



쿠쿠하세요 아니쇼. 쿠쿠렌탈하세요~!

1. 왜 지금 동사에 투자하는가?
2. 기업 분석
3. 투자포인트 1: 국내시장, 새로운 국면에 진입했다.
4. 투자포인트 2: K-POP 을 넘은 K-렌탈의 시대!
5. 쿠쿠홈시스 VS LG 전자, SK 매직, 코웨이
6. Valuation: Peer P/APs Method

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	418,792	663,714	786,635	245,523	222,465	226,156	230,059	924,203	1,088,906
매출액 YoY (%)	-	58.5%	18.5%		-9.4%	1.7%	1.7%		18%
매출원가	159,133	246,479	289,528	95,622	71,070	79,438	99,132	345,262	406,791
매출총이익	259,658	417,235	497,107	149,902	151,394	146,718	130,927	578,941	682,115
GPM (%)	62.0%	62.9%	63.2%	61.1%	68.1%	64.9%	56.9%	62.6%	62.6%
판매비와관리비	192,135	296,602	361,271	100,426	100,426	100,426	100,426	401,705	440,716
영업이익	67,524	120,632	135,836	49,475	50,968	46,292	30,501	177,236	241,398
OPM (%)	16.1%	18.2%	17.3%	20.2%	22.9%	20.5%	13.3%	19.2%	22.2%
기타수익	17,815	24,644	33,013	2,393	2,393	2,393	2,393	9,573	9,573
기타비용	36,221	40,007	58,806	5,156	5,156	5,156	5,156	20,624	21,203
금융수익	1,197	1,859	3,905	967	967	967	967	3,867	4,194
금융원가	2,773	2,378	2,011	308	308	308	308	1,233	1,233
법인세차감전순이익	47,542	104,750	111,937	47,371	48,864	44,187	28,397	168,818	232,729
법인세비용	9,362	24,870	25,353	9,559	13,178	0	0	38,237	52,712
당기순이익	38,180	79,879	86,583	37,812	35,686	44,187	28,397	130,582	180,017
지배기업소유주지분	34,408	64,835	74,515	43,936	41,465	51,344	32,996	112,381	154,925
비지배기업소유주지분	3,772	15,044	12,068	-6,124	-5,780	-7,156	-4,599	18,201	25,091

Rating

Buy

목표주가: 66,500 원

현재주가: 42,200 원

상승여력: 57.6%

12M 추가추이

시가총액 9,469 억원



Balance sheet data

순자산 5,361 억원
 PBR 1.89 배
 ROE 15.94%

Earning data

PER 12.71 배
 12M EPS 3321 원

주요 주주

쿠쿠홀딩스(주) 40.55%
 구본학(외 2명) 33.05%

SMIC 2 팀

- 42 기 강상헌
- 42 기 박솔우
- 43 기 신승연
- 43 기 최형준
- 43 기 최희창

1. 왜 지금 동사에 투자해야 하는가?

1.1 Intro

“렌탈 사업? 정수기 설치 그거 사양산업 아니야?”

이렇게 생각하는 사람이 많다는 것은, 시장에 사양산업에 대한 우려가 분명히 존재하며 이러한 인식이 동사가 속한 가전렌탈업의 저평가 국면에 영향을 끼친다는 것을 의미한다. 본 보고서는 가전렌탈업에 대한 이러한 시장의 우려에 반론을 제기한다. 반론의 근거를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 현재 성장 여력이 없다고 판단되는 국내 정수기 렌탈시장에서 **변화하는 인구 구조와 트렌드**에 따라 **추가적인 정수기 수요**가 존재한다.

둘째, 기존 정수기를 중심으로 국내 가전렌탈업은 공기청정기, 매트리스 등 **카탈로그를 확대하며 시장의 파이를 확장**하고 있다.

셋째, 국내를 넘어서 **해외**로 국내 가전렌탈업체가 진출하며 폭발적인 성장세를 기록하고 있다.

상기의 근거는 가전렌탈업에 추가적인 업사이드가 분명히 존재한다는 점을 시사한다. 첫번째와 두번째 근거는 국내 가전렌탈업의 구조적인 성장을, 세번째 근거는 해외 시장의 성장을 나타내고, 따라서 본 보고서는 동사가 가전렌탈업의 Q 성장의 가장 큰 수혜를 입을 기업이라는 점을 증명한다. 달라지는 산업의 동향에서 가장 선방할 수 있는 특징을 갖고 있기 때문이다.

그렇다면 동사가 가전렌탈업에서 어떠한 입지에 있는지 설명하기에 앞서 우선 **국내 가전렌탈업, 특히 기존 정체된 산업이라고 생각되었던 정수기 렌탈시장의 구조적인 성장의 근거를 확인하고, 취급 품목 확대 + 해외 시장의 성장으로 인한 구조적 성장을 확인**해볼 것이다.

1) 식수 시장, 생수 VS 정수 → 정수의 성장은 이제!

정화된 물에 대한 수요는 증가중

국내의 식수 시장이 무한히 커질 수 없다는 것은 모두가 아는 사실이다. 경제가 성장하고 아무리 수질이 좋아지더라도 국민 1인당 물 섭취량은 정해져 있고 대한민국의 국민 수는 이제 감소하기 시작했기 때문이다. 다만 깨끗한 물에 대한 수요와 건강에 대한 관심 증가, 수돗물 위생 이슈등으로 생수 및 정수를 비롯한 **정화된 물에 대한 수요는 꾸준히 증가중이다.**

생수 시장, 정수(기) 시장으로 양분된다

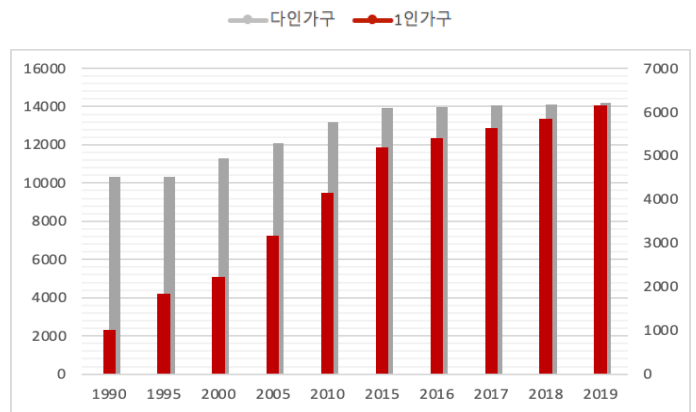
이러한 정화된 물에 대한 수요를 충족하는 데에는 크게 두 가지 방법이 있다. 삼다수와 아이시스와 같은 1) **생수(Bottled water)**를 사 마시는 방법이 한 가지 있고, 2) **정수기를 설치하여 정수(Purified water)**를 받아 마시는 방법이 한 가지 있다.

그림 1-1. 식수: 생수 OR 정수



출처: SMIC 2 팀

그림 1-2. 국내 1인가구, 다인가구 수 추이 (단위: 가구)



출처: 통계청, SMIC 2 팀

1인가구 증가의 수혜를 받은 생수 시장

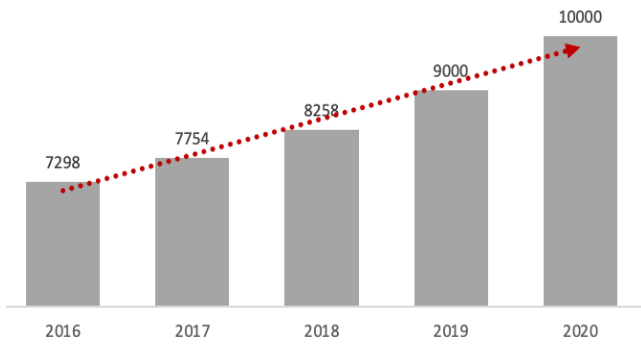
이러한 식수 시장에서 주목할 부분은 **1인가구의 꾸준한 증가**로 인한 인구 구조의 변화이다. 인구 수는 정체이지만 1인가구가 같은 소형 가구의 증가로 총 가구 수 증가는 증가하는 사회 구조적 트렌드는 식수 시장에서 **생수 시장의 편이었다.** 기존 평균 3 만원에 이르렀던 정수기 렌탈비용보다는 온라인으로 생수를 사서 마시는 게 훨씬 저렴하다는 인식이 강했기 때문이다. 실제로 국내 생수 시장의 규모는 2020년 1조로 파악되었고, 앞으로의 성장세 또한 꾸준할 것으로 전망된다.

이제는 정수기 시장으로 차례

이렇게 보면 **"그럼 생수 시장만 커지는 거 아니야?"** 라는 의문이 들 수 있다. 하지만 정수(정수기) 시장은 이제 이러한 구조적 수혜가 시작된다. 주기적인 관리 인력의 방문대신 택배를 통해 개인적인 필터 교체가 가능한 **합리적인 가격의 셀프 관리형 모델의 도입, 1인가구에 맞춘 소형화 된 모델의 출시**는 이러한 1인가구의 증가라는 구조적 변화에서 정수 시장의 업사이드를 가지고 올 것이다.

그림 1-3. 생수 시장 규모

(단위: 억원)



출처: 한국농수산물유통공사, SMIC 2 팀

그림 1-4. 생수병의 플라스틱 남용 문제



출처: 제로그램, SMIC 2 팀

환경친화적인 소비는 정수기 시장을 지지한다

또한 **페트병 생수의 환경문제**가 사회적으로 대두되고, 1 인가구의 큰 비중을 차지하고, 앞으로의 주 소비층으로 성장중인 MZ 세대(밀레니얼 세대와 Z 세대를 합쳐서 통칭하는 용어로 1980년대 초반 - 2000년대 초반의 세대를 지칭)가 친환경 소비와 **같은 가치 소비를 지향**하는 세대임을 고려해봤을 때, 가격 경쟁력까지 확보한 정수기 시장의 성장은 너무나도 자연스럽다.

2) 정수기 시장, 일시불 VS 렌탈 → 합리적인 렌탈 선택!

일시불 vs 렌탈 가격도, 품질도, 렌탈의 승!

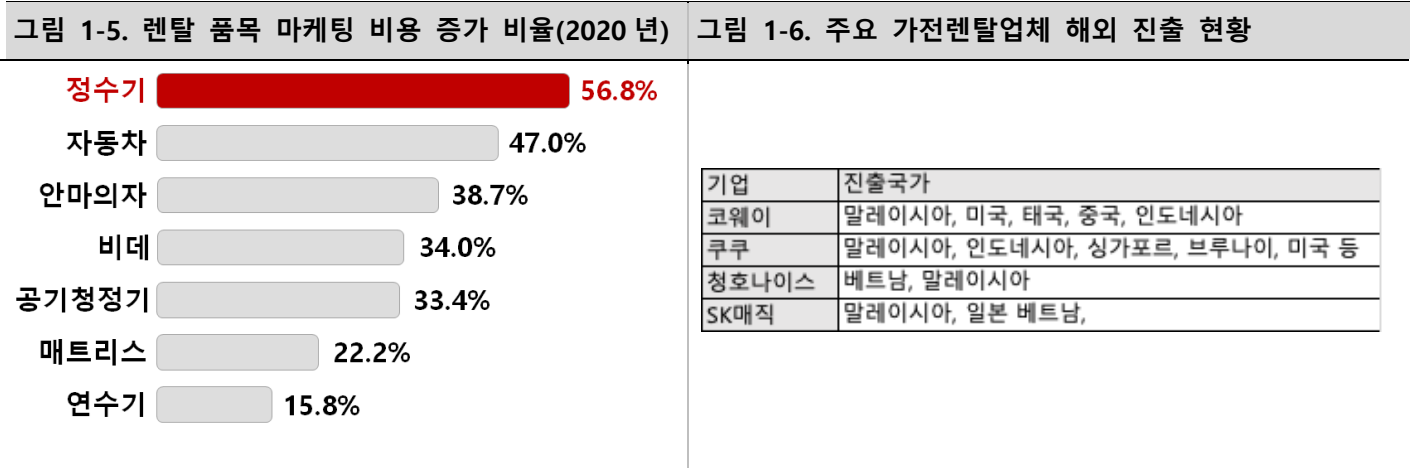
1 인가구 수의 증가로 앞으로의 정수기 수요가 증가한다는 것을 확인했다. 정수기의 판매는 일시불로 결제하는 방법과 매달 렌탈료를 내고 빌리는 방법, 즉 렌탈로 이루어진다. 정수기는 렌탈료를 지불하는 할부 납입 방식이 일시불에 비해 지불 총액 측면에서 **소비자에게 합리적**이며, 지속적인 관리(필터 교체와 정수기 상태 점검 등)와 A/S 서비스를 제공해주기 때문에 **'깨끗한 물'**에 대한 수요로부터 기인되는 정수기 구매에서 렌탈은 일시불에 비해 매력적인 선택지가 된다.

정수기 렌탈이 **지속적인 관리를 보장**해준다는 점은 2020년 수도물 유충 사건 등 위생과 관련된 우려를 잠재운다. 또한 정수기 렌탈료가 업계 최저가 기준 13,000 원 수준(제휴카드 사용시 평균 9,900 원 수준)이라는 점을 고려할 때 1 인가구는 큰 부담없이 정수기를 선택할 수 있다.

3) 렌탈, 무한 확장이 시작된다.

렌탈 제품 포트폴리오의 확장

이렇게 정수기 수요의 업사이드가 존재하는 것 외에도 렌탈 업체의 성장 근거는 **시장 확장에** 있다. 지금까지 국내 가전렌탈업 주된 사업 영역은 정수기 렌탈이었다. 하지만 동사를 비롯한 가전렌탈업체는 정수기를 중심으로 공기청정기, 비데, 펌 가전 등 **다양한 가전제품을 통해 렌탈 제품 포트폴리오를 확장**시키고 있다. 정수기를 시작으로 가전 렌탈에 익숙한 소비자들이 대부분이고, 합리적인 소비를 추구하는 최근 트렌드에 맞추어 점점 가전 렌탈업의 파이는 확대될 것이다.



출처: 마크로밀엠브레인 트렌드모니터, SMIC 2 팀

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 2 팀

**국내를 넘어,
해외로 나아가는
렌탈사업**

또한 **렌탈사업의 국외 확장**을 통한 추가 업사이드도 강하게 존재한다. 실제로 코웨이, 쿠쿠홈시스, SK 매직, 청호나이스 등 국내 렌탈 가전 업체가 동남아시아를 중심으로 좋은 성과를 거두고 있고, 각 사의 매출에서 차지하는 비중 또한 크게 성장 중이다. 현재 약 60% 정도인 한국의 정수기 보급률과 해외 정수기 렌탈시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 말레이시아의 정수기 보급률이 약 15%라는 점에서 **성장력이 앞으로도 충분하다**는 점, 추후 **진출 국가 또한 다양해진다**는 점 등에서 Q의 성장이 기대된다.

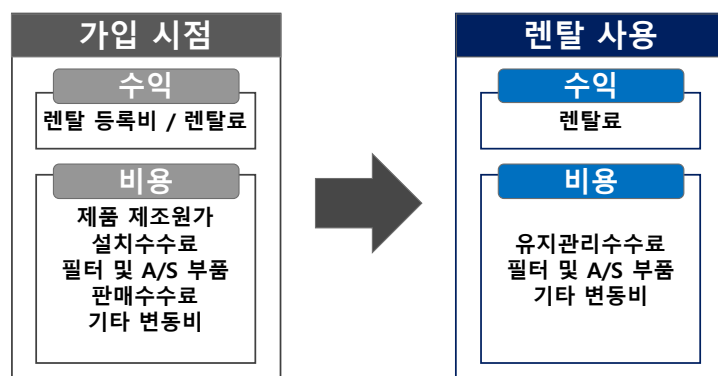
동사가 앞서 설명한 가전 렌탈 산업의 구조적인 성장 속에서 **가전렌탈업체 중 가장 선방할 것임을 투자포인트 1, 2 에서 보일 것이다.** 그 전에 가전렌탈업이란 어떤 산업이고 비즈니스 모델은 어떤지 짚고 넘어가보도록 하자

1.2 가전렌탈업: 동사가 속한 산업

1.2.1 산업 개요

1) 가전렌탈이란?

그림 1-7. 렌탈 모델 수익 구조



출처: SMIC 2팀

렌탈 사업은 임대차 계약을 통해 임대인이 특정 물건을 구입, 보관하고 이에 대한 일체의 유지 관리 책임을 지며, 동 물건의 사용자(임차인)에게 일정기간 동안 대여하고 렌탈료를 수수하는 서비스업으로 정의할 수 있다.

렌탈 판매는 보통 5년 단위의 계약을 하며, 계약 첫 달에 발생하는 등록비와 매달 소비자가 지불하는 렌탈료가 회사의 매출을 구성하게 된다. 렌탈 회사는 렌탈 기간동안 제품의 유지/관리 및 보수 등 정기적인 서비스를 제공하며, **기간이 만료한 뒤 제품 소유권은 소비자에게 이전된다.**

2) 국내 가전렌탈 시장의 역사

초기 렌탈 사업은 정수기 시장 일시불 구매보다 가격 경쟁력 ↑

가전 렌탈은 정수기 렌탈 사업에서 시작되었는데, 1990년 정수기 사업에 진입한 코웨이가 IMF 이후 소비자가 금전적 부담으로 정수기를 구매하지 못하는 상황에서 1998년 정수기 렌탈을 통해 진입하였다. **일시불로 구입할 경우 100만원 대에 달하는 고가의 상품을 매달 2만원 대의 가격으로 저렴하게 구입할 수 있다는 점**은 소비자들의 마음을 사로잡았고, 코웨이는 9년동안 팔았던 정수기 40만대 중 절반인 20만대를 단 1년 반 만에 판매하는 성과를 낸다.

렌탈 시장 성장 ↑ 시장 진입 ↑ 경쟁심화 해결책은?

이후 기존 정수기업체는 물론 신규 사업자까지 정수기 렌탈 산업에 진입하며 **시장 규모가 커지는 동시에 경쟁도 심화**되었는데, 이러한 경쟁 심화 상황에서 가전 렌탈 사업자들은 크게 두 가지 방법으로 대응하게 된다.

고성장 하는 해외 시장 개척

첫째, 해외 시장 개척이다. 기존 제품 판매와는 다르게 렌탈 사업은 유지/보수 서비스 및 방문 판매가 핵심인데, 정수기 렌탈 사업에서의 노하우를 바탕으로 과거 대한민국과 상황이 비슷한 동남아 시장에 진출하여 시장 개척을 주도하고 있다. 특히, **말레이시아의 경우에는 최근 5년간 CAGR 58%로 성장**했으며, 현재는 전체 가전 렌탈 계정의 25% 이상을 차지하는 유의미한 수준의 시장 규모를 갖게 되었다.

렌탈 카테고리 확대를 통한 성장 펫 가전 ↑

둘째, 렌탈 카테고리의 확대를 통한 성장이다. 마찬가지로 방문 판매에 대한 노하우와 전국에 퍼진 영업망을 기반으로 비데, 매트리스, 공기청정기 등으로 그 카테고리를 확대하며 시장 규모를 성장시키고 있는데, 특히 최근에 의류청정기, 전기레인지 등으로 카테고리를 확장하려는 움직임이 가속화되고 있다. 특히 **펫 가전의 경우에는 매년마다 성장률 두 자릿수 대를 기록하며 주목할 만한 성장세**를 보이고 있다.

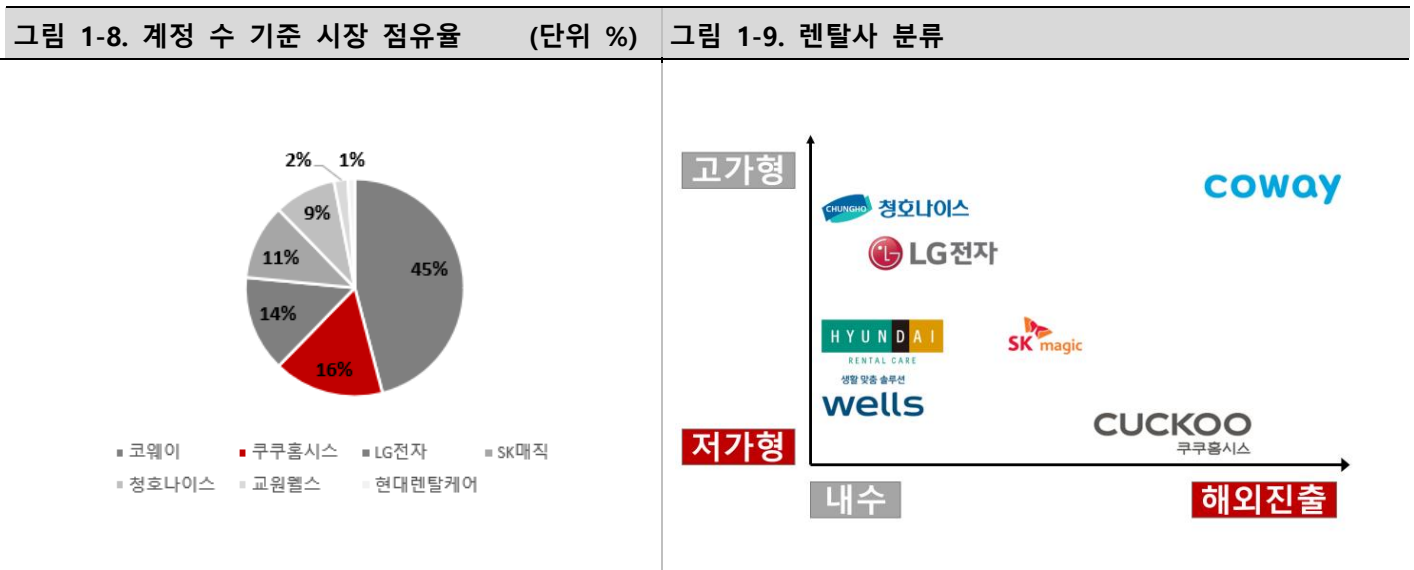
대부분 제품 렌탈료 2~3만원

정수기를 포함한 대부분 제품의 렌탈료는 5년 렌탈 기준 2~3만원대로 저렴한 편이다. 이렇게 신규 카테고리에서의 가격 부담을 줄이고, 해외 시장에서는 가격 차별을 통한 시장 개척을 통해 국내 주요 가전 렌탈 업체의 매출 추이는 **최근 6년 동안 CAGR 15%로 고성장**하고 있으며, 차량과 산업기계 등을 포함한 전체 렌탈 시장에서의 비중은 2011년 10% 미만에서 2020년 25%로 성장하게 된다.

3) 국내 가전렌탈시장 주요 플레이어 비교

현재 가전 렌탈 사업에는 수많은 업체가 진입해 경쟁하고 있으며, 그 중 렌탈 계정 수 비중으로 상위 7개 사는 코웨이, 쿠쿠홈시스, LG 전자, SK 매직, 청호나이스, 교원웰스, 현대렌탈케어이다. 이중 상위 5개사가 전체 렌탈 점유율의 90% 이상을 차지하고 있는데, 2020년 말 계정 수 기준으로 했을 때 렌탈 업체들의 시장 규모 비중은 코웨이 45%, 동사 16%, LG 전자 14% 이후 나머지 업체들은 10% 이내인 상황이다.

정수기 렌탈 시장은 가격에 따라 프리미엄 시장과 저가 시장으로 나뉘어져 있으며, 코웨이, 청호나이스, LG 전자의 경우 프리미엄 시장, 현대렌탈케어, SK 매직, 교원웰스와 동사는 저가형 시장을 공략하고 있다.

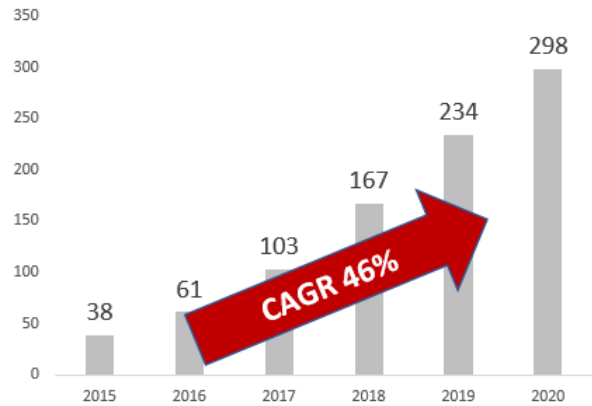


앞서 기술했듯 향후 렌탈 시장에서의 경쟁력은 크게 해외 시장 개척도와 렌탈 카테고리 확장으로 나눌 수 있다. 해외 시장 중 특히 성장성이 돋보이는 말레이시아 시장은 계정 수 기준으로 CAGR 46%의 엄청난 성장률을 보이지만, 렌탈 산업에 대한 인식이 낮아 초기 진입이 어려운 편이다. 국내 업체 중 유의미한 해외 시장 개척에 성공한 업체는 코웨이와 동사 둘 뿐이다.

PPC란?
단위 가구 수당 렌탈하는 제품 수

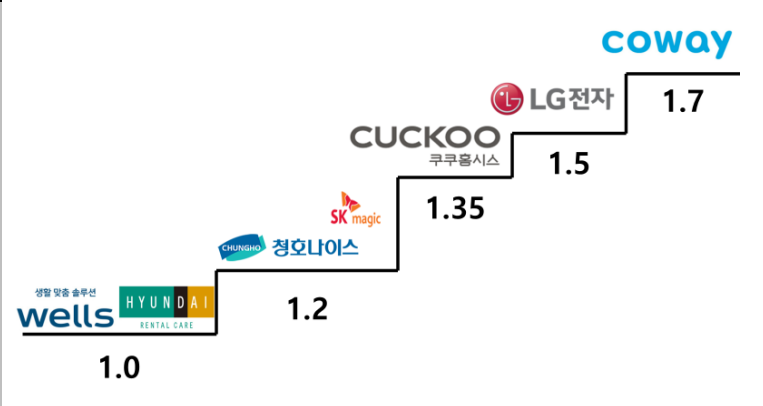
렌탈 카테고리의 확장은 PPC(Product per Customer) 지표로 나타낼 수 있다. PPC란 한 가구당 같은 업체의 제품을 몇 개나 사용하는지 나타낸 지표로, 카테고리 확대에 의한 가구 수 한 개당 매출의 상방을 확보하는 능력의 지표가 될 수 있다. 해외 시장에서는 정수기 이외의 품목은 활발하지 않은 상태로 PPC 수치를 과소추정할 우려가 있다. 따라서 국내 시장에서의 PPC만을 비교할 경우, 교원웰스와 현대렌탈케어 등 정수기 사업 비중이 매우 큰 업체들은 PPC가 1이며, 대부분은 1.2, 동사 1.35, LG 전자 1.5, 코웨이 1.7 정도이다.

그림 1-10. 말레이시아 계정수&성장률(단위: 만개)



출처: 대신증권, SMIC 2팀

그림 1-11. 국내 렌탈사 PPC 비교



출처: 대신증권, SMIC 2팀

1.2.2 가전 렌탈 사업 회계처리 방식

- 운용리스 매출 일정하게 인식
- 금융리스 매출 초기에 많이 반영

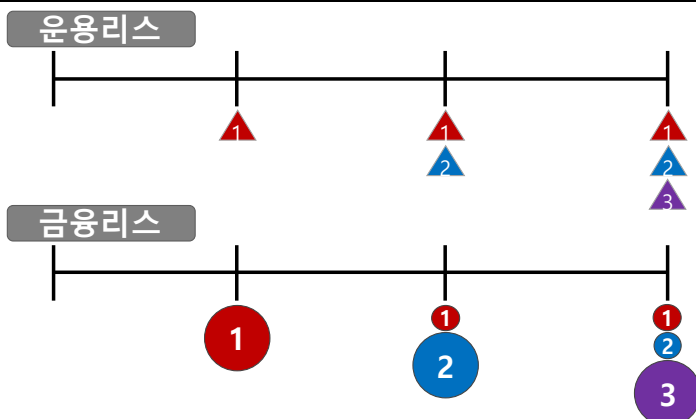
가전 렌탈 사업의 회계처리는 렌탈 방식에 따라 크게 금융리스와 운용리스로 나눌 수 있는데, 운용리스의 경우에는 매출과 비용을 계약 기간동안 일정하게 나누어 인식하는 반면, 금융리스의 경우에는 전체 렌탈료의 60% 정도를 계약 초기에 반영하고 나머지 40%를 기간에 따라 일정하게 인식하게 된다.

- 금융리스 의무사용 기간 ≥ 전체 기간의 75%

금융리스는 의무사용기간이 전체 렌탈기간의 75% 이상일 때 적용할 수 있다. 최근 매출의 안정성을 위해 의무사용기간을 늘리는 대신 렌탈료를 낮추는 전략을 취하는 산업 전반의 트렌드로 인해 금융리스로 인식하는 렌탈 비율이 높아졌고, 그 결과 계약 초기에 한 번에 반영하는 매출 비중이 높아져 매출액이 과대계상되는 효과가 있었다.

특히 동사의 경우에는 2019년 2분기부터 금융리스 방식(장기간 저가 렌탈)을 도입해 매출이 과대계상되는 효과가 있었으며, 이에 따라 동기간 주가가 코웨이 대비 급격하게 상승했으나 회계처리 방식으로 인한 과도한 변화였기 때문에 다시 하락하는 이슈도 있었다.

그림 1-12. 리스 회계처리 방식



출처: SMIC 2팀

그림 1-13 주가 비교 (동사 : 파랑, 코웨이 : 주황)



출처: SMIC 2팀

렌탈 기업 가치를
현금흐름 창출하는
계정 수로 비교

소비자의 선택에 따라 금융리스와 운용리스로 처리방식이 나뉘기에 단순 매출만으로 기업의 실제 실적을 판단하기에 적절하지 않은 부분이 있어, 여러 매체에서는 보통 실제로 현금 흐름을 창출하는 렌탈 계정 수를 바탕으로 비교하는 방식이 일반적이다.

1.3 WHY NOW 가전렌탈업?

렌탈의 메리트 변화
가격 → 서비스
가사노동/위생의식 ↑
렌탈 수요 ↑

초기 정수기 중심 렌탈 시장의 메리트는 일시불로 구매하기 부담스러운 정수기를 할부와 같은 형식으로 지불할 수 있는 방식으로 인한 **가격적 측면**이었다. 그러나 2010년대에 매트리스, 공기청정기, 비데 등의 품목으로 렌탈 사업이 확장되면서 **렌탈의 메리트는 단순한 가격적 측면이 아니라 정기적인 유지/보수, 즉 서비스 측면으로 넘어가게 되었다.**

실제로 최근 사회 분위기 변화와 코로나 19로 인한 재택근무에 따른 가사 노동 갈등과 부담 증가, 위생 의식 향상 등의 이유로 가전 렌탈의 서비스 측면에서의 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 특히, 이러한 관점에서 주목할 만한 부분은 매트리스 렌탈 사업의 성장성이다.

정수기 사업을 확장할 때와는 다르게 매트리스는 보통 렌탈이 아니라 제품 구매 후 직접 관리가 당연하다고 생각했던 제품이다. 따라서 매트리스 렌탈 사업에 처음 진입할 때만 해도 시장에서는 불안감이 존재했으나, 가파른 수요 증가로 인한 성장성으로 증명하며 우려를 불식시켰다.

2012년 매트리스 렌탈 사업에 가장 먼저 진입한 코웨이의 경우, 2012년 관련 매출 100억원 규모에서 2018년 1600억원으로 6년 평균 CAGR 57%의 성장세를 보였다. 이후 2019년 1780억, 작년에는 2214억원으로 24.3% 증가하며, 매트리스 업계에서 시몬스와 에이스침대 이후 세 번째로 연매출 2000억을 돌파하였다.

매트리스 시장
구매위주→렌탈 개척
신규 렌탈 가능성

매트리스 렌탈 사업의 성공적 확장은 단순히 매트리스 시장의 성장만을 의미하지 않는다. 기존에는 구매하던 가전제품 또한 사회적 분위기 변화, 위생의식 향상으로 언제든지 렌탈 시장으로 바뀔 수 있다는 뜻이며, 실제로 동사의 경우에는 2017년 세탁기, 냉장고, 에어컨 등도 렌탈로 판매하는 시도를 통해 시장 개척을 노리고 있으며, **코로나19로 인해 그 변화는 더 가속화될 전망이다.**

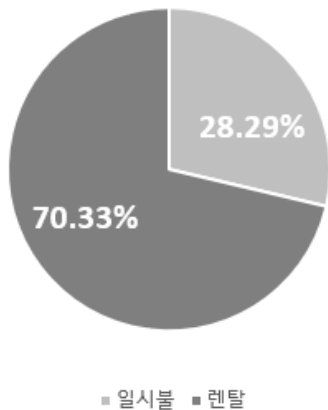
2. 기업분석

2.1 기업 개요

동사는 2017년 1월 1일에 쿠쿠홀딩스(주)에서 인적분할하여 설립된 법인으로 2018년 1월 11일 유가증권시장에 재상장되어 거래가 개시되었다. 동사는 **정수기를 비롯한 유지/보수가 필요한 생활 가전의 렌탈 사업을 영위하는 기업**으로, 2020년 기준 매출 비중은 국내 60%, 해외 40%이며 해외 매출 중 95%가 말레이시아향 매출이다. 사업부별 매출 비중은 렌탈 70.33%, 일시불 28.29%인데 금융리스 방식 초기 매출이 일시불로 계상되는 것을 감안했을 때 **대부분의 매출이 렌탈 사업에서 발생한다고 볼 수 있다.**

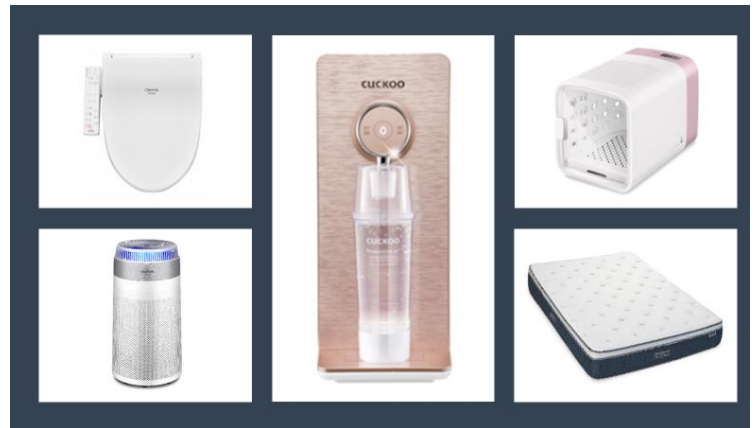
동사는 정수기 필터, 사출 원재료, compressor, cold tank 등을 매입하여 **정수기 등의 가전제품을 생산해 판매/렌탈** 하거나, **계열사로부터 음식물처리기, 의류건조기 등의 제품을 구매하여 렌탈 서비스를 제공하며**, 개인에게 직접 렌탈하는 B2C와 기업 혹은 공공기관에 서비스를 제공하는 B2B 사업 모두 영위하고 있다.

그림 2-1. 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

그림 2-2. 렌탈 제품군

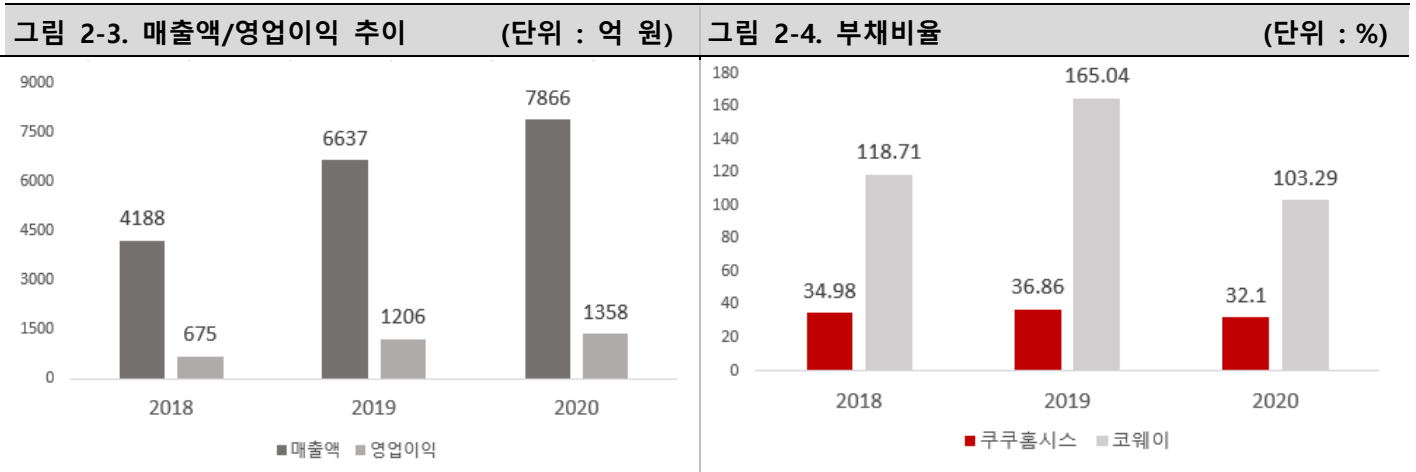


출처: 쿠쿠몰, SMIC 2팀

2.2 재무 분석

동사는 **상장 후 2018년부터 3 사업연도 간 매출액과 영업이익이 꾸준히 증가해왔다.** 특히 2019년 매출액은 전년 동기 대비 58% 증가하였고 동기간 영업이익은 78% 증가하였는데, 이는 실제 기업 성장과 함께 앞서 기술한 금융리스 도입으로 인한 매출액 과대 계상의 효과로 해외 매출액이 전년 대비 158% 증가했기 때문이다.

동사의 부채 비율은 상장 이후 35% 내외를 꾸준히 유지하고 있으며, 유동비율은 180% 이상으로 **전반적으로 재무안정성이 우수한 기업**이라고 볼 수 있다.



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

출처: 코웨이 사업보고서, 동사 사업보고서, SMIC 2팀

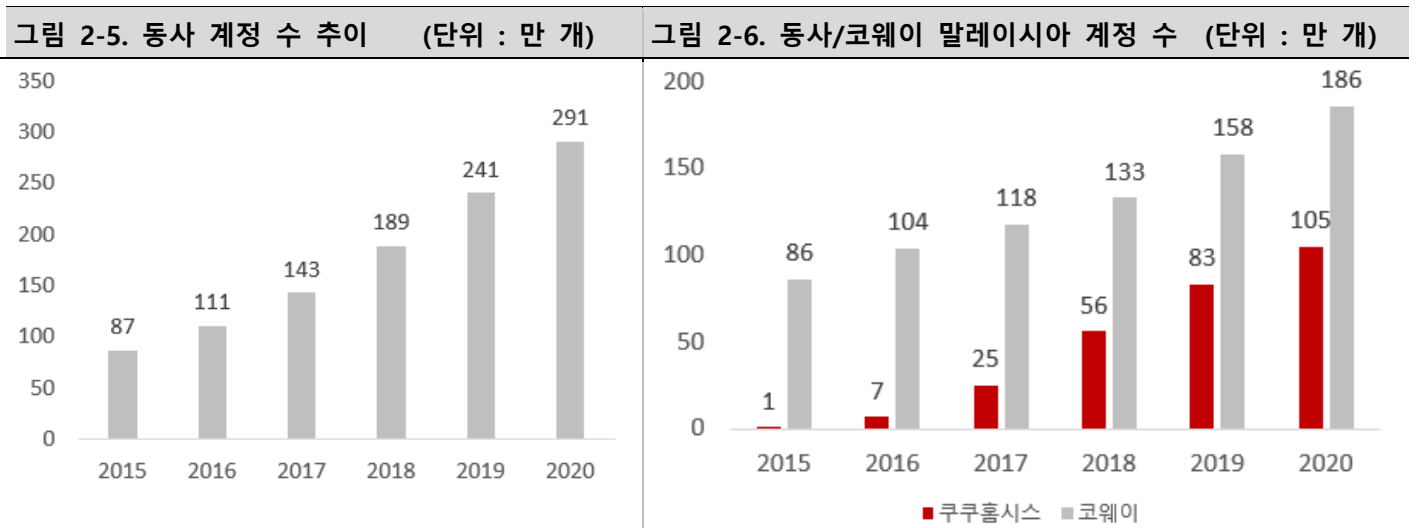
2.3 현황

후발주자임에도 렌탈 시장 2위권

동사는 2009년 12월에 렌탈사업을 론칭한 뒤 TV 홈쇼핑을 시작으로 전국에 렌탈사업본부, 방판전문점, 할인점 등 오프라인 유통 네트워크까지 구성 완료하였으며, 쿠쿠의 브랜드 파워와 전국 단위 영업망의 경쟁력을 바탕으로 2010년 정수기 사업에 진입한 뒤 매 사업연도 계정 수가 꾸준히 증가하여 현재는 렌탈 시장 업계 2위권을 공고히 지키고 있다.

펫 가전 시장 개척 선두주자

이후 해당 경쟁력을 바탕으로 렌탈 제품을 비데, 세탁기, 에어컨, 냉장고, 매트리스 등으로 확대하였으며, 2019년에는 렌탈 업계 최초로 펫 가전을 출시하였는데 쿠쿠의 펫 브랜드 '넬로(Nello)'의 매출이 50% 이상 증가하며 시장 개척에 앞장서고 있다.



출처: 대신증권 리서치센터, SMIC 2팀

출처: 대신증권 리서치센터, SMIC 2팀

말레이시아 시장
CAGR 93%
동사와 코웨이 뿐

2015년에는 국내에서의 노하우를 바탕으로 말레이시아 시장에 진출하였는데, 2016년 7만 개 수준이던 계정수가 2020년 기준 106만개로 CAGR 93%로 성장하며 시장을 선점하고 있던 코웨이와의 대비 계정 수가 2015년 기준 3%에서 2020년 61%로 따라잡으며 시장에 성공적으로 안착하였다. 현재까지 유의미한 수준의 해외 개척을 해 낸 렌탈사는 코웨이와 동사 뿐이며, 동사는 인도네시아, 베트남 등의 주변 동남아 국가를 비롯한 해외 시장 개척을 진행중에 있다.

2.4 소결

동사는 앞서 언급한 대로 계정 수가 렌탈 업체의 현금창출을 결정하는 핵심 요소이므로 우리는 계정 수를 추정하여 기업가치를 구하고자 한다. 계정 수는 실제 렌탈 계약의 숫자로, 제품마다 1개로 친다. 따라서 전체 가구 수에 평균 PPC를 곱하면, 가구에서 렌탈하는 총 제품 수가 나오게 된다. 이때 해외와 다르게 국내는 1인가구 수가 유의미하며, 소비 성향이 달라 다인 가구와 평균 PPC 또한 유의미한 차이가 있기에 1인가구와 다인가구를 나누어서 추정하였다.

렌탈 계정 수 추정식을 정리하면 다음과 같다:

$$\text{동사 렌탈계정 수 (Number of accounts)} = (\text{국내 렌탈 1인가구 수} \times \text{1인가구 PPC} + \text{국내 렌탈 다인가구 수} \times \text{다인가구 PPC}) + (\text{해외 렌탈계정 수})$$

그림 2-7. 렌탈 계정 수 추정식과 주요 변수

변수	구분	의미
가구 수	렌탈 1인가구	동사 제품을 렌탈하는 1인 가구 수
	렌탈 다인가구	동사 제품을 렌탈하는 다인 가구 수
PPC	1인가구 PPC (Product Per Consumer)	1개의 1인가구가 렌탈하는 평균 제품 수
	다인가구 PPC (Product Per Consumer)	1개의 다인가구가 렌탈하는 평균 제품 수
계정 수	1인가구 렌탈계정 수	1인가구가 렌탈하는 총 제품 수 (총 계정 수)
	다인가구 렌탈계정 수	다인가구가 렌탈하는 총 제품 수 (총 계정 수)
동사 렌탈계정 수 (Number of accounts)		= (국내 렌탈계정 수) + (해외 렌탈계정 수) = (국내 1인가구 렌탈 계정 수 + 국내 다인가구 렌탈계정 수) + (해외 렌탈계정 수) = (국내 렌탈 1인가구 수 X 1인가구 PPC + 국내 렌탈 다인가구 수 X 다인가구 PPC) + (해외 렌탈계정 수)

출처: SMIC 2팀

3. 투자포인트 1: 국내시장, 새로운 국면에 진입했다.

렌탈계정수

= 가구수*PPC

-> 가구수 up

-> PPC up

국내 가전렌탈업 시장은 1인 가구의 증가와 함께 계정의 Q 성장이 기대된다.

(계정 수) = (가구 수)*PPC임을 고려할 때 계정의 Q 성장이 기대되는 이유는 다음과 같다.

첫째, 정수기를 렌탈하는 '가구 수'가 증가한다. 1인 가구 수가 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 인당 수요로 판매량이 결정되는 생수와 달리 정수기는 가구당 1대씩 수요하기 때문이다. 저가형 정수기 모델의 증가와 자가관리형 정수기 렌탈 계약의 증가는 다인 가구에 비해 평균 소득이 낮은 1인 가구가 정수기를 선택할 유인을 높인다.

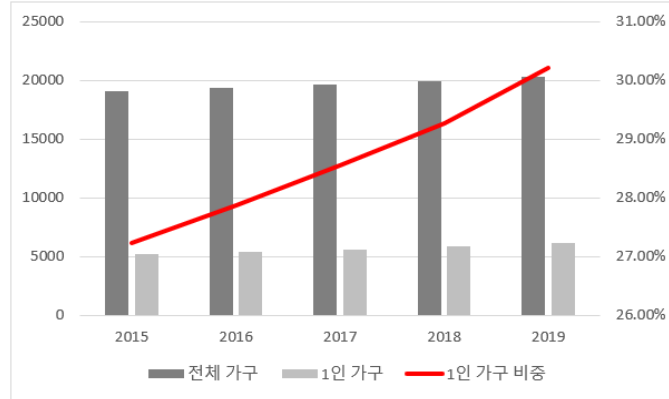
둘째, 가구 당 렌탈 제품의 수인 'PPC'도 증가한다. 1인 가구는 펫 가전을 중심으로, 다인 가구는 펫 가전 뿐 아니라 안마의자와 매트리스까지 다양한 제품을 렌탈로 사용하는 추세이기 때문이다.

3.1 국내 렌탈 시장의 새로운 드라이버, 1인 가구 증가증!

3.1.1. 1인 가구의 증가추세와 이들의 소비 특징

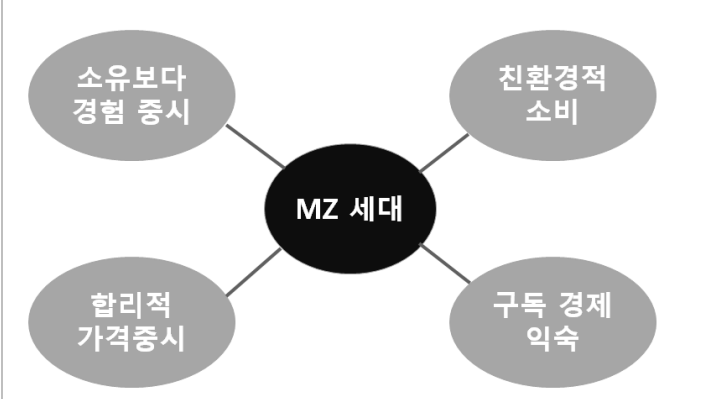
결혼에 대한 가치관의 변화와 개인주의의 확산 등의 이유로 **전체 가구 수 대비 1인 가구의 비중은 꾸준히 증가해왔다.** 2015년 27.2%였던 1인 가구의 비중은 2019년 30.2%로 증가하였고 앞으로도 이러한 1인 가구의 증가 추세는 지속될 것이다.

그림 3-1. 1인 가구 증가 추이



출처: 통계청, SMIC 2팀

그림 3-2. 1인 가구 MZ 세대 소비 성향



출처: SMIC 2팀

1인 가구가 핵심 소비층으로 관심 받는 중!

1인 가구가 내수 시장의 핵심 소비층으로 등장하면서 이들의 소비 성향이 주목받고 있다. 통계청의 평균소비성향에 따르면 **1인 가구의 소비성향은 전체 가구보다 6.9%나 높을 만큼 1인당 소비가 많은 편이다.** 1인 가구 소비의 핵심은 자기 자신을 위한 소비이다. **모든 소비를 자신이 온전히 지불해야 하기 때문에 자신이 좋아하는, 필요한 소비에 집중한다.** 대형 매장에서 물건을 직접 구매를 하기 보다는 다양한 물건을 자신의 생활에 맞춰 소량 주문할 수 있는 이커머스를 통한 소비도 많다.

특히 MZ(밀레니얼 + Z: 출생연도 1980 ~ 2004년) 세대가 1인 가구에 많이 편입됨에 따

라 MZ 세대의 소비 성향도 주목받고 있다. 이들은 소유보다는 경험을 중시하고 가전 렌탈에 익숙한 세대이며, 친환경적인 소비와 합리적인 가격을 중시하는 소비 성향으로 동사를 비롯한 가전 렌탈 시장에 우호적이다.

3.1.2 동사의 정수기, 1인 가구가 좋아하는 저가형

동사의 정수기 렌탈 1인 가구 시장에 진출!

현재 국내 정수기 시장은 렌탈 업체는 많고 정수기 보급률이 60%라 과열 경쟁에 돌입했다는 평이 많았다. 구체적으로 다인가구 정수기 보급률은 80%, 1인 가구 정수기 보급률은 약 13%로, 다인가구에서의 정수기 시장 성장은 상방이 거의 막혀 있다. 결국 1인 가구를 통해 정수기 시장을 확장시켜야 하는데 **이때까지는 정수기가 1인 가구에 주는 경제적 효용성에 비해 렌탈료가 비싸 많이 보급되지 못했다.** 하지만 전방의 여러 요인 덕분에 **동사의 정수기 렌탈료가 1인 가구가 사용하기에 충분할 만큼 가격이 하락하면서 1인 가구 정수기 시장이 본격적으로 시작되었다.**

기존에 렌탈 사업을 영위하기 위해서는 전국에 걸친 영업망, 설치, 수리, 관리 인력이 필수적이었다. 사업을 확장하기 위해 전국에 영업망을 구축하고 정수기 설치를 해주며 정기적으로 필터를 교체해 주어야 하기 때문이다. 이러한 네트워크는 신규 기업의 진입을 막는 기업의 해자로 작용하기도 하지만 렌탈 기업들에게는 큰 비용이었다.

코로나 19 덕분에 셀프형 정수기 급성장

하지만 코로나가 시작되면서 렌탈 산업에 위기가 찾아왔다. 사람들이 방문판매를 통한 영업을 꺼려하고 렌탈 기사라 하더라도 타인이 자신의 집에 들어오는 상황을 꺼리게 되었다. 동사는 이러한 상황을 셀프형 정수기를 적극 홍보함으로써 극복하였다. **코로나19 이전에는 자가관리 정수기에 소극적이었던 소비자들도 타인을 집에 들이기를 꺼리면서 셀프형 정수기로 옮겨갔다.**

긴 의무사용기간+자가 관리 모델 동사 판매 모델 중 60%!!

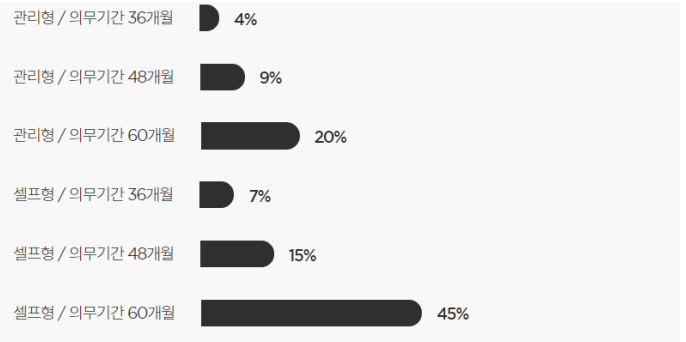
셀프형 정수기는 정수기 관리 기사의 비용을 아낄 수 있어 저렴한 가격에 렌탈을 제공한다. 동사의 자가관리 정수기의 렌탈료 최저가는 13,900원이다. 이는 중저가 모델을 출시하는 동사가, 긴 의무사용기간을 적극 홍보하여 렌탈료를 낮추고, 셀프형 모델을 출시하면서 가능해진 가격이다. 긴 의무기간 + 자가관리 모델은 현재 동사 판매 모델 중 60%에 달할 정도로 인기가 많다.

그림 3-3. 동사 및 경쟁사 정수기 렌탈료 최저가

정수기 렌탈료 최저가	등록비	렌탈가
쿠쿠홈시스	X	월 13,900
코웨이	10만원	월 22,800
SK 매직	X	월 16,900
LG 전자	X	월 20,900
현대렌탈케어	X	월 18,900

출처: 동사 및 경쟁사 홈페이지, SMIC 2팀

그림 3-4. 동사 정수기 렌탈 유형 선택 비중



출처: 동사 홈페이지

제주삼다수, 아이시스보다 저렴한 동사의 정수기 렌탈

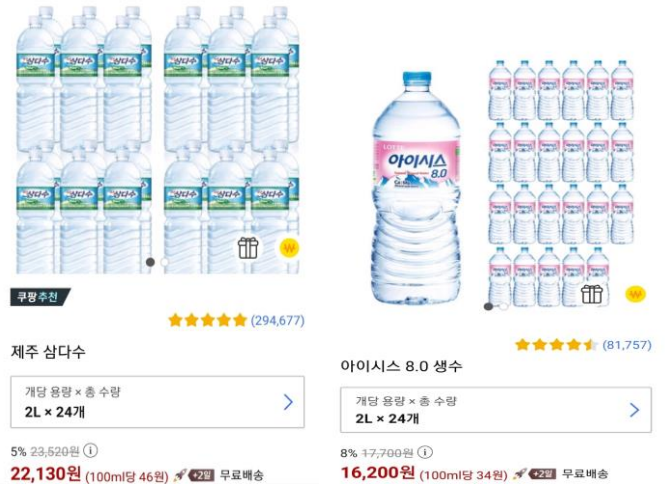
코로나로 인해 자가관리 정수기가 널리 받아들여지면서 렌탈 가격이 크게 낮아졌다. 동사의 정수기 렌탈료는 1인 가구가 일반적으로 한 달 동안 소비하는 2L 물 24개 가격보다 낮아졌다. 우리나라 병입수 시장 M/S 40%인 제주삼다수보다 월 8,100원 저렴하며 쿠팡 최저가 상품인 가야산 천년수에 비해 월 4,000원 비싼 수준이다. **1인 가구가 정수기 렌탈을 시작하기에 부담 없는 가격까지 렌탈료가 하락한 것이다.** 병입수를 마시면서 발생하는 쓰레기와 집에 2L 24개의 물이 차지하는 공간까지 고려한다면, 정수기를 렌탈하는 1인 가구의 비중은 점점 높아질 것이다.

그림 3-5. 동사 정수기 월 렌탈료와 병입수 가격 비교

쿠쿠홈시스 최저가 정수기	월 13,900
가야산 천년수 2L, 24개	9,900
아이시스 8.0 생수 2L, 24개	16,050
제주삼다수 2L, 24개	22,000

출처: 동사 홈페이지, 쿠팡, SMIC 2팀

그림 3-6. 제주삼다수, 아이시스, 2L 24개 가격



출처: 쿠팡

프리미엄 시장에 포지셔닝 되어 있는 코웨이와 LG전자는 셀프형 정수기를 도입하고 의무사용기간을 늘리더라도 동사에 비해 50% 이상 렌탈료가 비싸다. 가격경쟁력을 바탕으로 동사는 다인가구 정수기 시장에서의 M/S보다 1인 가구 시장에서 더욱 높은 M/S를 달성할 것이다. 다만, 혹자는 아래의 두가지 의문이 들 수 있다.

- ① 프리미엄 시장을 공략하던 코웨이와 LG전자가 1인 가구를 공략하기 위해 가격 하락을 단행할 수 있는 것 아닌가?
- ② 동사가 P를 감소시켜 Q를 증가시키는 것인데 이를 매력적인 투자포인트라고 할 수 있는가?

P를 낮출 수 있기에 Q를 늘릴 수 있는 동사

결론은, 동사는 P를 감소시켜 Q를 증가시키는 것이 아니라 다른 기업에 비해 P를 감소시킬 수 있기에 Q를 증가시킬 수 있는 것이다. 동사는 경쟁사에 비해 비용관리 측면에서 비교 우위를 보유하고 있으며, 이러한 비교우위는 가격 우위의 토대가 된다. 이에 대한 분석은 '5. 동사 vs LG전자, SK매직, 코웨이'에서 구체적으로 설명하겠다.

3.1.3 1인 가구의 PPC

2019년 동사 펫 용품 카테고리 확장

동사는 2019년 반려동물 용품을 출시하면서 렌탈 카테고리를 확장시켰다. 오픈서베이의 설문조사에 따르면, 반려동물을 키우는 사람들은 펫 용품으로 드라이룸과 자동급식기를 가장 선호한다고 한다. 동사는 두 용품 모두 렌탈 카테고리 보유 중이며, 이를 통해 동사의 2021, 2022년 PPC_1을 추정하고자 한다.

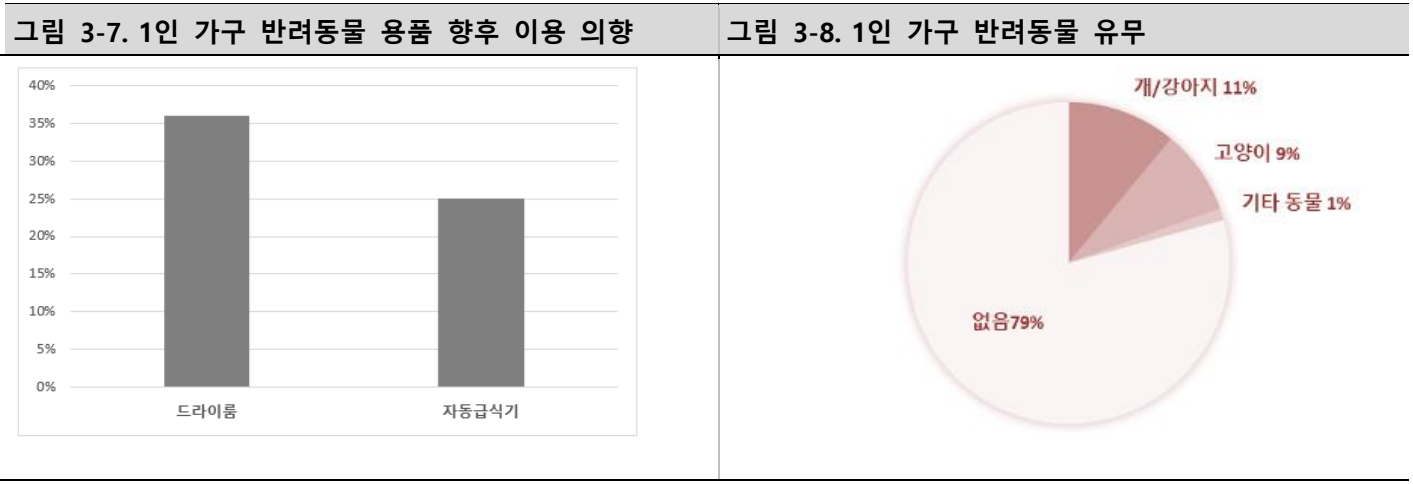
2021년, 2022년의 1인 가구 PPC를 추정하기 위해 다음과 같은 사실을 가정하였다.

정수기 렌탈은 가장 일반화된 렌탈 형태!

가전 렌탈을 하는 가구는 일반적으로 정수기로 렌탈을 시작하기 때문에, 렌탈을 하는 1인 가구는 모두 정수기를 대여 중이고 동사의 펫 용품을 추가로 대여를 한다.

2019년 기준 1인 가구가 반려동물을 키우는 비율은 20.7%로, 이 비율은 점진적으로 증가하고 있다. 다만, 비율의 증가 속도가 빠르지 않고 펫 용품이 따로 필요 없는 반려동물도 일부 존재하여 두 효과를 상쇄해 2021, 2022년 반려동물과 같이 생활하는 1인 가구 비율을 20.7%로 가정하였다.

반려동물 용품 향후 이용 의향 조사에 따르면, 반려동물을 키우는 사람들은 펫 드라이룸 36%, 자동급식기 25% 이용 의향을 나타냈다. 1인 가구의 특성상 자동급식기가 많이 필요하지만 드라이룸과 자동급식기를 동시에 렌탈하는 것은 부담일 수 있다. 또한 펫 용품 시장이 아직 초기 단계만큼 2022년까지는 이용 의향이 더 높은 드라이룸만 이용한다고 가정하였다.



출처: 오픈서베이, SMIC 2팀

출처: 오픈서베이, SMIC 2팀

0.207 × 0.36: 반려동물이 있는 1인 가구 중 드라이룸을 렌탈 할 가구 비율

$$PPC_1 = 1 + 0.207 \times 0.36 = 1.0745$$

1인 가구가 다인가구에 비해 상대적으로 반려동물 관련 용품, 장난감 이용이 많은 점, 정수기 이외 카테고리를 하나만 더한 점을 고려하면 추정된 PPC 1은 보수적인 값이다.

3.1.4 동사 1인가구 렌탈계정 수

동사 1인가구 렌탈계정 수는 국내 1인가구 수의 증가율을 추종한다고 가정하였다. 계정수 추정에 사용되는 각 항목이 추정 기간 동안 어떻게 변화할지는 앞서 설명하였다. 따라서 그 항목들이 계정 수 추정에 어떻게 연결되는지 살펴보면 아래와 같다.

(ㄱ) 국내 1인 가구 수를 추정하였다. 1인 가구 수는 최근 3개년도 증가율을 반영하여 2021년 5.0%, 2021년 5.1% 성장을 가정하였다.

(ㄴ) 국내 2019년 렌탈 1인 가구 수를 추정하였다. (ㄱ)에 2019년 기준 1인가구 정수기 보유율인 13%를 곱하여 추정하였다.

(ㄷ) 국내 렌탈 1인가구 수를 추정하였다. (ㄴ)을 초항으로 하고, (ㄱ)에서 구한 1인가구 성장률을 차용하여 곱해주어 추정하였다. 단, 렌탈 시장의 구조적인 성장을 고려하여 할증 계수 1.05를 추가로 곱하였다.

(ㄹ) 동사 렌탈 1인가구 수를 추정하였다. (ㄷ)에 동사의 렌탈시장 점유율을 곱하여 추정하였다. 본 보고서의 투포1 논리에 따라 점유율은 2019년 15.0%에서 점진적으로 2022년 18.0%까지 성장한다고 가정하였다.

(ㅁ) 동사 1인가구 렌탈계정 수를 추정하였다. (ㄹ)에 1인가구 PPC를 곱하여 추정하였다.

PPC 설정 논리는 3.1.3에서 설명하였다. PPC는 1인 가구가 펫 용품 렌탈시장에 관심을 가짐에 따라 상승함을 가정하였다.

(b) 최종적으로, 이탈률을 고려한 동사 1인가구 렌탈계정 수를 추정하였다. 이탈률은 2020년 0.2에서 2022년 0.1까지 점진적으로 낮아진다고 가정하였다.

그림 3-9. 1인가구 렌탈계정 수

(단위: 개)

	2018	2019	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
총 가구 수	19,979,000	20,343,000							
1인 가구 비율 (%)	29.3%	30.2%							
1인 가구 수	5,853,847	6,143,586	6,447,666	6,526,793	6,606,891	6,687,973	6,770,049	6,770,049	7,115,322
1인 가구 YoY / QoQ 증가율 (%)	4.0%	4.9%	4.9%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	5.00%	5.10%
2019년 정수기 보유율 (%)		13%							
할증계수		-	1.05	1.01	1.01	1.01	1.01	1.05	1.05
렌탈 1인 가구 수		798,666	880,106	901,841	924,112	946,933	970,317	970,317	1,070,794
동사 시장점유율 (%)		15.0%	16.0%	16.3%	16.5%	16.8%	17.0%	17.0%	18.0%
동사 렌탈 1인 가구 수		119,800	140,817	146,549	152,478	158,611	164,954	164,954	192,743
1인 가구 PPC		-	1.0745	1.0745	1.0745	1.0745	1.0745	1.0745	1.0745
동사 1인 가구 렌탈 계정 수		-	151,308	157,467	163,838	170,428	177,243	177,243	207,102
이탈률 고려		-	121,046	127,548	134,347	141,455	148,884	148,884	186,392

출처: SMIC 2팀

3.2 국내 렌탈 시장에서 지지 않는 드라이버, 다인 가구도 여전히 좋다!

3.2.1 다인가구의 증가 추세

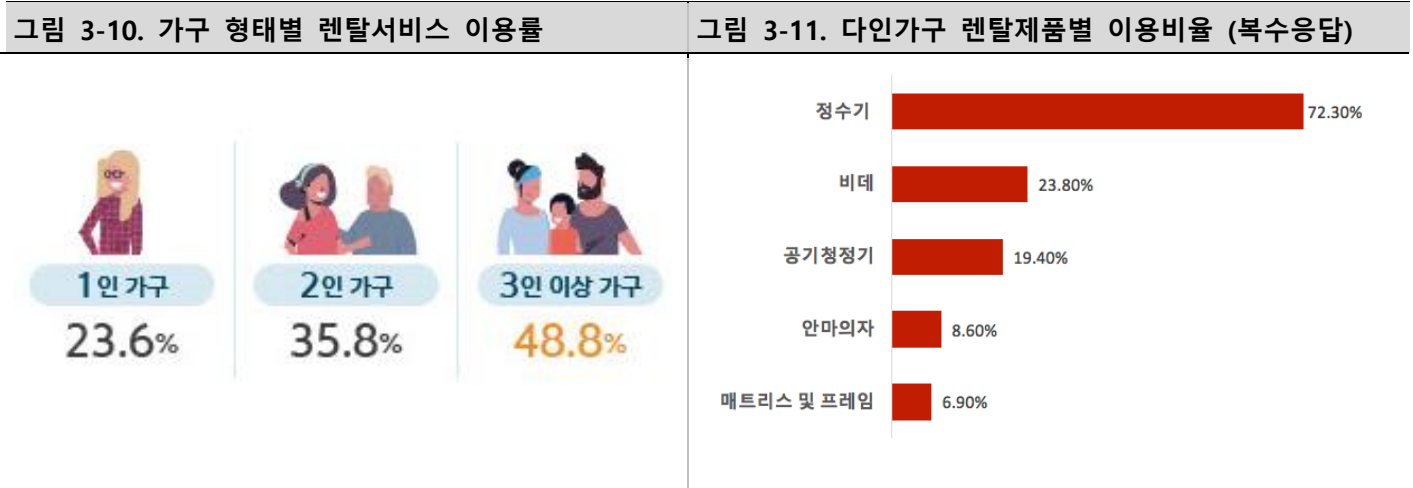
다인가구?
1인가구와 달리
증가추세 둔화

2인 이상의 가구원으로 이루어진 다인가구의 경우 그 수의 증가 추세는 매우 둔화되었다. 출생률이 사망률을 하회하는 상황에서 1인가구까지 증가하고 있기 때문이다. 통계청에 의하면 대한민국 다인가구가 전체 가구에서 차지하는 비중은 2015년 72.8%에서 2019년 69.8%까지 점진적으로 감소해왔다. 그럼에도 다인가구가 감소 중인 것은 아니다. 연간 증가율은 0.50% 안팎으로 비교적 둔화된 추세로 증가하고 있다.

3.2.2 다인가구의 PPC

다인가구?
PPC에서
업사이드 있다!

다인가구는 기존의 렌탈 계정에서 상당부분을 차지하고 있다. 2019년 기준으로 대한민국 전체 다인 가구 중 정수기를 보유하고 있는 가구는 80% 정도로 추산되었다. 따라서 기본적인 렌탈 제품인 정수기의 업사이드는 크지 않겠지만 다인 가구를 대상으로는 PPC 상승을 기대해볼 수 있다.



출처: 신한은행

출처: 신한은행, SMIC 2팀

**다인가구,
안마의자&
매트리스 렌탈
Hot!**

다인가구의 PPC는 2020년 1.44, 2021년 1.47, 2022년 1.50으로 추정하였다. 다인가구의 PPC는 1인가구보다 월등히 높다. 그 이유는 기존에 다인가구(80%)가 1인가구(13%)에 비해 정수기 보급률이 월등히 높았기 때문이다. 그만큼 정수기 렌탈시장에 일찍 진입한 다인가구는 정수기를 시작으로 다른 제품까지 렌탈할 가능성이 높았다.

다인가구 2020년 PPC는 해당 연도 동사의 평균 PPC인 1.35와 동사 1인가구 PPC인 1.00을 통해 가중평균을 역산하여 1.44로 추정하였다. 이후 다인가구 PPC는 연간 2%씩 성장한다고 가정하였다. 2% 성장률은 코웨이가 카탈로그 다변화를 시도하던 사업 초기의 PPC 성장률을 차용하였다. 2% 성장률 가정의 결과는 2021년 1.47, 2022년 1.50이다.

다인가구는 전통적으로 렌탈하던 정수기 외에 공기청정기와 비데 등의 제품군도 렌탈하여 사용하고 있다. 더불어 최근에는 안마의자와 매트리스 렌탈 이용이 빠르게 증가하고 있다. 안마의자의 경우 일시불 결제시 지불 금액이 부담스럽고 관리 및 보수가 까다롭기 때문에 렌탈을 선호한다. 매트리스는 소유권을 이전받는 경우가 많아서 빌려 쓰는 개념보다는 최근 대두한 매트리스 위생 관리 이슈 때문에 렌탈이 선호된다. 매트리스를 렌탈하는 경우 전문 인력이 주기적으로 집을 방문하여 매트리스를 세탁 및 관리해준다. 종합해보자면 소비의 자유가 높은 다인 가구 또한 서비스 측면에서 렌탈 제품을 선호하기 시작했다는 것을 알 수 있다.

3.2.3 동사 다인 가구 렌탈 계정 수

그림 3-12. 다인가구 렌탈계정 수

(단위: 개)

	2018	2019	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
총 가구 수	19,979,000	20,343,000							
다인 가구 비율 (%)	70.7%	69.8%							
다인 가구 수	14,125,153	14,199,414	14,270,411	14,286,438	14,302,483	14,318,547	14,334,628	14,334,628	14,334,628
다인 가구 YoY / QoQ 증가율 (%)	0.55%	0.53%	0.50%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.45%	0.00%
2019년 정수기 보유율 (%)		80%							
렌탈 다인 가구 수		11,359,531	11,416,329	11,429,151	11,441,987	11,454,837	11,467,702	11,467,702	11,467,702
동사 시장점유율 (%)		14.0%	14.0%	14.1%	14.3%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
동사 렌탈 다인 가구 수		1,590,334	1,598,286	1,614,368	1,630,483	1,646,633	1,662,817	1,662,817	1,662,817
다인 가구 PPC		-	1.438	1.47	1.47	1.47	1.47	1.47	1.50
동사 다인 가구 렌탈 계정 수		-	2,298,335	2,367,890	2,391,527	2,415,215	2,438,953	2,438,953	2,487,732
이탈률 고려		-	1,838,668	1,917,991	1,961,052	2,004,629	2,048,721	2,048,721	2,238,959

출처: SMIC 2팀

4. 투자포인트 2: K-Pop 을 넘은 K-렌탈의 시대!

동사의 두 번째 투자포인트는 말레이시아를 필두로 한 글로벌 렌탈 사업의 매출 성장이 동사의 실적을 탄탄히 받쳐준다는 논리이다.

4.0 K-렌탈의 시대는 도래중!

어느정도 성장된 국내 가전렌탈시장에서 업체들이 지속 성장을 위해 선택한 곳은 바로 글로벌 시장이다. 해외 시장은 폭발적인 계정 수 확대를 가능하게 하는 새로운 시장이다.

엄청난 성장잠재력을 가진 동남아시아 렌탈 시장

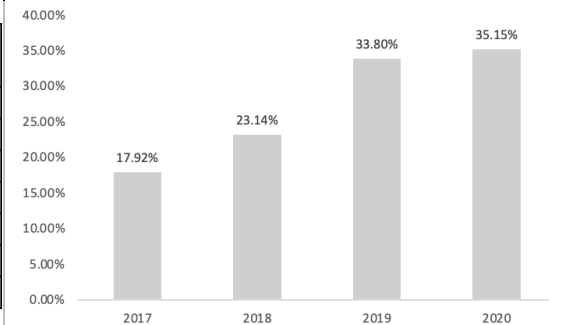
주요 진출국의 대부분을 차지하고 있는 동남 아시아 시장은 1) 점점 소득 수준이 향상되어 월 렌탈료를 지급할 수 있을 정도의 경제력을 보유하고 앞으로의 성장 여력 또한 충분하며, 2) 충분한 인구와 인구성장률을 보유하고 있으며, 3) 우리나라와 유사한 라이프 스타일로 기존 렌탈 가전을 활용할 수 있고, 4) 한류의 영향으로 국내 기업에 대한 긍정적인 인식을 보유하고 있다는 점에서 매력을 가진다.

그림 4-1. 동사 해외 렌탈 시장 2020년 매출 (단위: 백만원)

구분	소재지	매출	매출비중
CUCKOO INTERNATIONAL Sdn Bhd	말레이시아	295,984,502	95.4%
Cuckoo International(S) Pte Ltd	싱가포르	1,675,687	0.5%
Cuckoo Global Technology Sdn Bhd	말레이시아	591,969	0.2%
CUCKOO APPLIANCES PRIVATE LIMITED	인도	808,389	0.3%
PT. CUCKOO GLOBAL INDONESIA	인도네시아	392,550	0.1%
CUCKOO GLOBAL RENTAL AMERICA	미국	10,623,678	3.4%
CUCKOO OCEANIA PTY.LTD.	호주	35,543	0.0%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

그림 4-2. 동사 해외렌탈매출비중 추이 (%)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

말레이시아에서의 동사의 가파른 성장

동사는 2014년 말레이시아를 시작으로 본격적인 해외 진출을 시작하여 2021년 현재 총 6개의 해외 법인(말레이시아의 경우 2개의 연결 법인은 하나로 취급)을 보유 중이다. 2017년 동사의 전체 매출 비중에서 17.92%를 차지하던 해외 렌탈 매출(일시불 거래 제외)은 2020년 35.15% 까지 증가하였는데, 이러한 비중의 증가는 국내 등록 계정 또한 순증하여 매출이 증가함을 감안하였을 때, 매우 가파른 성장을 보여주었음을 알 수 있다.

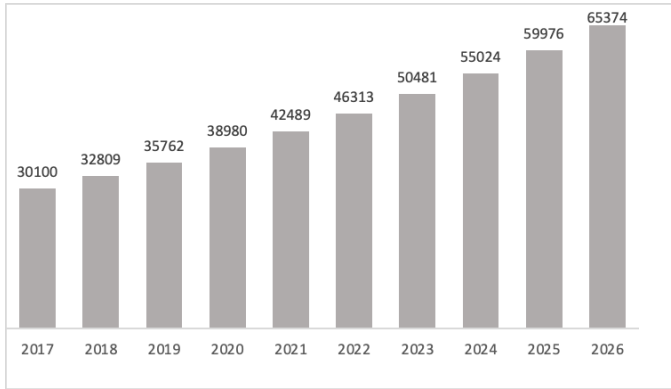
4.1 말레이시아: 앞으로도 잘 부탁해!

동사 해외 매출의 대부분을 차지하는 말레이시아 렌탈 시장

6개의 해외 법인 중 단연 압도적인 규모와 성장을 보여주는 국가는 말레이시아이다. 2020년 말 기준 전체 해외 매출의 95.4%는 말레이시아로부터 온다. 2020년 말레이시아가 한국으로부터의 수입한 정수기는 전체 수입의 61%를 차지할 정도로 국내 업체들은 말레이시아 정수기 시장에서 독보적인 위치를 차지하고 있는데, 동사는 2015년 후발주자로 진출하여 선두주자인 코웨이(2020년 3분기말 기준 계정 164만개, 시장 점유율 40%)를 뒤이은 2위(2020년 3분기말 기준 계정 100만개, 시장 점유율 25%)

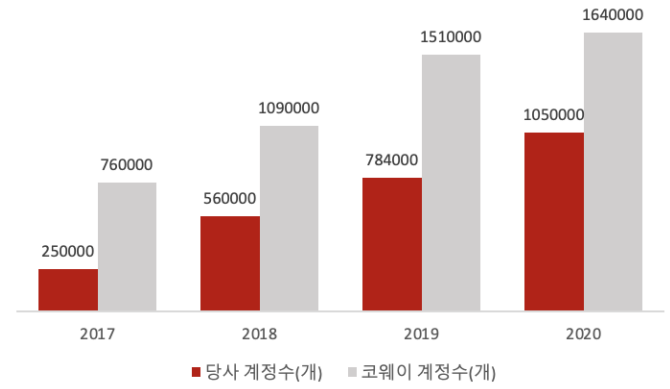
사업자로 **공고한 2 위로, 2015-2019 연평균 약 35%의 무서운 성장률로** 코웨이를 추격하며 경쟁하고 있다.

그림 4-3. 말레이시아 정수기 시장 (단위: 10000\$)



출처: TechSci, SMIC 2 팀

그림 4-4. 동사, 코웨이 말레이시아 계정 수 비교(개)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

정수기 시장의 성장 여력 존재 + 제품 포트폴리오의 확장 가능

현재 말레이시아 가전 렌탈시장에서의 국내 업체들의 **주력 상품은 정수기**이고, 현재 정수기 보급률은 2020년 기준 30% 정도로 앞으로의 소득 수준과 라이프 스타일의 변화에 따라 꾸준한 등록 계정 수 증가가 가능하다. 말레이시아 전국적으로 상수도 인프라의 노후화로 수도물 품질에 대한 우려 또한 커지고 있다는 점, 빠른 도시화와 인구 증가로 인한 물 소비 증가 또한 이러한 렌탈 시장의 확장에 긍정적이다. 또한 정수기를 필두로 가전렌탈에 익숙해진 소비자들에게 공기청정기, 밥솥, 전기레인지 등으로 **제품군을 확대하여** 얻는 수익 또한 기대할 수 있다.

정수기시장에서 경쟁력을 가지는 국내 렌탈업체

말레이시아에도 자국 정수기 업체와 동사와 코웨이를 제외한 정수기 업체가 존재하지만 대부분이 필터 관리 서비스를 제공하지않아 소비자가 스스로 필터를 교체하여 위생에 대한 우려와 불편함이 존재했으나 국내 업체는 렌탈 서비스를 앞세워 정기적인 **필터 관리 서비스를 제공하면서** 1,2위의 시장 점유율을 가져가며 크게 성장했고, 서비스 인력 구축과 서비스 품질과 같은 **렌탈 산업의 진입장벽**으로 앞으로도 이러한 성장은 계속 될 것으로 보인다.

동사의 렌탈 인프라, 공청기 시장에서의 수요까지 기대

동사는 현재 **약 100 만개의 관리계정과 6000 여명의 방판 조직**을 바탕으로 운영되고 있고, 진출 품목은 정수기, 공기청정기, 밥솥, 전기레인지로 현재 정수기의 비중이 **85%**이다. 렌탈이 가진 방문관리사를 통한 영업 방식은 파생 영업을 통한 제품군 확장이 용이하고, 말레이시아에 인접한 인도네시아에서 날아오는 연무로 인한 대기 오염으로 **공기청정기에 대한 수요가 증가**(공기청정기 수출금액 CAGR(16-19) 80% 급증)하고 있다는 점도 동사에 매우 긍정적이다.

이러한 말레이시아 시장의 성장성에 주목하여 다양한 국내외 정수기 제품이 진출해있다. 현재 말레이시아 정수기 시장에는 말레이시아 정수기 시장에는 코웨이(M) Sdn Bhd, 쿠쿠

인터내셔널(M) Sdn Bhd, Aqua Kent RO Malaysia, NEP Holdings (Malaysia) Berhad, 3M Malaysia Sdn. Bhd., Amway (Malaysia) Sdn. Bhd., Panasonic Malaysia Sdn. Bhd., PureGen Technology Sdn Bhd, Nikom Global Marketing (M) Sdn. Bhd., and Xiaomi Malaysia Sdn Bhd. 등의 업체(MS 순)들이 경쟁하고 있다. 동사는 2020년 기준 약 25%의 시장 점유율을 확보하고 있다.

그림 4-5. 말레이시아 정수기 상위 9개 제품



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

렌탈업체로서의 동사의 경쟁력
1) 렌탈업

동사의 경쟁력은 우선적으로 1) **렌탈업** 그 자체에 있다. 동사와 코웨이를 제외한 타 정수기 업체의 경우 서로 다른 채널을 사용하는 수입·유통업체를 통해 제품을 단순히 판매한다. **렌탈업을 통해 소비자에게 합리적인 가격으로 제품을 제공하는 동사의 경우 경쟁력을 가진다.**

2) 국내 브랜드 인지도

또한 **한류의 영향으로 'MADE IN KOREA'**에 대한 인지도와 선호도가 상당하다는 점 또한 국내 업체에 매우 긍정적으로 작용하고 있다.

3) 다양한 신개념 렌탈 프로그램

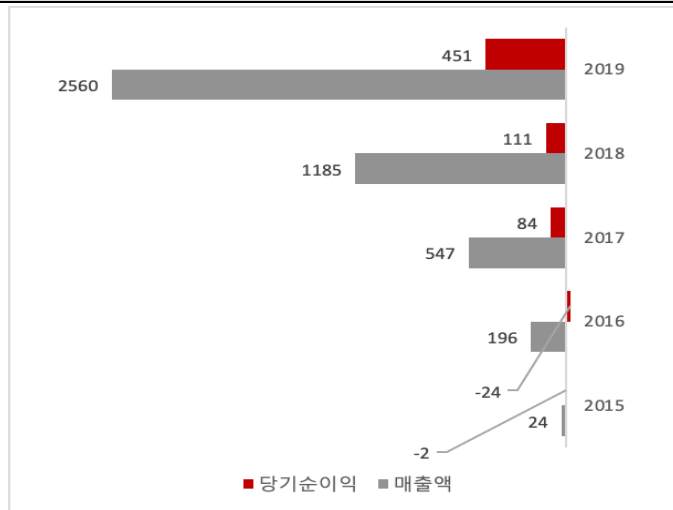
동사는 말레이시아에서 최초로 **신개념 렌탈 프로그램**을 선보이기도 했다. 고객이 기간별로 렌탈 비용을 직접 선택하는 방식인 'GOOD Plan(굿플랜)'과 필터 스팀살균 및 전기자 동살균 '내츄럴케어 서비스(Natural Care Service)', 자체 애플리케이션 '쿠쿠플러스(Cuckoo+)'를 통해 서비스 예약 시스템을 처음으로 도입하는 등 전문적이고 차별화된 서비스를 제공 중이다.

셀프 관리 모델을 통한 신규 수요 확보 기대

특히 동사의 **셀프 관리형 모델**을 통한 추가 신규 수요 확보가 기대된다. 통해 말레이시아 소매협회(MRCA ; Malaysia Retail Chain Association)의 2019 발표에 따르면 말레이시아는 **현재 젊은층 중심으로 소비 눈에 띄게 증가하고 있으며, 도시 거주 1인 가구가 급속도로 증가하고 있다.** 이들은 '낮은 가격, 좋은 품질'을 중시하고 있다는 점에서 동사는 말레이시아에서 더더욱 신규 수요를 원활하게 흡수할 것으로 예상된다.

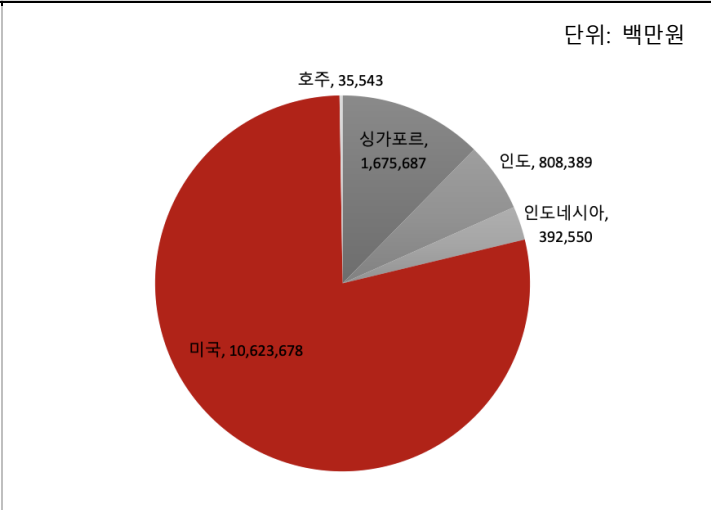
4.2 Beyond 말레이시아, 먹거리는 널려있다.

그림 4-6. 말레이시아 법인 진출 초기 실적 추이(억원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

그림 4-7. 2020 동사 해외 매출액 비중(말레이시아제외)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

확장되는 진출 국가, 조금은 기다리자.

이렇게 안정적으로 시장을 확대해가는 말레이시아 렌탈 사업을 필두로 동사는 미국, 싱가포르, 브루나이, 인도네시아, 인도, 베트남, 홍콩 등의 타국으로도 공략 지역을 확대하고 있다. 아직 총 해외 매출에서 차지하는 비중은 미미하지만 해외 진출의 경우 해당국가에서 렌탈 시장이 아직 소비자들에게 충분히 인식되지 않았다는 점, 초기 판매망 구축으로 초기 성장은 더딜 수 있다는 점을 고려했을 때 추후 장기적으로 폭발적인 성장이 기대된다. 실제로 말레이시아 법인 역시 진출 후 3년 이후부터 당기순이익의 흑자전환이 이루어졌으며, 이후 폭발적인 성장을 하였다.

미국 법인의 큰 매출 성장

특히 지난해에는 미국 법인의 성장이 주목할만하다. 지난 9월 법인을 설립하여 현재 B2B (아마존, 코스트코 등) 및 B2C (방문판매) 방식을 모두 활용 중인데, 진출 1년 만에 말레이시아를 제외한 해외 법인 중 압도적인 매출 비중을 기록했다. 기존 인도네시아 및 인도 법인은 우선적으로는 기존 렌탈 방식보다는 밥솥 일시불 판매를 통해 법인의 자생력을 키우는 방식으로 전략을 선회하였고, 이외에도 8월 싱가포르 법인, 호주 법인을 신설하여 한인 시장 공략으로 시장의 진입을 계획 중이다.




코로나로 위축되었던 해외 시장

지난해에는 코로나로 인해 영업 활동이 어려워 더더욱 매출 성장이 어려웠다는 점을 고려했을 때 올해부터는 더욱더 큰 폭의 성장이 기대된다. 다만, 해외 법인들의 경우 사업 초기 비용으로 이를 상쇄할 만한 실적은 장기적으로 기대를 해야하는 부분이다.

해외 시장에서의 당사의 경쟁력 = 브랜드 이미지

해외 시장에서 당사가 가지는 경쟁력은 분명하다. 바로 **쿠쿠라는 브랜드 이미지, 즉 쿠쿠전자와의 시너지**이다. 가전제품으로 소비자들의 신뢰를 얻고있는 쿠쿠의 이미지는 타 경쟁업체는 가지지 못한 동사만의 경쟁력이고, 밥솥, 주방 가전, 생활 가전등으로 글로벌 시장에서 자리매김하고 있는 쿠쿠전자의 행보는 해당 국가에서 **쿠쿠홈시스 렌탈 서비스를 확장하시키는 교두보**로 작용할 수 있다. 실제로 해외 구매 채널 중 하나인

동사의 공식 온라인 물에서는 쿠쿠의 모든 브랜드 제품이 함께 판매되고 있으며 기존 쿠쿠 가전의 높은 브랜드 가치가 렌탈 시장에서도 큰 경쟁력이 된다.

<p>그림 4-8. 쿠쿠 해외 공식물</p> <p>OUR PRODUCT RANGE</p>  <p>OUR PAYMENT PLANS</p> 	<p>그림 4-9. 베트남에서의 쿠쿠 밥솥의 높은 인기</p>  <p>Hot - 31% Nồi cơm điện Cao tần CRP-JHR1060FD 1.8L 13.099.000đ 18.999.000đ ★★★★★ 21 đánh giá Free ship toàn quốc Siêu KM 8/3</p> <p>Hot - 26% Nồi cơm điện Cao tần CRP-HUF1080SS 1.8L 6.499.000đ 8.799.000đ ★★★★★ 25 đánh giá Free ship toàn quốc Siêu KM 8/3</p>
---	--

출처: 쿠쿠 글로벌 온라인 판매처

출처: 베트남 쿠쿠 온라인 판매처

**해외 시장에서의
당사의 경쟁력
= 브랜드 이미지**

이를 바탕으로 베트남에서도 밥솥 수출 성장과 함께 쿠쿠홈시스의 렌탈 산업을 안착시키기 위한 준비를 시작했다. 공기청정기와 정수기를 필두로 우선적으로 한인 시장을 겨냥한 렌탈 서비스를 시작 중이다. 호주 시장의 경우에도 쿠쿠전자 주방가전 제품을 총판을 통해 판매한 뒤, 렌탈 시장의 가능성을 확인하고 진출했다. 지난 해 법인 설립 이후 코로나의 확산으로 본격적인 영업을 아예 시작하지 못했으나, 올해 18 만명의 한인 인구와 140 만명의 한인 제외 아시아 국가 인구를 타깃으로 본격적인 렌탈 시장의 확장이 기대된다.

4.3 2021, 2022 해외 계정 수 추정

그림 4-10. 해외 계정 수 추정

년도	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
당사 계정수(개)	250,000	560,000	784,000	1,050,000	1,352,176	1,682,249
계정수 증가율		124%	40%	34%	29%	24%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

- 올해와 내년의 해외 계정 수 추정의 경우,
- 1) 말레이시아가 현재 동사 해외 매출액 비중의 95% 를 차지하고 있다는 점
 - 2) 다른 국가의 경우 현재 본격적인 진출을 앞두고 있고, 장기적으로는 큰 성장이

기대되지만 코로나 19의 영향으로 단기간에 괄목할만한 성장을 기대하기 어렵다는 점에서 **말레이시아를 기준으로 추정하였다.**

계정 추정 논리

계정 수를 추정하는 데에는 당사의 계정 수 증가율을 추정하여 이를 과거 계정 수에 적용하였다. 계정 수 증가율의 경우 현재의 증가율 감소세를 2021년, 2022년에 각각 적용하였다.

- 1) 현재 말레이시아 정수기 시장의 경우 올해 3억 5320만 달러로 평가돼 2026년에는 6억 5310만 달러에 이를 것으로 전망되는 연평균 9%의 성장률을 가진 시장이고,
 - 2) 렌탈 시장은 초기 영업인력 구축과 같은 비용으로 신규로 진입하기 힘들다는 점
 - 3) 현재 동사는 중저가형 시장을 바탕으로 흡수할 수 있는 신규 계정이 충분하다는 점
 - 4) 지난해의 계정 수 증가의 경우 코로나의 영향으로 부진했다는 점
- 으로 볼 때 이는 합리적인 추정이다.

또한 추가적으로 정수기 이외에 공기청정기를 비롯한 다양한 제품군으로 신규 렌탈 제품이 확대되고 있다는 점, 말레이시아 이외의 국가의 계정 또한 상승이 기대된다는 점에서 이러한 신규 계정 수의 추정은 무리가 아니다.

4.4 동사 총 렌탈 계정 수 추정

그림 4-11. 동사 총 렌탈 계정 수 추정

	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
국내 1인가구 렌탈 계정 수	121,046	127,548	134,347	141,455	148,884	148,884	186,392
국내 다인가구 렌탈 계정 수	1,838,668	1,917,991	1,961,052	2,004,629	2,048,721	2,048,721	2,238,959
국내 렌탈 계정 수	1,959,715	2,045,539	2,095,400	2,146,084	2,197,605	2,197,605	2,425,351
해외 렌탈 계정 수	945,000	1,006,683	1,072,393	1,142,391	1,216,959	1,216,959	1,514,024
동사 총 렌탈 계정 수	2,904,715	3,052,222	3,167,792	3,288,475	3,414,564	3,414,564	3,939,375

출처: 동사 사업보고서, SMIC 2 팀

5. 쿠쿠홈시스 VS LG 전자, SK 매직, 코웨이

동사와 주요 경쟁사를 비교해보자!!

동사는 현재 우리나라 가전 렌탈 업체 중 투자하기에 가장 매력적인 기업이다. 우리나라 주요 렌탈 업체와 동사의 상황을 비교하며 타사 대비 강점을 소개한다.

1) 동사 vs LG전자 케어솔루션

LG전자는 최근 6년간 연 42.7%의 매출 성장률을 이루면서 꾸준히 성장하였다. 2020년 LG전자 계정수 추정치는 약 262만으로, 국내 시장 M/S는 18.2%이다. 2020년 국내 시장 M/S 12.9%인 동사보다 M/S는 높다. **하지만 현재 국내 시장에서 개화되기 시작한 1인 가구 렌탈 시장에서의 경쟁력은 동사보다 약하다.**

LG 전자는 코웨이의 일시적인 부진 덕분에 가장 큰 수혜를 본 기업

LG 전자는 프리미엄 시장을, 동사는 중저가 시장을 타겟팅한다. **LG 전자가 최근 몇 년 동안 급격한 성장을 할 수 있었던 것은 프리미엄 시장 경쟁자인 코웨이의 부진 덕분이었다.** 전통적인 가전 렌탈 강자였던 코웨이는 국내 렌탈 시장 경쟁이 심화됨에 따라 성장률이 크게 둔화되었다. 국내 정수기 M/S는 꾸준히 낮아져 사업보고서에 공시하던 M/S도 2018년 사업보고서부터는 제외하였다. 2020년 3분기에는 코웨이 CS 닥터 파업 사태로 이례적으로 계정수 역성장을 하였고 프리미엄 렌탈 시장의 성장분은 LG전자에게 돌아갔다.

동사는 국내도 잘하고 해외 시장도 잘해~

다만 현재는 코웨이 파업 사태가 해결되었다. **프리미엄 렌탈 시장의 핵심 수요층인 다인 가구의 정수기 보급률은 현재 포화 상태에 이르러, LG전자는 지금까지와 같은 급격한 성장을 이뤄내기 어렵다.** 또한 동사는 말레이시아라는 새로운 성장 동력을 확보하여 국내에서만 렌탈 사업을 영위하는 LG전자에 비해 우위를 갖는다.

2) 동사 vs SK매직

동사와 국내 타겟 시장이 비슷한 SK 매직

SK매직은 동사와 같이 중저가 시장을 공략한다. 국내 1인 가구 정수기 시장에서 수혜를 볼 수 있는 기업이다. 하지만 해외 시장 진출에서 큰 차이가 있다.

초기 방문판매를 통해 성장하는 렌탈 산업

가전 렌탈 사업은 처음 사업에 진출할 때 방문판매 채널을 통해 시장을 개척한다. 특히 해외는 렌탈 서비스가 익숙하지 않은 개념이고 타인이 집에 들어오는 것을 꺼려하기 때문에 방문 판매를 통해 점진적으로 성장한다. 코웨이와 동사가 말레이시아를 개척할 때도 방문 판매 채널을 통해 시작하였다.

말레이시아 시장 진출 초기인 SK 매직 코로나 19를 만나다

2018년 말레이시아에 진출한 SK 매직은 방문판매를 통한 공격적인 사업 확장이 필수적이다. 그런데 코로나가 찾아온 것이다. 브랜드가 알려진 코웨이와 동사는 비대면 채널을 통해 성장할 수 있지만 **코로나 전에도 적자였던 SK 매직은 인지도가 낮은 상태에서 설상가상으로 방문 판매도 진행할 수 없게 되었다.**

말레이시아 집단 면역은 오래 걸린다고 전해져.. SK 매직 시장에 정착하기 쉽지 않아

실제로 동사가 2020년 말레이시아에서 22만 계정을 증가한 것에 비해 SK매직은 1만 계정만 증가하였다. 말레이시아가 집단 면역을 이루기 전까지 SK 매직의 사업 확장은 늦춰질 것이다. 말레이시아 정부 집단 면역 목표 기간은 2022년 2월이지만 현재 코로나19 백신 수급이 원활하지 않은 상황이다. 말레이시아는 국민이 백신 접종을 신청해야 맞을 수 있는데 정부가 접종하는 5개의 백신 중 어떤 백신을 개인에게 접종하는지 공개하지 않는다. 말레이시아 국민은 부작용과 원하는 백신을 선택할 수 없다는 불안감에 국민의 25%만 신청한 상황이다.

그림 5-1. 동사vsSK매직 말련 계정수 비교

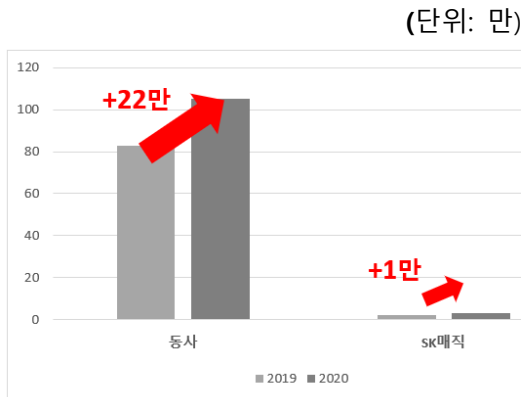


그림 5-2. 말레이시아 백신 브랜드별 구입 계획

백신 구분	mRNA	Viral Vector	Inactivated virus	Viral Vector	Viral Vector
제조국	미국	영국	중국	중국	러시아
접종 횟수	2	2	2	1	2
보관 온도	-95°C	2-8°C	2-8°C	2-8°C	-20°C
면역률	95%	62% - 90%	50.4% - 91.25%	65.7%	91.6%
구입 회분	3200 만	1280 만	1200 만	350 만	640 만
접종 인구	50%	20%	18.75%	10.9%	10%
사용 국가	미국, 싱가포르, 영국, 캐나다, 바레인, 멕시코, 스위스, EU	영국, 남아공, 우크라이나, 브라질, EU, 캐나다, 인도	중국, 인도네시아, 터키, 칠레, 홍콩, 브라질, 캄보디아	중국, 멕시코, 파키스탄	러시아, 아르헨티나, 브라질, 한국, 벨라루스

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

출처: 말레이시아 국가 안보위원회, KOTRA

이런 상황에서 말레이시아 백신 접종이 예정대로 진행될 것이라 기대하기 어렵다. 즉, SK 매직은 브랜드가 알려지지 않은 상태에서 언제 이뤄질지 모르는 집단 면역 전까지 방문 판매도 하지 못하는 것이다. 결국 동사가 매년 20-30% 해외 사업을 성장시키는 동안 SK 매직은 사업 확장을 하지 못하며 비용만 지불하게 될 것이다.

3) 동사 vs 코웨이

코웨이 1등이긴 하지 하지만 1등인 점이 약점이 될 수도 있다

코웨이는 우리나라에서 정수기 렌탈을 가장 먼저 시작한 전통적인 렌탈 강호다. 말레이시아 시장도 성공적으로 개척하여 매년 20-30%씩 꾸준히 성장하고 있다. 하지만 큰 규모에서 오는 단점이 있다. 코웨이의 국내 계정수(634만)가 너무 커 실적의 뚜렷한 성장을 위해서는 해외는 물론이고 국내 계정수 증가가 동반되어야 한다. 하지만 코웨이가 타겟팅하는 프리미엄 정수기의 수요자인 국내 다인가구 시장은 현재 거의 포화상태이다.

결국 1인 가구 렌탈 수요를 흡수할 수 있어야 하지만, 높은 렌탈료가 이를 가로막고 있다. 코웨이 정수기(최저가 정수기: 등록비 10만원 + 월 22,800원)는 1인 가구의 정수기 도입을 유도하기에는 큰 금액이다.

혹자는 코웨이가 렌탈료를 낮추면 해결할 수 있지 않느냐고 반문할 수 있다. 하지만 코웨이와 동사의 비용을 분석한 아래 그림을 보면 코웨이가 쉽게 렌탈료를 낮출 수 없음

을 알 수 있다.

그림 5-3. 동사와 코웨이 비용 비교

	2020년 비용(억원)	직원수(명)	급여(억원)	계정수(억원)
쿠쿠홈시스	6,500	597	330	290
코웨이	26,300	6,571	3,445	827
	2020년 비용/계정수	직원수/계정수	급여/계정수	
쿠쿠홈시스	22.41	2.06	1.14	
코웨이	31.80	7.95	4.17	

출처: 동사, 코웨이 사업보고서, SMIC 2팀

비용이 낮아야 렌탈료를 낮춰서 1인 가구 시장을 공략하지~

코웨이의 직원수/계정수, 급여/계정수, 2020년 비용/계정수 값은 동사에 비해 모두 크다. 즉, 코웨이가 동사와 동일한 수익성을 얻기 위해서는 더 높은 가격으로 렌탈료를 책정해야 한다. 코웨이가 프리미엄 시장을 겨냥해 렌탈 서비스를 운영해왔고 브랜드 이미지가 좋아 높은 가격으로 서비스를 운영한 것이 아니다. **코웨이는 현재의 수익성을 유지하기 위해 렌탈료를 낮출 수 없는 상황인 것이다.** 코웨이가 현재의 비용 구조에서 1인 가구 시장을 겨냥하기 위해서는 수익성을 훼손시키면서 가격을 낮춰야 한다. 하지만 코웨이의 최저 렌탈료는 동사에 비해 64%나 높아, 가격면에서 동사는 코웨이에 비해 큰 우위를 가진다.

흠잡을 데가 없는 동사!!

결론적으로 동사는 다음의 장점을 모두 갖추고 있다.

- ① 타사 대비 비용을 효율적으로 관리해 렌탈 가격을 낮출 수 있다.
- ② 높은 가격경쟁력을 기반으로 국내 1인 가구 시장에서 가장 크게 성장할 기업이다.
- ③ 정수기, 비데, 공기청정기 등에서 멈추지 않고 렌탈 카테고리 확장에 적극적이다.
- ④ 코로나19 팬데믹 이전에 말레이시아 시장을 성공적으로 개척하여 오히려 코로나19의 수혜를 받으며 해외 시장에서 성장할 수 있다.

6. Valuation : Peer P/APS Method

6.1. 매출 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	418,792	663,714	786,635	245,523	222,465	226,156	230,059	924,203	1,088,906
분기별 국내 렌탈 계정 수 순증				85,824	49,861	50,684	51,521	237,890	227,746
분기별 해외 렌탈 계정 수 순증				61,683	65,709	69,999	74,568	271,959	297,066
분기별 렌탈 계정 순증합				147,508	115,570	120,683	126,089	509,849	524,812
금융리스 계정 수 (70% 가정)				103,255	80,899	84,478	88,262	356,894	367,368
운용리스 계정 수 (30% 가정)				44,252	34,671	36,205	37,827	152,955	157,444
신규 발생 금융리스 매출				103,424	81,032	84,616	88,407	357,478	366,154
신규 발생 운용리스 매출				3,076	2,410	2,517	2,630	10,633	10,891
리스채권 만기분석표에 따른 금융리스 매출E				21,351	21,351	21,351	21,351	85,406	79,541
미래 최소리스료 내역에 따른 운용리스 매출E				117,671	117,671	117,671	117,671	470,686	632,320

동사의 매출추정은 리스회계 처리를 고려하였다. 추정의 주요 가정은 다음과 같다.

6.2.1 매출추정 가정

매출추정 가정	
가정 1	동사는 2Q19부터 금융리스를 매출 인식에 적용하였다. 이후 렌탈 계정은 금융리스 계정과 운용리스 계정으로 구분된다.
가정 2	2Q19 기준 금융리스 계약은 해당 분기 신규 계약 건수의 60%를 차지했다.
가정 3	2021, 2022년 금융리스 계약은 전체 계약 건수의 70%를 차지하는 것으로 가정한다.
가정 4	2021, 2022년 운용리스 계약은 전체 계약 건수의 30%를 차지하는 것으로 가정한다.
가정 5	금융리스 계약은 그 계약금액의 60%가 당분기 매출액에 반영된다. 나머지 40%는 남은 계약 기간 동안 정액법으로 나누어 반영하지만, 추정의 편의상 0으로 가정하였다.

6.2.2 매출추정 단계

매출추정 단계	
STEP 1	단위분기당 운용리스 렌탈가격(P1) 계산: 금융리스 도입 이전인 1Q19의 매출액은 모두 운용리스 매출액이다. 1Q19 매출액을 당분기 총계정수로 나누어 P1을 계산하였다. P1은 69,515원이다.
STEP 2	단위렌탈당 금융리스계약금액(P2): 2Q19의 매출액은 운용리스와 금융리스로 나뉜다. 당분기에 신규로 증가한 계정 중 60%가 운용리스, 40%가 금융리스임을 가정하였다. (가정 2) 운용리스 매출액은 $P1 * (1Q19 \text{ 총계정수} + 2Q19 \text{ 계정증분} * 0.6)$ 으로 추정하였다. 금융리스 매출액은 당분기 매출액에서 운용리스 매출액을 차감한 값으로 추정하였다. 이 값을 당분기 금융리스 계약건수(=계정증분*0.4)로 나누어 P2를 구하였다.
STEP 3	(ㄱ)~(ㄷ) 계정 수 순증: 투포1 계정 수 추정에서 값을 참고하였다.
STEP 4	(ㄹ)은 해당 분기 계정 순증합에 0.7을 곱하여 계산하였다. (가정 3)
STEP 5	(ㄴ)은 해당 분기 계정 순증합에 0.3을 곱하여 계산하였다. (가정 4)
STEP 6	(ㅂ) 당분기 계약에 대한 금융리스 매출액 = (ㄹ)*(P2)*0.6 (가정 5)
STEP 7	(ㅅ) 당분기 계약에 대한 운용리스 매출액 = (ㄴ)*(P1)
STEP 8	(ㅇ)은 동사의 사업보고서의 값을 그대로 반영하였다.
STEP 9	(ㅈ)에서 2022년 값은 사업보고서 최소리스료 구분 중 '1년 초과 5년 이내' 항목의 값에 0.5를 곱하여 계산하였다.

6.2. 매출원가 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	418,792	663,714	786,635	924,203	1,088,906
매출액 YoY (%)		58.5%	18.5%	17.5%	17.8%
매출원가	159,133	246,479	289,528	345,262	406,791
매출원가율	38.0%	37.1%	36.8%	37.4%	37.4%

매출원가의 경우, 분할상장 이후 GPM추이를 확인한 뒤 분기별 계절성이 일정하다는 것을 파악하였고, 이를 반영하여 추정하였다.

6.3. 판매비와 관리비 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	418,792	663,714	786,635	924,203	1,088,906
국내 계정수(단위:개)	1,890,000	2,410,000	1,870,000	2,197,605	2,425,351
해외 계정수(단위:개)			1,050,000	1,216,959	1,514,024

(단위 : 백 만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
판매수수료	76,803	147,988	158,127	185,829	205,087
용역비	40,415	48,226	53,474	62,842	69,354
대손상각비	7,703	4,518	33,458	26,766	21,413
지급수수료	12,612	21,623	23,498	28,198	33,838
서비스비	6,788	6,208	18,579	22,294	26,753
광고선전비	10,636	17,448	17,626	17,807	17,989
기타	6,507	10,827	15,804	11,046	12,559
급여	9,202	11,808	12,808	13,192	13,588
감가상각비	1,067	4,914	5,228	6,193	6,758
경상연구개발비	3,234	3,892	4,776	4,919	5,067
운반비	3,433	4,387	4,038	3,953	4,071
세금과공과	1,827	2,485	3,925	6,200	9,794
지급임차료	3,739	2,395	3,258	3,131	3,131
판매부대비용	3,914	3,352	2,899	3,407	3,760
복리후생비	2,164	2,359	2,707	2,789	2,872
해외시장개척비	2,043	4,126	1,011	3,085	4,627
무형자산상각비	46	47	56	56	56
합 계	192,135	296,602	361,271	401,705	440,716

(ㄱ) 판매수수료, 용역비, 판매부대비용, 서비스비, 지급수수료의 경우 전체 계정수 증가에 연동하였다.

(ㄴ) 대손상각비의 경우 COVID-19 상황에서 생긴 특수한 상황이라 판단하여 감소할 것임을 예상하여 추정하였다.

(ㄷ) 감가상각비 및 무형자산상각비의 경우 6.3.1.에서 추정하였다.

(ㄹ) 이외의 항목들에 대해서는 감소 및 증가 추세를 반영하거나, 고정비적 성격으로 물가상승률을 반영하였다.

6.3.1. 감가상각비 및 무형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
감가상각비 및 무형자산상각비	62,365	88,202	67,159	79,543	86,796
감가상각비	62,319	88,155	67,103	79,488	86,740
판관비 배부 감가상각비	1,067	4,914	5,228	6,193	6,758
판관비 배부율	1.7%	5.6%	7.8%	7.8%	7.8%
건물	712	706	778	778	778
구축물	9	16	31	31	31
기계장치	300	389	451	451	451
차량운반구	63	99	107	107	107
렌탈자산	60,631	84,359	61,366	73,639	81,003
사용권자산	0	3,400	3,515	3,515	3,515
기타	604	-814	856	856	856
무형자산상각비	46	47	56	56	56
영업권	0	0	0	0	0
산업재산권	20	17	19	19	19
회원권	0	0	0	0	0
소프트웨어	27	30	37	37	37

렌탈자산의 경우 운용리스 방식으로 회계 처리되는 제품들에 대해서 인식되는 자산으로, 운용리스로 판매되는 제품의 증가세 가정을 반영하여 추정하였다.

6.4. 기타손익 추정

구분	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차익	2,259	8,813	7,760	0	0
외화환산이익	7,358	8,374	12,032	0	0
유형자산처분이익	9	4	4	6	6
잡이익	8,141	7,369	13,191	9,567	9,567
로열티수익	0	-	7	0	0
기타국고보조금	47	83	18	0	0
기타수익	17,815	24,644	33,013	9,573	9,573

구분	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차손	1,692	4,511	8,872	0	0
외화환산손실	5,905	6,593	16,185	0	0
이자비용	0	-	1,250	0	0
기부금	478	514	429	474	474
유형자산처분손실	13,830	18,325	12,887	15,014	15,014
유형자산손상차손	-501	3,208	2,413	2,896	3,475
무형자산손상차손	8,851	48	-	0	0
기타의대손상각비	0	42	13,737	0	0
매출채권처분손실	4,306	4,738	-	0	0
잡손실	1,660	2,029	3,033	2,240	2,240
기타비용	36,221	40,007	58,806	20,624	21,203

6.5. 금융손익 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자수익	1,074	1,696	3,559	3,867	4,194
외환차익	0	29	93	0	0
외화환산이익	0	0	224	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산처분이익	123	1	0	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산평가이익	1	50	29	0	0
기타포괄손익-공정가치측정금융자산처분이익	0	82	0	0	0
합계	1,197	1,859	3,905	3,867	4,194

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
이자비용	2,520	2,351	1,888	1,233	1,233
외환차손	0	14	10	0	0
외화환산손실	0	13	70	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산처분손실	180	-	36	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	68	0	8	0	0
금융수수료	5	0	-	0	0
합계	2,773	2,378	2,011	1,233	1,233

6.6. 법인세 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세차감전순이익	47,542	104,750	111,937	168,818	232,729
법인세비용	9,362	24,870	25,353	38,237	52,712
유효법인세율	19.7%	23.7%	22.6%	22.6%	22.6%

6.7. Earning Table

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	418,792	663,714	786,635	245,523	222,465	226,156	230,059	924,203	1,088,906
매출액 YoY (%)	-	58.5%	18.5%	-9.4%	1.7%	1.7%		18%	
매출원가	159,133	246,479	289,528	95,622	71,070	79,438	99,132	345,262	406,791
매출총이익	259,658	417,235	497,107	149,902	151,394	146,718	130,927	578,941	682,115
GPM (%)	62.0%	62.9%	63.2%	61.1%	68.1%	64.9%	56.9%	62.6%	62.6%
판매비와관리비	192,135	296,602	361,271	100,426	100,426	100,426	100,426	401,705	440,716
영업이익	67,524	120,632	135,836	49,475	50,968	46,292	30,501	177,236	241,398
OPM (%)	16.1%	18.2%	17.3%	20.2%	22.9%	20.5%	13.3%	19.2%	22.2%
기타수익	17,815	24,644	33,013	2,393	2,393	2,393	2,393	9,573	9,573
기타비용	36,221	40,007	58,806	5,156	5,156	5,156	5,156	20,624	21,203
금융수익	1,197	1,859	3,905	967	967	967	967	3,867	4,194
금융원가	2,773	2,378	2,011	308	308	308	308	1,233	1,233
법인세차감전순이익	47,542	104,750	111,937	47,371	48,864	44,187	28,397	168,818	232,729
법인세비용	9,362	24,870	25,353	9,559	13,178	0	0	38,237	52,712
당기순이익	38,180	79,879	86,583	37,812	35,686	44,187	28,397	130,582	180,017
지배기업소유주지분	34,408	64,835	74,515	43,936	41,465	51,344	32,996	112,381	154,925
비지배기업소유주지분	3,772	15,044	12,068	-6,124	-5,780	-7,156	-4,599	18,201	25,091

6.1. Valuation Method 선정 논리 : Peer P/APS Valuation

일반적으로 사용되는 상대가치 방식인 PER Method는 동사의 주가를 설명하기에 적합하지 않다. 19'2Q 금융리스 전략이 도입된 이후 소비자가 선택하는 의무계약기간에 따라

해당 매출이 결정되는 구조이기 때문이다. 금융리스 매 시기마다 어떤 방식이 선호되었는지 trailing 하기 어렵고, (Historical PER method 제외) 다른 기업 (코웨이 등)도 이를 예측할 수 없다. (Peer Historical PER Method 제외) 또한, 다른 기업과 동사의 금융리스/운용리스 비율이 모두 다르기 때문에 이익률이 상이하하다(Peer PER Method 제외). 따라서 PER Method를 valuation 논리에서 제외하였다. 다만 매출추정시에는 소비자의 행동패턴 확률 분포가 저가형 금융리스 상품을 선택할 확률이 높아진다는 본 보고서의 논리에 따라 저가형에 skewed된 분포를 상정하였다.

DCF(Discounted Cash Flow) 등의 절대가치평가법 또한 차용하기 어렵다고 판단하였다. DCF 방법을 취하기 위해서는 향후 들어오는 현금흐름을 추정하여야 하는데 추정하는 기간과 수많은 변수들의 가정에 따라 결과값이 매우 상이하기 때문이다. 금융리스 회계처리 방식 특성상 기간에 대한 추정이 매우 불확실하기 때문에 추정기간이 중요한 DCF 밸류에이션은 선정하지 않았다.

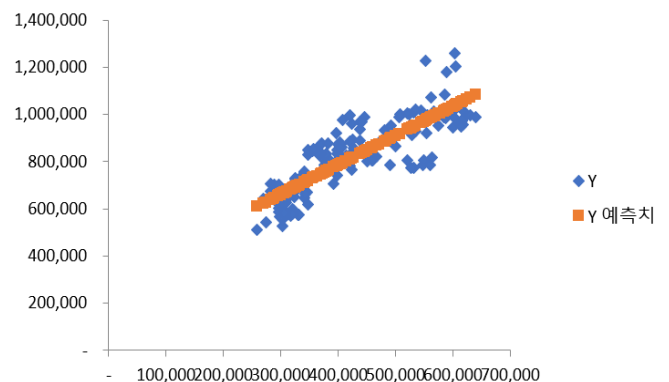
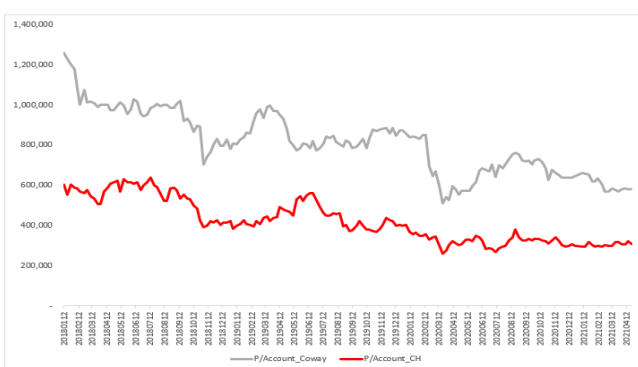
이에 본 보고서에서는 P/APS(Price to Account per share) 방식을 선정하였다. 본 밸류에이션 방식이 다소 생소하지만, 다음의 논리로 선정하였다.

(ㄱ) 동사와 코웨이의 주가는 매우 비슷하게 움직인다. 코웨이의 매각이슈, 금융리스 도입 등의 노이즈를 제거하면 두 주가 추이는 동행하는 것을 확인할 수 있다.

(ㄴ) 회귀분석 결과, 동사와 코웨이의 PER은 0.16의 유의하지 않은 R² 값을 지닌다. 금융리스 도입 이후 왜곡된 이익의 차이 때문에 PER 방법으로 주가를 설명하기는 어렵다는 것을 반증한다.

(ㄷ) 반면 동사와 코웨이의 P/APS 간 R²는 0.72로 상대적으로 높은 상관성을 지니고 있는 것으로 확인되었다. 이는 시장이 두 기업을 바라볼 때 계정의 증가세, 소비자들이 이 기업의 제품을 선호하는 정도에 적절하게 반응한다는 것이라고 판단하였다.

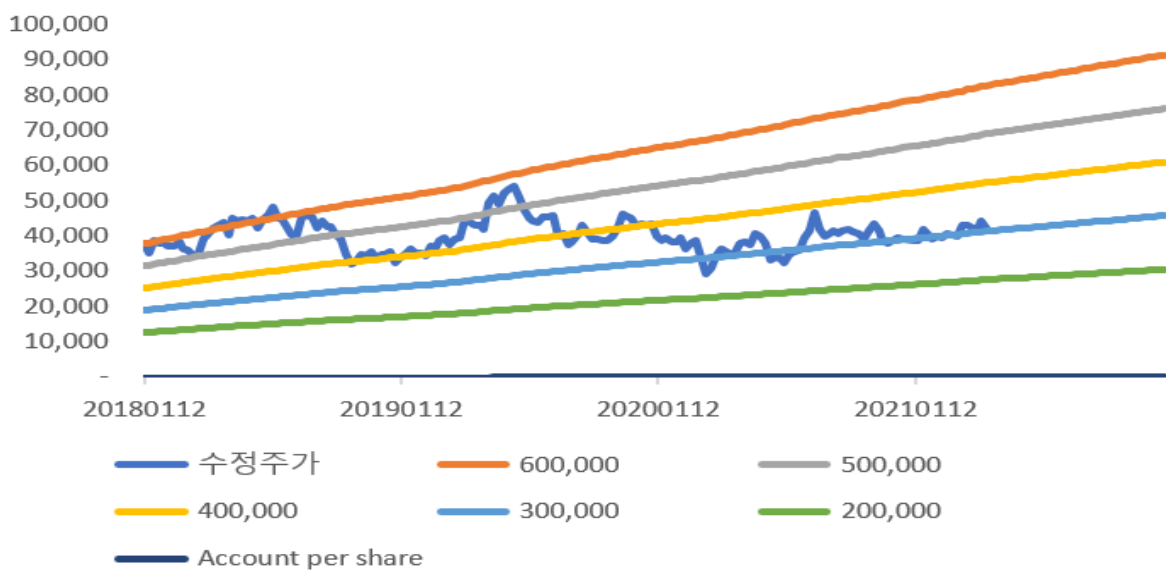
주가추이와의 상관성이 밸류에이션 방식의 적절성을 담보하지는 않지만, 일반적으로 사용되는 PER 대신 더 높은 정합성을 보인다는 것에서 밸류에이션 방식을 설정하게 되었다.



위 그림을 통해 우리는 두 가지를 알 수 있다.

(ㄱ) 시장에서 코웨이와 동사를 바라보는 시각이 비슷하다는 것이다. 시장에서는 렌탈시장에 대한 평가가 지속적으로 하락하고 있다. 코웨이의 MBK Partners 사모펀드 경영 이슈, 금융리스 도입 등의 외부적 요인에 의한 영향들을 감안하고 살펴보면 렌탈 산업에 대한 기대가 성숙하다는 것을 확인할 수 있다. 또한 국내 경쟁이 심화되면서 코웨이와 쿠쿠홈시스의 점유율 보존에 대한 우려도 존재한다고 예상된다.

(ㄴ) 평균적으로, 또한 매우 지속적으로 동사의 P/APS는 코웨이 대비 48%의 할인율을 적용 받고 있다. 이는 렌탈 산업이 구조적으로 2위 업체가 1위 업체를 역전하기 어렵다는 시장의 예상, 영위하는 렌탈 제품군의 차이, 기업 규모의 차이 때문에 역사적으로 유의한 상관성을 가지고 할인 받아왔다고 생각한다.



본 보고서는 다음의 이유들로 동사의 P/APS 의 할인율이 과도하다고 판단한다.

(ㄱ) 동사와 코웨이의 P/APS의 추이가 동일하다는 점과 지속적인 계정수의 우상향에도 불구하고 주가의 하락 추세인 점을 동시에 고려하면 렌탈 산업 자체에 대한 소외가 존재한다는 결론에 도달하게 된다. 본 보고서의 논리에 따라 정수기 시장의 구조적인 성장은 이제부터 본격적으로 시작하는 트렌드이며 매년 17%씩 성장하는 시장을 무시할 필요는 없다.

(ㄴ) 국내시장의 경우 지난해 렌탈 시장 합산 계정수에서 코웨이의 점유율은 3.6% 감소한 반면, 동사의 점유율은 0.8% 상승하였다. 이는 1인가구의 구조적 증가, COVID-19 상황에서 자가관리형 렌탈 정수기 약진 등에 따라 동사의 저가형 모델이 본격적으로 수혜를 입게 될 것임을 매우 의미 있게 보여준다. 또한 펫 가전 등의 렌탈 포트폴리오의 다각화는 PPC의 상승으로 이어질 것이다.

(ㄷ) 말레이시아 시장에서의 분기별 계정 순증감을 확인하면 1위 업체인 코웨이와 큰 차

이가 없이 꾸준히 동반 성장하는 모습을 보인다. SK Magic은 성공적인 진입을 위해서는 방문판매가 필수적인 해외시장에서 코로나 시대에 어려움을 겪고 있다.

(ㄹ) 코웨이는 동사가 인적 분할하였던 2018년 당시 MBK Partners 사모펀드에 의해 경영되고 있었다. 2012년 인수된 뒤 2019년 매각 이전까지 코웨이는 배당성향이 평균 71%이었지만, 매각 이후 현재 배당성향은 20%를 하회한다. 반면 동사는 20년 배당을 DPS 560원에서 DPS 600원으로 상향하였는데, 이익 규모의 증가로 배당 규모는 꾸준히 확대될 것을 예상한다. 배당 가치의 차이로 할인을 받을 이유는 더 이상 존재하지 않는다.

이에 현재의 코웨이 P/APS 값을 25% 할인한 436,681를 Target P/APS로 설정한다. 25%라는 값은 P/APS 방식을 통해 도출한 Target Price의 Implied PER이 PER Band 상 역사적 저점보다 떨어질 수 없도록 하는 가장 보수적인 수치이다.

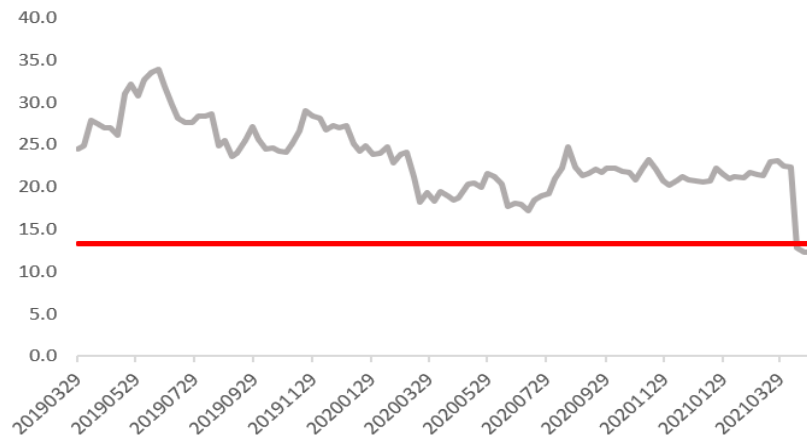
2021E	
유통가능주식수(주)	22,422,380
Account	3,414,564
2021E APS (Account per share)	0.15
Target P/APS Multiple	436,681
목표주가(원)	66,500
현재주가(원)	42,200
상승여력	57.6%

Target Peer P/APS Multiple	
코웨이(21.4.23)	582,242
할인율	25%
Peer P/APS	436,681

2021년 목표주가 66,500원 상승여력 57.6% 로 투자의견 Buy를 제시한다.

투자자들에게 여전히 생소한 밸류에이션이라고 느껴질 수 있으므로, Implied PER Valuation을 시행해주었다. 이를 통해 도출한 목표주가는 쿠쿠홈시스의 Historical PER Band 의 하단에 위치한 값으로 밸류에이션에 부담이 없다.

Implied PER Valuation	
목표주가(원)	66,500
유통가능주식수(주)	22,422,380
2021E 지배주주 귀속 당기순이익 (백 만원)	112,381
EPS(원)	5,012
PER	13.27



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.