



코웨이 (021240)

1Q23 리뷰 : 말레이시아 경쟁 환경 악화

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 70,000원

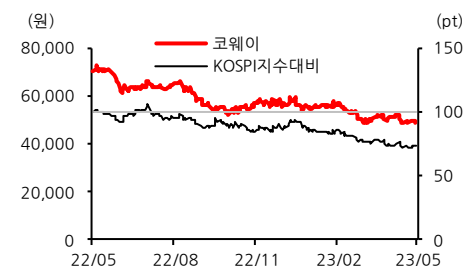
현재 주가(5/12)	49,050원
상승여력	▲ 42.7%
시가총액	36,199억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	72,500 / 48,600원
90 일 일평균 거래대금	90.5억원
외국인 지분율	61.4%
주주 구성	
넷마블 (외 8 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
ImpaxAssetManagementGrou	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.6	-12.6	-13.6	-30.1
상대수익률(KOSPI)	-1.6	-12.8	-13.3	-27.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,664	3,856	3,857	4,021
영업이익	640	677	720	782
EBITDA	1,163	1,160	1,177	1,177
지배주주순이익	466	458	509	552
EPS	6,310	6,208	7,009	7,609
순차입금	319	374	277	239
PER	11.8	9.0	7.0	6.4
PBR	2.9	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.0	3.9	3.3	3.3
배당수익률	1.7	2.3	2.8	2.9
ROE	27.4	21.7	20.2	18.7

주가 추이



코웨이의 1 분기 실적은 말레이시아 경쟁 심화에 따라 말련 법인의 수익성이 악화되며 부진했습니다. 해당 법인의 수익성 전망 하향에 따라 실적 전망치 하향이 불가피하지만, 현재 P/E 가 7 배 수준이라는 점과 동사의 주가에 부담을 주었다고 판단되는 시장금리 상승(렌탈채권 가치 하락 야기)이 주춤하다는 점에서 매수 관점에서 접근이 유효할 것입니다.

1Q23 Review

코웨이는 1분기 매출액 9,483억원(+2.2% YoY), 영업이익 1,756억원(+1.7% YoY)을 기록해 영업이익의 시장 전망치(1,843억원)을 하회했다. 말련 시장에서 정수기를 중심으로 경쟁 환경이 악화되면서 말련 법인이 매출액 2,682억원(+2.1% YoY), 영업이익 451억원(-16% YoY, OPM 16.8%)을 기록한 것이 금번 실적 부진의 주요한 원인이었다. 해외 법인의 실적은 부진했던 반면, 신제품 효과에 따라 국내 렌탈판매가 +11.6% YoY 증가하면서 국내 환경가전사업 매출은 +3.7% YoY 성장하면서 양호한 모습을 보였다.

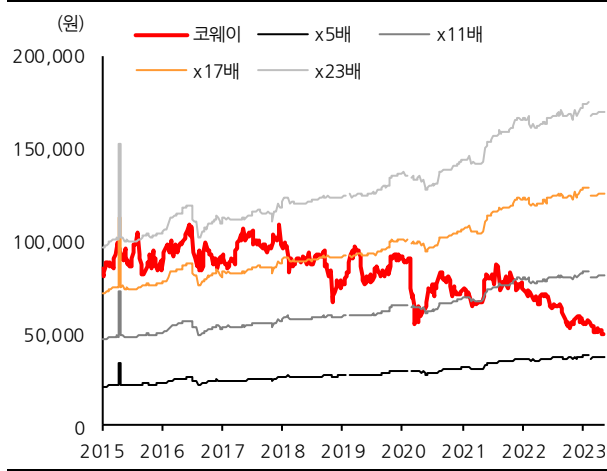
말레이시아 법인 수익성 전망 하향 불가피

말레이시아 경쟁 상황은 1분기 이후에도 과열된 상황이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 동사 역시, 경쟁에 대응하면서 렌탈 판매의 회복은 나타날 수 있겠으나, 단가 인하에 따른 ARPU의 감소는 불가피할 것으로 보인다. 이에 따라 말련 법인의 23년 OPM은 17.4%(-1.1%p YoY) 악화가 불가피할 것으로 보인다. 정수기를 중심으로 한 저가 경쟁은 아쉬운 상황이나, 에어컨, 안마의자, 매트리스 등 말레이시아에 신규 도입한 카테고리가 안정적으로 안착했다는 점은 긍정적이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 7만원 하향

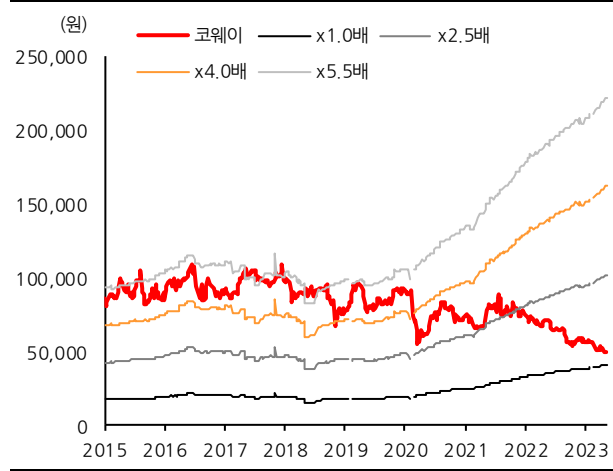
코웨이에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 기존 7.7만원에서 7만원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 말레이시아 법인 실적 전망치 하향에 기인한 것이다. 말레이시아 시장의 경쟁 환경은 아쉬움이 남지만, 현 주가 수준이 P/E 7배에 불과하다는 것과 동사의 주가에 부담이 되었던 시장금리 상승(렌탈채권 가치 하락 야기)이 최근 주춤하는 점에서 매수 관점에서 접근이 유효하다 판단한다.

[그림1] 코웨이 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코웨이 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 코웨이 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	5,084	
Target P/E	10	
적정 시가총액	50,843	
발행주식 수(자사주 제외)	72,218	
적정주가	70,402	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	9,280	9,782	9,698	9,802	9,483	9,682	9,876	9,529	38,562	38,571	40,210
YoY	5.6%	8.0%	3.8%	3.6%	2.2%	-1.0%	1.8%	-2.8%	5.2%	0.0%	4.2%
별도 법인	7,101	7,001	7,212	6,821	6,538	7,103	7,320	7,064	28,135	28,025	28,939
렌탈	3,651	3,613	3,492	3,432	3,334	3,327	3,236	3,194	14,188	13,091	13,235
금융리스	1,599	1,803	1,893	1,981	2,156	2,434	2,556	2,674	7,276	9,820	10,311
멤버십	227	222	223	222	227	215	213	210	894	865	809
일시불	86	63	68	56	50	60	60	60	273	230	240
수출	1,415	1,170	1,417	1,008	671	936	1,134	806	5,010	3,547	3,866
화장품	91	94	82	83	62	96	84	85	350	326	333
기타	31	36	38	35	36	36	38	35	140	145	145
말레이시아	2,628	2,747	2,765	2,775	2,682	2,839	2,804	2,811	10,915	11,136	11,999
미국	458	537	507	496	388	456	532	521	1,998	1,898	1,992
연결 영업이익	1,727	1,760	1,651	1,637	1,756	1,779	1,932	1,733	6,775	7,200	7,823
YoY	1.2%	5.7%	0.8%	17.6%	1.7%	1.1%	17.0%	5.9%	5.8%	6.3%	8.7%
말레이시아	537	504	495	484	451	494	487	504	2,020	1,936	2,206
미국	24	83	-1	-40	-28	14	16	16	66	17	63
영업이익률	18.6%	18.0%	17.0%	16.7%	18.5%	18.4%	19.6%	18.2%	17.6%	18.7%	19.5%
말레이시아	20.4%	18.3%	17.9%	17.4%	16.8%	17.4%	17.4%	17.9%	18.5%	17.4%	18.4%
미국	5.2%	15.5%	-0.2%	-8.1%	-7.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%	0.9%	3.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,237	3,664	3,856	3,857	4,021
매출총이익	2,193	2,389	2,486	2,487	2,593
영업이익	606	640	677	720	782
EBITDA	1,150	1,163	1,160	1,177	1,177
순이자손익	-20	-17	-30	-36	-35
외화관련손익	-21	28	7	0	0
지분법손익	0	-5	-6	0	0
세전계속사업손익	540	659	683	707	767
당기순이익	405	465	458	509	552
지배주주순이익	405	466	458	509	552
증가율(%)					
매출액	7.2	13.2	5.2	0.0	4.2
영업이익	32.3	5.6	5.8	6.3	8.7
EBITDA	18.1	1.1	-0.2	1.5	0.0
순이익	21.8	15.0	-1.7	11.1	8.6
이익률(%)					
매출총이익률	67.8	65.2	64.5	64.5	64.5
영업이익률	18.7	17.5	17.6	18.7	19.5
EBITDA 이익률	35.5	31.7	30.1	30.5	29.3
세전이익률	16.7	18.0	17.7	18.3	19.1
순이익률	12.5	12.7	11.9	13.2	13.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	563	331	164	957	913
당기순이익	405	465	458	509	552
자산상각비	543	523	483	457	395
운전자본증감	-567	-829	-788	-9	-34
매출채권 감소(증가)	-22	109	25	2	-16
재고자산 감소(증가)	-25	-91	-18	-9	-17
매입채무 증가(감소)	43	-30	-35	0	0
투자현금흐름	-323	-368	-282	-794	-807
유형자산처분(취득)	-325	-275	-269	-270	-281
무형자산 감소(증가)	-1	-10	-16	-16	-16
투자자산 감소(증가)	3	10	2	-29	-30
재무현금흐름	-182	-9	161	-94	-98
차입금의 증가(감소)	-181	95	272	0	0
자본의 증가(감소)	20	-87	-90	-94	-98
배당금의 지급	0	-87	-91	-94	-98
총현금흐름	1,321	1,328	1,245	966	947
(-)운전자본증감(감소)	-1	-144	113	9	34
(-)설비투자	325	276	270	270	281
(+)자산매각	-1	-10	-15	-16	-16
Free Cash Flow	995	1,187	848	672	616
(-)기타투자	567	1,065	674	480	480
잉여현금	428	122	174	192	136
NOPLAT	454	453	454	518	563
(+) Dep	543	523	483	457	395
(-)운전자본투자	-1	-144	113	9	34
(-)Capex	325	276	270	270	281
OpFCF	673	843	554	697	643

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	897	1,106	1,375	1,481	1,553
현금성자산	414	583	825	922	960
매출채권	327	259	261	259	275
재고자산	134	235	254	263	279
비유동자산	2,132	2,694	2,991	3,299	3,680
투자자산	767	1,351	1,744	2,224	2,704
유형자산	1,225	1,160	1,051	873	769
무형자산	140	183	195	201	207
자산총계	3,029	3,801	4,365	4,779	5,234
유동부채	1,417	1,293	1,130	1,130	1,130
매입채무	312	382	372	372	372
유동성이자부채	715	407	330	330	330
비유동부채	122	603	923	923	923
비유동이자부채	29	496	869	869	869
부채총계	1,539	1,896	2,053	2,053	2,053
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
이익잉여금	1,365	1,757	2,161	2,576	3,030
자본조정	-62	-40	-36	-36	-36
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	1,490	1,904	2,312	2,726	3,180

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	5,486	6,310	6,208	7,009	7,609
BPS	20,207	25,825	31,353	36,966	43,121
DPS	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
CFPS	17,896	18,000	16,871	13,089	12,832
ROA(%)	13.8	13.6	11.2	11.1	11.0
ROE(%)	31.5	27.4	21.7	20.2	18.7
ROIC(%)	25.7	22.6	18.8	18.5	17.8
Multiples(x, %)					
PER	13.3	11.8	9.0	7.0	6.4
PBR	3.6	2.9	1.8	1.3	1.1
PSR	1.7	1.5	1.1	0.9	0.9
PCR	4.1	4.1	3.3	3.7	3.8
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.9	3.3	3.3
배당수익률	1.7	1.7	2.3	2.8	2.9
안정성(%)					
부채비율	103.3	99.6	88.8	75.3	64.6
Net debt/Equity	22.1	16.8	16.2	10.2	7.5
Net debt/EBITDA	28.7	27.5	32.2	23.5	20.3
유동비율	63.3	85.6	121.6	131.0	137.4
이자보상배율(배)	28.6	35.8	20.5	17.7	19.3
자산구조(%)					
투하자본	60.6	53.0	50.7	48.5	48.0
현금+투자자산	39.4	47.0	49.3	51.5	52.0
자본구조(%)					
차입금	33.3	32.2	34.2	30.5	27.4
자기자본	66.7	67.8	65.8	69.5	72.6

[Compliance Notice]

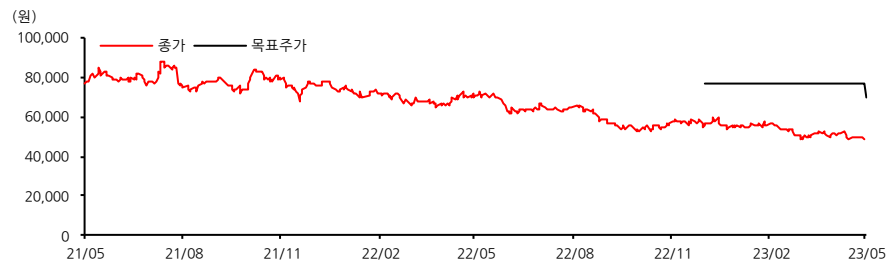
(공표일: 2023년 05월 15일)

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)

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]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2022.12.14	2022.12.14	2023.01.12	2023.02.16	2023.05.15	
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	이진협	77,000	77,000	77,000	70,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	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 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대 수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 03월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%