

쿠쿠홈시스 (284740)

내구소비재



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	55,000원 (D)
현재주가 (8/24)	44,900원
상승여력	22%

시가총액	10,074억원
총발행주식수	22,437,330주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	73,614주
52주 고	46,900원
52주 저	27,150원
외인지분율	4.28%
주요주주	쿠쿠홀딩스 외 4인 75.44%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.7	20.1	13.2
상대	19.6	1.5	(5.3)
절대(달러환산)	28.3	25.2	15.6

2Q20 리뷰 : 안정적인 계정 순증

2Q20 Review : 안정적 계정 순증세 지속

2Q20 매출액 2,092억원(+17.5% YoY), 영업이익 512억원(+74.4% YoY)를 기록하여 놀라운 실적을 기록했다. 다만, 실적 호조는 국내외 신규 계정 중 금융리스의 비중이 높아지며 나타난 것이다. 신규 계정 중 국내 금융리스 비중은 35~40% 수준으로 파악되며, 해외의 경우에는 기존 70% 수준에서 85%까지 높아진 것으로 파악된다. 금융리스는 렌탈 상품의 소유권이 고객에게 넘어간 것으로 판단하기 때문에 렌탈 초기에 상품에 대한 매출과 이익을 일시에 인식한다는 특징이 있다. 금융리스 일시 매출 반영 비중을 50% 이상이며, OPM도 30%를 상회한다.

국내 부문은 매출액 1,200억원(+38.3% YoY), 영업이익 223억원(+59.0% YoY)를 기록하였다. 국내 부문의 금융리스에 따른 실적효과는 매출액 296억원, 영업이익 97억원 수준이다. 렌탈 계정 순증은 전분기 대비 7만계정을 기록했다. 코로나19에 따른 비대면 관리 수요 증가로 동사가 출시한 셀프형 관리 제품에 대한 소비자 관심이 높아지며 비교적 건조한 계정 순증을 달성한 것으로 판단된다. 셀프형 관리 제품의 신규 계정 중 비중은 50% 이상이다. 이외에도 펫드라이룸 등 반려동물 관련 렌탈 제품군 확대도 계정 순증에 있어 긍정적이다.

해외(말련)부문의 경우, 매출액 866억원(-4.7% YoY), 영업이익 300억원(+66.9% YoY)를 기록하였다. 해외 부문의 금융리스에 따른 실적 효과는 매출액 400억원 수준으로 추정된다. 말련 법인의 계정 수는 전분기 대비 6.8만계정 순증을 기록했는데, 코로나19에 따른 락다운의 영향에도 건조한 계정 순증세를 보였다는 점이 긍정적이다. 기존 주력 제품인 정수기 외에도 공기청정기(월 3,000대), 압력밥솥(월 2~3,000대) 등 신규 카테고리 확장으로 추가적인 성장 여력을 장착한 것으로 판단된다.

계정 당 가치로 판단하여야

금융리스 회계 처리로 실적의 가시성이 굉장히 떨어지고 있다. 금융리스로 인해 기존 운용리스 회계 처리 시 보다 과대 계상되는 경향이 있어, 동사의 현금흐름과 실적의 차이 간 괴리가 점점 더 커지고 있다. 이 때문에 실적에 근거한 Valuation으로 동사의 가치를 어렵다고 판단하며, 확보한 렌탈 계정 당 가치를 통해 동사의 기업가치를 평가하는 것이 더욱 합리적이라 판단한다. 경쟁사(1위 사업자)의 렌탈 계정 대비 기업가치를 30% 할인한 가치를 동사에 대입하여 동사의 목표주가를 5.5만원으로 재산정한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20A	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,092	17.5	26.3		
영업이익	512	74.4	87.5		
세전계속사업이익	465	95.3	121.2		
지배순이익	268	171.8	61.3		
영업이익률 (%)	24.5	+8.0 %pt	+8.0 %pt		
지배순이익률 (%)	12.8	+7.3 %pt	+2.8 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	4,188	6,637	8,195	9,379
영업이익	675	1,206	1,623	1,783
지배순이익	344	648	864	937
PER	25.9	14.5	11.7	10.8
PBR	2.4	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	7.0	4.4	3.8	4.3
ROE	9.5	16.1	18.2	17.7

자료: 유안타증권

[표 1] 쿠쿠홈시스 계정 당 가치 Valuation

(단위: 억원, 만 계정, 원, 천주)

구분	가치	비고
코웨이 시가총액(억원)	62,065	2020/08/24 기준
2020E 코웨이 계정 수(만 계정)	839	
계정당 가치(원)	739,750	
2020E 쿠쿠홈시스 계정 수(만 계정)	254	말련법인 지분을 66% 적용
계정당 가치(원)	488,235	코웨이 대비 30% 할인 (계정 수 차이에 따른 규모의 경제, 낮은 ARPU 등을 고려)
쿠쿠홈시스 적정가치(억원)	12,424	
발행주식 수(천주)	22,422	
적정주가(원)	55,407	

자료: 쿠쿠홈시스, 코웨이, 유안타증권 리서치센터

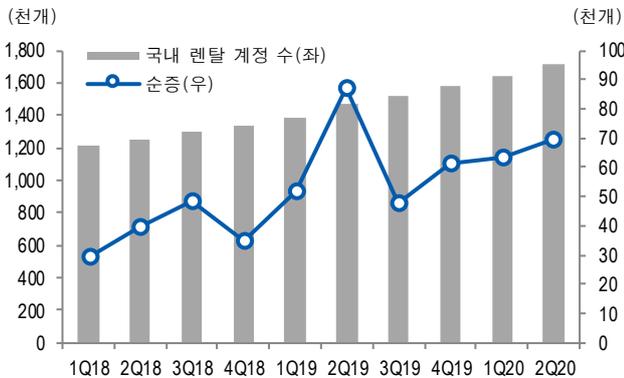
[표 2] 쿠쿠홈시스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	1,312	1,781	1,548	1,997	1,657	2,092	2,215	2,230	4,187	6,637	8,195
YoY	40.4%	78.1%	41.0%	72.8%	26.3%	17.5%	43.1%	11.7%	73.4%	58.5%	23.5%
국내	895	868	813	1,455	1,014	1,200	1,248	1,221	2,960	4,031	4,682
해외	411	908	728	542	612	866	962	1,005	1,185	2,589	3,445
영업이익	321	294	385	207	273	512	439	398	675	1,206	1,623
YoY	86.5%	62.8%	87.7%	75.7%	-14.8%	74.4%	14.1%	92.5%	126.0%	78.7%	34.5%
국내	193	140	112	182	155	223	237	208	492	627	822
해외	87	180	267	65	112	300	202	191	157	598	805
영업이익률	24.4%	16.5%	24.9%	10.4%	16.5%	24.5%	19.8%	17.9%	16.1%	18.2%	19.8%
국내	21.5%	16.2%	13.8%	12.5%	15.3%	18.6%	19.0%	17.0%	16.6%	15.6%	17.6%
해외	21.1%	19.8%	36.7%	12.0%	18.3%	34.6%	21.0%	19.0%	13.2%	23.1%	23.4%

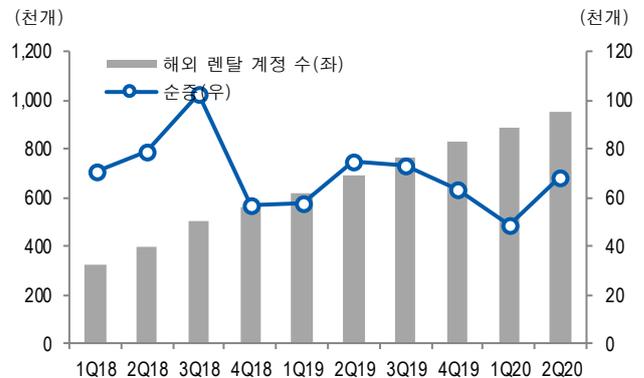
자료: 쿠쿠홈시스, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 렌탈 계정 수 및 순증 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 해외 렌탈 계정 수 및 순증 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 유안타증권 리서치센터

쿠쿠홈시스 (284740) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,188	6,637	8,195	9,379	10,189
매출원가	1,591	2,465	2,922	3,470	3,770
매출총이익	2,597	4,172	5,273	5,909	6,419
판매비	1,921	2,966	3,650	4,126	4,488
영업이익	675	1,206	1,623	1,783	1,931
EBITDA	1,300	2,105	2,411	2,088	2,305
영업외손익	-200	-159	-212	-179	-133
외환관련손익	20	61	-30	-34	-34
이자손익	-14	-7	-5	52	99
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-206	-213	-177	-197	-197
법인세비용차감전순손익	475	1,047	1,411	1,604	1,798
법인세비용	94	249	357	433	486
계속사업순손익	382	799	1,054	1,171	1,313
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	382	799	1,054	1,171	1,313
지배지분순이익	344	648	864	937	1,050
포괄순이익	343	805	1,028	1,135	1,277
지배지분포괄이익	317	651	896	1,021	1,149

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-333	81	573	153	365
당기순이익	382	799	1,054	1,171	1,313
감가상각비	624	899	787	305	373
외환손익	-15	-18	26	34	34
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,681	-1,988	-1,676	-1,668	-1,661
기타현금흐름	358	389	382	311	306
투자활동 현금흐름	189	-9	-283	-318	-351
투자자산	213	9	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-33	-306	-330	-363
유형자산 감소	5	9	15	0	0
기타현금흐름	-15	5	9	12	12
재무활동 현금흐름	216	-58	-336	-214	-176
단기차입금	222	2	-273	-49	0
사채 및 장기차입금	0	0	2	3	3
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-33	-31	-135	-146
기타현금흐름	-6	-26	-34	-33	-33
연결범위변동 등 기타	0	18	520	556	1,035
현금의 증감	73	32	474	179	874
기초 현금	146	219	251	725	904
기말 현금	219	251	725	904	1,777
NOPLAT	675	1,206	1,623	1,783	1,931
FCF	-528	-202	18	-391	-241

자료: 유안타증권

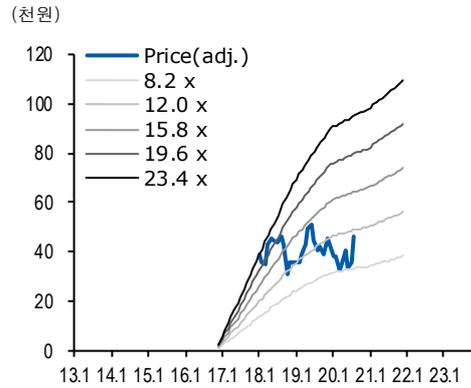
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,051	2,493	3,152	3,434	4,401
현금및현금성자산	219	251	725	904	1,777
매출채권 및 기타채권	427	457	453	499	540
재고자산	422	458	558	615	667
비유동자산	3,075	3,772	4,054	4,079	4,068
유형자산	2,307	2,103	1,736	1,760	1,750
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	9	10	12	12	12
자산총계	5,126	6,266	7,207	7,513	8,469
유동부채	1,066	1,412	1,494	1,480	1,512
매입채무 및 기타채무	601	694	1,018	1,053	1,085
단기차입금	320	322	49	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	263	276	263	266	269
장기차입금	1	1	2	5	8
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,328	1,688	1,757	1,746	1,781
지배지분	3,717	4,336	5,146	5,441	6,310
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	3,480	3,481	3,481	3,481	3,481
이익잉여금	246	857	1,690	2,021	2,926
비지배지분	80	242	304	326	379
자본총계	3,797	4,578	5,450	5,767	6,688
순차입금	66	-303	-1,170	-1,395	-2,265
총차입금	321	389	126	80	83

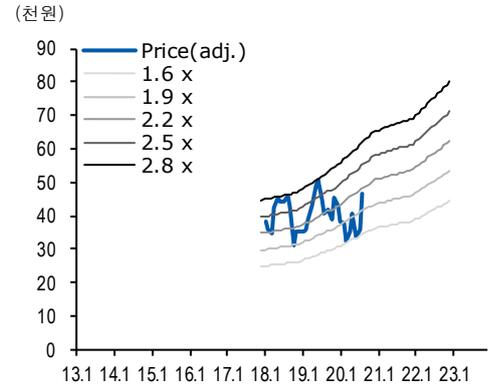
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,534	2,890	3,849	4,174	4,681
BPS	16,579	19,339	22,950	24,266	28,140
EBITDAPS	28,960	9,384	10,745	9,308	10,272
SPS	18,665	29,581	36,523	41,799	45,409
DPS	560	560	600	650	700
PER	25.9	14.5	11.7	10.8	9.6
PBR	2.4	2.2	2.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.0	4.4	3.8	4.3	3.6
PSR	2.1	1.4	1.2	1.1	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	1,282.1	58.5	23.5	14.4	8.6
영업이익 증가율 (%)	1,248.4	78.7	34.6	9.8	8.3
지배순이익 증가율 (%)	1,424.9	88.4	33.2	8.4	12.1
매출총이익률 (%)	62.0	62.9	64.3	63.0	63.0
영업이익률 (%)	16.1	18.2	19.8	19.0	19.0
지배순이익률 (%)	8.2	9.8	10.5	10.0	10.3
EBITDA 마진 (%)	31.0	31.7	29.4	22.3	22.6
ROIC	17.8	29.3	47.4	57.4	60.2
ROA	7.3	11.4	12.8	12.7	13.1
ROE	9.5	16.1	18.2	17.7	17.9
부채비율 (%)	35.0	36.9	32.2	30.3	26.6
순차입금/자기자본 (%)	1.8	-7.0	-22.7	-25.6	-35.9
영업이익/금융비용 (배)	26.8	51.3	39.1	128.3	195.7

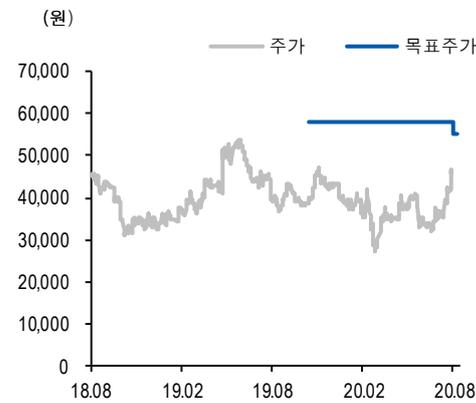
P/E band chart



P/B band chart



쿠쿠홈시스 (284740) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-25	BUY	55,000	1년		
2019-11-07	BUY	58,000	1년	-34.29	-19.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	86.7
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.