

2020. 5. 11

## 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	<b>BUY</b>	
목표주가	85,000원	(37.5%)
현재주가	61,800원	
시가총액	4.6조원	
Shares (float)	73,799,619주 (73.1%)	
52주 최저/최고	48,250원/96,500원	
60일-평균거래대금	224.3억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	-3.9	-32.5	-24.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-10.7	-25.9	-15.3

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	85,000	100,000	-15.0%
2020E EPS	5,438	5,588	-2.7%
2021E EPS	6,094	6,274	-2.9%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	94,143
Recommendation	3.7

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

## 코웨이 (021240)

### 배당주에서 성장주로의 전환이 필요

- **발표실적 vs 컨센서스:** 1Q20 영업이익 1,389억 (+2.7% y-y) 기록하며 컨센서스 부합. CS닥터 파업으로 A/S 지연되며 해약률이 증가하는 등 부진했던 국내 상황을 해외 사업이 상쇄. 코로나19는 1Q보다는 2Q 해외 실적에 영향을 끼칠 것으로 판단.
- **목표주가 변경:** CS닥터 정규직 전환에 따른 인건비 증가와 코로나19에 따른 해외 영업상황 부진을 반영하여, 2020 EPS 추정치 3% 하향. 목표주가는 DCF로 산출 (영구성장률 1%, 무위험이자율 1.5%, 시장프리미엄 7.4%, 베타 0.8 가정하여 WACC 7.3% 도출)한 적정가치에 10% 디스카운트를 적용하여 85,000원으로 하향. 디스카운트 근거는 대주주의 여전히 사업 전략이 구체적이지 않기 때문.

### 실적 해석 및 시사점

1Q20 매출액과 영업이익은 7,689억 (+8.4% y-y), 1,389억 (+2.7% y-y)을 기록하며, 컨센서스 부합. 코로나19 영향은 상대적으로 미미하였으나, 전반기에 발생한 CS닥터 파업 이슈로 A/S 지연되며 1) 별도기준 환경가전 매출 성장은 2.3%에 그쳤고, 2) 렌탈 판매량이 7.5% 감소하였으며, 3) 해약률이 0.1%p 상승하였고, 4) 렌탈자산폐기손실 139억 기록. 해외는 전반적으로 양호. 말레이시아 계정 수는 35% 증가하였고, 영업이익도 32% 증가.

3월말 새로운 배당정책을 공시 (FCF의 40%와 배당성향 20% 내에서 연 1회 기말배당 실시) 하면서 배당매력은 과거보다 희석. 새로운 대주주는 과도한 차입을 통한 배당보다는 재무구조 개선, 신규 카테고리 확대, 중장기 성장동력 확보에 중점을 두고 있음. 다만, 인건비 부담 증가 등 단기실적 모멘텀이 제한적이고, 성장을 위한 사업 전략이 구체적이지 않다는 점은 우려 요인. 향후 기업 가치의 상승을 위해서는 1) 경쟁이 치열한 국내 렌탈 시장에서 포트폴리오 다변화와 2) 해외에서 beyond 정수기, beyond 말레이시아의 모습이 필요.

### 코웨이 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	768.9	794.6	(3.2)	709.3	8.4	766.6	0.3	776.8	(1.0)
영업이익	138.9	44.6	211.2	135.2	2.7	132.7	4.6	146.0	(4.9)
세전이익	138.3	26.8	415.8	135.5	2.1	129.1	7.2	143.2	(3.4)
지배주주순이익	101.6	19.3	427.2	100.4	1.2	89.0	14.1	108.8	(6.7)
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익	18.1	5.6		19.1		17.3		18.8	
세전이익	18.0	3.4		19.1		16.8		18.4	
지배주주순이익	13.2	2.4		14.2		11.6		14.0	

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

### Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	2,707	520	469	350	4,677	9.5	13.2	566.7	6.6	4.2	32.2
2019	3,019	458	451	332	4,239	(9.3)	14.6	628.1	7.0	4.2	30.8
2020E	3,340	552	539	406	5,438	28.3	11.4	574.1	5.2	3.7	33.2
2021E	3,661	618	600	456	6,094	12.1	10.1	537.0	4.9	2.9	28.7
2022E	3,930	665	657	499	6,641	9.0	9.3	512.0	4.6	2.3	24.9

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,707	3,019	3,340	3,661	3,930
매출원가	878	1,010	1,108	1,214	1,303
매출총이익	1,829	2,009	2,232	2,447	2,628
(매출총이익률, %)	67.6	66.5	66.8	66.8	66.9
판매 및 일반관리비	1,309	1,550	1,681	1,828	1,963
영업이익	520	458	552	618	665
(영업이익률, %)	19.2	15.2	16.5	16.9	16.9
영업외손익	(51)	(7)	(13)	(19)	(8)
금융수익	1	1	10	12	11
금융비용	18	22	27	27	28
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(35)	14	4	(4)	9
세전이익	469	451	539	600	657
법인세	119	119	133	144	158
(법인세율, %)	25.3	26.4	24.7	24.0	24.0
계속사업이익	350	332	406	456	499
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	350	332	406	456	499
(순이익률, %)	12.9	11.0	12.1	12.5	12.7
지배주주순이익	350	333	406	457	501
비지배주주순이익	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
EBITDA	775	739	984	1,044	1,104
(EBITDA 이익률, %)	28.6	24.5	29.5	28.5	28.1
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,507	6,198	6,789
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,499	6,177	6,763
수정 EPS (원)*	4,735	4,511	5,438	6,094	6,641

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	539	539	766	795	824
당기순이익	350	332	406	456	499
현금유출입이없는 비용 및 수익	541	663	645	630	645
유형자산 감가상각비	247	271	423	416	430
무형자산 상각비	9	10	9	9	10
기타	286	382	213	205	206
영업활동 자산부채 변동	(237)	(308)	(131)	(130)	(138)
투자활동에서의 현금흐름	(394)	(383)	(520)	(565)	(603)
유형자산 증감	(388)	(366)	(447)	(487)	(521)
장단기금융자산의 증감	(45)	(73)	(76)	(80)	(86)
기타	39	56	3	3	3
재무활동에서의 현금흐름	(187)	(165)	(160)	(159)	(160)
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)	(115)	(116)	(119)
현금증감	(41)	(9)	86	71	61
기초현금	110	69	61	147	218
기말현금	69	61	147	218	279
Gross cash flow	891	996	1,051	1,086	1,144
Free cash flow	139	149	319	307	303

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	900	1,022	1,138
현금 및 현금등가물	69	61	147	218	279
매출채권	302	310	328	344	367
재고자산	103	113	117	124	131
기타	370	283	308	336	361
비유동자산	1,535	2,088	2,179	2,516	2,884
투자자산	53	19	17	17	18
유형자산	781	1,271	1,288	1,353	1,438
무형자산	160	168	166	163	159
기타	540	630	708	983	1,269
자산총계	2,379	2,855	3,079	3,537	4,022
유동부채	1,234	1,587	1,666	1,758	1,831
매입채무	62	58	61	68	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	1,856	1,947	2,021
지배주주지분	1,088	1,078	1,224	1,591	2,002
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
이익잉여금	967	954	1,100	1,467	1,878
기타	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)
비지배주주지분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	1,088	1,077	1,223	1,590	2,001
순부채	567	628	574	537	512

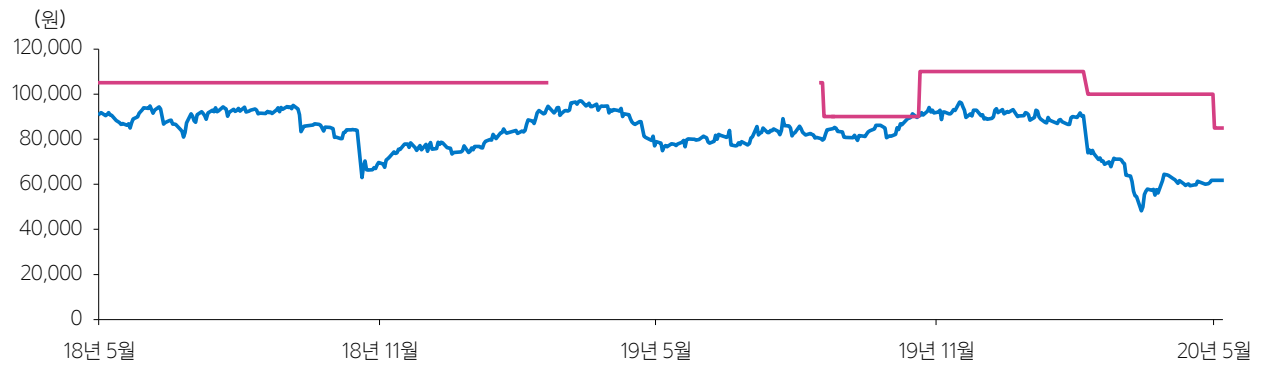
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	7.6	11.5	10.6	9.6	7.4
영업이익	10.0	(11.8)	20.4	12.1	7.5
순이익	7.4	(5.0)	22.2	12.3	9.5
수정 EPS**	9.4	(4.7)	20.5	12.1	9.0
주당지표					
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,507	6,198	6,789
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,499	6,177	6,763
수정 EPS**	4,735	4,511	5,438	6,094	6,641
BPS	15,074	14,931	16,885	21,951	27,613
DPS (보통주)	3,600	2,400	1,200	1,200	1,200
Valuations (배)					
P/E***	13.1	13.7	11.4	10.1	9.3
P/B***	4.1	4.1	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA	6.6	7.0	5.2	4.9	4.6
비율					
ROE (%)	33.8	30.7	35.3	32.5	27.9
ROA (%)	15.4	12.7	13.7	13.8	13.2
ROIC (%)	25.0	20.0	22.8	23.2	21.2
배당성향 (%)	74.2	52.1	21.4	19.0	17.4
배당수익률 (보통주, %)	5.8	3.9	1.9	1.9	1.9
순부채비율 (%)	52.1	58.3	46.9	33.8	25.6
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	31.8	32.5	34.1

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 8일 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 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

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

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 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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