



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

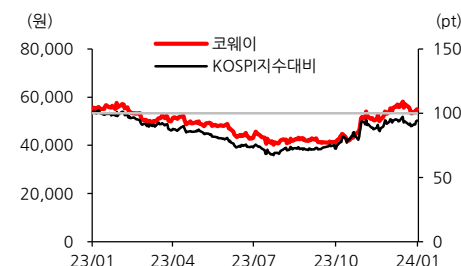
현재 주가(1/12)	54,900원
상승여력	▲ 27.5%
시가총액	40,516억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	58,100 / 40,300원
90 일 일평균 거래대금	78.84억원
외국인 지분율	61.2%
주주 구성	
넷마블 (외 8 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
ImpaxAssetManagementGrou	5.2%

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, 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 비렉스 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センチメント 개선에 긍정적이다. 금리 하락으로 인해 동사가 보유하고 있는 렌탈채권의 가치가 상승으로 연결될 수 있기 때문이다. 시장금리와 동사 주가간의 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)

12 월 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)

12 월 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
(-)운전자본증감(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)

12 월 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)

12 월 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]

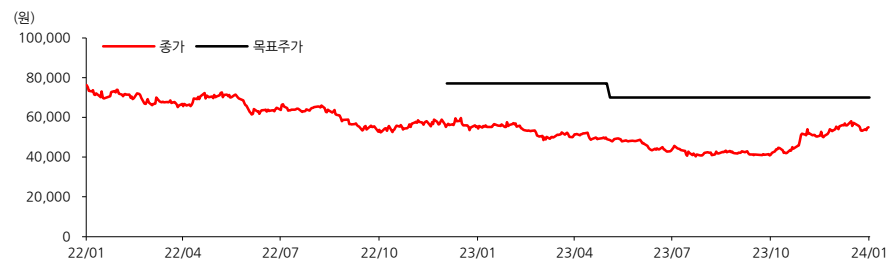
(공표일: 2024년 1월 15일)

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]

일 시	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
일 시	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%