



코웨이 (021240)

4Q22 Preview : 해외 법인 모멘텀 확대

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(유지): 77,000원

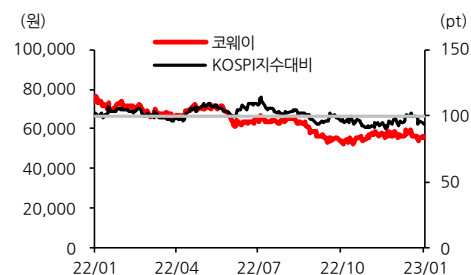
현재 주가(1/11)	55,500원
상승여력	▲38.7%
시가총액	40,959억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	76,200 / 52,500원
90 일 일평균 거래대금	93.88억원
외국인 지분율	61.5%
주주 구성	
넷마블 (외 6 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
ImpaxAssetManagementGroupPlc (외)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.8	5.1	-13.3	-24.8
상대수익률(KOSPI)	-4.5	-2.5	-14.1	-5.4

(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	7.7	7.2
PBR	3.6	2.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.7	3.2
배당수익률	1.7	1.7	2.4	2.5
ROE	31.5	27.4	24.0	22.0

주가 추이



코웨이의 4 분기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망입니다. 23 년은 말레이시아와 태국 등 해외 법인의 모멘텀이 확대될 것으로 기대되는만큼 현 밸류에이션 수준에서는 비중확대 전략이 유효할 전망입니다.

4Q22 Preview : 말레이시아 턴어라운드

4Q22 코웨이는 매출액 10,246억원(+8.3% YoY), 영업이익 1,689억원(+21.3% YoY, OPM 16.5%)를 기록할 것으로 전망된다. 영업이익 시장 전망치(1,653억원)에 부합하는 실적이다.

국내 법인의 매출액과 영업이익은 각각 +2.5% YoY, +5.8% YoY 성장하며, 안정적인 성장세를 지속할 것으로 예상되는 가운데, 말레이시아의 턴어라운드가 실적 성장을 이끌 것으로 전망된다. 말레이시아 법인은 4Q22 매출액 3,118억원(+26.4% YoY), 영업이익 573억원(+98.1% YoY)를 기록하면서, 4Q21부터 이어졌던 감익이 마무리될 전망이다.

말레이시아의 턴어라운드와 태국의 이익 기여 가시화

국내 법인이 안정적인 +low single 성장세가 이어질 전망이다. 국내에서는 중국의 리오프닝에 따른 대기질 악화로 공기청정기 판매 턴어라운드 가능성에 주목한다.

말레이시아는 회계기준 변경 기저가 동일해지며 4Q22부터 계정 성장과 매출 성장이 동행하는 모습이 나타날 전망이다. 말레이시아의 턴어라운드와 함께 기대되는 것은 태국 법인의 성장과 그에 따른 이익 기여이다. 지난 3분기 태국 법인의 계정 수는 12.6만 계정으로 추정한다. 통상 10만계정 이상이 BEP라는 점을 감안 시, 23년 하반기 이익 기여가 가능할 것이다. 태국 법인의 현 모습은 14~15년의 말레이시아 법인에 비견이 가능하다. 말레이시아 법인은 이익 기여 이후 3년 후인 18년 연간 623억원(+256% YoY)의 영업이익을 기록하며, 전사 영업이익에 12% 비중을 차지하였고, 22년에는 2,109억원(+6% YoY)을 기록할 전망으로, 전사 영업이익에 31%의 비중의 이익 기여가 기대된다.

해외 법인의 모멘텀이 확대되는 시기에서 동사의 P/E는 8배 수준으로 역사상 최하단 수준에 머물러 있다. 비중확대가 유효한 시점이다. 투자 의견 BUY와 목표주가 7.7만원을 유지한다.

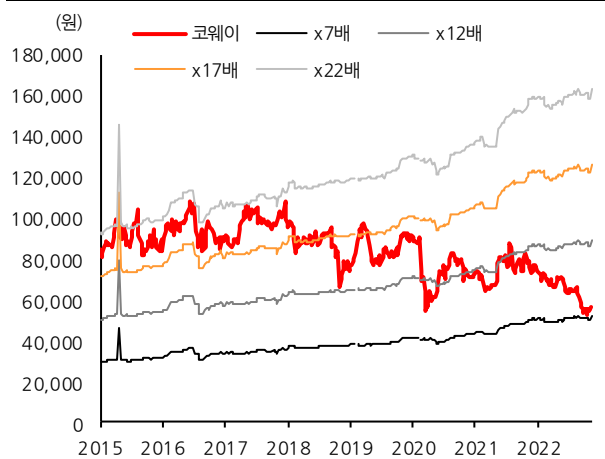
[표1] 분기별 실적 추이

(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	41,864
YoY	14.3%	12.4%	16.7%	9.7%	5.6%	8.0%	3.8%	8.3%	13.2%	6.4%	7.3%
별도 법인											
렌탈	6,748	7,109	6,864	7,427	7,101	7,001	7,212	7,613	28,148	28,927	30,105
금융리스	3,944	3,887	3,805	3,788	3,651	3,613	3,492	3,491	15,424	14,247	14,234
멤버십	980	1,274	1,369	1,806	1,599	1,803	1,893	2,167	5,429	7,462	8,208
일시불	241	237	231	225	227	222	223	218	934	890	848
수출	188	158	125	67	86	63	68	66	538	283	264
화장품	1,246	1,399	1,199	1,417	1,415	1,170	1,417	1,545	5,261	5,547	6,046
기타	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	13,317
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	1,689	6,402	6,827	7,465
YoY	23.0%	-1.6%	-2.9%	7.2%	1.2%	5.7%	0.8%	21.3%	5.6%	6.6%	9.3%
말레이시아	561	596	548	289	537	504	495	573	1,994	2,109	2,591
미국	57	9	46	-34	24	83	-1	-21	78	85	61
영업이익률	19.4%	18.4%	17.5%	14.7%	18.6%	18.0%	17.0%	16.5%	17.5%	17.5%	17.8%
말레이시아	23.3%	25.2%	21.4%	11.7%	20.4%	18.3%	17.9%	18.4%	20.3%	18.7%	19.5%
미국	13.3%	2.5%	7.9%	-10.3%	5.2%	15.5%	-0.2%	-5.0%	4.6%	4.4%	3.0%

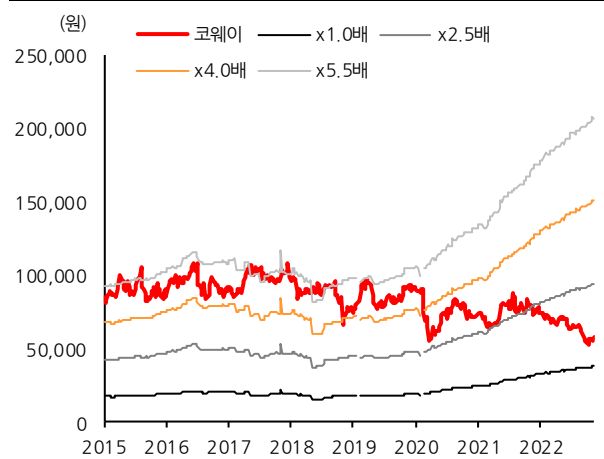
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코웨이 P/E 밴드



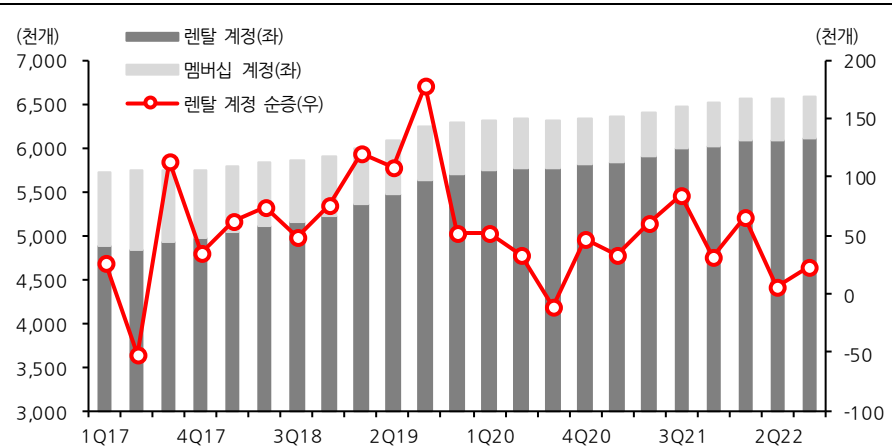
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코웨이 P/B 밴드



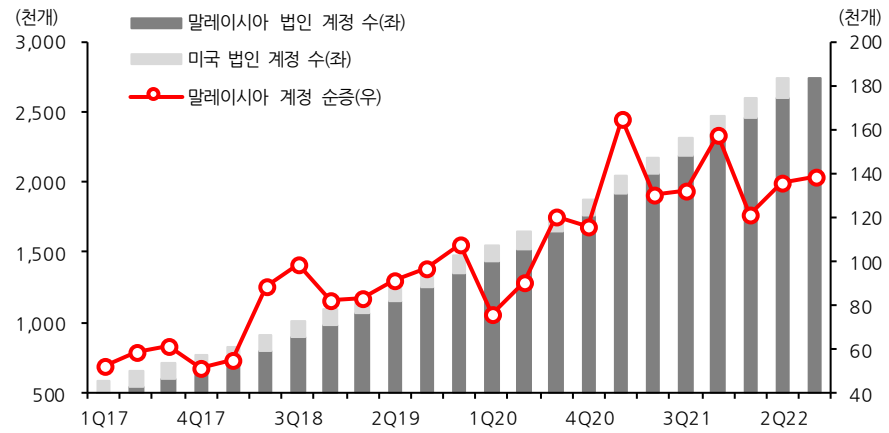
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내 렌탈 및 멤버십 계정 수 추이



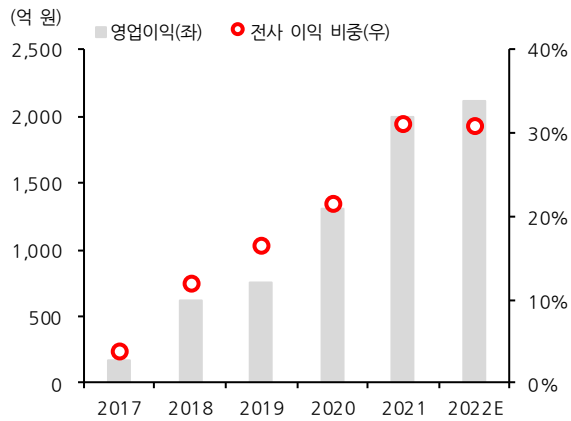
자료: 코웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 말레이시아 및 미국 계정 수



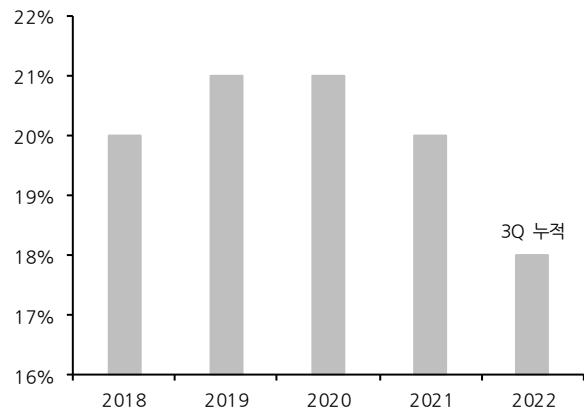
자료: 코웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 말레이시아 연간 영업이익과 전사 이익 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 렌탈 계정 중 공기청정기 비중



자료: 코웨이, 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
(-)운전자본증가(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	7.7	7.2
PBR	6.4	3.6	2.9	1.7	1.5
PSR	2.3	1.7	1.5	1.0	1.0
PCR	5.5	4.1	4.1	3.4	4.1
EV/EBITDA	7.7	5.0	5.0	3.7	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(%)					
투자자본	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]

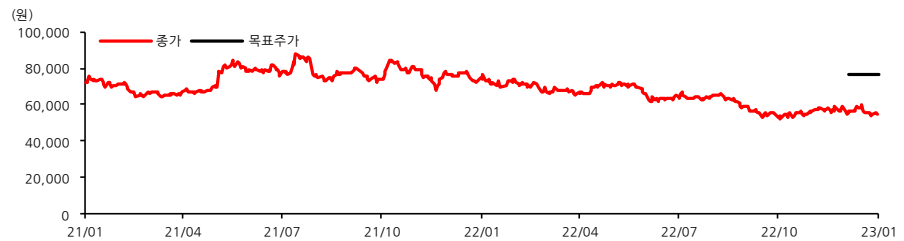
(공표일: 2023년 1월 12일)

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 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]

일 시	2022.12.14	2022.12.14	2023.01.12			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	이진협	77,000	77,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.12.14	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 12월 31일)

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