

2020. 8. 6

Platform Business Team

조상훈

Analyst
sanghoonpure.cho@samsung.com
02 2020 7644

안재현

Research Associate
jaehyeon.ahn@samsung.com
02 2020 6661

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY
목표주가	95,000원 (28%)
현재주가	74,200원
시가총액	5,5조원
Shares (float)	73,799,619주 (73.2%)
52주 최저/최고	48,250원/96,500원
60일-평균거래대금	194.5억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	-3.0	-14.2	-13.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.7	-19.6	-27.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	95,000	85,000	11.8%
2020E EPS	5,722	5,438	5.2%
2021E EPS	6,417	6,094	5.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	88,143
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

코웨이 (021240)

위기를 기회로 만드는 역량

- **발표실적 vs 컨센서스:** 2Q20 영업이익 1,692억(+22.4% y-y) 기록하며 컨센서스 20% 상회. 국내 비용집행 최소화 및 우려했던 말레이시아 호실적이 주된 원인.
- **목표주가 상향:** 최근 국내 환경가전 수요 증가와 해외 영업상황의 빠른 정상화를 반영하여 2020 EPS 추정치 5% 상향 조정하고, 목표주가 95,000원(DCF 방식, 연구성장률 1%, 무위험이자율 1.3%, 시장프리미엄 6.3%, 베타 0.8 가정하여 WACC 6.3% 도출한 적정가치에 10% 디스카운트 적용. 근거는 대주주의 구체적이지 않은 사업 전략)으로 12% 상향.

실적 해석 및 시사점

2Q20 매출액과 영업이익은 8,055억(+8.4% y-y), 1,692억(+22.4% y-y)을 기록하며, 컨센서스 20% 상회. 회계기준 변경을 감안해도 컨센서스 11% 상회. 코로나19 영향, 전년 공기청정기 high base 및 CS닥터 파업 여파로, 1) 별도기준 환경가전 매출 3.8% 증가, 2) 렌탈 판매량 14.7% 감소, 3) 해약률 0.03%p 상승, 4) 렌탈자산폐기손실 139억(회계기준 변경 영향 제외 시 108억)기록하였으나, 판관비 절감 효과로 상쇄. 해외는 우려를 딛고 전반적으로 양호. 말레이시아는 락다운에 따라 5월 중순까지 영업 및 서비스가 전면 중단되었으나, 락다운 해제 이후 영업 상황이 빠르게 회복(계정 수 +32%, 영업이익 +5%)되며 호실적 달성.

우려했던 해외 사업이 오히려 양호한 실적을 기록한 점은 긍정적. 향후에도 높은 성장성을 유지할 수 있다고 판단하는데, 1) 말레이시아 신규 계정 수가 빠르게 증가하고 있고, 2) 공기청정기, 매트리스 등 정수기 이외로 카테고리 확장이 나타나고 있으며, 3) 미국 사업 역시 온라인 시판 채널 중심으로 판매량이 증가하고 있기 때문. 지난 해 연말과 마찬가지로 CS닥터 파업 여파가 3Q에도 발생할 가능성이 높지만, 이는 이미 추정치에 반영된 수준이고, 대외적인 경기와 무관하게 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 매력적이라는 판단.

코웨이 2Q20 review

(십억원)	2Q20	1Q20	전분기 대비 (%)	2Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	805.5	768.9	4.8	755.5	6.6	792.3	1.7	823.7	(2.2)
영업이익	169.2	138.9	21.8	138.2	22.4	141.2	19.8	142.2	18.9
세전이익	159.5	138.3	15.3	136.8	16.6	136.9	16.5	141.4	12.8
지배주주순이익	118.9	101.6	17.1	101.9	16.7	109.0	9.1	107.4	10.7
이익률 (%)									
영업이익	21.0	18.1		18.3		17.8		17.3	
세전이익	19.8	18.0		18.1		17.3		17.2	
지배주주순이익	14.8	13.2		13.5		13.8		13.0	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	2,707	520	469	350	4,735	9.4	15.7	567	7.8	4.9	33.8
2019	3,019	458	451	332	4,511	-4.7	16.4	628	8.3	5.0	30.7
2020E	3,284	596	574	430	5,722	26.8	13.0	617	6.6	4.3	37.0
2021E	3,609	654	633	481	6,417	12.2	11.6	580	6.0	3.3	33.4
2022E	3,946	720	709	539	7,155	11.5	10.4	542	5.4	2.6	29.0

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,707	3,019	3,284	3,609	3,946
매출원가	878	1,010	1,079	1,185	1,291
매출총이익	1,829	2,009	2,205	2,424	2,655
(매출총이익률, %)	67.6	66.5	67.1	67.2	67.3
판매 및 일반관리비	1,309	1,550	1,609	1,770	1,935
영업이익	520	458	596	654	720
(영업이익률, %)	19.2	15.2	18.1	18.1	18.2
영업외손익	-51	-7	-22	-21	-11
금융수익	1	1	39	27	30
금융비용	18	22	49	37	39
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-35	14	-12	-11	-2
세전이익	469	451	574	633	709
법인세	119	119	144	152	170
(법인세율, %)	25.3	26.4	25.0	24.0	24.0
계속사업이익	350	332	430	481	539
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	350	332	430	481	539
(순이익률, %)	12.9	11.0	13.1	13.3	13.6
지배주주순이익	350	333	430	482	540
비지배주주순이익	-0	-1	-0	-1	-2
EBITDA	775	739	917	1,012	1,117
(EBITDA 이익률, %)	28.6	24.5	27.9	28.0	28.3
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,831	6,534	7,321
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,831	6,516	7,298
수정 EPS (원)*	4,735	4,511	5,722	6,417	7,155

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	539	539	666	741	797
당기순이익	350	332	430	481	539
현금유출입이없는 비용 및 수익	541	663	527	561	599
유형자산 감가상각비	247	271	312	349	387
무형자산 상각비	9	10	9	9	10
기타	286	382	206	202	202
영업활동 자산부채 변동	-237	-308	-125	-131	-145
투자활동에서의 현금흐름	-394	-383	-512	-558	-605
유형자산 증감	-388	-366	-440	-481	-523
장단기금융자산의 증감	-45	-73	-76	-80	-86
기타	39	56	3	3	3
재무활동에서의 현금흐름	-187	-165	-110	-112	-118
차입금의 증가(감소)	59	160	43	45	47
자본금의 증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금	-231	-260	-89	-89	-89
기타	-16	-68	-65	-69	-77
현금증감	-41	-9	43	70	74
기초현금	110	69	61	104	174
기말현금	69	61	104	174	248
Gross cash flow	891	996	958	1,041	1,138
Free cash flow	139	149	226	260	274

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코웨이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	844	767	849	972	1,109
현금 및 현금등가물	69	61	104	174	248
매출채권	302	310	322	340	368
재고자산	103	113	115	122	132
기타	370	283	308	336	361
비유동자산	1,535	2,088	2,252	2,613	3,001
투자자산	53	19	17	17	18
유형자산	781	1,271	1,392	1,517	1,647
무형자산	160	168	166	163	159
기타	540	630	677	916	1,177
자산총계	2,379	2,855	3,102	3,585	4,110
유동부채	1,234	1,587	1,665	1,757	1,831
매입채무	62	58	60	67	73
단기차입금	731	861	904	949	996
기타 유동부채	441	668	701	741	762
비유동부채	57	191	189	189	190
사채 및 장기차입금	10	9	9	9	9
기타 비유동부채	47	181	180	179	180
부채총계	1,291	1,778	1,854	1,945	2,020
지배주주지분	1,088	1,078	1,249	1,641	2,091
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
이익잉여금	967	954	1,124	1,517	1,967
기타	-49	-49	-49	-49	-49
비지배주주지분	-0	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,088	1,077	1,248	1,640	2,090
순부채	567	628	617	580	542

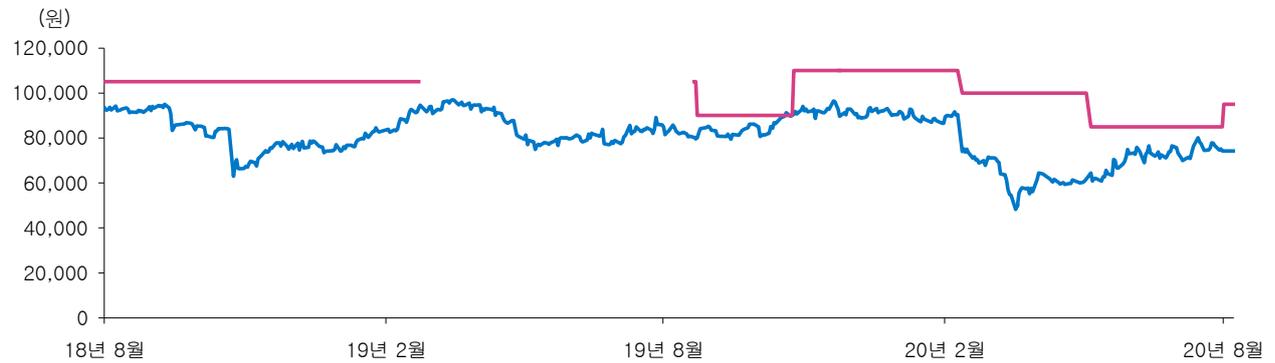
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	7.6	11.5	8.8	9.9	9.3
영업이익	10.0	-11.8	30.0	9.8	10.1
순이익	7.4	-5.0	29.5	11.7	12.0
수정 EPS**	9.4	-4.7	26.8	12.2	11.5
주당지표					
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,831	6,534	7,321
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,831	6,516	7,298
수정 EPS**	4,735	4,511	5,722	6,417	7,155
BPS	15,074	14,931	17,210	22,617	28,819
DPS (보통주)	3,600	2,400	1,200	1,200	1,200
Valuations (배)					
P/E***	15.7	16.4	13.0	11.6	10.4
P/B***	4.9	5.0	4.3	3.3	2.6
EV/EBITDA	7.8	8.3	6.6	6.0	5.4
비율					
ROE (%)	33.8	30.7	37.0	33.4	29.0
ROA (%)	15.4	12.7	14.4	14.4	14.0
ROIC (%)	25.0	20.0	23.5	22.7	21.3
배당성향 (%)	74.2	52.1	20.2	18.1	16.1
배당수익률 (보통주, %)	4.9	3.2	1.6	1.6	1.6
순부채비율 (%)	52.1	58.3	49.5	35.4	25.9
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	31.2	33.3	35.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/2/13	2019/2/13	8/28	10/30	2020/2/17	5/11	8/6
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	105,000	105,000	90,000	110,000	100,000	85,000	95,000
과리율 (평균)	-18.92	-14.67	-6.26	-17.37	-36.78	-15.70	
과리율 (최대/최소)	-9.52	-11.71	1.44	-12.27	-24.80	-5.76	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 6월 30일 기준

매수 (73.4%) | 중립 (26.6%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM