

2020. 11. 5

## 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

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	95,000원	(35.3%)
현재주가	70,200원	
시가총액	5.2조원	
Shares (float)	73,799,619주 (73.2%)	
52주 최저/최고	48,250원/96,500원	
60일-평균거래대금	163.7억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코웨이 (%)	-11.5	17.0	-24.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-12.6	-5.9	-31.3

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	95,000	100,000	-5.0%
2020E EPS	5,836	5,892	-1.0%
2021E EPS	6,216	6,391	-2.7%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	8
Target price	94,875
Recommendation	3.9
BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

# 코웨이 (021240)

## 지나간 악재보다는 다가올 호재에 주목

- **발표실적 vs 컨센서스:** 3Q20 영업이익 1,686억 (+20.2% y-y) 기록하며 컨센서스 14% 상회하였으나, 일회성 이익 제외 시 컨센서스 부합. 해외는 역대 최대 실적을 기록하였으나, CS닥터 파업에 따른 국내 영업상황 부진을 극복하지 못했음.
- **목표주가 하향:** CS닥터 정규직 전환에 따른 인건비 증가분을 반영하여 2021 EPS 추정치 3% 하향 조정하고, 목표주가 95,000원 (DCF 방식, 영구성장률 1%, 무위험이자율 1.6%, 시장프리미엄 6.1%, 베타 0.9 가정하여 WACC 6.7% 도출한 적정가치에 10% 디스카운트 적용. 근거는 대주주의 구체적이지 않은 사업 전략)으로 5% 하향.

## 실적 해석 및 시사점

3Q20 매출액과 영업이익은 8,004억(+5.4% y-y), 1,686억(+20.2% y-y)을 기록하며, 컨센서스 14% 상회하였으나, 일회성 이익 (CS닥터 소송 총당금 128억 환입) 제외 시 컨센서스 부합. 수도권 코로나19 재확산 및 CS닥터 파업 여파로, 1) 별도기준 환경가전 매출 5.0% 감소, 2) 렌탈 판매량 26.6% 감소. 3Q16 이후 렌탈 계정이 순감하였음. 해외는 전반적으로 양호. 말레이시아가 호조를 지속(계정 수 +32%, 영업이익 +108%)하는 가운데, 미국이 1) 금융리스 판매 확대, 2) 산불에 따른 공기청정기 판매 증가, 3) 비용집행 지연으로 호실적 달성.

큰 틀에서는 대외적인 경기와 무관하게 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업 모델은 매력적이라는 판단에 긍정적인 관점 유지. 향후 관건은 두 가지로, 1) 해외 사업의 호실적 지속성과 2) 코로나19 이후 트렌드에 부합하는 셀프 관리형 제품의 성공 여부일 것. 해외 사업은 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 역시 온라인 시판 채널 중심으로 판매량이 증가하고 있기 때문. 한편, 파업 종료 이후 국내 영업 상황이 정상화되는 동시에 최근 출시한 셀프 관리형 정수기 신제품을 통해 비대면 관리를 선호하는 소비자들의 니즈를 충족하고 있어 긍정적.

## 코웨이 3Q2020 review

(십억원)	3Q20	2Q20	전분기 대비 (%)	3Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	800.4	805.5	-0.6	759.6	5.4	820.1	-2.4	829.2	-3.5
영업이익	168.6	169.2	-0.3	140.3	20.2	148.4	13.6	149.2	13.0
세전이익	149.2	159.5	-6.5	152.3	-2.0	139.9	6.6	144.1	3.5
지배주주순이익	116.9	119.0	-1.8	110.8	5.5	103.2	13.3	109.6	6.7
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익	21.1	21.0		18.5		18.1		18.0	
세전이익	18.6	19.8		20.1		17.1		17.4	
지배주주순이익	14.6	14.8		14.6		12.6		13.2	

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	14.8	567	7.4	4.7	33.8
2019	3,019	458	451	332	4,511	-4.7	15.6	628	7.9	4.7	30.7
2020E	3,212	598	561	424	5,836	29.4	12.0	584	6.3	4.1	36.6
2021E	3,503	638	607	461	6,216	6.5	11.3	541	5.8	3.2	32.4
2022E	3,792	676	640	486	6,534	5.1	10.7	512	5.3	2.5	26.9

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,707	3,019	3,212	3,503	3,792
매출원가	878	1,010	1,055	1,145	1,235
매출총이익	1,829	2,009	2,157	2,358	2,558
(매출총이익률, %)	67.6	66.5	67.1	67.3	67.4
판매 및 일반관리비	1,309	1,550	1,559	1,721	1,882
영업이익	520	458	598	638	676
(영업이익률, %)	19.2	15.2	18.6	18.2	17.8
영업외손익	-51	-7	-36	-31	-36
금융수익	1	1	28	24	25
금융비용	18	22	51	38	40
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-35	14	-13	-17	-22
세전이익	469	451	561	607	640
법인세	119	119	137	146	154
(법인세율, %)	25.3	26.4	24.4	24.0	24.0
계속사업이익	350	332	424	461	486
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	350	332	424	461	486
(순이익률, %)	12.9	11.0	13.2	13.2	12.8
지배주주순이익	350	333	425	463	488
비지배주주순이익	-0	-1	-0	-2	-2
EBITDA	775	739	919	994	1,067
(EBITDA 이익률, %)	28.6	24.5	28.6	28.4	28.1
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,753	6,268	6,614
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,747	6,247	6,588
수정 EPS (원)*	4,735	4,511	5,836	6,216	6,534

## 현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	539	539	690	733	767
당기순이익	350	332	424	461	486
현금유출입이없는 비용 및 수익	541	663	544	564	601
유형자산 감가상각비	247	271	312	347	382
무형자산 상각비	9	10	9	9	10
기타	286	382	223	208	210
영업활동 자산부채 변동	-237	-308	-117	-128	-140
투자활동에서의 현금흐름	-394	-383	-503	-544	-585
유형자산 증감	-388	-366	-430	-467	-503
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	77	76	64
기초현금	110	69	61	137	214
기말현금	69	61	137	214	278
Gross cash flow	891	996	968	1,025	1,087
Free cash flow	139	149	260	266	265

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	873	998	1,120
현금 및 현금등가물	69	61	137	214	278
매출채권	302	310	315	330	354
재고자산	103	113	113	118	127
기타	370	283	308	336	361
비유동자산	1,535	2,088	2,221	2,559	2,909
투자자산	53	19	17	17	18
유형자산	781	1,271	1,383	1,496	1,611
무형자산	160	168	166	163	159
기타	540	630	656	883	1,121
자산총계	2,379	2,855	3,094	3,557	4,029
유동부채	1,234	1,587	1,664	1,754	1,827
매입채무	62	58	59	64	70
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	1,853	1,943	2,017
지배주주지분	1,088	1,078	1,243	1,615	2,013
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
이익잉여금	967	954	1,118	1,491	1,888
기타	-49	-49	-49	-49	-49
비지배주주지분	-0	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,088	1,077	1,241	1,614	2,012
순부채	567	628	584	541	512

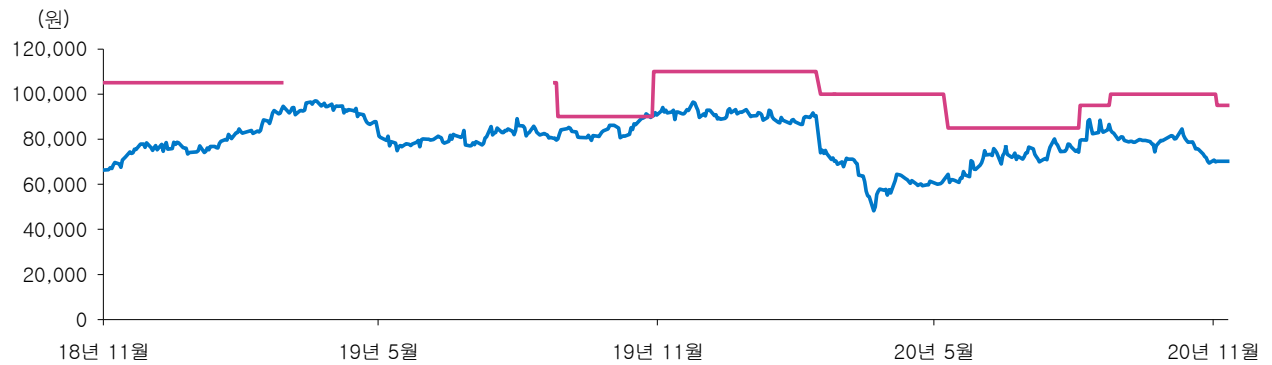
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	7.6	11.5	6.4	9.1	8.3
영업이익	10.0	-11.8	30.4	6.7	6.0
순이익	7.4	-5.0	27.7	8.7	5.5
수정 EPS**	9.4	-4.7	29.4	6.5	5.1
주당지표					
EPS (지배주주)	4,735	4,511	5,753	6,268	6,614
EPS (연결기준)	4,730	4,501	5,747	6,247	6,588
수정 EPS**	4,735	4,511	5,836	6,216	6,534
BPS	15,074	14,931	17,125	22,259	27,740
DPS (보통주)	3,600	2,400	1,200	1,200	1,200
Valuations (배)					
P/E***	14.8	15.6	12.0	11.3	10.7
P/B***	4.7	4.7	4.1	3.2	2.5
EV/EBITDA	7.4	7.9	6.3	5.8	5.3
비율					
ROE (%)	33.8	30.7	36.6	32.4	26.9
ROA (%)	15.4	12.7	14.3	13.9	12.8
ROIC (%)	25.0	20.0	24.0	22.7	20.7
배당성향 (%)	74.2	52.1	20.5	18.8	17.8
배당수익률 (보통주, %)	5.1	3.4	1.7	1.7	1.7
순부채비율 (%)	52.1	58.3	47.0	33.5	25.5
이자보상배율 (배)	29.2	20.9	29.3	31.8	32.5

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 4일 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	8/26	11/5
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	105,000	105,000	90,000	110,000	100,000	85,000	95,000	100,000	95,000
과리율 (평균)	-18.92	-14.67	-6.26	-17.37	-36.78	-15.70	-11.13	-21.91	
과리율 (최대/최소)	-9.52	-11.71	1.44	-12.27	-24.80	-5.76	-6.63	-15.50	

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 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 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