



코웨이 (021240)

4Q23 리뷰 : 경쟁사 압도 중

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 75,000원

현재 주가(2/8)	62,000원
상승여력	▲ 21.0%
시가총액	45,756억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	62,000 / 40,300원
90 일 일평균 거래대금	79.45억원
외국인 지분율	61.5%

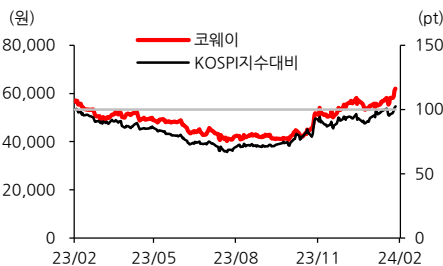
주주 구성	
넷마블 (외 8 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
ImpaxAssetManagementGrou	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.8	29.4	52.0	7.6
상대수익률(KOSPI)	12.8	21.2	50.2	2.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	3,856	3,967	4,176	4,469
영업이익	677	731	779	844
EBITDA	1,160	1,180	1,208	1,231
지배주주순이익	458	471	539	587
EPS	6,208	6,495	7,432	8,090
순차입금	374	318	262	145
PER	9.0	8.1	8.3	7.7
PBR	1.8	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.9	3.5	4.0	3.8
배당수익률	2.3	2.6	2.3	2.3
ROE	21.7	18.9	18.6	17.4

주가 추이



4Q23 Review

코웨이는 4분기 매출액 1조원(+2.5% YoY), 영업이익 1,662억원(+1.5% YoY, OPM 16.5%)를 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장전망치에 부합했다. 국내법인(별도) 매출액은 7,161억원(+5.0% YoY), 영업이익 917억원(-18.7% YoY, OPM 12.8%)를 기록한 것으로 추정된다. 정수기 및 비렉스 제품군의 판매 호조로 렌탈 판매량이 36만 계정(+5.4% YoY)을 기록하며 외형성장을 이끌었으나, 투자를 위한 마케팅 및 R&D 비용이 증가하면서 수익성은 다소 아쉬웠다. 별도법인의 아쉬운 수익성을 말련법인의 선전으로 상쇄했는데, 말련법인은 매출액 2,633억원(-5.0% YoY), 영업이익 598억원(+23.7% YoY, OPM 22.7%)를 기록했다. 이는 당사 영업이익 전망치 대비 약 100억원 상회한 실적이다. 현지 소비 침체에 따라 마케팅 투자를 지양하면서 수익성이 크게 개선되었다. 태국법인은 매출액 249억원(+4.0% YoY), 영업적자 -41억원(적지 YoY)로 QoQ로 적자전환하였다. 대손충당금 회계처리 변경에 따른 일회성비용 영향이다. 외형성장도 다소 부진했는데, 판매인 조직 재정비에 따른 일시적 정체였다.

국내 M/S 확대 지속과 태국의 이익 기여 본격화 전망

경쟁사의 실적 부진을 틈타 혁신 제품 출시를 지속하며, 주력 제품인 정수기뿐만 아니라 힐링 브랜드인 비렉스 제품군(매트리스, 안마의자)에서 M/S 확대를 지속하고 있다. 대주주 변경 이후 본격화된 투자가 성과를 내고 있는 것이다. 24년에도 이 같은 추세는 지속될 것이다. 경쟁 완화 국면은 절대적인 금리가 높은 올해도 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 렌탈 사업의 특성 상, 초기 CAPEX 투자가 크기 때문에 충분한 현금흐름이 요구된다. 동사가 경쟁사를 압도할 수 있는 이유이다. 태국 법인은 24년 연간 +30% YoY 성장이 이어지면서 이익 기여를 본격적으로 확대할 수 있을 전망이다. 태국법인은 24년 매출액 1,316억원(+30% YoY), 영업이익 53억원(+127억원 YoY)을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 7.5만원 상향

코웨이에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 7.5만원으로 소폭 상향한다. 이는 목표주가 산정 시점을 24년으로 전환 것에 따른다.

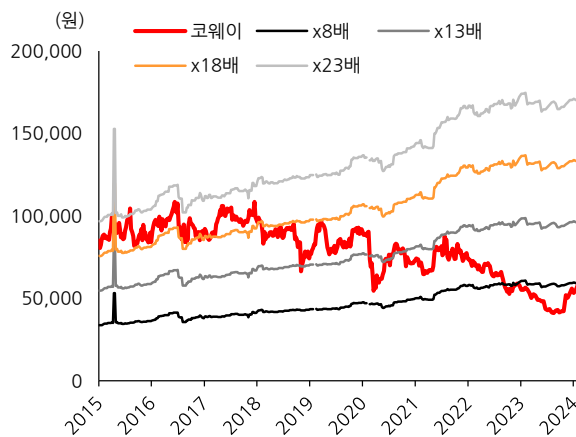
[표1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
연결 매출액	9,483	10,062	10,077	10,044	9,685	10,478	10,732	10,863	39,666	41,759	44,688
YoY	2.2%	2.9%	3.9%	2.5%	2.1%	4.1%	6.5%	8.2%	2.9%	5.3%	7.0%
별도 법인											
렌탈	6,538	6,788	7,104	7,161	6,807	7,119	7,463	7,592	27,591	28,981	30,377
금융리스	3,334	3,297	3,406	3,172	3,105	3,089	3,203	2,993	13,209	12,391	11,816
멤버십	2,156	2,300	2,298	2,532	2,587	2,760	2,758	3,038	9,286	11,143	12,815
일시불	227	223	222	224	224	219	214	212	896	868	808
수출	50	50	44	44	60	60	60	60	188	240	240
화장품	671	822	1,034	1,093	731	896	1,127	1,191	3,620	3,946	4,301
화장품	62	61	58	52	63	62	59	53	233	238	242
기타	36	33	42	44	36	33	42	44	155	155	155
말레이시아	2,682	2,856	2,698	2,633	2,757	2,933	2,788	2,771	10,869	11,248	11,997
미국	388	611	532	522	407	642	559	548	2,053	2,156	2,263
연결 영업이익	1,756	1,942	1,953	1,662	1,792	2,024	2,127	1,846	7,313	7,789	8,443
YoY	1.7%	10.3%	18.3%	1.5%	2.1%	4.2%	8.9%	11.0%	7.9%	6.5%	8.4%
말레이시아	451	467	350	598	482	520	486	493	1,866	1,981	2,155
미국	-28	102	17	5	20	32	28	27	96	108	113
영업이익률	18.5%	19.3%	19.4%	16.5%	18.5%	19.3%	19.8%	17.0%	18.4%	18.7%	18.9%
말레이시아	16.8%	16.4%	13.0%	22.7%	17.5%	17.7%	17.4%	17.8%	17.2%	17.6%	18.0%
미국	-7.2%	16.7%	3.2%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.7%	5.0%	5.0%

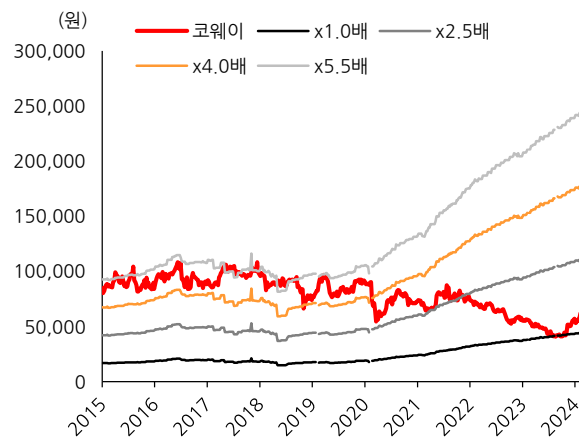
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코웨이 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코웨이 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 코웨이 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배순이익	5,393	
Target P/E	10	
적정 시가총액	53,931	
발행주식 수(자사주 제외)	72,218	
적정주가	74,678	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	3,664	3,856	3,967	4,176	4,469
매출총이익	2,389	2,486	2,564	2,693	2,882
영업이익	640	677	731	779	844
EBITDA	1,163	1,160	1,180	1,208	1,231
순이자손익	-17	-30	-49	-50	-49
외화관련손익	28	7	-4	0	0
지분법손익	-5	-6	-10	0	0
세전계속사업손익	659	683	661	749	815
당기순이익	465	458	471	539	587
지배주주순이익	466	458	471	539	587
증가율(%)					
매출액	13.2	5.2	2.9	5.3	7.0
영업이익	5.6	5.8	8.0	6.5	8.4
EBITDA	1.1	-0.2	1.7	2.3	1.9
순이익	15.0	-1.7	2.9	14.5	8.8
이익률(%)					
매출총이익률	65.2	64.5	64.7	64.5	64.5
영업이익률	17.5	17.6	18.4	18.7	18.9
EBITDA 이익률	31.7	30.1	29.8	28.9	27.6
세전이익률	18.0	17.7	16.7	17.9	18.2
순이익률	12.7	11.9	11.9	12.9	13.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	331	164	500	930	935
당기순이익	465	458	471	539	587
자산상각비	523	483	449	429	387
운전자본증감	-829	-788	-507	-38	-38
매출채권 감소(증가)	109	25	65	-19	-19
재고자산 감소(증가)	-91	-18	44	-18	-18
매입채무 증가(감소)	-30	-35	-40	0	0
투자현금흐름	-368	-282	-407	-810	-752
유형자산처분(취득)	-275	-269	-262	-292	-313
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	1,192	968	974
(-)운전자본증가(감소)	-144	113	21	38	38
(-)설비투자	276	270	263	292	313
(+)자산매각	-10	-15	-7	-4	-4
Free Cash Flow	1,187	848	901	634	619
(-)기타투자	1,065	674	620	480	400
잉여현금	122	174	281	154	219
NOPLAT	453	454	521	561	608
(+) Dep	523	483	449	429	387
(-)운전자본투자	-144	113	21	38	38
(-)Capex	276	270	263	292	313
OpFCF	843	554	687	660	644

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,106	1,375	1,515	1,609	1,764
현금성자산	583	825	1,035	1,090	1,207
매출채권	259	261	236	255	275
재고자산	235	254	216	234	252
비유동자산	2,694	2,991	3,281	3,628	3,958
투자자산	1,351	1,744	2,129	2,609	3,009
유형자산	1,160	1,051	963	835	770
무형자산	183	195	188	183	179
자산총계	3,801	4,365	4,796	5,237	5,722
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	2,530	2,972	3,457
자본조정	-40	-36	-36	-36	-36
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	1,904	2,312	2,681	3,122	3,607

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,310	6,208	6,495	7,432	8,090
BPS	25,825	31,353	36,351	42,332	48,909
DPS	1,250	1,300	1,350	1,400	1,450
CFPS	18,000	16,871	16,147	13,121	13,196
ROA(%)	13.6	11.2	10.3	10.8	10.7
ROE(%)	27.4	21.7	18.9	18.6	17.4
ROIC(%)	22.6	18.8	18.6	17.8	17.2
Multiples(x, 배)					
PER	11.8	9.0	8.1	8.3	7.7
PBR	2.9	1.8	1.4	1.5	1.3
PSR	1.5	1.1	1.0	1.1	1.0
PCR	4.1	3.3	3.2	4.7	4.7
EV/EBITDA	5.0	3.9	3.5	4.0	3.8
배당수익률	1.7	2.3	2.6	2.3	2.3
안정성(%)					
부채비율	99.6	88.8	78.9	67.7	58.6
Net debt/Equity	16.8	16.2	11.9	8.4	4.0
Net debt/EBITDA	27.5	32.2	26.9	21.7	11.8
유동비율	85.6	121.6	106.7	113.3	124.3
이자보상배율(배)	35.8	20.5	13.6	14.2	15.3
자산구조(%)					
투자자본	53.0	50.7	48.3	47.5	46.8
현금+투자자산	47.0	49.3	51.7	52.5	53.2
자본구조(%)					
차입금	32.2	34.2	33.5	30.2	27.3
자기자본	67.8	65.8	66.5	69.8	72.7

[Compliance Notice]

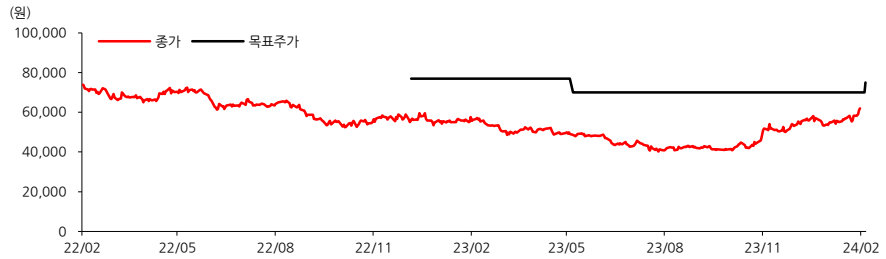
(공표일: 2024년 02월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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	2024.02.13		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	70,000	70,000	70,000	75,000		

[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	-32.09	-11.43
2024.02.13	Buy	75,000		

[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%