

Initiation

쿠쿠홈시스

(284740)

이나연 nayeon.lee@dashin.com

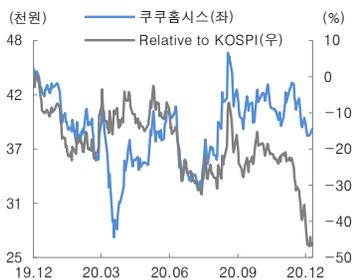
투자의견 **Buy**
매수, 신규

6개월 목표주가 **54,000**
신규

현재주가 **38,650**
(20.12.11) 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	쿠쿠홀딩스 외 4 인 75.44% 국민연금공단 8.58%

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



렌탈에서도 쿠쿠하세요

투자 의견 매수, 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시

- 쿠쿠홈시스에 대해서 투자 의견 매수와 DCF 밸류에이션으로 산출된 적정주가 54,000원으로 커버리지를 개시. 적정주가 54,000원은 현재가 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 현 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 이익 기여도는 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. 2021년 매출 및 이익 성장률은 각각 22.5%, 25.5%로 전망한다.

표 1. 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 2. 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 FCF	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 FCF	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 3. 쿠쿠홀시스 적정주가 민감도 차트

(단위: 원)

	WACC(%)	Terminal Growth(%)						
		-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
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

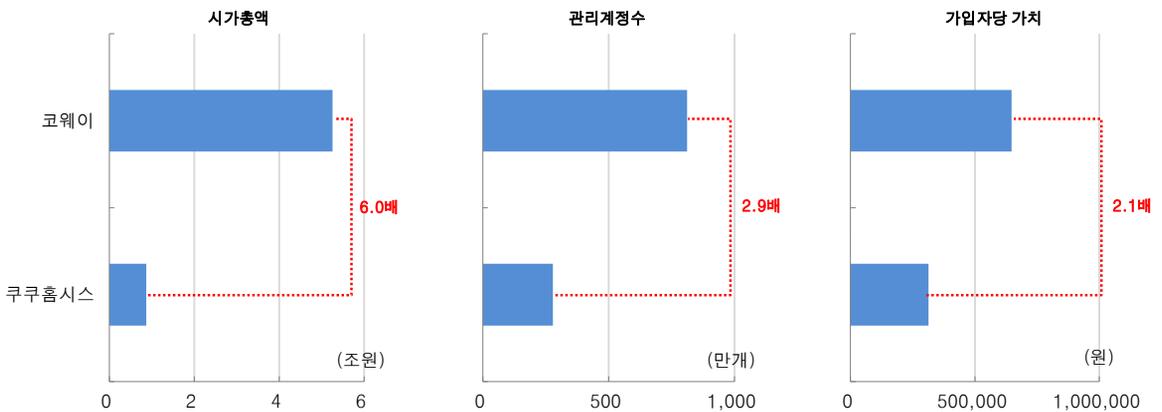
자료: 대신증권 Research Center

**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.

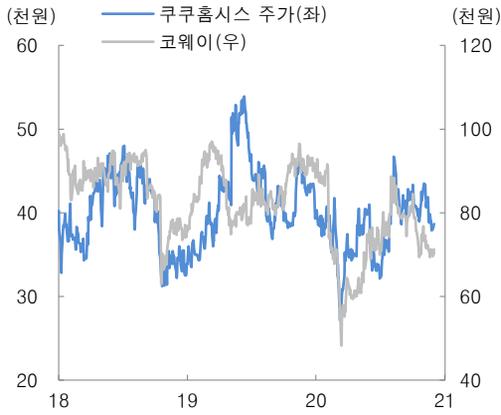
쿠쿠홈시스 가치(시가총액)는 역사적으로 관리계정당 가치 약 250,000원~400,000원 사이에 형성돼왔으며, 코웨이의 관리계정당 가치 대비 평균 55% 할인받아왔다. 하지만 현재 동사의 성장 동력으로 작용하고 있는 자가관리형 렌탈 판매의 확대, 경쟁사 대비 높은 온라인·홈쇼핑 판매 비중 등의 경우 1인 가구의 증가 및 비대면 수요의 확산과 같은 사회적 흐름과 맥을 함께하기 때문에 55%의 할인은 과도하다는 판단이다.

그림 1. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 시가총액, 관리계정수, 관리계정수당 가치 비교



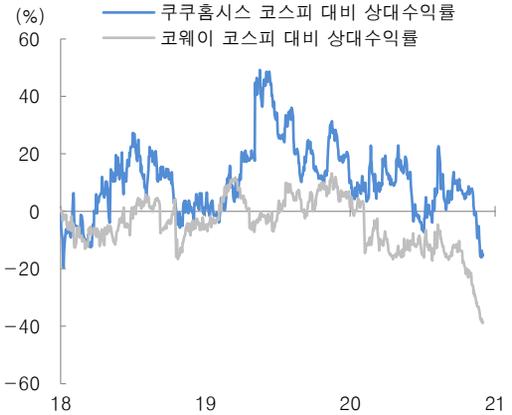
주1: 시가총액은 2020년 12월 11일 기준 / 주2: 각 사의 계정수는 3분기 말 기준
 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 2. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 주가 동조화(1)



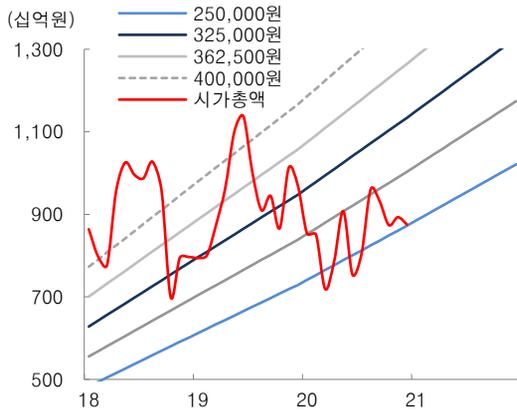
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 주가 동조화(2)



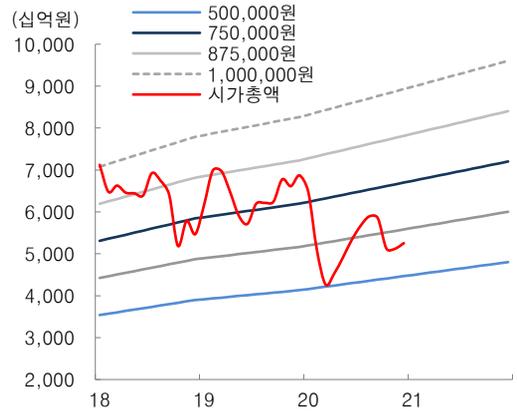
주: 18년 1월=100 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 쿠쿠홈시스 가치는 가입자당 가치 25~40만원 사이 형성



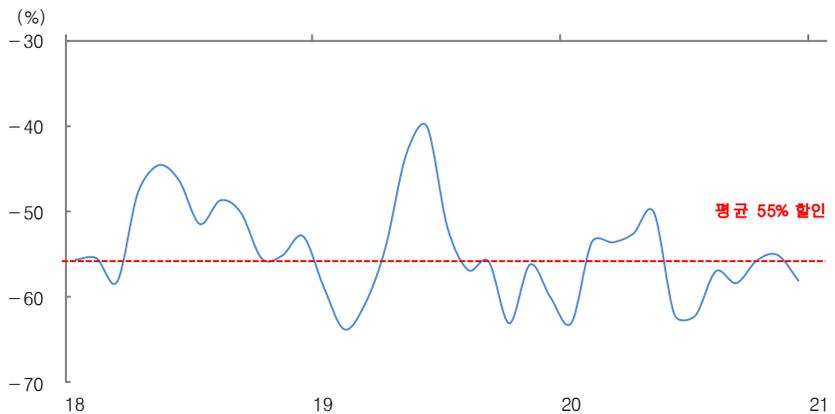
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 5. 코웨이 가치는 가입자당 가치 50~100만원 사이 형성



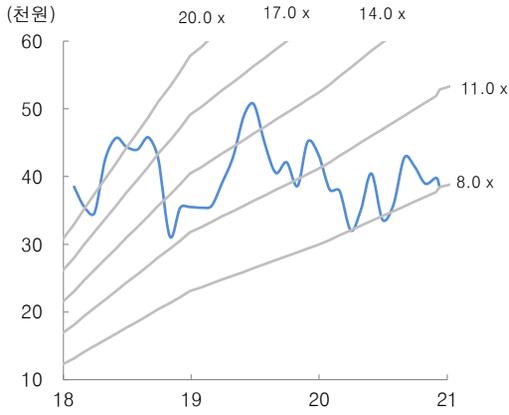
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 6. 쿠쿠홈시스의 가입자당 가치는 코웨이 대비 평균 55% 할인



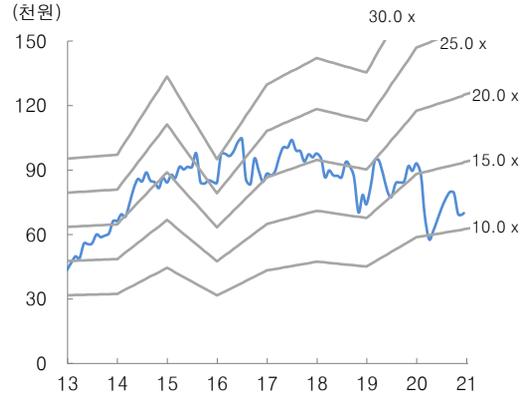
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 쿠쿠홈시스 12M Fwd P/E



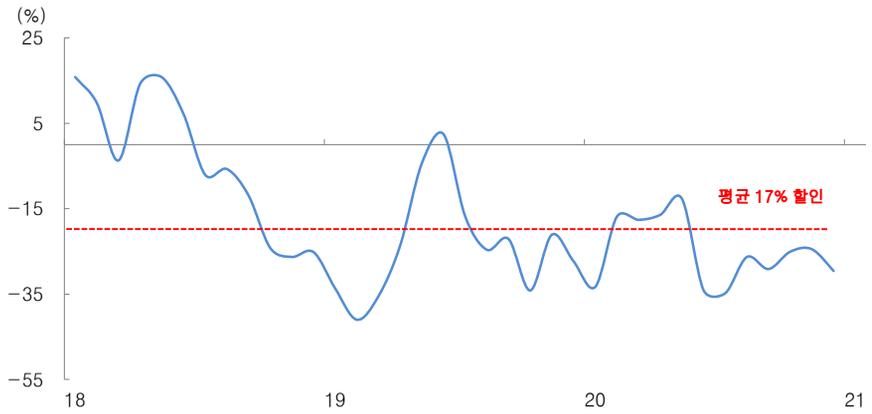
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 8. 코웨이 12M Fwd P/E



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 9. 쿠쿠홈시스 12M Fwd P/E는 코웨이 대비 평균 17% 할인



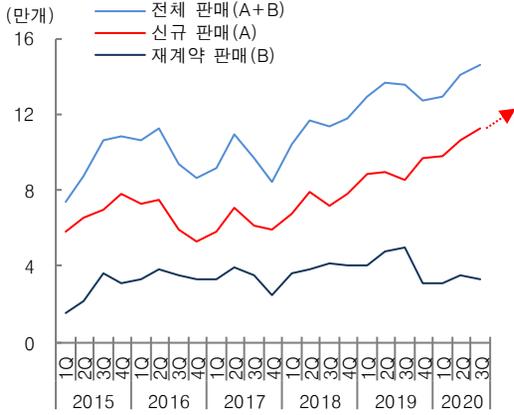
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

II. 투자포인트 및 실적 전망

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

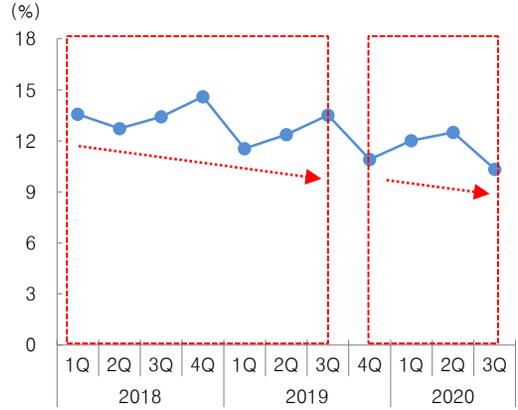
<p>중저가 시장 트래픽 빠르게 흡수 중</p>	<p>동사의 국내 관리계정수는 178.6만개(3분기 말 기준)로 SK매직, LG전자 등과 함께 국내 렌탈 시장의 2위권 그룹에 위치해 있다. 1위 업체 코웨이와 코디 1만 3,000여명의 네트워크를 기반으로 사업을 확장해왔다면, 동사는 자가관리형 제품 비중 확대, 온라인·홈쇼핑 판매 비중 확대, 펫 렌탈 등 신규 렌탈 품목의 발굴 등을 통해 트래픽을 흡수 중이다.</p>
<p>자가관리형 제품으로 자가관리 중</p>	<p>동사는 현재 신규 판매의 약 50%가 자가관리형 제품에서 발생하고 있다. 자가관리형 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.</p> <p>한편 자가관리형 제품의 경우 서비스 직원에 대한 수수료 만큼 판매비 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.</p> <p>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.</p>
<p>신규 품목, 펫 렌탈 가파르게 성장 중</p>	<p>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.</p>

그림 10. 신규 판매량 꾸준히 증가 중



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

그림 11. 국내 매출액 대비 용역비 비중 감소 중



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

그림 12. 자가관리형 제품 판매 확대와



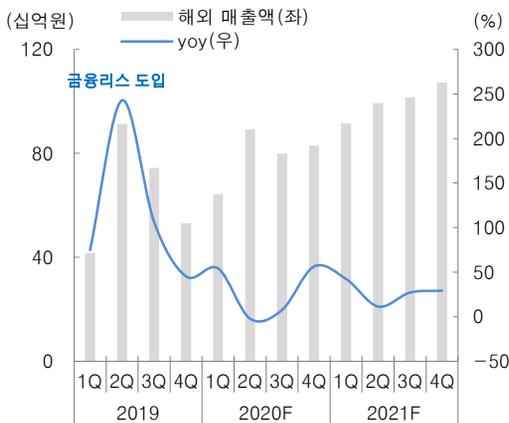
주: 모델명 CP-M011W, 렌탈료 3년까지 20,900원 / 3-5년 18,900원
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 13. 신규 카테고리의 확장으로



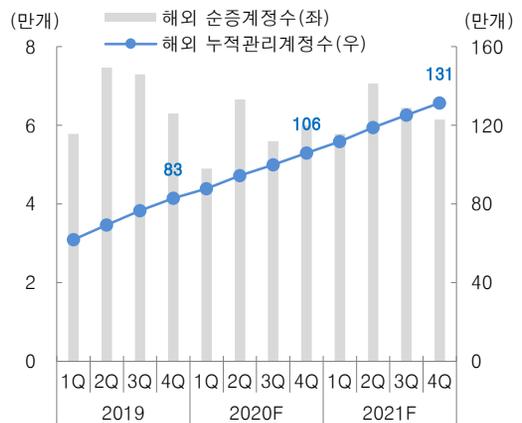
주: 모델명 ND-A0610FP, 렌탈료 29,900원(3년 후 소유권 이전)
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 14. 국내 매출액(yoy) 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 15. 국내 관리계정 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 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(vs 2018년 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 시현 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.

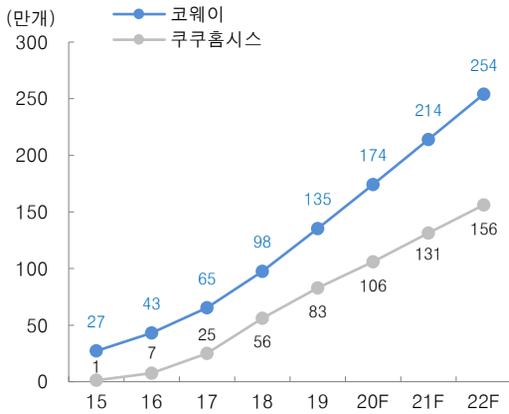
2) 6,000여 명의 방판 조직을 기반으로 한 렌탈 품목 다변화가 예상된다

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.

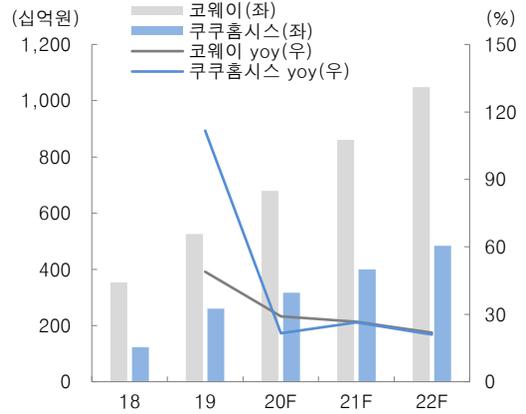
정수기를 이을 2세대 렌탈 품목은 공기청정기가 될 것으로 전망한다. 말레이시아는 인도네시아로부터 날아오는 연무로 인해 발생하는 환경 이슈로 공기청정기에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 한국의 말레이시아 공기청정기 수출금액은 CAGR(16-19) 80% 급증했고, 올해는 코로나 19로 인한 위생에 대한 관심이 더해지며 10월 누적 기준 수출액이 yoy +47.5% 급증한 바 있다.

그림 16. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 말레이시아 계정수



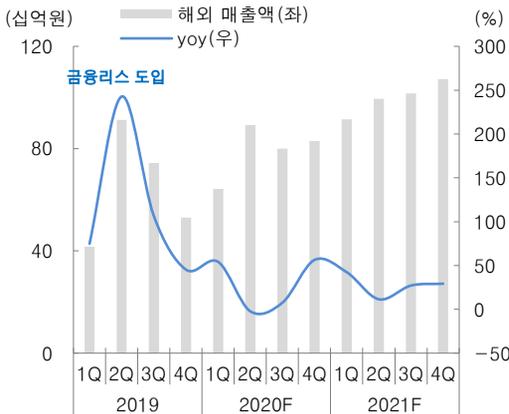
주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 계정이 해외 계정의 대부분을 차지하므로 해외 계정수로 대체
 자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 17. 쿠쿠홈시스 vs 코웨이 말레이시아 매출액



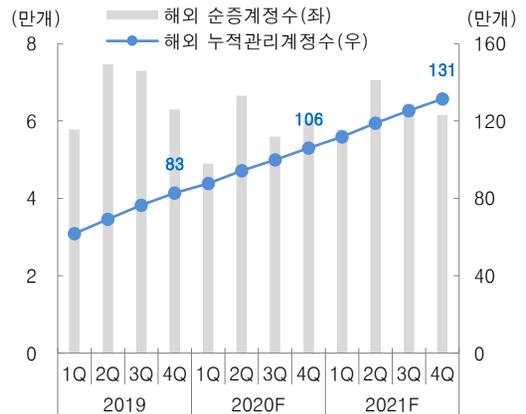
주: 쿠쿠홈시스는 말레이시아 매출이 해외 매출의 대부분을 차지하므로 해외 매출로 대체
 자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 18. 해외 매출액(yoy) 추이 및 전망



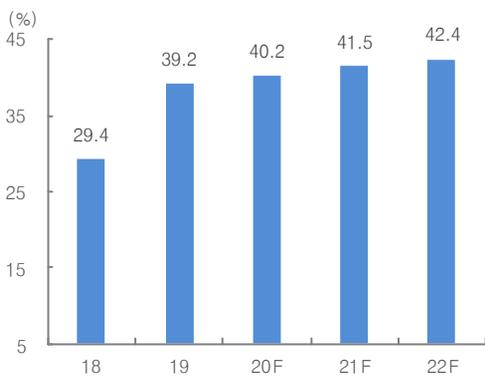
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 19. 해외 관리계정 추이 및 전망



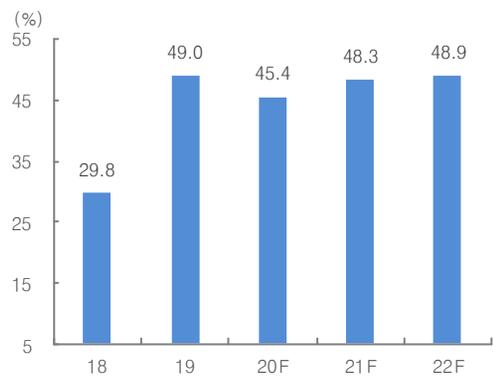
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 20. 해외 매출 기여도 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 21. 해외 이익 기여도 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

표 4. 쿠푸홀시스 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	1,140
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
판매비	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 5. 쿠푸홀시스 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												
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

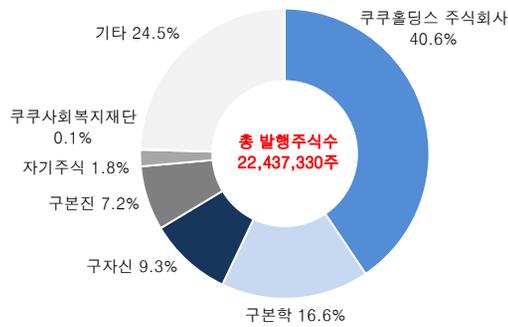
자료: 대신증권 Research Center

III. 기업개요

국내 렌탈 시장 2위 그룹 사업자

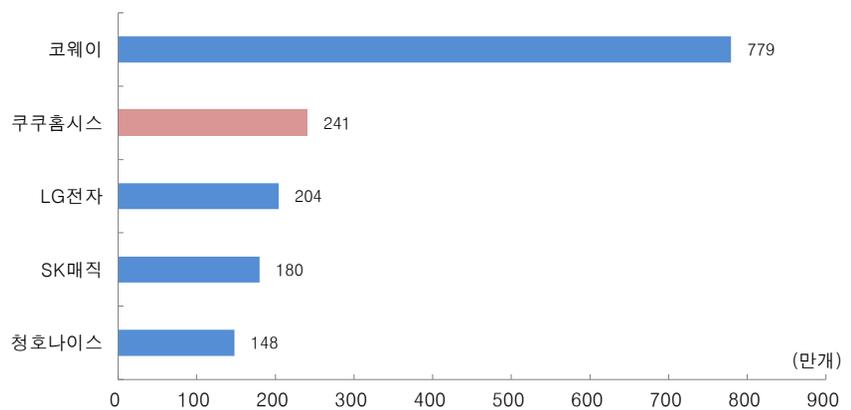
동사는 쿠쿠전자의 렌탈 사업부문이 인적분할하며 신설된 회사로 2018년 1월 상장하였다. '쿠쿠하세요 쿠쿠' 라는 밥솥에서의 브랜드 파워가 렌탈 시장에서도 작용하며 계정수가 빠르게 증가하였고, 3분기 말 기준 관리계정수는 279만개(국내 179만개+해외 100만개)에 달한다. SK매직, LG전자 등과 함께 국내 렌탈 시장의 2위권 그룹에 위치한 렌탈 사업자다.

그림 22. 지분 구조



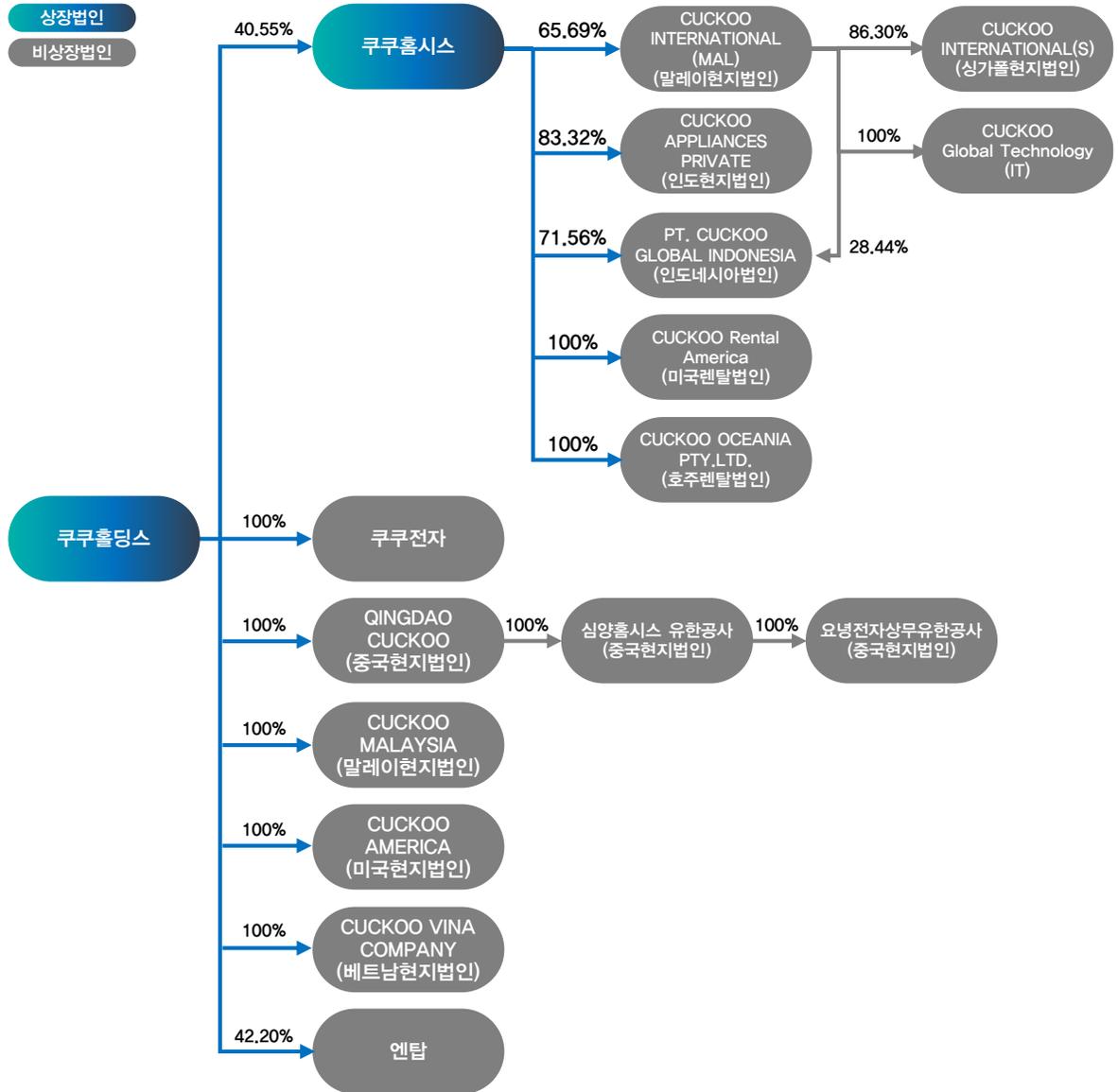
주: 2020년 9월 말 기준 / 자료: 쿠쿠홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 23. 렌탈 사업자들 계정수 비교(100만 계정 이상을 보유한 Top5 Player)



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

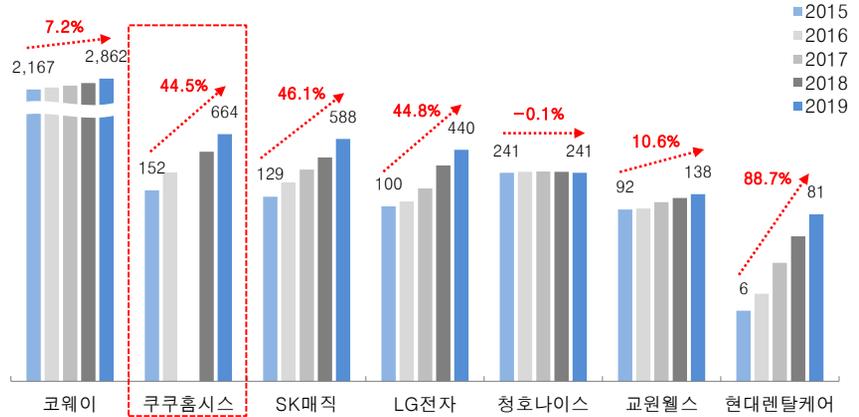
그림 24. 쿠쿠홈시스 지배구조도



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

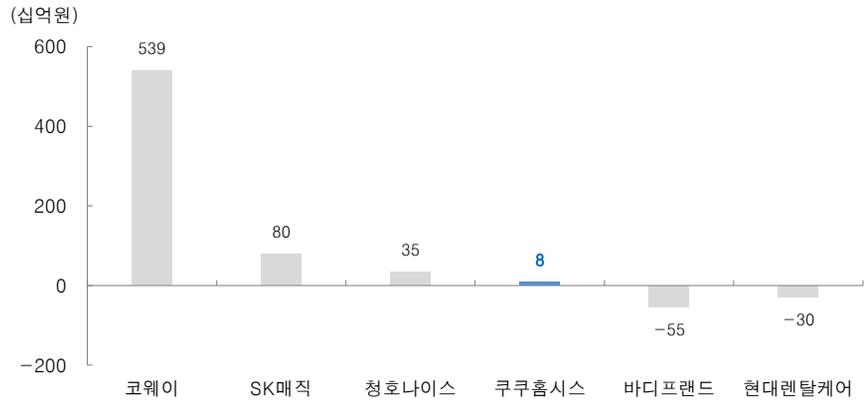
IV. Appendix

그림 25. CAGR(15-19) 44.5%의 높은 성장률



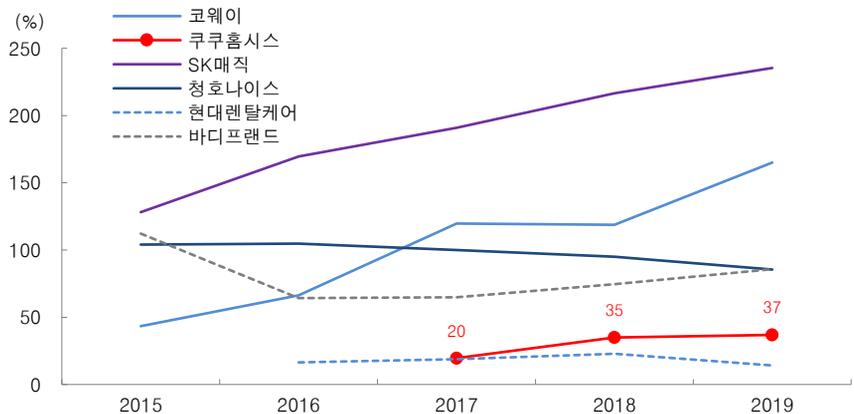
주: [코웨이] 화장품, 코웨이엔텍 매출 제외, [쿠쿠홈시스] 상장 전 매출은 쿠쿠홈딩스의 렌탈 부문 매출로 계산, [LG전자] 렌탈 매출액은 리스료 수익으로 계산, [SK매직, 청호나이스, 교원웰스] 렌탈 매출만 포함
 자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 26. (+) 영업활동 현금흐름 창출 구간 진입



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

그림 27. 경쟁사 대비 낮은 부채 비율



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

기업 및 경영진 현황

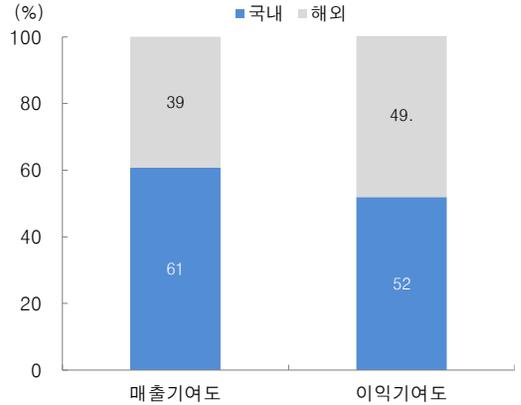
- 쿠쿠전자의 렌탈 사업부문이 인적분할하며 설립된 회사로 2018년 1월 상장
- 관리계정수 279만개(국내 179만개+해외 100만개)를 보유한 국내 렌탈 시장 2위권 그룹 사업자
- 자산 6,930억원, 부채 1,636억원, 자본 5,295억원

주가 변동요인

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

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

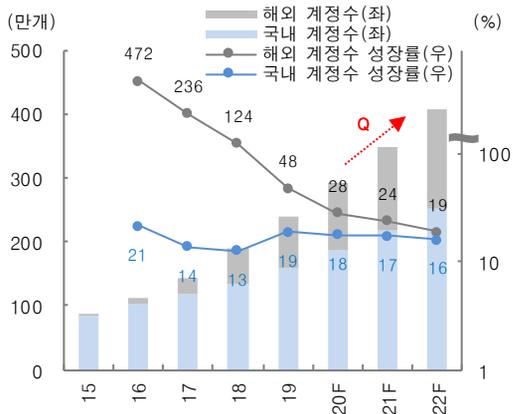
지역별 매출/이익 비중



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

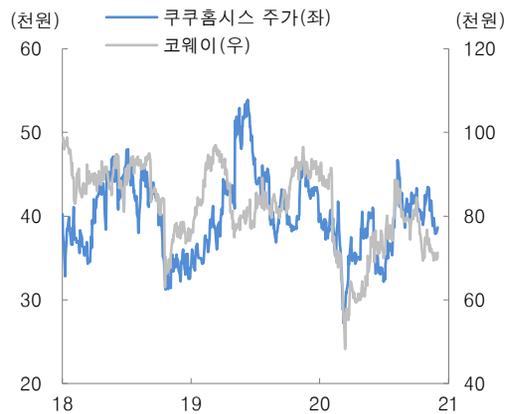
1. Earnings Driver

국내/해외 계정수 추이 및 전망



자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

쿠쿠홈시스 vs 코웨이 주가 동조화



자료: 쿠쿠홈시스, 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
판매비외관리비	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
비배지분순이익	4	15	19	25	30
지배지분순이익	34	65	84	108	128
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	34	81	104	134	159
비배지분포괄이익	3	15	20	25	30
지배지분포괄이익	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
CFFPS	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					
ROC	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: 쿠팡홀딩스, 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
유동상채무	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
자배지분	372	434	515	611	727
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	348	348	348	348	348
이익잉여금	25	86	167	262	378
기타자본변동	-3	-2	-2	-2	-1
비배지분	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