

코웨이
(021240)

이나연 nayeon.lee@dashin.com

투자의견

Buy

매수, 신규

6개월

94,000

목표주가

신규

현재주가

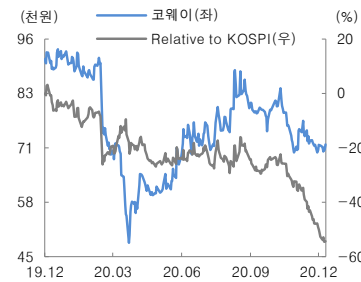
71,300

(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 현주가 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.

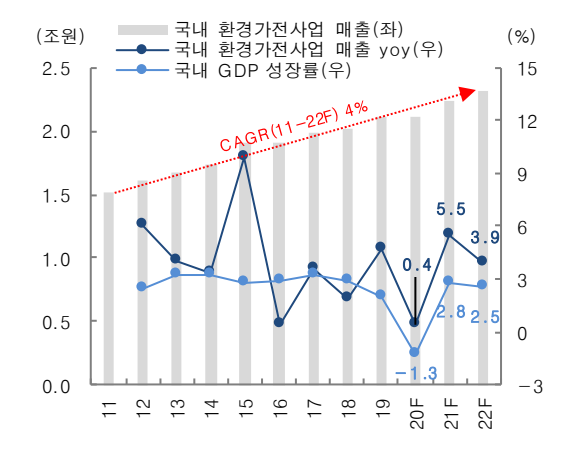
★ [해외] 해외 시장은 동사의 성장을 견인하고 있는 주요한 열쇠

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.

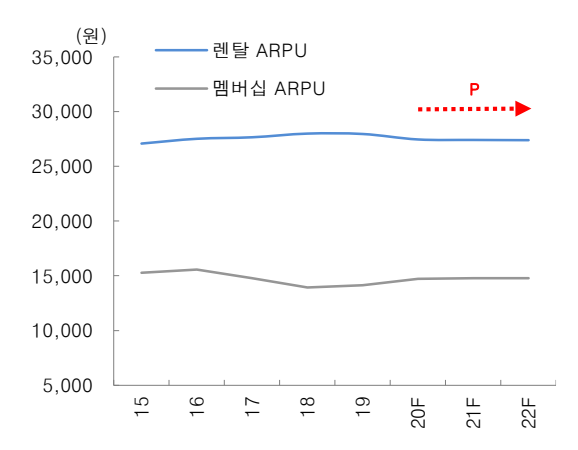
II. Key-Charts

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



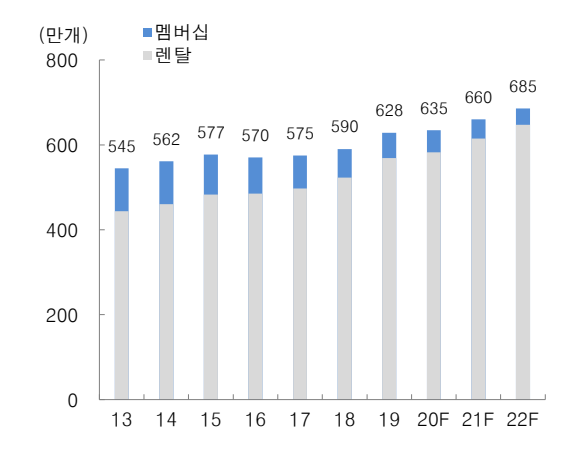
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 63. P → (렌탈, 멤버십 ARPU 추이)



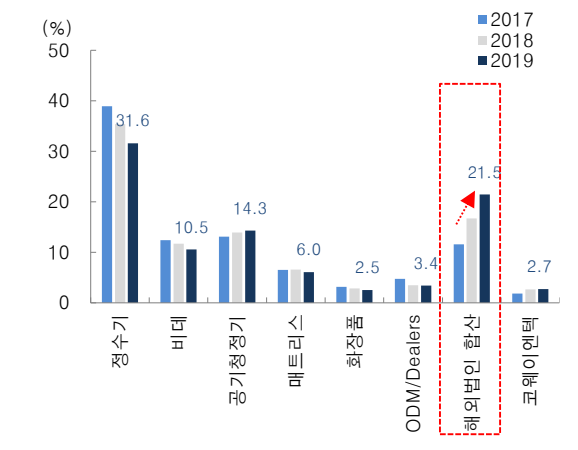
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 64. Q / (렌탈, 멤버십 계정수 추이)



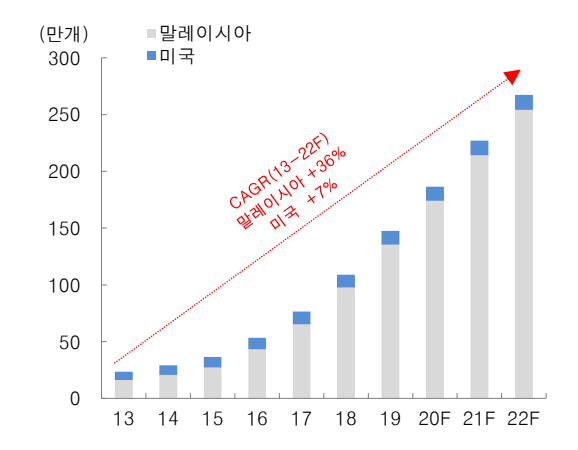
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 65. [해외] 법인은 성장을 견인하는 열쇠



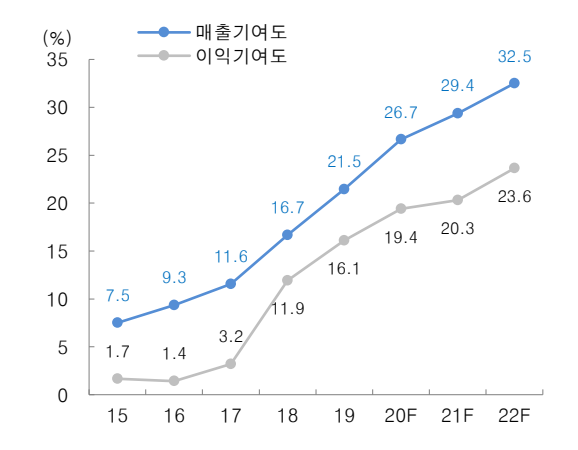
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 66. 해외 관리계정수 가파르게 증가하며



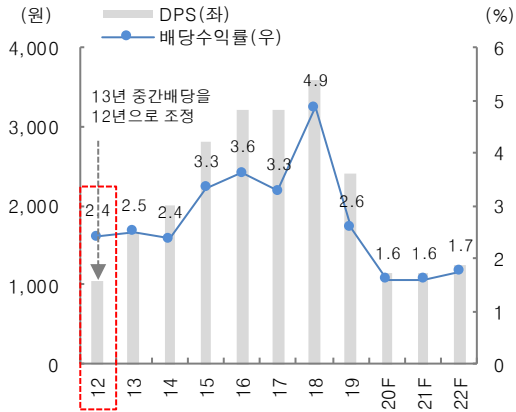
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 67. 해외법인 매출/이익기여도 32.5%, 23.6% 전망



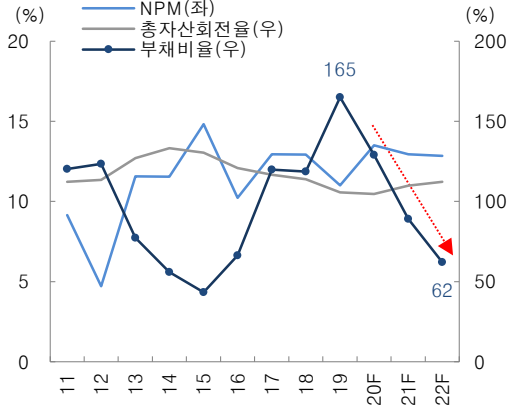
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 68. 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하나,



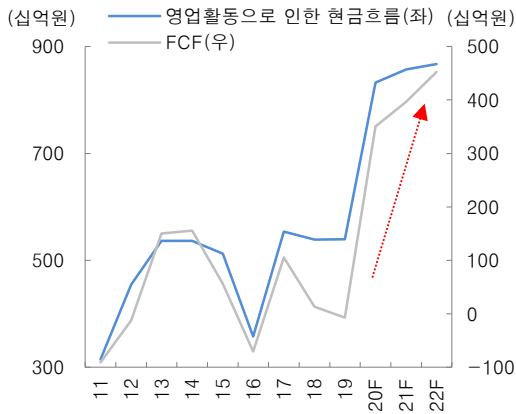
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 69. 2022년 부채비율 62%까지 감소하며



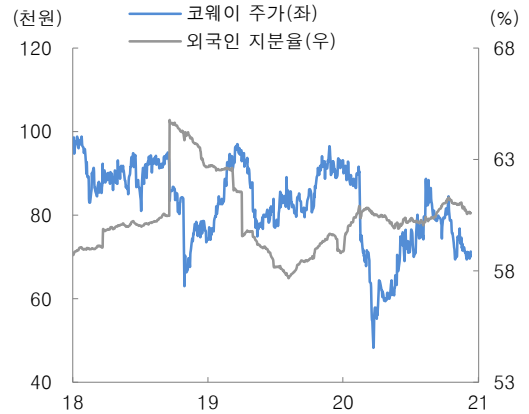
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 70. 현금흐름 개선 전망



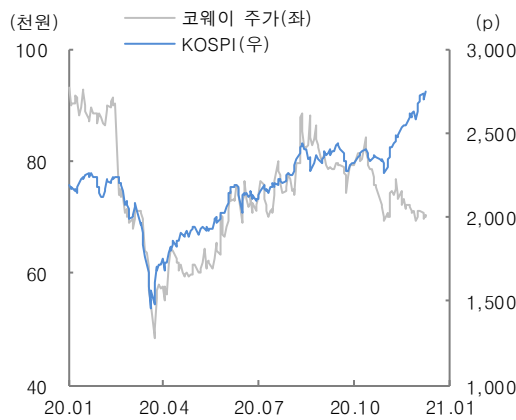
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 71. 코웨이 주가 vs 외인 지분율 추이



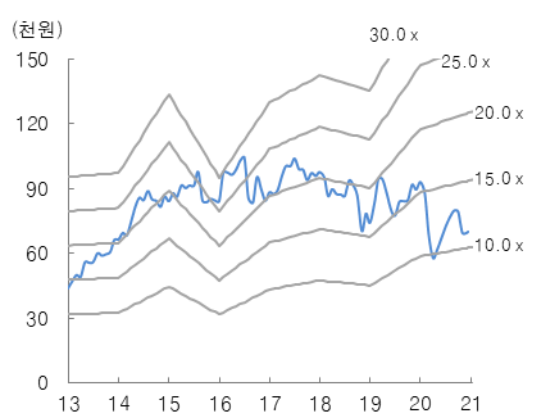
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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

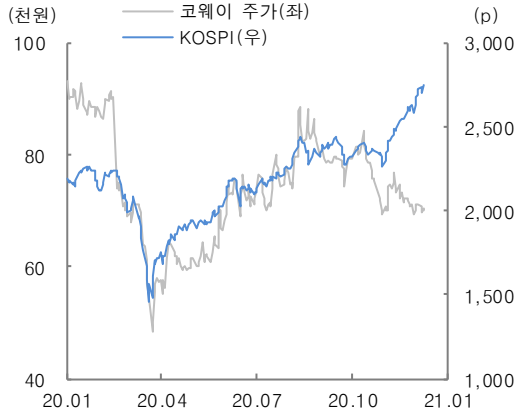
(단위: 원)

		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

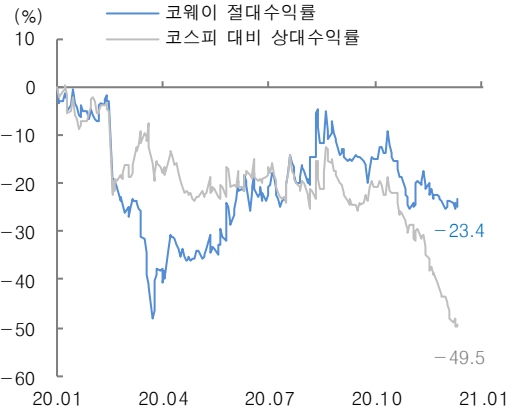
현재 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 최하단	연초 이후 동사의 주가 흐름을 살펴보면, 코로나19 확산으로 인한 투자심리 위축 및 변경된 배당정책 영향으로 절대수익률 -23.4%, 시장 대비 -49.5%의 약세를 기록했다. 3월 말 이후 코스피 반등과 함께 견조한 상승 흐름을 이어나던 주가는 CS닥터 총파업, 코로나19 재확산으로 인한 방판 영업 차질 우려 등으로 최근 4개월 간 다시 하락세로 돌아선 양상이다. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 11.4배에 거래 중으로, 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치해있다. 동사의 주가는 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. 쿠팡, 쿠팡이츠, SK매직 등 후발업체들은 동사 대비 약 20~30% 낮은 렌탈료로 중저가 시장 수요를 빠르게 흡수 중이다. 이에 대해 동사는 프리미엄 기조를 유지하되, 일부 저가 라인으로 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, 쿠팡이츠 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



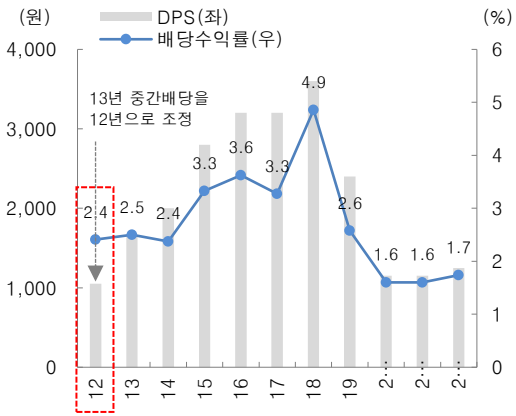
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 75. 연초 이후 코웨이 주가(KOSPI 대비) 수익률



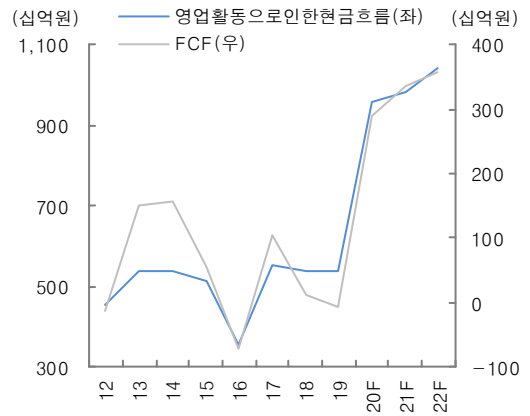
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 76. 배당성향 및 배당수익률



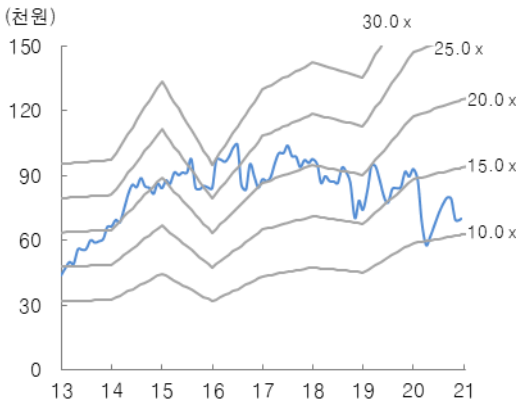
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 77. 영업활동현금흐름, FCF 추이 및 전망



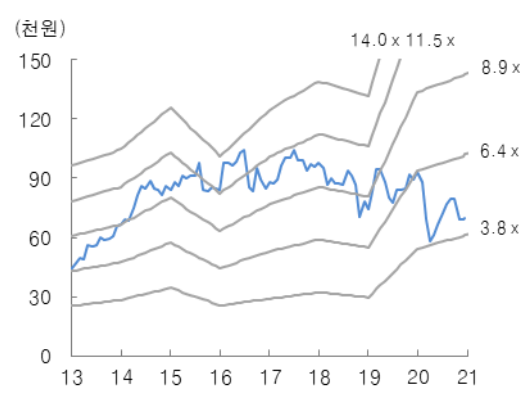
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 78. 12M Forward PER 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 79. 12M Forward EV/EBITDA 밴드



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

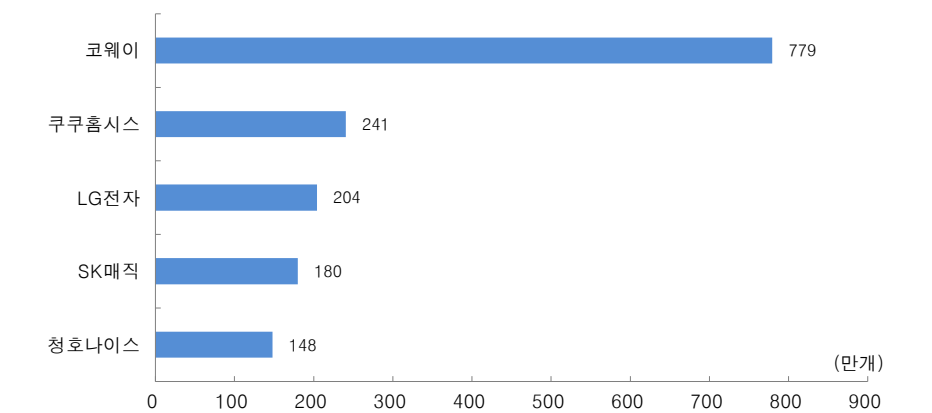
IV. 투자포인트

Point 1. 계정수 시장점유율 1 위에서 빛나는 안정적인 현금흐름의 창출

계정수 1위에 빛나는
압도적 시장 지배력

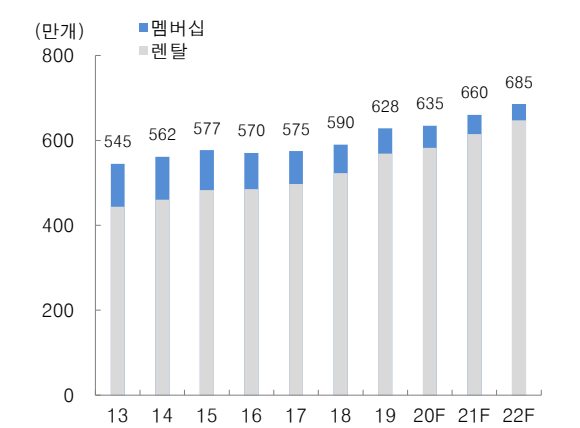
동사의 가장 큰 핵심역량은 경쟁사를 압도하는 관리 계정수를 기반으로 독보적인 시장 지배력을 구축하고 있다는 점이다. 동사의 3분기 말 기준 계정수는 811.5만개(국내 630.6만개+해외 180.9만개)로 2위 사업자 대비 3배 이상의 계정수이며, 국내 렌탈 계정수는 국내 총 렌탈 계정의 약 절반 수준으로 지배사업자의 위치를 공고히 하고 있다.

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



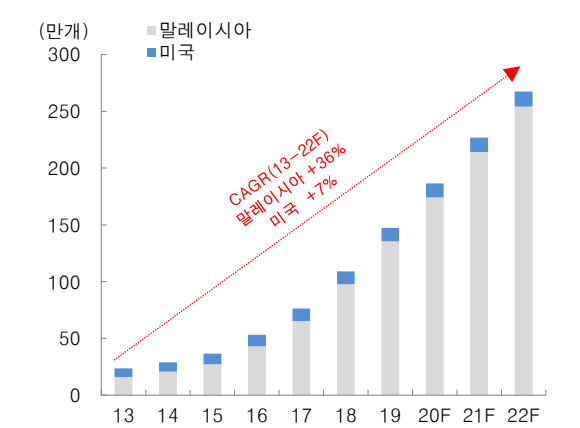
주: 2019년 말 기준 / 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

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 현금흐름
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.

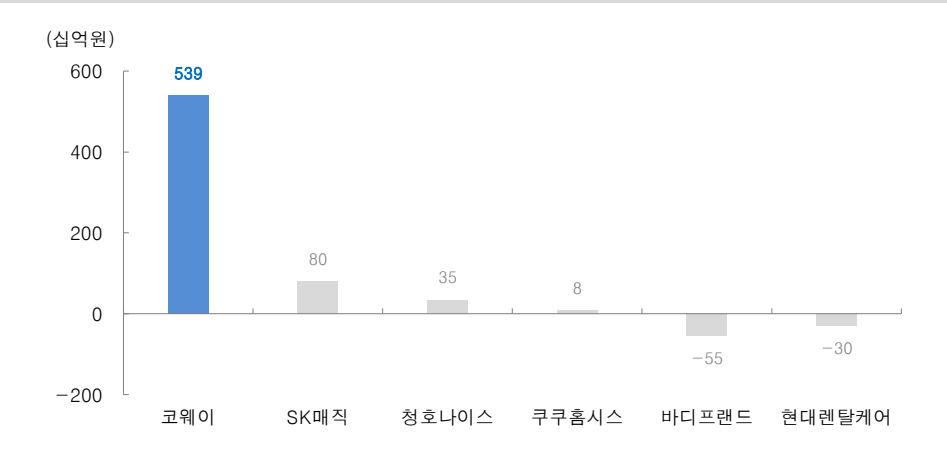
렌탈 산업의 가장 큰 장점은 경기변화에 대한 민감도가 낮고 안정적인 현금 흐름의 창출이 가능하다는 점이다. 일시불 수요는 소비자의 소득 수준 및 내수경기와 밀접한 관련이 있는 반면, 렌탈 판매는 확보된 회원을 통해 매달 일정액의 렌탈료를 수취하기 때문에 경기 사이클에 상관없이 고객 기반을 유지할 수 있다.

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)

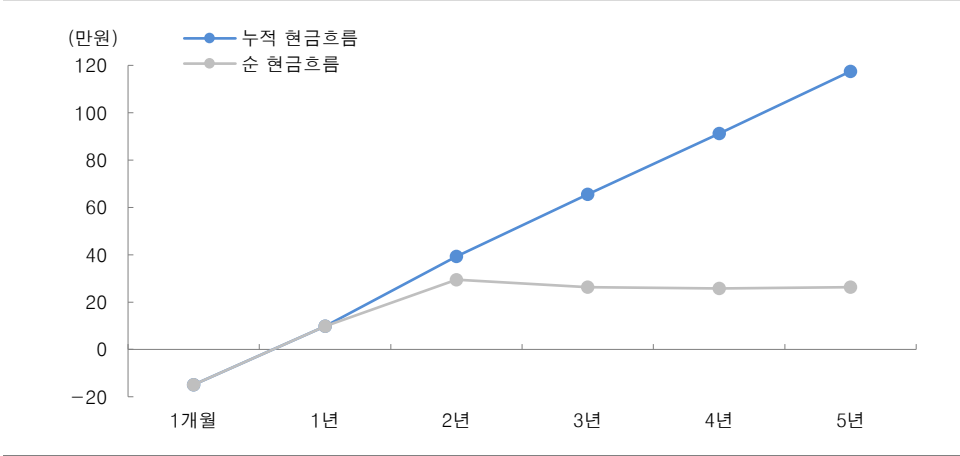
현금유입	1개월	1년	2년	3년	4년	5년
렌탈등록비	90,909	90,909				
렌탈료	32,000	384,000	384,000	339,273	339,273	339,273
소계	122,909	474,909	384,000	339,273	339,273	339,273

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

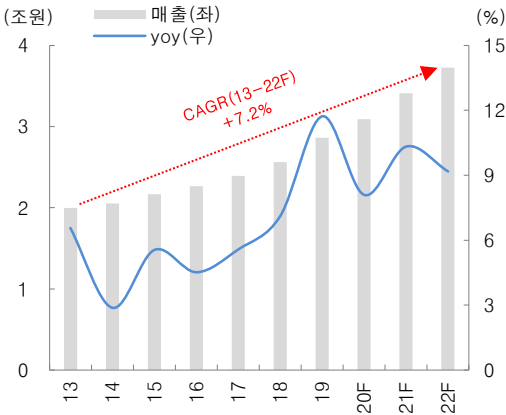
표 20. 코웨이 현금흐름표

(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

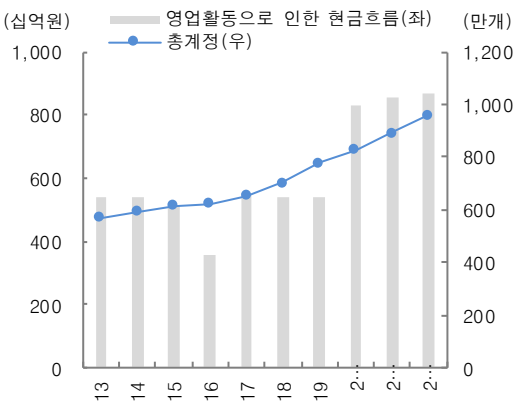
자료: 대신증권 Research Center

그림 85. 코웨이 매출액 추이



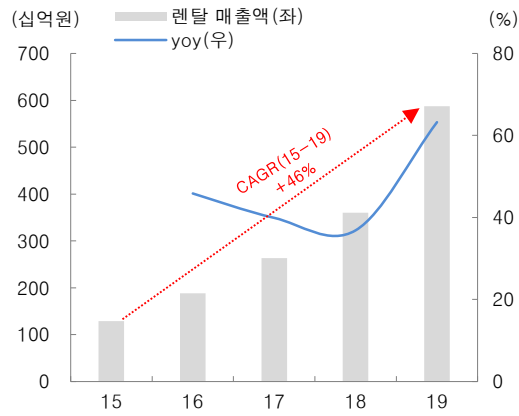
주: 연결 매출액에서 화장품, 코웨이엔텍, 그린엔텍 매출 제외
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 86. 코웨이 영업활동 현금흐름 추이



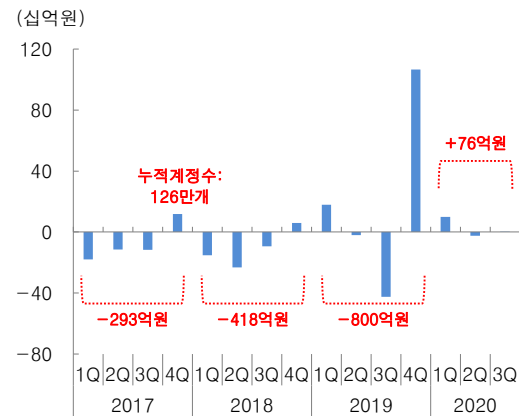
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 87. SK 매직 렌탈 매출액 추이



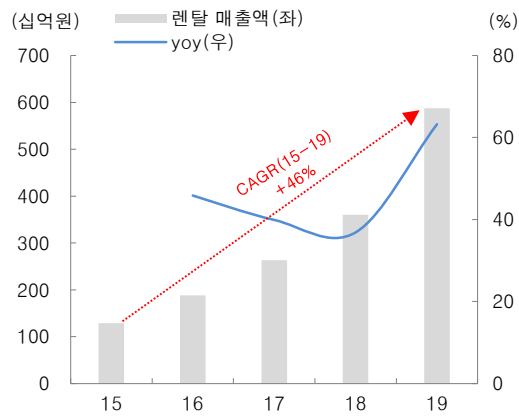
주: 렌탈 매출액 / 자료: SK매직, 대신증권 Research Center

그림 88. SK 매직 영업활동 현금흐름 추이



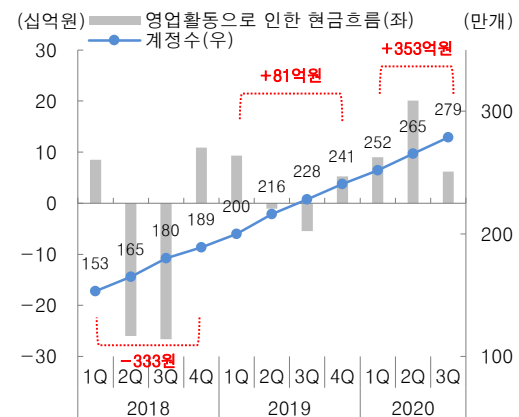
자료: SK매직, 대신증권 Research Center

그림 89. 쿠쿠홈시스 매출 추이



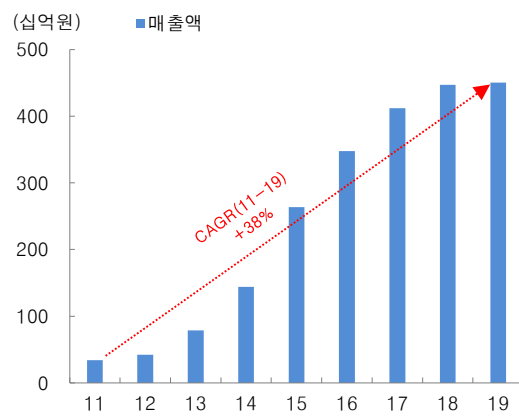
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 90. 쿠쿠홈시스 영업활동 현금흐름 추이



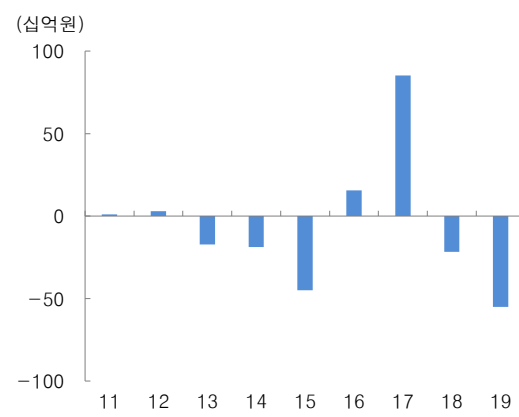
자료: 쿠쿠홈시스, 대신증권 Research Center

그림 91. 바디프랜드 매출액 추이



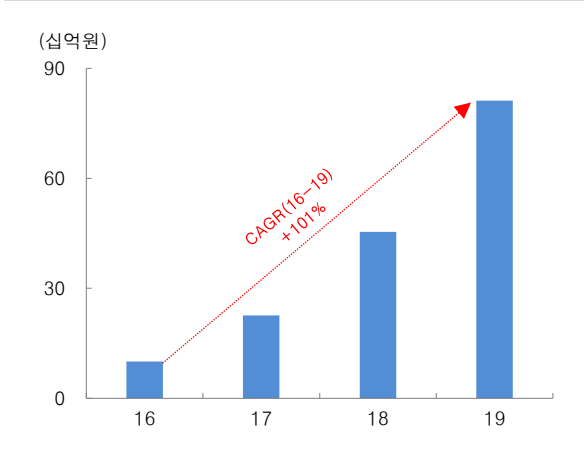
주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 92. 바디프랜드 영업활동 현금흐름 추이



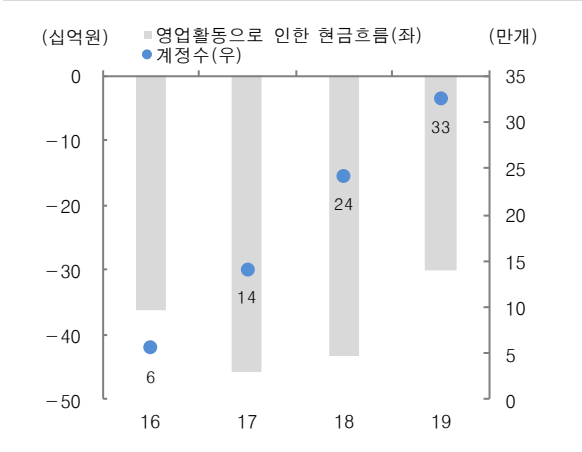
주: 별도 기준 / 자료: 바디프랜드, 대신증권 Research Center

그림 93. 현대렌탈케어 매출액 추이



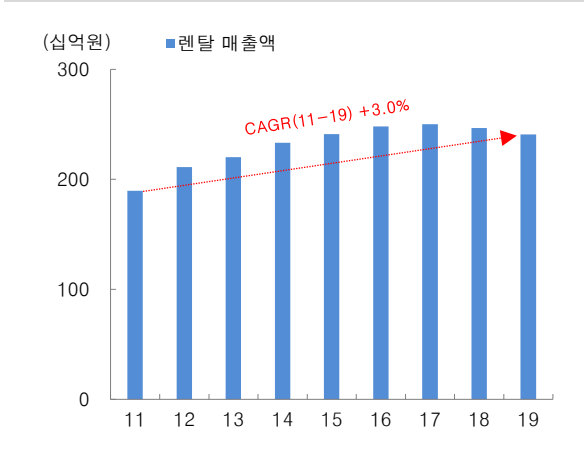
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

그림 94. 현대렌탈케어 영업활동 현금흐름 추이



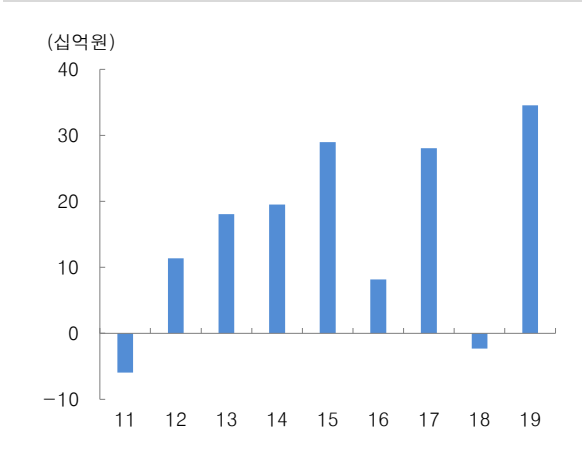
자료: 현대렌탈케어, 대신증권 Research Center

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

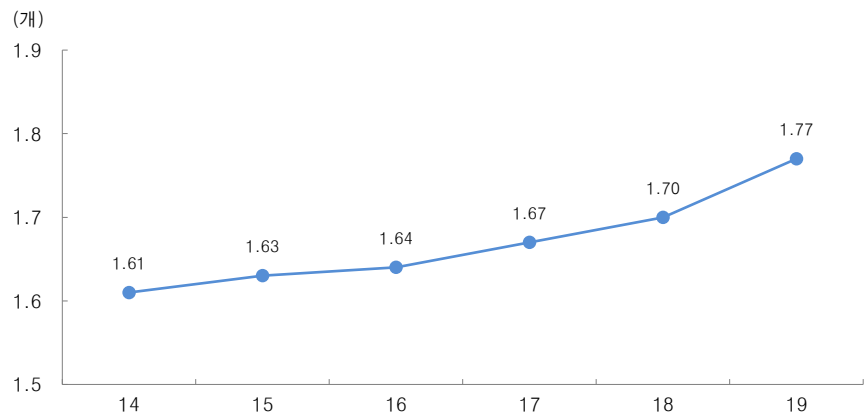
Point 2. PPC 상승 + 신규 고객 유치로 인한 안정적 성장 전망

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

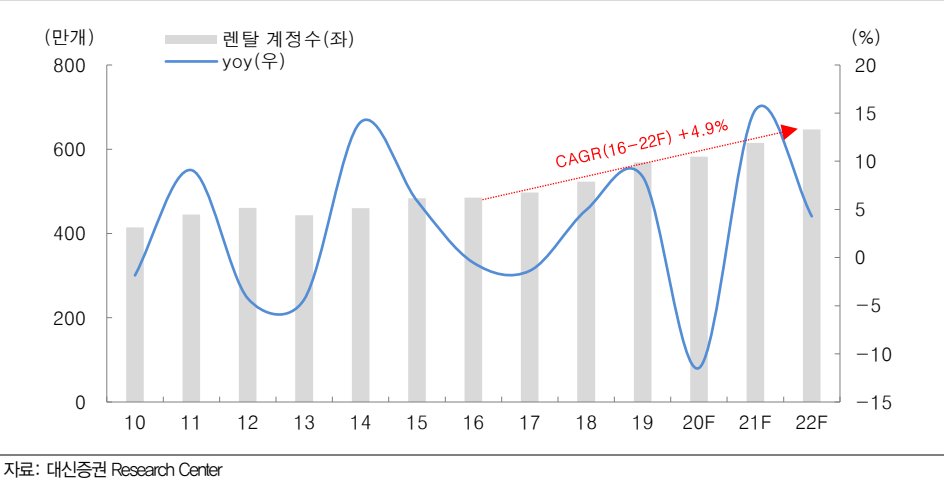


그림 99. 국내 렌탈 판매량은 CAGR(16-22F) 3.0% 증가할 것으로 전망

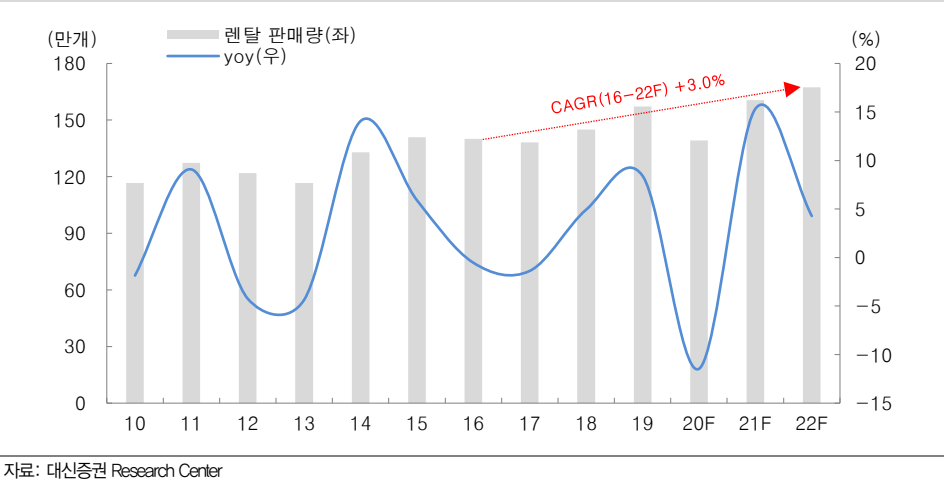


표 21. PPC 효과를 제거한 렌탈 계정수 증대 효과 (단위: 만개, 개, 만가구, %)

	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.

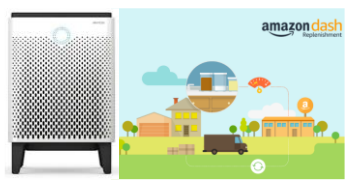
동사는 2015년 렌탈 업계 최초로 IoT 기술을 도입하였으며, IoT 가전 시장에서 선도적 입지를 구축 중이다. 경쟁사들의 제품들이 사용자가 미리 설정해 놓은 조건에 맞춰 작동하는 것에 그치는 것과 달리, 동사는 빅데이터 분석을 통해 사용자가 필요한 것을 미리 파악하여 스스로 제공하는 차별화된 서비스를 제공하고 있다. 예컨대 ‘액티브액션 공기청정기 IoCare’는 실시간으로 공기 환경을 모니터링하고 오염 상황을 미리 예측하여 오염도가 올라가기 전에 공기청정기를 가동한다. 미국에서 출시한 공기청정기 ‘에어메가’는 DRS 서비스를 통해 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 사용료는 현재의 1.77개에서 급속도로 확대될 가능성이 매우 높다.

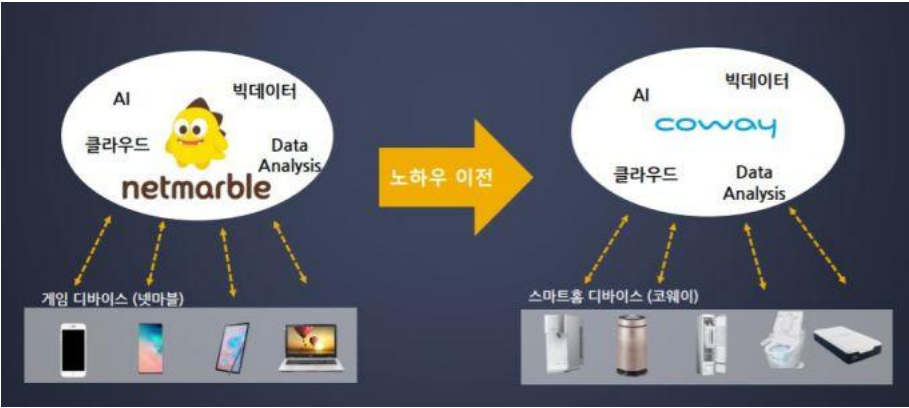
동사는 IoT 결합 제품들의케어솔루션을 ‘Coway IoCare’ 앱을 통해 통합하여 제공 중이며, IoT를 결합한 렌탈기기 및 플랫폼에 대한 개발은 향후에도 가속화될 가능성이 높아 보인다. 다만 현재 동사가 제공하는 렌탈 가전의 스마트 기능은 개별 기기에 한정되어, 기기간 상호호환은 이뤄지지 않은 상태다. 디바이스 간의 호환성을 확보할 때까지 당장의 스마트홈 구현은 어려우나, 렌탈 기기간의 네트워크화가 이뤄질 시 이로 인한 신규 시장의 기회는 이미 관리계정수 1위로 시장 지배력을 장악하고 있는 동사에게 집중될 가능성이 크다고 판단한다.

표 22. 코웨이 대표 IoT 제품들 및 기능

제품명	제품사진	주요 기능
마이한샘 정수기 loCare (CHP-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

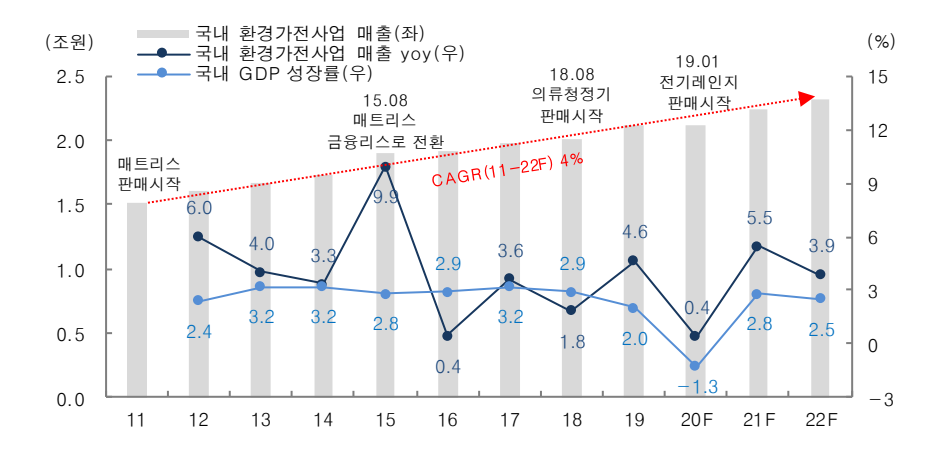
Ponint4. 안정적 포트폴리오(feat. 국내 환경가전만으로도 성장여력 有)

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 의류정청기, 전기레인지 등 신가전 렌탈 품목을 추가하며 사업영역을 꾸준히 확대 중이다.

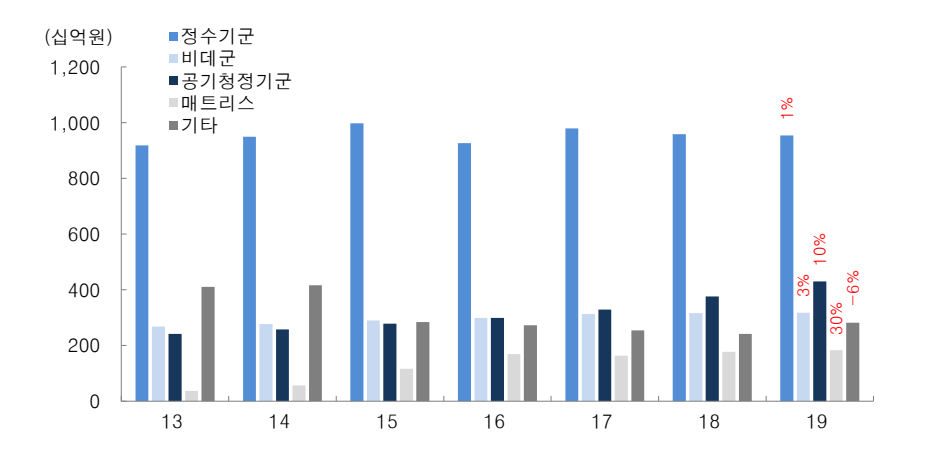
다변화된 포트폴리오를 바탕으로 동사의 국내 환경가전사업은 국내 시장의 저성장 불황 국면에서도 GDP 성장률을 상회하는 성장세를 지속해왔다. 2020년, 2021년, 2022년 역시 당사가 추정하는 GDP 성장률을 각각 1.7%p, 2.7%p, 1.4%p 상회하며, CAGR(19-22F) 3.2%의 성장세를 지속할 것으로 전망한다. 이는 1) 코로나19로 높아진 위생에 대한 관심도 및 집에서 체류하는 시간의 증가 등으로 인해 환경가전제품에 대한 수요가 증가하고 있고, 2) 특히 관리 서비스에 대한 수요 증가로 매트리스 등 홈케어 제품군 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



주: GDP 성장률은 당사 추정치 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 102. 환경가전사업 품목별 매출액 추이



주: 빨간색 숫자는 13-19 연평균 성장률 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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 점유율로 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.

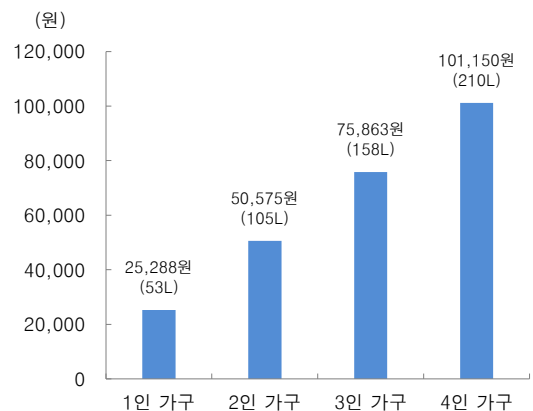
1) 통계청이 추정한 2030년 1인 가구수 740만 가구의 30%가 정수기를 사용하고, 월 렌탈료를 25,000원(생수보다 가격이 낮아야 구매로 이어질 것)으로 가정 2) 현재 1인 가구수 약 600만 가구의 정수기 보급률 5%(코웨이의 전체 계정에서 20대 가입자는 약 5%) 가정 시, 연환산 매출액은 5,800억원((740만가구X0.3-30만가구)X25,000원X12개월)으로 추정된다. 코웨이의 시장 점유율이 유지된다고 가정 시, 코웨이의 성장분은 약 2,000억원(35% 시장 점유율 가정)으로 정수기 제품군에서만 약 20%의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

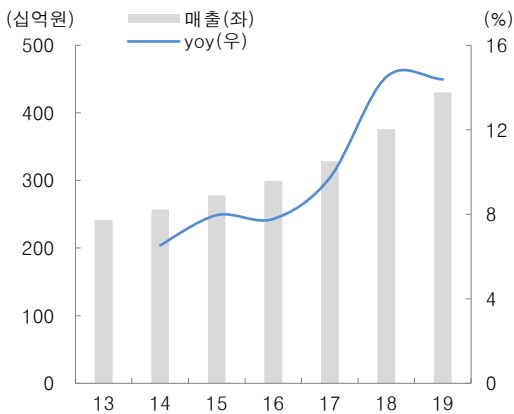
2) 공기청정기, 미세먼지 수혜주

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.

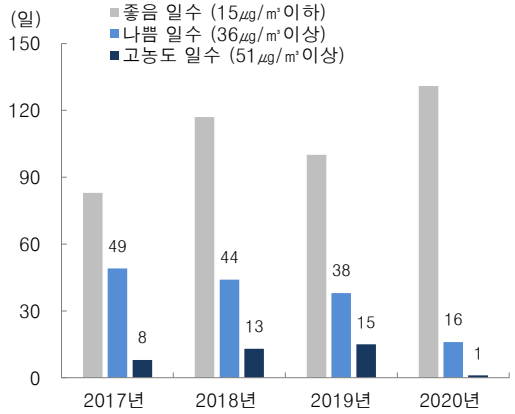
2021년 공기청정기 매출은 증가할 것으로 전망하는데, 1) 미세먼지와 B2G 물량으로 인한 기저 부담이 사라지고 2) 코로나19 여파 등으로 실내 공기질 관리에 대한 관심은 실질적으로 증가했다고 판단되고 3) 2018년 판매한 공기청정기 렌탈 제품의 의무사용기간(3년)이 2021년부터 도래하기 시작하며, 재렌탈 수요로 인한 판매량이 증가할 것으로 예상(렌탈 판매의 경우 의무사용기간이 지나면 위약금 부담이 사라지기 때문에 의무사용기간 도래 이후 신제품으로 재렌탈하는 비율이 상승)하기 때문이다.

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.

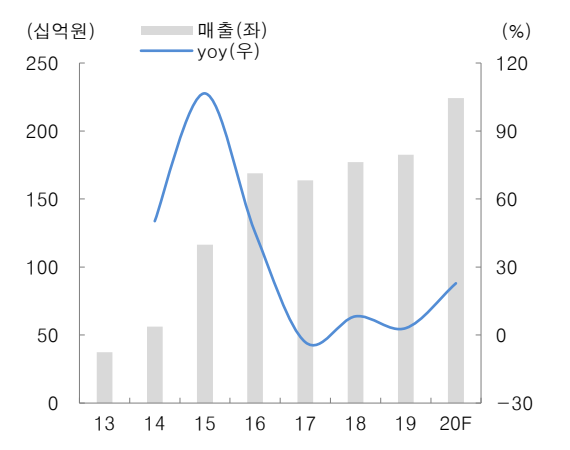
1) 코로나19로 위생, 청결에 대한 관심도가 높아지면서 케어 서비스에 대한 수요가 점진적으로 높아질 것으로 전망하는 점 2) 동사의 홈케어 서비스 인력은 약 1,300여명으로 인건비 측면에서 경쟁사들이 단기간에 구축하기 힘든 관리 서비스 네트워크 조직을 형성하고 있는 점 3) 통계청에 따르면 국내 가구수가 2047년 2,230만 가구까지 증가(Q↑)할 것으로 추산되는 점 4) 특히 전체 가구수의 37%를 차지할 것으로 추정되는 1인 가구의 경우 이사를 자주 다니는 특성 상 침대 등 큰 가구를 옮겨다니기 쉽지 않아 렌탈의 효용성이 높은 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 위생
		
4. 사이드 엣지 클리닝	5. 매트리스 클리닝	6. UV 살균
		
7. 진드기패치 교체	타사 매트리스 오염도 체크	케어가드 교체 서비스
		

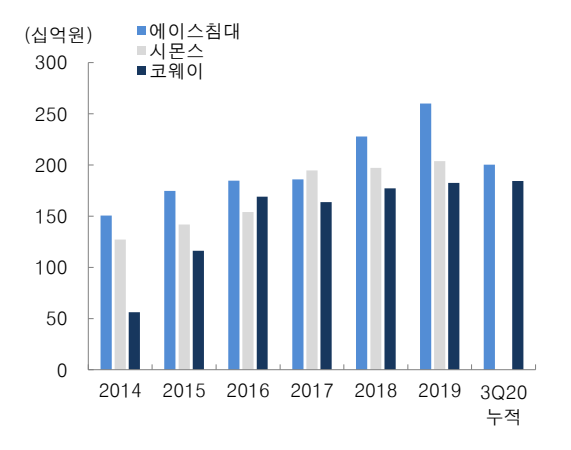
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 107. 코웨이 매트리스 매출(성장률) 추이



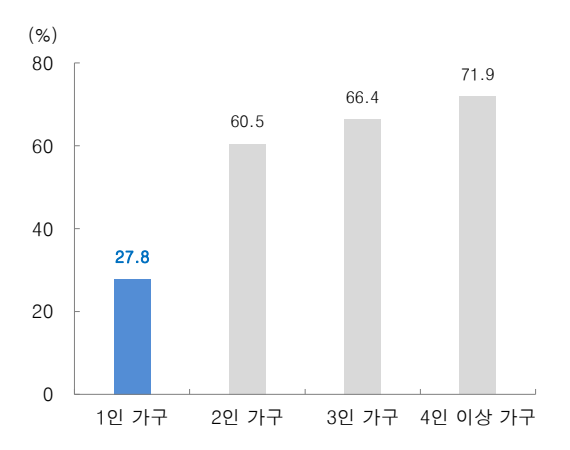
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 108. 침대시장 Top 3 player 매출액



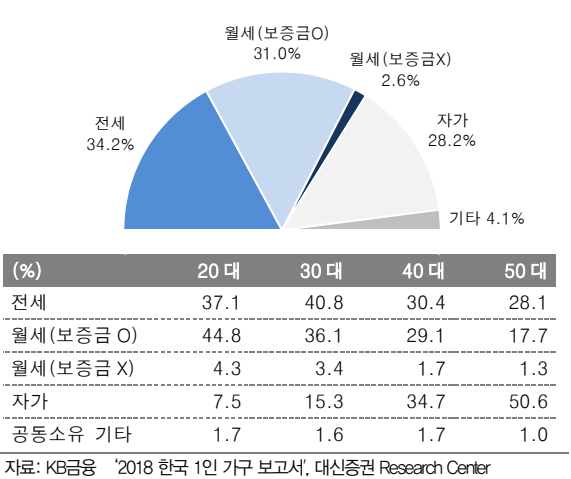
주: 시몬스는 감사보고서만 발표
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

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

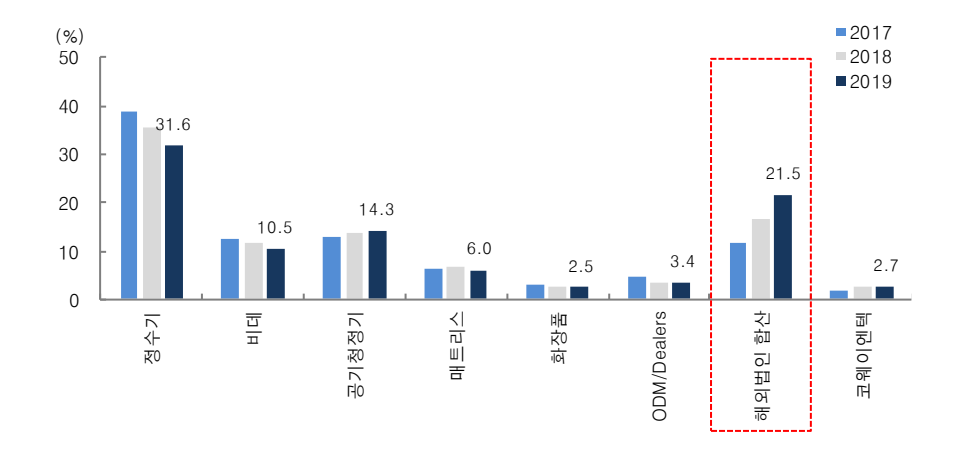
Point 5. 해외 시장에서의 성장성

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.

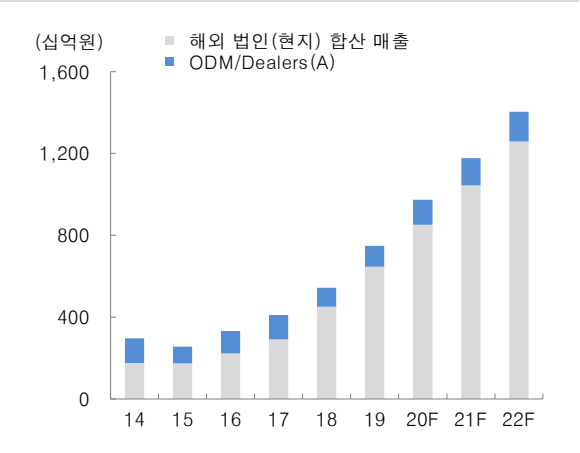
동사는 총 6개(말레이시아, 미국, 태국, 중국, 인도네시아, 베트남)의 해외 법인을 보유하고 있으며, 말레이시아와 미국 법인이 중심을 이루고 있다. 전체 해외 법인에서 두 법인이 차지하는 매출 비중은 96.2%에 달한다. 두 법인의 매출은 각각 연평균(19~22F) 26%, 23%씩 빠른 성장세를 이어가며, 해외법인 합산 매출액과 영업이익은 각각 CAGR(19~22F) 25%, 30% 성장할 것으로 전망된다.

그림 111. 해외 법인은 성장을 견인하는 열쇠



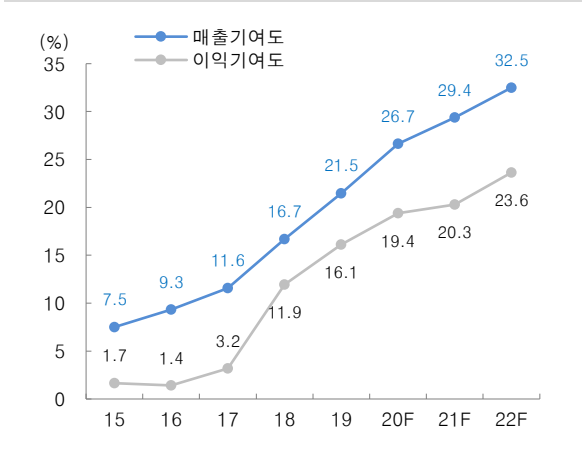
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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 영업을 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.

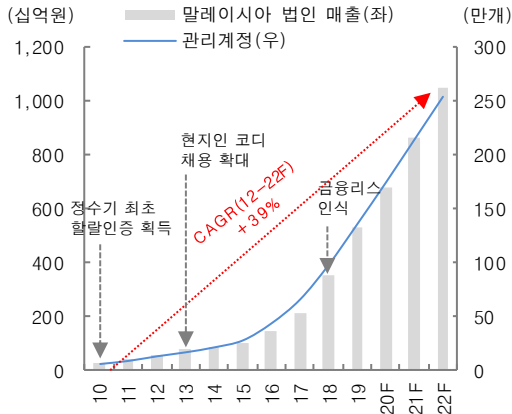
표 25. 말레이시아 법인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 만개, 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	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

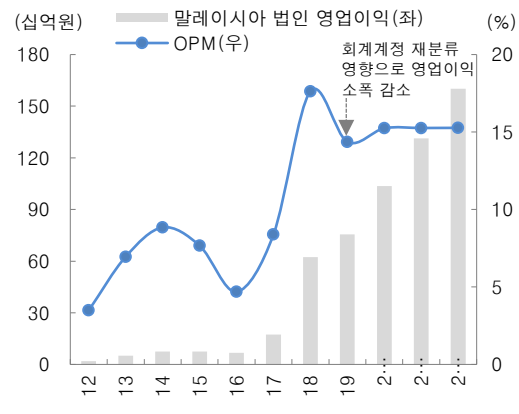
자료: 대신증권 Research Center

그림 114. 말레이시아 매출액 및 관리계정 추이



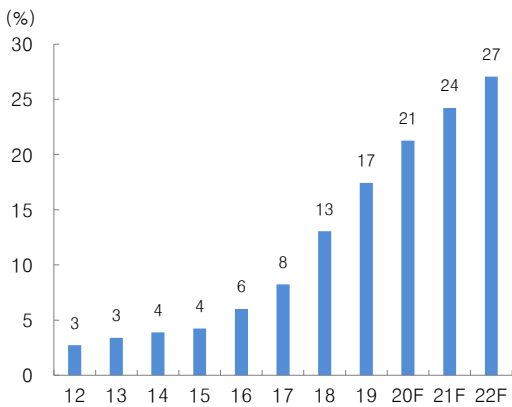
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 115. 말레이시아 영업이익(OPM) 추이



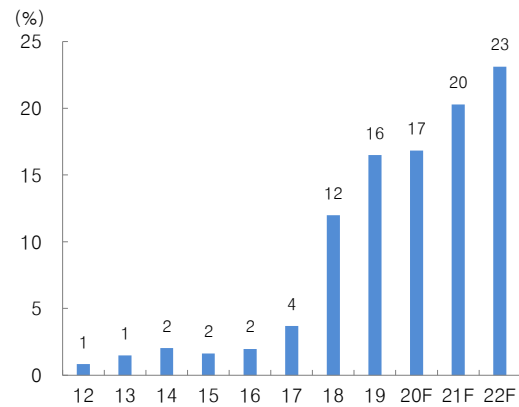
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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.

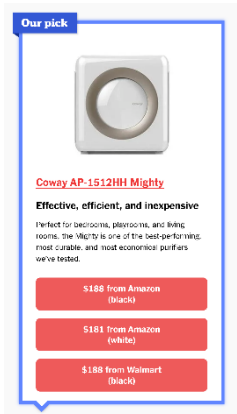
동사의 공기청정기는 아마존과 협업한 인공지능 제품으로 미국 시장에서 높은 인지도를 확보하고 있다. 동사는 2017년 미국 시장에서 공기청정기 최초로 아마존 인공지능 플랫폼 알렉사를 연동한 서비스를 시작하였다. 2018년에는 아마존의 소모품 자동 배송 시스템인 DRS 서비스를 시작하였고, 올해 초에는 DRS의 3세대 버전인 DART를 연동한 서비스를 선보였다. 이는 알렉사를 통해 공기청정기 필터 수명을 확인하고, 간단한 음성 명령을 통해 주문까지 한 번에 가능한 서비스다.

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 상당하기 때문이다.

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

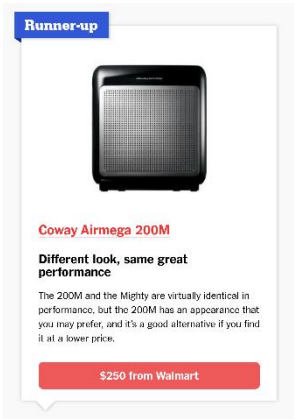
아마존을 통한 공기청정기 온라인 판매가 확대되면서 미국 법인 매출은 2018년, 2019년 각각 23.8%, 20.9% 성장률을 기록했다. 올해 2분기에는 영업이익률이 처음으로 두 자릿수를 기록하였고, 3분기에는 미국 서부 산불로 공기청정기 판매가 급증하며 매출 성장률이 130.7%에 달했다. 실제로 한국의 미국으로의 공기청정기 수출금액은 2017년을 기점으로 고성장하여 CAGR(16-19) 45%를 기록했고, 올해 9월 누적 기준 성장률은 yoy 45.4%에 달했다. 내년의 경우 올해의 기저 부담으로 매출 성장률이 7.7%에 그칠 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



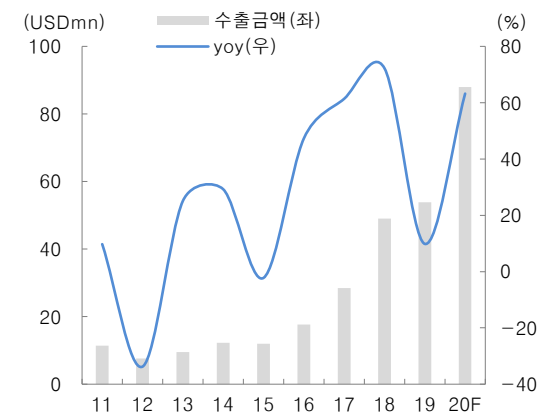
자료: Wirecutter, 대신증권 Research Center

그림 119. 아마존 공기청정기 사진



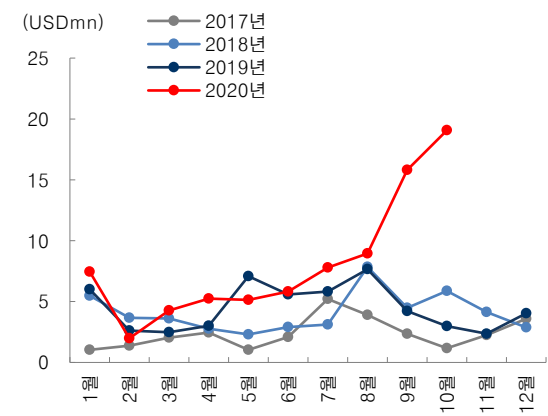
자료: Wirecutter, 대신증권 Research Center

그림 120. 한국의 미국 공기청정기 수출(1)



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

그림 121. 한국의 미국 공기청정기 수출(2)



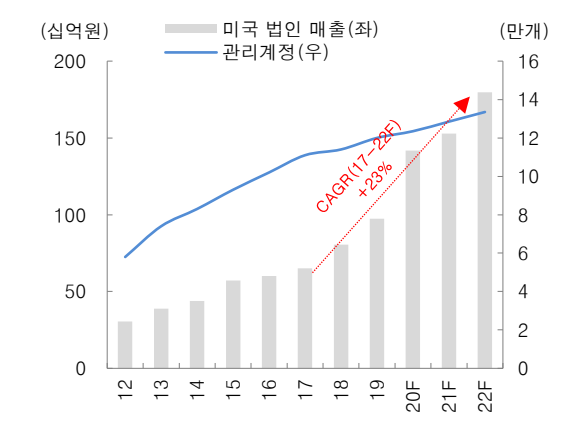
주: HS code 8421391000 기준
자료: 한국무역협회, 대신증권 Research Center

표 26. 미국 법인 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %, 만개)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	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

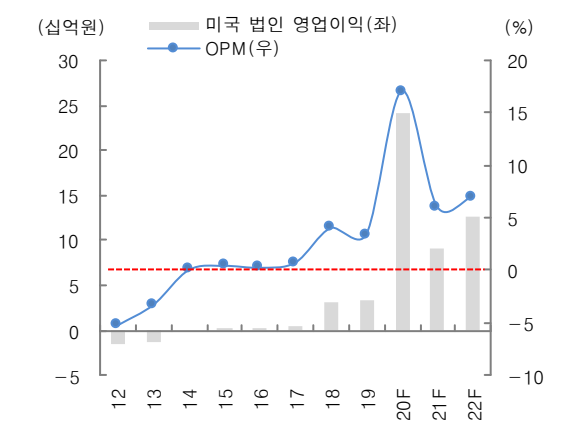
자료: 대신증권 Research Center

그림 122. 미국 매출액 및 관리계정 추이



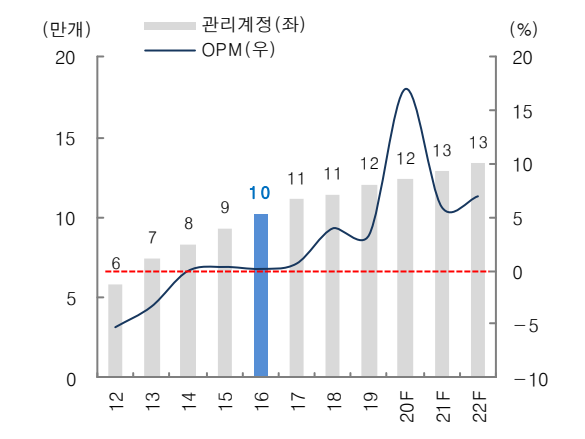
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 123. 미국 영업이익(OPM) 추이



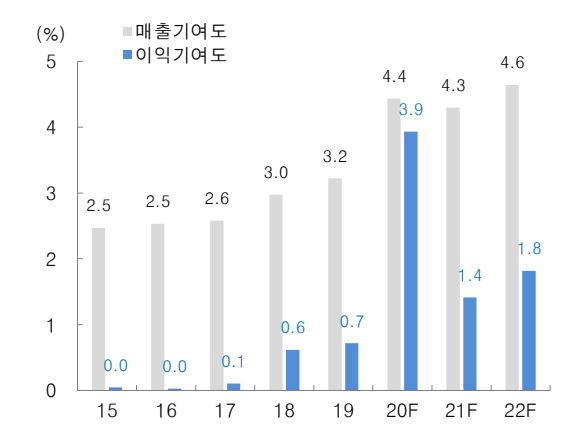
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 124. 관리계정 10만개 이상의 이익 창출 구간



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 125. 미국 매출/이익 기여도 추이



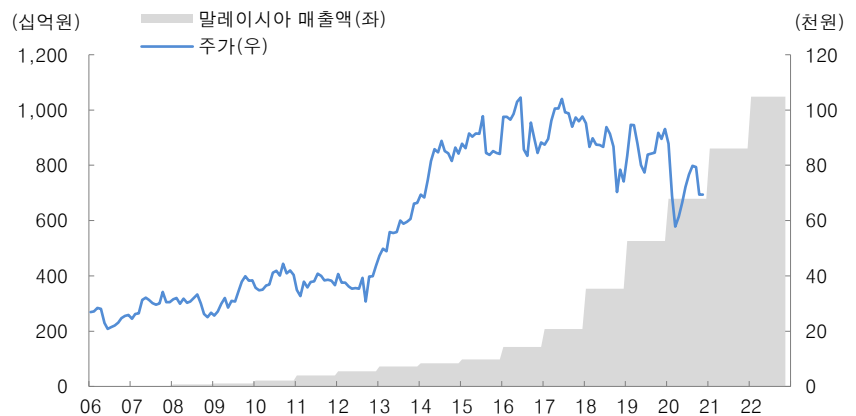
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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.

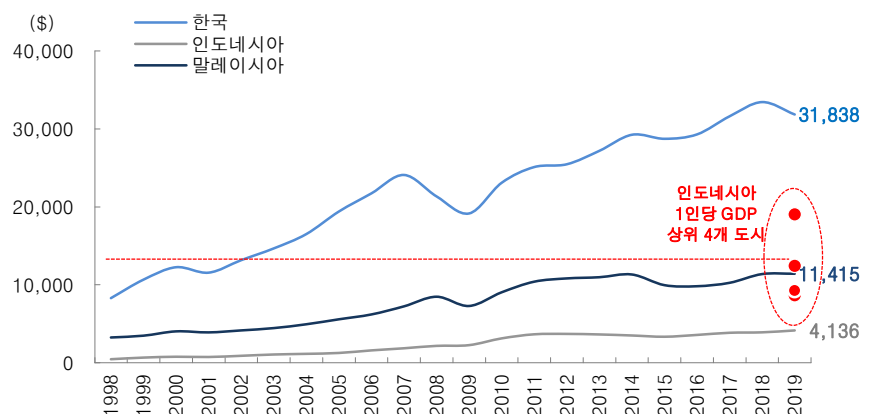
말레이시아 법인의 경우 2006년 설립 직후 분기 당 매출액 약 2억원에서 10억원 수준으로 성장, bep 달성 시 까지 5-6년이 소요된 바 있다. 인도네시아 시장에 자리잡기까지 소요되는 기간은 말레이시아와 비슷할 것으로 전망하는데, 인도네시아 역시 과거 말레이시아와 같이 처음으로 렌탈 시스템을 도입한다는 점에서, 지역 사회 내에서 새로운 소비 시스템으로 자리매김하기까지 장기간의 시간이 소요될 것으로 예상하기 때문이다. 하지만 인도네시아의 큰 시장규모, 중산층의 확대 가능성, 낮은 가전 보급률 등을 고려할 때 중장기적으로 높은 성장이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

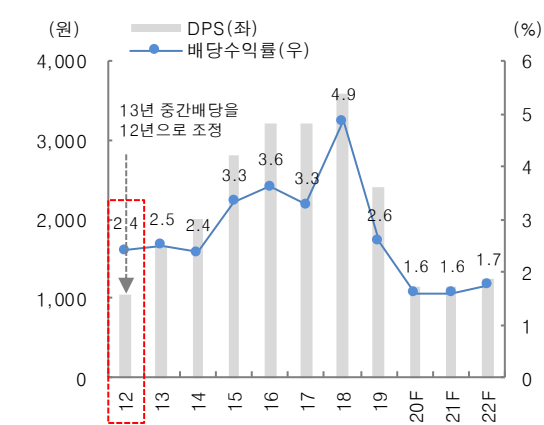
재무구조 개선을 통한 중장기적 성장성 기대

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 1회의 기말배당을 시행한다고 발표한 바 있다. 이에 따라 주당배당금은 2020년, 2021년 각각 1,150원으로 감소할 것으로 예상하며 이에 따른 배당수익률은 1.6%로 환산된다.

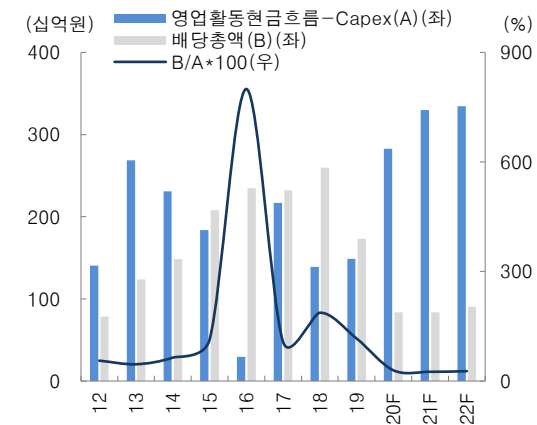
MBK 파트너스가 대주주인 당시, PEF에 의한 경영 특성상, 평균 배당성향 약 70%를 기록하며, 배당주로서의 투자 모멘텀을 견비하기도 하였다. 하지만 FCF를 넘어서는 배당금 지급으로 부채비율은 2019년 165%까지 증가했다. 향후 2년 간 재무구조 개선에 주력함으로써 배당주로서의 투자 모멘텀은 감소하겠으나 1) 배당 재원으로 활용됐던 단기 차입금이 감소하며, 2) 부채 비율은 지난해 165%에서 2022년 62%까지 감소, 3) 2022년 순현금 포지션으로 전환할 것으로 기대된다. 재무구조 개선을 통한 중장기적 성장성과 아울러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

그림 128. DPS 1,150원, 배당수익률 1.6% 전망



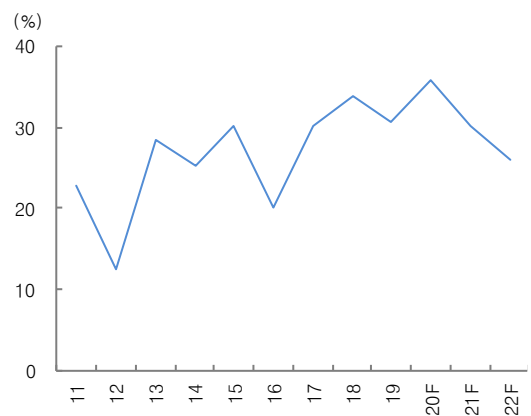
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 129. 배당성향 및 FCF 대비 배당액



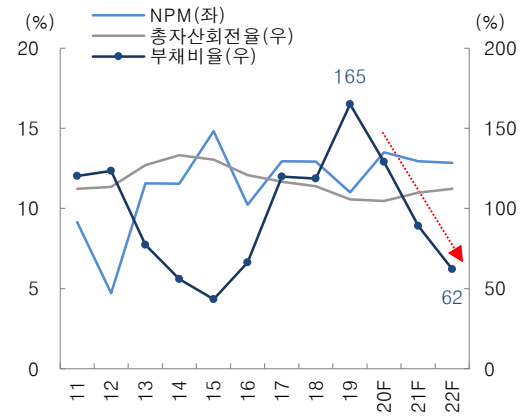
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 130. ROE 추이



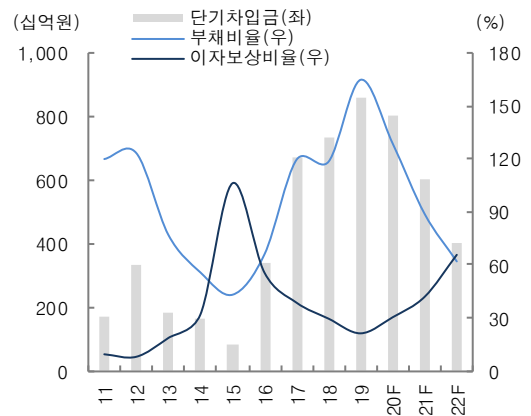
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 131. ROE Decomposition



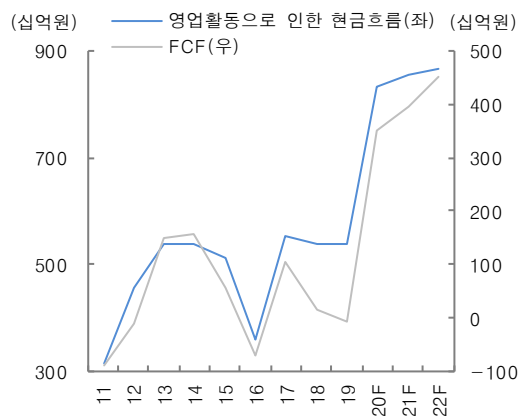
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 132. 단기차입금 및 이자보상비율 전망



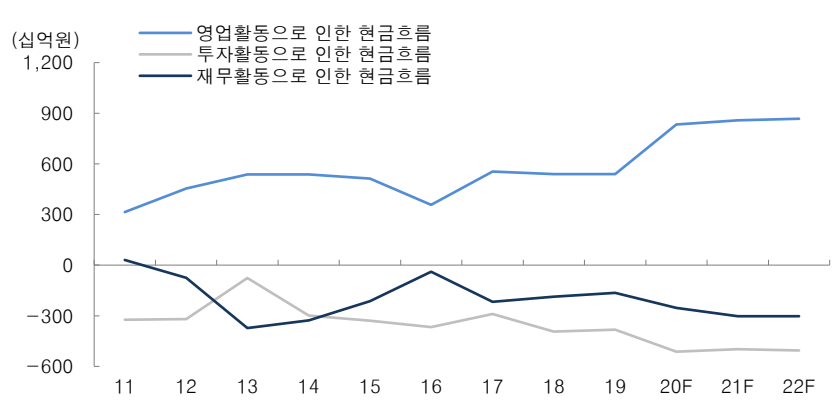
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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

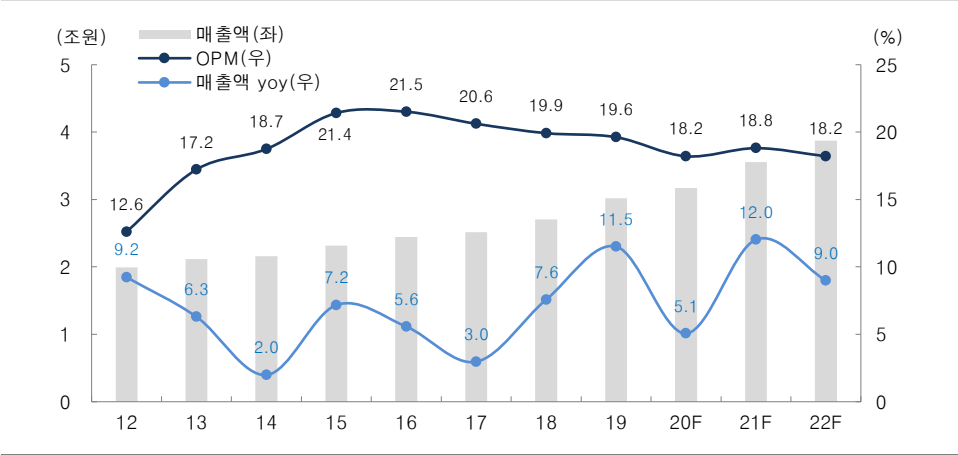
주: 음영 친 부분은 일회성 요인으로 인한 영향 제거 전
자료: 대신증권 Research Center

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

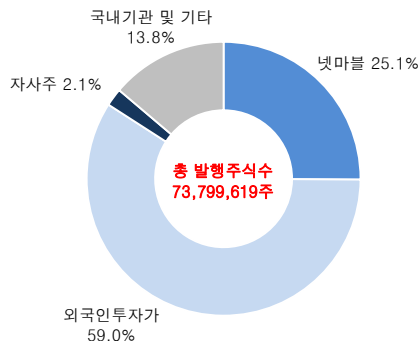
국내 1위 렌탈 사업자

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 자원 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), 올빛(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.

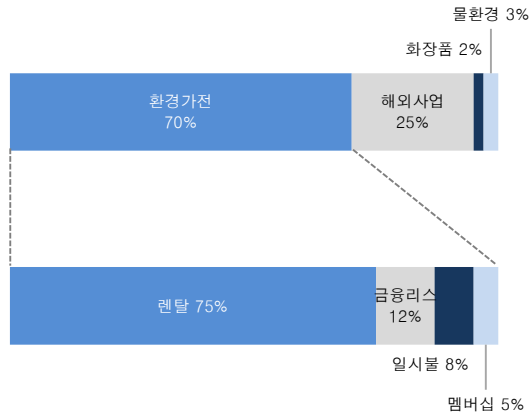
멤버십 프로그램은 렌탈 계약기간 종료 후 소유권이 이전된 고객 또는 일시불 구매 후 서비스를 받고 싶어하는 고객들을 대상으로 관리 서비스를 제공하는 것이다. 환경가전 내 멤버십 매출 비중은 노후계정의 재렌탈 전환 노력으로 하향안정화 추세를 보이는데, 이는 전체 ARPU 증가에 긍정적인 요소로 작용한다. 멤버십 ARPU는 약 14,000원으로 렌탈(약 27,000원)의 절반 수준이기 때문이다.

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

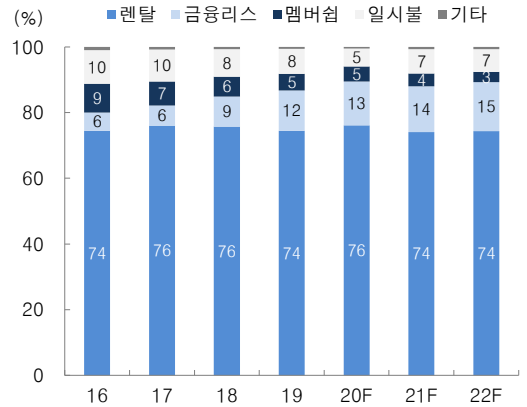
해외법인향 매출의 경우 현지 시장 상황에 따라 판매 형태별 비중이 상이하다. 말레이시아의 경우 렌탈 매출이 대부분을 차지하는 반면, 미국은 시판(일시불) 매출이 약 35%를 차지하고, 태국은 일시불 매출이 대부분을 차지한다.

그림 137. 매출 구성



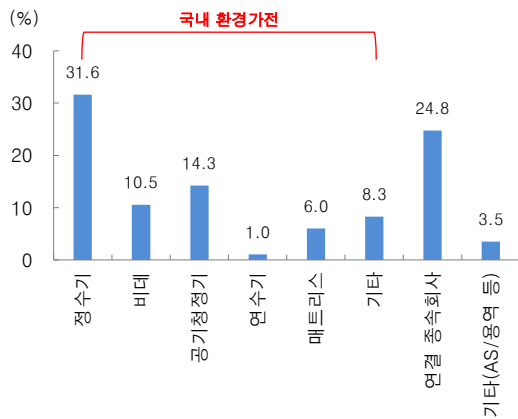
주: 2019년 연결 기준 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 138. 국내환경가전 내 판매형태별 매출 비중 추이



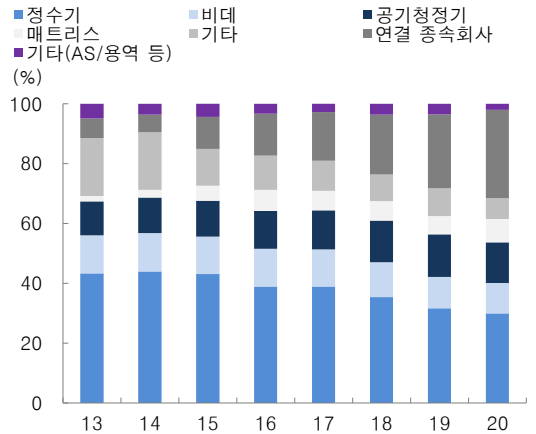
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 139. 전체 매출 내 품목별 매출 구성(1)



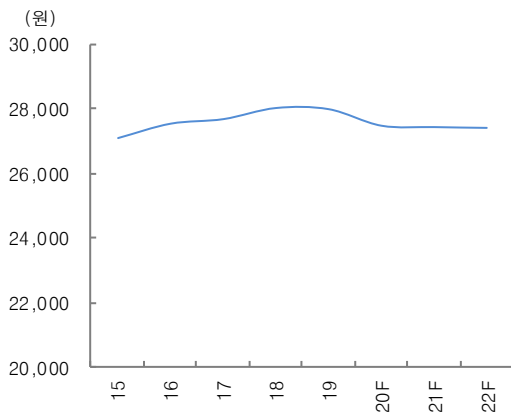
주: 2019년 연결 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 140. 전체 매출 내 품목별 매출 구성(2)



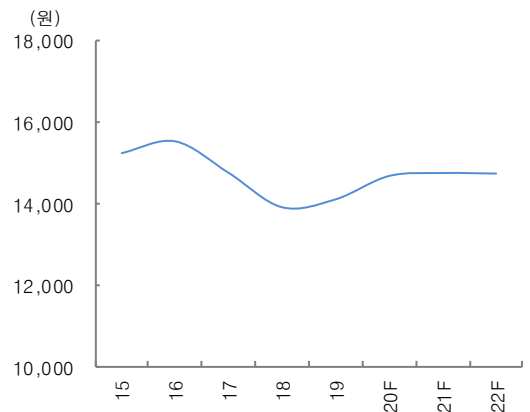
주: 2020년은 1~3분기 누적 매출액 기준
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 141. 렌탈 ARPU 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 142. 멤버십 ARPU 추이



자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

영업 흐름

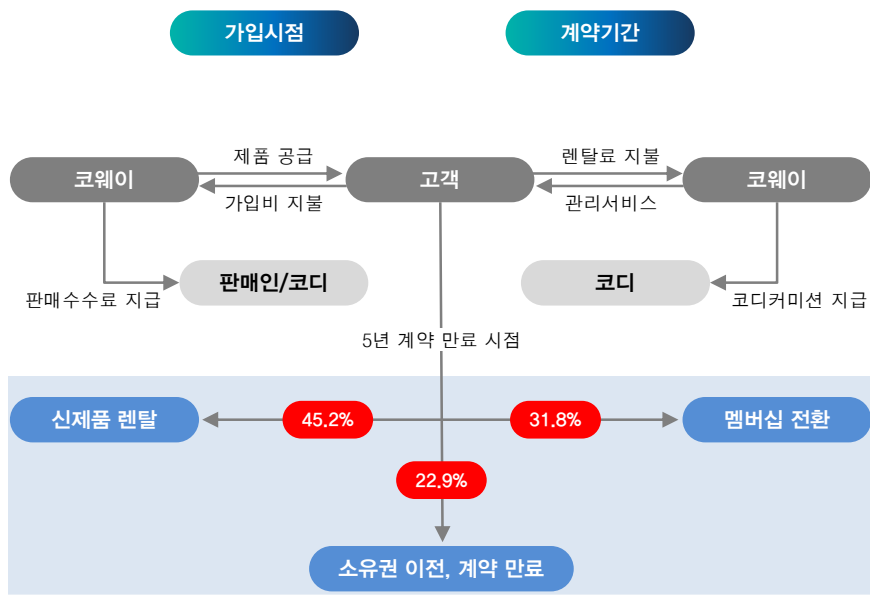
소비자는 처음 렌탈 계약에 가입할 시 렌탈 등록비를 선택할 수 있는데, 등록비를 높게 선택할 수록 월 렌탈료는 낮아진다. 렌탈 판매의 기본 계약기간은 5년이며, 중도에 계약을 해지할 경우 의무사용기간 내 잔여 월 렌탈료의 10%에 해당하는 금액을 위약금으로 납부하게 된다. 예를 들어 ‘코웨이 나노직수 정수기 모노(CHP-6201N)’를 렌탈(의무사용기간 3년)로 구매 시, 등록비 10만원 기준 렌탈료는 31,900원이지만 등록비 5만원, 0원 기준 렌탈료는 각각 33,400원, 34,900원으로 높아진다. 제품 사용 12개월 후 계약을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

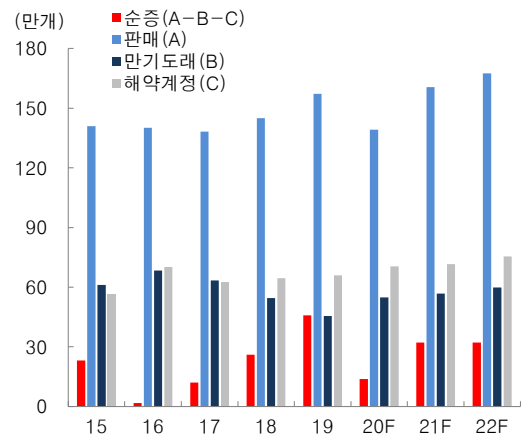
2) 한편 PPC 증가 못지않게 중요한 부분은 신규 가입으로 인한 고객 유치인데, 이는 고객 기반이 넓어짐을 의미하기 때문이다. 전체 계정수에서 가구당 중복 제품 사용수를 나누어 동사가 관리하고 있는 가구수를 파악할 수 있는데, 동사의 렌탈 가입 가구수는 2016년, 2017년 1.8%, 1.0% 감소하다 2018년 (+)로 전환되어 지난해에는 2.3% 성장률을 기록하였다. 이는 렌탈 후발주자들의 저가 공세로부터 동사가 자유로울 수는 없지만, 동사의 ARPU는 경쟁사 대비 약 20% 높은 수준으로, 프리미엄 이미지를 통한 확고한 고객 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

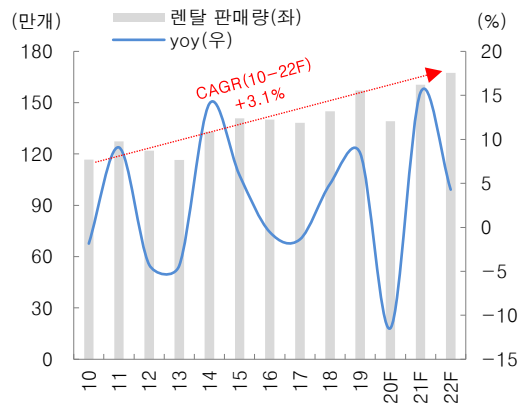
해약계정: 성장 측면에서는 렌탈 판매량 증가가 필수적이며, 수익성 측면에서는 해약 계정에 대한 관리가 필수적이다. 렌탈 계정의 중도 해지는 렌탈자산폐기손실 비용을 발생시켜 수익성 악화로 이어지기 때문이다. 동사의 해약률은 2016년 얼음정수기 리콜 사태 당시 최고 1.53%(3Q16)를 기록한 이후 꾸준히 하향안정화되어 평균 1% 수준에서 관리되고 있다. 올해 1분기 코로나 바이러스 및 AS 지연 등의 이슈로 해약률이 1.11%까지 치솟기도 했지만, 해약률에 대한 지속적인 관리로 2, 3분기 해약률은 각각 1.04%, 0.94%까지 감소하였다.

그림 144. 순증수=판매량-해약계정-만기도래 계정



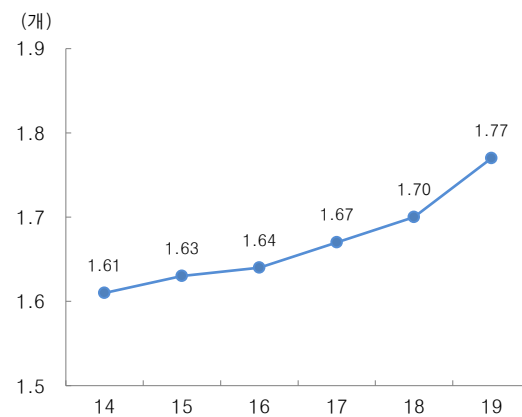
주: 국내 환경가전 / 자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

그림 145. 판매량은 꾸준한 성장세 지속 중



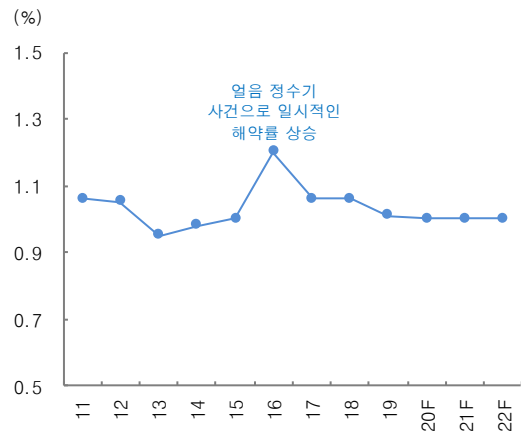
자료: 코웨이, 대신증권 Research Center

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. 운용리스로 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 재산성은 기본적인 밸류 드라이버로 이어진다. 재산성을 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

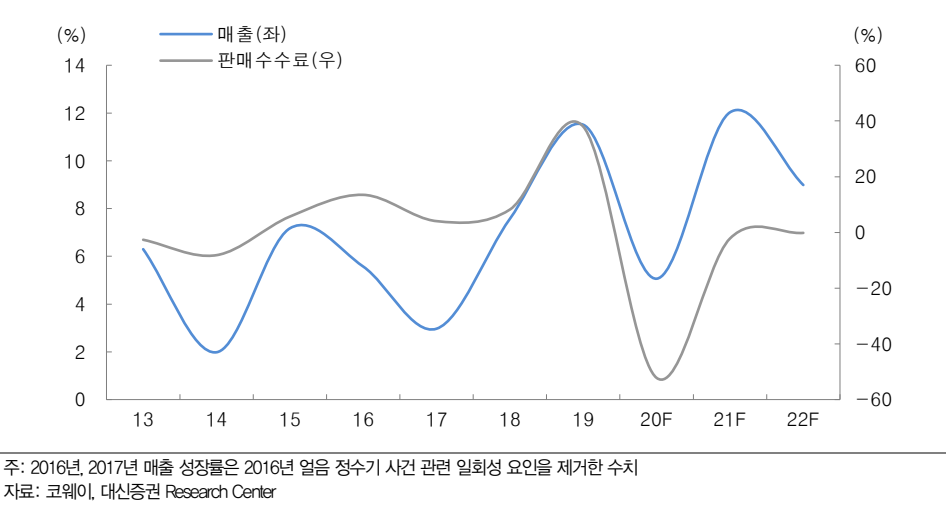


그림 149. 렌탈자산폐기손실 비율은 약 3% 수준으로 증가할 것으로 전망되나,

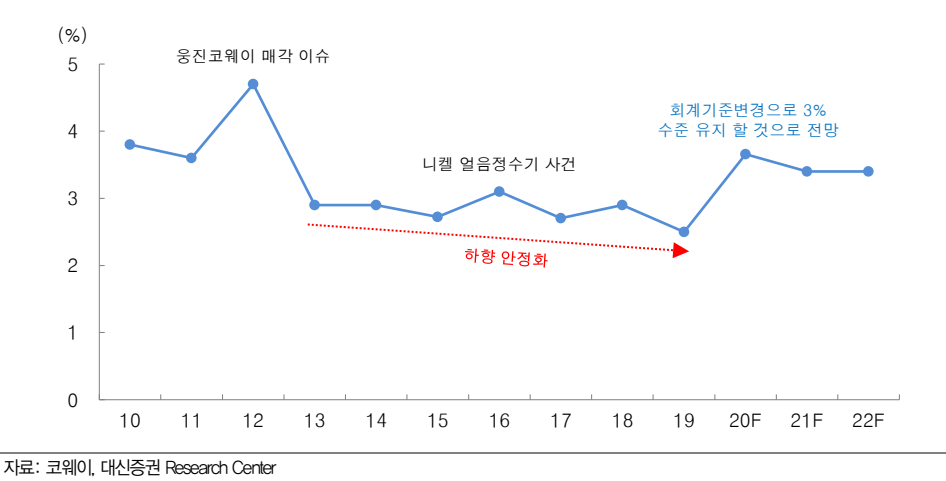
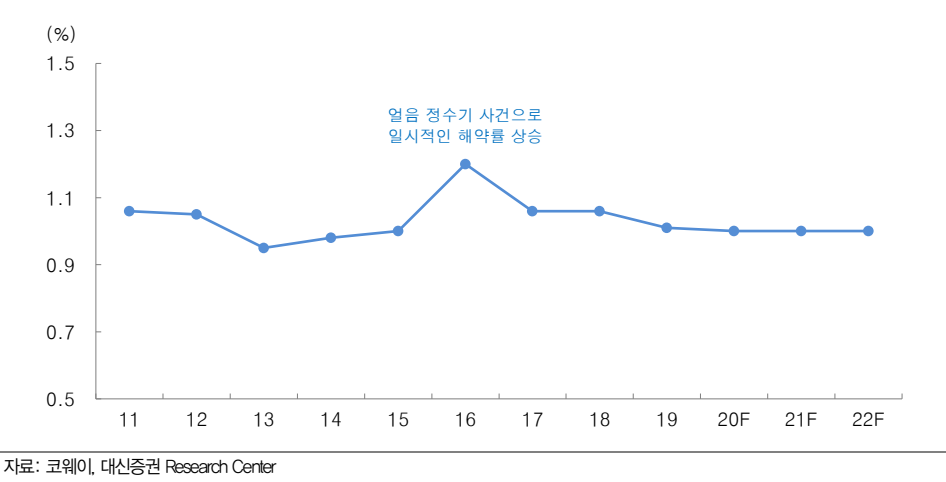


그림 150. 해약률은 1% 수준에서 안정적으로 관리 중



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

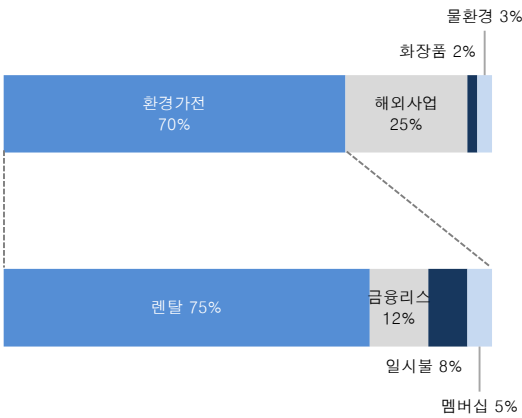
- 1989년 설립된 환경가전 전문기업. 관리계정 812만개를 보유한 국내 1위 렌탈 사업자
- 최대주주는 넷마블로 동사 지분 25.08% 보유, 외인 지분율은 약 60%에 달함
- 말레이시아, 미국 등 총 6개 해외법인 보유
- 자산 3조 811억원, 부채 1조 6,530억원, 자본 1조 4,281억원

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

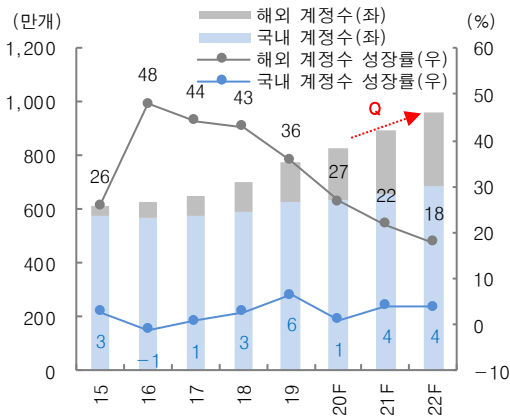
매출 구성



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

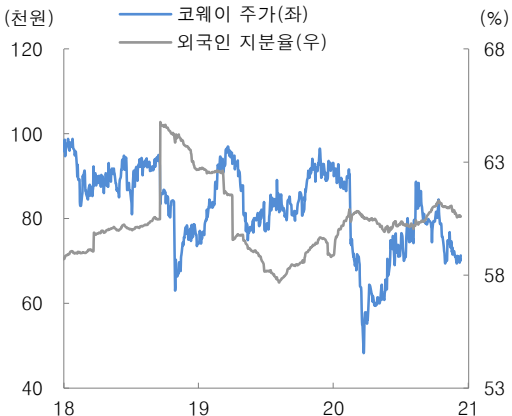
2. Earnings Driver

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
비배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	350	333	432	461	498
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	344	330	431	460	497
비배지분포괄이익	0	-1	0	0	0
지배지분포괄이익	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
CFFPS	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
자배지분	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
비자배지분	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