



코웨이 (021240)

2Q23 리뷰 : 질적으로 우수했던 수익성 개선

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

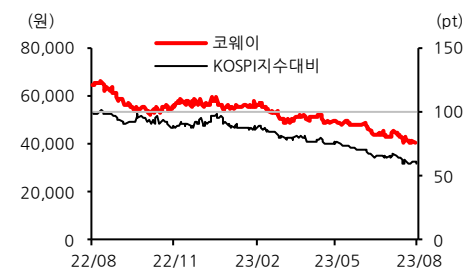
현재 주가(8/9)	40,850원
상승여력	▲ 71.4%
시가총액	30,147억원
발행주식수	73,800천주
52 주 최고가 / 최저가	65,900 / 40,300원
90 일 일평균 거래대금	75.84억원
외국인 지분율	60.7%
주주 구성	
넷마블 (외 8 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
ImpaxAssetManagementGrou	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	-18.1	-26.7	-36.5
상대수익률(KOSPI)	-7.4	-21.8	-31.6	-40.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,664	3,856	3,980	4,154
영업이익	640	677	763	810
EBITDA	1,163	1,160	1,224	1,220
지배주주순이익	466	458	505	562
EPS	6,310	6,208	6,953	7,749
순차입금	319	374	218	165
PER	11.8	9.0	5.9	5.3
PBR	2.9	1.8	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.0	3.9	2.6	2.6
배당수익률	1.7	2.3	3.3	3.4
ROE	27.4	21.7	20.0	19.0

주가 추이



코웨이의 2분기 실적은 기대치를 상회했습니다. 모처럼 질적으로도 우수한 OPM 의 반등이 나타났다는 점이 고무적입니다. 외형 성장 회복도 함께한다면 금상첨화일 것이라 판단합니다. 성장률의 턴어라운드는 미국과 태국 법인에 달렸습니다. 투자의견과 목표주가를 유지합니다.

2Q23 Review

코웨이는 2분기 매출액 1.01조원(+2.9% YoY), 영업이익 1,942억원(+10.3% YoY)을 기록해 매출액은 시장기대치에 부합했으며, 영업이익은 시장전망치를 +9% 상회하는 호실적을 기록했다. 양호한 성장에도 일시적 비용 증가에 따른 말레이시아 법인의 OPM 하락(2Q22 18.3% → 2Q23 16.3%)에도 별도법인의 OPM이 21.1%(+3.5%p YoY)으로 크게 개선되고 미국법인이 공기청정기 시판 호조에 따라 높은 기저에도 매출액 +13.7% YoY, 영업이익 +22.2% YoY 성장하며 이익 기여도를 확대한 것이 주요했다. 동사의 신 성장 동력인 태국법인은 매출액 245억원(+25.7% YoY), 영업적자 2억원(+31억원 YoY)을 기록해 하반기 흑자전환 가능성에 대한 기대감을 갖게 했다.

모처럼 개선된 OPM

전사 영업이익률은 당분기 19.3%로 전년대비 +1.3%p 개선되었다. 회계적 요인, 일시적 비용 요인 등 실적 상 특이사항으로 인해 OPM이 개선된 사례를 제외했을 경우, 만 2년 만에 OPM이 개선된 것이다. 별도법인의 경우, 평가 인상에 따른 수익성 개선 효과가 본격화되었으며, 미국과 태국법인의 이익 기여 확대가 두드러진 결과였기에 질적으로도 만족할만한 결과였다. 말레이시아 법인의 수익성 악화가 옥의 티였지만, 고객 리텐션 유지를 위한 일시적 비용 투입의 성격이 컸다고 판단하고 있어, 하반기 정상 마진율로 회귀가 기대된다. 이제 남은 것은 성장률의 반등일 것이다. 금융리스크의 영향 등의 요인으로 인해 계정 성장(+6.5% YoY)과 매출 성장률(+2.9% YoY)이 미스매치되고 있는 것을 사실이나, 탑라인의 반등이 요구되는 시점인 것은 분명하다. 이는 미국과 태국법인의 외형이 확장되면서 나타날 수 있을 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 7만원 유지

코웨이에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 7만원을 유지한다. 현 주가는 23년 전망치 대비 P/E 6배에 불과하다.

[표1] 코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	9,280	9,782	9,698	9,802	9,483	10,062	10,298	9,954	38,562	39,797	41,535
YoY	5.6%	8.0%	3.8%	3.6%	2.2%	2.9%	6.2%	1.6%	5.2%	3.2%	4.4%
별도 법인	7,101	7,001	7,212	6,821	6,538	6,788	7,328	7,072	28,135	27,726	28,655
렌탈	3,651	3,613	3,492	3,432	3,334	3,297	3,242	3,199	14,188	13,071	13,238
금융리스	1,599	1,803	1,893	1,981	2,156	2,300	2,556	2,674	7,276	9,686	10,170
멤버십	227	222	223	222	227	223	216	213	894	878	826
일시불	86	63	68	56	50	50	60	60	273	220	240
수출	1,415	1,170	1,417	1,008	671	822	1,134	806	5,010	3,433	3,742
화장품	91	94	82	83	62	61	84	85	350	291	297
기타	31	36	38	35	36	33	38	35	140	142	142
말레이시아	2,628	2,747	2,765	2,775	2,682	2,856	2,892	2,928	10,915	11,359	12,376
미국	458	537	507	496	388	611	558	521	1,998	2,078	2,181
연결 영업이익	1,727	1,760	1,651	1,637	1,756	1,942	2,027	1,900	6,775	7,625	8,104
YoY	1.2%	5.7%	0.8%	17.6%	1.7%	10.3%	22.8%	16.1%	5.8%	12.6%	6.3%
말레이시아	537	504	495	484	451	467	520	584	2,020	2,022	2,325
미국	24	83	-1	-40	-28	102	73	31	66	178	232
영업이익률	18.6%	18.0%	17.0%	16.7%	18.5%	19.3%	19.7%	19.1%	17.6%	19.2%	19.5%
말레이시아	20.4%	18.3%	17.9%	17.4%	16.8%	16.4%	18.0%	19.9%	18.5%	17.8%	18.8%
미국	5.2%	15.5%	-0.2%	-8.1%	-7.2%	16.7%	13.0%	6.0%	3.3%	8.6%	10.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,237	3,664	3,856	3,980	4,154
매출총이익	2,193	2,389	2,486	2,567	2,678
영업이익	606	640	677	763	810
EBITDA	1,150	1,163	1,160	1,224	1,220
순이자손익	-20	-17	-30	-49	-49
외화관련손익	-21	28	7	-16	0
지분법손익	0	-5	-6	-4	0
세전계속사업손익	540	659	683	705	781
당기순이익	405	465	458	504	562
지배주주순이익	405	466	458	505	562
증가율(%)					
매출액	7.2	13.2	5.2	3.2	4.4
영업이익	32.3	5.6	5.8	12.6	6.3
EBITDA	18.1	1.1	-0.2	5.5	-0.3
순이익	21.8	15.0	-1.7	10.2	11.5
이익률(%)					
매출총이익률	67.8	65.2	64.5	64.5	64.5
영업이익률	18.7	17.5	17.6	19.2	19.5
EBITDA 이익률	35.5	31.7	30.1	30.8	29.4
세전이익률	16.7	18.0	17.7	17.7	18.8
순이익률	12.5	12.7	11.9	12.7	13.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	563	331	164	788	938
당기순이익	405	465	458	504	562
자산상각비	543	523	483	461	409
운전자본증감	-567	-829	-788	-187	-34
매출채권 감소(증가)	-22	109	25	3	-16
재고자산 감소(증가)	-25	-91	-18	18	-16
매입채무 증가(감소)	43	-30	-35	-14	0
투자현금흐름	-323	-368	-282	-685	-819
유형자산처분(취득)	-325	-275	-269	-277	-290
무형자산 감소(증가)	-1	-10	-16	-17	-17
투자자산 감소(증가)	3	10	2	-21	-32
재무현금흐름	-182	-9	161	128	-98
차입금의 증가(감소)	-181	95	272	138	0
자본의 증가(감소)	20	-87	-90	-94	-98
배당금의 지급	0	-87	-91	-94	-98
총현금흐름	1,321	1,328	1,245	1,020	972
(-)운전자본증감(감소)	-1	-144	113	-36	34
(-)설비투자	325	276	270	277	290
(+)자산매각	-1	-10	-15	-17	-17
Free Cash Flow	995	1,187	848	763	630
(-)기타투자	567	1,065	674	594	480
잉여현금	428	122	174	169	150
NOPLAT	454	453	454	545	583
(+) Dep	543	523	483	461	409
(-)운전자본투자	-1	-144	113	-36	34
(-)Capex	325	276	270	277	290
OpFCF	673	843	554	766	668

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	897	1,106	1,375	1,703	1,790
현금성자산	414	583	825	1,142	1,194
매출채권	327	259	261	261	277
재고자산	134	235	254	259	275
비유동자산	2,132	2,694	2,991	3,277	3,655
투자자산	767	1,351	1,744	2,172	2,652
유형자산	1,225	1,160	1,051	908	799
무형자산	140	183	195	197	204
자산총계	3,029	3,801	4,365	4,980	5,445
유동부채	1,417	1,293	1,130	1,504	1,504
매입채무	312	382	372	410	410
유동성이자부채	715	407	330	657	657
비유동부채	122	603	923	755	755
비유동이자부채	29	496	869	703	703
부채총계	1,539	1,896	2,053	2,259	2,259
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	148	148	148	148	148
이익잉여금	1,365	1,757	2,161	2,571	3,035
자본조정	-62	-40	-36	-36	-36
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	1,490	1,904	2,312	2,721	3,185

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	5,486	6,310	6,208	6,953	7,749
BPS	20,207	25,825	31,353	36,898	43,190
DPS	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
CFPS	17,896	18,000	16,871	13,827	13,168
ROA(%)	13.8	13.6	11.2	10.8	10.8
ROE(%)	31.5	27.4	21.7	20.0	19.0
ROIC(%)	25.7	22.6	18.8	19.7	18.8
Multiples(x, %)					
PER	13.3	11.8	9.0	5.9	5.3
PBR	3.6	2.9	1.8	1.1	0.9
PSR	1.7	1.5	1.1	0.8	0.7
PCR	4.1	4.1	3.3	3.0	3.1
EV/EBITDA	5.0	5.0	3.9	2.6	2.6
배당수익률	1.7	1.7	2.3	3.3	3.4
안정성(%)					
부채비율	103.3	99.6	88.8	83.0	70.9
Net debt/Equity	22.1	16.8	16.2	8.0	5.2
Net debt/EBITDA	28.7	27.5	32.2	17.8	13.6
유동비율	63.3	85.6	121.6	113.2	119.0
이자보상배율(배)	28.6	35.8	20.5	14.2	14.8
자산구조(%)					
투하자본	60.6	53.0	50.7	46.7	46.3
현금+투자자산	39.4	47.0	49.3	53.3	53.7
자본구조(%)					
차입금	33.3	32.2	34.2	33.3	29.9
자기자본	66.7	67.8	65.8	66.7	70.1

[Compliance Notice]

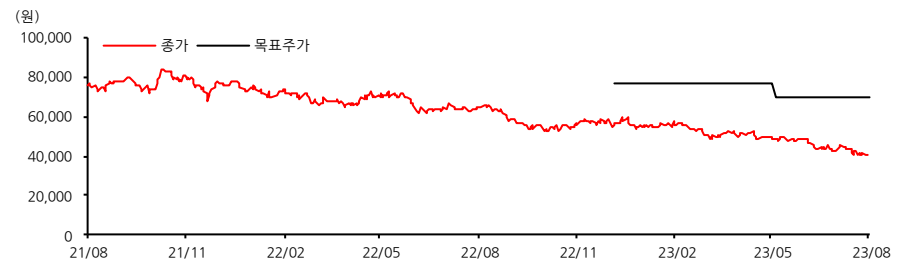
(공표일: 2023년 08월 10일)

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 책임소재에 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					
투자의견	Buy					
목표가격	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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%