 | 29.2 | 27.9 |
| 세전이익률 | 18.0 | 17.7 | 16.9 | 18.1 | 18.5 |
| 순이익률 | 12.7 | 11.9 | 12.1 | 13.0 | 13.3 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 331 | 164 | 509 | 940 | 935 |
| 당기순이익 | 465 | 458 | 482 | 537 | 583 |
| 자산상각비 | 523 | 483 | 449 | 428 | 385 |
| 운전자본증감 | -829 | -788 | -508 | -26 | -33 |
| 매출채권 감소(증가) | 109 | 25 | 64 | -13 | -17 |
| 재고자산 감소(증가) | -91 | -18 | 44 | -12 | -15 |
| 매입채무 증가(감소) | -30 | -35 | -40 | 0 | 0 |
| 투자현금흐름 | -368 | -282 | -407 | -807 | -746 |
| 유형자산처분(취득) | -275 | -269 | -263 | -289 | -307 |
| 무형자산 감소(증가) | -10 | -16 | -7 | -4 | -4 |
| 투자자산 감소(증가) | 10 | 2 | -3 | -34 | -35 |
| 재무현금흐름 | -9 | 161 | -3 | -98 | -102 |
| 차입금의 증가(감소) | 95 | 272 | 125 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -87 | -90 | -94 | -98 | -102 |
| 배당금의 지급 | -87 | -91 | -94 | -98 | -102 |
| 총현금흐름 | 1,328 | 1,245 | 1,202 | 966 | 968 |
| (-)운전자본증가(감소) | -144 | 113 | 22 | 26 | 33 |
| (-)설비투자 | 276 | 270 | 263 | 289 | 307 |
| (+)자산매각 | -10 | -15 | -7 | -4 | -4 |
| Free Cash Flow | 1,187 | 848 | 910 | 647 | 624 |
| (-)기타투자 | 1,065 | 674 | 620 | 480 | 400 |
| 잉여현금 | 122 | 174 | 290 | 167 | 224 |
| NOPLAT | 453 | 454 | 523 | 559 | 604 |
| (+) Dep | 523 | 483 | 449 | 428 | 385 |
| (-)운전자본투자 | -144 | 113 | 22 | 26 | 33 |
| (-)Capex | 276 | 270 | 263 | 289 | 307 |
| OpFCF | 843 | 554 | 687 | 672 | 649 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,106 | 1,375 | 1,525 | 1,620 | 1,776 |
| 현금성자산 | 583 | 825 | 1,044 | 1,112 | 1,234 |
| 매출채권 | 259 | 261 | 237 | 250 | 267 |
| 재고자산 | 235 | 254 | 217 | 229 | 244 |
| 비유동자산 | 2,694 | 2,991 | 3,281 | 3,625 | 3,952 |
| 투자자산 | 1,351 | 1,744 | 2,129 | 2,609 | 3,009 |
| 유형자산 | 1,160 | 1,051 | 964 | 833 | 763 |
| 무형자산 | 183 | 195 | 188 | 183 | 179 |
| 자산총계 | 3,801 | 4,365 | 4,806 | 5,246 | 5,727 |
| 유동부채 | 1,293 | 1,130 | 1,420 | 1,420 | 1,420 |
| 매입채무 | 382 | 372 | 334 | 334 | 334 |
| 유동성이자부채 | 407 | 330 | 710 | 710 | 710 |
| 비유동부채 | 603 | 923 | 695 | 695 | 695 |
| 비유동이자부채 | 496 | 869 | 643 | 643 | 643 |
| 부채총계 | 1,896 | 2,053 | 2,115 | 2,115 | 2,115 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 148 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 이익잉여금 | 1,757 | 2,161 | 2,541 | 2,981 | 3,462 |
| 자본조정 | -40 | -36 | -36 | -36 | -36 |
| 자기주식 | -51 | -51 | -51 | -51 | -51 |
| 자본총계 | 1,904 | 2,312 | 2,691 | 3,131 | 3,612 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 6,310 | 6,208 | 6,642 | 7,405 | 8,038 |
| BPS | 25,825 | 31,353 | 36,497 | 42,450 | 48,977 |
| DPS | 1,250 | 1,300 | 1,350 | 1,400 | 1,450 |
| CFPS | 18,000 | 16,871 | 16,292 | 13,087 | 13,115 |
| ROA(%) | 13.6 | 11.2 | 10.5 | 10.7 | 10.6 |
| ROE(%) | 27.4 | 21.7 | 19.3 | 18.4 | 17.3 |
| ROIC(%) | 22.6 | 18.8 | 18.7 | 17.8 | 17.2 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 11.8 | 9.0 | 7.9 | 7.4 | 6.8 |
| PBR | 2.9 | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| PSR | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| PCR | 4.1 | 3.3 | 3.2 | 4.2 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 5.0 | 3.9 | 3.5 | 3.6 | 3.4 |
| 배당수익률 | 1.7 | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 99.6 | 88.8 | 78.6 | 67.6 | 58.5 |
| Net debt/Equity | 16.8 | 16.2 | 11.5 | 7.7 | 3.3 |
| Net debt/EBITDA | 27.5 | 32.2 | 26.2 | 20.0 | 9.7 |
| 유동비율 | 85.6 | 121.6 | 107.5 | 114.1 | 125.1 |
| 이자보상배율(배) | 35.8 | 20.5 | 13.5 | 14.1 | 15.2 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 53.0 | 50.7 | 48.3 | 47.2 | 46.5 |
| 현금+투자자산 | 47.0 | 49.3 | 51.7 | 52.8 | 53.5 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 32.2 | 34.2 | 33.4 | 30.2 | 27.2 |
| 자기자본 | 67.8 | 65.8 | 66.6 | 69.8 | 72.8 |

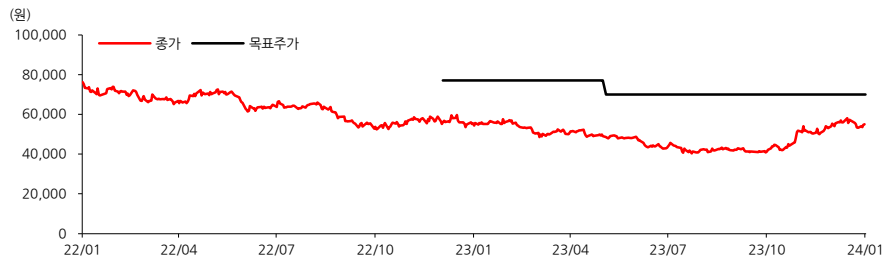
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 1월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코웨이 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일시 | 2022.12.14 | 2022.12.14 | 2023.01.12 | 2023.02.16 | 2023.05.15 | 2023.07.12 |
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 이진협 | 77,000 | 77,000 | 77,000 | 70,000 | 70,000 |
| 일시 | 2023.08.10 | 2023.11.09 | 2024.01.15 | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | | | |
| 목표가격 | 70,000 | 70,000 | 70,000 | | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2022.12.14 | Buy | 77,000 | -30.75 | -22.60 |
| 2023.05.15 | Buy | 70,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |