



코웨이 (021240)

밸류에이션 정상화 전망

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 77,000원

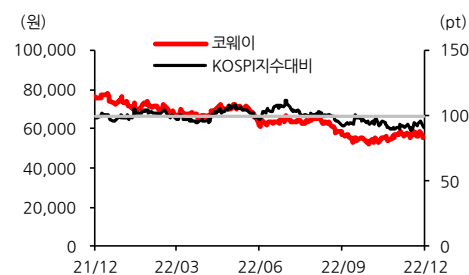
현재 주가(12/13)	55,100원
상승여력	▲39.7%
시가총액	40,664억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	78,100 / 52,500원
90 일 일평균 거래대금	98.41억원
외국인 지분율	61.4%
주주 구성	
넷마블 (외 7 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
ImpaxAssetManagementGroupPlc	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.0	-6.3	-12.1	-28.1
상대수익률(KOSPI)	1.5	-3.1	-6.8	-7.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,237	3,664	3,901	4,139
영업이익	606	640	688	776
EBITDA	1,150	1,163	1,174	1,214
지배주주순이익	405	466	508	561
EPS	5,486	6,310	6,997	7,727
순차입금	330	319	342	-178
PER	13.3	11.8	7.9	7.1
PBR	3.6	2.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.8	3.2
배당수익률	1.7	1.7	2.4	2.5
ROE	31.5	27.4	24.0	22.0

주가 추이



22 년 동사는 말레이시아 법인 성장 둔화 및 감익, 금리 인상 등으로 Valuation 의 급격한 De-rating 을 경험하였습니다. 23 년부터는 말레이시아의 턴어라운드가 예상되는 만큼 Valuation 의 정상화가 전망됩니다.

Valuation 반등 본격화 전망

코웨이의 23년 P/E Multiple이 7.1배까지 하락하였다. 주요한 원인은 두 가지라고 판단하고 있다. 첫째는 말레이시아 법인의 감익이다. 4Q21부터 금융리스 계정에 대한 회계 처리 변경으로 말레이시아 법인은 계정 수 성장 등 펀더멘털과는 무관하게 성장성 둔화와 감익을 이어나가고 있다. 이에 따른 전사 실적 개선 폭 축소는 동사의 Valuation De-rating으로 연결되었는데, 4Q22부터 해당 회계 처리의 기저가 동일해지며, 동사의 성장성 확대와 이익 증가 사이클로의 전환이 예상된다.

또 다른 요인은 금리라고 판단한다. 채권 홀더 성격을 지니는 렌탈업의 비즈니스 특성 상 금리 상승은 동사가 보유한 렌탈 채권들의 가치 하락을 의미한다. 시장 금리가 안정화된다면, 이 역시 동사의 Valuation 정상화에 긍정적인 것이다.

2023년 영업이익 7,758억원(+12.7% YoY) 전망

코웨이의 2023년 매출액은 4.13조원(+6.1% YoY), 영업이익 7,758억원(+12.7% YoY, OPM 18.7%)를 기록할 전망이다. 별도(국내)부문은 안정적 성장을 이어가는 가운데, 4Q22부터 말레이시아 법인의 증익 사이클에 재진입할 수 있을 것으로 전망된다. 태국법인은 23년 하반기부터 이익 기여가 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.7만원 제시

코웨이에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 7.7만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 7.7만원은 23년 지배순이익 전망치 5,606억원에 목표 P/E 10배를 적용하여 산출한 것이다.

1. 투자 의견 Buy 와 목표주가 77,000 원 제시

투자의견 BUY,
목표주가 7.7만원으로
커버리지 개시

코웨이에 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 7.7만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 지배순이익 전망치 5,606억원에 목표 P/E 10배를 적용하여 산출하였다.

Valuation 정상화 기대

동사의 현 주가 수준은 P/E 7.1배 수준에 불과하다. 시장의 불안도 있었지만, 방어주로 인식되던 동사가 22년 Valuation De-rating을 경험한 주요한 원인은 1)말련 법인의 성장성 둔화와 2)급격한 금리 상승에 따른 영향이라 판단하고 있다. 4Q22부터 말레이시아 법인의 턴어라운드 예상되고, 여전히 금리 상승 기에 있지만, 그 속도가 둔화되고 있기에 동사의 Valuation 반등이 예상되는 시기이다.

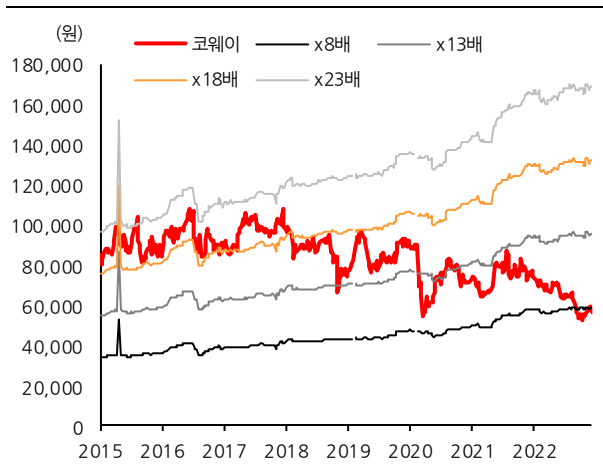
[표1] 코웨이 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23년	비고
지배기업 소유주지분	5,606	
Target P/E	10	
적정 시가총액	56,061	
발행주식수	72,564	자사주 제외
적정가치	77,257	

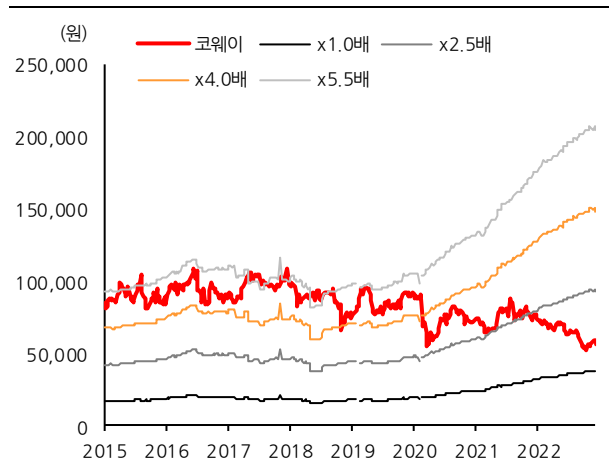
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코웨이 P/E 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

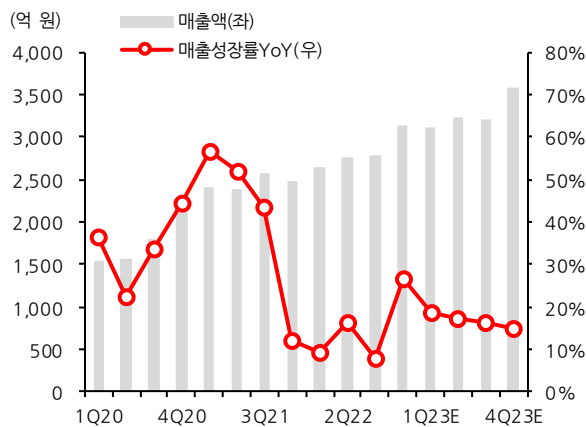
[그림2] 코웨이 P/B 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

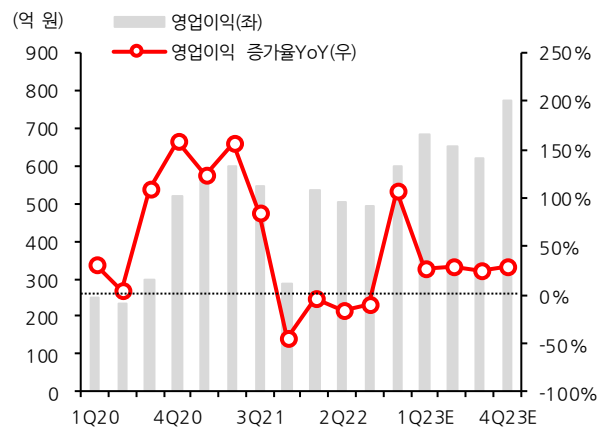
말레이시아 법인은 4Q21부터 금융리스에 대한 회계 처리 방식 변경(재화와 서비스의에 대한 매출 인식 비중 조정)의 영향으로 50%를 상회하던 매출 성장률이 한 자리 수 수준으로 감소하였으며, 영업이익은 3Q22까지 4개 분기 연속 감익을 경험하였다. 4Q22부터는 해당 회계 처리의 기저는 동일해 지기 때문에 성장성 확대와 더불어 이익의 증익 사이클로 전환될 수 있을 전망이다.

[그림3] 말레이시아 법인 매출액과 매출성장률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

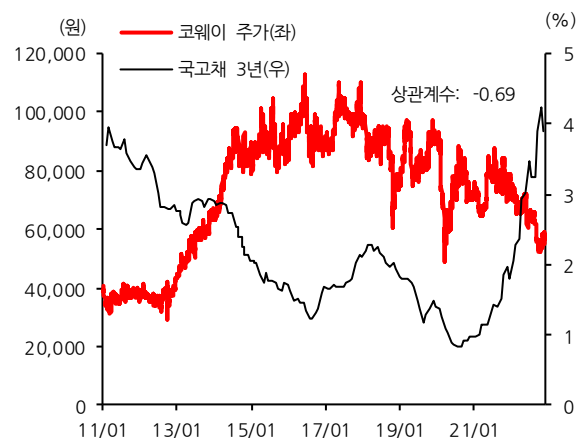
[그림4] 말레이시아 법인 영업이익과 영업이익 증가율



자료: 한화투자증권 리서치센터

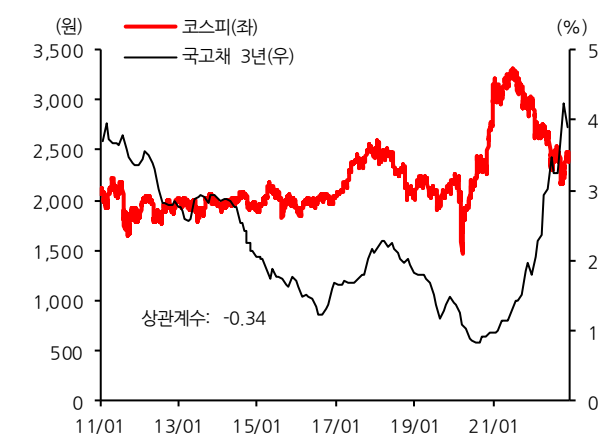
렌탈업의 기본적인 비즈니스 모델은 채권의 룡 포지션을 지니는 것이다. 이에 따라 금리 상승은 동사가 보유하고 있는 채권의 가치에 대해 부담으로 작용할 수 밖에 없다. 실제 동사의 주가와 시장금리 간의 상관관계는 -0.69 로 KOSPI(-0.34) 대비 2배 가량 민감하다는 사실을 확인할 수 있었다. 시장 금리가 안정된다면, 이 역시 동사의 Valuation 정상화에 도움이 될 수 있을 것이다.

[그림5] 코웨이-금리 상관관계



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 코스피-금리 상관관계



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

국내법인 안정적 성장,
말레이시아법인 턴어라운드,
태국법인 이익 기여 전망

코웨이의 2023년 매출액은 4.13조원(+6.1% YoY), 영업이익 7,758억원(+12.7% YoY)을 전망한다. 영업이익률은 18.7% 이다. 별도(국내) 사업은 +3.1% YoY 수준의 안정적인 성장을 이어나갈 수 있을 것으로 전망된다.

말레이시아 법인은 매출액 13,132억원(+16.6% YoY), 영업이익 2,725억원(+27.7% YoY, OPM 20.8%)를 기록할 것으로 예상된다. 회계 제도 변경 기저가 4Q22부터 동일해지며, 실적의 턴어라운드가 예상된다. 23년부터는 말레이시아 법인에서 에어컨과 같은 신규 카테고리가 출시된다는 점도 성장 여력 확대에 도움이 될 수 있을 것이다.

태국법인의 성장성도 주목할만 한 포인트이다. 태국법인은 22년을 기점으로 BEP 기점인 10만 계정을 돌파했다. 3Q22 기준 계정 수는 12.6만 계정으로 추정되는 데, 초기 시장 확대를 위해 마케팅 비용 집행으로 BEP 전환이 다소간 늦어지고 있는 것은 사실이지만, 23년 하반기부터 BEP 전환이 예상되어 이익 기여가 본격화될 수 있을 것으로 상된다. 말련 법인 외의 의미 있는 신규 시장 개척은 동사의 Valuation 확대 요인으로 작용할 수 있다.

[표2] 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	8,790	9,054	9,340	9,459	9,280	9,782	9,698	10,246	36,643	39,006	41,386
YoY	14.3%	12.4%	16.7%	9.7%	5.6%	8.0%	3.8%	8.3%	13.2%	6.4%	6.1%
별도 법인	6,748	7,109	6,864	7,427	7,101	7,001	7,212	7,613	28,148	28,927	29,812
렌탈	3,944	3,887	3,805	3,788	3,651	3,613	3,492	3,491	15,424	14,247	13,941
금융리스	980	1,274	1,369	1,806	1,599	1,803	1,893	2,167	5,429	7,462	8,208
멤버십	241	237	231	225	227	222	223	218	934	890	848
일시불	188	158	125	67	86	63	68	66	538	283	264
수출	1,246	1,399	1,199	1,417	1,415	1,170	1,417	1,545	5,261	5,547	6,046
화장품	116	121	102	93	91	94	82	95	432	362	369
기타	31	32	33	31	31	36	38	31	127	136	136
말레이시아	2,404	2,367	2,562	2,468	2,628	2,747	2,765	3,118	9,801	11,258	13,132
미국	429	358	580	330	458	537	507	429	1,697	1,931	2,028
연결 영업이익	1,707	1,664	1,638	1,392	1,727	1,760	1,651	1,747	6,402	6,885	7,758
YoY	23.0%	-1.6%	-2.9%	7.2%	1.2%	5.7%	0.8%	25.5%	5.6%	7.6%	12.7%
말레이시아	561	596	548	289	537	504	495	598	1,994	2,134	2,725
미국	57	9	46	-34	24	83	-1	13	78	119	61
영업이익률	19.4%	18.4%	17.5%	14.7%	18.6%	18.0%	17.0%	17.1%	17.5%	17.7%	18.7%
말레이시아	23.3%	25.2%	21.4%	11.7%	20.4%	18.3%	17.9%	19.2%	20.3%	19.0%	20.8%
미국	13.3%	2.5%	7.9%	-10.3%	5.2%	15.5%	-0.2%	3.0%	4.6%	6.2%	3.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,019	3,237	3,664	3,901	4,139
매출총이익	2,009	2,193	2,389	2,507	2,698
영업이익	458	606	640	688	776
EBITDA	973	1,150	1,163	1,174	1,214
순이자손익	-21	-20	-17	-28	-31
외화관련손익	13	-21	28	60	0
지분법손익	0	0	-5	-6	0
세전계속사업손익	451	540	659	755	779
당기순이익	332	405	465	507	561
지배주주순이익	333	405	466	508	561
증가율(%)					
매출액	11.5	7.2	13.2	6.4	6.1
영업이익	-11.8	32.3	5.6	7.5	12.7
EBITDA	25.5	18.1	1.1	1.0	3.4
순이익	-5.0	21.8	15.0	9.0	10.5
이익률(%)					
매출총이익률	66.5	67.8	65.2	64.3	65.2
영업이익률	15.2	18.7	17.5	17.6	18.7
EBITDA 이익률	32.2	35.5	31.7	30.1	29.3
세전이익률	15.0	16.7	18.0	19.4	18.8
순이익률	11.0	12.5	12.7	13.0	13.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	539	563	331	254	1,006
당기순이익	332	405	465	507	561
자산상각비	515	543	523	486	438
운전자본증감	-571	-567	-829	-635	4
매출채권 감소(증가)	-4	-22	109	73	-21
재고자산 감소(증가)	-5	-25	-91	-33	-22
매입채무 증가(감소)	-9	43	-30	-97	27
투자현금흐름	-383	-323	-368	-316	-631
유형자산처분(취득)	-366	-325	-275	-287	-308
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-10	-15	-12
투자자산 감소(증가)	6	3	10	2	-240
재무현금흐름	-165	-182	-9	139	-194
차입금의 증가(감소)	114	-181	95	243	-100
자본의 증가(감소)	-258	20	-87	-90	-94
배당금의 지급	-260	0	-87	-91	-94
총현금흐름	1,259	1,321	1,328	1,162	1,002
(-)운전자본증감(감소)	-384	-1	-144	78	-4
(-)설비투자	391	325	276	288	308
(+)자산매각	22	-1	-10	-14	-12
Free Cash Flow	1,274	995	1,187	782	686
(-)기타투자	975	567	1,065	573	71
잉여현금	299	428	122	209	615
NOPLAT	337	454	453	463	559
(+) Dep	515	543	523	486	438
(-)운전자본투자	-384	-1	-144	78	-4
(-)Capex	391	325	276	288	308
OpFCF	845	673	843	583	692

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	767	897	1,106	1,456	1,921
현금성자산	275	414	583	848	1,269
매출채권	345	327	259	285	306
재고자산	113	134	235	296	318
비유동자산	2,088	2,132	2,694	3,036	2,989
투자자산	649	767	1,351	1,797	1,868
유형자산	1,271	1,225	1,160	1,051	930
무형자산	168	140	183	188	191
자산총계	2,855	3,029	3,801	4,492	4,911
유동부채	1,587	1,417	1,293	1,312	1,361
매입채무	295	312	382	362	390
유동성이자부채	876	715	407	419	419
비유동부채	191	122	603	865	769
비유동이자부채	38	29	496	771	671
부채총계	1,778	1,539	1,896	2,177	2,130
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	132	148	148	148	148
이익잉여금	954	1,365	1,757	2,167	2,634
자본조정	-49	-62	-40	-40	-40
자기주식	-65	-51	-51	-51	-51
자본총계	1,077	1,490	1,904	2,315	2,781

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	4,511	5,486	6,310	6,997	7,727
BPS	14,611	20,207	25,825	31,386	37,705
DPS	2,400	1,200	1,250	1,300	1,400
CFPS	17,058	17,896	18,000	15,744	13,581
ROA(%)	12.7	13.8	13.6	12.2	11.9
ROE(%)	30.7	31.5	27.4	24.0	22.0
ROIC(%)	20.0	25.7	22.6	19.3	21.6
Multiples(x, %)					
PER	20.6	13.3	11.8	7.9	7.1
PBR	6.4	3.6	2.9	1.8	1.5
PSR	2.3	1.7	1.5	1.0	1.0
PCR	5.5	4.1	4.1	3.5	4.1
EV/EBITDA	7.7	5.0	5.0	3.8	3.2
배당수익률	2.6	1.7	1.7	2.4	2.5
안정성(%)					
부채비율	165.0	103.3	99.6	94.1	76.6
Net debt/Equity	59.3	22.1	16.8	14.8	-6.4
Net debt/EBITDA	65.6	28.7	27.5	29.2	-14.7
유동비율	48.3	63.3	85.6	110.9	141.2
이자보상배율(배)	20.9	28.6	35.8	22.1	23.5
자산구조(%)					
투하자본	65.0	60.6	53.0	49.7	45.0
현금+투자자산	35.0	39.4	47.0	50.3	55.0
자본구조(%)					
차입금	45.9	33.3	32.2	34.0	28.2
자기자본	54.1	66.7	67.8	66.0	71.8

[Compliance Notice]

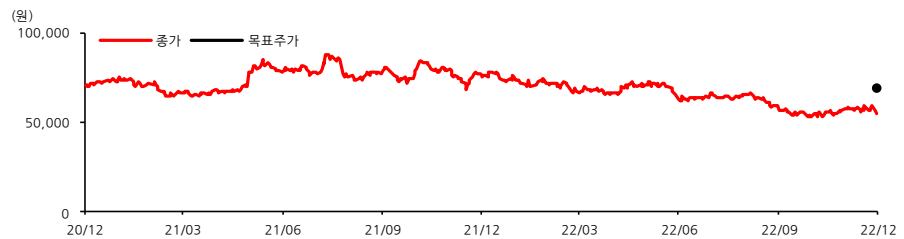
(공표일: 2022년 12월 14일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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]

일 시	2022.12.14	2022.12.14				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이진협	77,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.12.13	Buy	77,000		

[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: 2022년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%