

렌탈산업

내꺼인듯 내꺼아닌 내꺼같은 너 (feat. 렌탈과 썸탈 시간)



이나연 nayeon.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
코웨이	Buy(신규)	94,000 원(신규)
쿠쿠홈시스	Buy(신규)	54,000 원(신규)

렌탈 산업은 구조적 성장 중

- 2020년 국내 렌탈 시장 규모는 40조원에 달할 것으로 전망. 시장의 구조적 성장과 함께 생활/환경가전 렌탈 업체들의 실적 또한 가파르게 성장 중
- 1위 사업자인 코웨이의 매출 성장률은 CAGR(2015-2019) 7.2%(화장품, 수처리 부문 제외)를 기록, 2위권을 놓고 경쟁 중인 쿠쿠홈시스, SK매직(렌탈), LG전자(렌탈)의 매출 성장률도 각각 44.5%, 46.1%, 44.8%에 달함. 신규 사업자 현대렌탈케어는 CAGR(15-19) 88.7%의 매출 신장률을 기록

렌탈 사업자의 매출, 렌탈료 P(→) X 계정수 Q(↗) 전망

- 렌탈 사업자의 매출은 P(렌탈료) X Q(계정수)로 요약됨. MS를 높이기 위한 경쟁은 한정된 파이를 나눠 갖는 싸움이 아닌, 커지는 파이(Q↗)를 선점하기 위한 형태로 진행되는 양상
- 1) 1~2인 소형가구라는 소비 주체의 변화와 함께 렌탈 산업의 카테고리가 확장되고 있음. 품목 확장에 따른 구조적 성장은 지속될 전망 2) 해외 시장의 개척은 폭발적인 계정수 확대를 가능하게 하는 요인. 해외 시장의 개척은 렌탈 기업들의 장기적인 성장 모멘텀으로 자리매김하고 있음

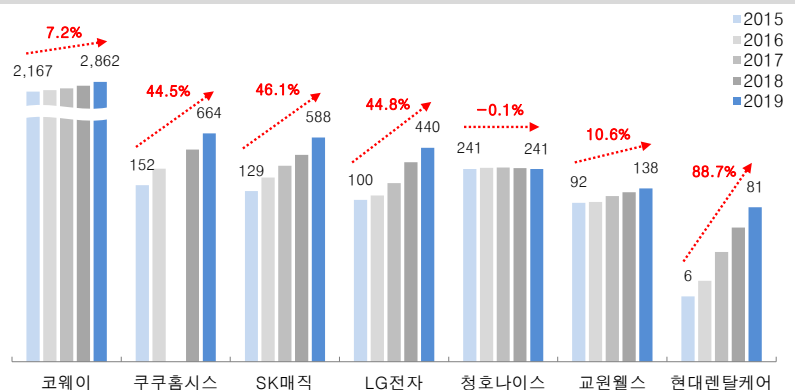
렌탈 기업의 펀더멘털, 닭(현금 창출 능력) vs. 달걀(성장성)?

- 렌탈 기업의 체력을 평가할 시, 현금 창출 능력은 외형 성장 못지않게 부각돼야 할 요소. 렌탈 산업의 가장 큰 장점은 안정적인 현금 흐름의 창출이나, 모든 렌탈 업체들이 안정적인 현금 흐름을 창출하는 것은 아님. 현금흐름의 창출 없이 성장만 하는 기업은 흑자도산 위험이 존재할 것이고, 성장 없이 현금만 창출하는 기업은 투자 매력도가 떨어질 것

코웨이(021240): 투자의견 매수, 목표주가 94,000원으로 커버리지 개시

쿠쿠홈시스(284740): 투자의견 매수, 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시

렌탈 산업은 구조적 성장 중



주: [코웨이] 화장품, 코웨이엔텍 매출 제외, [쿠쿠홈시스] 상장 전 매출은 쿠쿠홈딩스의 렌탈 부문 매출, [LG전자] 렌탈 매출액은 리스로 수익으로 계산, [SK매직, 청호나이스, 교원웰스] 렌탈 매출만 포함 / 자료: 각사, 대신증권 Research Center

Contents

Summary	4-5
I 산업분석	6-12
II [국내] 투자포인트	13-17
III [해외] 투자포인트	18-28
IV 위험 요인	29-36
V Appendix	37
기업분석	
코웨이(021240)	39-87
쿠쿠홈시스(284740)	88-103

Summary_산업분석

I 산업분석: 렌탈산업은 구조적 성장 중

2020년 국내 렌탈 시장 규모는 40조원에 달할 것으로 전망된다. 시장의 구조적 성장과 함께 생활/환경가전 렌탈 업체들의 실적 또한 가파르게 성장하고 있다. 렌탈 사업자의 매출은 $P(\text{렌탈료}) \times Q(\text{계정수})$ 로 요약되는데, 시장점유율을 높이기 위한 경쟁은 한정된 파이를 나눠 갖는 싸움이 아닌, 커지는 파이($Q \nearrow$)를 선점하기 위한 형태로 진행되는 양상이다.

렌탈 기업들은 시장 점유율을 높이기 위한 방안으로 1) 1인 가구 등 소비 주체의 변화에 대응하여 신규 렌탈 품목 발굴하기 2) 렌탈 서비스의 핵심인 관리서비스에서 경쟁력 구축하기 이상 두 가지 방안을 모색해 볼 수 있다.

II [국내] 투자포인트: 1~2인 소형가구, 소비주체 변화로 인한 렌탈 품목의 무한확장 및 재발견

무한확장: 소비 주체의 변화와 함께 렌탈 산업의 카테고리가 확장되고 있다. 정수기, 비데 등 전통적인 렌탈 제품군에 국한됐던 렌탈 시장은 공기청정기, 의류청정기 등 신가전제품으로 확대됐고, 고가 명품의류, 반려동물용품, 취미용품 등으로 확장을 거듭 중이다. 변해가는 소비 트렌드를 반영한 렌탈 품목의 무한 확장이 기대된다. 특히 유망 산업군으로 펫 렌탈 시장과 식물재배기 렌탈 시장을 소개한다.

재발견: 1인 가구 증가로 인해 1세대 렌탈 품목인 정수기 렌탈 시장은 진화하고 있다. 특히 자가 관리형 정수기의 등장은 정수기 렌탈의 가격 경쟁력을 높이며, 정수기 렌탈 시장의 추가 성장을 이끌 것으로 기대된다.

III [해외] 투자포인트: 폭발적인 $Q \nearrow$ 를 위한 열쇠

해외 시장의 개척은 내수 시장에서 폭발적인 성장을 기대하기 어렵다는 디스카운트 요인을 해소시키며, 렌탈기업들의 장기적인 성장 모멘텀으로 자리매김하고 있다. 해외 시장의 개척은 폭발적인 계정수 확대를 가능하게 하는 요인으로 코웨이와 쿠쿠홈시스의 해외 계정수는 CAGR(15~19) 각각 43%, 182% 증가했다.

말레이시아: 말레이시아는 국내 렌탈 기업들의 주 격전지로, 렌탈 비즈니스의 시초인 정수기 렌탈이 중심을 이루고 있다. 말레이시아 시장의 성장은 지속될 것으로 전망하는데, 1) 정수기 시장의 성장 여력이 남아있고 2) 렌탈 품목 다변화로 인한 계정수 증대가 가능하기 때문이다.

인도네시아: 인도네시아는 큰 시장규모, 중산층의 확대, 낮은 가전 보급률 등을 고려할 때 국내 렌탈 기업들이 신규로 진출한 해외 시장 중 성장 가능성이 가장 높은 시장이 될 것으로 전망한다.

IV 렌탈 기업의 펀더멘털, 닭(현금 창출 능력)이 먼저냐? 달걀(성장성)이 먼저냐?

렌탈 기업의 체력을 평가할 시, 현금 창출 능력은 외형 성장 못지않게 부각돼야 할 요소다. 렌탈 산업의 가장 큰 장점은 안정적인 현금 흐름의 창출이나, 렌탈 사업의 경우 사업 확장기에 수반되는 운전자본 부담으로 인해, 모든 렌탈 업체들이 안정적인 현금 흐름을 창출할 수 있는 것은 아니기 때문이다. 현금흐름의 창출 없이 성장만 하는 기업은 흑자도산 위험이 존재할 것이고, 성장 없이 현금만 창출하는 기업은 투자 매력도가 떨어질 것이다.

코웨이, 쿠쿠홈시스, SK매직 등 주요 렌탈 사업자들의 영업활동 현금흐름 및 성장성을 비교해보았다.

Summary_기업분석

코웨이(021240): 성장하는 가치주

코웨이에 대해서 투자의견 매수, DCF Valuation으로 산출된 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가 94,000원은 현주가 71,300원 대비 31.4%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 14.8배에 해당하는 수치다.

코웨이의 투자포인트는 다음과 같다.

[현금 창출 능력] 코웨이의 관리계정수는 CAGR(13-19) 약 5.4% 성장을 지속해왔으며, 이로부터 창출되는 안정적인 현금흐름을 기반으로 매년 약 8,500억원의 영업활동 현금흐름과 약 4,000억원의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 전망한다. 동사와 경쟁사들 간의 현금흐름상의 격차는 중장기적 프리미엄을 가능케 하는 핵심으로 판단한다.

[국내] 코웨이의 국내 환경가전사업은 다변화된 포트폴리오를 바탕으로 국내 시장의 저성장 불황 국면 속에서도 GDP 성장률을 상회하는 성장세를 지속해왔다. 환경가전 사업 매출액은 2020~2022년 역시 당사가 추정하는 GDP 성장률을 각각 1.7%p, 2.7%p, 1.4%p 상회하며, CAGR(19-22F) 3.2%의 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

[해외] 해외 법인의 성장성은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠로, 해외 법인의 매출 기여도는 2022년 32.5%까지 확대될 것으로 전망한다. 지난해 기준 전사 매출액에서 해외 법인이 차지하는 비중은 21.5%로 정수기(31.6%)보다 낮았지만, 2022년에는 해외 법인의 매출 기여도가 32.5%까지 상승하며 가장 높은 비중을 차지할 것이다.

쿠쿠홈시스(284740): 렌탈에서도 쿠쿠하세요

쿠쿠홈시스에 대해서 투자의견 매수, DCF Valuation으로 산출된 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가 54,000원은 현주가 38,650원 대비 38.7%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 11.4배에 해당하는 수치다.

한편 상장 이래 동사의 주가는 코웨이 주가와 높은 상관관계를 보여왔다. 동사의 관리계정당 가치는 약 250,000원~400,000원 사이에 형성돼왔으며, 이는 코웨이 대비 평균 55% 할인받은 값이다. 하지만 현재 동사의 성장 동력으로 작용하고 있는 자가관리형 렌탈 판매의 확대, 경쟁사 대비 높은 온라인·홈쇼핑 판매 비중 등의 경우 1인 가구의 증가 및 비대면 수요의 확산과 같은 사회적 흐름과 맥을 함께하기 때문에 55%의 할인은 과도하다는 판단이다.

쿠쿠홈시스의 투자포인트는 다음과 같다.

[국내] 쿠쿠홈시스는 자가관리형 제품 비중 확대, 온라인·홈쇼핑 판매 비중 확대, 펫 렌탈 등 신규 렌탈 품목의 발굴 등을 통해 중저가 시장내 트래픽을 빠르게 흡수 중이다. 동사는 현재 신규 판매의 약 50%가 자가관리형 제품에서 발생하고 있으며, 지난해 시작한 펫 렌탈 사업은 신규 사업(지난해 8월 런칭)임에도 불구하고 전체 계정에서 차지하는 비중이 약 1%까지 확대되며 높은 성장세를 시현 중이다.

[해외] 동사는 과거 내수 기반의 사업구조를 가지고 있었으나, 말레이시아 시장 진출(2015년 7월)을 시작으로 해외 시장을 꾸준히 확장 중이다. 2021년 해외 매출 및 이익기여도는 각각 41.5%, 48.3%로 확대(vs2018년 각각 29.4%, 29.8%)될 것으로 전망한다.

I. 산업 분석

렌탈 산업, 구조적 성장 중

B2C 렌탈 시장의 성장과 함께 렌탈 시장은 구조적 성장 중

전통 렌탈 업체들에 이어 대기업들까지 사업 다각화 차원에서 연이어 렌탈 시장에 진출하며 렌탈 시장의 경쟁이 뜨거워지고 있다. 정점으로 국내 양대 가전업체 중 하나인 삼성전자의 렌탈 시장 진출 가능성마저 꾸준히 제기된다. 경쟁 심화 속에서 렌탈 시장은 지금보다 더 성장할 수 있을까?

KT경제연구소는 2020년 국내 렌탈 시장 규모가 40조원에 달할 것으로 전망했다. 이 중 코웨이, 쿠쿠홈시스 등 생활/환경가전 렌탈 업체들이 속해있는 개인 및 가정용품 렌탈 시장 규모는 10.7조원으로 CAGR(16-20) 18% 고성장할 것으로 추산된다. 이는 인구 구조 및 소비트렌드 변화, 기술 발전 등과 맞물려 B2C 렌탈 시장이 고성장하고 있기 때문이다. B2C 렌탈 시장이 전체 시장에서 차지하는 비중은 2011년 22.3%에서 2020년 46.1%까지 확대될 것으로 예상된다.

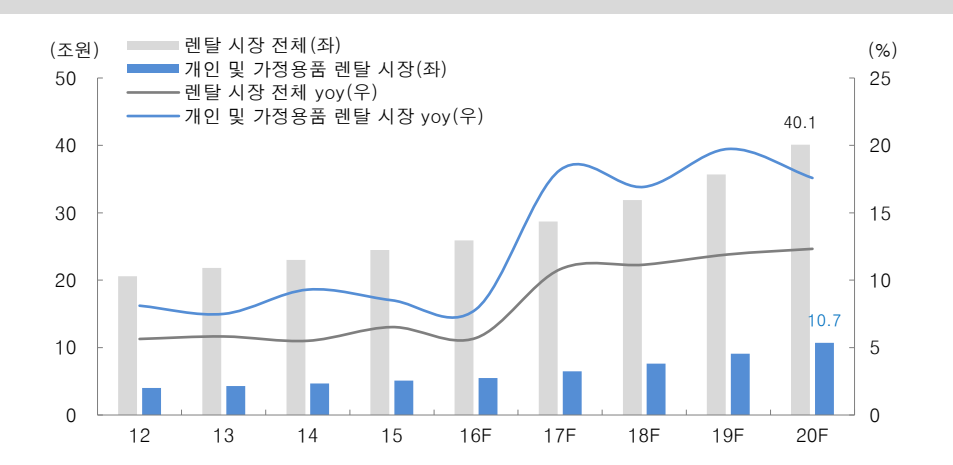
상위 렌탈 사업자들의 외형은 동반 성장

시장의 구조적 성장과 함께 생활/환경가전 렌탈 업체들의 실적 또한 가파르게 상승하고 있다. 1위 사업자인 코웨이의 매출 성장률은 CAGR(2015-2019) 7.2%(화장품, 수처리 부문 제외)를 기록하였고, 2위권을 놓고 치열하게 경쟁 중인 쿠쿠홈시스, SK매직, LG전자의 매출 성장률도 각각 44.5%, 46.1%, 44.8%에 달했다. 신규 사업자 현대렌탈케어는 2015년 영업 개시 이후 CAGR(15-19) 88.7% 매출 신장률을 기록했다.

인상적인 부분은 코웨이, 청호나이스 등 기존 선발업체가 시장을 주도하던 시기를 지나, LG전자, SK매직, 쿠쿠홈시스 등 후발업체들의 진입으로 시장 경쟁이 치열해진 뒤에도 상위 사업자들의 외형은 동반 성장했다는 점이다. 이는 player 증가로 불가피하게 발생할 수 밖에 없는 ASP 하락분을 시장의 구조적 성장으로 인한 Q의 증가율이 상쇄했기 때문으로 분석된다.

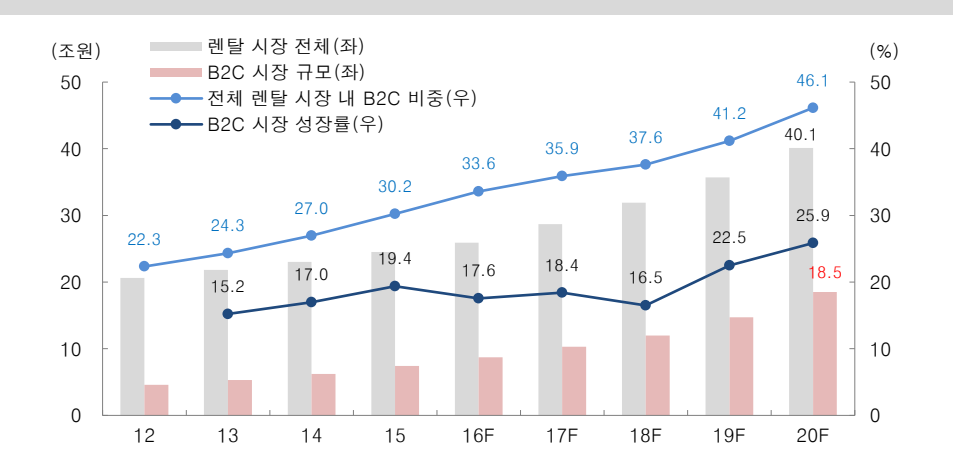
향후 렌탈 시장의 경쟁은 더욱 격화될 것으로 예상되지만, 렌탈 시장은 현재 구조적 성장 국면을 지나고 있다고 판단되는 바, 렌탈 업체들의 성장은 지속될 전망이다. 이에 따라 본 자료는 렌탈 시장의 구조적 성장을 가능하게 하는 요인 1) 가구 구조 변화로 인한 렌탈 품목의 확장/재발견 2) 해외 시장의 성장성, 이상 두 가지를 렌탈 산업의 투자포인트로 제시한다.

그림 1. 고성장하는 렌탈 시장



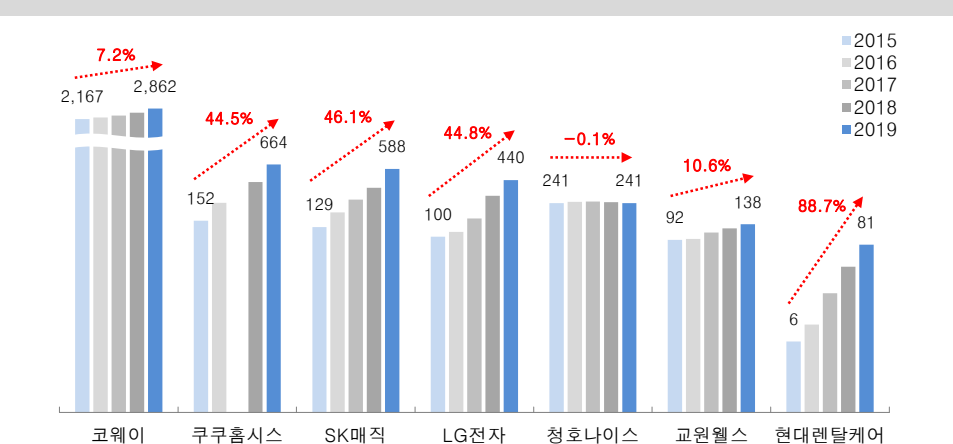
자료: KT경제연구소, 대신증권 Research Center

그림 2. 렌탈 시장 성장의 주역은 B2B에서 B2C로 이동 중



자료: KT경제연구소, 대신증권 Research Center

그림 3. 렌탈 업체는 동반 성장 중



주: [코웨이] 화장품, 코웨이엔텍 매출 제외, [쿠쿠홈시스] 상장 전 매출은 쿠쿠홈시스의 렌탈 부문 매출, [LG전자] 렌탈 매출액은 리스료 수익으로 계산, [SK매직, 청호나이스, 교원웰스] 렌탈 매출만 포함

자료: 각사, 대신증권 Research Center

렌탈 산업, P → Q ↗

렌탈매출(↗)=
P(→)XQ(↗)

렌탈 사업자의 매출은 P(렌탈료) X Q(계정수)로 요약된다. 렌탈 사업자들은 매출 증대를 위해 시장점유율을 넓히는 방안을 모색 중이며, 시장점유율을 높이기 위한 경쟁은 한정된 파이를 나눠 갖는 싸움이 아닌, 커지는 파이를 선점하기 위한 형태로 진행되는 양상이다.

국내 Q ↗

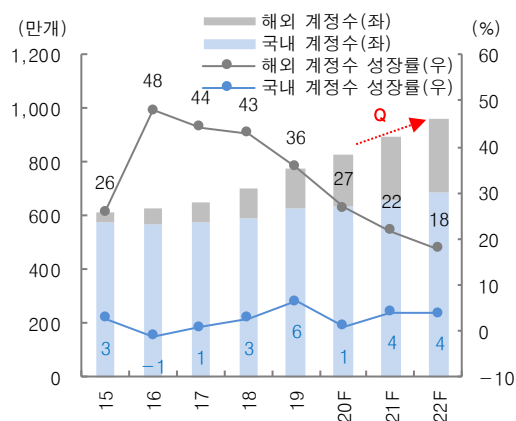
실제로 지난 4년간 상위 사업자들의 계정수는 동반 성장하였다. 국내 총 계정의 약 절반 수준을 보유한 1위 사업자 코웨이의 국내 계정수는 CAGR(15-19) 2.1% 증가했다. 2위 권 그룹에 포진한 쿠쿠홈시스의 국내 계정수는 CAGR(15-19) 16.5% 증가, SK매직의 계정수는 CAGR(15-19) 25.8% 증가, LG전자는 분기별 계정수를 공시하고 있지 않으나 지난해 말 기준 관리계정 204만개를 달성했다.

렌탈 시장의 구조적 성장과 함께 상위 사업자들의 계정수는 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 코웨이와 쿠쿠홈시스의 국내 계정수는 각각 CAGR(19-22F) 2.2%, CAGR(19-22F) 16.9% 증가할 것으로 전망한다. SK매직은 지난해 말 180만 계정에서 연내 200만 계정을 돌파할 것으로 보이며, LG전자는 지난해 말 계정수 204만개에서 올해 말까지 270만 계정 이상을 확보할 계획이라고 밝힌 바 있다.

해외 Q ↗

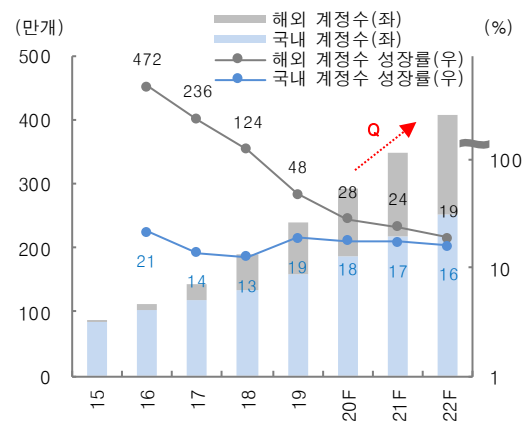
한편 렌탈 사업자들의 시장점유율 싸움은 해외 시장으로 번지고 있는데, 해외 시장의 개척은 폭발적인 계정수 확대를 가능하게 하는 트리거로 작용하기 때문이다. 실제로 코웨이와 쿠쿠홈시스의 해외 계정수는 각각 CAGR(15-19) 42.6%, 182.3% 증가하였으며, CAGR(19-22F) 16.2%, CAGR(19-22F) 23.5% 증가할 것으로 전망한다. SK매직과 청호나이스 역시 후발주자로서 해외 진출을 통한 신규 수익원 확보를 진행 중이다.

그림 4. 코웨이 계정수(증가율) 추이 및 전망



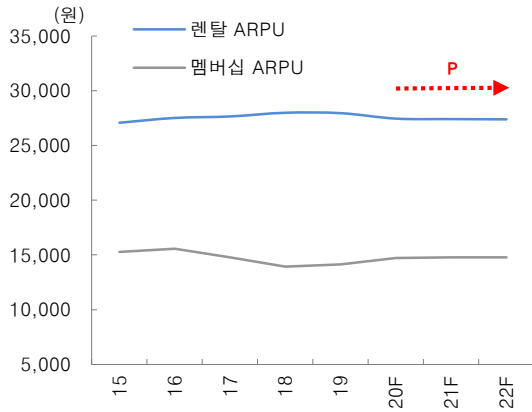
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 5. 쿠쿠홈시스 계정수(증가율) 추이 및 전망



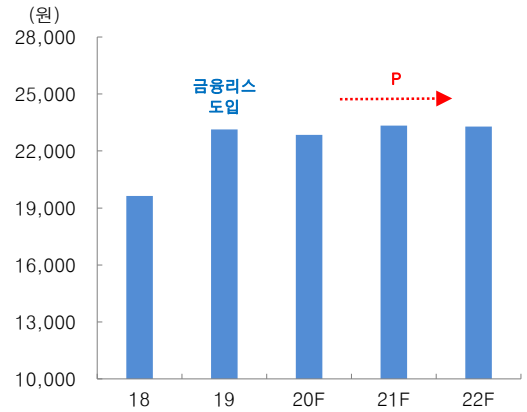
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 6. 코웨이 국내 ARPU 추이 및 전망



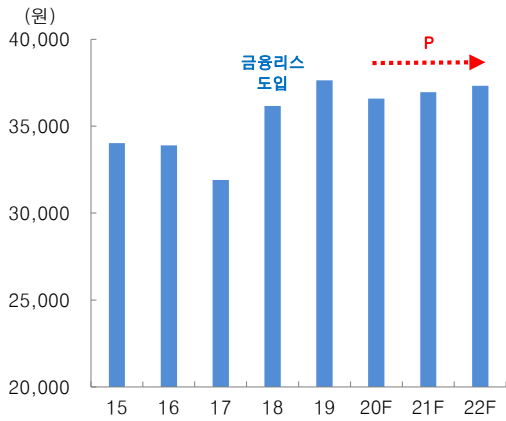
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 7. 쿠팡 국내 ARPU 추이 및 전망



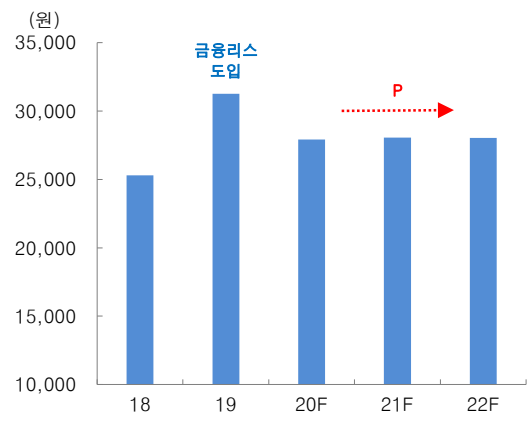
자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

그림 8. 코웨이 말레이시아 ARPU 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

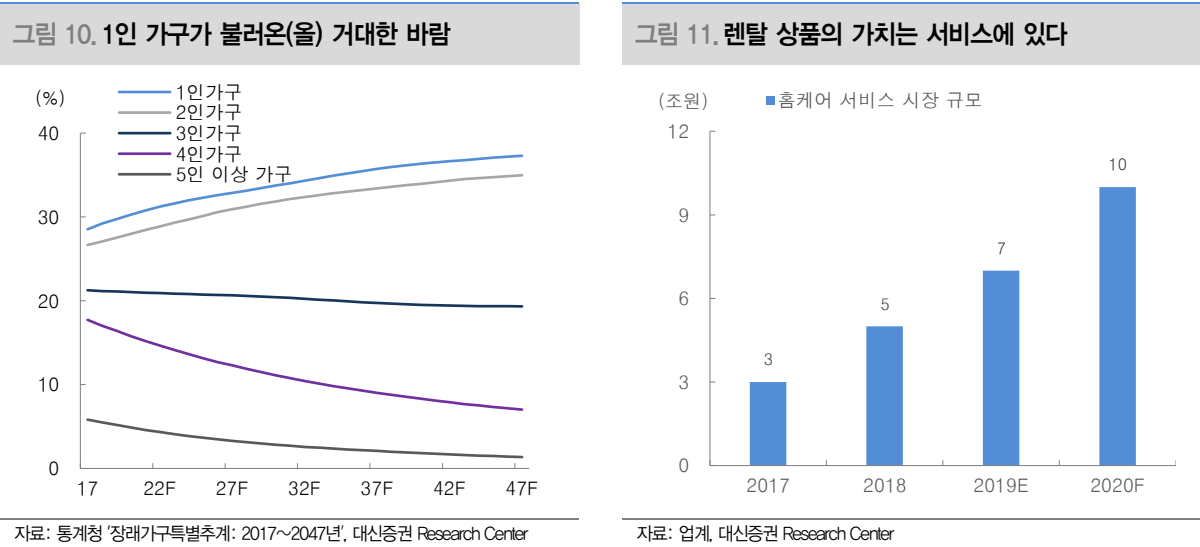
그림 9. 쿠팡 해외 ARPU 추이 및 전망



자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

렌탈 기업, Q를 키우기 위한 고민

- How?
- 렌탈 기업들은 시장 점유율을 올리기 위한 방안으로 다음 두 가지를 모색해 볼 수 있다.
- 첫째, 1인 가구 등 가구 구조 변화에 대응하기
- 둘째, 렌탈 서비스의 핵심인 관리서비스에서 경쟁력 구축하기



1인 가구가 불러온(올) 거대한 바람

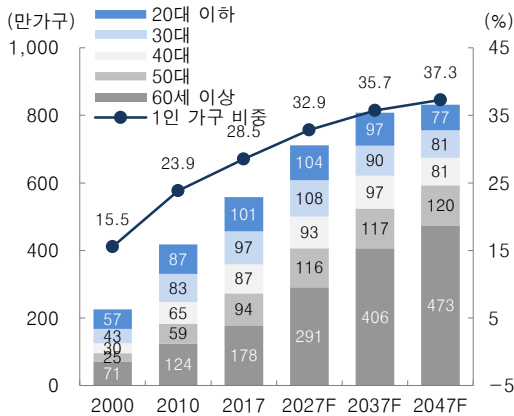
체험을 중요시하는
소비 트렌드는
렌탈의 효용성
증대로 이어짐

1인 가구의 35%를 차지하고 있는 20·30대 가구주의 소비 트렌드는 ‘체험’을 중요시하는 것으로, 이는 한정된 자본 하에서 구매보다는 해지가 가능한 렌탈의 효용성 증대로 이어진다. 실제로 ‘2020 보통사람 금융생활 보고서’에 따르면 렌탈 서비스를 이용하는 이유 중 ‘제품을 구매(소유)하고 싶지 않아서’라고 응답한 1인 가구의 비중은 2인 이상 가구보다 6.0%p 더 높게 나타났다. 이는 일차적으로 1인 가구의 주거 안전성이 2인 이상 가구에 비해 상대적으로 부족하기 때문이기도 하지만, 무엇보다 젊은 소비층의 체험에 대한 욕구를 반영한 것으로 분석된다.

한편 1인 가구는 소득이 낮음에도 불구하고, 나 자신에게 초점이 맞춰져 있기 때문에 적극적인 소비를 보여준다. 1인 가구의 소비 성향은 76.7%로 전체 가구보다 5%p 더 높게 나타난 것이 이를 증명한다. 이러한 성향은 렌탈에서도 드러나는데, 렌탈 서비스 이용률은 가구원수가 많을수록 높으나, 월 이용료는 가구원수에 상관없이 비용 차이가 크지 않은 것으로 나타났다. ‘2020 보통사람 금융생활 보고서’에 따르면 1인 가구의 렌탈 서비스 이용률은 23.6%로 3인 이상 가구(48.8%)보다 낮았지만, 월 이용료는 3.5만원으로 2인가구 3.7만원, 3인 이상 가구 3.9만원과 큰 차이를 보이지 않았다.

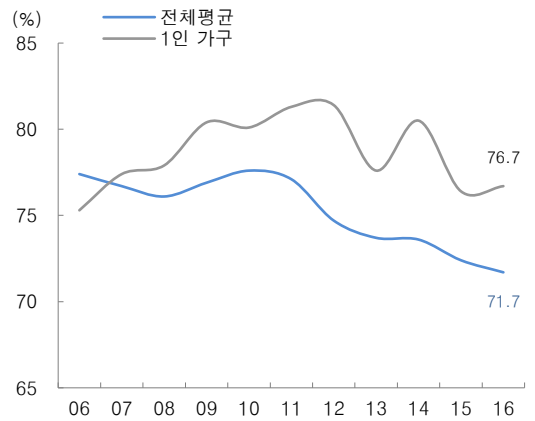
2019년 우리나라 1인 가구는 615만 가구(30.2%)로, 2·3·4인 가구를 넘어서는 것으로 나타났다으며, 통계청은 한국 1인 가구 비중이 2047년 37.3%에 달할 것으로 추산했다. 1인 가구 증가라는 거대한 사회 현상은 이미 렌탈 시장에 새로운 바람을 불어오고 있다. 체험을 중요시하는 이들의 소비 트렌드는 한정된 자본 하에서 높은 소비성향과 합쳐져 거대한 잠재적 수요를 형성하고 있다. 소비자들이 ‘원하지만 스스로 깨닫지 못하고 있는 것’에까지 렌탈을 접목함으로써 잠재적 수요를 유효 수요로 전환한 사업자는 시장을 선도하는 player가 될 수도 있는 셈이다.

그림 12. 1인가구 비중 37.3%까지 증가할 것으로 전망



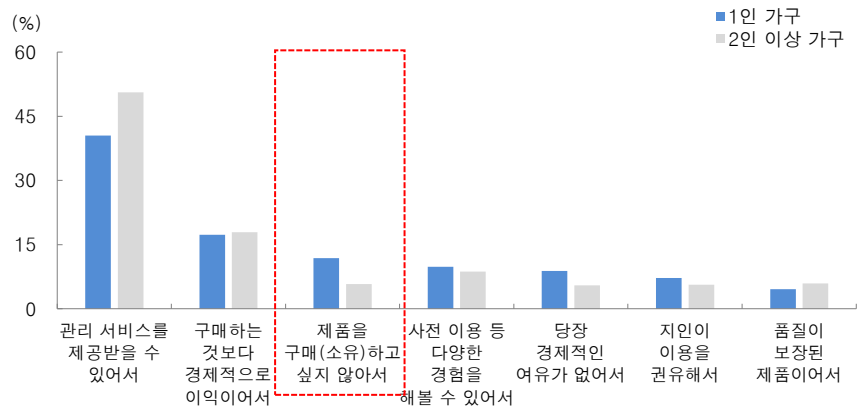
자료: 통계청 '장래가구특별추계: 2017~2047년', 대신증권 Research Center

그림 13. 1인 가구 소비성향



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 14. 1인 가구는 소유하고 싶어 하지 않는다



자료: 신한은행 '보통사람 금융생활 보고서 2020', 대신증권 Research Center

렌탈 상품의 가치는 서비스에 있다

렌탈 상품의 가치는 서비스 > 제품

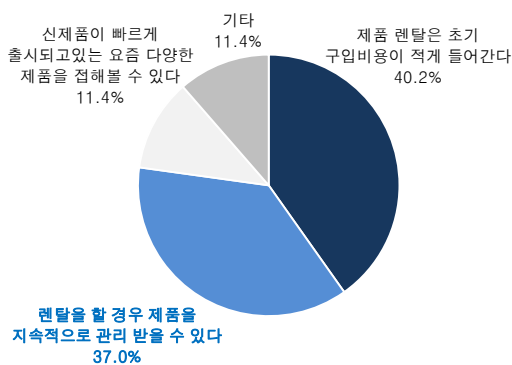
소비자들이 일시불 구매 대신 렌탈을 선택하는 이유는 초기의 가격 부담 완화와 함께 위생관리 등 서비스에 대한 기대효과가 주요하다. 상품의 가치는 제품의 가치와 서비스의 가치로 나뉘볼 수 있는데, 렌탈 산업에서 상품의 가치를 차별화시키는 무게 중심은 제품보다 서비스에 위치한다.

정수기를 예를 들어 A사의 정수기와 B사의 정수기 사이 제품 기술력에 있어 혁신적인 차이는 존재하지 않는다. 정수기를 렌탈하는 고객은 정수기의 성능이나 렌탈 비용도 고려하지만, 필터를 얼마나 주기적으로 관리해주는가, 꼼꼼한 서비스를 제공하는가, 고장이 발생했을 때 신속하게 A/S를 해주는가 등이 더 중요한 의사결정 기준으로 작용할 수 있기 때문이다. 즉 렌탈 산업에서 고객을 유지하고 이후 이탈을 방지하기 위해서는 서비스에서 경쟁력을 갖추는 것이 중요하다.

실제로 한국방송광고진흥공사의 광고경기전망지수조사에 따르면 렌탈 서비스를 이용하는 이유로 ‘렌탈을 할 경우 제품을 지속적으로 관리받을 수 있다(37.0%)’가 ‘초기 구입비용이 적게 들어간다(40.2%)’에 이어 두 번째로 높은 이유로 조사됐으며, 렌탈 서비스 이용 시 가장 중요하게 생각하는 요소 역시 ‘렌탈 후 관리 서비스(16.4%)’가 ‘렌탈료(25.4%)’에 이어 두 번째로 높은 요소로 나타났다.

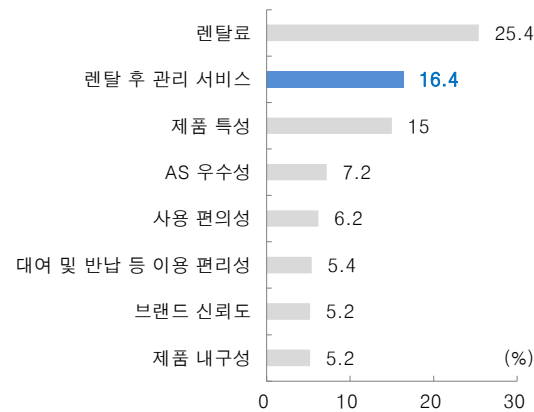
앞서 말한 소비자들이 ‘원하지만 스스로 깨닫지 못하고 있는 것’은 비단 제품에만 국한된 것이 아니다. 관리 서비스가 필요한 제품군을 발굴하여 렌탈과 결합하는 전략은 렌탈 시장의 외형을 두 배로 확장함으로써 시장 성장률을 훨씬 상회하는 성장을 이끌어낼 수 있다.

그림 15. 렌탈 서비스를 이용하는 이유



자료: 한국방송광고진흥공사, KAI조사, 대신증권 Research Center

그림 16. 렌탈 이용 시 가장 중요하게 생각하는 요소



자료: 한국방송광고진흥공사, KAI조사, 대신증권 Research Center

II. [국내] 투자포인트

1~2인 소형 가구, 소비주체 변화로 인한 렌탈 품목의 무한 확장

렌탈 카테고리 무한 확장 중

소비 주체의 변화와 함께 렌탈 산업의 카테고리가 확장되고 있다. 정수기, 비데 등 전통적인 렌탈 제품군에 국한됐던 렌탈 시장은 공기청정기, 의류청정기 등 신가전제품으로 확대됐고, 고가 명품의류, 반려동물용품, 취미용품 등으로 확장을 거듭 중이다. 변해가는 소비 트렌드를 반영한 렌탈 품목의 무한 확장이 기대된다.

Ex1. 펫 시장

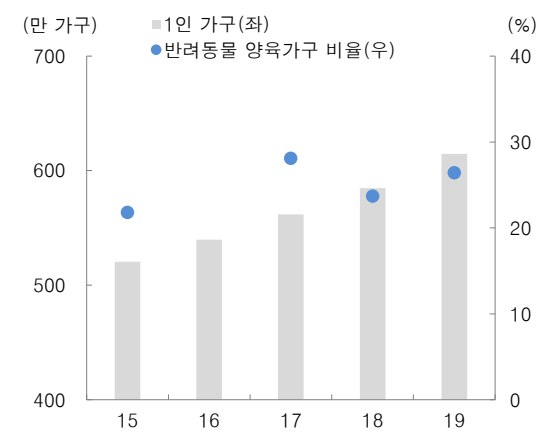
대표적인 예는 펫 렌탈 시장이다. 혼자 사는 사람이 증가할수록 함께 생활할 애완동물을 갖게되는 것은 자연스러운 현상이다. 이러한 애완동물 제품/서비스에 대한 수요 증가는 렌탈 시장의 새로운 성장원으로 이어지고 있다. 한편 IT 기술의 발전은 애완동물 산업에도 구조적 성장을 야기하였다. 인공지능, 사물인터넷, 빅데이터 등 다양한 기술이 애완동물 상품에 결합되며 애완동물 상품의 ASP 상승을 초래했고, 렌탈 업체들은 비싸지는 반려동물용품을 구매하는 데 부담을 느끼는 소비자들을 겨냥하여 펫 렌탈 시장이라는 블루오션을 개척하였다.

현재 국내 반려동물 렌탈 서비스 산업의 선두주자는 롯데렌탈의 '묘미(MYOMEE)'다. 묘미는 2018년 4월 펫 렌탈 사업에 진출하였으며, 고양이 화장실, 펫링, 자동급식기, 펫 드라이룸 등을 판매하고 있다. 이들의 공통점은 펫 제품에 IT 기술을 접목한 고가형 제품이라는 점이다. 예를 들어 베스트 상품 중 하나인 '펫링'의 경우 일시불 가격은 462,000원에 달하지만, 렌탈로 구매할 시 월 20,000원(24개월 후 소유권을 이전)의 렌탈료로 사용 가능하다.

쿠쿠홈시스는 렌탈 업체들 중 가장 먼저 펫 시장에 진출한 기업이다. 지난해 8월 펫 전문 브랜드 '넬로'를 선보인 쿠쿠홈시스는 현재 '펫 드라이룸', '펫 스마트 급수기' 등을 판매하고 있다. 펫 드라이룸의 경우 올해 하반기 판매량이 전년동기대비 40% 증가하였으며, 올해 7월 출시한 펫 급수기의 경우 9월 판매량이 전월대비 114% 증가하였다. 쿠쿠홈시스에 이어 현대렌탈케어 또한 고양이 자동화장실 출시를 시작으로, 내년 상반기까지 반려동물 헬스케어 제품, 펫 전용 정수기, 공기청정기 등을 선보일 계획이라고 밝힌 바 있다.

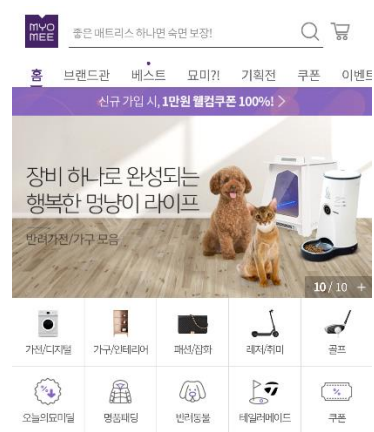
농림축산식품부는 반려동물을 기르는 가구 비율이 전체 가구의 26.4%를 차지한다고 추산하였고, 한국농촌경제연구원은 국내 반려동물 연관 시장규모가 올해 3조 4,000억원에서 2027년 6조원 규모에 달할 것으로 전망한 바 있다. 소비자 수요 증가에 따른 펫 렌탈 시장의 중장기적 성장이 기대된다.

그림 17. 1인 가구 성장 vs 반려동물 양육가구 비율



자료: 농림축산식품부, 대신증권 Research Center

그림 18. 묘미



자료: 대신증권 Research Center

표 1. IoT 기술을 접목한 반려동물 렌탈 상품

제품사진	제품명/렌탈료/일사불가	기능
	고양이 화장실 월 28,600원(24개월)	· 고양이 움직임을 센서로 감지하여 고양이가 화장실을 사용한 후 10분 후에 자동 작동 · 고양이 오줌은 아래로, 고양이 똥은 자동 수거 · 자동 수거된 똥은 내장된 그라인더로 갈아 배출 · 수거와 배출이 완료된 후 모래에 묻은 오물은 자동 세척 · 세척이 완료된 모래는 자동 건조
	자동급식기 월 16,500원(24개월)	· 정해진 시간에 반려동물에게 식사 제공 · 반려동물의 움직임이나 소리 감지 시 스마트폰으로 메시지 전송 · 내장된 카메라를 통해 반려동물과 영상통화 가능
	펫링(C2형) 월 20,000원(24개월) 462,000원	· 레이저를 통해 고양이의 홈 트레이닝을 도움
	펫 드라이룸 월 29,900원(36개월) 899,000원	· 에어샤워: 산책 후 묻어 있는 미세먼지를 제거, 내부의 청정도에 따라 3단계 LED 표시 · 드라이: 목욕 후 건조 · 아로마테라피: 반려동물의 정신적, 신체적 케어 · 온도조절 수면모드: 반려동물의 편안한 수면을 도움

자료: 대신증권 Research Center

Ex2. 식물재배기 시장

최근 렌탈 업계가 주목하는 또 다른 아이টে็ม은 식물재배기다. 식물재배기는 실내에서 빛, 온도, 양분 등을 인공적으로 제어해 각종 채소를 재배할 수 있는 시스템이다. 고가 상품으로 렌탈 시스템을 결합하기 용이하고, 주기적인 모종 배송 등 관리 서비스도 필요한 제품이라는 점에서 유망 렌탈 상품군으로 주목된다.

식물재배기 시장의 선두주자는 교원 웰스다. 식물재배기의 경우 소비자들의 체험 욕구는 높으나, 가격 진입 장벽이 높다는 점에 착안하여, 교원 웰스는 공유렌탈 서비스 형태로 식물재배기 ‘웰스팜’을 출시하였다. 공유렌탈은 여러 사용자가 제품을 나누어 사용하는 것으로, 공유의 특성상 기기가 새 제품이 아닌 대신 무상으로 제공된다. 또한 사용 기간은 일반적인 렌탈 사용기간(3~5년)보다 훨씬 짧은 1년으로 소비자의 자율성을 높였다. 매월 약 2만 원대의 렌탈료를 지불 시, 내가 원하는 채소 모종을 2개월 주기로 정기 배송받을 수 있어 젊은 고객층을 중심으로 수요가 확산되고 있다.

교원 웰스를 시작으로, LG전자, SK매직 등도 식물재배기 렌탈 시장 진출을 준비 중이다. LG전자는 CES2020에서 가정용 식물재배기를 선보였고, SK매직은 지난 9월 식물재배기 AI업체 ‘에이아이플러스’를 인수합병한 바 있다.

표 2. 교원 웰스 ‘웰스팜’ 사업 변화

시기	2017/8~12	2018/7~2020/1	2020/2~
주요 내용	· 국내 첫 가정용 식물재배기 · 채소모종 2개월 정기 택배 배송 · 부품결함으로 전량 리콜, 사업 중단	· 개량형 식물재배기 재출시 · 어린이 교구결합 ‘키즈팜’ 운영 · ‘웰스매니저’ 모종 직배송	· 공유렌탈 1호 상품 · 24시간 내 콜드체인 배송 · ‘웰스매니저’ 위생관리 서비스 · 올해 1분기 매출 성장률 yoy +188% 기록
비용	기기 렌탈 3년 약정, 월 4만원~	동일	무상기기, 1년 약정, 월 2만원~
계정 수	누적 6,000 개	누적 9,000 개	2만 5,000 개(목표)

자료: 기사내용 정리, 대신증권 Research Center

그림 19. 교원웰스 ‘웰스팜’



자료: 교원웰스, 대신증권 Research Center

그림 20. LG 전자 식물재배기



자료: LG전자, 대신증권 Research Center

1인 가구, 소비주체 변화로 인한 렌탈 품목의 재발견

정수기, 1인 가구를 만나 진화하다

1인 가구 증가로 인해 1세대 렌탈 품목인 정수기 렌탈 시장은 진화하고 있다. 렌탈 업체들은 자가 필터 교체형 정수기, 조리정수기, 초소형 정수기 등 1인 가구를 공략한 전략 상품을 꾸준히 선보이고 있다.

자가 필터 교체형 정수기는 가정 방문 서비스를 꺼리는 1인 가구의 니즈를 충족시키며 언택트 문화 확산과 함께 수요가 증가할 것으로 보인다. 일반적인 정수기 렌탈의 경우 관리 서비스 직원이 일정 기간마다 가정을 방문해 제품의 청소와 필터 교체 등을 실시하지만, 자가 교체형 제품의 경우 필터 교체 과정을 간소화해 소비자가 택배를 통해 받은 필터를 직접 교체하는 방식으로 진행된다. 자가 관리형 정수기의 경우 서비스 직원에 대한 수수료가 없어 정수기 렌탈료가 상대적으로 낮은 특성이 있다. 이는 정수기 렌탈의 가격 경쟁력을 높여, 그동안 정수기의 대체재인 생수 수요에 늘려왔던 1인 가구 정수기 시장의 성장세를 이끌 것으로 전망한다.

그동안 정수기 렌탈은 1인 가구에 주는 경제적 효용성이 크지 않아 다인 가구의 전유물로 여겨져 왔으며, 1인 가구 증가 및 생수 시장의 성장과 함께 성장세가 둔화되는 양상이었다. 실제로 국내 가구의 정수기 보급률은 60% 수준으로 추산되는 가운데 다인 가구의 정수기 보급률은 80%에 달해 1인 가구의 정수기 보급률은 미미한 수준이었으며, 국내 정수기 시장은 2015년 2조원을 돌파한 이후 꾸준히 2조원대 수준에 머무르며 성숙기에 접어든 것으로 평가됐다. 반면, 생수 시장은 CAGR(16-20F) 13% 성장세를 기록했다.

하지만 국내 자가 관리형 정수기 모델 중 월 렌탈료가 가장 낮은 제품의 렌탈료는 12,900원(바디프랜드, W정수기)으로, 국내 생수 시장 점유율 1위 삼다수를 쿠팡에서 구매할 경우 한 달에 소요되는 생수 비용 25,288원과 비교 시 가격 경쟁력 측면에서의 우위가 확인된다. 즉, 자가 관리형 정수기의 등장으로 인한 가격 경쟁력 제고를 통해 정수기 렌탈 시장은 추가 성장이 가능할 것으로 기대된다.

1) 통계청이 추정한 2030년 1인 가구수는 740만 가구로, 1인 가구의 30%가 정수기를 사용, 월 렌탈료 25,000원(생수보다 가격이 낮아야 구매로 이어질 것)을 가정 2) 현재 1인 가구수 약 600만 가구의 정수기 보급률 5%(1위 사업자 코웨이의 전체 계정에서 20대 가입자는 약 5%) 가정 시, 연환산 매출액은 5,760억원((740만가구X0.3-30만가구)X25,000원X12개월)으로 추산된다. 2018년 정수기 시장 규모는 2조 5,195억원으로 약 23%의 추가 성장 동력을 확보할 수 있는 셈이다.

표 3. 가구원수별 한달 생수 가격 (단위: L, 원)

	1인 가구	2인 가구	3인 가구	4인 가구
한 달 기준 물 섭취량	52.5	105	157.5	210
생수 비용	25,288	50,575	75,863	101,150

주 1: 생수 가격은 11월 18일 기준 삼다수 2L x 12개 11,560원으로 계산
주 2: 하루 물 섭취량은 1.75L(세계보건기구에서 권장하는 성인 1명의 적정 물 섭취량은 하루 1.5~2.0L)로 가정
자료: 대신증권 Research Center

표 4. 국내 정수기 렌탈 시장 Top4 사업자의 정수기 렌탈료 (단위: L 원)

	코웨이	쿠쿠홈시스	SK매직	청호나이스
가장 저렴한 월 렌탈료	19,900	19,900	16,900	21,900
모델명	P-5600N	CP-F602HB	WPU2100CREWH	CHP-1290D
가장 비싼 월 렌탈료	64,400	56,900	52,900	67,900
모델명	CHPI-5800L	CP-SS011HW	WPUC520FRESL	CHP-5440S

주: 11/18 일 기준 / 자료: 대신증권 Research Center

표 5. 렌탈 업체별 자가 필터 교체형 정수기 비교 (단위: 원, 개월)

회사명	사진	제품명	렌탈료	필터 관리 주기	특징
코웨이		마이하뱀 정수기 loCare (CHP-320N)	렌탈 25,900 (의무사용기간 3년)	4	· 교환 시기에 맞춰 필터 정기 배송 · 물 사용량에 따라 정수기가 자동으로 순환 살균 주기 결정 · 가로 18cm의 초소형 정수기
SK매직		스스로 직수 냉정수기 (WPU-A1000C)	렌탈 27,900~31,900 (의무사용기간 5년~3년)	4	· 회전체결 방식으로 손쉽게 교체 가능 · 교환 시기에 맞춰 필터 정기 배송 · 4개월(방문형), 12개월(셀프형) 중 선택 · 방문형과 셀프형 모두 12개월에 한 번 취수부 전체 무상교체를 포함한 전문적 방문관리 서비스 제공 · 가로 16.5cm의 초소형 정수기
쿠쿠홈시스		인앤아웃 10's 정수기 (CP-TS011S)	렌탈 27,900~33,900 (의무사용기간 5년~3년)	4	· 원터치 필터 교체 시스템 · 가로 16.6cm의 초소형 정수기 · 올체 3분기 판매량은 전분기 대비 약 20% 이상 증가
바디프랜드		W 정수기 (BF-DN01)	렌탈 12,900 (의무사용기간 5년)	4/8/12	· 회전체결 방식으로 손쉽게 교체 가능 · 3필터 9단계 시스템으로 예상 교체 주기에 맞춰 필터 정기 배송 · W 정수기 시리즈 전제품 자가 관리형 · 가로 11.5cm의 초소형 정수기
청호나이스		청호직수정수기 Compact (WP-10C6500N)	일시불 330,000	8	· 레버를 올렸다 내리는 단순한 행위로 필터 탈 부착 가능 · 교체 주기에 맞춰 필터 정기 배송 · 무전원 시스템의 직수 정수기(전기요금 0원) · 가로 12.8cm의 초소형 정수기

자료: 대신증권 Research Center

III. [해외] 투자포인트

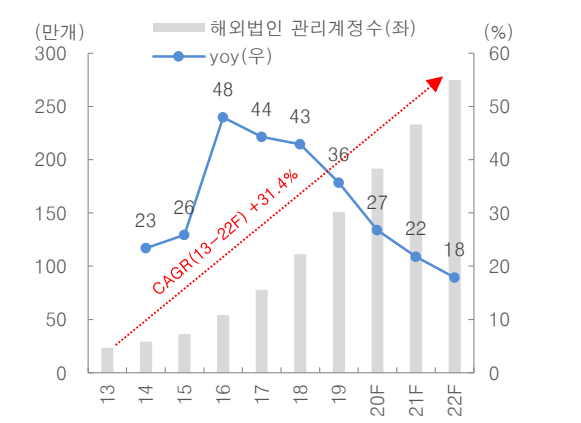
해외 시장, Valuation re-rating 을 이끌 핵심 성장 동력

해외 시장 개척은 Q/의 열쇠

해외 시장의 개척은 내수 시장에서 폭발적인 성장을 기대하기 어렵다는 디스카운트 요인을 해소시키며, 렌탈기업들의 장기적인 성장 모멘텀으로 자리매김하고 있다. 해외 시장의 개척은 폭발적인 계정수 확대를 가능하게 하는 모멘텀으로 작용하기 때문이다. 실제로 코웨이와 쿠쿠홈시스의 해외 계정수는 각각 CAGR(15-19) 42.6%, 182.3% 증가하였다.

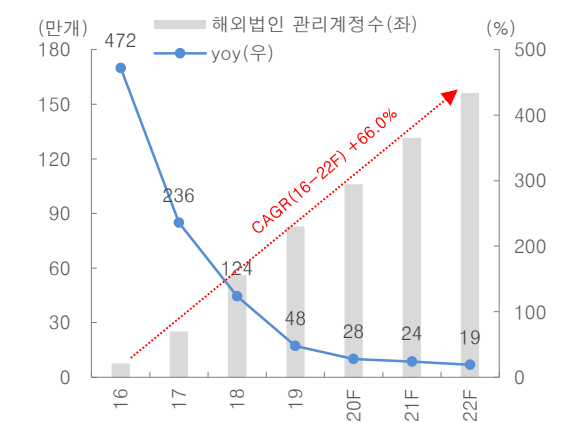
생활/환경가전의 보급률이 상승하기 위해서는 1) 일정한 소득 수준이 뒷받침됨은 물론 2) 해당 환경 가전에 대한 필요성이 대두되어야 하는데, 이 두 가지 요소를 모두 충족한 또는 충족할 시장의 발굴은 국내 렌탈 기업들의 valuation re-rating을 이끌 핵심 성장 동력이 될 것으로 전망한다. 특히 아세안 지역은 향후 지속적인 중산층 확대 및 구매력 향상이 예상되어 성장 잠재력이 높은 시장이다. 젊은층의 비율이 높은 인구 구조도 향후 시장 확대 가능성이 높음을 시사한다.

그림 21. 코웨이 해외 관리계정(yoy) 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 22. 쿠쿠홈시스 해외 관리계정(yoy) 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

말레이시아, 떠오른 태양

말레이시아, 국내
렌탈 기업들의 주
격전지로 부상

말레이시아는 국내 렌탈 기업들의 주 격전지로, 렌탈 비즈니스의 시초인 정수기 렌탈이 중심을 이루고 있다. 코웨이는 말레이시아 시장에 최초로 진출(2006년 법인 설립)한 기업이자, 말레이시아에 최초로 렌탈 서비스 및 한국형 코디시스템을 도입한 기업이다. 코웨이 말레이시아 법인의 지난 3분기 말 기준 관리 계정수는 164만개로, 코웨이는 말레이시아 정수기 시장의 약 40% 점유율을 차지한 1위 사업자다. 2015년에 진출한 쿠쿠홈시스템은 100만개의 계정을 보유 중이며, 그 외 청호나이스와 SK매직이 각각 2018년 2월, 12월에 말레이시아 시장에 진출하였다.

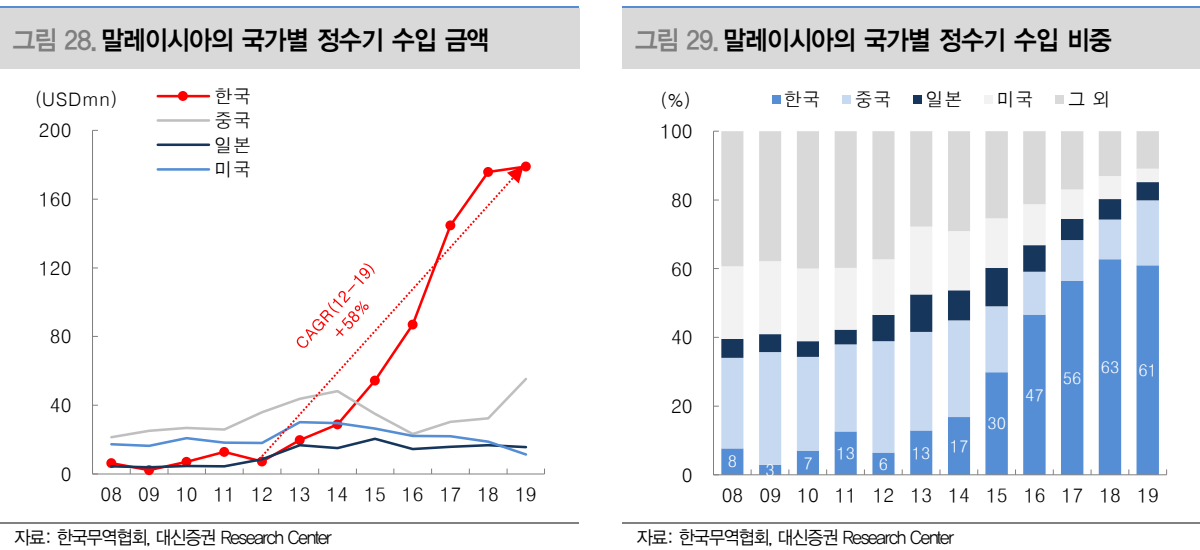
한국은 말레이시아 정수기 수입 시장에서 독보적인 위치를 차지하고 있다. 지난해 말레이시아의 한국으로부터의 정수기 수입은 전체 정수기 수입의 61%를 차지했다. 2013년 이전까지 말레이시아의 주요 정수기 수입국은 중국과 미국이었으나, 코웨이, 쿠쿠홈시스 등 한국 렌탈 기업들의 진출로 한국향 정수기 수입 금액은 CAGR(12-19) 58% 급증했다.

그러나, 성장 지속
가능할 것으로 전망

말레이시아 시장의 성장은 지속될 것으로 전망하는데, 1) 정수기 시장의 성장 여력이 남아있고 2) 렌탈 품목 다변화로 인한 계정수 증대가 가능하기 때문이다.

1) 정수기 시장 성장 여력 남아있다

중장기적으로 말레이시아 정수기 시장은 현재 대비 약 2배 수준의 성장 여력이 남아있다고 판단한다. 지난해 기준 말레이시아 가구수는 약 800만 가구로, 코웨이의 정수기 시장 점유율 40%에서 역으로 추산할 시, 말레이시아 정수기 보급률은 약 30% 수준으로 추정된다. 한국의 정수기 보급률은 약 55-60% 수준임을 감안할 때, 말레이시아 가구의 정수기 침투율은 소득 수준 향상과 함께 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 지난해 말레이시아의 1인당 GDP는 \$11,415로 한국의 0.4배 수준이며 2000년대 초반 한국 수준이다.



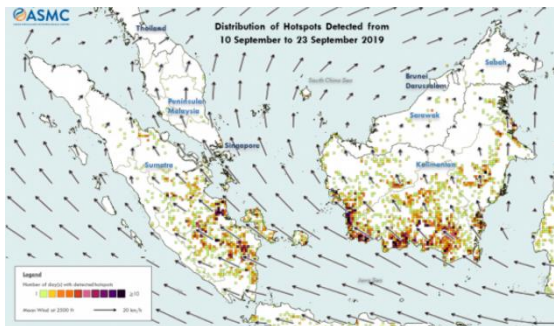
2) 렌탈 품목 다변화로 인한 계정수 증대 가능

정수기 렌탈을 통해 말레이시아는 렌탈에 대한 개념이 보편화된 상태로, 정수기 렌탈을 시발점으로 한 렌탈 품목 다변화가 기대된다. 정수기를 이을 2세대 렌탈 품목은 공기청정기가 될 것으로 전망하는데, 말레이시아의 공기청정기 수요가 증가하고 있기 때문이다.

말레이시아는 인도네시아로부터 날아오는 연무(Haze, 공기 중 미세한 입자가 부유하고 있는 현상)로 인한 대기질 오염 이슈가 심각하다. 연무 재난은 인도네시아의 수마트라와 보르네오 섬에서 시행되는 플랜테이션 농업(불을 질러 대규모 농지를 확보한 뒤 팜나무를 심는 행위)에서 시작된다. 인도네시아는 건기(6~9월)가 시작되면 팜나무를 심으려고 천연림에 산불을 내는데, 유기물이 타면서 내뿜는 연기가 바람을 타고 인접 국가인 말레이시아로 날아와 호흡기, 안과, 피부 질환을 유발한다. 연무로 인해 매해 발생하는 환경이슈와 함께 올해는 코로나 19로 인한 위생에 대한 관심이 더해지며 공기청정기 수요가 증가했다. 올해 10월 누적 기준 한국의 말레이시아 공기청정기 수출 금액은 yoy +47.5% 급증하였다.

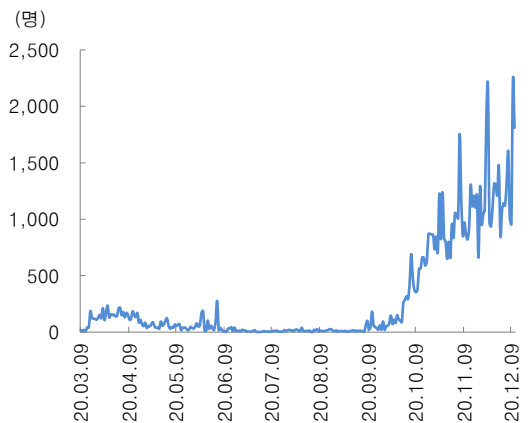
공기청정기 수요 증가는 공기청정기 렌탈 시장의 확대로 이어질 것으로 전망하는데, 렌탈의 방문 관리사를 통한 영업 시스템은 파생 영업을 통한 제품군 확장에 용이하기 때문이다. 코웨이와 쿠쿠홈시스의 말레이시아 법인 인력은 각각 약 1만 2,000여명, 6,000여명으로, 방판 조직을 기반으로 한 라인업 확대가 기대된다.

그림 30. 인도네시아에서 날아오는 연무로 인한 피해와



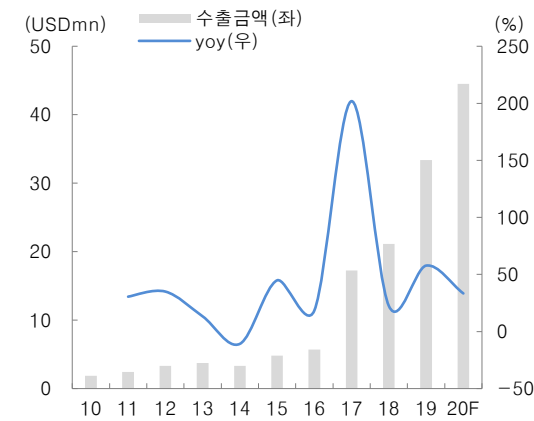
자료: Asean Regional Meteorological Centre, 대신증권 Research Center

그림 31. 코로나19로 인한 공기질에 대한 관심 증가는



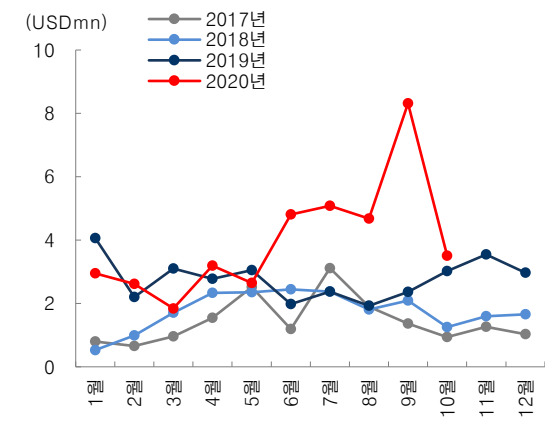
자료: google, 대신증권 Research Center

그림 32. 한국의 말레이시아 공기청정기 수출로 이어짐(1)



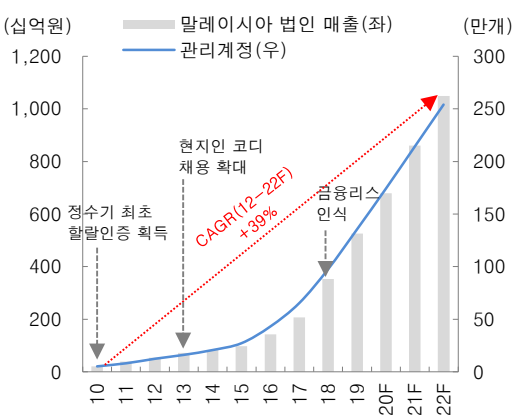
자료: 한국무역협회, 대신증권 Research Center

그림 33. 한국의 말레이시아 공기청정기 수출로 이어짐(2)



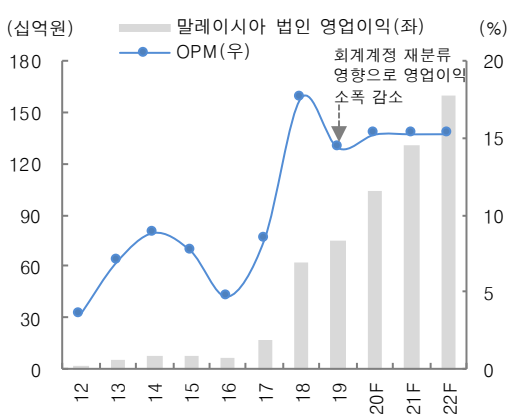
자료: 한국무역협회, 대신증권 Research Center

그림 34. 코웨이 말레이시아 매출액 및 관리계정 추이



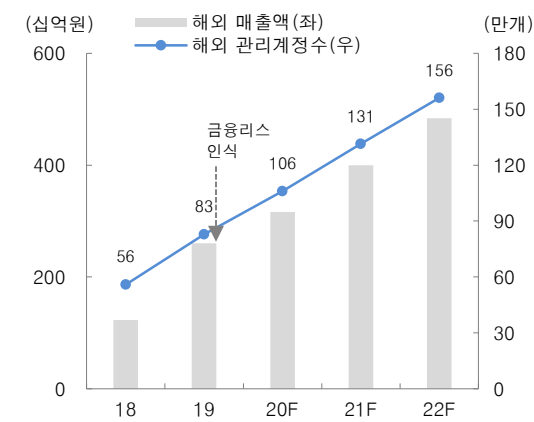
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 35. 코웨이 말레이시아 영업이익(OPM) 추이



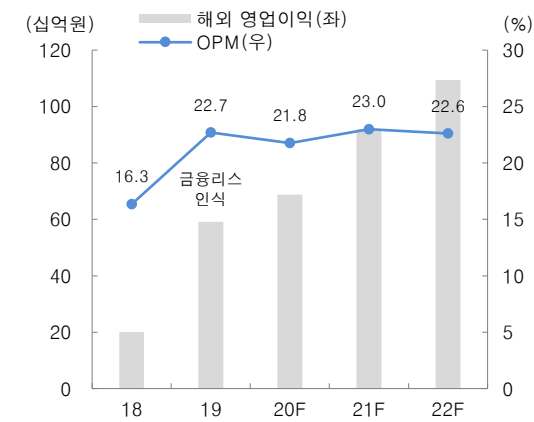
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 36. 쿠쿠홈시스 해외 매출액 및 관리계정 추이



주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 계정이 해외 계정의 대부분을 차지함으로 해외 계정수로 대체
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 37. 쿠쿠홈시스 해외 영업이익(률) 추이



주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 계정이 해외 계정의 대부분을 차지함으로 해외 계정수로 대체
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

인도네시아, 떠오를 태양

중장기적 유망 시장
으로 인도네시아를
제시

렌탈업체들 사이에서 말레이시아의 성공 신화를 뒤이을 해외 시장 발굴 움직임이 활발하다. 인도네시아는 큰 시장규모, 중산층의 확대, 낮은 가전 보급률 등을 고려할 때 국내 렌탈 기업들이 신규로 진출한 해외 시장 중 성장 가능성이 가장 높은 시장이 될 것으로 전망한다.

인도네시아에 가장 먼저 진출한 국내 렌탈 기업은 쿠쿠홈시스로 2018년 1월 법인을 설립하였고, 코웨이는 지난해 3월 법인을 설립하며 영업을 시작했다. 양사 모두 아직은 진출 초기 단계로 유의미한 성과가 나타나고 있지 않으나, 인도네시아는 한국 인구의 약 5.2배, 말레이시아의 약 8.5배를 보유한 전세계 인구 4위 국가로, 렌탈 시장이 안정적으로 안착할 경우 실적 고성장과 함께 valuation re-rating이 가능할 것으로 기대된다.

인도네시아는 빈부 격차가 매우 심하고, 섬나라 특성을 감안 시 하나의 거대 시장이 아닌 여러 개의 작은 시장으로 나누어 세부 시장별 사업전략 수립이 필요하다. 말레이시아와 마찬가지로 인도네시아 시장의 초기 진출은 정수기를 중심으로 진행 중이다. 인도네시아 정수기 렌탈의 잠재적 소비층은 자카르타 등의 대도시가 중심이 될 것으로 전망하는데, 이는 앞서 언급한 생활/환경가전의 보급률이 상승하기 위한 두 가지 조건 1) 일정한 소득 수준 2) 해당 환경 가전에 대한 필요성을 모두 충족하고 있기 때문이다.

1) 정수기, 필요한가?

정수기 필요하다

인도네시아 통계청(Statistics Indonesia, 2020)에 따르면 인도네시아 가구의 약 10.17%가 비위생적인 음용수를 식수로 사용하는 것으로 나타났다. 인도네시아는 하천의 오염이 심각하고 상수도 구축율이 저조하여, 상수도를 식수로 사용하는 비율이 10.08%에 불과하다.

인도네시아는 상수도 대신 병입수 시장이 매우 발전되어 있고, 그 소비량 또한 계속 성장하고 있는데, 이를 통해 대체재인 정수기 시장의 잠재적인 성장 가능성을 엿볼 수 있다. 인도네시아는 식수로써 병입수를 사용하는 비율이 38.25%에 달해 ‘물을 사서 마신다’라는 인식이 보편화돼 있다. 인도네시아 병입수 시장 규모는 CAGR(20-25) 6.9% 성장할 것으로 전망되는데, 병입수 사용 증가는 현지인들의 깨끗한 물에 대한 수요가 높아진다는 뜻이고, 이는 정수기 시장의 확대 가능성을 시사한다.

표 6. 인도네시아 식수로서 병입수를 사용하는 비용이 38%에 달함 (단위: %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Piped Water	10.87	10.66	10.37	10.29	10.08
Pumped Water	15.83	15.42	15.60	16.36	16.36
Bottled Water	29.50	31.30	35.15	36.28	38.25
Protected Well	21.74	21.00	18.69	17.51	16.91
Unprotected Well	5.29	6.04	5.07	4.69	4.06
Protected Spring	9.24	8.48	8.47	8.22	8.22
Unprotected Spring	3.22	3.10	2.84	2.78	2.64
Others	4.30	3.99	3.82	3.86	3.47
Total	100	100	100	100	100

자료: Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

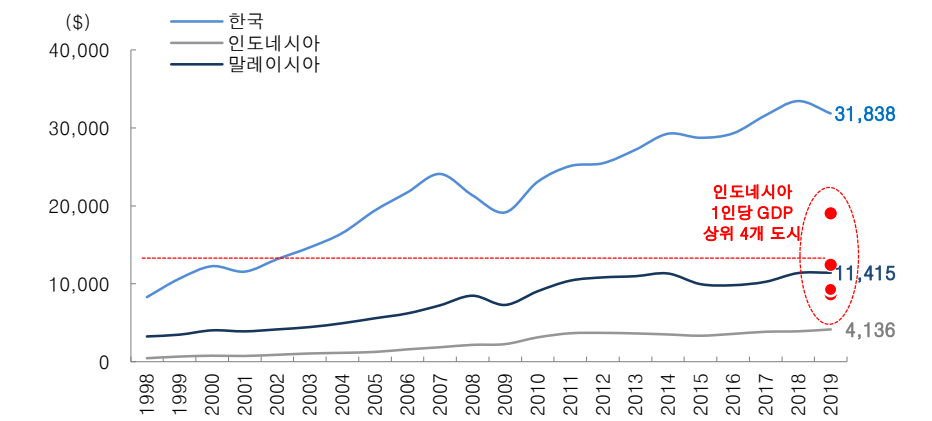
2) 렌탈료, 지불가능한가?

렌탈료 지불가능하다

1인당 GDP는 매달 렌탈료를 납부할 수 있는지를 파악하기 위한 실질적인 지표다. 인도네시아 도시들 중 1인당 GDP 상위 4개 도시 Jakarta, Kalimantan Timur, Kalimantan Utara, Kepulauan Riau의 1인당 GDP는 각각 \$19,023, \$12,419, \$9,283, \$8,656로, 지난해 말레이시아의 1인당 GDP \$11,415 대비 비슷한 또는 그 이상의 소득 수준을 갖추고 있다.

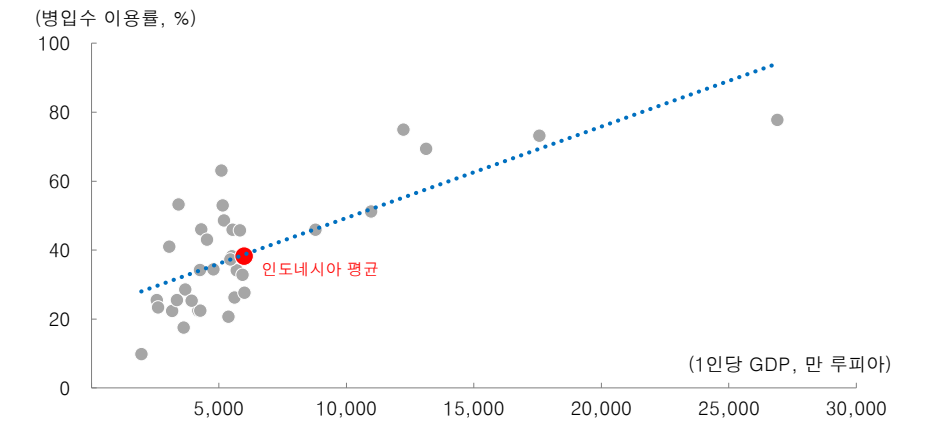
실제로 1인당 GDP가 높을수록 병입수 이용 비율이 높은 것을 확인할 수 있으며(그림 39), 이는 앞서 언급했듯이 대체재인 정수기 시장의 성장 가능성을 시사한다.

그림 38. 인도네시아의 1인당 GDP 상위 4개 도시 vs 말레이시아 vs 한국



자료: 통계청, Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

그림 39. 1인당 GDP가 높을수록 병입수 이용 비율이 높게 나타남



자료 : Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

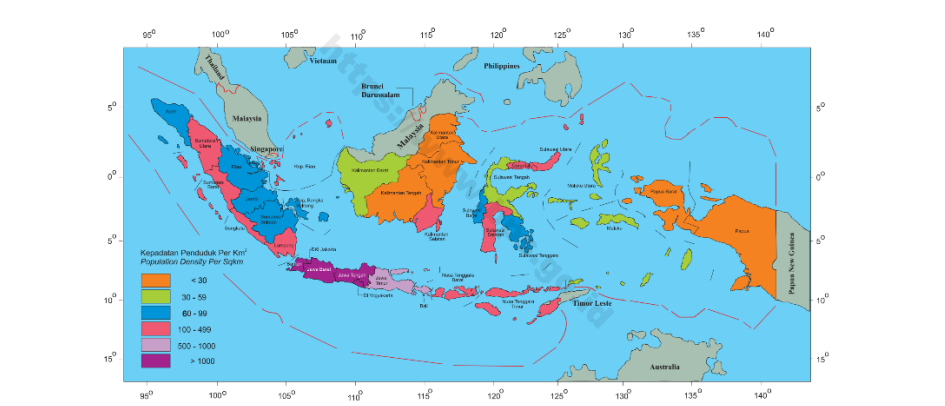
두 개의
대도시만으로도
100만 계정 확보
가능

3) Q 어디까지 가능할까?

이들 네 도시 중 Jakarta와 Kepulauan Riau는 방문 관리사를 통한 영업 시스템을 구축하기 유리한 구조를 가지고 있는데, 인구 밀도가 km^2 당 각각 15,900명, 267명에 달하기 때문이다. 이는 방문 관리사 한 명당 관리할 수 있는 가구수를 증대시켜 업무 효율성을 증가시키고 인건비 감소로 이어진다.

Jakarta와 Kepulauan Riau의 가구원수는 3.8명으로 정수기가 다인가구를 중심으로 보급됨을 고려할 때 침투 가능성이 높다고 판단된다. 이 두 도시의 합산 가구수는 334만 가구로 말레이시아 정수기 보급률 30%를 가정할 시 추산되는 계정수는 약 100만 계정이다. 통상적으로 렌탈 업체들의 경우 10만 계정을 확보하면 손익분기점을 넘기는 것이 가능하고, 100만 계정을 확보하면 안정적으로 기반을 형성하였다고 여겨짐을 고려할 때, 인도네시아 시장은 중장기적으로 안정적인 시장으로 자리매김할 것으로 기대된다.

그림 40. 인도네시아 인구 밀도



자료 : Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

표 7. 인도네시아 도시별 정수기 렌탈 시장 침투 가능성 (단위: %, \$, 천명, 명/km²)

도시명	병입수 사용률	1인당 GDP	월평균 임금	인구	인구밀도	가구원수	가구수
DKI Jakarta	77.7	19,023	316	10,558	15,900	3.8	2,759
Kepulauan Riau	75.0	8,656	302	2,190	267	3.8	579
Papua	26.3	3,969	283	3,379	11	4.3	785
Kalimantan Timur	73.2	12,419	276	3,721	29	4.0	925
Banten	53.0	3,637	272	12,927	1,338	4.1	3,169
Kalimantan Utara	69.4	9,283	239	742	10	4.4	167
Papua Barat	46.0	6,214	238	960	9	4.5	212
Jawa Barat	46.0	3,047	236	49,317	1,394	3.8	13,075
Sulawesi Utara	48.6	3,672	234	2,507	181	3.9	641
Kalimantan Tengah	46.0	3,914	212	2,715	18	3.9	704
Bali	45.7	4,118	211	4,337	750	3.8	1,150
Maluku	25.6	1,814	208	1,803	38	4.8	375
Kepulauan Bangka Belitung	63.1	3,601	208	1,489	91	3.9	379
Indonesia	38.3	4,241	206	268,075	140	3.9	68,701
Sulawesi Selatan	34.2	4,032	202	8,851	189	4.4	2,030
Kalimantan Selatan	34.2	3,011	202	4,244	110	3.7	1,140
Maluku Utara	22.4	2,236	199	1,256	39	4.8	259
Riau	51.2	7,760	198	6,972	80	4.2	1,674
Sumatera Barat	43.1	3,202	190	5,441	130	4.2	1,291
Sulawesi Tenggara	34.4	3,379	186	2,705	71	4.4	609
Kalimantan Barat	22.5	2,961	179	5,069	34	4.3	1,179
Bengkulu	17.6	2,561	176	1,992	100	4.0	502
Jawa Timur	32.9	4,189	175	39,699	831	3.6	10,956
Sumatera Utara	38.3	3,892	175	14,563	200	4.3	3,400
Sulawesi Tengah	37.4	3,852	174	3,054	49	4.2	719
Gorontalo	53.3	2,419	170	1,203	107	4.3	283
Aceh	41.0	2,161	167	5,372	93	4.2	1,274
Nusa Tenggara Barat	23.4	1,850	165	5,070	273	3.6	1,408
Jambi	27.6	4,247	164	3,625	72	4.0	902
DI Yogyakarta	28.6	2,601	163	3,843	1,227	3.3	1,156
Sumatera Selatan	20.7	3,799	163	8,471	92	4.1	2,060
Lampung	22.5	3,018	161	8,448	244	3.9	2,141
Jawa Tengah	25.3	2,774	155	34,718	1,058	3.7	9,309
Sulawesi Barat	25.5	2,375	153	1,380	82	4.5	308
Nusa Tenggara Timur	9.9	1,385	149	5,456	112	4.6	1,182

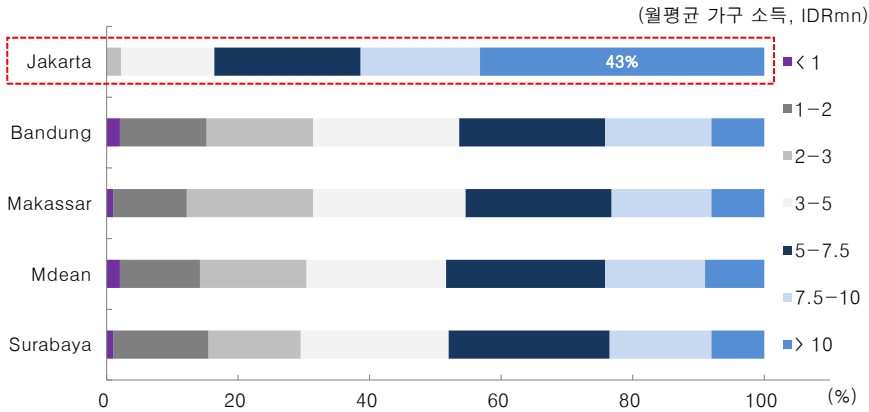
자료: Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

★ 자카르타, 매력적인 시장

자카르타, 유망 도시

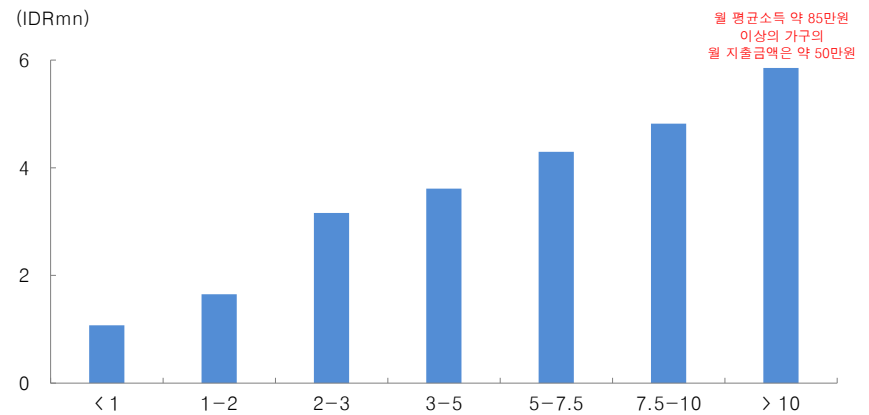
Deloitte에 따르면 자카르타는 월 평균 소득 천만 루피아(약 85만원) 이상의 고소득 가구 비중이 43%에 달한다. 월 평균 소득 천만 루피아 이상 가구의 월 평균 지출 금액은 585만 루피아(약 50만원)로 나타났으며, 이들의 음료와 신용카드 지출액은 각각 5%(약 25,000원), 8%(약 40,000원)에 달했다. 정수기 월 렌탈 비용(약 28,000원)과 렌탈료가 카드로 납부된다는 점을 고려 시, 소득 및 지출 측면에서 자카르타의 정수기 렌탈 대중화 가능성은 충분하다고 판단된다.

그림 41. 자카르타의 월 소득 천만 루피아 이상 가구 비중은 43%



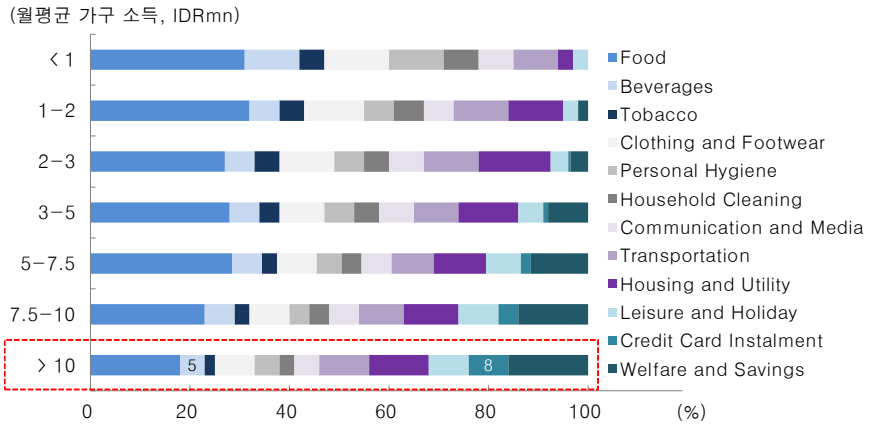
자료: Deloitte, 대신증권 Research Center

그림 42. 월평균 소득 천만 루피아 이상 가구의 월 평균 지출금액은 585만 루피아



자료: Deloitte, 대신증권 Research Center

그림 43. 월 평균 소득 천만 루피아 이상 가구는 지출의 5%를 음료에, 8%를 카드값에 사용



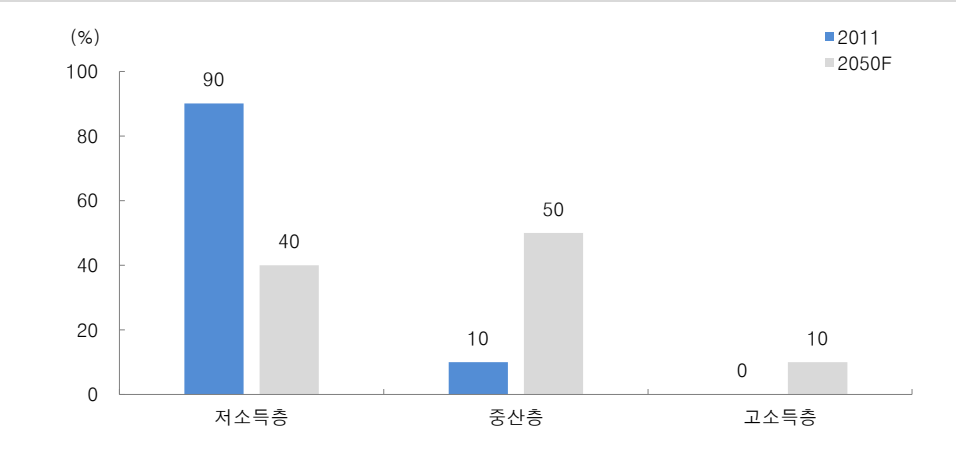
자료: Deloitte, 대신증권 Research Center

인도네시아 중산층
비중 확대와 함께 점
진적 시장 확대 예상

인도네시아 전체의 경우 1인당 GDP(\$4,136)는 말레이시아의 2000년대 초반 수준으로, 코웨이의 말레이시아 시장 진출 시기(2007년)를 고려할 때, 인도네시아 시장 전체에서 사업 기반을 갖추기까지는 말레이시아보다 장기간의 시간이 소요될 것으로 예상된다. 하지만 인도네시아의 중산층 이상 비중은 2011년 10%에서 2050년 60%로 확대될 것으로 전망되는 점을 고려 시, 소득 수준의 향상과 함께 점진적인 시장 확대가 예상된다.

또한 앞서 언급했듯이 인도네시아는 수마트라와 보르네오 섬에서 시행되는 플랜테이션 농업으로 인한 연무 문제가 심각하여, 중장기적으로 공기청정기로의 품목 확대도 용이할 것으로 기대된다.

그림 44. 인도네시아 소득계층별 비율



자료: HSBC, 대신증권 Research Center

표 8. 전세계 중산층 소비(상위 10 개 국가) (단위: 조달러, %)

국가	2015	비중	국가	2020F	비중	국가	2030F	비중
미국	4.7	13	중국	6.8	16	중국	14.3	22
중국	4.2	12	미국	4.7	11	인도	10.7	17
일본	2.1	6	인도	3.7	9	미국	4.7	7
인도	1.9	5	일본	2.1	5	인도네시아	2.4	4
러시아	1.5	4	러시아	1.6	4	일본	2.1	3
독일	1.5	4	독일	1.5	4	러시아	1.6	3
브라질	1.2	3	인도네시아	1.3	3	독일	1.5	2
영국	1.1	3	브라질	1.2	3	멕시코	1.3	2
프랑스	1.1	3	영국	1.2	3	브라질	1.3	2
이탈리아	0.9	3	프랑스	1.1	3	영국	1.3	2

자료: Global Economy and Development, 대신증권 Research Center

IV. 위험 요인

렌탈 기업의 펀더멘털, 닭(현금 창출 능력)이 먼저냐? 달걀(성장성)이 먼저냐?

현금 창출 능력 vs.
외형 성장 속도

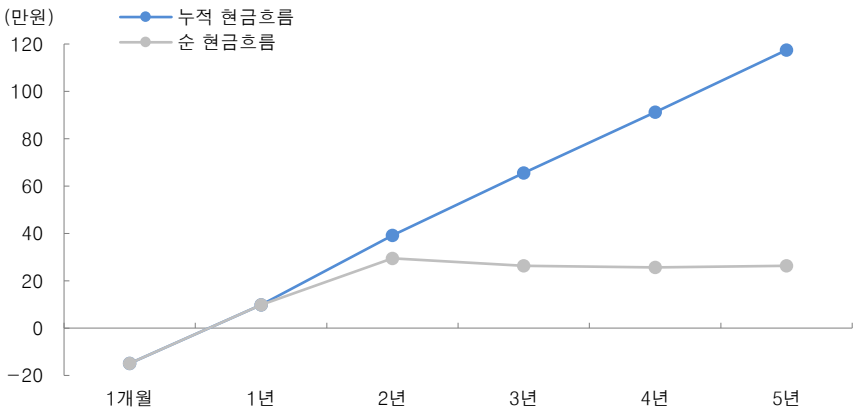
렌탈 기업의 체력을 평가할 시, 현금 창출 능력은 외형 성장 못지않게 부각돼야 할 요소다. 렌탈 산업의 가장 큰 장점은 안정적인 현금 흐름의 창출이나, 모든 렌탈 업체들이 안정적인 현금 흐름을 창출하는 것은 아니기 때문이다. 렌탈 산업은 비용지출이 수익실현을 선행하는 사업 구조로 인해 사업 초기에는 (-) 현금흐름이 불가피한 특성을 지닌다. 렌탈 계약 초기에는 제조원가 등 대규모 비용 유출이 발생하나 매출은 매달 1/60씩 점진적으로 발생하기 때문이다. 즉 초기의 (-) 현금흐름을 매꿀 수 있을 만큼의 고객 기반을 확보한 사업자만이 안정적인 현금 흐름을 향유할 수 있다.

표 9. (+) 현금흐름 달성까지 약 1년이 소요됨 (단위: 원)

현금유입	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	339,273	339,273	339,273
현금유출	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
제품제조원가	152,536	152,536				
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 A/S 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타 변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
소계	272,085	377,363	89,366	76,638	82,435	76,253
순 현금흐름	-149,176	97,546	294,634	262,635	256,838	263,020
누적 현금흐름	-149,176	97,546	392,180	654,815	911,653	1,174,673

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 45. (+) 현금흐름 달성까지 약 1년이 소요됨



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

예컨대 안마의자로 유명한 바디프랜드의 경우 별도 기준 매출액이 CAGR(11-19) 38% 증가했음에도 불구하고 매출채권의 증가로 지난해 영업활동현금흐름은 -550억원을 기록하였다. 신규사업자 현대렌탈케어 또한 매출 신장률이 CAGR(15-19) 89%를 기록했음에도 불구하고 매출채권 및 재고자산의 증가로 설립 이후 꾸준히 (-) 영업활동현금흐름을 기록 중이다.

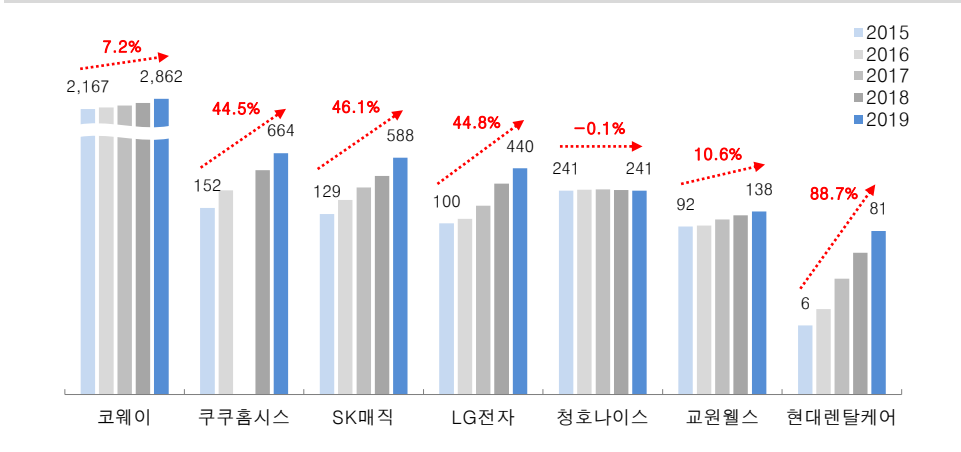
반면 렌탈 시장 2위권 그룹에 속해있는 쿠쿠홈시스와 SK매직의 영업활동현금흐름은 안정적인 궤도에 올라서고 있는 단계로 평가된다. 쿠쿠홈시스는 2019년 4분기 이후 4개 분기 연속 (+) 영업활동현금흐름을 창출 중으로, 올해 3분기 누적 영업활동현금흐름은 353억원을 기록하였다. SK매직은 2017년 말 누적계정 126만개를 기록하며 2017년 4분기 영업활동현금흐름이 (+)로 전환하기도 하였으나, 연간으로 처음 (+) 영업활동현금흐름을 달성한 시점은 지난해다. SK매직의 올해 3분기 누적 영업활동현금흐름은 76억원을 기록했다. 쿠쿠홈시스와 SK매직(렌탈 부문)의 매출이 CAGR(15-19) 각각 45%, 46% 고성장했음과 비교 시, 현금 창출 능력은 아직 외형 성장 속도에 미치지 못하고 있으나, 지난 4년 간의 고성장으로 렌탈 비즈니스는 안정화 국면에 접어든 것으로 판단하는 바, 현금 유입과 유출 간의 차이는 빠르게 감소할 것으로 전망된다.

국내 렌탈 시장의 선발 주자인 코웨이는 후발 주자들과 달리 2002년 이후 꾸준히 (+) 영업활동현금흐름을 창출 중이다. 잉여현금흐름(영업활동현금흐름-Capex) 역시 연간 약 1,500억원에 달해, 앞서 후발 주자들과 비교 시 확연히 눈에 띄는 현금 창출 능력을 지녔다고 평가된다. 코웨이의 지난 4년 평균 국내 렌탈 매출 성장률은 4.6%를 기록했는데, 높은 베이스를 감안 시 유의미한 성장세를 지속 중인 것으로 판단된다. 또한 말레이시아 등 해외로 렌탈 시장을 확장(말레이시아 매출 CAGR(15-19) 52%)함으로써 성장성과 현금 창출력 사이의 균형을 유지 중이다.

반면 또다른 선발 주자인 청호나이스는 2018년을 제외하고 꾸준히 (+) 영업활동현금흐름을 창출 중이나, 렌탈 매출 증가율이 CAGR(10-19) 3.0%로 경쟁사들과 비교 시 성장성이 사뭇 떨어지는 양상이다.

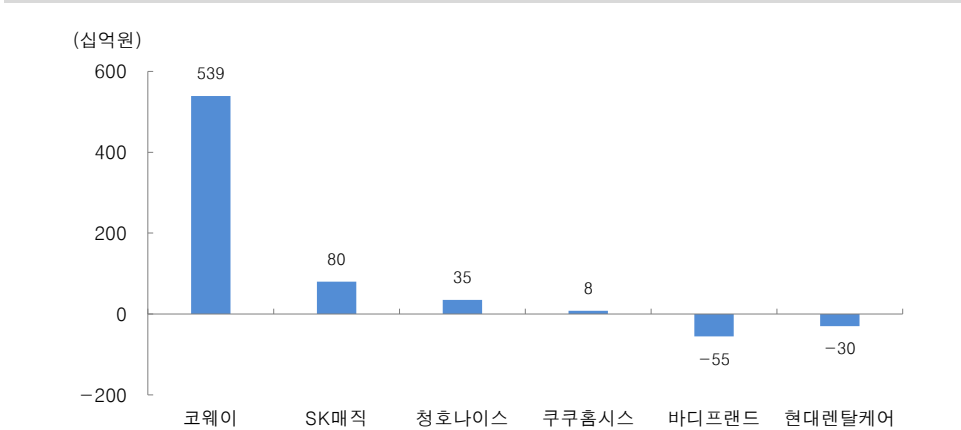
즉, 렌탈 기업의 체력을 평가할 시 외형 성장과 현금 창출 능력은 반드시 함께 고려돼야 할 요소로서, 현금흐름의 창출 없이 성장만 하는 기업은 흑자도산 위험이 존재할 것이고, 성장 없이 현금만 창출하는 기업은 투자 매력도가 떨어질 것이다.

그림 46. 렌탈 업체들 매출 성장률 비교



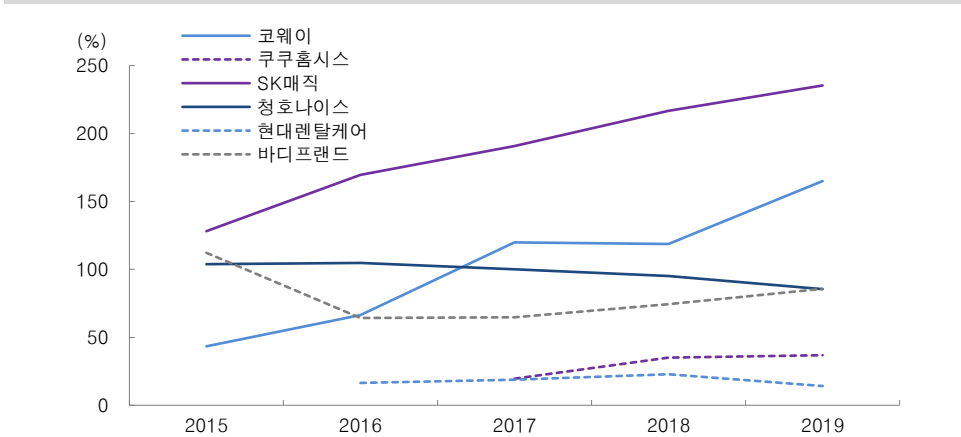
주: [코웨이] 화장품, 코웨이엔텍 매출 제외, [쿠쿠홈시스] 상장 전 매출은 쿠쿠홈시스의 렌탈 부문 매출, [LG전자] 렌탈 매출액은 리스료 수익으로 계산, [SK매직, 청호나이스, 교원웰스] 렌탈 매출만 포함
 자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 47. 렌탈 업체들 영업활동 현금흐름 비교



주1: 2019년 말 기준, 주2: 바디프랜드는 별도 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 48. 렌탈 업체들 부채비율 비교



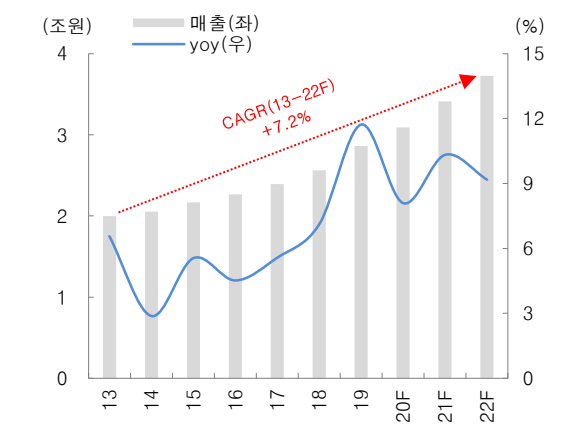
주1: 2019년 말 기준, 주2: 바디프랜드는 별도 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 10. 코웨이 (단위: 십억원, %, 만개)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
전체 매출액-화장품-수처리	1,996	2,053	2,167	2,265	2,391	2,561	2,862
yoy	6.6	2.9	5.5	4.5	5.6	7.1	11.7
계정수	568	591	614	624	653	701	779
영업활동으로인한현금흐름	537	537	513	358	554	539	539
당기순이익	245	250	343	243	326	350	332
비현금항목 조정	374	415	448	467	476	541	663
유형자산감가상각비	191	206	220	225	227	247	271
제조원가 감가상각비	175	192	209	216	218	237	245
판매관리 감가상각비	15	13	11	9	9	10	26
렌탈자산폐기손실	41	42	42	47	43	49	51
운전자본 변동	-41	-29	-195	-232	-148	-237	-308
금융리스채권의 증가			-40	-101	-92	-173	-263
투자활동으로인한현금흐름	-76	-299	-329	-367	-290	-394	-383
CAPEX	-268	-306	-329	-328	-337	-400	-391
Capex/매출	12.6	14.2	14.2	13.8	13.4	14.8	12.9
영업활동현금흐름-Capex	269	231	184	29	217	139	149

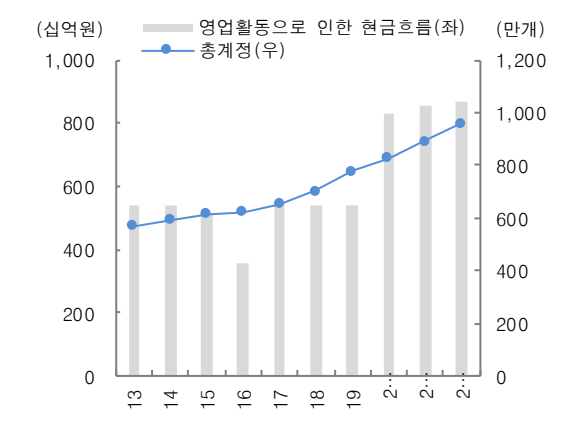
주: 코웨이는 2015년부터 금융리스 도입
자료: 대신증권 Research Center

그림 49. 코웨이 매출액 추이



주: 연결 매출액에서 화장품, 코웨이엔텍, 그린엔텍 매출 제외
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 50. 코웨이 영업활동 현금흐름 추이



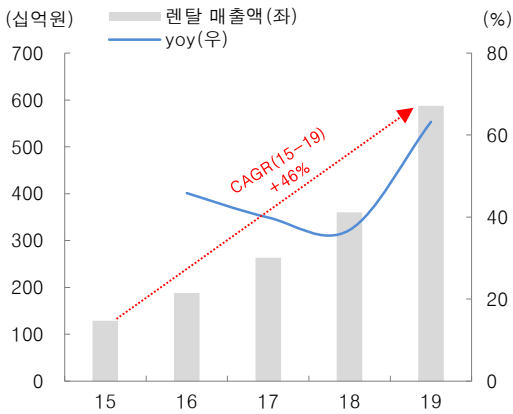
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 11. SK 매직 (단위: 십억원, 만개)

	2016	2017	2018	2019
렌탈 매출액	188	263	360	588
yoy	45.8	39.9	36.8	63.2
계정수	97	126	154	180
영업활동으로 인한 현금흐름	-15	-29	-42	80
연결 당기순이익	13	16	18	40
비현금항목 조정	71	70	114	166
감가상각비	37	47	70	86
렌탈자산폐기손실	-	-	14	21
운전자본 조정	-89	-117	-164	-113
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-23	-24	-116
Capex	-10	-21	-22	-112
영업활동현금흐름-Capex	-25	-51	-64	-32

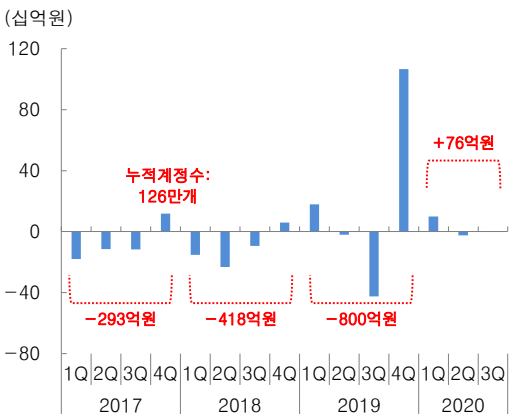
주: 렌탈 매출액
자료: SK 매직, 대신증권 Research Center

그림 51. SK 매직 렌탈 매출액 추이



주: 렌탈 매출액 / 자료: SK매직, 대신증권 Research Center

그림 52. SK 매직 영업활동 현금흐름 추이



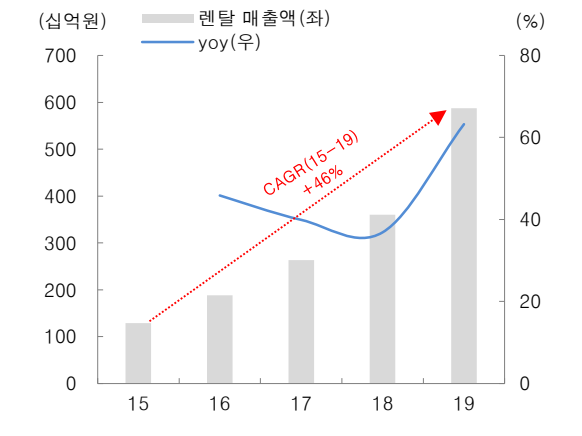
자료: SK매직, 대신증권 Research Center

표 12. 쿠팡시스템스 영업활동 현금흐름 (단위: 십억원)

	2018	2019
매출액	419	664
yoy		58.5
계정수	189	241
영업활동으로 인한 현금흐름	-33	8
연결 당기순이익	38	80
비현금항목 조정	105	147
감가상각비	62	90
운전자본 조정	-168	-202
금융리스채권의 증가		-134
재고자산의 변동	-123	-76

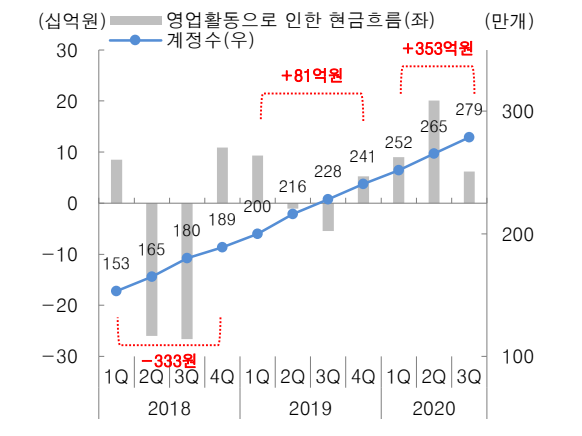
주: 쿠팡시스템스는 2019년부터 금융리스 도입
자료: 대신증권 Research Center

그림 53. 쿠쿠홈시스 매출 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 54. 쿠쿠홈시스 영업활동 현금흐름 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

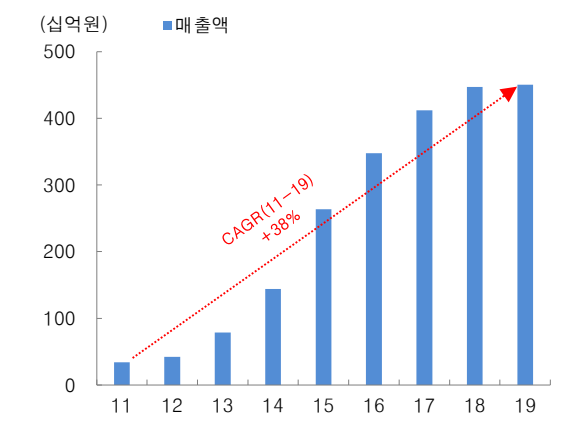
표 13. 바디프랜드

(단위: 십억원, 만개)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	34	42	79	144	264	348	412	447	450
yoy		23.4	86.8	83.1	83.3	31.9	18.5	8.5	0.8
영업활동으로 인한 현금흐름	1	3	-17	-19	-45	16	85	-22	-55
당기순이익	6	13	13	18	49	46	64	60	39
비현금항목 조정	0	0	-7	7	7	24	23	9	29
감가상각비	0	0	1	1	5	10	12	16	21
운전자본 조정	-5	-2	-31	-43	-101	-56	-6	-80	-95
매출채권의 증가	-8	1	-25	-41	-92	-59	-15	-77	-61
재고자산의 증가	0	0	-4	-4	-4	-5	-4	-1	-26

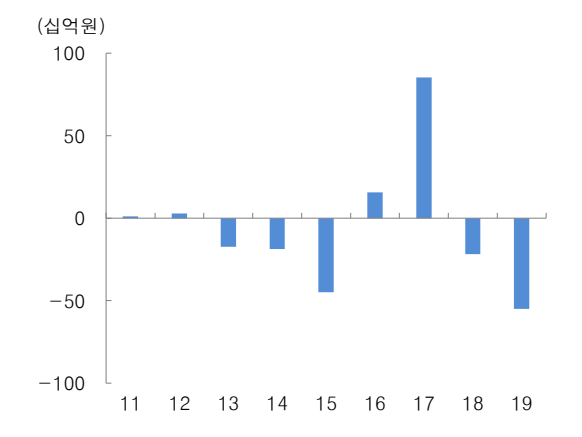
주: 별도 기준
자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 55. 바디프랜드 매출액 추이



주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 56. 바디프랜드 영업활동 현금흐름 추이



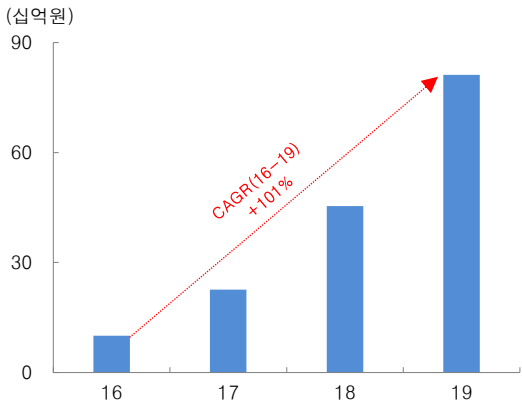
주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

표 14. 현대렌탈케어 (단위: 십억원, 만개)

	2016	2017	2018	2019
매출액	10	23	45	81
yoy		125.5	100.5	79.1
계정수	5.7	14.3	24.3	32.6
영업활동으로 인한 현금흐름	-36	-46	-43	-30
당기순이익	-21	-25	-23	-17
비현금항목 조정	4	10	20	32
감가상각비	3	9	17	27
렌탈자산폐기손실	-	-	2	5
운전자본 조정	-19	-31	-41	-46
매출채권의 증가	1	-2	-3	-4
장기매출채권의 증가	-	-	-1	-11
재고자산의 증가	-13	-20	-25	-24
렌탈자산의 증가	-5	-9	-13	-11

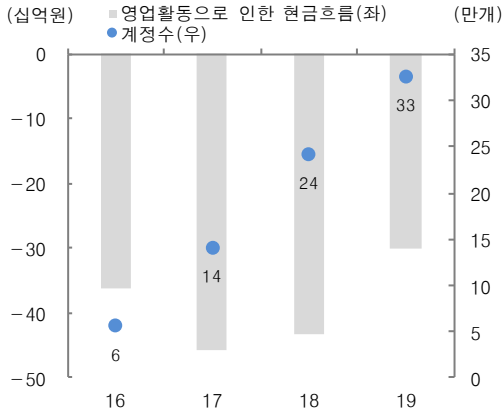
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

그림 57. 현대렌탈케어 매출액 추이



자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

그림 58. 현대렌탈케어 영업활동 현금흐름 추이



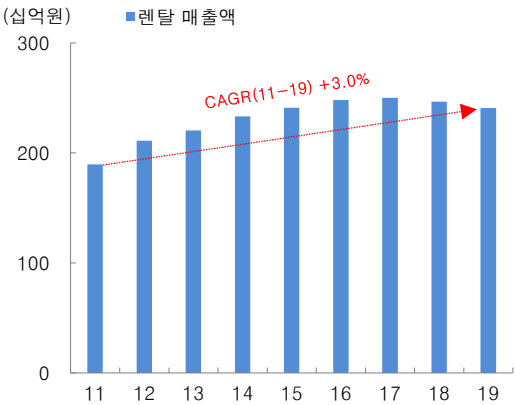
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

표 15. 청호나이스 (단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
렌탈 매출액	190	211	220	233	241	248	250	247	241
yoy		11.3	4.3	5.9	3.4	2.9	0.8	-1.4	-2.4
영업활동으로 인한 현금흐름	-6	11	18	20	29	8	28	-2	35
연결 당기순이익	1	2	8	13	16	14	21	5	21
비현금항목 조정	57	61	63	58	54	61	59	64	60
감가상각비	38	42	41	43	44	47	47	50	49
렌탈자산폐기손실	13	12	12	7	5	9	7	6	4
운전자본 조정	-64	-51	-53	-51	-42	-67	-52	-71	-47
재고자산의 증가	-64	-50	-53	-52	-50	-56	-46	-46	-42

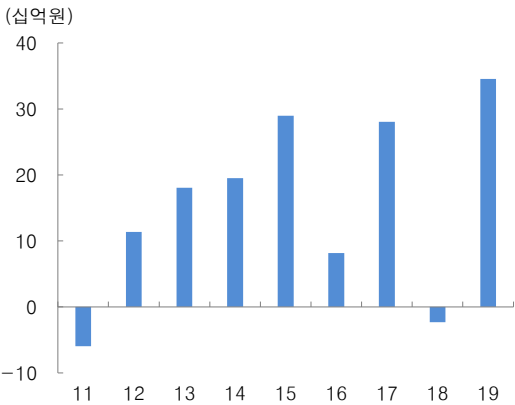
자료: 청호나이스, 대신증권 Research Center

그림 59. 청호나이스 렌탈 매출액 추이



주: 렌탈 매출액 / 자료: 청호나이스, 대신증권 Research Center

그림 60. 청호나이스 영업활동 현금흐름 추이



자료: 청호나이스, 대신증권 Research Center

V. Appendix

주요 렌탈 사업자 현황

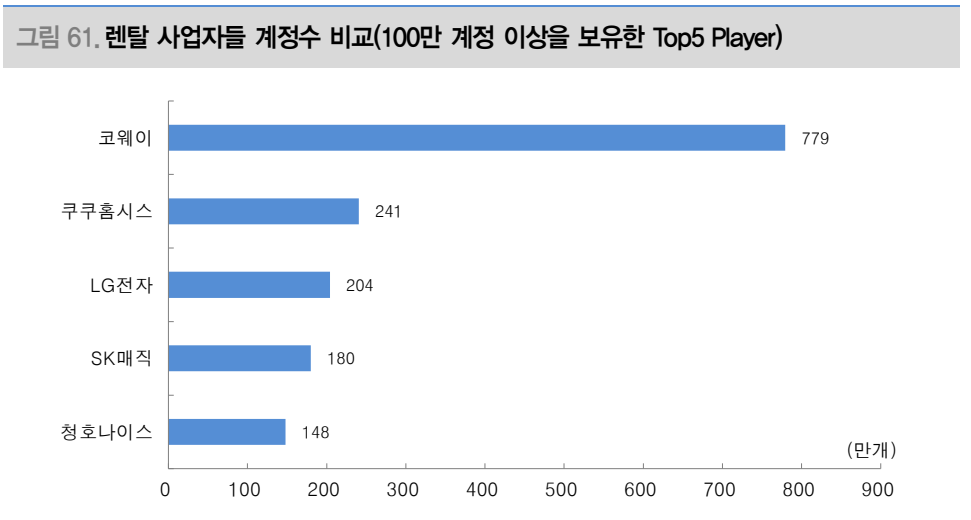
1위: 코웨이
2위 그룹: LG전자,
SK매직, 쿠쿠홈시스

계정수(Q)에서 1위를 점하고 있는 기업은 코웨이다. 코웨이의 3분기 말 기준 계정수는 812만개(국내 631만개+해외 181만개)로 2위 사업자 대비 3배 이상의 계정수이며, 국내 렌탈 계정수는 국내 총 렌탈 계정의 약 절반 수준으로 지배사업자의 위치를 공고히 하고 있다.

LG전자의 계정수는 지난해 기준 204만개로, 올해말까지 270만 계정 이상을 확보할 계획이라고 밝힌 바 있다. LG전자는 가전 사업에서의 강점 및케어솔루션을 내세워 소비자와의 접점을 넓히는 중이다. 지난해 LG전자의 리스로 수익(렌탈)은 4,398억원을 기록하며 H&A 부문 내 매출 비중은 2017년 0.9%에서 지난해 2.0%까지 확대됐다.

SK매직은 2016년 동양매직을 인수한 후 괄목한 만한 성장세를 보이고 있으며, 3분기 말 기준 198만개의 계정을 보유하고 있다. 지난해 말 계정수가 180만개로 매 분기 약 6만 개씩 순증하고 있음을 감안할 때, 올해까지 200만개 이상의 계정을 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 한편 SK매직은 SK텔레콤의 T멤버십 제휴를 통해 렌탈 가격 할인 혜택을 제공하는 등 SK그룹 내 시너지를 통한 성장성을 확보 중이다.

쿠쿠홈시스의 3분기 말 계정수는 279만개(국내 179만개+해외 100만개)로, ‘쿠쿠하세요 쿠쿠’라는 브랜드 인지도가 렌탈 시장에서도 작용하며 시장 점유율을 확대했다. 현재는 자가관리형 제품 판매 강화를 통해 렌탈 시장에 처음 진입하는 중저가 수요를 빠르게 흡수 중이다.



기업분석

Initiation

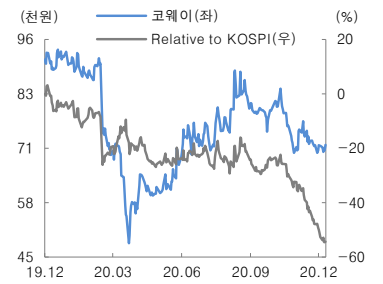
코웨이
(021240)

이나연 nayeon.lee@dashin.com

투자 의견 Buy
매수, 신규
6개월 목표주가 94,000
신규
현재주가 71,300
(20.12.11) 유통

KOSPI	2770.06
시가총액	5,262십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	93,600원 / 48,250원
120일 평균거래대금	164억원
외국인지분율	60.59%
주요주주	넷마블 외 5 인 25.13% 국민연금공단 7.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-9.4	-5.1	-19.9
상대수익률	-16.7	-21.6	-25.4	-39.1



성장하는 가치주

투자의견 매수, 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시

– 코웨이에 대해서 투자의견 매수와 DCF Valuation으로 산출된 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시. 적정주가 94,000원은 현재가 71,300원 대비 31.4%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 14.8배에 해당하는 수치

투자포인트

– [현금 창출 능력] 코웨이의 관리계정수는 CAGR(13–19) 약 5.4% 성장을 지속해왔으며, 이로부터 창출되는 안정적인 현금흐름을 기반으로 매년 약 8,500억원의 영업활동 현금흐름과 약 4,000억원의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 전망. 동사와 경쟁사들 간의 현금흐름상의 격차는 중장기적 프리미엄을 가능케 하는 핵심으로 판단

– [국내] 코웨이의 국내 환경가전사업은 다변화된 포트폴리오를 바탕으로 국내 시장의 저성장 불황 국면 속에서도 GDP 성장률을 상회하는 성장세를 지속. 국내 환경가전사업 매출은 2020~2022년 역시 당사가 추정하는 GDP 성장률을 각각 1.7%p, 2.7%p, 1.4%p 상회하며, CAGR(19–22F) 3.2%의 성장세를 지속할 것으로 전망

– [해외] 해외 법인의 성장성은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠로, 해외 법인의 매출 기여도는 2022년 32.5%까지 확대될 것으로 전망. 지난해 기준 전사 매출액에서 해외 법인이 차지하는 비중은 21.5%로 정수기(31.6%)보다 낮았지만, 2022년에는 해외 법인의 매출 기여도가 32.5%까지 상승하며 가장 높은 비중을 차지할 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,196	3,553	3,872
영업이익	520	458	615	648	692
세전순이익	469	451	576	613	663
총당기순이익	350	332	432	460	497
지배지분순이익	350	333	432	461	498
EPS	4,735	4,511	5,855	6,240	6,745
PER	15.6	20.6	12.2	11.4	10.6
BPS	14,711	14,611	18,096	23,212	28,825
PBR	5.0	6.4	3.9	3.1	2.5
ROE	33.8	30.7	35.8	30.2	25.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

I. Summary

코웨이에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 94,000원으로 커버리지 개시

코웨이에 대해서 투자 의견 매수와 DCF Valuation으로 산출된 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가 94,000원은 현재가 71,300원 대비 31.4%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 14.8배에 해당하는 수치다. 현재 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치해있으며, 2021년 매출 및 이익 증가 예상으로 인한 상승 모멘텀을 보유하고 있음을 고려 시 주가 할인 요인은 점차 완화될 것으로 전망한다. 올해 일회성 요인(CS닥터 충당금 환입 128억원 등)을 제거 한 2021년 매출 및 이익 성장률은 각각 12.0%, 9.4%로 전망된다.

변경된 배당 정책에 따라 주당 배당금은 2020년, 2021년 각각 1,150원으로 감소할 것으로 예상하며 이에 따른 배당수익률은 1.6%로 환산된다. 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하겠으나 1) 배당 재원으로 활용됐던 단기차입금이 감소하며, 2) 부채 비율은 지난해 165%에서 2022년 62%까지 감소, 3) 2022년 순현금 포지션으로 전환할 것으로 전망한다. 재무구조 개선을 통한 중장기적 성장 가능성과 아울러 안정적인 실적까지 고려 시 동사의 투자 매력도는 충분하다는 판단이다.

투자포인트:

★계정수 시장점유율 1위에서 빛나는 안정적인 현금흐름의 창출

동사의 관리계정수는 CAGR(13~19) 약 5.4% 성장을 지속해왔으며, 이로부터 창출되는 안정적인 현금흐름을 기반으로 매년 약 8,500억원의 영업활동 현금흐름과 약 4,000억원의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 전망한다. 동사와 경쟁사들 간의 현금흐름상의 격차는 중장기적 프리미엄을 가능케 하는 핵심으로 판단한다.

★ [국내] 국내 환경가전만으로도 성장여력 有

동사는 국내 렌탈 사업자 중 유일하게 품목 다변화가 이뤄진 업체다. 다변화된 포트폴리오를 바탕으로 국내 환경가전사업은 국내 시장의 저성장 불황 국면 속에서도 GDP 성장률을 상회하는 성장세를 지속해왔다. 국내 환경가전사업 매출액은 2020~2022년 역시 당사가 추정하는 GDP 성장률을 각각 1.7%p, 2.7%p, 1.4%p 상회하며, CAGR(19~22F) 3.2%의 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

한편 동사는 IoT를 탑재한 신제품 출시로 제품의 프리미엄화를 진행 중으로, IoT 사업 경쟁력 강화는 동사의 중장기적 성장 동력으로 작용할 것으로 전망한다.

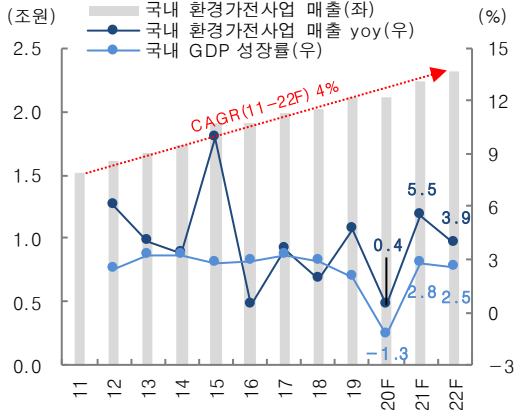
★ [해외] 해외 시장은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠

해외 법인의 성장성은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠로, 해외 법인의 매출 기여도는 2022년 32.5%까지 확대될 것으로 전망한다. 지난해 기준 전사 매출액에서 해외 법인이 차지하는 비중은 21.5%로 정수기(31.6%)보다 낮았지만, 2022년에는 해외 법인의 매출 기여도가 32.5%까지 상승하며 가장 높은 비중을 차지할 것이다.

주요 법인인 말레이시아와 미국 법인의 매출은 각각 연평균(19~22F) 26%, 23%씩 빠른 성장세를 이어가며, 해외법인 합산 매출액과 영업이익은 각각 CAGR(19~22F) 25%, 30% 성장할 것으로 전망한다.

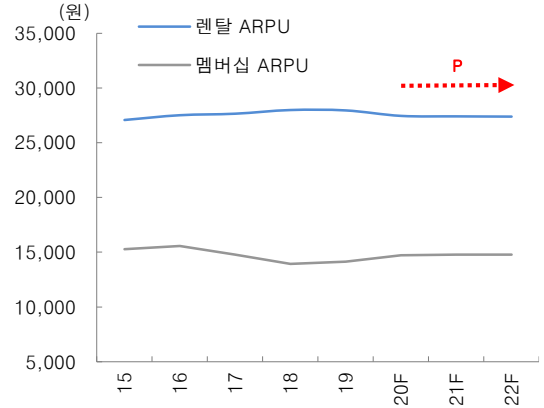
II. Key-Charts

그림 62. [국내] 환경가전사업 매출액, GDP 성장률 대비 높은 성장세 지속



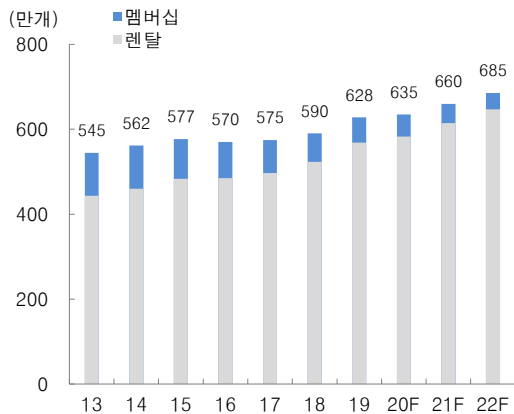
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 63. P → (렌탈, 멤버십 ARPU 추이)



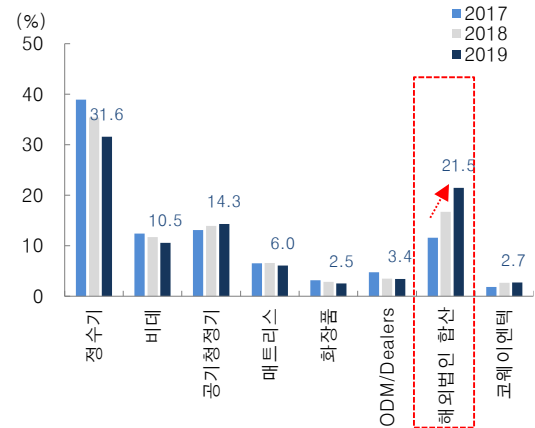
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 64. Q (렌탈, 멤버십 계정수 추이)



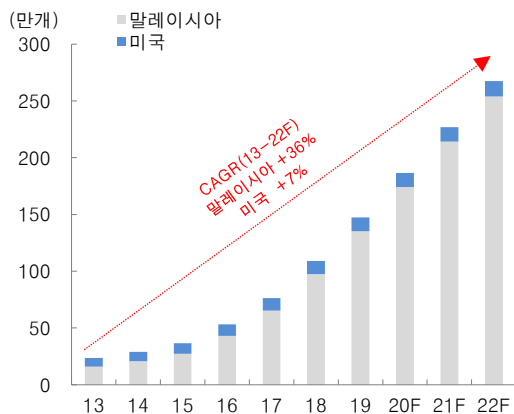
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 65. [해외] 법인은 성장을 견인하는 열쇠



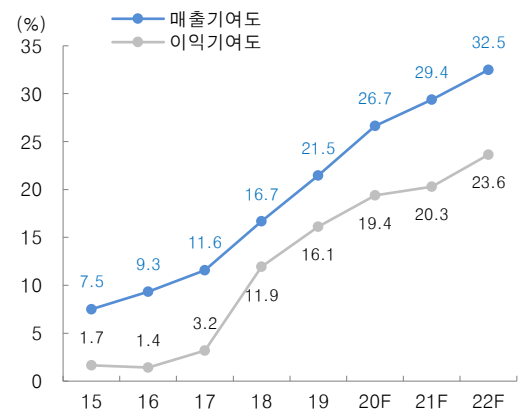
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 66. 해외 관리계정수 가파르게 증가하며



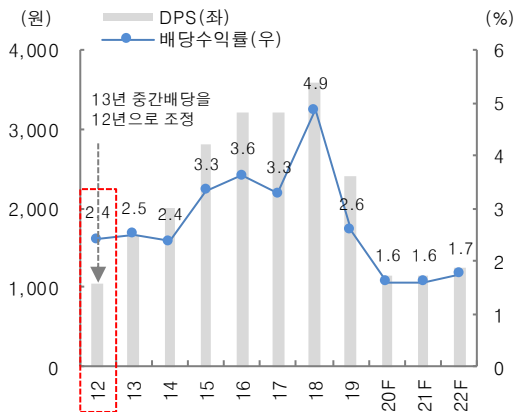
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 67. 해외법인 매출/이익기여도 32.5%, 23.6% 전망



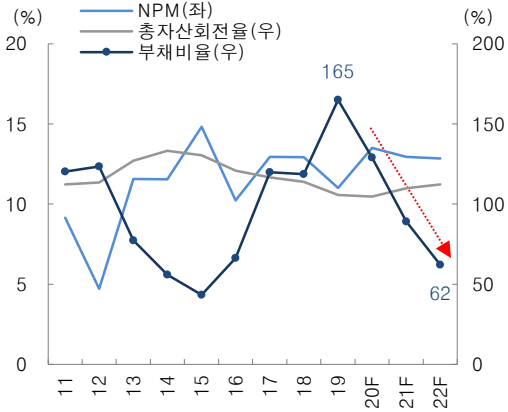
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 68. 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하나,



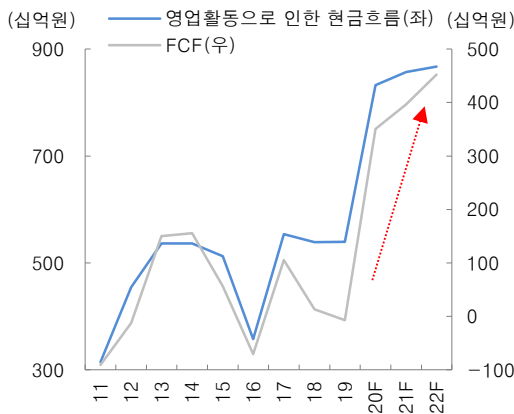
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 69. 2022년 부채비율 62%까지 감소하며



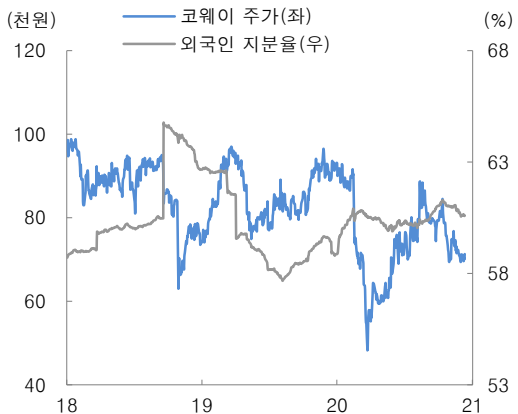
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 70. 현금흐름 개선 전망



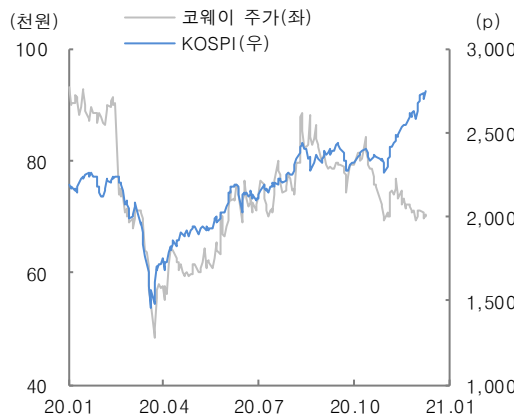
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 71. 코웨이 주가 vs 외인 지분율 추이



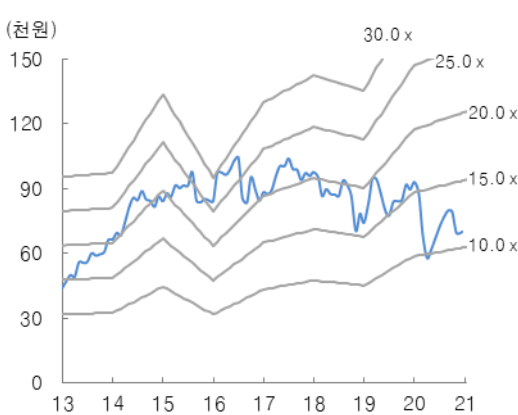
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 72. 연초 이후 코웨이 주가 및 KOSPI 흐름



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 73. 현재 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

III. Valuation

투자의견 매수, 적정주가 94,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수,
목표주가 94,000원

코웨이에 대해서 투자의견 매수와 DCF Valuation으로 산출된 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. DCF Valuation을 사용한 이유는 렌탈 비즈니스의 특성 상 손익을 이용한 가치 평가보다 현금흐름을 이용한 가치 평가가 더 적절하다고 판단하였기 때문이다.

동사의 적정주가는 무위험수익률 1.3%, 시장위험프리미엄 10.4%, 베타 0.96를 가정하여 WACC 10.0%를 적용한 가치다. DCF에 사용된 영구성장률 가정은 1.5%로 동사의 시장 내 지배사업자로서의 위치를 감안 시 무리한 수준은 아닌 것으로 판단된다. 한편 총현금흐름 산정 시 렌탈 산업에서만 발생하는 특유한 비용으로 렌탈자산폐기손실을 현금유출이 없는 비용 항목으로 가산하였다.

적정주가 94,000원은 현주가 71,300원 대비 31.4%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 14.8배에 해당하는 수치다.

표 16. 코웨이 WACC 산출 내역

항목	수식	값	비고
무위험수익률	a	1.3%	국고채(5년) 금리
베타	b	0.96	코웨이 52주 베타
시장위험프리미엄	c	10.4%	WMI500과 국고채(5년)의 평균 수익률 차이
자기자본비용(COE)	$A=a+(b*c)$	11.3%	
유효세율	d	25%	
차입금이자율	e	2.4%	
타인자본비용(COD)	$B=e*(1-d)$	1.8%	
시가총액	g	5조 2,619억원	
총차입금	h	8,425억원	
타인자본비용가중치	$C=h/(g+h)$	13.8%	
WACC	$A*(1-C)+B*C$	10.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표 17. 코웨이 적정주가 산정

(단위: 십억원, %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Operating EBIT	615	648	692	727	780	837	898	963	1,031	1,105
유효법인세율(%)	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	461	486	519	545	585	628	673	722	774	829
감가상각비	528	525	537	537	538	539	539	538	537	534
무형감가상각비	7	6	5	5	4	3	3	2	2	2
렌탈자산폐기손실	82	79	79	79	83	87	85	89	94	99
총현금흐름	1,078	1,097	1,141	1,166	1,210	1,258	1,301	1,352	1,406	1,463
총투자	-728	-700	-689	-719	-719	-709	-714	-694	-711	-713
운전자본 증감 (CAPEX)	-203	-198	-180	-202	-195	-200	-201	-186	-202	-203
	-550	-527	-533	-542	-549	-534	-538	-532	-534	-535
Free Cash Flow	350	396	452	447	491	549	587	658	695	750
Discount Factor	1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.57	0.51	0.47	0.43
PV of FCFF	350	360	374	336	336	341	332	339	325	319
추정 FCF 현재가치	3,412									
Terminal growth(%)	1.5%									
Terminal Value	8,997									
PV of Terminal Value	3,826									
Operating Value of FCFF	7,239									
비영업활동투자자산	399									
현금및현금성자산	153									
단기금융자산	214									
투자자산, 투자부동산	31									
타인자본가치	843									
차입금	843									
추정자기자본가치	6,795									
발행주식수(자사주 제외)	72,556									
추정주당가치(원)	93,653									
현재주당가격(원)	71,300									
Potential(%)	31.4%									
12M Fwd 예상 EPS(원)	6,326									
적정주가 Implied PER(배)	14.8									

자료: 대신증권 Research Center

표 18. 코웨이 적정주가 민감도 차트

(단위: 원)

		Terminal Growth(%)						
		0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
WACC(%)	7.0	110,310	115,533	121,631	128,845	137,512	148,119	161,401
	7.5	104,949	109,494	114,741	120,868	128,116	136,823	147,480
	8.0	100,158	104,150	108,716	113,988	120,143	127,425	136,172
	8.5	95,839	99,377	103,388	107,975	113,271	119,455	126,770
	9.0	91,920	95,077	98,631	102,661	107,269	112,589	118,802
	9.5	88,341	91,177	94,349	97,919	101,967	106,596	111,941
	10.0	85,054	87,617	90,467	93,653	97,239	101,306	105,956
	10.5	82,020	84,349	86,925	89,787	92,988	96,591	100,676
	11.0	79,209	81,335	83,675	86,262	89,138	92,353	95,972
	11.5	76,594	78,543	80,679	83,030	85,628	88,517	91,747
	12.0	74,152	75,947	77,905	80,051	82,412	85,022	87,923
	12.5	71,865	73,523	75,326	77,293	79,449	81,820	84,442
	13.0	69,718	71,255	72,920	74,731	76,707	78,872	81,254

자료: 대신증권 Research Center

현재 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 최하단

연초 이후 동사의 주가 흐름을 살펴보면, 코로나19 확산으로 인한 투자심리 위축 및 변경된 배당정책 영향으로 절대수익률 -23.4%, 시장 대비 -49.5%의 약세를 기록했다. 3월 말 이후 코스피 반등과 함께 견조한 상승 흐름을 이어나던 주가는 CS닥터 총파업, 코로나19 재확산으로 인한 방판 영업 차질 우려 등으로 최근 4개월 간 다시 하락세로 돌아선 양상이다. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 11.4배에 거래 중으로, 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치해있다. 동사의 주가는 2021년 매출 및 이익 증가 예상으로 인한 상승 모멘텀을 보유하고 있음을 고려 시 현 주가는 저평가되어 있다고 판단한다. 올해 발생한 일회성 요인(CS닥터 총당급 환입 128억원 등)을 제거 한 2021년 매출 및 이익 성장률은 각각 12.0%, 9.4%로 전망된다.

배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하나,

동사는 넷마블을 최대주주로 맞이한 이후 재무구조 개선에 주력하는 모습이다. 동사는 2022년까지 3년간 FCF의 40%와 연결 순이익 기준 배당성향 20% 범위 내에서 연 1회의 기말배당을 시행한다고 발표한 바 있다. 이에 따라 주당배당금은 2020년, 2021년 각각 1,150원으로 감소할 것으로 예상하며 이에 따른 배당수익률은 1.6%로 환산된다.

재무구조 개선+안정적 실적=투자 매력도 충분

MBK 파트너스가 대주주인 당시, PEF에 의한 경영 특성상, 평균 배당성향 약 70%를 기록하며, 배당주로서의 투자 모멘텀을 겸비하기도 하였다. 하지만 FCF를 넘어서는 배당금 지급으로 부채비율은 2019년 165%까지 증가했다. 향후 2년 간 재무구조 개선에 주력함으로써 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하겠으나 1) 배당 재원으로 활용됐던 단기 차입금이 감소하며 2) 부채비율은 지난해 165%에서 2022년 62%까지 감소 3) 2022년 순현금 포지션으로 전환할 것으로 전망한다. 재무구조 개선을 통한 중장기적 성장 가능성과 아울러 안정적인 실적까지 고려 시 동사의 투자 매력도는 충분하다는 판단이다.

리스크 요인

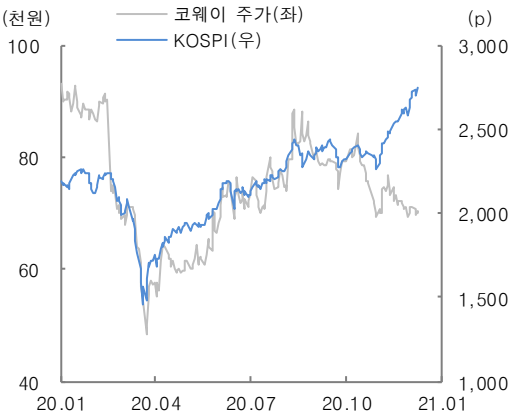
리스크 요인은 1. 후발업체들의 진입으로 경쟁이 심화되는 과정에서 발생하는 ARPU 하락에 따른 수익성 감소 및 2. 탑라인 성장률 둔화 가능성 3. 삼성전자의 진출 가능성을 꼽을 수 있다.

1. 쿠키홈시스, SK매직 등 후발업체들은 동사 대비 약 20~30% 낮은 렌탈료로 중저가 시장 수요를 빠르게 흡수 중이다. 이에 대해 동사는 프리미엄 기조를 유지하되, 일부 저가라인으로 대응 중이나, 동사의 누적 계정수가 막대함을 감안 시, 일부 저가 제품 판매로 인한 ARPU 훼손은 제한적일 것으로 판단한다.

2. 한편 동사의 탑라인 성장률이 경쟁사 대비 낮다는 우려는 과도하다는 판단이다. 탑라인 성장률이 떨어지는 이유는 동사가 보유하고 있는 관리계정의 베이스가 높기 때문으로, 순증 개수로 비교(2019년 코웨이 78만개, 쿠키홈시스 52만개, SK매직 26만개) 시 동사의 경쟁력은 경쟁사 대비 떨어지지 않는다. 또한 중소형 업체들의 저가 전략을 통해 유입된 신규 수요 중 일부는 니즈가 상향 이동하며 동사가 포지셔닝한 고가 시장의 저변 또한 넓힐 가능성이 크다고 판단한다.

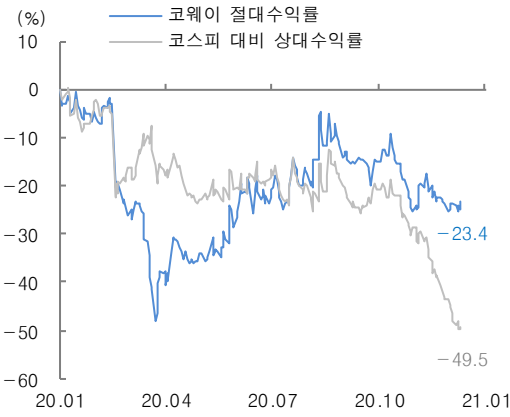
3. 삼성전자가 렌탈 시장에 진출할 경우 동사가 포지셔닝한 고가 시장과 표적시장이 중복될 가능성이 존재한다. 하지만 렌탈 산업은 계약 기간이 3~5년 동안 유지되는 특성상 시장을 선점하는 것이 중요하므로, 동사가 구축하고 있는 지배사업자로서의 프리미엄은 무시할 수 없는 요소다. 또한 렌탈 시장이 구조적으로 성장하는 상황에서 삼성전자와 같은 player의 등장은 '메기효과'를 일으켜 오히려 시장의 파이를 키울 유인으로 작용할 수도 있다.

그림 74. 연초 이후 코웨이 주가 및 KOSPI 흐름



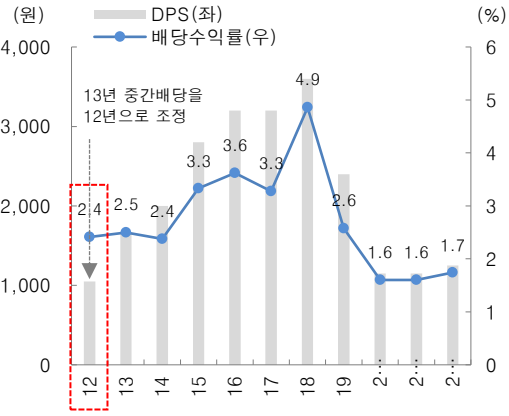
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 75. 연초 이후 코웨이 주가(KOSPI 대비) 수익률



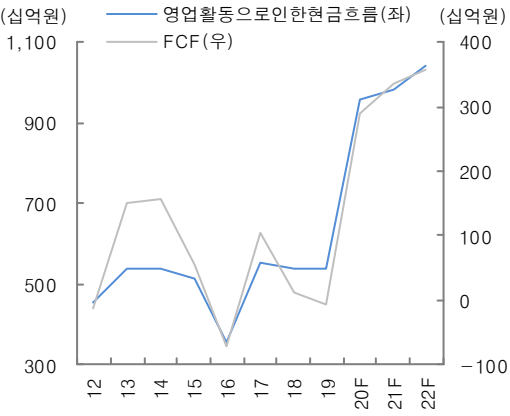
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 76. 배당성향 및 배당수익률



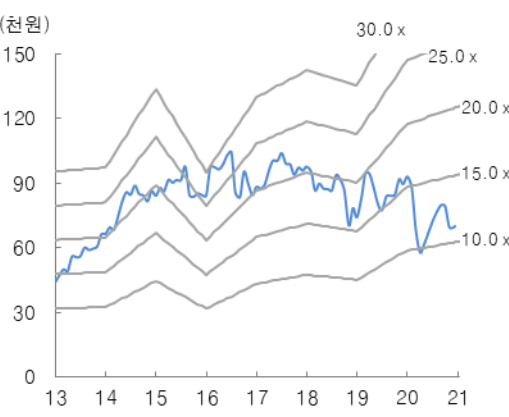
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 77. 영업활동현금흐름, FCF 추이 및 전망



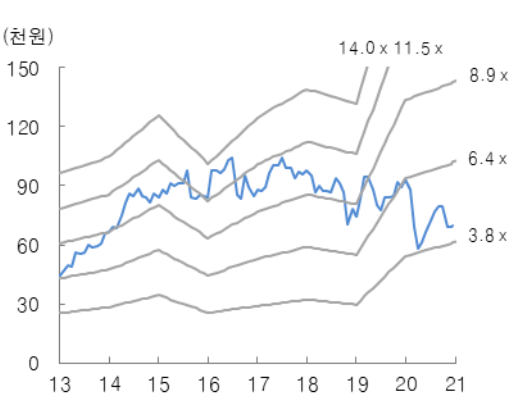
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 78. 12M Forward PER 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 79. 12M Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

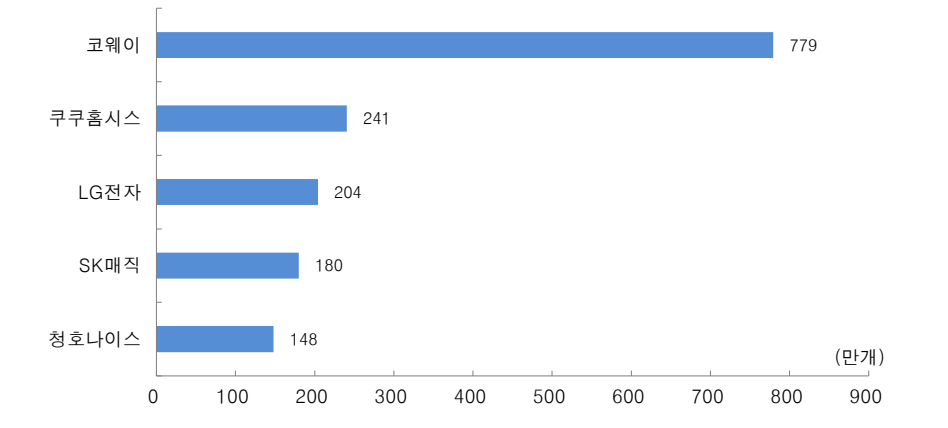
IV. 투자포인트

Point 1. 계정수 시장점유율 1 위에서 빛나는 안정적인 현금흐름의 창출

계정수 1위에 빛나는
압도적 시장 지배력

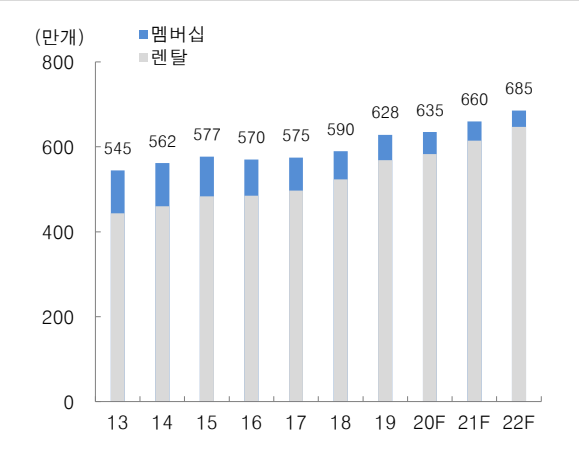
동사의 가장 큰 핵심역량은 경쟁사를 압도하는 관리 계정수를 기반으로 독보적인 시장 지배력을 구축하고 있다는 점이다. 동사의 3분기 말 기준 계정수는 811.5만개(국내 630.6만개+해외 180.9만개)로 2위 사업자 대비 3배 이상의 계정수이며, 국내 렌탈 계정수는 국내 총 렌탈 계정의 약 절반 수준으로 지배사업자의 위치를 공고히 하고 있다.

그림 80. 렌탈 사업자들 계정수 비교(100만 계정 이상을 보유한 Top5 Player)



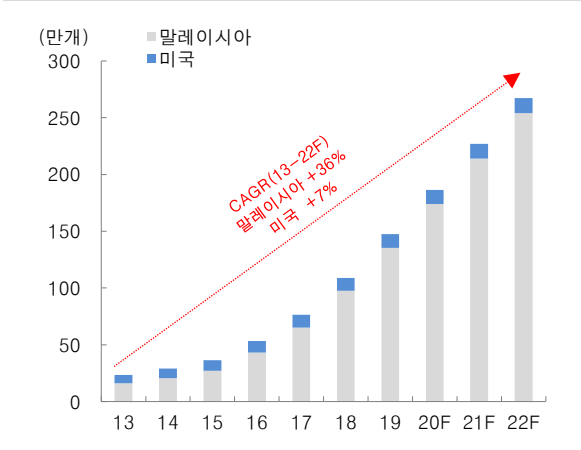
주: 2019년 말 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 81. 국내 관리계정수 꾸준히 증가



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 82. 해외 관리계정수 가파르게 증가



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

연간 약 8,500억원의
영업활동 현금흐름의
창출은 경쟁사 대비
부각받을 요소

계정수 시장점유율 1위가 가지는 가장 큰 함의는 안정적인 영업활동 현금흐름의 창출이다. 동사의 관리계정수는 CAGR(13~19) 약 5.4% 성장을 지속해왔으며, 이로부터 창출되는 안정적인 현금흐름을 기반으로 매년 약 8,500억원의 영업활동 현금흐름을 창출할 것으로 전망한다. 또한 영업활동 현금흐름을 바탕으로 매년 약 4,000억원의 잉여현금흐름을 창출할 것이다.

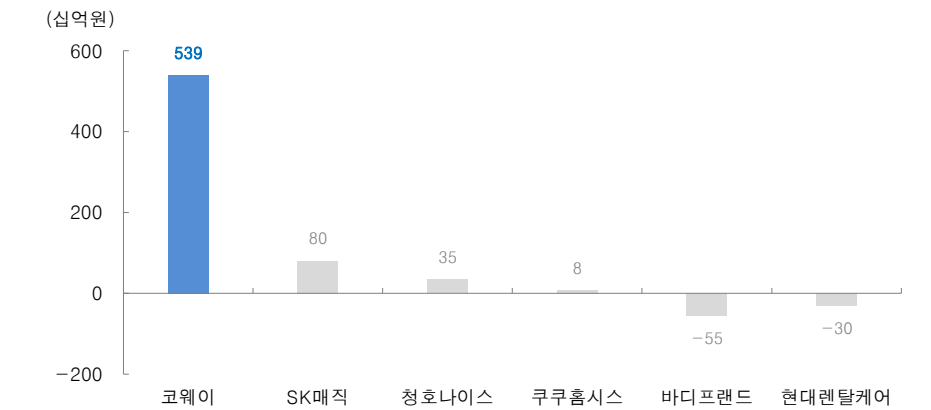
렌탈 산업의 가장 큰 장점은 경기변화에 대한 민감도가 낮고 안정적인 현금 흐름의 창출이 가능하다는 점이다. 일시불 수요는 소비자의 소득 수준 및 내수경기와 밀접한 관련이 있는 반면, 렌탈 판매는 확보된 회원을 통해 매달 일정액의 렌탈료를 수취하기 때문에 경기 사이클에 상관없이 고객 기반을 유지할 수 있다.

하지만 모든 렌탈 업체들이 안정적인 현금 흐름을 창출하는 것은 아니다. 렌탈 계약 초기에는 대규모의 비용 유출이 발생하나 매출은 매달 1/60씩 점진적으로 발생하기 때문이다. 즉 비용지출이 수익실현을 선행하는 사업 구조로 인해 사업 초기에는 (-) 현금흐름이 불가피하여, 초기의 (-) 현금흐름을 메꿀 수 있을 만큼의 고객 기반을 확보하고 있는 사업자만이 안정적인 현금 흐름을 향유할 수 있다.

동사의 영업활동현금흐름 및 잉여현금흐름은 렌탈 업체들 사이에서 확연히 눈에 띄는 수치인데, 이는 앞서 언급했듯이 렌탈 업체의 경우 사업 확장기에 수반되는 운전자본부담으로 인하여 잉여현금흐름의 흑자를 달성하기 쉽지 않기 때문이다. 예컨대 바디프렌드의 경우 별도 기준 매출액이 CAGR(11~19) 38% 증가하였음에도 불구하고 지난해 영업활동현금흐름은 -550억원을 기록했고, 신규사업자 현대렌탈케어는 매출 신장률이 CAGR(15~19) 89%를 기록했음에도 불구하고 설립 이후 꾸준히 (-) 영업활동현금흐름을 기록 중이다. 쿠크홈시스와 SK매직은 영업활동현금이 이제 안정적인 궤도에 올라서고 있는 단계로, 3분기 누적 기준 영업활동현금흐름은 각각 353억원, 76억원을 기록했다.

동사와 이들과의 현금흐름상의 격차는 경쟁사 대비 충분히 부각 받을 수 있는 요소로, 중장기적 프리미엄을 가능케 하는 핵심으로 판단한다. 특히 렌탈 업체들 중 유일하게 현금흐름 창출의 선순환 구조에 완전하게 진입한 동사의 사업 모델은 국내외 거시 환경의 불안정 속에서 동사의 매력을 더욱 부각시킬 것으로 보인다.

그림 83. 렌탈 업체들 영업활동 현금흐름 비교



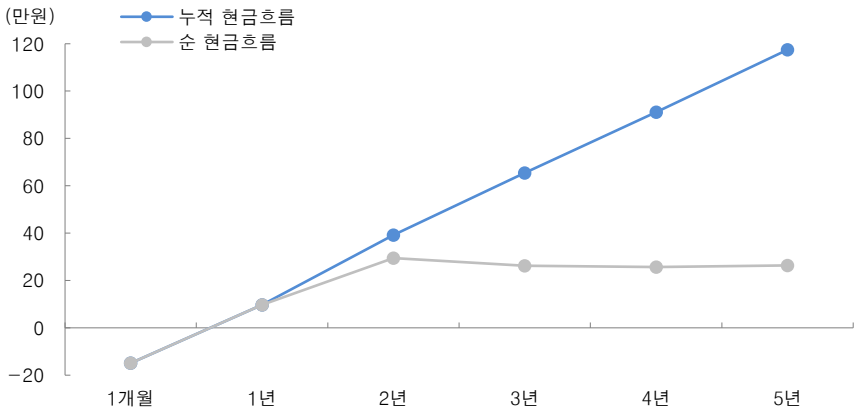
주1: 2019년 말 기준, 주2: 바디프렌드는 별도 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 19. (+) 현금흐름 달성까지 약 1년이 소요됨 (단위: 원)

현금유입	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	339,273	339,273	339,273
현금유출	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
제품제조원가	152,536	152,536				
유지관리수수료		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
설치수수료	22,408	22,408				
필터 및 A/S 부품	124	9,493	23,118	13,258	19,353	13,258
판매수수료	94,000	130,300	3,300			
기타 변동비	3,017	32,626	32,948	33,380	33,082	32,995
소계	272,085	377,363	89,366	76,638	82,435	76,253
순 현금흐름	-149,176	97,546	294,634	262,635	256,838	263,020
누적 현금흐름	-149,176	97,546	392,180	654,815	911,653	1,174,673

주1: 기준 모델명: CP-07BLO
주2: 렌탈등록비 및 렌탈료는 부가세 제외
주3: 현금유출의 비용들은 판매에 관련된 변동비만 고려
주4: 기타 변동비: 소모성 설치자재, A/S 비용 등
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 84. (+) 현금흐름 달성까지 약 1년이 소요됨



주: 기준 모델명: CP-07BLO / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

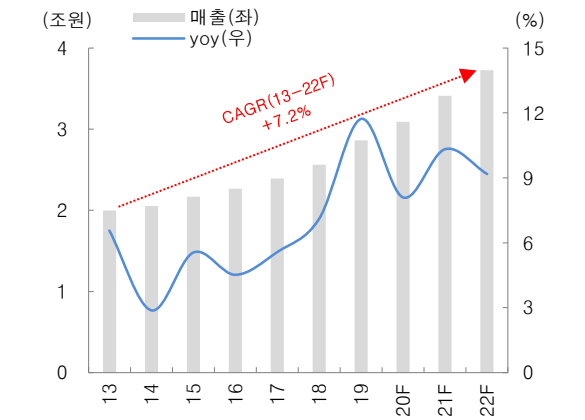
표 20. 코웨이 현금흐름표 (단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동으로인한현금흐름	454	537	537	513	358	554	539	539
당기순이익	94	245	250	343	243	326	350	332
현금 유출이 없는 비용 및 수익의 가산	420	374	415	448	467	476	541	663
유형자산감가상각비	175	191	206	220	225	227	247	271
제조원가 감가상각비	158	175	192	209	216	218	237	245
판매관리 감가상각비	17	15	13	11	9	9	10	26
렌탈자산폐기손실	62	41	42	42	47	43	49	51
운전자본 변동	-24	-41	-29	-195	-232	-148	-237	-308
금융리스채권의 증가				-40	-101	-92	-173	-263
영업에서창출된현금흐름	490	578	636	596	477	653	655	688
투자활동으로인한현금흐름	-319	-76	-299	-329	-367	-290	-394	-383
CAPEX	-314	-268	-306	-329	-328	-337	-400	-391
Capex/매출	15.7	12.6	14.2	14.2	13.8	13.4	14.8	12.9
재무활동으로인한현금흐름	-76	-373	-328	-213	-40	-218	-187	-165
단기차입금의증가(감소)	20	-151	-17	-84	260	330	60	129
배당금지급	-78	-78	-124	-148	-208	-409	-231	-260
자기주식처분(취득)	0	-19	-31	0	-98	-142	0	0
영업활동현금흐름-Capex	140	269	231	184	29	217	139	149

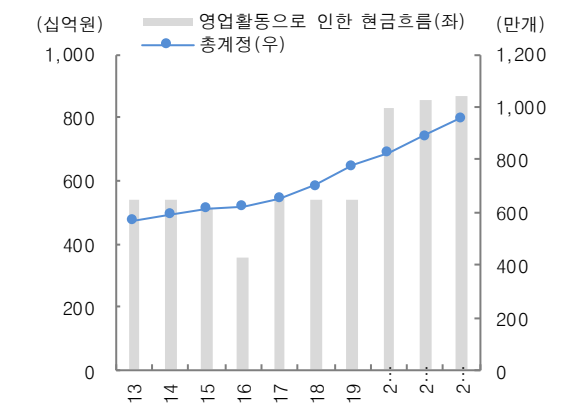
자료: 대신증권 Research Center

그림 85. 코웨이 매출액 추이

그림 86. 코웨이 영업활동 현금흐름 추이

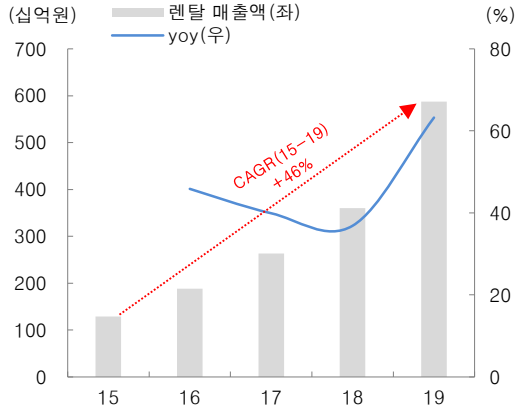


주: 연결 매출액에서 화장품, 코웨이엔텍, 그린엔텍 매출 제외
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center



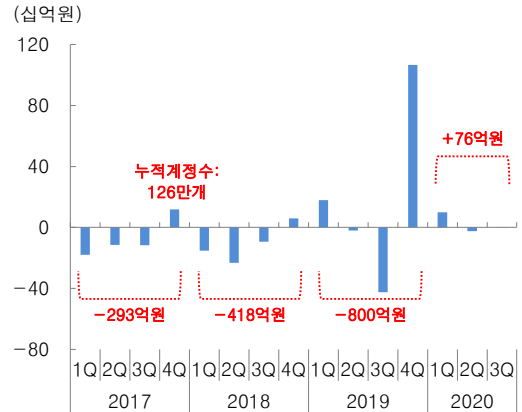
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 87. SK 매직 렌탈 매출액 추이



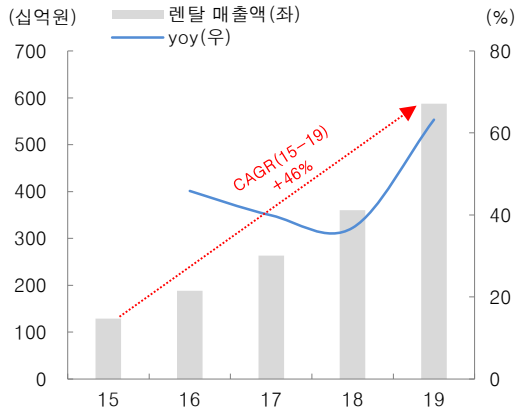
주: 렌탈 매출액 / 자료: SK매직, 대신증권 Research Center

그림 88. SK 매직 영업활동 현금흐름 추이



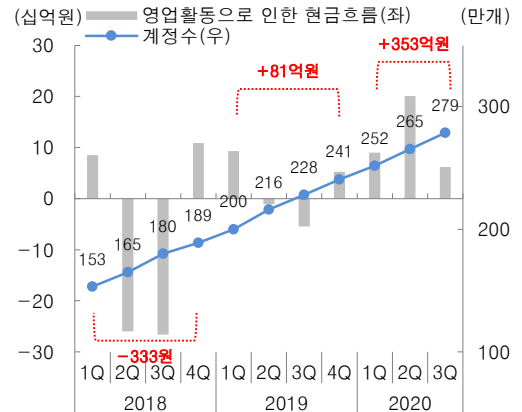
자료: SK매직, 대신증권 Research Center

그림 89. 쿠팡매출 추이



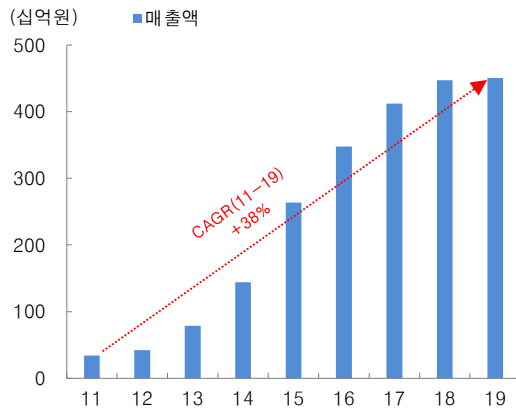
자료: 쿠팡매출, 대신증권 Research Center

그림 90. 쿠팡매출 영업활동 현금흐름 추이



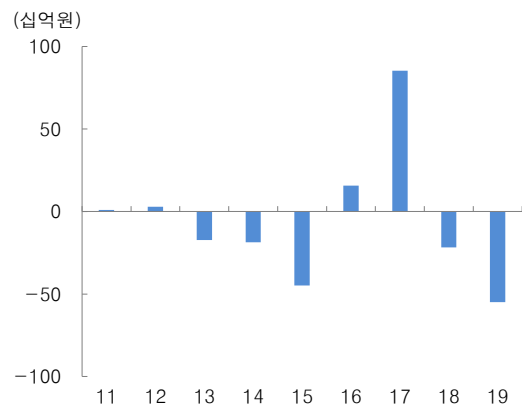
자료: 쿠팡매출, 대신증권 Research Center

그림 91. 바디프랜드 매출액 추이



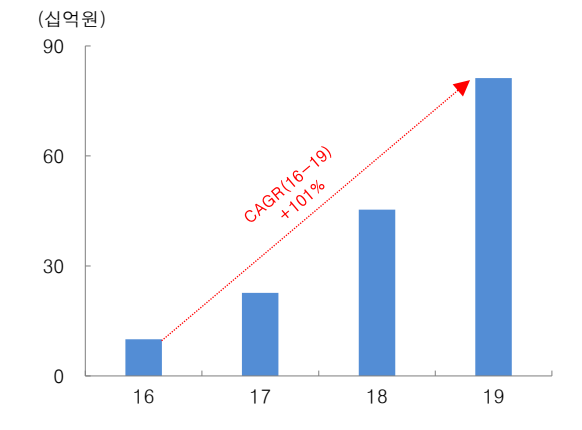
주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 92. 바디프랜드 영업활동 현금흐름 추이



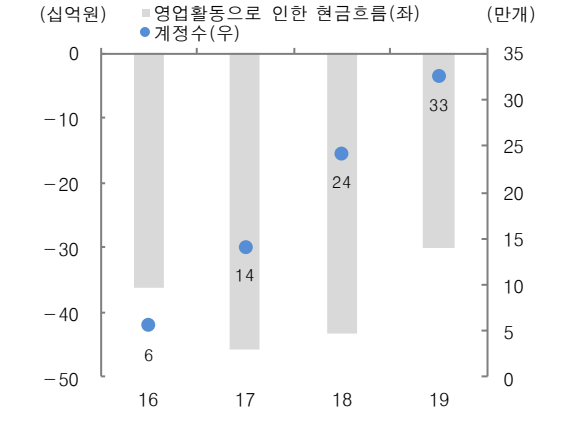
주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 93. 현대렌탈케어 매출액 추이



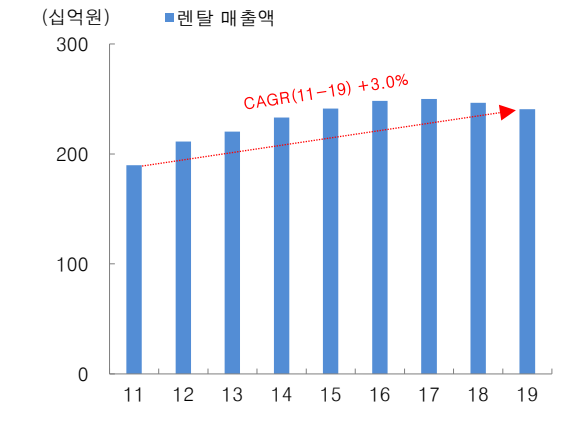
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

그림 94. 현대렌탈케어 영업활동 현금흐름 추이



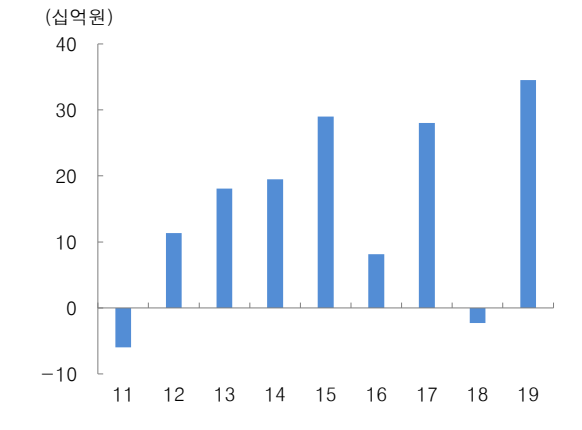
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

그림 95. 청호나이스 렌탈 매출액 추이



주: 렌탈 매출액 / 자료: 청호나이스, 대신증권 Research Center

그림 96. 청호나이스 영업활동 현금흐름 추이



자료: 청호나이스, 대신증권 Research Center

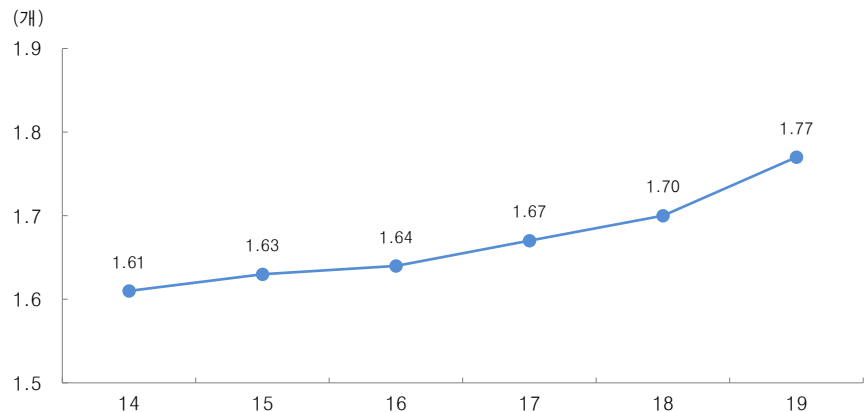
Point 2. PPC 상승 + 신규 고객 유치로 인한 안정적 성장 전망

PPC 증가 추세

코웨이는 보유하고 있는 관리계정으로부터 파생되는 효과를 기반으로 하여 안정적인 성장을 이어나갈 전망이다. 렌탈 판매의 경우 일시불 판매와 달리, 판매 이후에도 정기적으로 관리 서비스를 제공함으로써 고객과의 접점을 유지하는데, 이는 자사의 타 렌탈 품목에 대한 침투율을 높이고, 신제품 홍보 등에서도 유리하게 작용한다.

실제로 동사의 중복 사용률 추이(PPC)는 2014년 1.61에서 2019년 1.77로 증가 추세에 있어, 고객들이 동사의 여러 렌탈 제품들을 ‘하나의 브랜드’로 인식하여 구매하고 있음을 알 수 있다. 보유하고 있는 가입자로부터 파생되는 효과를 기반으로 동사의 국내 누적렌탈계정수는 CAGR(16-22F) 4.9% 증가할 것으로 전망한다.

그림 97. PPC는 꾸준히 우상향 중



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

PPC 효과를 제거한 가입 가구수도 증가

한편 중복 사용률 증가로 인한 계정수 증가 못지않게 중요한 부분은 신규 가입으로 인한 고객 유치다. 이는 고객 기반이 넓어짐을 의미하기 때문이다. 전체 계정수에서 가구당 중복 제품 사용수를 나누어 동사가 관리하고 있는 가구수를 파악할 수 있는데, 동사가 관리하는 가입 가구수는 2016년, 2017년 1.8%, 1.0% 감소하다 2018년 (+)로 전환되어 지난해에는 2.3% 성장률을 기록했다. 특히 지난해 렌탈 가입 가구수 증가율이 대한민국 전체 가구수 증가율 1.8%를 상회한 점은 시사하는 바가 큰데, 신규 업체들의 저가 마케팅으로 렌탈 시장에 처음 진입한 고객들의 니즈가 동사의 프리미엄 제품군으로 상향 이동한 것으로 판단한다.

보유하고 있는 계정으로부터 파생되는 확장효과에 프리미엄 이미지를 통한 신규 고객 유치가 더해지며, 동사의 렌탈 판매량은 CAGR(16-22F) 3.0% 증가할 것으로 전망한다.

그림 98. 국내 누적렌탈계정수는 CAGR(16-22F) 4.9% 증가할 것으로 전망

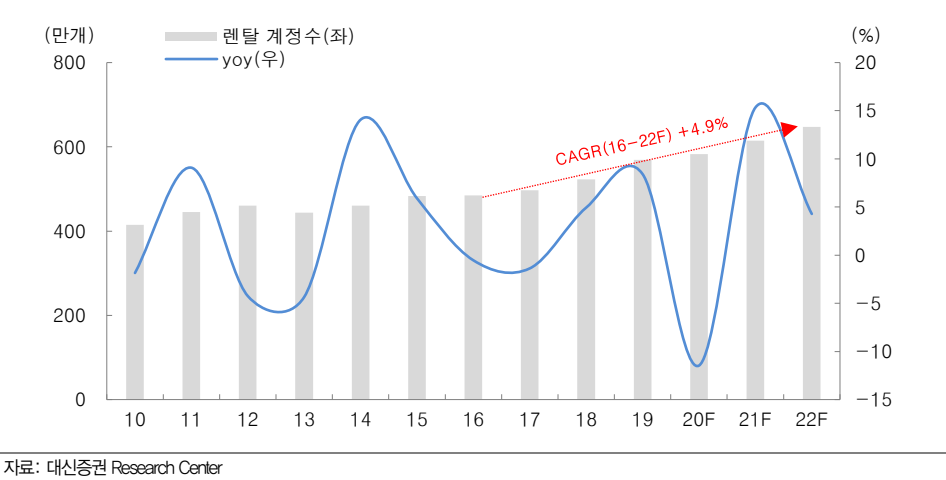


그림 99. 국내 렌탈 판매량은 CAGR(16-22F) 3.0% 증가할 것으로 전망

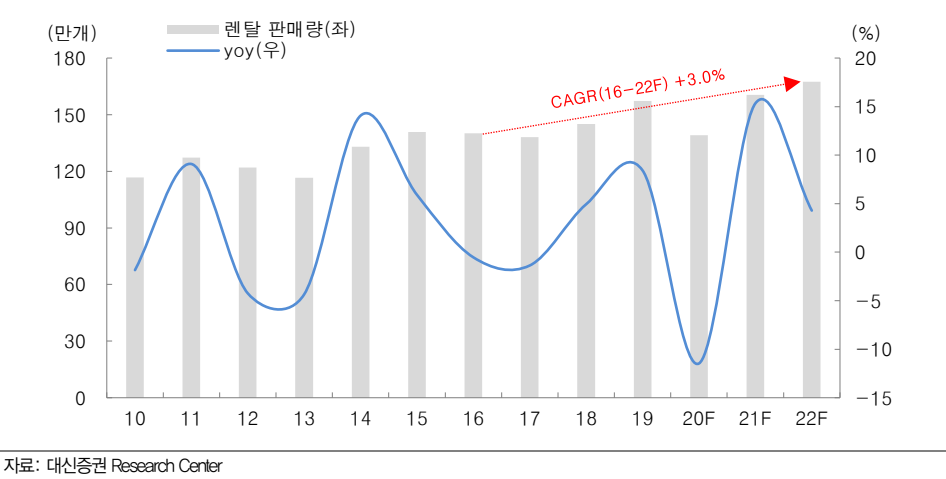


표 21. PPC 효과를 제거한 렌탈 계정수 증대 효과

(단위: 만개, 개, 만가구, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
렌탈+멤버십 계정수(A)	577	570	575	590	628
PPC(B)	1.63	1.64	1.67	1.70	1.77
렌탈+멤버십 가구수(A/B)	354	348	344	347	355
yoy		-1.8	-1.0	0.8	2.3
대한민국 가구수	1,911	1,937	1,967	1,998	2,034
yoy		1.3	1.6	1.6	1.8
대한민국 가구 침투율(%)	18.5	18.0	17.5	17.4	17.4

자료: 대신증권 Research Center

Ponint3. 렌탈 가전 + IoT 는 중장기적 성장 동력으로 작용할 것

IoT를 통한 프리미엄 화 진행 중

동사는 IoT를 탑재한 신제품 출시로 제품의 프리미엄화를 진행 중으로, IoT 사업 경쟁력 강화는 동사의 중장기적 성장 동력으로 작용할 것으로 전망한다.

동사는 2015년 렌탈 업계 최초로 IoT 기술을 도입하였으며, IoT 가전 시장에서 선도적 입지를 구축 중이다. 경쟁사들의 제품들이 사용자가 미리 설정해 놓은 조건에 맞춰 작동하는 것에 그치는 것과 달리, 동사는 빅데이터 분석을 통해 사용자가 필요한 것을 미리 파악하여 스스로 제공하는 차별화된 서비스를 제공하고 있다. 예컨대 ‘액티브액션 공기청정기 IoCare’는 실시간으로 공기 환경을 모니터링하고 오염 상황을 미리 예측하여 오염도가 올라가기 전에 공기청정기를 가동한다. 미국에서 출시한 공기청정기 ‘에어메가’는 DRS 서비스를 통해 사용자마다 상이한 필터 사용량을 분석하여 필터 소진 시기를 예측하고 적정 시기에 필터를 자동 배송해준다.

넷마블은 스마트홈 청사진을 구상 중

한편 렌탈 가전과 IoT의 결합을 통해 계정의 파생 효과는 더욱 강화될 것으로 전망한다. 렌탈 기기 간의 연동이 가능해지고, 통합된 서비스를 제공하는 IoT 플랫폼이 활성화 되면 고객들은 여러 렌탈 제품들을 ‘하나의 브랜드’로 인식하여 구매할 가능성이 높기 때문이다. 동사의 최대주주인 넷마블은 동사의 인수 목적에 대해 ‘스마트홈 구독경제 비즈니스’를 제시한 바 있다. 상호 연결된 다수의 스마트 가전을 패키지로 구성해서 구독 모델로 제공하고, 소비자는 개별 렌탈 기기가 아닌 스마트홈 자체를 구독하는 것에 대한 사용료를 지불하는 것이다. 스마트홈 구독경제가 현실화될 시 동사의 중복 사용률은 현재의 1.77개에서 급속도로 확대될 가능성이 매우 높다.

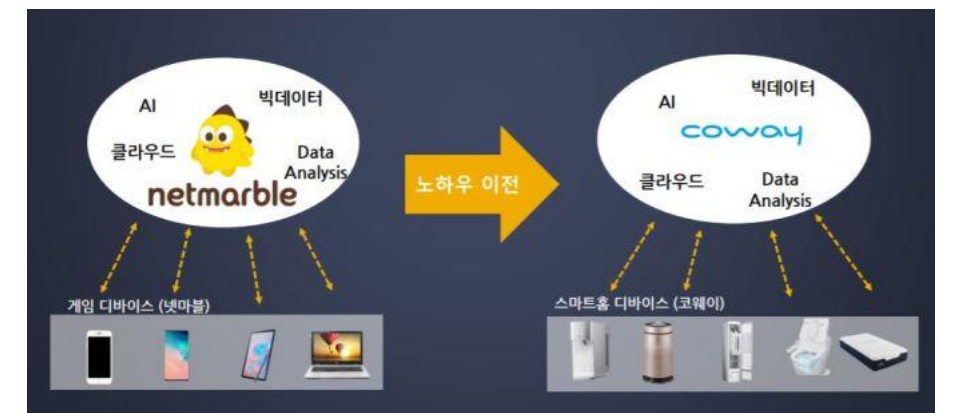
동사는 IoT 결합 제품들의케어솔루션을 ‘Coway IoCare’ 앱을 통해 통합하여 제공 중이며, IoT를 결합한 렌탈기기 및 플랫폼에 대한 개발은 향후에도 가속화될 가능성이 높아 보인다. 다만 현재 동사가 제공하는 렌탈 가전의 스마트 기능은 개별 기기에 한정되어, 기기간 상호호환은 이뤄지지 않은 상태다. 디바이스 간의 호환성을 확보할 때까지 당장의 스마트홈 구현은 어려우나, 렌탈 기기간의 네트워크화가 이뤄질 시 이로 인한 신규 시장의 기회는 이미 관리계정수 1위로 시장 지배력을 장악하고 있는 동사에게 집중될 가능성이 크다고 판단한다.

표 22. 코웨이 대표 IoT 제품들 및 기능

제품명	제품사진	주요 기능
마이한샘 정수기 loCare (CHIP-482L)		· 고객의 물 사용량을 분석하여 정수기가 자동으로 순환살균 주기를 결정 · 최대 3 명까지의 물 음용량 데이터를 약 1 주일간 기억하여 이용자에게 생활습관을 제안 · 48 시간 동안 정수기를 사용하지 않으면 등록된 사용자에게 ‘연락해보세요’란 문자 메시지를 전송하는 실버 케어 기능을 제공
액티브액션 공기청정기 loCare (AP-0818A)		· 실시간으로 공기 환경을 모니터링하고, 오염 상황을 미리 예측하여 오염도가 올라가기 전에 선제적으로 청정 모드를 가동 · 센서를 통해 이용자의 주요 생활 공간을 파악해 해당 공간의 공기를 집중적으로 정화하는 모션인식케어를 제공
에어메가 (AP-2015F)		· 아마존 인공지능 음성인식 플랫폼 알렉사를 연계. “공기청정기를 켜줘”와 같은 말소리로 작동 가능 · 내장한 센서를 이용해 공기청정기 필터 수명을 실시간으로 확인하고, 교체 시기가 되면 아마존에 접속해 자동으로 주문 · 모니터링한 필터의 잔여 수준이 2%가 되면 사용자의 아마존 계정 이메일로 ‘배송 예정’ 메시지를 발송

자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 넷마블은 스마트홈 청사진을 구상 중



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

Ponint4. 안정적 포트폴리오(feat. 국내 환경가전만으로도 성장여력 有)

국내 환경가전사업, GDP 성장률을 상회하는 성장세 지속

동사는 국내 렌탈 사업자 중 유일하게 품목 다변화가 이뤄진 업체로서, 국내 환경가전 내 정수기, 공기청정기, 비데, 매트리스의 비중(3Q20 누적 매출 기준)은 각각 45%, 20%, 15%, 12%다. 이 외 의류청정기, 전기레인지 등 신가전 렌탈 품목을 추가하며 사업영역을 꾸준히 확대 중이다.

다변화된 포트폴리오를 바탕으로 동사의 국내 환경가전사업은 국내 시장의 저성장 불황 국면에서도 GDP 성장률을 상회하는 성장세를 지속해왔다. 2020년, 2021년, 2022년 역시 당사가 추정하는 GDP 성장률을 각각 1.7%p, 2.7%p, 1.4%p 상회하며, CAGR(19~22F) 3.2%의 성장세를 지속할 것으로 전망한다. 이는 1) 코로나19로 높아진 위생에 대한 관심도 및 집에서 체류하는 시간의 증가 등으로 인해 환경가전제품에 대한 수요가 증가하고 있고, 2) 특히 관리 서비스에 대한 수요 증가로 매트리스 등 홈케어 제품군 매출 증가가 기대되기 때문이다. 3) 한편 정수기의 경우, 자가 관리형 정수기로인한 가격 경쟁력 제고를 통해 점진적인 추가 성장이 기대된다.

그림 101. 코웨이 국내 환경가전사업 매출액은 GDP 성장률 대비 높은 성장세 지속

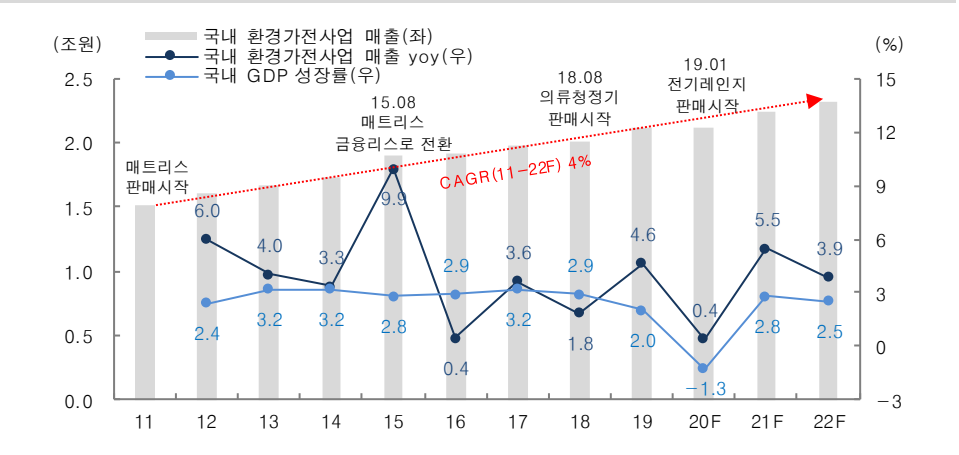
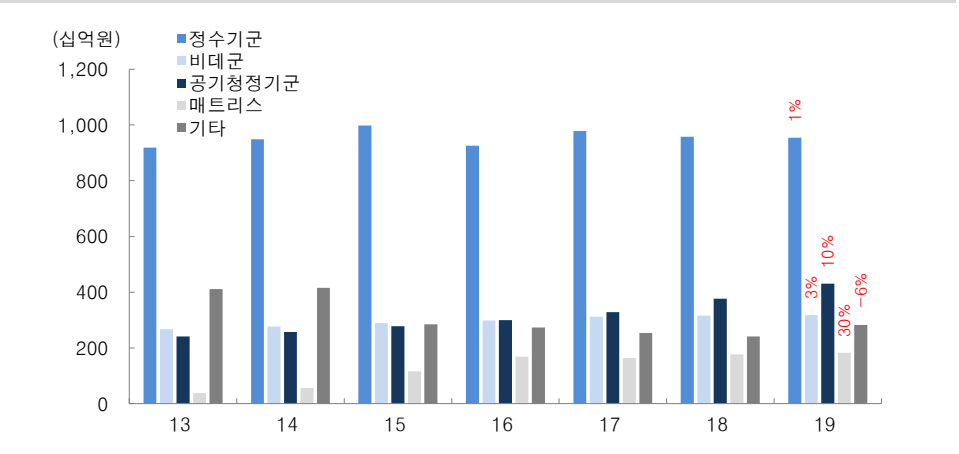


그림 102. 환경가전사업 품목별 매출액 추이



1) 정수기, 1인 가구 증가로 인한 기회를 잡아라

동사의 정수기 매출은 매년 약 1조원 수준으로, 코웨이의 국내 환경가전 제품군 내 매출 비중 약 45%를 차지하고 있으며, 국내 전체 정수기 시장 내 점유율은 삼십프로 후반대로 추정된다. 동사의 정수기 매출 성장률은 CAGR(13-19) 0.6%로 성장이 정체된 양상이었으나, 향후 1인 가구의 정수기 보급률 확산과 함께 성장 여력이 기대된다.

그동안 정수기 렌탈은 1인 가구에게 주는 경제적 효용성이 크지 않아 다인 가구의 전유물로 여겨져 왔으며, 1인 가구 증가 및 생수시장의 성장과 함께 성장세가 둔화되는 양상이었다. 실제로 국내 가구의 정수기 보급률은 60% 수준으로 추산되는 가운데 다인 가구의 정수기 보급률은 80%에 달해 1인 가구의 정수기 보급률은 미미한 수준이었으며, 국내 정수기 시장은 2015년 2조원을 돌파한 이후 꾸준히 2조원대 수준에 머무르며 성숙기에 접어든 것으로 평가됐다.

하지만 자가 관리형 정수기의 등장으로 인한 가격 경쟁력 제고를 통해 1인 가구의 정수기 침투율이 상승할 것으로 전망된다. 자가 관리형 정수기의 경우 서비스 직원에 대한 수수료가 없어 정수기 렌탈료가 상대적으로 낮은 특성이 있다. 실제로 동사가 지난 10월 출시한 아이콘 정수기의 월 렌탈료는 25,900원으로, 국내 생수 시장 점유율 1위 삼다수를 쿠팡에서 구매할 경우 한달에 소요되는 생수 비용 25,288원과 비교 시 가격 경쟁력 측면에서의 우위가 확인된다.

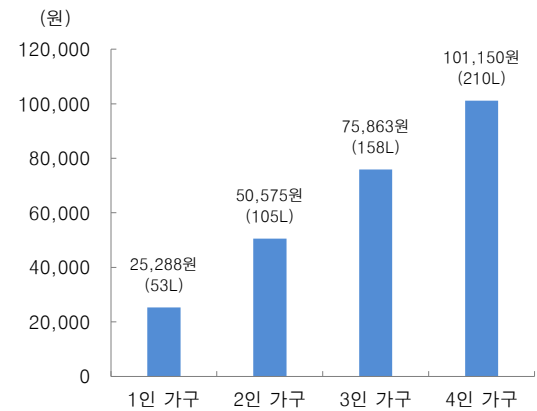
1) 통계청이 추정한 2030년 1인 가구수 740만 가구의 30%가 정수기를 사용하고, 월 렌탈료를 25,000원(생수보다 가격이 낮아야 구매로 이어질 것)으로 가정 2) 현재 1인 가구수 약 600만 가구의 정수기 보급률 5%(코웨이의 전체 계정에서 20대 가입자는 약 5%) 가정 시, 연환산 매출액은 5,800억원((740만가구X0.3-30만가구)X25,000원X12개월)으로 추정된다. 코웨이의 시장 점유율이 유지된다고 가정 시, 코웨이의 성장분은 약 2,000억원(35% 시장 점유율 가정)으로 정수기 제품군에서만 약 20%의 추가 성장 동력을 확보할 수 있다.

그림 103. 코웨이 아이콘 정수기 렌탈료는 25,900원



주1: 모델명: CP-7210N
주2: 6년 자가관리, 등록비 10만원 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 104. 1인 가구의 한달 생수 가격은 25,288원



주1: 생수 가격은 11월 18일 기준 삼다수 2L*12개 11,560원
주2: 하루 물 섭취량은 1.75L(세계보건기구에서 권장하는 성인 1명의 적정 물 섭취량은 하루 1.5~2.0L)로 가정
자료: 대신증권 Research Center

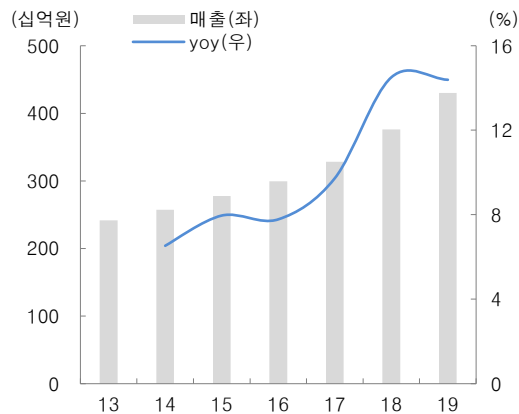
2) 공기청정기, 미세먼지 수혜주

동사의 공기청정기 매출은 지난 2018년, 2019년 두 자릿수 고성장을 기록했다. 미세먼지 등의 영향으로 B2C 수요가 지속적으로 증가하고 있고, 정부가 미세먼지 관련법을 개정하고 유치원, 초·중·고등학교 등의 공기정화설비 설치를 의무화함에 따라 B2G 물량이 크게 증가했기 때문이다.

올해 3분기 누적 공기청정기 매출은 전년동기대비 flat한 수준을 기록했는데, 이는 코로나19로 중국발 미세먼지가 급감했기 때문이다. 2018년, 2019년 초미세먼지 고농도 일수(1~10월)는 각각 13일, 15일에 달했으나 올해의 경우 고농도 일수가 하루에 그쳤다.

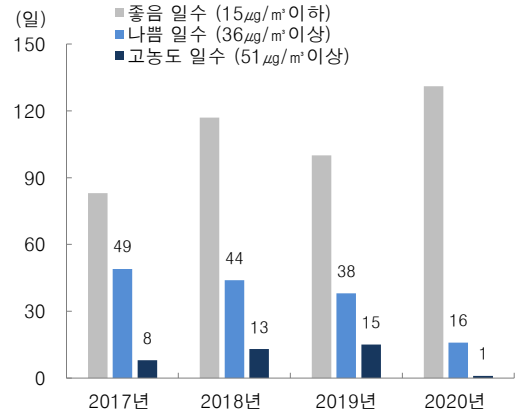
2021년 공기청정기 매출은 증가할 것으로 전망하는데, 1) 미세먼지와 B2G 물량으로 인한 기저 부담이 사라지고, 2) 코로나19 여파 등으로 실내 공기질 관리에 대한 관심은 실질적으로 증가했다고 판단되고, 3) 2018년 판매한 공기청정기 렌탈 제품의 의무사용기간(3년)이 2021년부터 도래하기 시작하며, 재렌탈 수요로 인한 판매량이 증가할 것으로 예상(렌탈 판매의 경우 의무사용기간이 지나면 위약금 부담이 사라지기 때문에 의무사용기간 도래 이후 신제품으로 재렌탈하는 비율이 상승)하기 때문이다.

그림 105. 코웨이 공기청정기 매출(성장률) 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 106. 1~10월 초미세먼지 일수



자료: 환경부, 대신증권 Research Center

표 23. 미세먼지 관련 법안

법명	시행일	내용
실내공기질 관리법	20/04	· 법 적용 다중이용시설 대상 확대, 실내공기질 실태조사 및 결과공표 의무화 · 취약계층 이용시설에 강화된 실내기준 적용 · 대중교통차량 공기질 측정 의무화 및 관리 강화 · 지하역사 실내공기질 측정기기 부착 의무화
학교보건법	19/07	· 교실 내 공기정화설비 및 미세먼지측정기 설치 의무화 등
재난 및 안전관리 기본법	19/03	· 미세먼지를 사회재난에 포함

자료: 환경부, 대신증권 Research Center

3) 매트리스, 홈케어 서비스를 통해 보여준 경쟁력

동사의 매트리스는 침대 시장 1, 2위 업체 에이스침대, 시몬스와 함께 시장점유율 3위를 점하고 있다. 동사의 매트리스 매출은 2013년 375억원에서 2019년 1,825억원으로 CAGR 30% 성장하였는데, 침대 시장의 1, 2위 업체인 에이스침대와 시몬스의 성장률(각각 CAGR 12%, 10%)과 비교시 괄목한만한 성장세다.

동사 매트리스가 가진 경쟁력의 핵심은 홈케어 서비스다. 동사는 2011년 렌탈 업계 최초로 매트리스 렌탈을 시작함과 동시에 홈케어 사업을 도입하였다. 매트리스의 위생 관리에 어려움을 느끼는 고객을 중심으로 빠르게 침투하여, 지난해 말 기준 매트리스 관리 계정은 56만 4,000개를 기록하였고, 정수기, 공기청정기에, 비데와 함께 4대 핵심 렌탈 품목으로 자리매김하고 있다. 올해는 코로나19로 인해 위생에 대한 관심이 증가하며 매트리스 홈케어 서비스 수요가 더욱 부각됐다. 올해 3분기 누적 기준 매트리스 매출액은 1,842억원으로 yoy 33% 급증했다. 1위 에이스 침대의 3분기 누적 매출액이 yoy 4.2% 증가한 것을 고려 시, 관리 서비스에 대한 경쟁력을 가늠할 수 있다.

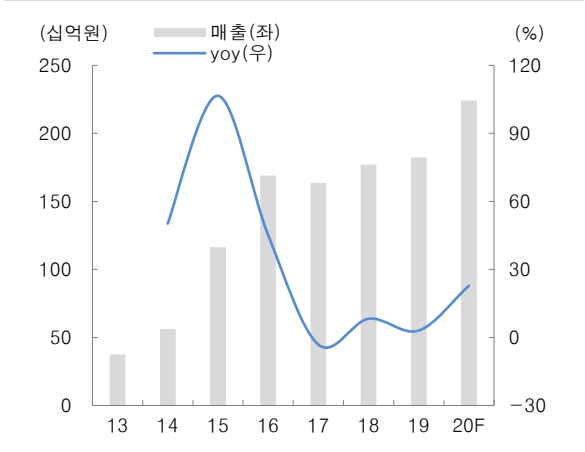
1. 코로나19로 위생, 청결에 대한 관심도가 높아지면서 케어 서비스에 대한 수요가 점진적으로 높아질 것으로 전망하는 점 2. 동사의 홈케어 서비스 인력은 약 1,300여명으로 인건비 측면에서 경쟁사들이 단기간에 구축하기 힘든 관리 서비스 네트워크 조직을 형성하고 있는 점 3. 통계청에 따르면 국내 가구수가 2047년 2,230만 가구까지 증가(Q↑)할 것으로 추산되는 점 4. 특히 전체 가구수의 37%를 차지할 것으로 추정되는 1인 가구의 경우 이사를 자주 다니는 특성 상 침대 등 큰 가구를 옮겨다니기 쉽지 않아 렌탈의 효용성이 높은 점 등을 고려할 때 매트리스가 견인하는 실적 성장은 향후 지속될 것으로 전망된다.

표 24. 코웨이 매트리스 홈케어 서비스 7 단계

1. 매트리스 오염도 측정	2. 침대 프레임 클리닝	3. 침대 프레임 위싱
		
4. 사이드 엣지 클리닝	5. 매트리스 클리닝	6. UV 살균
		
7. 진드기패치 교체	타사 매트리스 오염도 체크	케어가드 교체 서비스
		

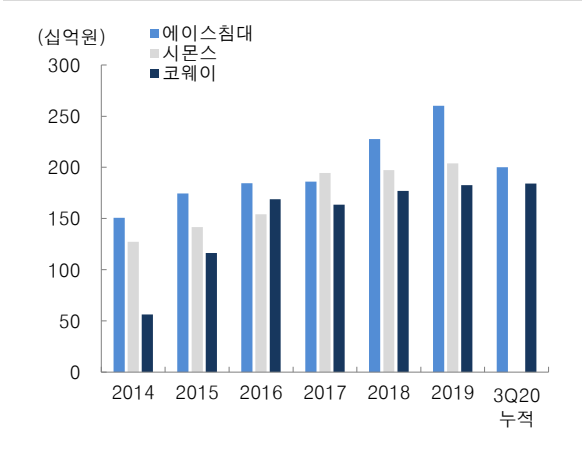
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 107. 코웨이 매트리스 매출(성장률) 추이



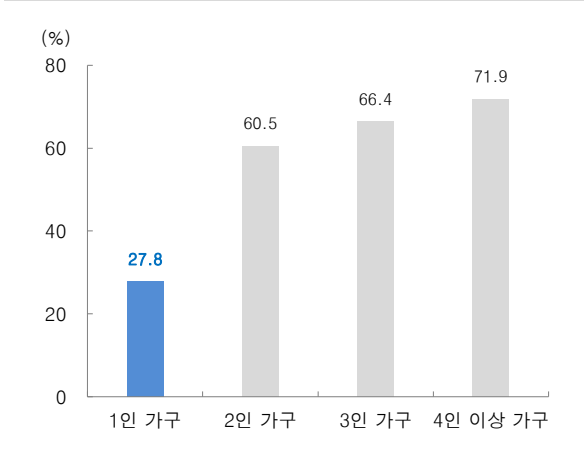
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 108. 침대시장 Top 3 player 매출액



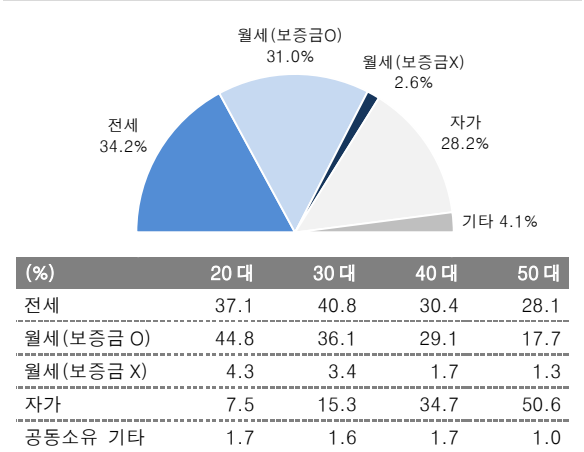
주: 시몬스는 감사보고서만 발표
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 109. 가구원수별 자가 비중



자료: 통계청 '2016년 주택소유통계', 대신증권 Research Center

그림 110. 1인가구의 연령별 주거 형태



자료: KB금융 '2018 한국 1인 가구 보고서', 대신증권 Research Center

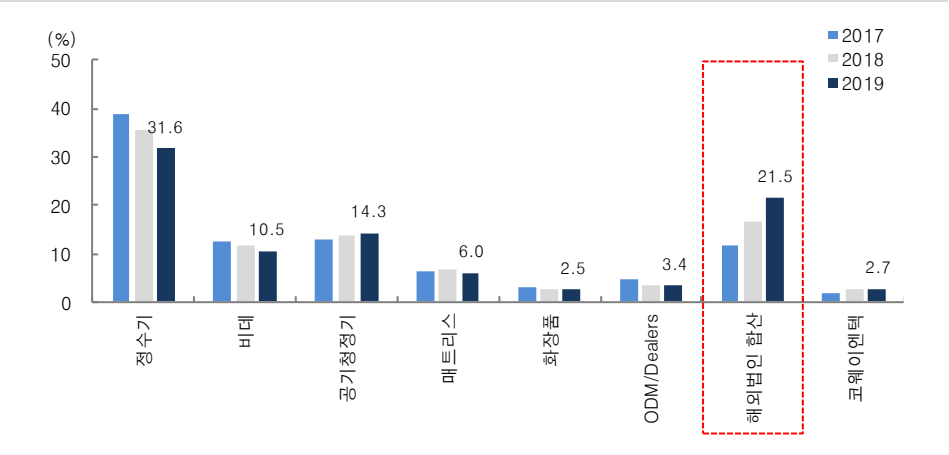
Point 5. 해외 시장에서의 성장성

2022년 해외법인
매출 기여도 32.5%
전망

해외 법인의 성장성은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠로, 해외 법인의 매출 기여도는 2022년 32.5%까지 확대될 것으로 전망한다. 지난해 기준 전사 매출액에서 해외 법인이 차지하는 비중은 21.5%로 정수기(31.6%)보다 낮았지만, 2022년에는 해외 법인의 매출 기여도가 32.5%까지 상승하며 가장 높은 비중을 차지할 것이다.

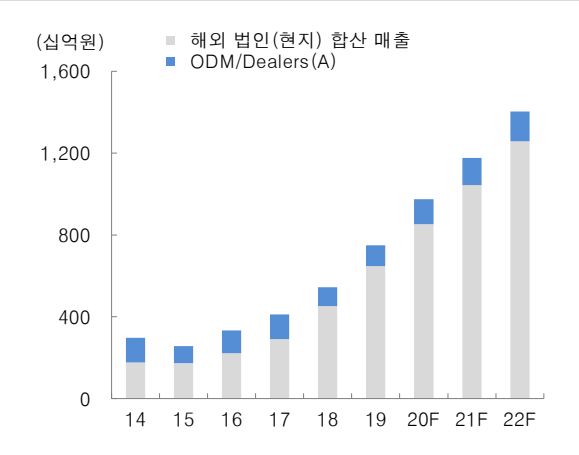
동사는 총 6개(말레이시아, 미국, 태국, 중국, 인도네시아, 베트남)의 해외 법인을 보유하고 있으며, 말레이시아와 미국 법인이 중심을 이루고 있다. 전체 해외 법인에서 두 법인이 차지하는 매출 비중은 96.2%에 달한다. 두 법인의 매출은 각각 연평균(19~22F) 26%, 23%씩 빠른 성장세를 이어가며, 해외법인 합산 매출액과 영업이익은 각각 CAGR(19~22F) 25%, 30% 성장할 것으로 전망된다.

그림 111. 해외 법인은 성장을 견인하는 열쇠



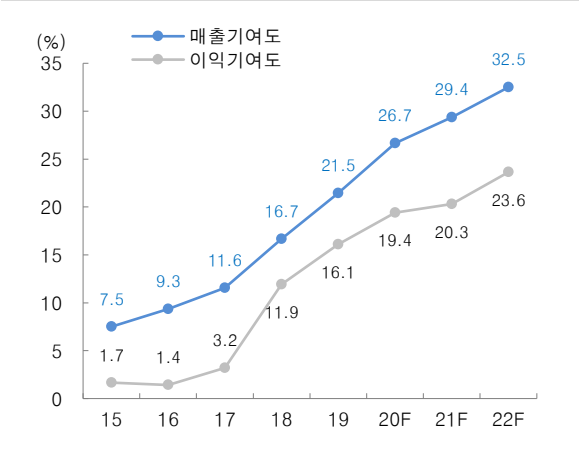
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 112. 해외 시장 매출액 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 113. 해외 법인 매출(이익) 기여도 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

Point 5-1. 말레이시아, 더 성장 가능하다

말레이시아 법인
매출 성장률
CAGR(19-22F)
26% 전망

말레이시아 법인의 관리 계정은 지난해 100만 계정을 돌파하였으며 2021년에는 200만 계정을 넘어설 것으로 전망한다. 현재 말레이시아 법인은 164.1만개의 관리 계정을 기반으로, 십프로 중반대의 안정적인 수익성 궤도를 그리고 있다. 앞서 언급하였듯이 렌탈 산업은 일정 수준의 고객 기반을 확보하기까지 안정적으로 이익을 창출하기 어려운데, 일반적으로 100만 계정을 확보하면 안정적인 기반을 형성하였다고 여겨짐을 고려 시, 말레이시아 시장은 현금흐름 창출의 선순환 구조를 형성했다고 평가된다.

말레이시아 시장의 성장은 지속될 것으로 전망하는데, 1) 렌탈의 중심인 정수기 시장의 성장 여력이 남아있고 2) 렌탈 품목 다변화로 인한 계정수 증대가 가능하기 때문이다.

1) 정수기 시장 성장 여력 남아있다

중장기적으로 말레이시아 정수기 시장은 현재 대비 약 2배 수준의 성장 여력이 남아있다고 판단하다. 지난해 기준 말레이시아 가구수는 약 800만 가구로, 코웨이의 정수기 시장 점유율 40%에서 역으로 추산할 시, 말레이시아 정수기 보급률은 약 30% 초반 수준(2019년 관리계정 135만 계정*80%/40%=271만 계정)으로 추정된다. 한국의 정수기 보급률은 약 60% 수준임을 감안할 때, 말레이시아의 정수기 침투율은 소득 수준 향상과 함께 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 지난해 말레이시아의 1인당 GDP는 \$11,415로 한국의 0.4배 수준이며 2000년대 초반의 한국 수준이다.

2) 코디 조직을 기반으로 한 렌탈 품목 다변화가 예상된다

동사는 164.1만개의 관리 계정과 코디 서비스라는 차별화된 서비스를 기반으로 렌탈 품목 다변화를 시도 중이다. 정수기를 시작으로 공기청정기, 비데로 렌탈 서비스를 확장하였고, 올해는 매트리스 렌탈 서비스도 도입하였다. 현재 동사의 말레이시아 매출에서 정수기가 차지하는 비중은 80%로 렌탈 품목 다변화에 따른 점진적인 계정수 증대가 전망된다.

정수기를 이을 2세대 렌탈 품목은 공기청정기가 될 것으로 전망한다. 말레이시아는 인도네시아로부터 날아오는 연무로 인해 발생하는 환경 이슈로 공기청정기에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 한국의 말레이시아 공기청정기 수출금액은 CAGR(16-19) 80% 급증했고, 올해는 코로나 19로 인한 위생에 대한 관심이 더해지며 10월 누적 기준 수출액이 yoy +47.5% 급증하였다. 동사의 말레이시아 법인 인력은 1만명 이상으로, 렌탈의 방문 관리사를 통한 영업 시스템은 파생营业을 통한 제품군 확장에 용이하다는 점을 고려 시, 향후 공기청정기 렌탈 비중 증대에 따른 계정수 증가가 기대된다.

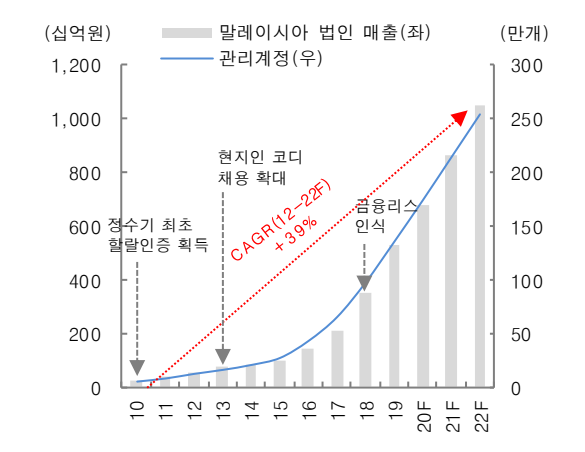
한편 올해 1월 런칭한 매트리스의 경우 매분기 7,000-8,000대 씩 판매가 이뤄지고 있어 신사업의 성공 가능성 또한 기대된다.

표 25. 말레이시아 법인 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, 만개, %, 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출	153	156	179	191	199	210	221	232	526	679	861
yoy	36.3	22.2	33.8	25.4	29.5	34.4	23.4	21.2	48.9	29.1	26.7
영업이익	25	23	30	25	33	31	37	31	76	104	131
Yoy	32.0	5.5	108.8	26.0	29.5	34.4	23.4	21.2	21.3	37.0	26.8
OPM	16.4	14.9	16.6	13.3	16.4	14.9	16.6	13.3	14.4	15.2	15.3
관리계정	143	152	164	174	184	194	204	214	135	174	214
YoY(만개)	37	37	40	39	41	42	40	40	38	39	40
YoY(%)	35.1	32.2	31.9	28.6	28.7	27.7	24.4	23.0	38.8	28.6	23.0
관리계정(평균)	139	148	158	169	179	189	199	209	117	155	194
ARPU(월)	36,697	35,220	37,710	37,710	36,946	36,946	36,946	36,946	37,647	36,581	36,946

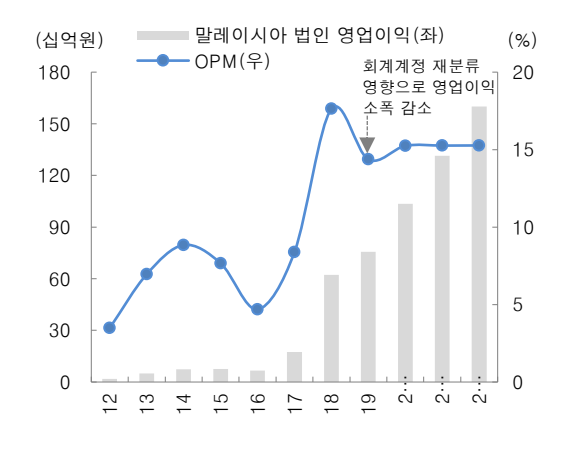
자료: 대신증권 Research Center

그림 114. 말레이시아 매출액 및 관리계정 추이



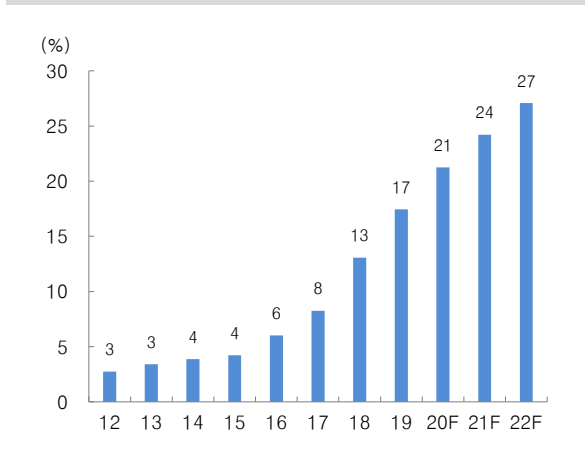
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 115. 말레이시아 영업이익(OPM) 추이



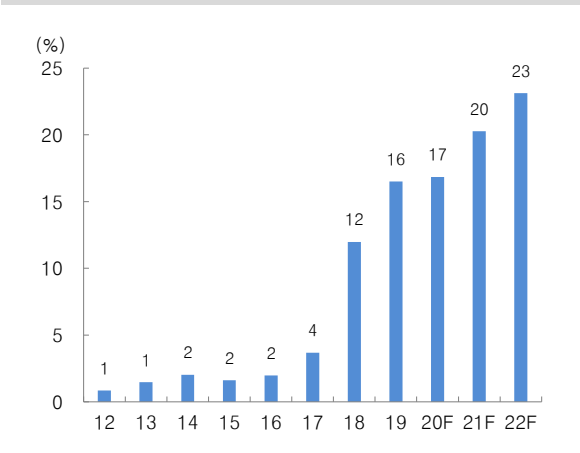
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 116. 말레이시아 매출 기여도 22F 27% 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 117. 말레이시아 이익 기여도 22F 23% 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

Point 5-2. 미국, OPM HSD%로 확대될 것으로 예상

미국 법인 매출
성장률 CAGR(19-
22F) 23% 전망

미국 법인은 2007년 설립 이래 정수기와 공기청정기를 주력으로 하여 사업을 진행해왔다. 미국 법인의 계정수는 12.2만개(3Q20 기준)로, 연간 기준으로 2014년 처음 BEP를 돌파한 이후, LSD~MSD%의 수익률을 꾸준히 창출하고 있다. 미국의 경우 국내 및 말레이시아와 달리 시판 매출 비중이 약 35%에 달하는데, 시판의 경우 공기청정기 매출이 대부분을 차지하고 있다.

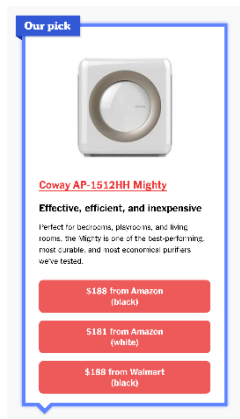
동사의 공기청정기는 아마존과 협업한 인공지능 제품으로 미국 시장에서 높은 인지도를 확보하고 있다. 동사는 2017년 미국 시장에서 공기청정기 최초로 아마존 인공지능 플랫폼 알렉사를 연동한 서비스를 시작하였다. 2018년에는 아마존의 소모품 자동 배송 시스템인 DRS 서비스를 시작하였고, 올해 초에는 DRS의 3세대 버전인 DART를 연동한 서비스를 선보였다. 이는 알렉사를 통해 공기청정기 필터 수명을 확인하고, 간단한 음성 명령을 통해 주문까지 한 번에 가능한 서비스다.

뉴욕타임스가 운영하는 소비자리포트 와이어커터(Wirecutter)는 ‘최고의 공기청정기(The Best Air Purifier)’ 평가에서 코웨이 공기청정기를 1, 2위로 선정한 바 있다. 1위를 차지한 ‘AP-1512HH Mighty’는 아마존 소비자 평가에서 별 5개 중 4.7개를 기록했다. 리뷰 개수는 7,001개(12월 11일 기준)에 달하는데, 높은 리뷰 개수 및 소비자 평점은 또다른 구매로 이어지는 선순환 구조를 형성하고 있다. 아마존은 리뷰 시스템의 신뢰도를 높여 소비자의 구매 과정에 미치는 파급도가 상당히 때문이다.

한편 2위를 차지한 ‘Airmega 200M’는 월마트 소비자 평가에서 역시 별 5개 중 4.7개를 기록하였으며 추천률은 96%에 달했다.

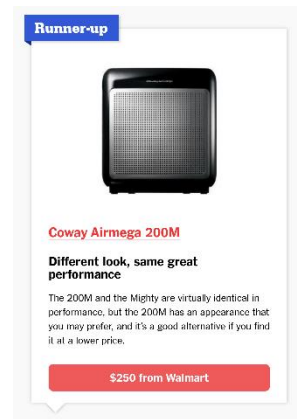
아마존을 통한 공기청정기 온라인 판매가 확대되면서 미국 법인 매출은 2018년, 2019년 각각 23.8%, 20.9% 성장률을 기록했다. 올해 2분기에는 영업이익률이 처음으로 두 자릿수를 기록하였고, 3분기에는 미국 서부 산불로 공기청정기 판매가 급증하며 매출 성장률이 130.7%에 달했다. 실제로 한국의 미국으로의 공기청정기 수출금액은 2017년을 기점으로 고성장하여 CAGR(16-19) 45%를 기록했고, 올해 9월 누적 기준 성장률은 yoy 45.4%에 달했다. 내년의 경우 올해의 기저 부담으로 매출 성장률이 7.7%에 그칠 것으로 전망되지만, 동사 IoT 공기청정기가 미국 시장에서 갖추고 있는 경쟁력을 고려 시, 미국 법인의 매출은 CAGR(17-22F) 23% 성장하며, 2022년 매출 기여도와 이익 기여도는 각각 4.6%, 1.8%까지 확대될 전망이다.

그림 118. 아마존 공기청정기 사진



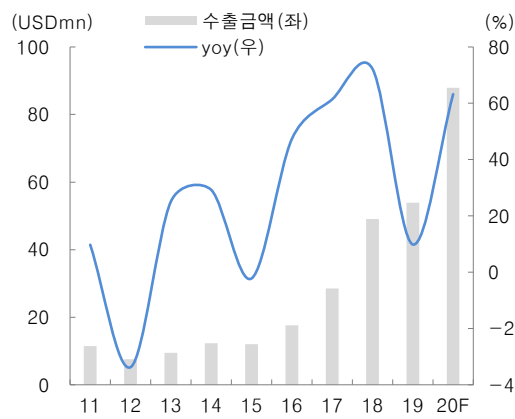
자료: Wirecutter, 대신증권 Research Center

그림 119. 아마존 공기청정기 사진



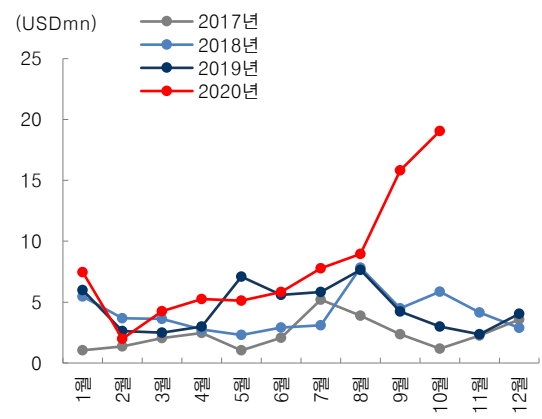
자료: Wirecutter, 대신증권 Research Center

그림 120. 한국의 미국 공기청정기 수출(1)



주: HS code 8421391000 기준
자료: 한국무역협회, 대신증권 Research Center

그림 121. 한국의 미국 공기청정기 수출(2)



주: HS code 8421391000 기준
자료: 한국무역협회, 대신증권 Research Center

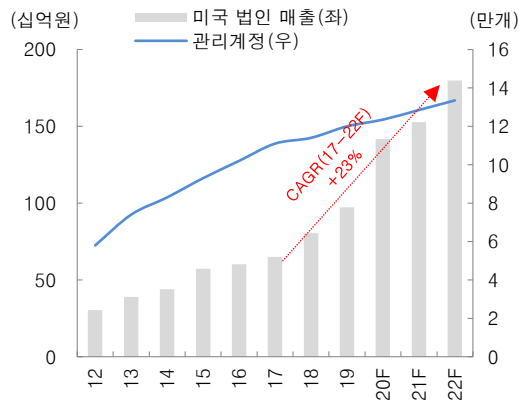
표 26. 미국 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 만개, %원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출	27	32	52	31	33	35	38	47	97	142	153
yoy	29.9	35.8	130.7	1.3	21.7	9.1	-27.3	52.9	20.9	45.7	7.7
영업이익	2.6	4.9	11.8	4.9	2.0	2.1	2.3	2.8	3.3	24.2	9.2
Yoy	238.5	1126.1	흑전	62.3	-23.6	-57.1	-80.8	-42.2	1.4	632.4	-62.1
OPM	9.5	15.4	22.7	15.9	6.0	6.0	6.0	6.0	3.4	17.0	6.0
관리계정	12.1	12.0	12.2	12.4	12.5	12.6	12.7	12.9	12.0	12.4	12.9
YoY(만개)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5
YoY(%)	5.2	2.4	3.2	2.9	2.9	4.6	3.7	4.0	4.7	2.9	4.0

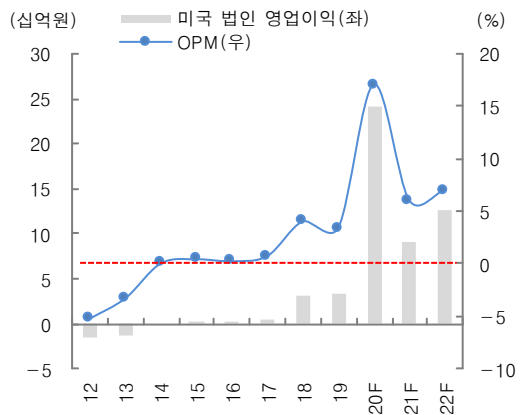
자료: 대신증권 Research Center

그림 122. 미국 매출액 및 관리계정 추이



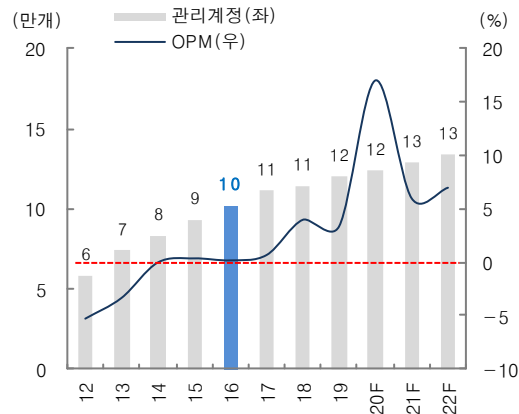
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 123. 미국 영업이익(OPM) 추이



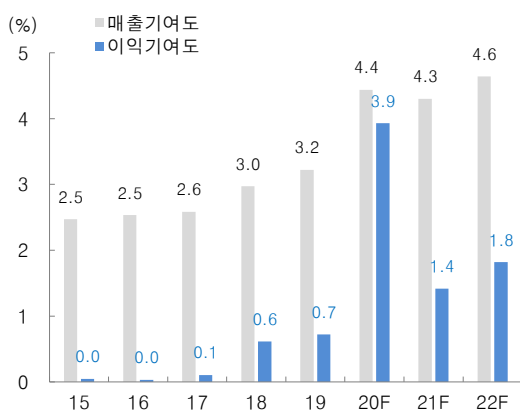
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 124. 관리계정 10만개 이상의 이익 창출 구간



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 125. 미국 매출/이익 기여도 추이



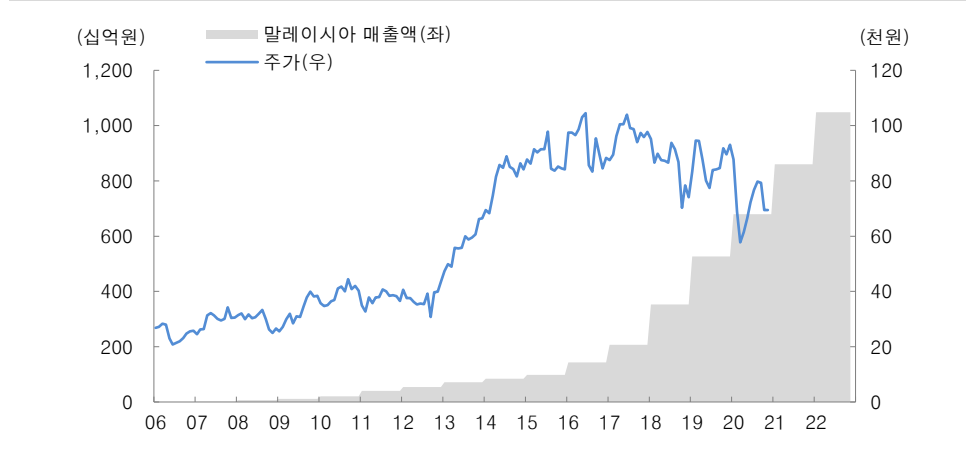
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

Point 5-3. 인도네시아, 중장기 성장 동력

동사는 지난해 3월 인도네시아 법인을 설립하며 영업을 시작하였다. 과거 말레이시아와 같이 정수기를 중심으로 초기 진출을 진행 중이며, 잠재적 소비층은 자카르타 등의 대도시가 중심이다.

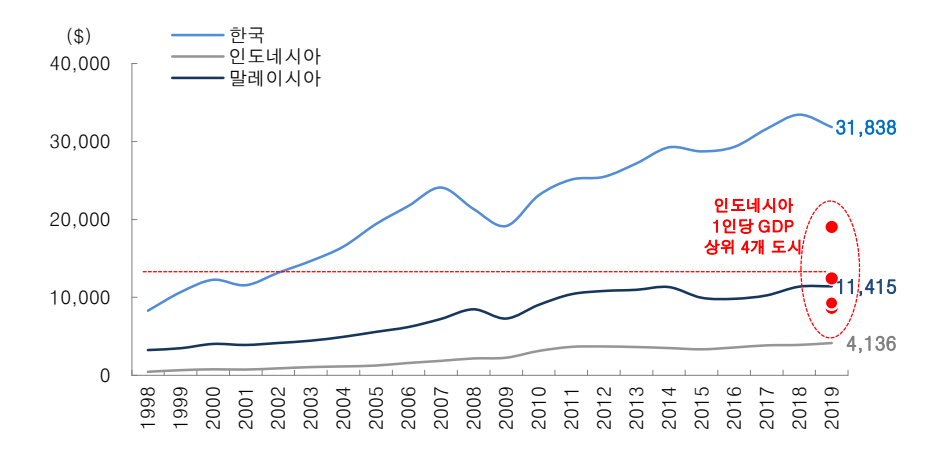
말레이시아 법인의 경우 2006년 설립 직후 분기 당 매출액 약 2억원에서 10억원 수준으로 성장, bep 달성 시 까지 5-6년이 소요된 바 있다. 인도네시아 시장에 자리잡기까지 소요되는 기간은 말레이시아와 비슷할 것으로 전망하는데, 인도네시아 역시 과거 말레이시아와 같이 처음으로 렌탈 시스템을 도입한다는 점에서, 지역 사회 내에서 새로운 소비 시스템으로 자리매김하기까지 장기간의 시간이 소요될 것으로 예상하기 때문이다. 하지만 인도네시아의 큰 시장규모, 중산층의 확대 가능성, 낮은 가전 보급률 등을 고려할 때 중장기적으로 높은 성장이 기대되며, 렌탈 시장이 안정적으로 안착할 경우 계정수증대로 인한 실적 고성장과 함께 valuation re-rating이 가능할 것으로 판단한다.

그림 126. 코웨이 말레이시아 법인 매출액 및 주가 추이



주: 20, 21, 22년 매출액은 당사 추정치 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 127. 인도네시아의 1인당 GDP 상위 4개 도시 vs 말레이시아 vs 한국



자료: 통계청, Statistics Indonesia, 2020, 대신증권 Research Center

V. 실적 전망

2020년, 국내의 부진을 해외가 만회

2020년 연결 기준 매출액은 yoy 5.9% 증가한 3조 1,963억원, 영업이익은 yoy 34.1% 증가한 6,147억원을 기록할 것으로 전망한다. 2019년, 2020년 일회성 요인을 제거한 매출액과 영업이익 증가율은 각각 5.1%, 5.7%다(77p 표34 참고).

[국내]의 경우 남은 4분기 실적에서 가장 중요하게 확인하여야 할 부분은 3분기 CS닥터 총파업으로 부진했던 렌탈 판매량의 회복 여부다. CS닥터 총파업으로 3분기 영업일수의 절반 가까이 되는 기간동안 영업에 차질을 빚으면서, 3분기 판매량은 yoy 26.6% 감소하며 계정 순증 (-)를 기록하였다. 하지만 9월, 10월, 11월 각각 목표대비 판매량의 80%, 90%, 90%를 달성하며 점차 정상화되고 있는 것으로 파악된다. 다만 11월 중순부터 코로나19가 재확산되고 있어 방판 채널 위축에 따른 영업 차질 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 2020년 환경가전 매출액은 2조 1,198억원으로 yoy +0.4% 소폭 증가에 그칠 것으로 전망한다.

[해외]

말레이시아 법인의 매출액과 영업이익은 6,793억원(yoy +29.1%), 1,035억원(yoy +37.0%)을 기록할 것으로 전망한다. 금융리스 판매 확대로 매출 및 영업이익이 큰 폭으로 증가하는 모습이다.

미국 법인의 매출액과 영업이익은 1,418억원(yoy +45.7%), 242억원(yoy +632.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 서부 산불로 인한 청정기 판매 급증, 코로나19로 인한 비데 판매 급증 등 일회성 요인으로 영업이익률은 17%(yoy +13.7%p)를 기록할 전망이다.

2021 년, (가치)성장주라고 불러다오

2021년 연결 기준 매출액은 yoy 11.2% 증가한 3조 5,532억원, 영업이익은 yoy 5.3% 증가한 6,476억원을 기록할 것으로 전망한다. 2020년 일회성 요인(CS닥터 충당금 환입 128억원 등)을 제거 한 2021년 매출 및 이익 성장률은 각각 12.0%, 9.4%다.

[국내]의 경우 내년에도 렌탈 시장의 경쟁 심화는 지속될 것으로 예상되지만, 만기 고객의 재렌탈 전환 노력, IoT 제품 출시를 통한 프리미엄화 등을 통해 렌탈 ARPU(P)는 flat한 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 렌탈 계정수(Q)는 615만개로 2분기를 기점으로 600만개를 돌파할 것으로 전망한다.

2021년 렌탈 계정 순증 개수는 32.2만개를 기록할 것으로 전망되는데, 이는 렌탈 판매량 160.5만개에서 만기 도래 계정 56.8만개, 해약 계정 71.5만개를 차감한 값이다. 2021년 렌탈 판매량은 15.3% 증가할 것으로 전망하는데, 이는 1. 올해 총파업으로 부진했던 렌탈 판매가 내년에 기저로 작용하고, 2. 코로나19로 높아진 위생, 청결에 대한 관심도가 관리 서비스 수요로 이어지며 매트리스, 의류청정기 등 홈케어 제품군에 대한 수요 증가가 기대되기 때문이다.

[해외]의 경우 말레이시아와 미국 법인의 성장세가 지속되며 해외법인 합산 매출 및 이익 기여도는 각각 29.4%, 20.3%까지 상승할 것으로 전망한다.

말레이시아 법인의 매출액과 영업이익은 8,606억원(yoy +26.7%), 1,313억원(yoy +26.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 관리계정수는 214만개로 200만개를 넘어서고, 이를 기반으로 영업이익률 15.3%의 안정적인 수익성 궤도를 이어나갈 것으로 전망한다. 한편 올해 1월 런칭한 매트리스가 코로나19로 인한 영업 차질에도 불구하고 매분기 7~8천개 씩 판매되고 있어, 말레이시아 법인의 또다른 성장 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 기대된다.

미국 법인의 매출액과 영업이익은 1,527억원(yoy +7.7%), 92억원(yoy -62.1%)을 기록할 것으로 전망한다. 올해의 기저부담을 고려 시 영업이익 감소는 불가피하나, 동사 IoT 공기청정기가 미국 시장에서 갖추고 있는 경쟁력을 고려 시, 시판 비중이 점진적으로 상승하며 2021년 매출 기여도와 이익 기여도는 각각 4.3%, 1.4%까지 확대(vs 2019년: 3.2%, 0.7%)될 전망이다.

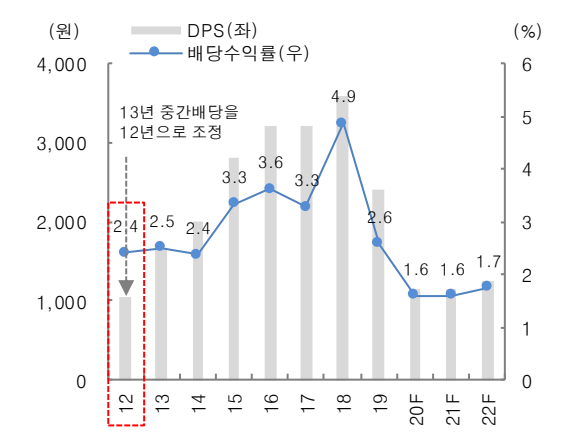
재무구조 개선을 통한 중장기적 성장성 기대

2020년 배당수익률
1.6% 예상

동사는 넷마블을 최대주주로 맞이한 이후 재무구조 개선에 주력하는 모습이다. 동사는 2022년까지 3년간 FCF의 40%와 연결 순이익 기준 배당성향 20% 범위 내에서 연 1회 의 기말배당을 시행한다고 발표한 바 있다. 이에 따라 주당배당금은 2020년, 2021년 각각 1,150원으로 감소할 것으로 예상하며 이에 따른 배당수익률은 1.6%로 환산된다.

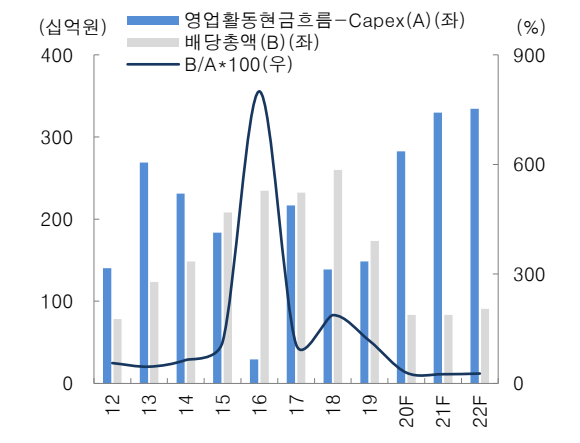
MBK 파트너스가 대주주인 당시, PEF에 의한 경영 특성상, 평균 배당성향 약 70%를 기록하며, 배당주로서의 투자 모멘텀을 겸비하기도 하였다. 하지만 FCF를 넘어서는 배당금 지급으로 부채비율은 2019년 165%까지 증가했다. 향후 2년 간 재무구조 개선에 주력함으로써 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하겠으나 1) 배당 재원으로 활용됐던 단기 차입금이 감소하며, 2) 부채 비율은 지난해 165%에서 2022년 62%까지 감소, 3) 2022년 순현금 포지션으로 전환할 것으로 기대된다. 재무구조 개선을 통한 중장기적 성장성과 아울러 안정적인 실적까지 고려 시 동사의 투자 매력도는 충분하다는 판단이다.

그림 128. DPS 1,150원, 배당수익률 1.6% 전망



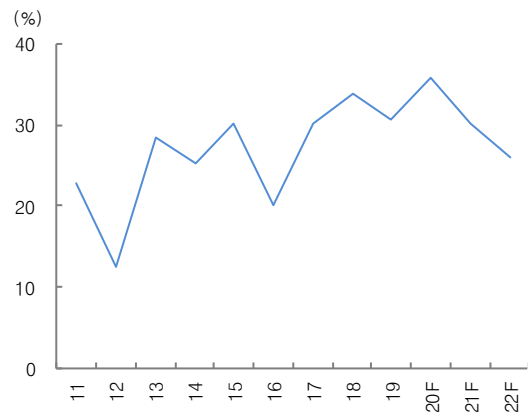
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 129. 배당성향 및 FCF 대비 배당액



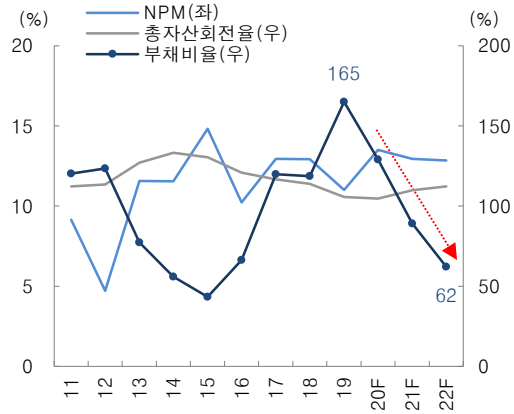
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 130. ROE 추이



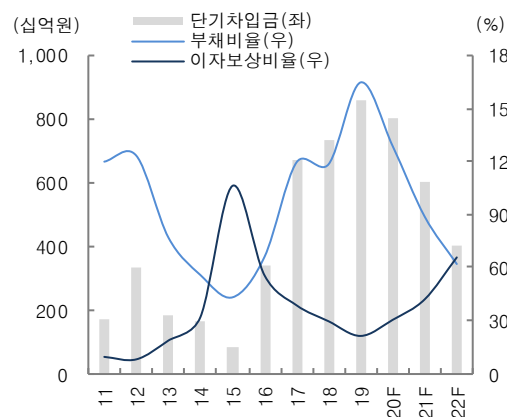
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 131. ROE Decomposition



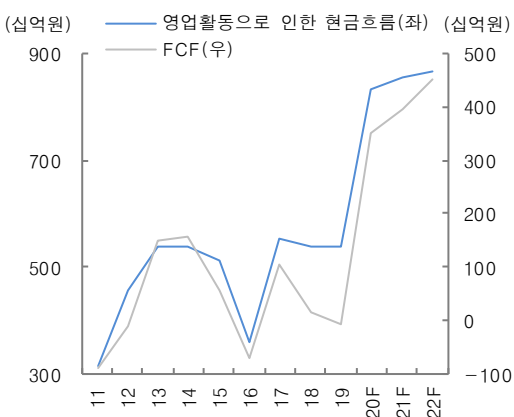
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 132. 단기차입금 및 이자보상비율 전망



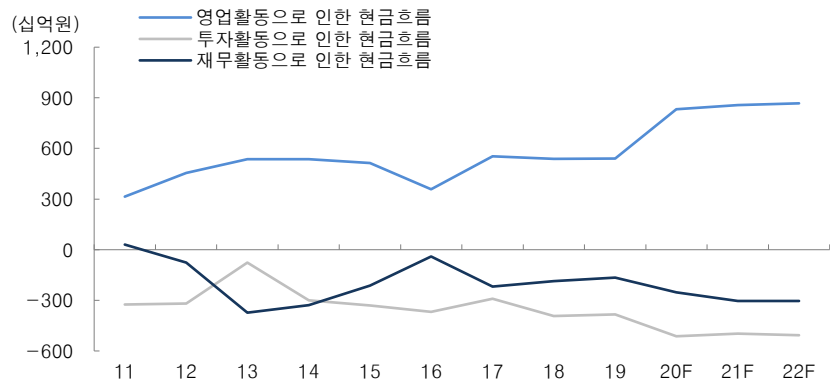
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 133. 영업활동 현금흐름, FCF 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 134. 현금흐름



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 27. 연결 기준 실적 추정 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
연결 매출액	769	806	800	821	863	882	889	919	3,019	3,196	3,553	3,872
국내	629	655	641	652	683	682	702	699	2,531	2,577	2,766	2,926
말레이시아	153	156	179	191	199	210	221	232	526	679	861	1,048
미국	27	32	52	31	33	35	38	47	97	142	153	180
기타 자회사	23	17	16	15	26	26	27	26	105	71	106	106
YoY												
연결 매출액	8.4	6.6	5.4	3.4	12.2	9.5	11.1	11.9	11.5	5.9	11.2	9.0
국내	3.6	3.2	-1.5	2.2	8.7	4.0	9.4	7.2	5.7	1.8	7.3	5.8
말레이시아	36.3	22.2	33.8	25.4	29.5	34.4	23.4	21.2	48.9	29.1	26.7	21.8
미국	29.9	35.8	130.7	1.3	21.7	9.1	-27.3	52.9	20.9	45.7	7.7	17.7
비중												
연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	81.7	81.4	80.1	79.4	79.2	77.3	78.9	76.0	83.8	80.6	77.8	75.6
말레이시아	19.9	19.4	22.3	23.3	23.0	23.8	24.8	25.2	17.4	21.3	24.2	27.1
미국	3.5	4.0	6.5	3.7	3.8	4.0	4.2	5.1	3.2	4.4	4.3	4.6
연결 영업이익	139	169	169	138	163	166	173	145	458	615	648	692
국내	116	136	125	111	132	136	137	115	395	488	520	533
말레이시아	25	23	30	25	33	31	37	31	76	104	131	160
미국	3	5	12	5	2	2	2	3	3	24	9	13
기타 자회사	-1	-2	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-9	-7	-7
YoY												
연결 영업이익	2.7	22.4	20.2	209.5	17.4	-1.6	2.5	5.2	-11.8	34.1	5.3	6.9
국내	-5.5	22.8	-10.2	396.0	13.8	.2	10.0	3.6	-17.3	23.5	6.7	2.4
말레이시아	32.0	5.5	108.8	26.0	29.5	34.4	23.4	21.2	21.3	37.0	26.8	21.9
미국	238.5	1,126.1	흑전	62.3	-23.6	-57.1	-80.8	-42.2	1.4	632.4	-62.1	37.3
OPM												
연결 영업이익	18.1	21.0	21.1	16.8	18.9	18.9	19.4	15.8	15.2	19.2	18.2	17.9
국내	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4	15.6	18.9	18.8	18.2
말레이시아	16.4	14.9	16.6	13.3	16.4	14.9	16.6	13.3	14.4	15.2	15.3	15.3
미국	9.5	15.4	22.7	15.9	6.0	6.0	6.0	6.0	3.4	17.0	6.0	7.0
비중												
연결 영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	83.3	80.4	74.1	80.4	80.7	81.9	79.5	79.1	86.1	79.3	80.3	77.0
말레이시아	18.1	13.8	17.6	18.4	20.0	18.8	21.1	21.2	16.5	16.8	20.3	23.1
미국	1.9	2.9	7.0	3.5	1.2	1.3	1.3	1.9	0.7	3.9	1.4	1.8
매출총이익	522	555	536	537	582	599	596	599	2,009	2,150	2,377	2,597
yoy	9.5	9.6	5.4	3.9	11.6	8.1	11.1	11.6	9.8	7.0	10.6	9.3
GPM	67.8	68.9	67.0	65.3	67.5	68.0	67.0	65.2	66.5	67.3	66.9	67.1
yoy(%p)	0.7	1.8	0.0	0.3	-0.3	-0.9	0.0	-0.2	-1.0	0.7	-0.4	0.2
판관비	383	386	368	399	419	433	423	454	1,550	1,535	1,729	1,905
yoy	12.2	4.7	-0.3	-15.6	9.5	12.3	15.0	13.9	18.4	-1.0	12.7	10.2
판관비율	49.8	47.9	45.9	48.5	48.6	49.1	47.6	49.4	51.4	48.0	48.7	49.2
yoy(%p)	1.7	-0.9	-2.6	-10.9	-1.2	1.2	1.6	0.8	3.0	-3.3	0.6	0.5
렌탈자산폐기손실	23.6	20.7	17.0	20.4	20.4	19.6	19.4	20.0	51.2	81.7	79.4	79.1
EBITDA	276	303	305	266	296	299	306	278	739	1,150	1,179	1,234
yoy	33.7	43.0	39.8	158.4	7.3	-1.4	0.4	4.4	-4.6	55.5	2.5	4.7
%EBITDA	35.9	37.7	38.1	32.4	34.3	33.9	34.4	30.3	24.5	36.0	33.2	31.9
지배주주순이익	102	119	117	95	116	119	124	102	333	432	461	498
yoy	1.1	16.7	5.5	380.1	14.4	-0.2	5.8	7.7	-4.9	29.8	6.6	8.1
NIM	13.2	14.8	14.6	11.5	13.5	13.5	13.9	11.1	11.0	13.5	13.0	12.9

자료: 대신증권 Research Center

표 28. 별도 기준 실적 추정 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
별도 매출액	629	655	641	652	683	682	702	699	2,531	2,577	2,766	2,926
국내 환경가전	529	553	507	530	556	562	554	563	2,111	2,120	2,236	2,322
렌탈	402	405	400	406	410	414	413	418	1,573	1,613	1,656	1,728
금융리스	69	87	57	70	73	77	80	84	258	283	313	345
멤버십	25	26	25	23	23	22	21	20	107	98	86	74
일시불	31	32	24	28	46	46	36	38	161	115	165	160
기타	3	3	2	2	5	4	4	3	12	11	15	15
수출	82	85	120	107	112	104	132	118	343	395	465	533
화장품	17	17	14	15	15	16	16	18	76	63	65	71
YoY												
별도 매출액	3.6	3.2	-1.5	2.2	8.7	4.0	9.4	7.2	5.7	1.8	7.3	5.8
국내 환경가전	2.3	3.8	-5.1	0.7	5.1	1.7	9.2	6.3	4.6	0.4	5.5	3.9
렌탈	4.5	3.5	0.9	1.6	2.1	2.2	3.4	3.0	2.9	2.6	2.7	4.4
금융리스	22.4	28.8	-21.4	13.3	6.2	-11.9	38.9	19.8	39.6	9.5	10.6	10.2
멤버십	-11.5	-4.0	-8.0	-9.9	-8.2	-14.7	-14.4	-12.6	-11.5	-8.4	-12.5	-14.1
일시불	-32.3	-26.7	-33.4	-22.5	47.7	43.6	53.6	33.1	-5.6	-28.8	44.2	-3.0
기타	1.7	-9.2	-10.9	-19.4	50.1	41.7	56.7	33.1	-8.6	-9.4	45.6	-3.2
수출	16.7	1.7	22.9	16.9	36.4	22.0	9.3	10.0	13.6	14.9	17.9	14.6
화장품	-8.6	-7.8	-26.3	-26.3	-12.0	-10.0	20.0	20.0	1.1	-17.3	3.0	9.4
비중												
별도 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 환경가전	84.2	84.4	79.1	81.3	81.4	82.5	78.9	80.6	83.4	82.2	80.8	79.4
렌탈	63.9	61.8	62.3	62.3	60.1	60.7	58.9	59.9	74.5	76.1	74.1	74.4
금융리스	11.0	13.3	8.9	10.7	10.7	11.3	11.3	11.9	12.2	13.3	14.0	14.9
멤버십	3.9	4.0	3.8	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	5.1	4.6	3.8	3.2
일시불	4.9	4.9	3.7	4.4	6.7	6.7	5.2	5.4	7.6	5.4	7.4	6.9
기타	0.5	0.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6
수출	13.0	13.0	18.8	16.4	16.3	15.2	18.7	16.9	13.6	15.3	16.8	18.2
화장품	2.8	2.6	2.1	2.3	2.2	2.3	2.3	2.5	3.0	2.4	2.3	2.4
별도 영업이익	116	136	125	111	132	136	137	115	395	488	520	533
yoy	-5.5	22.8	-10.2	396.0	13.8	0.2	10.0	3.6	-17.3	23.5	6.7	2.4
OPM	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4	15.6	18.9	18.8	18.2

자료: 대신증권 Research Center

표 29. 국내 관리계정수 추이 및 전망

(단위: 만개, %, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
총계정(렌탈+멤버십)	631	633	631	635	642	649	654	660	628	635	660	685
렌탈												
계정수	574	577	576	583	592	601	608	615	569	583	615	647
순증(A-B-C)	5.3	3.3	-1.1	6.4	9.1	9.1	7.6	6.4	45.8	13.9	32.2	32.2
판매(A)	37.8	35.5	28.5	37.3	40.5	41.0	39.8	39.1	157.2	139.2	160.5	167.4
YoY	-7.5	-14.7	-26.6	4.3	7.3	15.4	39.7	4.8	8.4	-11.5	15.3	4.3
만기도래(B)	13.5	14.3	13.4	13.7	13.9	14.2	14.2	14.5	45.5	54.9	56.8	59.8
만기도래비중	2.4	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.7	9.7	9.7	9.7
해약계정(C)	18.9	17.9	16.3	17.3	17.5	17.8	18.0	18.3	65.9	70.4	71.5	75.4
해약률(월)	1.11	1.04	0.94	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.01	1.00	1.00	1.00
평균 계정수(평균)	571	576	577	579	587	596	605	612	546	576	599	631
ARPU(월)	27,464	28,511	26,399	27,389	27,441	27,435	27,166	27,358	27,952	27,446	27,404	27,380
렌탈자산폐기손실	18	14	14	14	14	14	14	14	39	59	56	59
% 렌탈 매출	4.3	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	2.5	3.7	3.4	3.4
멤버십												
계정수	57	56	53	52	50	48	46	45	59	52	45	38
순증	-2.2	-1.7	-2.5	-1.0	-2.1	-1.6	-2.4	-9	-7.6	-7.4	-7.0	-6.6
평균 계정수(평균)	58	56	54	53	51	49	47	45	63	56	49	42
ARPU(월)	14,100	15,316	15,119	14,707	14,810	14,988	14,906	14,853	14,135	14,710	14,782	14,768
일시불												
판매량	3.5	3.1	2.4	3.0	4.7	4.0	3.4	3.6	19.4	12.0	15.7	13.8
ARPU(천원)	885	1,043	972	948	974	1,147	1,069	1,043	831	959	1,054	1,160

자료: 대신증권 Research Center

표 30. 주요 해외 법인 관리계정수 추이 및 전망

(단위: 만개, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
말레이시아												
관리 계정	143	152	164	174	184	194	204	214	135	174	214	254
YoY(만개)	37	37	40	39	41	42	40	40	38	39	40	40
YoY(%)	35.1	32.2	31.9	28.6	28.7	27.7	24.4	23.0	38.8	28.6	23.0	18.7
미국												
관리 계정	12.1	12.0	12.2	12.4	12.5	12.6	12.7	12.9	12.0	12.4	12.9	13.4
YoY(만개)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
YoY(%)	5.2	2.4	3.2	2.9	2.9	4.6	3.7	4.0	4.7	2.9	4.0	3.9

자료: 대신증권 Research Center

표 31. 일회성 요인 제거 전 실적 추이(분기) (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
연결 매출액	709	755	760	795	769	806	800	821	863	882	889	919
yoy	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	6.6	5.4	3.4	12.2	9.5	11.1	11.9
별도 매출액	607	635	651	638	629	655	641	652	683	682	702	699
yoy	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	3.2	-1.5	2.2	8.7	4.0	9.4	7.2
별도/연결 비중	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	81.4	80.1	79.4	79.2	77.3	78.9	76.0
연결 영업이익	135	138	140	45	139	169	169	138	163	166	173	145
yoy	2.9	6.9	7.6	-65.4	2.7	22.4	20.2	209.5	17.4	-1.6	2.5	5.2
OPM	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	21.0	21.1	16.8	18.9	18.9	19.4	15.8
별도 영업이익	122	111	139	22	116	136	125	111	132	136	137	115
yoy	-0.6	-7.6	15.4	-80.3	-5.5	22.8	-10.2	396.0	13.8	0.2	10.0	3.6
OPM	20.2	17.4	21.4	3.5	18.4	20.7	19.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4
별도/연결 비중	90.5	80.1	99.2	50.1	83.3	80.4	74.1	80.4	80.7	81.9	79.5	79.1

주: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 전
자료: 대신증권 Research Center

표 32. 일회성 요인 제거 후 실적 추이(분기) (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
연결 매출액	709	755	760	795	769	781	800	821	863	882	889	919
yoy	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	3.4	5.4	3.4	12.2	13.0	11.1	11.9
별도 매출액	607	635	651	638	629	631	641	652	683	682	702	699
yoy	6.1	6.6	9.3	0.9	3.6	-0.7	-1.5	2.2	8.7	8.1	9.4	7.2
별도/연결 비중	85.5	84.1	85.7	80.3	81.7	80.8	80.1	79.4	79.2	77.3	78.9	76.0
연결 영업이익	135	157	144	125	140	158	156	138	163	166	173	145
yoy	2.9	21.2	10.1	-3.1	3.5	0.9	8.6	10.6	16.5	5.2	10.9	5.2
OPM	19.1	20.8	18.9	15.7	18.2	20.2	19.5	16.8	18.9	18.9	19.4	15.8
별도 영업이익	122	129	142	103	117	125	112	111	132	136	137	115
yoy	-0.6	7.9	18.1	-9.8	-4.6	-3.4	-21.3	8.2	12.8	9.0	22.6	3.6
OPM	20.2	20.4	21.9	16.1	18.6	19.8	17.5	17.0	19.3	20.0	19.6	16.4
별도/연결 비중	90.5	82.5	99.2	82.2	83.4	79.0	72.0	80.4	80.7	81.9	79.5	79.1

주 1: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 후
주 2: [웅진로열티] 2019년 2분기~2020년 1월까지 별도 매출액의 0.5%
주 3: [CS 닥터 총당금] 2Q19 154억원, 4Q19 770억원
주 4: [금융리스 회계변경] 2Q20 매출단 245억원, 이익단 110억원
주 5: [CS 닥터 총당금 환입] 3Q20 128억원
자료: 대신증권 Research Center

표 33. 일회성 요인 제거 전 실적 추이(연간) (단위: 십억원, %)

	16	17	18	19	20F	21F
연결 매출액	2,376	2,517	2,707	3,019	3,196	3,553
yoy	2.6	5.9	7.6	11.5	5.9	11.2
별도 매출액	2,205	2,321	2,396	2,531	2,577	2,766
yoy	2.0	5.3	3.2	5.7	1.8	7.3
별도/연결 비중	92.8	92.2	88.5	83.8	80.6	77.8
연결 영업이익	339	473	520	458	615	648
yoy	-26.9	39.5	10.0	-11.8	34.1	5.3
OPM	14.3	18.8	19.2	15.2	19.2	18.2
별도 영업이익	369	478	477	395	488	520
yoy	-20.4	29.8	-0.3	-17.3	23.5	6.7
OPM	16.7	20.6	19.9	15.6	18.9	18.8
별도/연결 비중	108.8	101.2	91.8	86.1	79.3	80.3

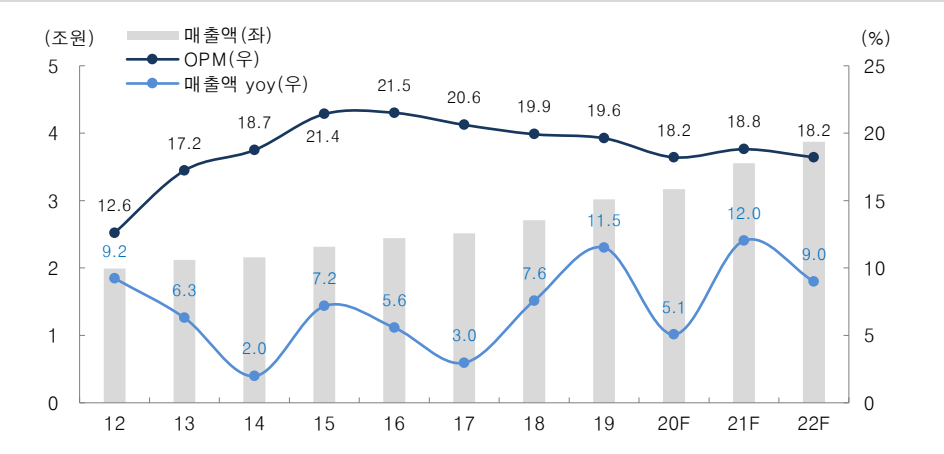
주: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 전
자료: 대신증권 Research Center

표 34. 일회성 요인 제거 후 실적 추이(연간) (단위: 십억원, %)

	16	17	18	19	20F	21F
연결 매출액	2,444	2,517	2,707	3,019	3,172	3,553
yoy	5.6	3.0	7.6	11.5	5.1	12.0
별도 매출액	2,272	2,321	2,396	2,531	2,553	2,766
yoy	5.1	2.1	3.2	5.7	0.9	8.3
별도/연결 비중	93.0	92.2	88.5	83.8	80.5	77.8
연결 영업이익	459	473	520	560	592	648
yoy	-1.0	3.0	10.0	7.8	5.7	9.4
OPM	18.8	18.8	19.2	18.6	18.7	18.2
별도 영업이익	489	478	477	497	465	520
yoy	5.6	-2.1	-0.3	4.1	-6.4	11.9
OPM	21.5	20.6	19.9	19.6	18.2	18.8
별도/연결 비중	106.5	101.2	91.8	88.6	78.5	80.3

주 1: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 후
주 2: [2016년] 얼음정수기 환불액 679억원, 리콜 관련 일회성비용 1,201억원
주 3: [2019년] CS 닥터 총당금 924억원, 웅진로열티 96억원
주 4: [2020년] 금융리스 회계변경 매출단 245억원, 이익단 110억원, CS 닥터 총당금 환입 128억원, 웅진로열티 10억원
자료: 대신증권 Research Center

그림 135. 일회성 요인 제거 후 매출액(성장률) 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

VI. Appendix

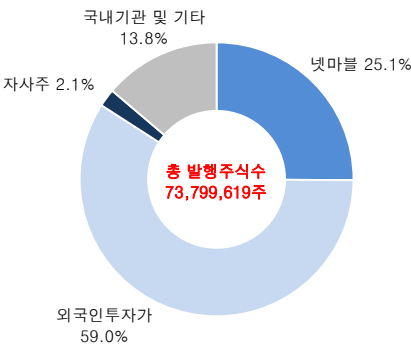
기업 개요

국내 1위 렌탈 사업자 코웨이는 1989년 설립된 환경가전 전문기업으로 렌탈 비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하였다. 방문판매로 사업을 시작하여, 1998년 IMF 시기 렌탈 판매를 시작했다. 약 18,000명의 판매/서비스 인력으로 견고한 영업조직망을 구축하고 있으며, 관리 계정 812만개를 보유한 국내 1위 렌탈 사업자다.

코웨이의 전신은 웅진코웨이다. 웅진그룹 내 핵심 자회사 중 하나로 cash cow 역할을 하였으나, 2012년 웅진그룹이 태양광 및 건설 사업의 재원 마련을 위해 웅진코웨이를 사모펀드 MBK파트너스에 매각하며 최대주주가 변경되었다. 이후 2018년 웅진그룹은 웅진코웨이를 다시 인수하였으나, 유동성 위기에 빠지며 웅진코웨이를 재매각하게 된다. 2019년 넷마블이 웅진코웨이 지분 25.08%를 인수하며 현재의 지배구조를 갖추게 되었고, 이후 웅진코웨이에서 코웨이로 사명을 변경하였다.

넷마블 외 국민연금공단이 동사 지분 8.28%를 보유하고 있고, 외국인 지분율이 약 60%에 달한다.

그림 136. 지분 구조



주: 2020년 1월 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

비즈니스 구조

사업부문은 환경가전, 해외, 화장품으로 구분

동사의 사업부문은 환경가전(국내), 해외, 화장품으로 구분된다. 지난해 기준 사업부별 매출 비중은 환경가전 70%, 해외 25%, 화장품 2%로 구성되어 있다. 환경가전 제품군의 경우 4가지 제품군(정수기, 공기청정기, 비데, 매트리스)이 전체 매출의 약 90%를 차지하고 있다. 해외 매출은 ODM/Dealers 매출과 연결 자회사에 공급하는 물량인 해외 법인향 매출로 구분된다. 해외 법인은 총 여섯 개(말레이시아, 미국, 중국, 태국, 인도네시아, 베트남)다. 화장품 부문은 리앤케이(기초 화장품), 올빔(한방화장품), 헬시그루(건강기능식품) 이상 3개 브랜드를 보유하고 있다.

국내 환경가전사업

환경가전 사업은 판매 형태에 따라 렌탈, 일시불, 멤버십 매출로 구분된다. 또한 렌탈 판매는 의무사용기간에 따라 운용리스와 (판매형)금융리스로 구분된다. 지난해 기준 환경가전 사업 내 운용리스, 금융리스, 일시불, 멤버십 매출 비중은 각각 74%, 12%, 8%, 5%다.

운용리스 계약의 경우 계약기간 5년, 의무사용기간 3년을 기본 계약 조건으로 하여, 약정기간 동안 수취하는 렌탈료를 매출로 인식한다. 금융리스 계약의 경우 계약기간은 운용리스와 동일하지만 의무사용기간이 5년으로 계약기간과 동일하게 늘어난다. 렌탈료는 제품 가격과 정기적으로 제공되는 서비스에 대한 비용으로 구성되는데, 금융리스는 계약 첫해에 전체 매출의 약 65%, 즉 재화에 대한 부분을 일시에 매출로 인식하고, 서비스에 대한 부분을 나머지 기간 동안 나누어 매출로 인식한다. 국내의 경우 금융리스로 판매되는 제품군은 매트리스, 의류청정기, 전기레인지 이상 3가지이며 나머지 제품군은 운용리스 형태로 판매되고 있다. 운용리스, 금융리스 제품군은 모두 일시불 형태로도 판매된다.

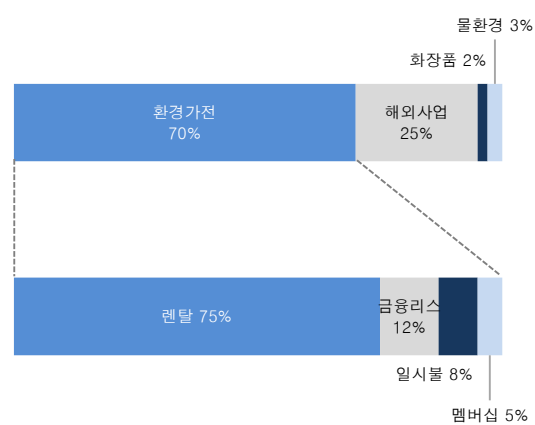
멤버십 프로그램은 렌탈 계약기간 종료 후 소유권이 이전된 고객 또는 일시불 구매 후 서비스를 받고 싶어하는 고객들을 대상으로 관리 서비스를 제공하는 것이다. 환경가전 내 멤버십 매출 비중은 노후계정의 재렌탈 전환 노력으로 하향안정화 추세를 보이는데, 이는 전체 ARPU 증가에 긍정적인 요소로 작용한다. 멤버십 ARPU는 약 14,000원으로 렌탈(약 27,000원)의 절반 수준이기 때문이다.

동사는 국내 렌탈 사업자들 중 유일하게 품목 다변화가 이뤄진 업체로서, 국내 환경가전 내 정수기, 공기청정기, 비데, 매트리스의 비중(3Q20 누적 매출 기준)은 각각 45%, 20%, 15%, 12%다. 1998년 정수기 렌탈 사업을 시작한 이후, 공기청정기, 연수기, 비데, 매트리스 등으로 렌탈 품목을 확장하였고, 의류청정기, 전기레인지 등 신가전 렌탈 품목을 추가하며 사업영역을 확대하고 있다. 품목별 ARPU는 의류청정기가 약 43,000원으로 가장 높고 정수기(약 3만원), 매트리스(약 23,000원), 공기청정기(약 22,000원), 비데(약 19,000원) 순이다.

해외법인

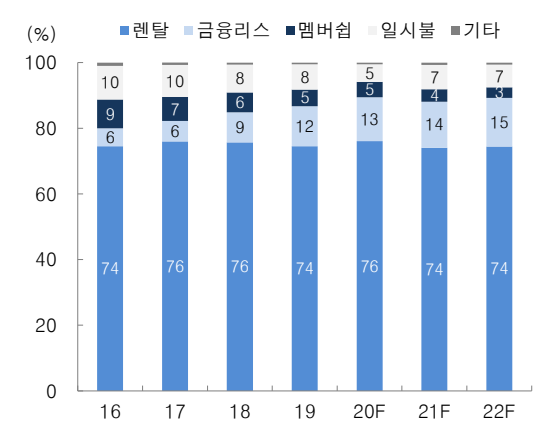
해외법인향 매출의 경우 현지 시장 상황에 따라 판매 형태별 비중이 상이하다. 말레이시아의 경우 렌탈 매출이 대부분을 차지하는 반면, 미국은 시판(일시불) 매출이 약 35%를 차지하고, 태국은 일시불 매출이 대부분을 차지한다.

그림 137. 매출 구성



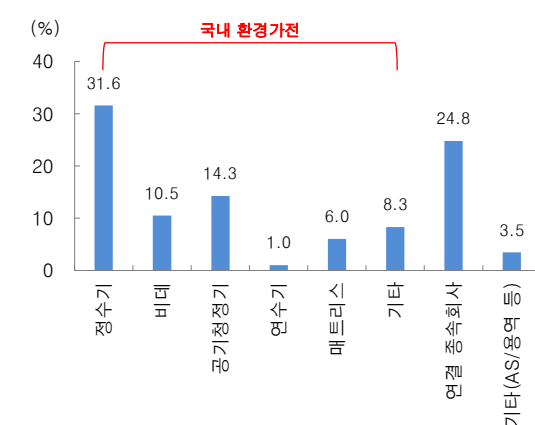
주: 2019년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 138. 국내환경가전 내 판매형태별 매출 비중 추이



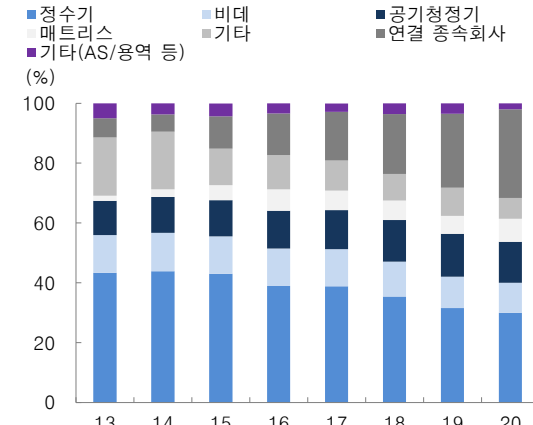
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 139. 전체 매출 내 품목별 매출 구성(1)



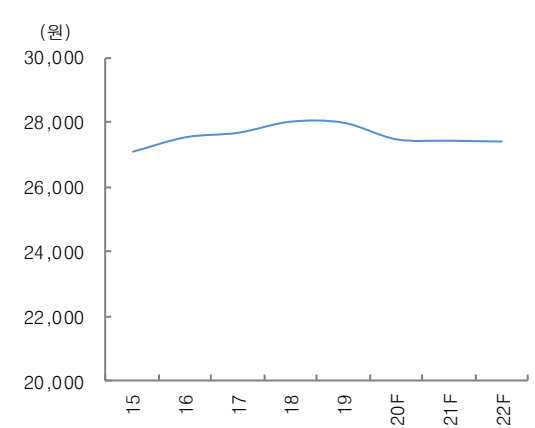
주: 2019년 연결 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 140. 전체 매출 내 품목별 매출 구성(2)



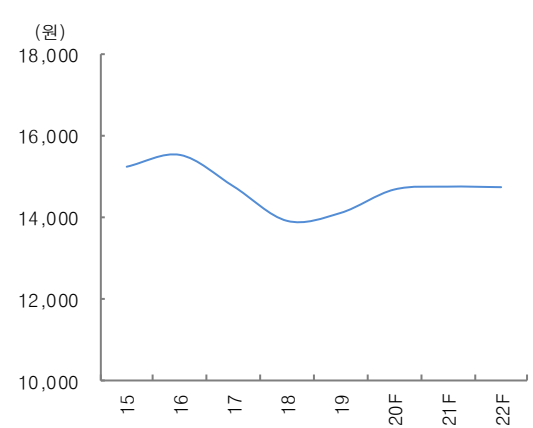
주: 2020년은 1~3분기 누적 매출액 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 141. 렌탈 ARPU 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 142. 멤버십 ARPU 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

영업 흐름

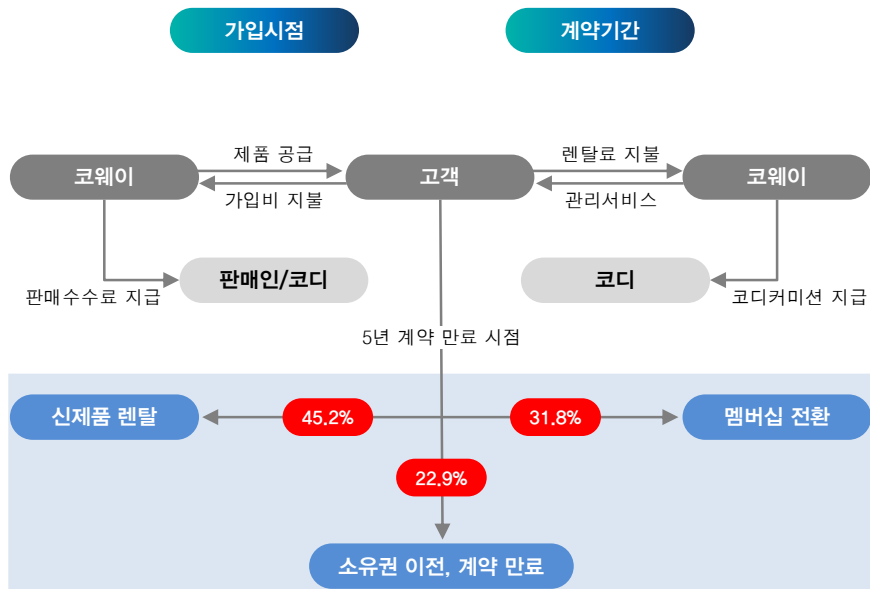
소비자는 처음 렌탈 계약에 가입할 시 렌탈 등록비를 선택할 수 있는데, 등록비를 높게 선택할 수록 월 렌탈료는 낮아진다. 렌탈 판매의 기본 계약기간은 5년이며, 중도에 계약을 해지할 경우 의무사용기간 내 잔여 월 렌탈료의 10%에 해당하는 금액을 위약금으로 납부하게 된다. 예를 들어 ‘코웨이 나노직수 정수기 모노(CHP-6201N)’를 렌탈(의무사용기간 3년)로 구매 시, 등록비 10만원 기준 렌탈료는 31,900원이지만 등록비 5만원, 0원 기준 렌탈료는 각각 33,400원, 34,900원으로 높아진다. 제품 사용 12개월 후 계약을 해지할 시, 잔여 의무기간 24개월 x 렌탈료 31,900 x 0.1에 해당하는 76,560원이 위약금으로 부과된다.

5년의 렌탈 계약이 종료된 이후, 소비자는 신상품을 재렌탈하거나 소유권 이전 후 멤버십 서비스에 가입하여 렌탈료 대비 절반의 가격으로 관리 서비스를 받을 수 있다.

유보율 77%는
높은 브랜드
로열티를 시사

신상품을 재렌탈하거나 멤버십 서비스에 가입하는 비율을 합쳐 유보율(retention rate)이라고 한다. 동사의 고객 유보율은 77%에 달하며 2010년 76%, 2015년 78%와 큰 차이를 보이지 않았다. 이는 시장 경쟁이 치열해짐에도 불구하고, 장기 고객의 경우 동사 브랜드에 대한 로열티가 쉽게 변하지 않음을 시사한다.

그림 143. 렌탈 사업 영업 흐름

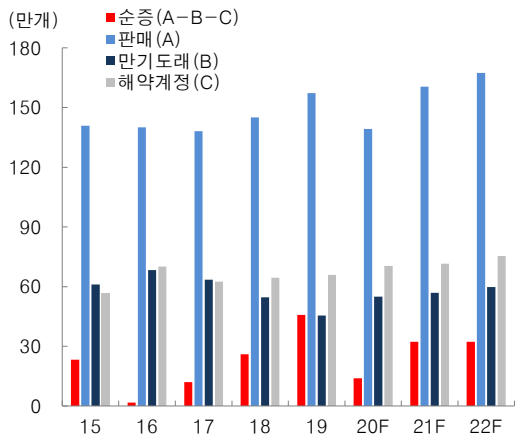


주: 2019년 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

렌탈 계정 증감 요인

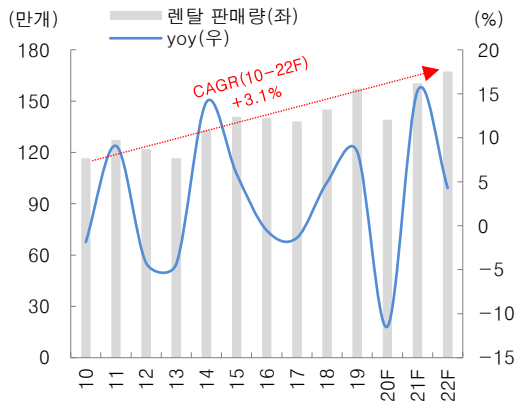
순증=렌탈 판매량-만기도래계정-해약계정	렌탈 계정 순증 개수는 영업 성과를 양적, 질적으로 가늠해 볼 수 있는 이정표로, 렌탈 판매량에서 그해 만기도래한 계정과 해약 계정을 차감한 수치다. 국내 환경가전에서 동사의 평균적인 렌탈 계정 순증 개수는 연간 약 20만개로, 누적 렌탈 계정수(전기말 누적 계정+당기 렌탈 판매량-당기 만기도래 계정-당기 해약 계정)는 CAGR(10-19) 3.6% 증가했다. 2016년 순증 1.7만개를 기록한 것은 얼음정수기 리콜 사태에 의한 3분기 해약 계정 증가에 의한 것이고, 2019년 순증 45.8만개를 기록한 것은 웅진 렌탈 7.4만개가 더해진 수치로, 이를 제외하고 보더라도 38.4만개의 순증을 달성하였는데 이는 미세먼지로 1, 2분기 공기청정기 렌탈 판매량이 급증한 탓이다.
렌탈 판매량	렌탈 판매량: 통상적으로 렌탈사업의 주된 수익 창구는 렌탈 판매를 통한 고객 유치다. 동사의 렌탈 판매량은 국내 렌탈 시장의 경쟁 심화에도 불구하고 CAGR(10-19) 3.4%의 꾸준한 성장세를 시현했다. 렌탈 판매는 1) 신규 가입으로 인한 고객 유치와 2) 기존 고객이 사용하는 제품의 수를 늘리는 PPC(Product Per Customer) 증가 효과 3) 만기도래한 고객의 신상품 재렌탈로 이뤄진다. 1) 중복 사용률 추이는 2014년 1.61에서 2019년 1.77로 증가 추세에 있는데, 이는 고객들이 여러 렌탈 제품들을 ‘하나의 브랜드’로 인식하여 구매함을 의미하며, 회사의 영업 편리성 측면에서도 긍정적인 효과를 불러온다. 2) 한편 PPC 증가 못지않게 중요한 부분은 신규 가입으로 인한 고객 유치인데, 이는 고객 기반이 넓어짐을 의미하기 때문이다. 전체 계정수에서 가구당 중복 제품 사용수를 나누어 동사가 관리하고 있는 가구수를 파악할 수 있는데, 동사의 렌탈 가입 가구수는 2016년, 2017년 1.8%, 1.0% 감소하다 2018년 (+)로 전환되어 지난해에는 2.3% 성장률을 기록하였다. 이는 렌탈 후발주자들의 저가 공세로부터 동사가 자유로울 수는 없지만, 동사의 ARPU는 경쟁사 대비 약 20% 높은 수준으로, 프리미엄 이미지를 통한 확고한 고객 기반을 구축하고 있다고 해석할 수 있다. 특히 지난해 렌탈 가입 가구수 증가율이 대한민국 전체 가구수 증가율 1.8%를 상회한 점은 시사하는 바가 크다. 3) 지난해 기준 만기도래한 고객의 신상품 재렌탈 비중은 45.2%에 달했다.
해약계정	해약계정: 성장 측면에서는 렌탈 판매량 증가가 필수적이며, 수익성 측면에서는 해약 계정에 대한 관리가 필수적이다. 렌탈 계정의 중도 해지는 렌탈자산폐기손실 비용을 발생시켜 수익성 악화로 이어지기 때문이다. 동사의 해약률은 2016년 얼음정수기 리콜 사태 당시 최고 1.53%(3Q16)를 기록한 이후 꾸준히 하향안정화되어 평균 1% 수준에서 관리되고 있다. 올해 1분기 코로나 바이러스 및 AS 지연 등의 이슈로 해약률이 1.11%까지 치솟기도 했지만, 해약률에 대한 지속적인 관리로 2, 3분기 해약률은 각각 1.04%, 0.94%까지 감소하였다.

그림 144. 순증수=판매량-해약계정-만기도래 계정



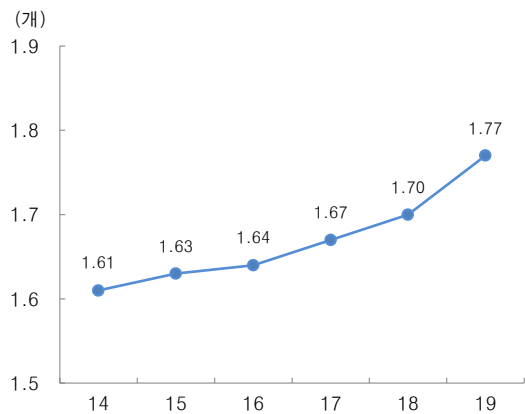
주: 국내 환경가전 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 145. 판매량은 꾸준한 성장세 지속 중



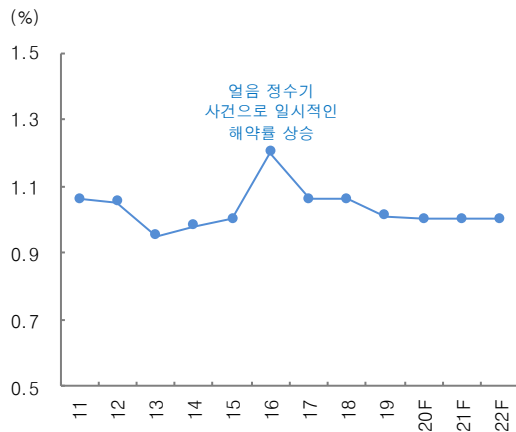
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 146. PPC 추이



주: 2019년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 147. 해약률은 1% 수준에서 안정적 관리 중



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

표 35. PPC 효과를 제거한 렌탈 계정수 증대 효과

(단위: 만개, 개, 만가구, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
렌탈+멤버십 계정수(A)	577	570	575	590	628
PPC(B)	1.63	1.64	1.67	1.70	1.77
렌탈+멤버십 가구수(A/B)	354	348	344	347	355
yoy		-1.8	-1.0	0.8	2.3
대한민국 가구수	1,911	1,937	1,967	1,998	2,034
yoy		1.3	1.6	1.6	1.8
대한민국 가구 침투율(%)	18.5	18.0	17.5	17.4	17.4

자료: 대신증권 Research Center

비용 구조

매출원가는 렌탈자산에 대한 감가상각비, 필터 등 부품 비용, 설치수수료, 서비스 제공에 대한 코디 수당 등으로 구성된다. 운용리스크로 렌탈 계약을 체결할 경우 렌탈자산(유형자산)에 대해 기본 계약기간인 5년 동안 정액법으로 감가상각한다.

판관비에서 가장 큰 비중을 차지하는 항목은 판매수수료다. 판매수수료는 코디가 가입을 유치할 시 수취하는 수수료로 매출과 연동되는 변동비성 비용이다. 전체 매출의 약 15% 내외를 차지해왔으나, 회계기준변경으로 인해 올해 1-3분기 누적 판매수수료 비중은 8.7%로 감소하였다.

판관비 항목 중 렌탈자산폐기손실은 소비자가 의무사용기간(3년) 내에 렌탈 계약을 해지할 시, 반환 제품에 대한 잔여 감가상각비를 일시에 비용으로 반영한 것이다. 렌탈자산폐기손실비율은 렌탈 매출에서 렌탈자산폐기손실 비용이 차지하는 비중으로, 해약률과 연동되는 지표다.

동사의 핵심 경쟁력은 렌탈에 있으며, 렌탈 매출의 채산성은 기본적인 밸류 드라이버로 이어진다. 채산성을 높이기 위해서 동사가 취할 수 있는 방안 중 하나는 해약률을 낮춰 렌탈자산폐기손실 비용을 줄이는 것이다. 동사의 지난해 렌탈자산폐기손실 비율은 2.5%로 하향안정화 추세를 보여왔으나, 지난 3분기 렌탈자산폐기손실비율은 3.5%를 기록하였다. 이는 회계기준변경(이연 판매수수료를 자산화하면서 해약 계정에 대한 감가상각비가 증가)에 의한 것으로, 이를 제외 한 3분기 렌탈자산폐기손실비율은 2.9%다. 회계기준변경 효과로 향후 렌탈자산폐기손실비율은 약 3% 수준을 유지할 것으로 예상된다.

그림 148. 판매수수료는 매출과 연동되는 변동비성 비용

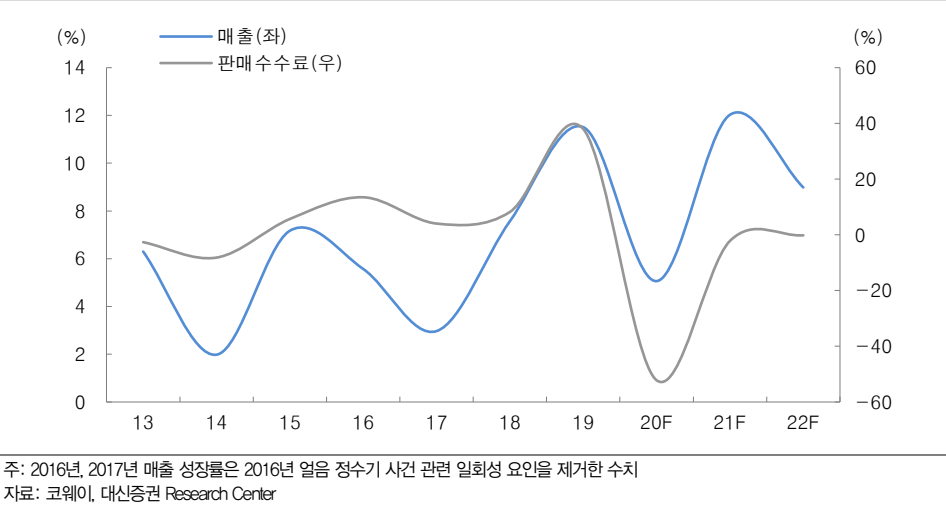


그림 149. 렌탈자산폐기손실 비율은 약 3% 수준으로 증가할 것으로 전망되나,

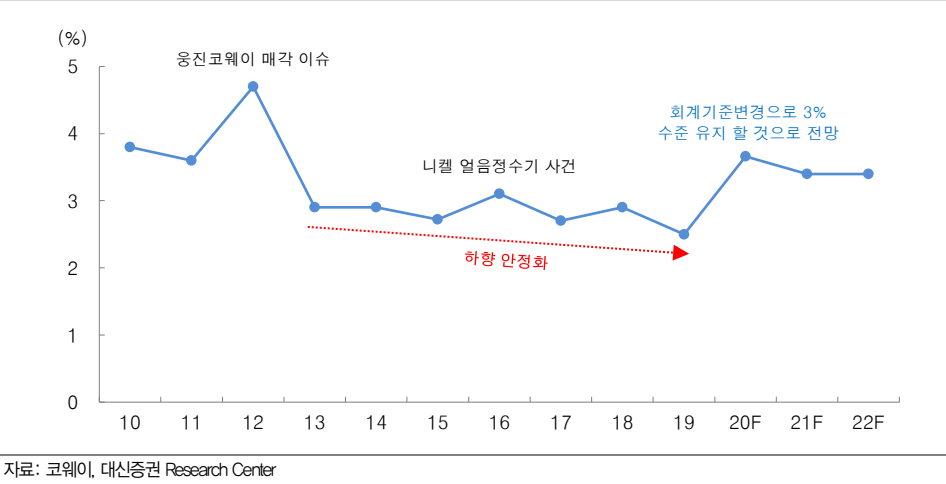
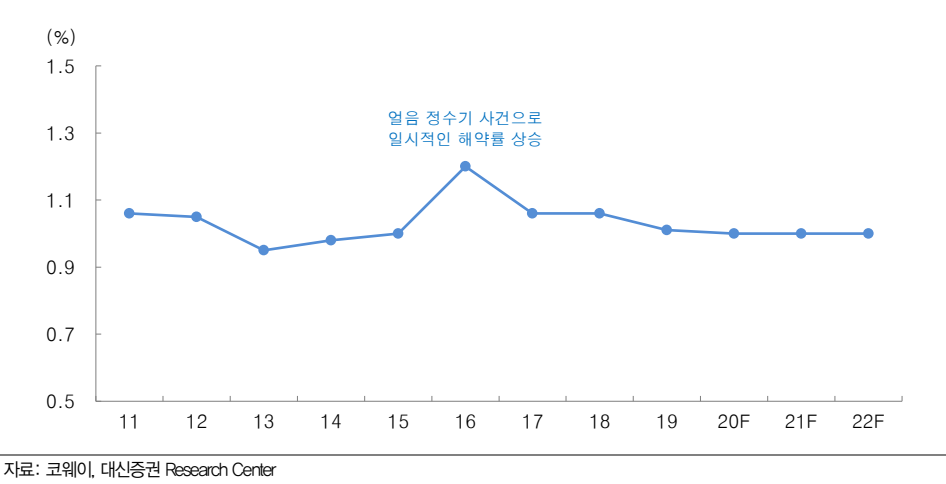


그림 150. 해약률은 1% 수준에서 안정적으로 관리 중



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

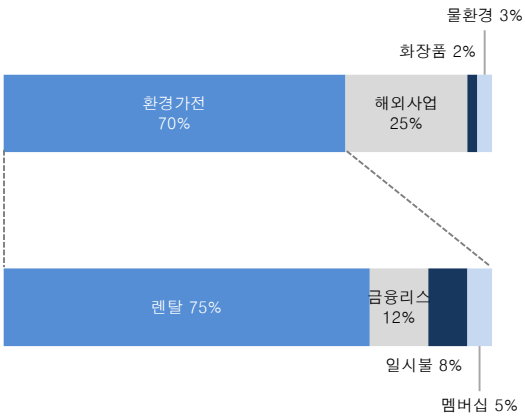
- 1989년 설립된 환경가전 전문기업. 관리계정 812만개를 보유한 국내 1위 렌탈 사업자
- 최대주주는 넷미블로 동사 지분 25.08% 보유, 외인 지분율은 약 60%에 달함
- 말레이시아, 미국 등 총 6개 해외법인 보유
- 자산 3조 811억원, 부채 1조 6,530억원, 자본 1조 4,281억원

주가 변동요인

- 국내/해외 렌탈 계정 판매량 및 순증수 추이
- 외국인 지분율 추이

주: 자산 규모는 2020년 9월 말 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

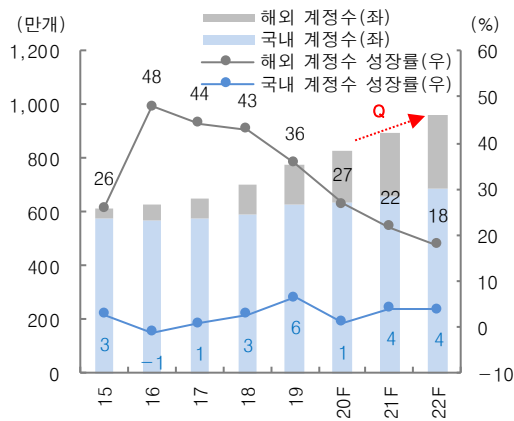
매출 구성



주: 2019년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

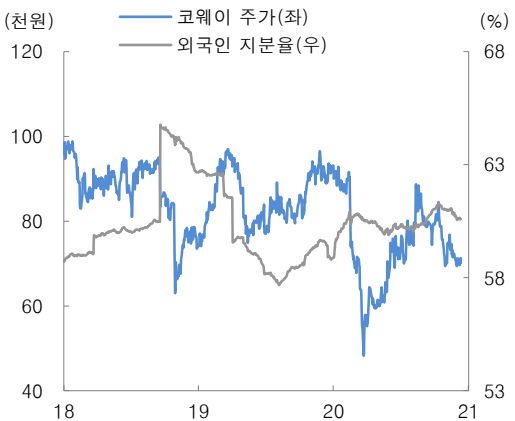
2. Earnings Driver

국내/해외 렌탈 계정수 추이 및 전망



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

외국인 지분율 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,196	3,553	3,872
매출원가	878	1,010	1,047	1,176	1,275
매출총이익	1,829	2,009	2,150	2,377	2,597
판매비와관리비	1,309	1,550	1,535	1,729	1,905
영업이익	520	458	615	648	692
영업이익률	19.2	15.2	19.2	18.2	17.9
EBITDA	775	739	1,150	1,179	1,234
영업외손익	-51	-7	-39	-34	-29
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	17	23	11	11	11
금융비용	-18	-22	-20	-16	-11
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-35	14	-20	-20	-20
법인세비용차감전순손익	469	451	576	613	663
법인세비용	-119	-119	-144	-153	-166
계속사업순손익	350	332	432	460	497
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	350	332	432	460	497
당기순이익률	12.9	11.0	13.5	12.9	12.8
비지배자분순이익	0	-1	0	0	0
지배자분순이익	350	333	432	461	498
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	344	330	431	460	497
비지배자분포괄이익	0	-1	0	0	0
지배자분포괄이익	344	331	431	460	498

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	4,735	4,511	5,855	6,240	6,745
PER	15.6	20.6	12.2	11.4	10.6
BPS	14,711	14,611	18,096	23,212	28,825
PBR	5.0	6.4	3.9	3.1	2.5
EBITDAPS	10,483	10,020	15,586	15,978	16,728
EV/EBITDA	7.8	10.1	5.0	4.5	3.9
SPS	36,604	40,907	43,310	48,147	52,473
PSR	2.0	2.3	1.6	1.5	1.4
CFPS	12,050	13,491	15,960	16,352	16,423
DPS	3,600	2,400	1,150	1,150	1,250

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	7.6	11.5	5.9	11.2	9.0
영업이익 증가율	10.0	-11.8	34.1	5.3	6.9
순이익 증가율	7.4	-5.0	29.9	6.6	8.1
수익성					
ROIC	30.5	24.8	32.4	34.3	37.6
ROA	22.9	17.5	20.8	20.6	20.7
ROE	33.8	30.7	35.8	30.2	25.9
안정성					
부채비율	118.7	165.0	129.0	89.0	62.2
순차입금비율	52.1	58.3	35.6	4.2	-18.2
이자보상배율	29.2	20.9	30.0	41.8	65.7

자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	876	1,088	1,337
현금및현금성자산	69	61	153	355	613
매출채권 및 기타채권	326	345	355	358	358
재고자산	103	113	119	127	117
기타유동자산	346	248	248	248	248
비유동자산	1,535	2,088	2,179	2,146	2,111
유형자산	781	1,271	1,268	1,245	1,217
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	754	817	911	901	895
자산총계	2,379	2,855	3,055	3,235	3,448
유동부채	1,234	1,587	1,530	1,333	1,133
매입채무 및 기타채무	273	295	299	302	302
차입금	731	861	801	601	401
유동성채무	1	1	1	1	1
기타유동부채	229	430	430	430	430
비유동부채	57	191	190	190	189
차입금	10	9	9	8	8
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	181	181	181	181
부채총계	1,291	1,778	1,721	1,523	1,323
지배자분	1,088	1,078	1,335	1,713	2,127
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
이익잉여금	967	954	1,213	1,590	2,004
기타지분변동	-49	-49	-50	-50	-50
비지배자분	0	-1	-1	-2	-2
자본총계	1,088	1,077	1,334	1,711	2,125
순차입금	567	628	475	73	-386

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	539	539	833	857	867
당기순이익	350	332	432	460	497
비현금항목의 가감	541	663	746	747	715
감가상각비	256	281	536	532	542
외환손익	3	-11	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	283	393	213	218	175
자산부채의 증감	-237	-308	-203	-198	-180
기타현금흐름	-116	-148	-143	-152	-164
투자활동 현금흐름	-394	-383	-513	-498	-506
투자자산	-1	-5	11	4	1
유형자산	-388	-366	-525	-503	-508
기타	-5	-12	1	1	1
재무활동 현금흐름	-187	-165	-253	-303	-303
단기차입금	60	129	-60	-200	-200
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-231	-260	-173	-83	-83
기타	-15	-34	-19	-19	-19
현금의 증감	-41	-9	93	202	258
기초 현금	110	69	61	153	355
기말 현금	69	61	153	355	613
NOPLAT	388	337	461	486	519
FCF	237	225	447	490	528

쿠쿠홈시스

(284740)

이나연

nayeon.lee@dashin.com

투자 의견

Buy

매수, 신규

6개월 목표주가

54,000

신규

현재주가

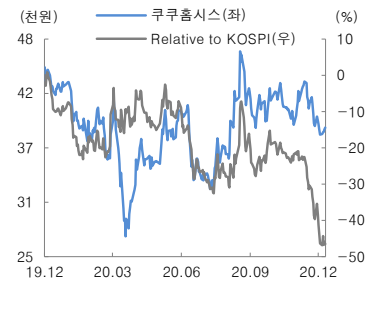
(20.12.11)

38,650

유통

KOSPI	2770.06
시가총액	867십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	46,700원 / 27,150원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	5.46%
주요주주	쿠쿠홈시스 외 4 인 75.44% 국민연금공단 8.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-4.4	-4.6	-9.9
상대수익률	-19.3	-17.3	-25.0	-31.5



Initiation

렌탈에서도 쿠쿠하세요

투자의견 매수, 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시

– 쿠쿠홈시스에 대해서 투자의견 매수와 DCF 밸류에이션으로 산출된 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시. 적정주가 54,000원은 현재주가 38,650원 대비 38.7%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 11.4배에 해당하는 수치. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 8.0배에 거래 중으로, 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치. 2021년 매출 및 이익 증가 예상으로 인한 상승 모멘텀을 보유하고 있음을 고려 시 현재 주가는 저평가되어 있다고 판단

투자포인트

– **[국내]** 동사는 자가관리형 제품 비중 확대, 온라인·홈쇼핑 판매 비중 확대, 펫 렌탈 등 신규 렌탈 품목의 발굴 등을 통해 중저가 시장내 트래픽을 빠르게 흡수 중. 현재 신규 판매의 약 50%가 자가관리형 제품에서 발생하고 있으며, 지난해 시작한 펫 렌탈 사업은 신규 사업(지난해 8월 런칭)임에도 불구하고 전체 계정에서 차지하는 비중이 약 1%까지 확대되며 높은 성장세를 시현 중

– **[해외]** 동사는 과거 내수 기반의 사업구조를 가지고 있었으나, 말레이시아 시장 진출(2015년 7월)을 시작으로 해외 시장을 꾸준히 확장 중. 2021년 해외 매출 및 이익기여도는 각각 41.5%, 48.3%로 확대(vs. 2018년 각각 29.4%, 29.8%)될 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	419	664	787	964	1,140
영업이익	68	121	151	190	224
세전순이익	48	105	136	174	208
총당기순이익	38	80	103	133	158
지배지분순이익	34	65	84	108	128
EPS	1,534	2,890	3,739	4,806	5,727
PER	23.1	15.0	10.3	8.0	6.7
BPS	16,568	19,326	22,951	27,213	32,392
PBR	2.1	2.2	1.7	1.4	1.2
ROE	9.5	16.1	17.7	19.2	19.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

III. Valuation

투자의견 매수, 적정주가 54,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수,
적정주가 54,000원

쿠쿠홈시스에 대해서 투자의견 매수와 DCF Valuation으로 산출된 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시한다. DCF Valuation을 사용한 이유는 렌탈 비즈니스의 특성상 손익을 이용한 가치 평가보다 현금흐름을 이용한 가치 평가가 더 적절하다고 판단하였기 때문이다.

동사의 적정주가는 무위험수익률 1.3%, 시장위험프리미엄 10.4%, 베타 0.57를 가정하여 WACC 7.1%를 적용한 가치다. DCF에 사용된 영구성장률 가정은 1.0%로 렌탈 산업이 구조적으로 성장하고 있음을 감안 시 무리한 수준은 아닌 것으로 판단된다.

적정주가 54,000원은 현주가 38,650원 대비 38.7%의 상승여력이 있으며, 12개월 Forward EPS 기준 Implied P/E 11.4배에 해당하는 수치다. 연초 이후 동사의 주가 흐름을 살펴보면, 3월 대폭락장에서 역대 저점(27,150원)을 기록 후, 증시 회복 및 2분기 실적 호조 등으로 저점 대비 72%의 주가 상승세를 시현하였다. 상승 흐름을 이어나가던 주가는 3분기 실적 발표 이후, 차익실현 욕구에 따른 조정 국면에 돌입해 있는 상황이다. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 8.0배에 거래 중으로, 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치해있다. 2021년 매출 및 이익 증가 예상으로 인한 상승 모멘텀을 보유하고 있음을 고려 시 현 주가는 저평가되어 있다고 판단한다.

표 36. 쿠쿠홈시스 WACC 산출 내역

항목	수식	값	비고
무위험수익률	a	1.3%	국고채(5년) 금리
베타	b	0.57	쿠쿠홈시스 52주 베타
시장위험프리미엄	c	10.4%	WMI500과 국고채(5년)의 평균 수익률 차이
자기자본비용(COE)	$A=a+(b*c)$	7.3%	
유효세율	d	24%	
차입금이자율	e	5.4%	
타인자본비용(COD)	$B=e*(1-d)$	4.1%	
시가총액	g	8,672억원	
총차입금	h	438억원	
타인자본비용가중치	$C=h/(g+h)$	4.8%	
WACC	$A*(1-C)+B*C$	7.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표 37. 쿠쿠홀시스 적정주가 산정

(단위: 십억원, %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Operating EBIT	151	190	224	203	214	224	235	247	260	273
유효법인세율(%)	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
NOPLAT	115	145	170	155	163	171	180	189	198	208
감가상각비	69	69	69	69	70	71	71	72	72	73
무형감가상각비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
총현금흐름	185	214	240	224	233	242	251	261	270	281
총투자	-171	-176	-171	-167	-162	-162	-162	-162	-162	-162
운전자본 증감 (CAPEX)	-170	-176	-171	-167	-162	-162	-162	-162	-162	-162
	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Free Cash Flow	14	38	68	57	71	80	89	98	108	118
Discount Factor	1.00	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62	0.58	0.54
PV of FCFF	14	35	60	47	54	57	59	61	62	64
추정 FCF 현재가치	512									
Terminal growth(%)	1.0%									
Terminal Value	1,227									
PV of Terminal Value	662									
Operating Value of FCFF	1,174									
비영업활동투자자산	72									
현금및현금성자산	23									
단기금융자산	44									
투자자산, 투자부동산	5									
타인자본가치	44									
차입금	44									
추정자기자본가치	1,202									
발행주식수(자사주 제외)	22,422									
추정주당가치(원)	53,614									
현재주당가격(원)	38,650									
Potential(%)	38.7%									
12M Fwd 예상 EPS(원)	4,717									
적정주가 Implied PER(배)	11.4									

자료: 대신증권 Research Center

표 38. 쿠쿠홀시스 적정주가 민감도 차트

(단위: 원)

		Terminal Growth(%)						
		-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
WACC(%)	4.1	66,339	71,257	77,541	85,852	97,358	114,339	141,927
	4.6	61,889	65,862	70,804	77,118	85,469	97,030	114,093
	5.1	58,138	61,417	65,409	70,375	76,719	85,110	96,726
	5.6	54,918	57,673	60,968	64,979	69,969	76,343	84,774
	6.1	52,114	54,463	57,231	60,542	64,572	69,585	75,989
	6.6	49,641	51,669	54,028	56,810	60,136	64,185	69,221
	7.1	47,438	49,206	51,243	53,614	56,408	59,750	63,818
	7.6	45,456	47,014	48,791	50,837	53,219	56,026	59,384
	8.1	43,660	45,043	46,609	48,394	50,450	52,843	55,663
	8.6	42,022	43,259	44,649	46,221	48,015	50,080	52,484
	9.1	40,519	41,633	42,875	44,271	45,851	47,653	49,728
	9.6	39,133	40,141	41,259	42,507	43,910	45,496	47,307
	10.1	37,849	38,766	39,778	40,901	42,155	43,564	45,158

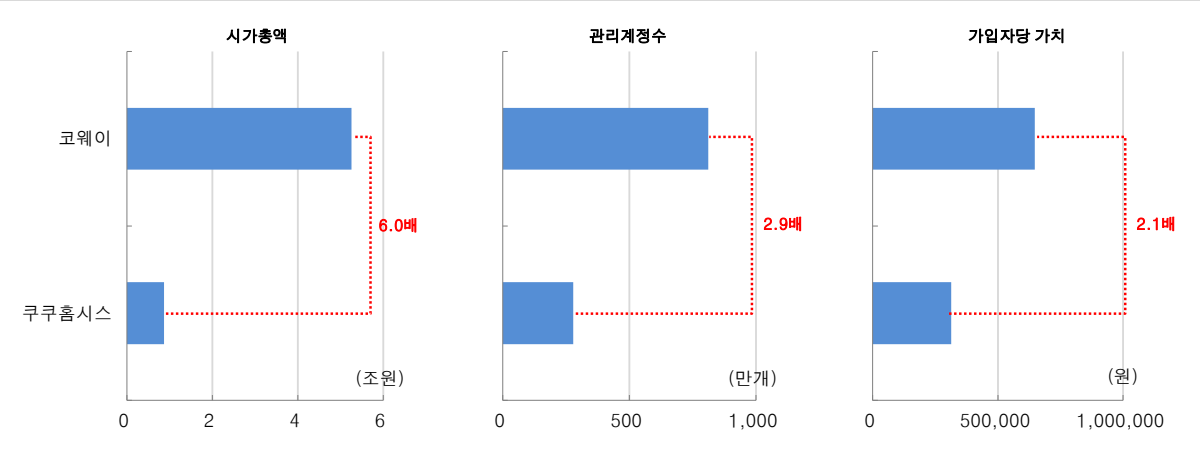
자료: 대신증권 Research Center

쿠쿠홈시스 관리계정
수당 가치는 코웨이
대비 과도하게 할인

한편 렌탈 산업에서 관리계정수는 영업성과를 양적으로 가늠해볼 수 있는 이정표로, 코웨이와의 관리계정수당 가치 비교는 의미있다고 판단한다. 동사의 주가는 상장 이래 코웨이와 높은 상관관계를 보여왔는데, 1) 국내 상장사 중 순수 렌탈 비즈니스만을 영위하는 기업은 코웨이와 쿠쿠홈시스 뿐이며 2)코웨이는 렌탈 시장 내 지배사업자로서 밸류에이션의 기준이 될 수 있기 때문이다.

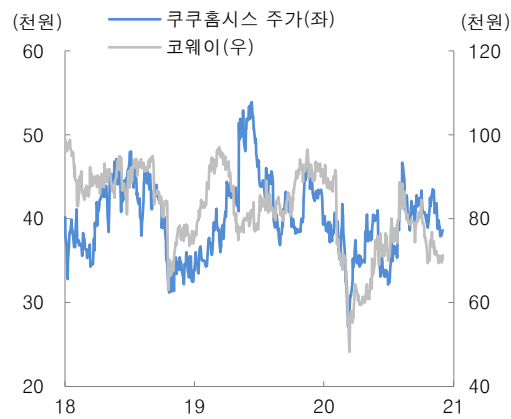
쿠쿠홈시스 가치(시가총액)는 역사적으로 관리계정당 가치 약 250,000원~400,000원 사이에 형성돼왔으며, 코웨이의 관리계정당 가치 대비 평균 55% 할인받아왔다. 하지만 현재 동사의 성장 동력으로 작용하고 있는 자가관리형 렌탈 판매의 확대, 경쟁사 대비 높은 온라인·홈쇼핑 판매 비중 등의 경우 1인 가구의 증가 및 비대면 수요의 확산과 같은 사회적 흐름과 맥을 함께하기 때문에 55%의 할인은 과도하다는 판단이다.

그림 151. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 시가총액, 관리계정수, 관리계정수당 가치 비교



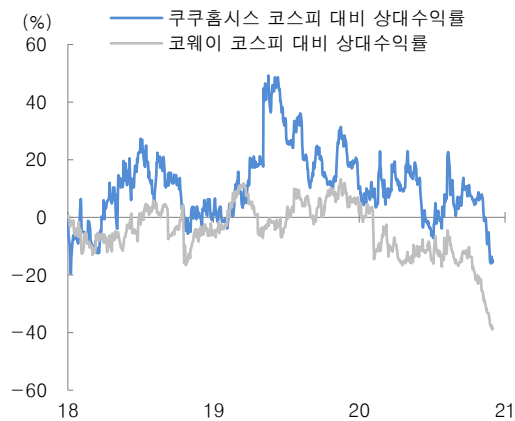
주1: 시가총액은 2020년 12월 11일 기준 / 주2: 각 사의 계정수는 3분기 말 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 152. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 주가 동조화(1)



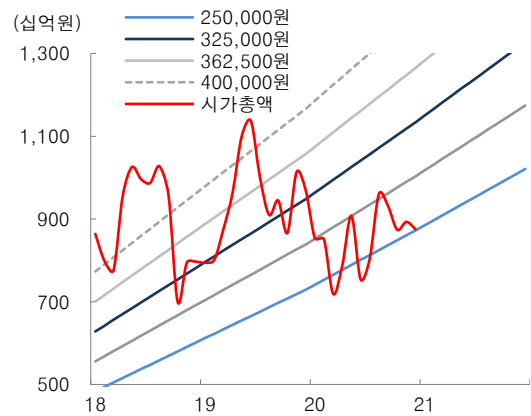
자료: 대신증권 Research Center

그림 153. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 주가 동조화(2)



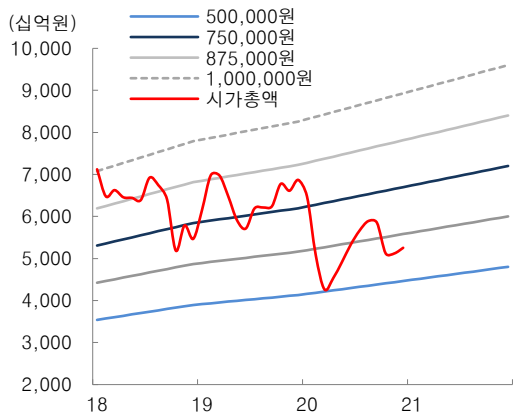
주: 18년 1월=100 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 154. 쿠쿠홈시스 가치는 가입자당 가치 25~40만원 사이 형성



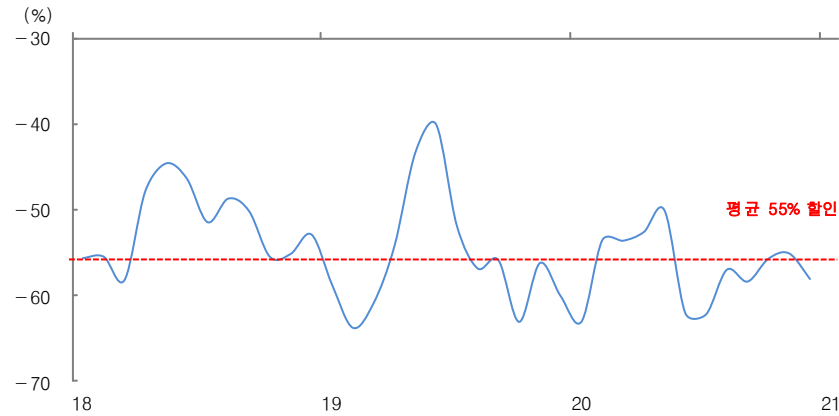
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 155. 코웨이 가치는 가입자당 가치 50~100만원 사이 형성



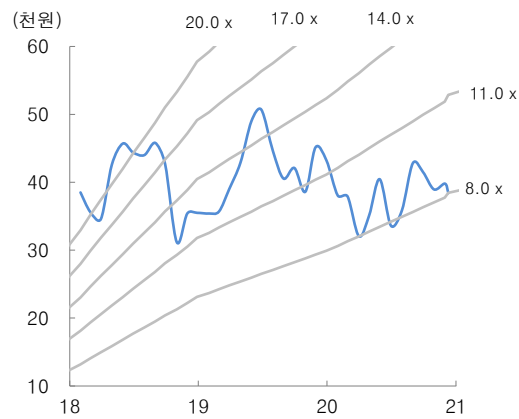
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 156. 쿠쿠홈시스의 가입자당 가치는 코웨이 대비 평균 55% 할인



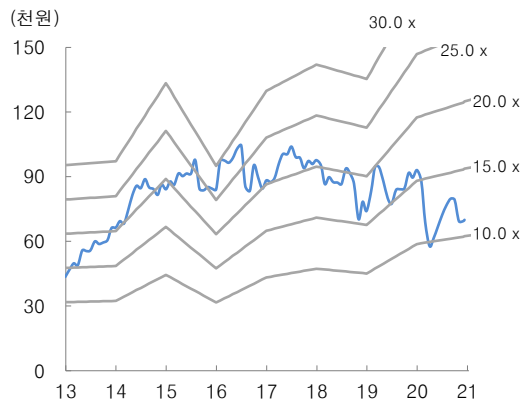
자료: 대신증권 Research Center

그림 157. 쿠쿠홈시스 12M Fwd P/E



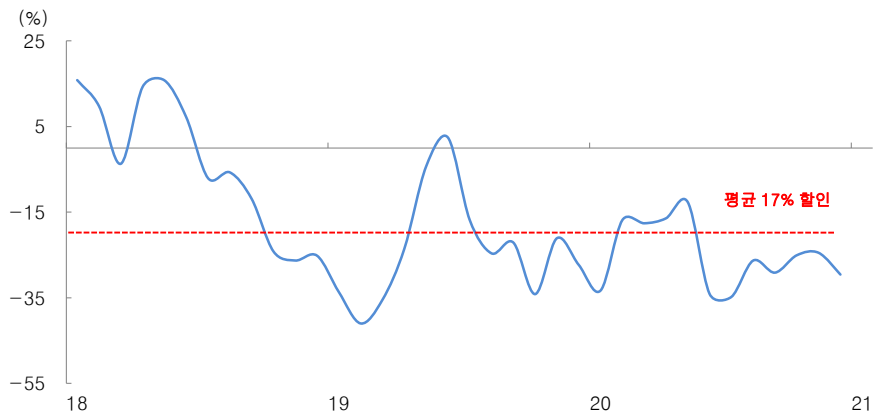
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 158. 코웨이 12M Fwd P/E



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 159. 쿠쿠홈시스 12M Fwd P/E는 코웨이 대비 평균 17% 할인



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

II. 투자포인트 및 실적 전망

[국내] 자가 관리형 제품 + 신규 카테고리 확장을 통한 성장 지속 전망

중저가 시장
트래픽 빠르게
흡수 중

동사의 국내 관리계정수는 178.6만개(3분기 말 기준)로 SK매직, LG전자 등과 함께 국내 렌탈 시장의 2위권 그룹에 위치해 있다. 1위 업체 코웨이가 코디 1만 3,000여명의 네트워크를 기반으로 사업을 확장해왔다면, 동사는 자가관리형 제품 비중 확대, 온라인·홈쇼핑 판매 비중 확대, 펫 렌탈 등 신규 렌탈 품목의 발굴 등을 통해 트래픽을 흡수 중이다.

자가관리형 제품으로
자가관리 중

동사는 현재 신규 판매의 약 50%가 자가관리형 제품에서 발생하고 있다. 자가 관리형 제품의 경우 서비스 직원에 대한 수수료 만큼 렌탈료 할인이 가능해 시장에 처음 진입하는 중저가 수요를 포진하는데 효과적이다. 실제로 동사의 신규 렌탈 판매량은 2018년, 2019년 각각 19.1%, 21.5% 증가했고, 올해 3분기 누적 기준으로는 yoy 20.2% 증가했다. 렌탈 판매는 신규 수요와 재계약 수요로 나눌 수 있는데, 고객 저변의 확대를 의미하는 신규 수요가 꾸준히 증가하고 있음은 매우 고무적이며, 이를 통해 자가관리형 제품에 대한 높은 수요를 짐작할 수 있다.

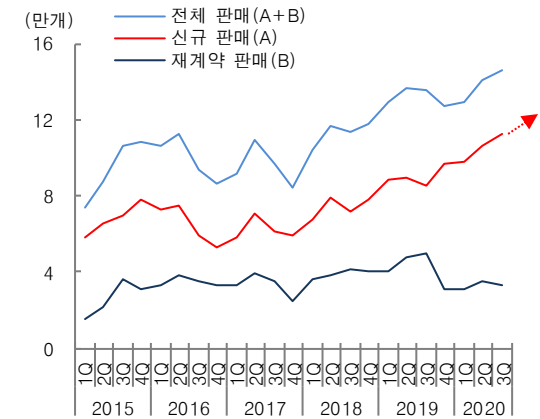
한편 자가관리형 제품의 경우 서비스 직원에 대한 수수료 만큼 판관비 절감이 가능해 수익성 측면에도 긍정적이다. 필터 교체 등의 관리서비스 비용은 용역비에 계상되는데, 국내 매출액에서 용역비가 차지하는 비중은 3분기 10.3%로 역대 최저치를 기록한 바 있다. 국내의 경우 지난해 4분기부터 금융리스가 도입되어 지난해 4분기를 전후로 절대적인 수치의 비교는 적절하지 않지만, 전후 모두 국내 매출에서 용역비가 차지하는 비중이 하향안정화 추세에 있음(그림 161)을 확인할 수 있다.

자가관리형 제품 판매 확대는 사용층의 다변화를 야기하며 소형 가구 중심의 중저가 시장 점유율 확대의 트리거로 작용할 전망이다. 예컨대 전체 계정의 약 60%를 차지하고 있는 정수기 렌탈의 경우 그동안 1, 2인 가구에게 주는 경제적 효용성이 크지 않아 다인 가구의 전유물로 여겨져 왔다. 하지만 동사의 자가 관리형 정수기 모델 중 하나인 ‘CP-M011W’의 경우 월 렌탈료는 20,900원으로, 국내 생수 시장 점유율 1위 삼다수를 쿠팡에서 구매할 경우 한달에 소요되는 생수 비용 25,288원(1인 가구 기준)과 비교 시 가격 경쟁력 측면에서의 우위가 확인된다. 실제로 국내 정수기 시장 규모는 2015년 이래 2조 원대 수준에서 정체돼 있음에도 불구하고, 동사의 정수기 계정은 매분기 순증을 지속하고 있다. 동사는 자가 관리형 제품을 정수기 뿐만 아니라 비데, 공기청정기 등으로 확대하며 자가 관리형 제품군을 강화 중이며, 이는 소형 가구 중심의 비대면 수요 흡수에 효과적일 것으로 전망한다.

신규 품목, 펫 렌탈
가파르게 성장 중

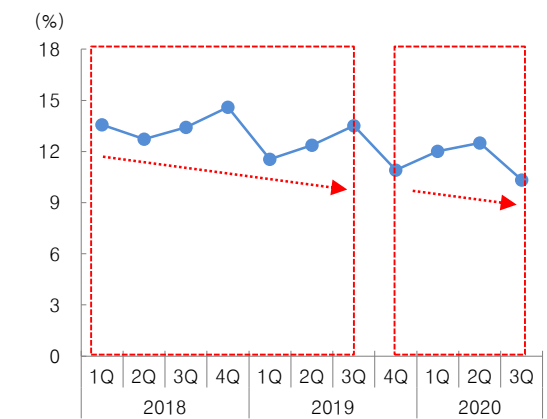
또한 신규 카테고리의 확장은 자가관리형 제품 강화와 함께 국내 시장 점유율 확대의 핵심 트리거로 작용할 전망이다. 정수기를 시작으로, 비데, 공기청정기로 품목을 확장했고, 작년에는 음식물 처리기와 펫 드라이룸 등의 반려동물 용품을 추가했다. 특히 펫 렌탈은 신규 사업(지난해 8월 런칭)임에도 불구하고 전체 계정에서 차지하는 비중이 약 1%까지 확대되며 높은 성장세를 시현 중이다.

그림 160. 신규 판매량 꾸준히 증가 중



주: 2019년 연결 기준 / 자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

그림 161. 국내 매출액 대비 용역비 비중 감소 중



주: 국내 매출액에서 별도 기준 용역비를 나눈 수치
자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

그림 162. 자가관리형 제품 판매 확대와



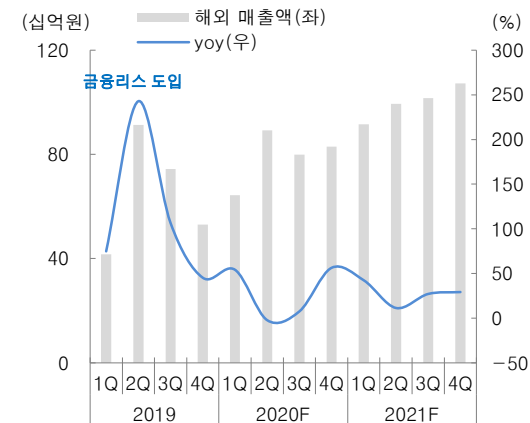
주: 모델명 CP-M011W, 렌탈료 3년까지 20,900원 / 3~5년 18,900원
자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

그림 163. 신규 카테고리의 확장으로



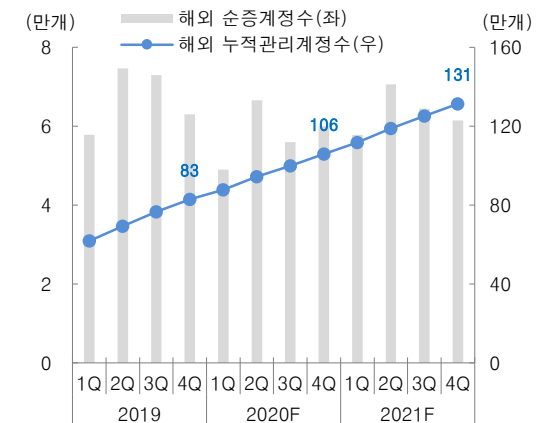
주: 모델명 ND-A0610FP, 렌탈료 29,900원(3년 후 소유권 이전)
자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

그림 164. 국내 매출액(yoy) 추이 및 전망



자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

그림 165. 국내 관리계정 추이 및 전망



자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

[해외] 말레이시아, 더 성장 가능하다

이 정도면 해외 기업
아닙니까?

동사는 과거 내수 기반의 사업구조를 가지고 있었으나, 말레이시아 시장 진출(2015년 7월)을 시작으로 해외 시장을 꾸준히 확장 중이다. 2021년 해외 매출 및 이익기여도는 각각 41.5%, 48.3%로 확대(vs2018년 각각 29.4%, 29.8%)될 것으로 전망한다.

총 6개의 해외 법인 중 성장 속도가 가장 빠른 국가는 말레이시아다. 말레이시아 계정수는 약 100만개로 코웨이(164만개)의 0.6배 규모이며, 말레이시아 렌탈 시장 내에서 코웨이와 함께 양강체계를 구축 중이다. 동사는 2015년 말레이시아 시장에 진출한 이래 CAGR(17-19) 135%의 고성장을 실현 중으로, 말레이시아 법인의 지속적인 성장과 함께 해외 시장의 매출 및 영업이익 기여도는 2021년 각각 41.5%, 48.3%에 달할 것으로 전망한다. 말레이시아 시장의 성장이 지속될 것으로 전망하는 이유는 1) 렌탈의 중심인 정수기 시장의 성장 여력이 남아있고 2) 렌탈 품목 다변화로 인한 계정수 증대가 가능하기 때문이다.

1) 정수기 시장 성장 여력 남아있다

중장기적으로 말레이시아 정수기 시장은 현재 대비 약 2배 수준의 성장 여력이 남아있다고 판단하다. 지난해 기준 말레이시아 가구수는 약 800만 가구로, 동사와 코웨이 합산 계정수(약 260만개)의 약 80%가 정수기(208만개)라고 가정 시, 말레이시아의 정수기 보급률은 약 30% 수준으로 추정된다. 한국의 정수기 보급률이 약 60% 수준임을 감안할 때, 말레이시아의 정수기 보급률은 소득 수준 향상과 함께 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 지난해 말레이시아의 1인당 GDP는 \$11,415로 한국의 0.4배 수준이며 2000년대 초반의 한국 수준이다.

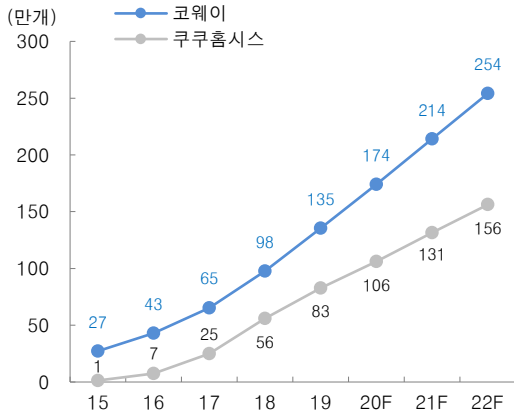
2) 6,000여 명의 방판 조직을 기반으로 한 렌탈 품목 다변화가 예상된다

동사와 코웨이의 합산 순증 개수는 분기당 약 16만개로 현재 속도로 계정수가 증가한다고 가정 시, 향후 약 4년(연간 약 64만개 x 4년 x 80%=205만개) 간은 정수기만으로도 구조적 성장이 가능하다고 추산된다. 하지만 말레이시아 시장의 중장기적 성장성을 위해서는 국내와 같이 렌탈 품목의 다변화가 필요함도 부인할 수 없는 사실이다.

동사는 약 100만개의 관리계정과 약 6,000여명의 방판 조직을 기반으로 렌탈 품목 다변화를 시도 중이다. 현재 말레이시아에 진출한 품목은 정수기, 공기청정기, 밥솥, 전기레인지로, 현재 정수기가 차지하는 비중이 약 85%에 달한다. 렌탈의 방문 관리사를 통한 영업 시스템은 파생 영업을 통한 제품군 확장에 용이하다는 점을 고려 시, 향후 렌탈 품목 다변화에 따른 계정수 증가가 기대된다.

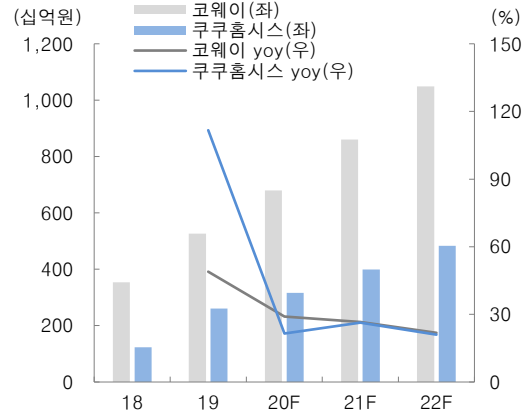
정수기를 이을 2세대 렌탈 품목은 공기청정기가 될 것으로 전망한다. 말레이시아는 인도네시아로부터 날아오는 연무로 인해 발생하는 환경 이슈로 공기청정기에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 한국의 말레이시아 공기청정기 수출금액은 CAGR(16-19) 80% 급증했고, 올해는 코로나 19로 인한 위생에 대한 관심이 더해지며 10월 누적 기준 수출액이 yoy +47.5% 급증한 바 있다.

그림 166. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 말레이시아 계정수



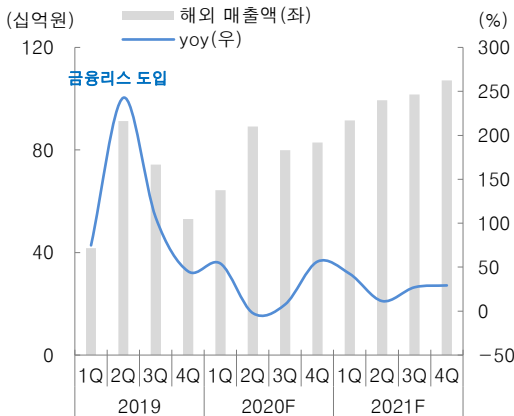
주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 계정이 해외 계정의 대부분을 차지하므로 해외 계정수로 대체
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 167. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 말레이시아 매출액



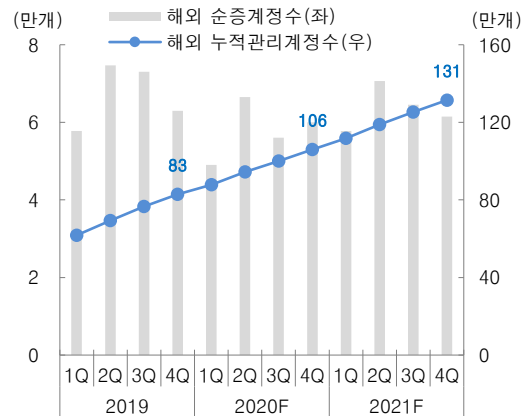
주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 매출이 해외 매출의 대부분을 차지하므로 해외 매출로 대체
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 168. 해외 매출액(yoy) 추이 및 전망



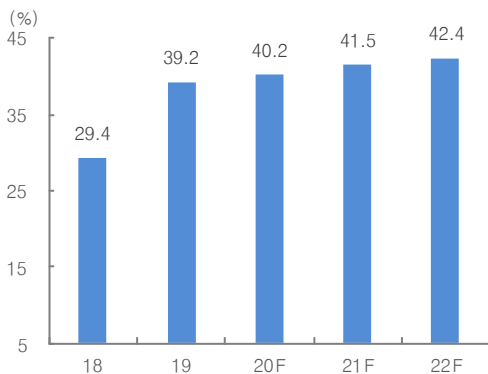
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 169. 해외 관리계정 추이 및 전망



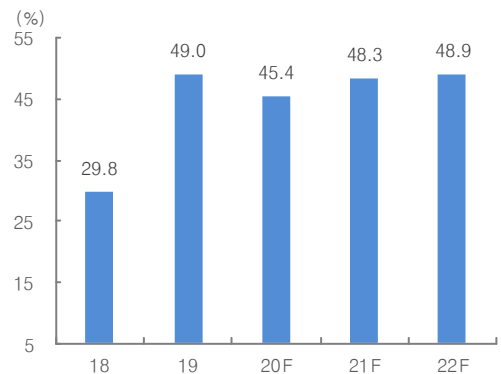
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 170. 해외 매출 기여도 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 171. 해외 이익 기여도 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

표 39. 쿠크홀시스 실적 추정 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	131	178	155	200	166	209	204	208	664	787	964	1140
국내	89	87	80	147	101	120	124	125	403	471	564	656
해외	42	91	74	53	64	89	80	83	260	316	400	484
yoy												
매출액	40.4	78.0	41.1	72.8	26.4	17.5	31.9	4.1	58.5	18.6	22.5	18.2
국내	28.6	18.2	9.2	85.5	13.4	38.3	54.3	-14.8	36.4	16.7	19.9	16.2
해외	74.8	242.8	106.5	45.3	54.2	-2.2	7.6	56.4	111.7	21.5	26.3	21.0
비중												
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	68.2	48.8	52.0	73.4	61.2	57.4	60.8	60.1	60.8	59.8	58.5	57.6
해외	31.8	51.2	48.0	26.6	38.8	42.6	39.2	39.9	39.2	40.2	41.5	42.4
영업이익	32	29	38	21	27	51	40	33	121	151	190	224
국내	19	14	11	18	16	22	24	20	63	82	98	114
해외	8	18	27	6	11	29	16	13	59	69	92	109
yoy												
영업이익	86.5	62.8	87.6	75.8	-14.8	74.4	4.6	57.5	78.7	25.5	25.5	17.6
국내	70.8	18.6	-9.7	40.0	-19.7	59.5	115.1	9.8	29.3	30.6	19.9	16.2
해외	72.9	291.1	268.7	73.5	33.7	64.2	-40.7	114.1	193.9	16.5	33.5	19.0
OPM												
영업이익	24.4	16.5	24.9	10.4	16.5	24.5	19.7	15.7	18.2	19.2	19.7	19.6
국내	21.6	16.1	13.9	12.4	15.3	18.6	19.4	16.0	15.5	17.4	17.4	17.4
해외	19.9	19.3	36.7	11.1	17.3	32.4	20.2	15.2	22.7	21.8	23.0	22.6
비중												
영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	60.2	47.6	29.1	87.9	56.7	43.6	59.8	61.3	52.0	54.1	51.7	51.1
해외	25.9	59.9	70.9	28.5	40.6	56.4	40.2	38.7	49.0	45.4	48.3	48.9
매출총이익	73	132	104	108	108	139	131	123	417	502	612	724
판관비	41	103	66	88	81	88	91	91	297	350	422	500
EBITDA	48	63	61	38	45	67	58	50	211	221	259	293
순이익	24	14	24	18	17	35	24	23	80	98	133	158
지배주주순이익	22	10	18	15	17	27	18	18	65	80	108	128

자료: 대신증권 Research Center

표 40. 쿠크홀시스 관리계정수 추정 및 전망 (단위: 만개, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F	2022F
관리계정수	200	216	228	241	252	265	279	292	241	292	349	408
국내	138	147	152	158	164	171	179	186	158	186	217	252
해외	62	69	77	83	88	94	100	106	83	106	131	156
yoy	30.5	30.9	26.6	27.3	26.0	22.8	22.1	21.2	27.3	21.2	19.6	17.0
국내	14.1	17.4	16.7	18.6	18.8	16.4	17.8	17.7	18.6	17.7	17.2	16.0
해외	92.2	73.1	52.2	47.9	42.0	36.3	30.6	28.0	47.9	28.0	24.0	18.8

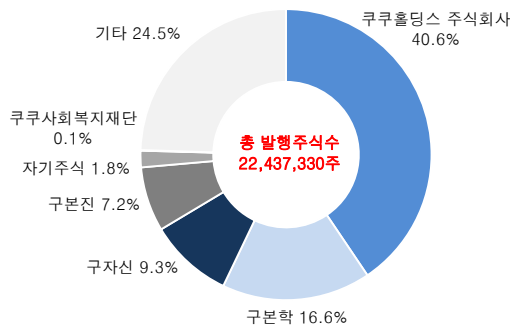
자료: 대신증권 Research Center

III. 기업개요

국내 렌탈 시장 2위 그룹 사업자

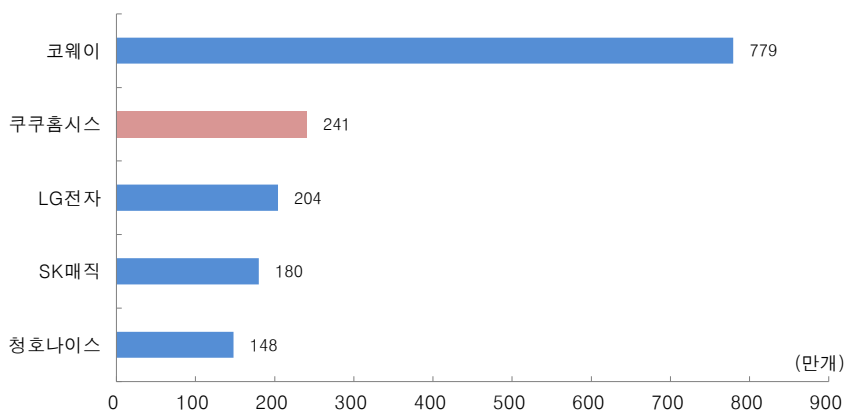
동사는 쿠쿠전자의 렌탈 사업부문이 인적분할하며 신설된 회사로 2018년 1월 상장하였다. '쿠쿠하세요 쿠쿠' 라는 밥솥에서의 브랜드 파워가 렌탈 시장에서도 작용하며 계정수가 빠르게 증가하였고, 3분기 말 기준 관리계정수는 279만개(국내 179만개+해외 100만개)에 달한다. SK매직, LG전자 등과 함께 국내 렌탈 시장의 2위권 그룹에 위치한 렌탈 사업자다.

그림 172. 지분 구조



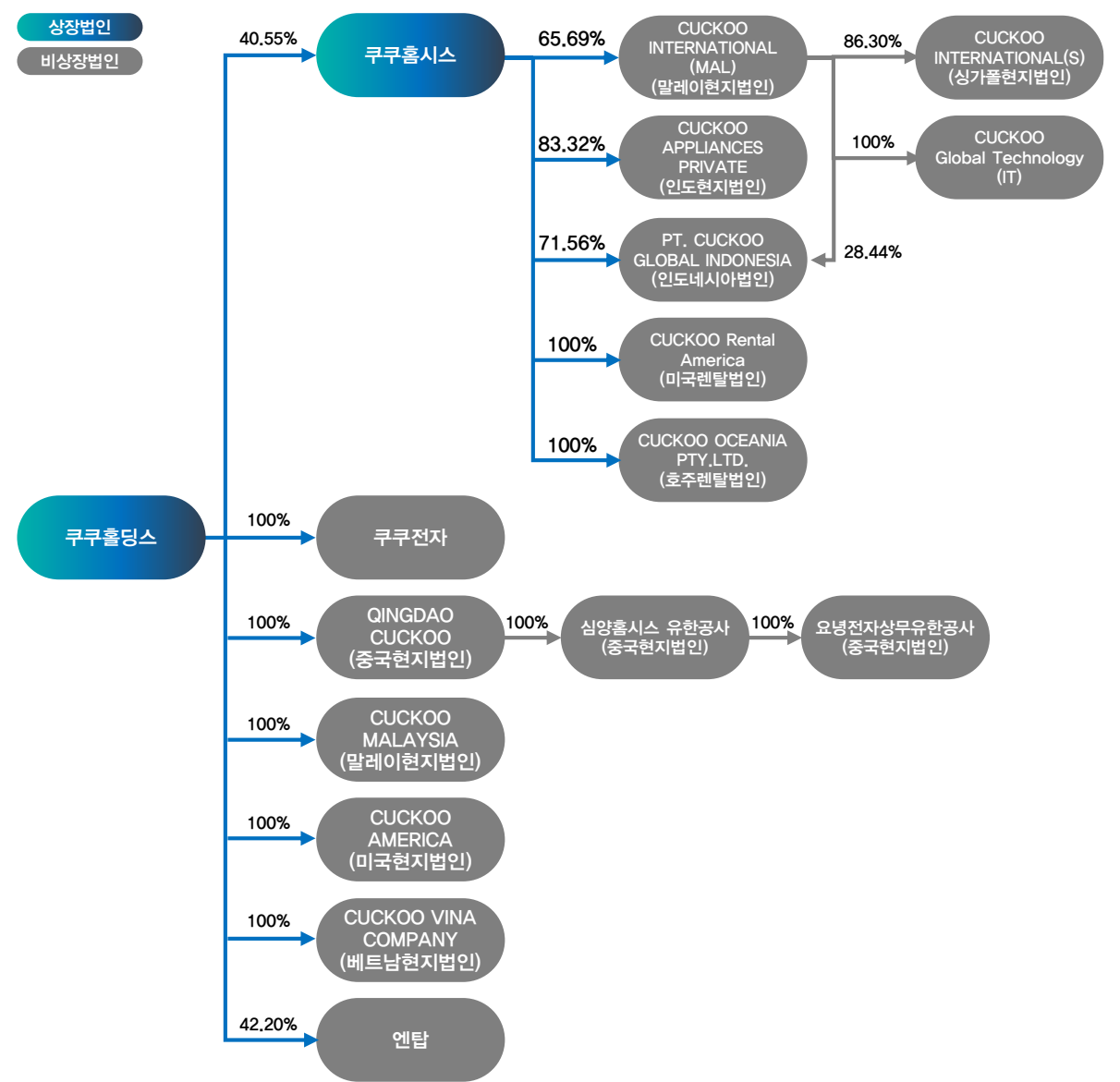
주: 2020년 9월 말 기준 / 자료: 쿠쿠홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 173. 렌탈 사업자들 계정수 비교(100만 계정 이상을 보유한 Top5 Player)



주: 2019년 말 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

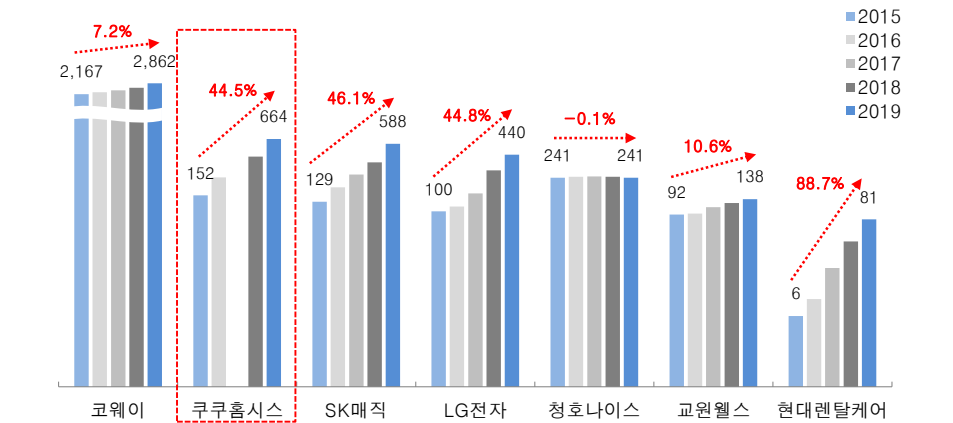
그림 174. 쿠쿠홈시스 지배구조도



주: 2020년 9월 말 기준
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

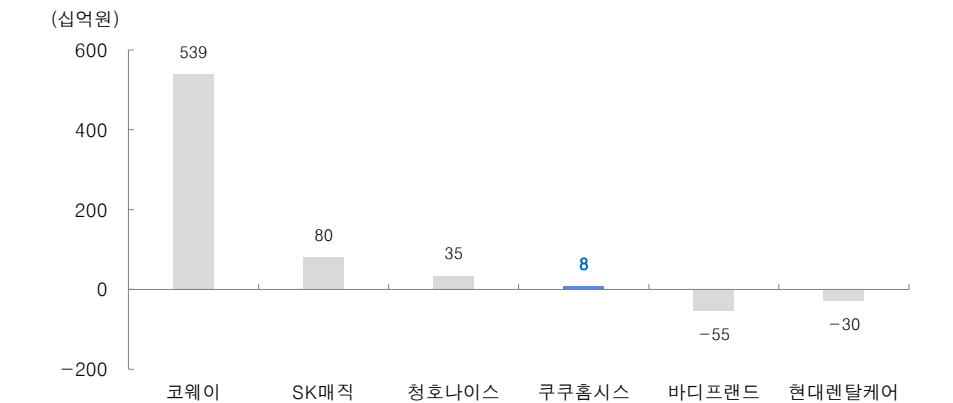
IV. Appendix

그림 175. CAGR(44.5%)의 높은 성장률



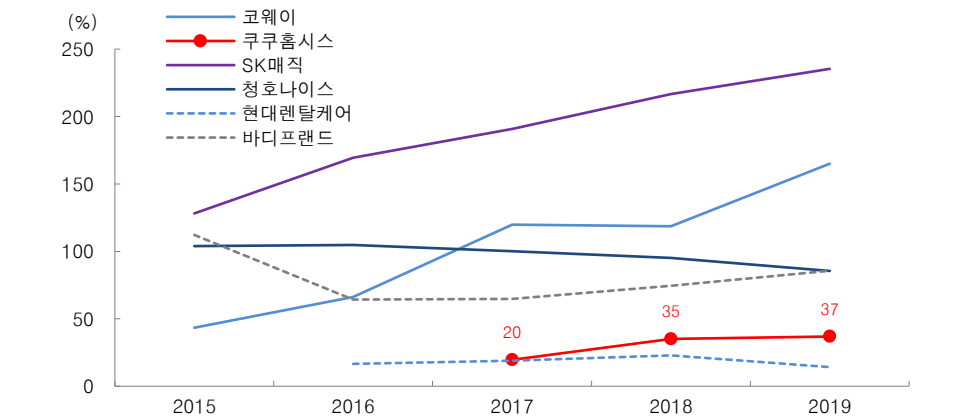
주: [코웨이] 화장품, 코웨이엔텍 매출 제외, [쿠쿠홈시스] 상장 전 매출은 쿠쿠홈딩스의 렌탈 부문 매출, [LG전자] 렌탈 매출액은 리스료 수익으로 계산, [SK매직, 청호나이스, 교원웰스] 렌탈 매출만 포함
자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 176. (+) 영업활동 현금흐름 창출 구간 진입



주1: 2019년 말 기준, 주2: 바디프랜드는 별도 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 177. 경쟁사 대비 낮은 부채 비율



주1: 2019년 말 기준, 주2: 바디프랜드는 별도 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

기업 및 경영진 현황

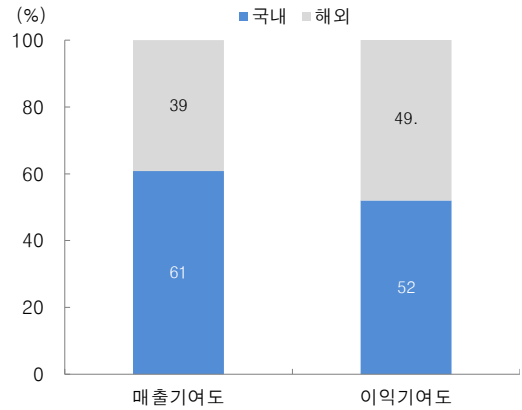
- 쿠크전자의 렌탈 사업부문이 인적분할하며 설립된 회사로 2018년 1월 상장
- 관리계정수 279만개(국내 179만개+해외 100만개)를 보유한 국내 렌탈 시장 2위권 그룹 사업자
- 자산 6,930억원, 부채 1,636억원, 자본 5,295억원

주가 변동요인

- 국내/해외 렌탈 계정 판매량 및 순증수 추이
- 국내/해외 매출 성장률
- 코웨이 주가

주: 자산 규모는 2020년 9월 말 기준
자료: 쿠크홈시스, 대신증권 Research Center

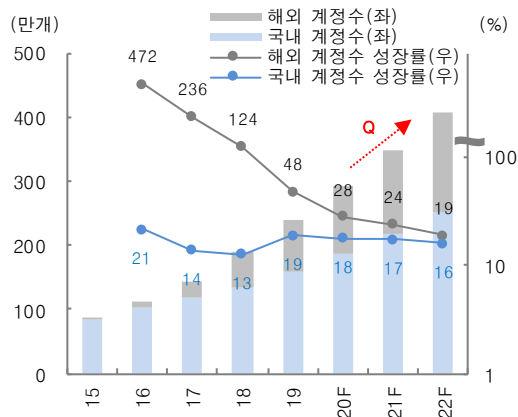
지역별 매출/이익 비중



주: 2019년 말 기준
자료: 쿠크홈시스, 대신증권 Research Center

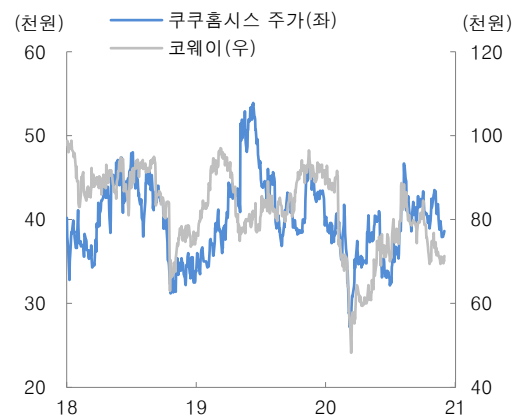
1.Earnings Driver

국내/해외 계정수 추이 및 전망



자료: 쿠크홈시스, 대신증권 Research Center

쿠크홈시스 vs 코웨이 주가 동조화



자료: 쿠크홈시스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	419	664	787	964	1,140
매출원가	159	246	285	352	416
매출총이익	260	417	502	612	724
판매비와관리비	192	297	350	422	500
영업이익	68	121	151	190	224
영업이익률	16.1	18.2	19.2	19.7	19.6
EBITDA	130	211	221	259	293
영업외손익	-20	-16	-16	-16	-16
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	2	2	2
외환관련이익	10	17	19	9	9
금융비용	-3	-2	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-18	-15	-15	-15	-15
법인세비용차감전순손익	48	105	136	174	208
법인세비용	-9	-25	-32	-41	-49
계속사업순손익	38	80	103	133	158
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	80	103	133	158
당기순이익률	9.1	12.0	13.1	13.8	13.9
비지배자분순이익	4	15	19	25	30
지배자분순이익	34	65	84	108	128
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	34	81	104	134	159
비지배자분포괄이익	3	15	20	25	30
지배자분포괄이익	32	65	84	108	129

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,534	2,890	3,739	4,806	5,727
PER	23.1	15.0	10.3	8.0	6.7
BPS	16,568	19,326	22,951	27,213	32,392
PBR	2.1	2.2	1.7	1.4	1.2
EBITDAPS	5,792	9,384	9,831	11,551	13,041
EV/EBITDA	6.2	4.6	4.0	3.0	2.3
SPS	18,665	29,581	35,077	42,969	50,791
PSR	1.9	1.5	1.1	0.9	0.8
CFPS	6,402	9,978	10,921	12,196	13,686
DPS	560	560	560	560	560

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	1,282.1	58.5	18.6	22.5	18.2
영업이익 증가율	1,248.4	78.7	25.5	25.5	17.6
순이익 증가율	1,473.5	109.2	29.4	28.5	19.2
수익성					
ROIC	16.1	25.9	35.7	47.3	54.2
ROA	14.3	21.2	22.6	24.8	25.4
ROE	9.5	16.1	17.7	19.2	19.2
안정성					
부채비율	35.0	36.9	31.4	26.9	23.0
순차입금비율	1.7	-5.6	-4.4	-18.8	-30.1
이자보상배율	26.8	51.3	64.1	80.1	93.7

자료: 쿠팡홈시스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	205	249	234	341	459
현금및현금성자산	22	25	23	121	231
매출채권 및 기타채권	43	46	46	47	48
재고자산	42	46	33	40	47
기타유동자산	98	133	133	133	133
비유동자산	307	377	480	477	485
유형자산	231	210	188	185	193
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	77	167	292	292	292
자산총계	513	627	714	818	944
유동부채	107	141	143	146	149
매입채무 및 기타채무	60	69	71	74	76
차입금	32	32	32	33	33
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	14	40	40	40	40
비유동부채	26	28	28	28	28
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	28	28	28	28
부채총계	133	169	171	174	176
지배지분	372	434	515	611	727
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	348	348	348	348	348
이익잉여금	25	86	167	262	378
기타지분변동	-3	-2	-2	-2	-1
비지배지분	8	24	29	34	41
자본총계	380	458	544	645	767
순차입금	7	-26	-24	-121	-231

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-33	8	42	56	86
당기순이익	38	80	103	133	158
비현금항목의 가감	105	144	142	141	149
감가상각비	62	90	69	69	69
외환손익	-1	-2	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	44	56	77	76	84
자산부채의 증감	-168	-199	-170	-176	-171
기타현금흐름	-9	-17	-33	-42	-50
투자활동 현금흐름	19	-1	-1	-1	-1
투자자산	21	1	0	0	0
유형자산	-1	-2	-1	-1	-1
기타	-2	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	22	-6	-39	-48	-48
단기차입금	22	0	-33	-33	-33
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-3	-3	-13	-13
기타	-1	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	7	3	-2	98	110
기초 현금	15	22	25	23	121
기말 현금	22	25	23	121	231
NOPLAT	54	92	115	145	170
FCF	115	179	182	212	237

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이나연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

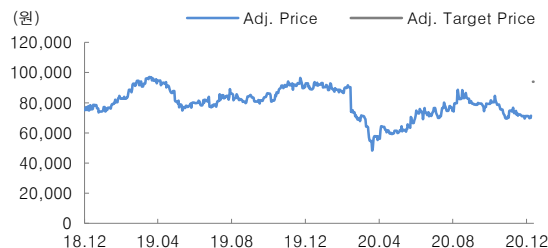
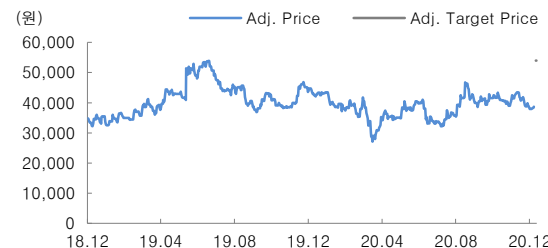
산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.7%	10.4%	0.9%

(기준일자: 20201208)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코웨이(021240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용	쿠쿠홀시스(284740) 투자의견 및 목표주가 변경 내용
	
제시일자 20.12.15	제시일자 20.12.15
투자의견 Buy	투자의견 Buy
목표주가 94,000	목표주가 54,000
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)