

APR.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

## 유통(렌탈)

저성장, 그리고 위생에 대한 관심 확대  
: 렌탈 산업 성장의 기반

유통/미디어/레저. 손윤경 | 3773-8477, skcase1976@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com

# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

**손윤경, CFA**

skcase1976@sk.com  
02-3773-8477



R.A

**전영현**

yj6752@sk.com  
02-3773-9181

## 유통(렌탈)

### 저성장, 그리고 위생에 대한 관심 확대: 렌탈 산업 성장의 기반

렌탈 서비스의 성장세는 시간이 갈수록 확대. 산업의 성장을 고려했을 때, 매력적인 투자 대안을 찾아 볼 필요가 있음. 코웨이의 경우, 사업의 매력이 이미 실적과 주가에 반영되어 있음. 이에 당사는 SK 네트워크를 성장하는 렌탈 산업의 매력을 가장 잘 보여 줄 수 있는 투자대안으로 제안. SK 네트워크의 렌탈 사업은 지금까지 매출 비중이 높지 않아 주목 받지 못하였으나, 렌탈 사업은 향후 SK 네트워크의 성장을 주도할 사업부문.

### 렌탈 산업의 고성장, SK 네트워크를 Top-pick 으로 선정

렌탈 서비스의 주요 가입채널인 홈쇼핑에서 렌탈 상품들의 성장은 눈에 띈다. 통상 홈쇼핑에서의 매출은 많은 시간을 편성하면 매출이 증가하는데, 렌탈 상품은 편성 시간을 크게 확대하지 않음에도, 매출이 지속적으로 증가하고 있다. 이는 렌탈 수요의 풍부함을 보여준다. 이러한 렌탈 수요의 증가는 선택재에 대한 소비 욕구가 증가한 것에 비해 소득이 증가하지 못하는 것이 원인으로 판단된다. 즉 과거보다 소득 수준이 높아져 고가의 선택재 소비를 원하지만, 일시불로 구매할 여력은 부족한 소비자가 렌탈의 주요 고객이다. 향후에도 소득의 눈에 띄는 성장을 기대하기 어렵다는 측면에서 렌탈 수요의 고성장은 지속될 전망이다.

렌탈 시장의 고성장이 기업의 성장으로 이어질 수 있는 업체로 SK 네트워크를 선정, Top-pick 으로 추천한다. SK 네트워크는 기존 주력사업인 에너지마케팅과 정보통신 사업부에서 유통과 휴대폰 단말기 유통을 통해 얻고 있는 안정적인 이익을 기반으로, 렌탈 사업인 렌터카와 생활용품 렌탈을 통해 성장을 본격화할 전망이다.

### 저성장에 가장 적합한 비즈니스 모델, 렌터카

렌터카 업체들의 수익모델은 필수 소비재이면서도 선택적 소비이기도 한 자동차의 특성상 저성장 국면에서 매우 매력적인 비즈니스 모델이다. 실제로 렌터카 회사의 주요 수익모델인 렌탈 서비스와 중고차 매매 수요는 저성장 국면에서 모두 증가하고 있다.

소비자들 사이에서 경기 둔화에 대한 인지가 확대되며 합리적 소비 역시 확산되고 있다. 합리적인 소비는 두 가지 다른 모습으로 나타나는데, 필수재에 대한 소비는 가격에 매우 민감한 반면, 선택적 소비는 가성비를 중요시하는 경향이 나타난다. 이를 자동차 시장에 적용해 보면 가격에 민감한 필수 소비는 중고차 수요 증가로 나타나고 선택적 소비에서 나타나는 가성비를 중요시 여기는 소비는 렌터카 수요의 증가로 나타나고 있다.

### 정수기를 시작으로 확산된 가정용품 렌탈 서비스, 품목을 확대하며 성장 중

정수기를 시작으로 확산된 가정용품 렌탈 서비스는 비데, 공기청정기, 매트리스 등 품목을 확대하며 성장 중에 있다. 가정용품 렌탈 서비스는 위생에 관심이 높아지며 수요가 증가하고 있는 경향도 보이는데, 위생 관리가 필요한 제품에 관리서비스를 결합한 렌탈 서비스가 가정용품의 효율적인 판매방법으로 자리잡았다. 가정용품 렌탈 시장은 선발업체인 코웨이가 신규 품목 개발을 주도하는 가운데, 후발 업체들이 가격 경쟁력 혹은 제품 차별화를 통해 시장을 확대하는 모습이다.

# Contents

<b>1. 렌탈 산업의 성장을 보여줄 투자 대안: SK 네트워크스</b>	<b>3</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 선택재에 대한 수요 증가 vs 충분하지 못한 소득: 렌탈 시장 성장의 핵심</li> <li>(2) Top-pick, SK 네트워크스: 주요 렌탈 시장에서 M/S 확대 중</li> <li>(3) 코웨이: 정수기 렌탈 시장을 개척, 품목 확대를 통해 성장 중</li> </ul>	
<b>2. 렌터카 시장의 수요와 경쟁력</b>	<b>6</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 신차 렌탈: 자동차를 선택적 소비재로 인지하는 수요를 흡수</li> <li>(2) 중고차: 자동차를 필수재로 여기는 소비여력이 낮은 수요를 흡수</li> <li>(3) 렌터카 업체의 경쟁력은 '자금력'</li> </ul>	
<b>3. 가정용품 렌탈 시장의 수요와 경쟁력</b>	<b>12</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 가정용품 렌탈: 경기문제보다는 위생관리 서비스에 대한 기대</li> <li>(2) 정수기의 고성장은 일단락, 품목을 확대하며 성장 중</li> <li>(3) 절대적으로 작은 규모의 후발 주자들은 차별화로 성장 중</li> </ul>	
<b>개별기업분석</b>	
<b>1. SK 네트워크스</b>	<b>18</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 렌탈 산업의 성장을 고스란히 누릴 업체</li> <li>(2) 렌터카: 저성장 국면에서 가장 매력적인 사업 모델</li> <li>(3) 가정 용품 렌탈 사업</li> </ul>	
<b>2. 코웨이</b>	<b>30</b>

## Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 28일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 렌탈 산업의 성장을 보여줄 투자 대안: SK 네트워크스

### (1) 선택재에 대한 수요 증가 vs 충분하지 못한 소득

#### : 렌탈 시장 성장의 핵심

렌탈 서비스에 가입하게 되는 다양한 채널들이 있겠지만, 최근 홈쇼핑에서 판매되는 렌탈 상품들의 성장은 눈에 띈다. 통상 홈쇼핑에서의 매출은 많은 시간을 편성할 때 매출이 증가하는데, 렌탈 상품은 편성 시간을 크게 확대하지 않았음에도 불구하고 매출이 지속적으로 증가하고 있다. 렌탈 수요가 증가하고 있음을 의미한다.

이러한 렌탈수요는 절대적으로 높은 수준의 소득을 얻고 있으면서도 소득의 성장률은 낮은 현재 한국 경제 상황의 결과물이다. 절대적으로 높은 수준의 소득은 선택재에 대한 소비 욕구를 자극하고 있지만, 소득의 성장이 낮아 선택재를 원하는 만큼 적극적으로 소비할 수는 없는 것이다. 이러한 소비자들에게 렌탈 서비스는 합리적인 비용으로 욕구를 충족시킬 수 있는 방법이다. 당사는 향후 경제 성장률이 가파르게 개선될 가능성이 높지 않을 것으로 전망하고 렌탈산업의 장기 고성장을 예상한다.

2016년 한국의 인당 GDP는 27,533 달러다. 인당 GDP가 가장 높은 국가로 50,000 달러 대에 미국과 오스트레일리아가 있고, 뒤를 이어 40,000 달러 대의 캐나다, 독일, 30,000 달러 대에 영국, 프랑스, 이탈리아, 일본, 홍콩 등이 있는 점을 고려하면 인당 GDP 27,533 달러는 절대적으로 높은 수준이라 볼 수 있다. 생활 수준 자체는 높아진 것이다. 즉 이미 필수재는 충분히 소비하는 수준이다. 반면, 선택재에 대한 수요는 소득이 높아질 수록 증가한다. 따라서 국내 소비자들의 선택재에 대한 소비 욕구는 절대적으로 높다.

선택재들의 경우 대체로 고가의 품목으로 소비를 하기 위해서는 큰 지출을 필요로 한다. 그런데 현재 소득수준이 높더라도 한국 경제는 가파른 성장을 기대하기 어려울 것으로 예상되고 있어 현재의 소비를 무작정 확대하기는 어렵다. 따라서 선택재에 대한 소비 욕구가 강하지만, 구매를 통해 선택재에 대한 소비를 충분히 만족시킬 수 있는 경제력을 갖지 못한 소비자들이 렌탈을 통해 본인의 욕구를 충족시키고 있다.

또한 렌탈 서비스는 선택재에 대한 소비 욕구를 한 단계 상승시키는 역할도 하는 것으로 추정한다. 렌탈 서비스를 통해 선택재를 소비하고 이에 대해 만족감을 느꼈다면, 다른 선택재에 대한 소비 욕구도 증가할 가능성이 높다. 결국, 소득의 성장은 제한되어 있지만, 선택재에 대한 소비 욕구는 빠르게 증가하는 현상이 지속되며 렌탈 제도를 이용하려는 수요는 지속적으로 성장할 전망이다.

## (2) Top-pick, SK 네트워크: 주요 렌탈 시장에서 M/S 확대 중

렌탈 산업의 고성장을 가장 크게 누릴 수 있는 업체로 SK 네트워크를 주목한다. SK 네트워크는 기존 에너지마케팅과 정보통신 사업부에서 유류와 휴대폰 단말기 유통을 통해 창출하고 있는 안정적인 이익을 기반으로, 렌터카와 가정용품 렌탈 사업을 적극적으로 확대하고 있다. 이는 SK 네트워크가 저성장 국면에서 성장을 추구하는 적절한 전략 변화로 판단된다. 당사는 SK 네트워크가 렌탈 사업을 통해 고성장을 누릴 수 있을 것으로 예상하고, 성장하는 렌탈 산업에 있어 매력적인 투자대안으로 추천한다.

SK 네트워크에 대해 목표주가 11,500 원과 투자 의견 매수를 제시한다. 목표주가 11,500 원은 시가총액 2 조 9,000 억원 수준으로 2017 년 지배주주순이익 대비 P/E Multiple 25.0x 수준이다. P/E Multiple 25.0x 은 SK 네트워크가 에너지마케팅, 정보통신 및 상사 사업을 통해 안정적인 현금흐름을 유지하는 가운데, 렌탈 사업을 통해 연평균 20%에 이르는 성장을 보여 줄 수 있을 것이라는 점을 반영한 것이다.

SK 네트워크는 주요 렌탈 시장에서 1 위 사업자는 아니지만, 점유율을 빠르게 확대하는 2~3 위 사업자다. 후발 사업자이지만 풍부한 자금력을 기반으로 1 위 사업자의 경험을 효과적으로 벤치마킹 할 수 있다는 점에서 일정 기간 동안의 고성장은 담보된 수준이다. 실제로 SK 네트워크는 렌터카 시장에서 2 위 사업자로 올라섰고 정수기를 대표로 하는 중소형 가전 렌탈 시장에서는 독보적인 1 위인 코웨이에 이어 청호나이스, 쿠쿠전자와 함께 2 위 그룹에서 점유율을 높이고 있다. 쿠쿠전자가 연간 20 만 계정의 순증이 있는데, SK 매직은 연간 25 만 계정의 순증을 기록하고 있는 점도 SK 네트워크의 성장 가능성을 가늠하게 한다.

### SK 네트워크 Valuation

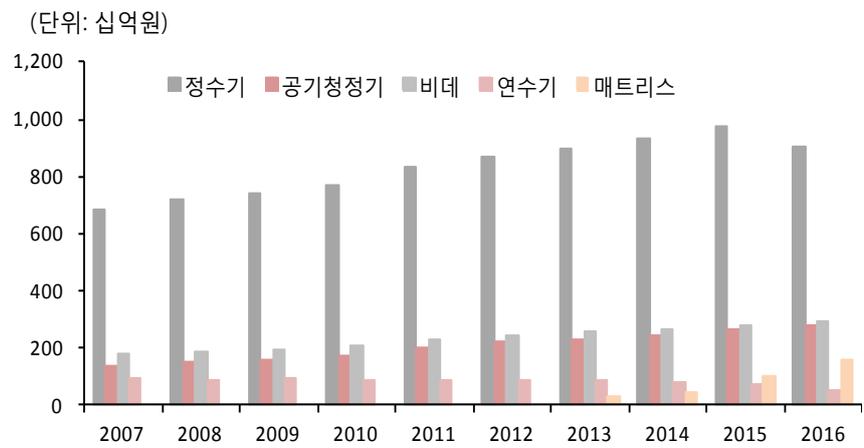
	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	735	-726	1,144	1,455	1,688	1,933
Target P/E Multiple(X)			25.0			
적정시가총액(억원)			28,593			
총주식수(천주)			248,301			
적정주가(원)			11,516			
목표주가(원)			11,500			
목표시가총액(억원)			28,555			

자료: SK 증권

### (3) 코웨이: 정수기 렌탈 시장을 개척, 품목 확대를 통해 성장 중

한편, 가정용품 렌탈 시장을 개척했다고 할 수 있는 코웨이에 대해서도 긍정적인 시각이다. 성장성 측면에서는 상대적으로 부담이 있지만 가정용품 렌탈 시장을 개척한 저력을 바탕으로 실적의 안정성이 돋보이기 때문이다. 가정용품 렌탈 시장에서 가장 비중이 큰 정수기는 이미 높은 보급률을 보이며 성장이 둔화되고 있는 가운데, 코웨이의 점유율이 지속적으로 하락하며 추가 성장에 대한 의구심이 확대되고 있다. 그러나 탄탄한 판매 조직을 통해 정수기에서 공기청정기, 매트리스 등으로 렌탈 품목을 확대하며 정수기의 성장성 둔화를 보완하고 있다. 실제로 코웨이는 얼음정수기 파문이 있었던 2016년을 제외하면 꾸준히 성장하는 모습을 보여주었다. 여기에 탁월한 주주 환원 정책 등을 고려했을 때, 안정성을 중요시 여기는 투자자라면 코웨이에 대한 투자를 고려해 볼 만 하다. 목표주가 110,000 원과 투자의견 매수를 제시한다.

#### 코웨이 제품별 렌탈 매출 추이



자료: 코웨이

#### 코웨이 Valuation

	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	3,431	2,433	3,268	3,724	4,151	4,595
Target P/E Multiple(X)			25.0			
적정시가총액(억원)			81,705			
주식수(천주)			76,381			
적정주가(원)			106,971			

목표주가(원) **110,000**

목표시가총액(억원) **84,019**

자료: SK 증권

## 2. 렌터카 시장의 수요와 경쟁력

렌터카 업체들의 수익모델은 필수 소비재이면서도 선택적 소비이기도 한 자동차의 특성상 저성장 국면에서 매우 매력적인 비즈니스 모델이다. 렌터카 업체들의 주요 수익모델인 렌터카 수요와 중고차 수요가 저성장 국면에서 모두 증가하고 있기 때문이다.

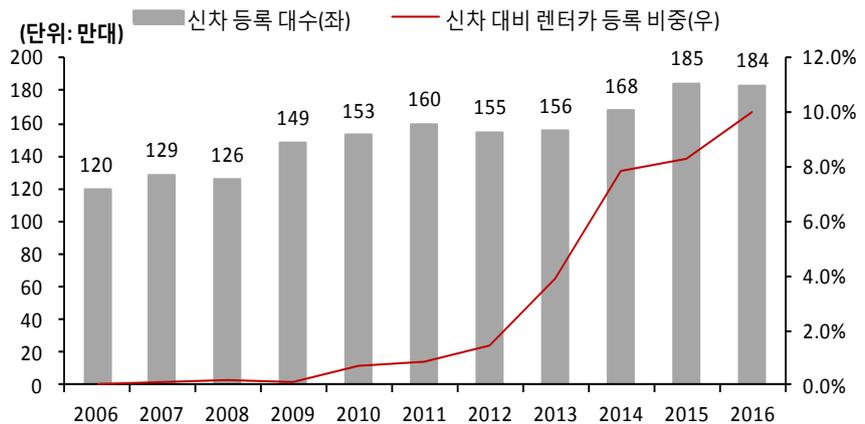
### 신차 렌탈: 합리적 선택재 소비 & 중고차: 합리적 필수재 소비

소비자들 사이에서 경기 둔화에 대한 인지가 확대되며 합리적 소비 역시 확산되고 있다. 합리적인 소비는 두 가지 다른 모습으로 나타나는데, 필수소비에서는 가격에 매우 민감한 반면, 선택적 소비에서는 가성비를 중요시 하는 경향이 나타난다. 이를 자동차 시장에 적용해 보면 가격에 민감한 필수 소비는 중고차 시장의 수요 증가로 나타나고, 선택적 소비에서 나타나는 가성비를 중요시 여기는 소비는 렌터카 수요의 증가로 나타나고 있다.

### (1) 신차 렌탈: 자동차를 선택적 소비재로 인지하는 수요를 흡수

실제로 금융위기 이후 렌터카의 등록 비중은 가파르게 증가하고 있다. 렌터카 수요는 두 가지로 나뉘볼 수 있는데, 단순히 신차를 구매하고 싶지만 목돈이 부담이 되는 수요와 다양한 신차를 이용해보고 싶은 수요다. 당사는 전자보다는 후자의 경우가 렌터카를 이용하는 주된 소비층이라 생각한다. 단순히 목돈이 부담이 되는 수요라면 리스를 활용하거나 할부로 구매하는 것이 보다 저렴한 방법이기 때문이다.

#### 한국 경제의 저성장 본격화되며 렌터카 등록 비중 급증



자료: SK 네트워크, 한국렌터카사업조합연합회

즉 신차 렌탈 서비스는 기본적으로 소비 욕구와 경제력의 미스 매칭이 형성하는 수요다. 이러한 수요는 한국 경제의 저성장이 지속되는 동안 계속 증가할 것이다. 더욱이 렌탈 서비스를 통해 신차를 소비하며 만족감이 높아지면 더 좋은 차에 대한 소비 욕구 또한 증가할 가능성이 높다. 만족의 경험은 더 큰 만족을 추구하는 경향이 있다. 따라서 이들은 렌탈 기간이 만료되면 기존 차량을 인수하기 보다 월렌탈료가 높아지더라도 더 좋은 차를 렌탈로 이용할 가능성이 높다. 즉, 신규로 발생하는 렌탈 수요에 더해 렌탈기간 만료 후에도 기존 고객의 재렌탈이 지속되며 렌터카 사업은 장기 고성장이 가능할 전망이다.

한편, 렌탈기간 만료 후 소비자가 인수하는 가격 측면을 고려해봐도 기존 고객이 차량을 인수할 가능성보다는 새로운 차량을 렌탈할 가능성이 높다. 이들은 렌탈을 통해서라도 신차를 운행하고 싶은 수요인데, 렌탈 기간이 완료된 이후에 기존 차량을 구매할 수 있는 가격이 기존 가격의 40%를 상회하는 금액이라면 매력도가 높지 않기 때문이다.

#### 렌터카 이용료 사례

차종	업체	월렌탈료(원)	인수가격(원)	인수총액(원)	차량가격(원)
기아 모닝(휘발유) 스마트 A/T	롯데렌터카	284,000	4,752,000	18,384,000	
	AI렌터카	274,000	4,470,000	17,622,000	
	레드캡렌터카	279,962	4,860,000	18,298,176	
	하나캐피탈	259,270	4,536,000	16,980,960	10,800,000
	JB우리캐피탈	261,500	4,320,000	16,872,000	
	KB캐피탈	275,300	4,536,000	17,750,400	
쉐보레 더 넥스트 스파크 (휘발유) LS Basic A/T	롯데렌터카	314,000	4,880,000	19,952,000	
	AI렌터카	294,000	4,560,000	18,672,000	
	레드캡렌터카	326,661	4,067,000	19,746,728	
	하나캐피탈	278,080	4,880,400	18,228,240	11,620,000
	JB우리캐피탈	297,500	4,299,400	18,579,400	
기아 레이(휘발유) 디럭스 A/T	KB캐피탈	291,700	4,881,000	18,882,600	
	롯데렌터카	363,000	4,611,600	22,035,600	
	AI렌터카	328,000	5,360,000	21,104,000	
	레드캡렌터카	327,779	5,508,300	21,241,692	
	하나캐피탈	322,850	4,611,600	20,108,400	12,810,000
JB우리캐피탈	332,300	4,739,700	20,690,100		
KB캐피탈	331,300	4,996,000	20,898,400		

자료: 업계자료, 굿앤굿 렌터카

주: 2016년 12월 기준, 렌탈 기간 4년으로 가정

장기렌탈 vs 오토리스, 할부구매 비교(1)

	장기렌탈	오토리스	할부구매
등록 부대비용	X	O	O
보험가입	렌트사 명의	계약자 명의	계약자 명의
사고 시 요율 할증	X	O	O
보험료 납부	X	O	O
10부제 등 운행제한	X (관공서제외)	O	O
대여기간 제한	X	O	O
차량관리 서비스	O (프리미엄서비스)	△ (일부업체 제공)	X
사고처리 업무대행	O	△ (일부업체 제공)	X
대차 서비스	무료대차 제공 (프리미엄서비스)	제한적으로 제공	X
LPG차량 이용	O	X	X

자료: 레드캡투어

장기렌탈 vs 오토리스, 할부구매 비교(2)

상황별	항목	할부	리스	메인テナンス리스	장기렌터카
<b>회사 비용 측면</b>					
취득시	대량구매할인	없음	구매력에 따라 할인 상이 (대형사 유리)		
	취득세	비영업용 (승용차 7%, 승용경차 4%)			영업용 (4%)
	등록세	비영업용 (승용차 5%, 승용경차 2%)			영업용 (2%)
	개별소비세	과세			조건부 과세
보유중	자동차세	비영업용 (cc당 80~200원/년, 영업용의 약 10배)			영업용 (cc당 18~24원/년)
	부가세	면세	과세		
	보험료	이용자 요율			렌터카사 요율
	정비비용	개별정비	정비 네트워크 이용으로 저렴		
처분시	중고차 가격변동	이용자부담	회사부담		
<b>회사 부담 비용 외 측면</b>					
	등록시 소유권	이용자명의			렌터카명의
	번호판	일반 번호판			허, 하, 호
	이용가능차종	전 차종			승용 및 15인승 이하 승합
운행시	연료비	LPG불가			LPG가능
	주행거리	제한없음	일반적으로 제한 있음		제한없음
보유중	회계 처리	유형자산 구입	회계기준에 따라 상이		
	세법 상 손금	영업용인 경우 손금처리 가능			
	여신 한도	여신 사용			불포함
처분시	차량 처분	이용자가 처분	회사가 처분		

자료: 한국신용평가의 보고서(2015.12), SK 증권 정리

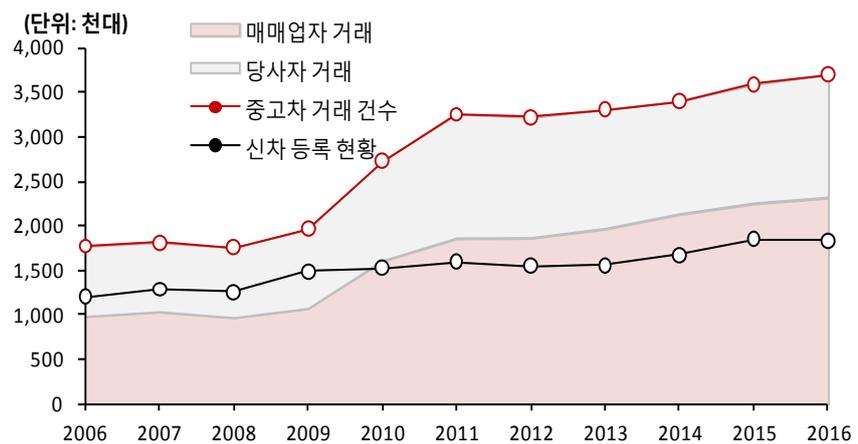
## (2) 중고차: 자동차를 필수재로 여기는 소비여력이 낮은 수요를 흡수

앞서 언급한 바와 같이 렌터카를 이용하는 고객은 자동차를 필수재로 생각하고 합리적인 가격에 구매하여 실용적인 활용을 하는 것이 목적인 수요가 아니다. 따라서 렌탈기간이 만료되면 기존 고객이 차량을 인수하기보다 새로운 차량으로 렌탈을 다시 시작할 가능성이 높다. 이 경우, 렌터카 업체는 기존에 고객이 사용하던 차량이 재고가 되는데, 렌터카 업체는 이 차량을 중고차로 매각하는 것이 일반적이다. 따라서 중고차 매각 역시 렌터카 업체의 주요 사업 모델이다.

당사는 렌터카 시장만큼 중고차 시장 역시 저성장 국면에서 활성화될 가능성이 높을 것으로 전망한다. 앞서 언급한 바와 같이 자동차는 선택적 소비 품목이면서 필수재다. 자동차를 필수재로 여기는 소비는 자동차가 제공하는 기본적인 기능을 최대한 저렴하게 구매하여 오래 동안 이용하려 한다. 이들 역시 저성장 국면에서는 보다 합리적인 구매 채널로 중고차 시장을 이용할 가능성이 높다.

실제로 금융위기 이후 렌터카의 등록 대수 증가와 함께 중고차 거래 역시 가파르게 증가한 것을 확인할 수 있다. 더욱이 중고차 매매가 활성화될수록 거래의 신뢰가 더 중요해지면서 개인간 거래보다 매매업자를 통한 거래가 지속적으로 증가하고 있다.

### 중고차 시장 규모 추이



자료: 국토교통부

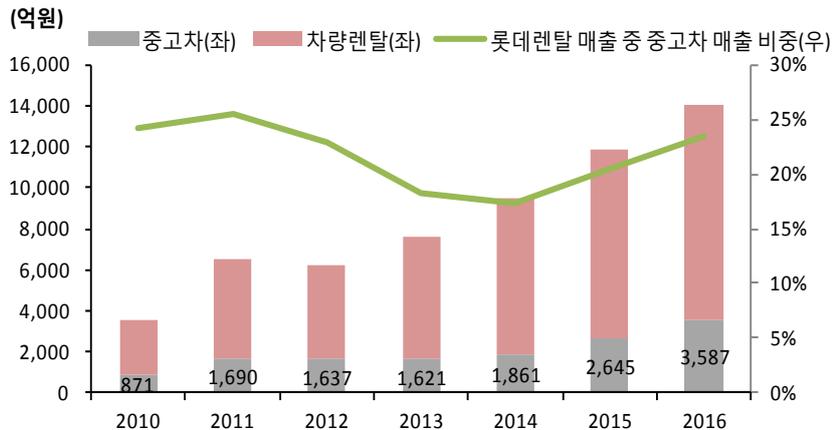
따라서 렌터카 업체들은 중고차 매각을 통해서도 의미있는 매출을 올리고 있다. 대표적인 사례가 롯데렌탈이다. 롯데렌탈은 계정이 가파르게 증가한 2010년 이후 2010년에서 2013년까지는 뚜렷한 중고차 매매 매출이 증가하지 않았으나 평균 렌탈 기간인 3.5년이 지난 2014년부터 중고차 매매 관련 매출이 빠르게 증가하는 모습을 보이고 있다. 이때를 전후로 전체 중고차 거래 중 매매업자 거래 비중 역시 가파르게 증가한 것을 확인할 수 있다. 중고차 수요가 충분한 시장 환경에서 대기업들이 공급하는 중고차에 대한 수요 역시 증가함도 확인할 수 있다.

### 중고차 매매 중 매매업자 거래 비중



자료: 국토교통부

### 롯데렌탈 중고차 매출 및 렌탈 매출 및 중고차 매출 비중 추이



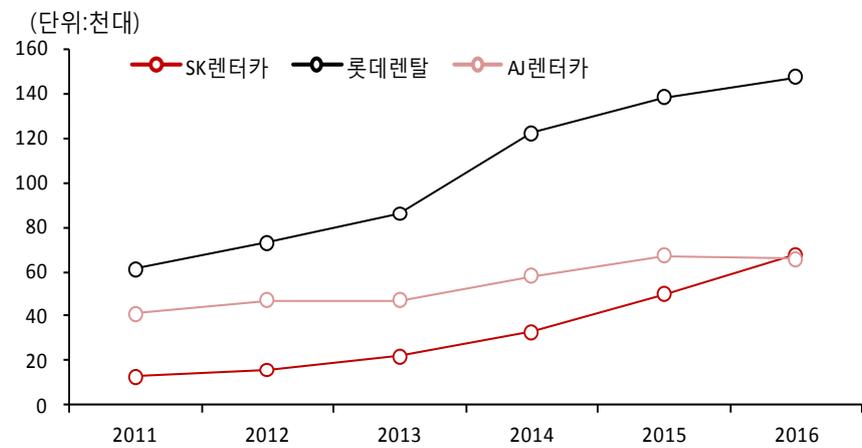
자료: 롯데렌탈

### (3) 렌터카 업체의 경쟁력은 '자금력'

증가하는 자동차 렌탈 수요를 흡수하기 위해 업체들에게 필요한 가장 중요한 경쟁력은 무엇보다 자금력이다. 렌터카를 많이 운영하기 위해서는 사업자가 자동차를 구매해야 하기 때문이다. 일정규모의 렌탈 고객이 확보되지 못하면 신규 렌탈을 위해 필요한 자동차를 구매하는 비용이 렌탈료 수입에 비해 현저히 크다. 즉 손익계산서 상에서는 흑자를 기록하고 있더라도 일정규모 이상이 되지 않으면 렌탈료 수입만으로는 신규 렌탈을 위해 필요한 자동차를 구입할 만큼의 현금을 창출하기 힘들다. 따라서 렌터카 회사들의 경우 자금 조달 능력이 성장을 결정하는 절대적인 경쟁력이다.

실제로 최근 렌터카 사업에서 나타나는 현상은 자금력이 있는 롯데렌탈과 SK 렌터카가 지속적으로 운영대수를 확대하고 있는 반면, 기존 2위 사업자였던 AJ 렌터카의 운영차량수는 정체되고 있다. 이에 따라 2016년말 기준 운영 차량수에서 SK 렌터카가 AJ 렌터카를 제치고 2위로 올라섰다.

#### 렌터카 상위 3사 운영 차량 수: SK 렌터카의 가파른 상승이 눈에 띈다



자료: SK 네트워크, 한국렌터카사업조합연합회

### 3. 가정용품 렌탈 시장의 수요와 경쟁력

#### (1) 가정용품 렌탈: 경기문제보다는 위생관리 서비스에 대한 기대

국내 렌탈 시장에서 눈에 띄는 점은 가정용품 렌탈이 활성화되어 있다는 점이다. 코웨이 정수기를 효과적으로 판매하기 위해 렌탈 서비스를 도입한 이후 위생관리가 필요한 품목들로 서비스를 확대하며 높은 성장을 지속하고 있다.

과거 정수기는 상대적으로 고가의 가정용품으로 소비자가 정수기를 일시불로 구매하기에는 가격이 부담이 되고, 동시에 외판원 형태의 방판인력들이 제공하는 할부 구매에 대해서도 소비자의 부정적인 인식이 많았다. 이를 해결하기 위한 방법으로 코웨이는 기존 할부 제도에 청소 및 필터 교체 등의 관리서비스를 결합하여 월 사용료를 받는 렌탈 서비스를 도입하여 할부에 대한 부정적인 소비자 인식을 지우면서 가격 저항도 낮추며 성공적으로 제품을 판매하였다.

코웨이의 성공을 지켜본 가정용품 사업자들이 적극적으로 렌탈 서비스를 강화했고, 품목은 정수기에서 공기청정기, 비데, 매트리스 등으로 확대되고 있다.

가정용품 렌탈 역시 고가 가정용품의 일시불 구매가 용이하지 않은 소비자들에게 진입 장벽을 낮추는 대안으로 시작되었지만, 가정용품 렌탈 시장이 빠르게 활성화된 더 중요한 이유는 위생관리 서비스를 원하는 소비자가 증가했기 때문이다. 소득수준이 높아지면서 위생에 대한 관심이 크게 증가하며 가정용품 렌탈 업체들이 제공하는 관리 서비스가 더 많은 소비자를 유인한 것이다.

현재도 가정용품 렌탈 시장에서 가장 비중이 높은 품목은 정수기이며 공기청정기, 비데, 매트리스, 인덕션 등이 대표적인 렌탈 상품으로 운영되는데, 모두 위생 관리가 중요한 품목이다. 이들 제품은 주기적으로 필터를 갈아주거나 적절한 청소를 하는 것이 중요한데, 소비자가 직접 하기가 용이하지는 않다. 소비자는 본인이 하기 어려운 관리는 전문가에게 의뢰하고 해당 제품을 사용하면서 월 사용료를 내는 것으로 렌탈 서비스를 인지할 가능성이 높다.

실제로 웅진씽크빅 등에서 고가의 도서를 판매하는 방법으로 도서 렌탈 서비스를 도입했으나, 활성화되고 있지는 못하다. 소비자에게 이용하는 동안 제공할 수 있는 뚜렷한 관리 서비스가 없어 월 사용료를 충분히 책정할 수 없고 소비자 입장에서도 할부로 도서를 구매하는 것 이상의 의미를 부여하지 못했기 때문이다.

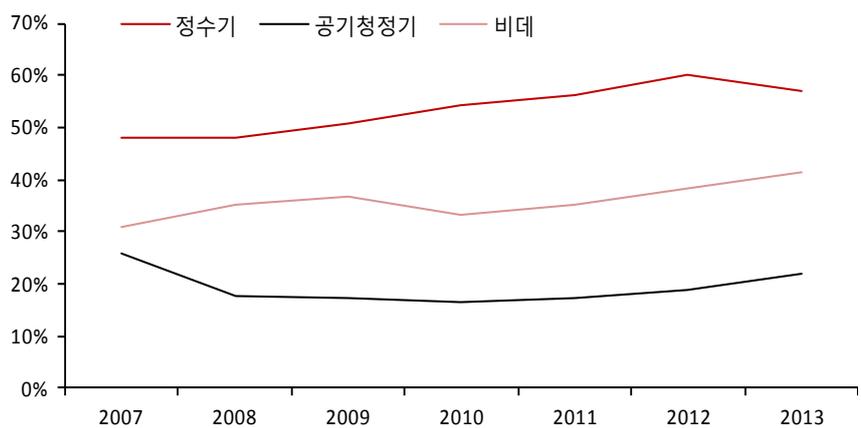
## (2) 정수기의 고성장은 일단락, 품목을 확대하며 성장 중

가정용품 렌탈 시장은 앞서 언급한 바와 같이 품목을 확대하며 성장하고 있다. 가정용품 렌탈 시장의 성장을 주도한 정수기는 이미 일본의 보급률을 상회하는 수준으로 확대되어 추가 성장을 기대하기 쉽지 않다.

특히, 성장이 제한된 정수기 렌탈 시장에서 점유율이 하락하고 있는 코웨이의 성장에 대한 의구심은 언제나 제기되고 있다. 그럼에도 불구하고 코웨이는 꾸준한 성장을 지속하고 있는데, 이는 정수기 이후에도 공기청정기, 비데, 매트리스 등으로 렌탈 서비스가 가능한 제품을 적극적으로 확대하고 있기 때문이다.

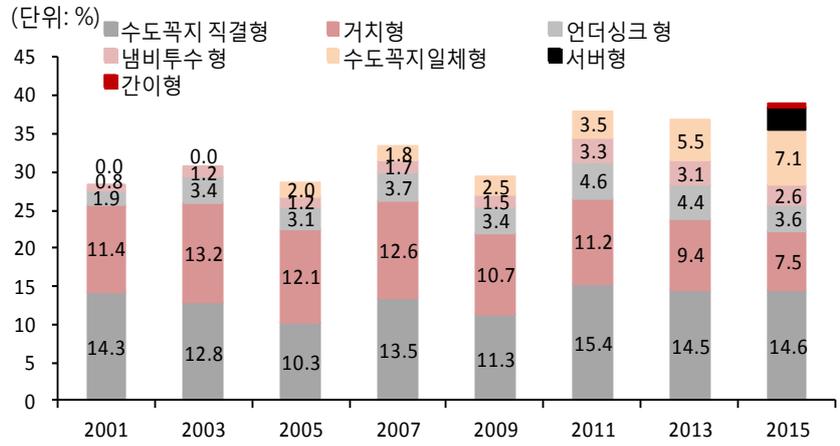
최근에는 침대 매트리스 렌탈 서비스를 확대하고 있는데, 이 역시 청소가 용이하지 않은 품목 중 하나다. 물론, 정수기와 공기청정기, 비데 등의 제품은 기존에 가정에서는 사용하지 않다가 신규로 구매하는 상품이어서 매출 확대가 상대적으로 용이했던 반면, 매트리스는 이미 가정에서 사용하는 제품으로 교체의 필요성을 느낄 때 소비가 되는 제품이어서 수요가 가파르게 성장하고 있지는 못하다. 그럼에도 불구하고 침대를 교체하고자 하는 소비자들은 위생측면에서 청소서비스를 제공하는 매트리스 렌탈을 한 번쯤 고려할 만하다.

### 주요 가정용품 보급율



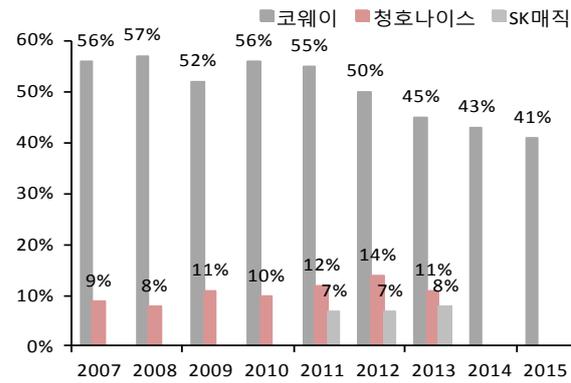
자료: 코웨이

일본 정수기 형태별 보급률



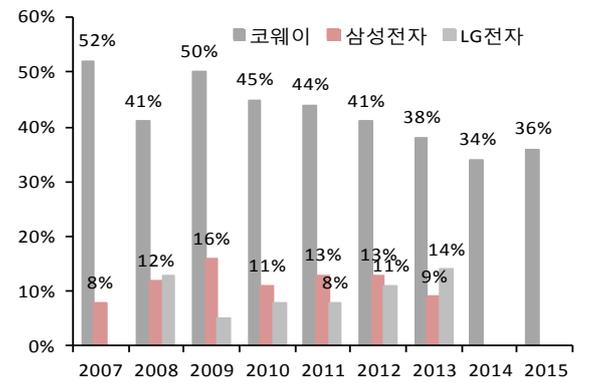
자료: 일본정수기 협회

한국 정수기 시장 업체별 점유율



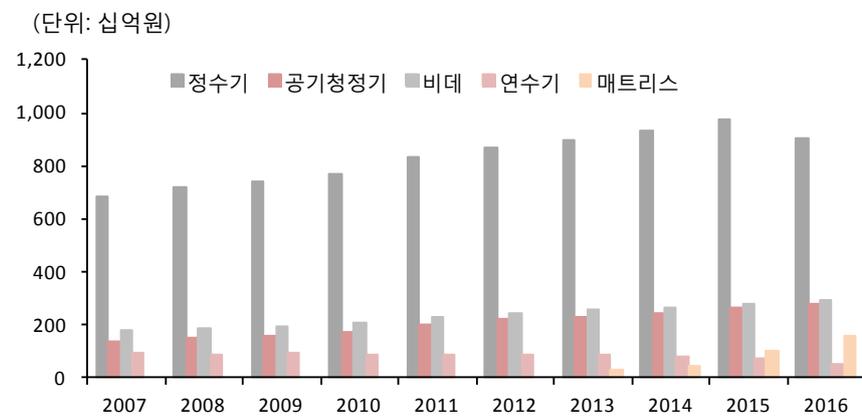
자료: 코웨이

한국 공기청정기 시장 업체별 점유율



자료: 코웨이

코웨이 품목별 매출 추이

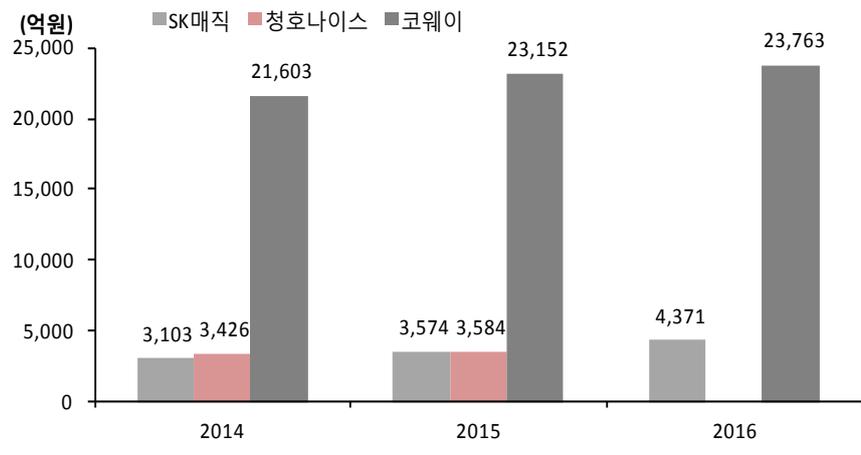


자료: 코웨이

### (3) 절대적으로 작은 규모의 후발 주자들은 차별화로 성장 중 : SK 매직, 실용성을 경쟁력으로 점유율 확대

주요 가정용품 렌탈 시장을 개척하는 업체가 코웨이라면 SK 매직과 청호나이스는 코웨이가 형성한 시장에서 상대적으로 효율성을 높인 제품으로 점유율을 확대하고 있는 업체라 할 수 있다. 현재 가정용품 렌탈 시장은 코웨이가 독보적인 1위 사업자로 자리잡고 있는 가운데, 청호나이스와 SK 매직, 쿠쿠전자가 2위권을 형성하고 있다. 그 중에서도 SK 매직의 최근 성장이 가장 가파르다. SK 매직은 코웨이, 청호나이스와 비교하여 상대적으로 저렴한 제품으로 가정용품 렌탈 시장에서 가입자를 빠르게 확대하고 있다. 이는 SK 매직이 정수기 렌탈 서비스가 대중화되며 저렴한 가격에 필수적인 위생서비스만을 받고자 하는, 실용성을 중요하게 여기는 수요를 자극한 결과다.

코웨이 vs SK 매직 vs 청호나이스 매출



자료 각 사

주: 청호나이스의 2016년 감사보고서가 아직 발표되지 않음

코웨이가 렌탈시장을 형성하던 초기, 정수기는 다른 사람들보다 위생에 관심이 많은 사람들이 주로 쓰는 품목이었다. 이러한 수요는 가격보다는 품질에 대한 민감도가 높아서 고가 정책이 유효했다. 그러나 현시점은 위생을 심각하게 고민하는 소비자들을 대상으로 한 제품의 보급은 완료된 상황이라 할 수 있다. 즉 현재 신규 수요는 다양한 측면에서 위생을 고려하는 소비자들보다는 필수적인 위생관리를 저렴한 가격에 받고자 하는 수요가 대부분이라 할 수 있다. 따라서 SK 매직이 직수형 정수기를 저렴한 렌탈료로 공급하는 전략은 신규 수요를 창출하는 전략인 셈이다.

업체별 정수기 종류별 주요제품 월 렌탈료

종류별	업체명	제품명	모델명	렌탈료(원)	저수방식
냉온정수기	코웨이	마이 한 뺨 정수기 IoCare	CHP-480L	47,900	저수조형
	청호나이스	이과수 옛지 냉온정수기 UV	CHP-3991DL	42,900	저수조형
	<b>SK매직</b>	<b>매직 슈퍼S 정수기</b>	<b>WPUA400CREWHA400C</b>	<b>34,900</b>	<b>직수형</b>
얼음정수기	코웨이	스스로 살균정수기 듀얼 아이스	CPI-390L	51,900	저수조형
	청호나이스	이과수 얼음 냉온정수기 TINY UV a	CHP-5321D	49,900	저수조형
	<b>SK매직</b>	<b>매직 슈퍼 아이스</b>	<b>SIMI900CREW</b>	<b>24,900</b>	<b>직수형</b>
커피정수기	청호나이스	커피 냉온정수기 휘카페 티니	CHP-3960DL	47,900	저수조형

자료: 각 사

주: 각 사 판매사이트에서 인기순 1위 모델을 기준으로 정리

업체별 비데 주요제품 월 렌탈료

업체명	모델명	관리주기	렌탈료	관리항목
교원	KW-B01W3	3개월	21,200	필터 교체(6개월)
				외관 청소 - 전용 세제 사용 - 틈새 송풍구 등
SK매직	BID-082DR	4개월	19,900	작동 상태 점검
				노즐부 청소 노즐팁 교체
청호나이스	CHB-200G	3개월	18,900	비데 외관 청소
				필터 교체(4개월) 송풍구 청소
코웨이	BAS22-A	2개월	24,900	필터 교체(6개월)
				외관 점검(청소) 노즐 점검(청소)
코웨이	BAS22-A	2개월	24,900	세정제 투입
				필터 교체(4개월)
				노즐팁 교체 노즐건조 덕트 교체 고객별 전용 서비스
				스팀 살균 서비스 도기 내부 청소 살균 틈새외관 청소 서비스

자료: 한국소비자원 2016년 4월

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

자본금	6,487 억원
발행주식수	24,819 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	18,540 억원
주요주주	
SK(주)(외4)	40.20%
국민연금공단	6.15%
외국인지분률	20.90%
배당수익률	1.30%

## Stock Data

주가(17/03/31)	7,470 원
KOSPI	2160.23 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	7,840 원
52주 최저가	5,820 원
60일 평균 거래대금	70 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.8%	-2.4%
6개월	11.7%	5.6%
12개월	16.7%	7.8%

SK 네트워크스 (001740/KS | 매수(신규편입) | T.P 11,500 원(신규편입))

## 렌터카 & 정수기 렌탈, 신성장 동력

SK 네트워크스를 렌탈 시장의 성장을 누릴 수 있는 투자 대안으로 추천함. SK 네트워크스는 사업 구조조정을 통해 렌터카 사업 및 가정용품 렌탈 사업으로 역량을 집중할 계획. SK 렌터카는 이미 운행 차량수 기준 2 위권으로 올라서며 저력을 보여주고 있고 2016 년 인수한 SK 매직 역시 고성장에 대한 기대가 높음. SK 매직은 실용성을 높인 제품으로 점유율을 빠르게 개선시키고 있음

## 목표주가 11,500 원과 투자의견 매수로 분석 시작

당사는 렌탈 산업의 성장을 누릴 수 있는 투자 대안으로 SK 네트워크스를 목표주가 11,500 원과 투자의견 매수로 추천한다. 목표주가 11,500 원은 시가총액 2 조 9,000 억 원 수준으로 2017 년 지배주주순이익 대비 P/E Multiple 25.0x 수준이다. P/E Multiple 25.0x 은 SK 네트워크스가 에너지마케팅, 정보통신 및 상사 사업을 통해 안정적인 현금흐름을 유지하는 가운데, 렌탈 사업을 통해 20%에 이르는 이익 성장이 가능할 것이라는 점을 반영한 것이다.

## 사업의 중심이 EM/정보통신/상사 사업에서 렌탈 사업으로 변화

그 동안 SK 네트워크스의 렌탈 사업은 비중이 미미해 주력 사업으로 인지되지 못했다. 그러나 사업 구조조정을 통해 렌탈 사업으로 자원 배분이 증가하며 중요도가 높아지고 있다. 기존 주요 사업인 EM/정보통신/상사 사업은 매출 규모가 크고 안정적인 수익구조를 보유하고 있으나, 절대적으로 낮은 수익성으로 성장을 추구하기가 쉽지 않다. 그러나 렌탈 사업은 수요 성장이 지속되며 수익성 역시 높은 사업으로 SK 네트워크스의 향후 성장을 주도하기에 충분하다.

## 자금력으로 렌터카 시장 주도 & 실용성을 높인 제품으로 가정용품 렌탈 시장 공략

최근 SK 네트워크스는 렌탈 시장 중에서도 규모와 성장성이 높은 렌터카 시장에서 빠르게 점유율을 확대하며 롯데렌탈에 이어 2 위로 도약했다. 신규 고객을 유치하기 위해 자금력이 절대적으로 필요한 렌터카 사업의 특성상, 자금 조달 여력이 충분한 SK 네트워크스의 지속적인 점유율 확대가 기대된다. 또한 가정용품 렌탈 시장에서는 2016 년 인수한 SK 매직이 실용성을 높인 중저가 제품으로 점유율을 개선하고 있다. 2016 년 SK 그룹에 편입된 만큼, 향후에는 IoT 기술을 적용한 프리미엄 제품군을 통한 점유율 개선도 기대해 볼만 하다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	224,081	195,234	184,574	187,339	195,314	201,138
yoy	%	-13.7	-12.9	-5.5	1.5	4.3	3.0
영업이익	억원	2,013	1,911	1,673	2,030	2,419	2,710
yoy	%	-16.4	-5.1	-12.4	21.3	19.2	12.0
EBITDA	억원	3,241	3,411	3,434	4,572	4,624	4,624
세전이익	억원	373	1,243	501	1,430	1,819	2,110
순이익(지배주주)	억원	321	735	-817	1,144	1,455	1,688
영업이익률%	%	0.9	1.0	0.9	1.1	1.2	1.4
EBITDA%	%	1.5	1.8	1.9	2.4	2.4	2.3
순이익률%	%	0.1	0.4	-0.4	0.6	0.7	0.8
EPS	원	129	371	115	461	586	680
PER	배	69.2	14.8	60.1	16.2	12.8	11.0
PBR	배	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.3	8.9	12.1	9.2	8.9	8.8
ROE	%	1.3	2.9	-3.3	4.6	5.5	6.1
순차입금	억원	17,565	16,763	24,172	22,948	22,009	21,174
부채비율	%	237.7	225.6	258.4	267.5	263.6	256.2

## 1. 렌탈 산업의 성장을 고스란히 누릴 업체

당사는 꾸준히 성장하고 있는 가정용품 렌탈 산업과 관련한 투자 대안으로 SK 네트워크를 Top-pick 으로 추천한다. SK 네트워크에 대해 목표주가 11,500 원과 투자익전 매수를 제시한다. 목표주가 11,500 원은 시가총액 2 조 9,000 억원 수준으로 2017 년 지배주주순이익 대비 P/E Multiple 25.0x 수준이다. P/E Multiple 25.0x 은 SK 네트워크가 에너지마케팅, 정보통신 및 상사 사업을 통해 안정적인 현금흐름을 유지하는 가운데, 렌탈 사업을 통해 20%에 이르는 성장을 보여줄 수 있을 것이라는 점을 반영한 것이다.

### SK 네트워크 Valuation

	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	735	-726	1,144	1,455	1,688	1,933
Target P/E Multiple(X)			<b>25.0</b>			
적정시가총액(억원)			28,593			
총주식수(천주)			248,301			
적정주가(원)			11,516			
목표주가(원)			<b>11,500</b>			
목표시가총액(억원)			<b>28,555</b>			

자료: SK 증권

렌탈 수요는 절대적으로 높은 수준의 소득을 얻고 있으면서도 소득의 성장률은 낮은 현재 한국 경제 상황의 결과물이다. 절대적으로 높은 수준의 소득은 선택재에 대한 소비 욕구를 자극하지만, 소득의 성장이 낮아 선택재를 원하는 만큼 적극적으로 소비할 수는 없다. 이러한 소비자들에게 렌탈 서비스는 합리적인 비용으로 욕구를 충족시킬 수 있는 방법이다. 당사는 향후 경제 성장률이 가파르게 개선될 가능성이 높지 않을 것으로 전망하고 렌탈산업의 장기 고성장을 예상한다.

이러한 렌탈 산업의 성장을 가장 크게 누릴 업체로 SK 네트워크를 추천한다. 그 동안 SK 네트워크는 렌탈사업의 비중이 미미해 렌탈 서비스가 주목받지 못했다. 그러나 산업 구조조정을 통해 렌탈 사업으로 자원 배분이 증가하고 있다. 이에 따라 렌탈 사업은 SK 네트워크의 성장을 주도할 사업이 될 전망이다.

실제로 SK 네트워크는 렌탈 시장에서도 규모와 성장성이 높은 렌터카 시장에서 빠르게 점유율을 확대하고 있다. 특히, 초기 점유율 확대를 위해서는 자금력이 절대적으로 필요한 렌터카 사업의 특성상, 자금 조달 여력이 충분한 SK 네트워크의 지속적인 점유율 확대가 기대된다.

또한 가정용품 렌탈 시장에서는 2016년 인수한 SK 매직이 중저가 시장을 기반으로 점유율을 개선하고 있다. 2016년 SK 그룹에 편입된 만큼, 향후에는 IoT 기술을 적용한 신제품 등 프리미엄 제품군의 확대도 기대해 볼만 하다.

## SK 네트워크 분기별 수익전망

단위: 억원

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
매출액	45,482	46,575	44,489	48,028	43,001	44,765	45,008	54,565	195,234	184,574	187,339	195,314
정보통신	11,159	10,590	8,176	15,288	10,266	10,061	9,443	17,658	50,506	45,213	47,428	54,223
Energy Marketing	18,111	19,077	19,278	18,951	17,481	18,425	18,670	18,429	75,895	75,417	73,004	72,921
Car-Life	1,634	1,691	1,822	1,922	1,932	1,898	2,048	2,237	5,788	7,069	8,115	9,202
렌터카	1,022	1,098	1,161	1,245	1,295	1,282	1,360	1,533	3,410	4,526	5,470	6,451
경정비	612	593	661	677	636	617	687	704	2,377	2,543	2,645	2,751
sk매직	1,005	1,049	1,124	1,193	1,207	1,261	1,366	1,442	3,574	4,371	5,275	6,666
렌탈	405	445	492	537	571	621	689	752	1,289	1,879	2,632	3,846
가전	600	604	632	656	636	640	677	690	2,285	2,492	2,643	2,820
상사	12,217	13,178	13,539	14,889	11,606	12,519	12,862	14,145	54,960	53,823	51,132	49,854
워커힐	477	571	593	630	509	602	620	655	2,241	2,271	2,386	2,450
영업이익	205	351	390	530	350	481	522	677	1,911	1,476	2,030	2,419
정보통신	209	198	176	333	192	188	203	385	1,185	916	968	1,106
Energy Marketing	227	213	325	183	228	230	229	223	1,047	948	909	941
Car-Life	69	82	114	103	85	96	132	124	292	368	438	506
sk매직	111	91	102	88	127	111	128	121	282	392	487	628
상사	86	86	118	170	82	82	112	162	341	460	437	426
워커힐	-77	-13	-23	43	-51	36	37	39	72	-70	62	147
그룹 공통비	-420	-306	-422	-390	-313	-262	-319	-377	-1,308	-1,538	-1,271	-1,335
영업이익률	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%	1.2%
정보통신	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
Energy Marketing	1.3%	1.1%	1.7%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
Car-Life	4.2%	4.8%	6.3%	5.4%	4.4%	5.0%	6.5%	5.6%	5.0%	5.2%	5.4%	5.5%
sk매직	11.0%	8.7%	9.1%	7.4%	10.5%	8.8%	9.4%	8.4%	7.9%	9.0%	9.2%	9.4%
상사	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%
워커힐	-16.1%	-2.3%	-3.9%	6.8%	-10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	3.2%	-3.1%	2.6%	6.0%
세전이익	28	163	46	-171	200	331	372	527	1,243	66	1,430	1,819
세전이익률	0.1%	0.3%	0.1%	-0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	0.6%	0.0%	0.8%	0.9%
계속사업순이익	5	101	-13	193	160	264	298	421	916	287	1,144	1,455
지배주주순이익	5	100	-15	-817	160	264	298	421	735	-726	1,144	1,455

자료: SK 네트워크, SK 증권

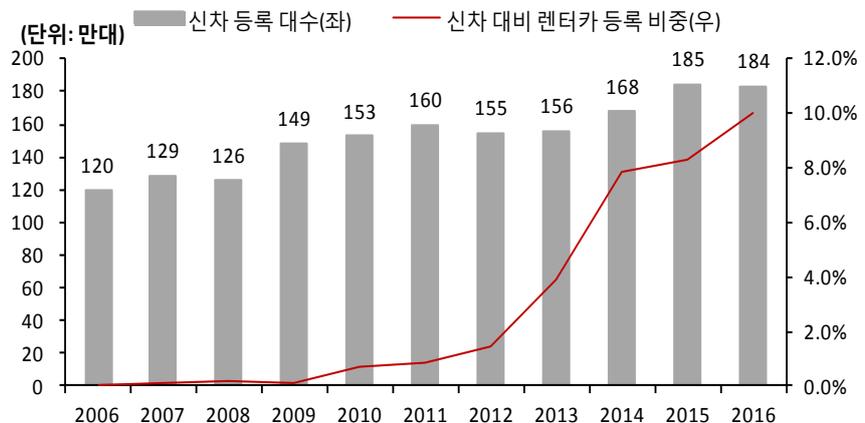
주: 부문별 매출 및 영업이익은 회계기준이 아닌 현재 보유 사업을 중심으로 이전 사업들의 실적을 정리한 것(예: SK 매직)

## 2. 렌터카: 저성장 국면에서 가장 매력적인 사업 모델

자동차는 필수 소비재이면서도 선택적 소비이기도 하다. 이러한 자동차의 특성상 SK 렌터카의 수익모델은 저성장 국면에서 매우 매력적인 비즈니스 모델이다. 렌터카 업체의 주요 수익모델인 ‘차량 렌탈 서비스’와 ‘중고차’ 수요가 모두 증가하고 있기 때문이다.

경제성장률 둔화와 함께 확산되고 있는 합리적인 소비는 두 가지 다른 모습으로 나타나는데, 필수소비에 대해서는 가격에 매우 민감한 모습이 나타나는 반면 선택적 소비는 가성비비를 중요시 하는 경향이 나타난다. 이를 자동차 시장에 적용해 보면 가격에 민감한 필수 소비는 중고차 시장의 수요 증가로 나타나고 선택적 소비에서 나타나는 가성비비를 중요시 여기는 소비는 렌터카 수요의 증가로 나타나고 있다. 렌터카 사업은 이러한 두 가지 다른 성격의 수요에 모두 부합하는 수익모델을 보유하고 있다.

### 한국 경제의 저성장 본격화되며 렌터카 등록 비중 급증



자료: SK 네트워크, 한국렌터카사업조합연합회

## (1) 렌터카 사업: 신차 공급과 중고차 공급을 동시에!

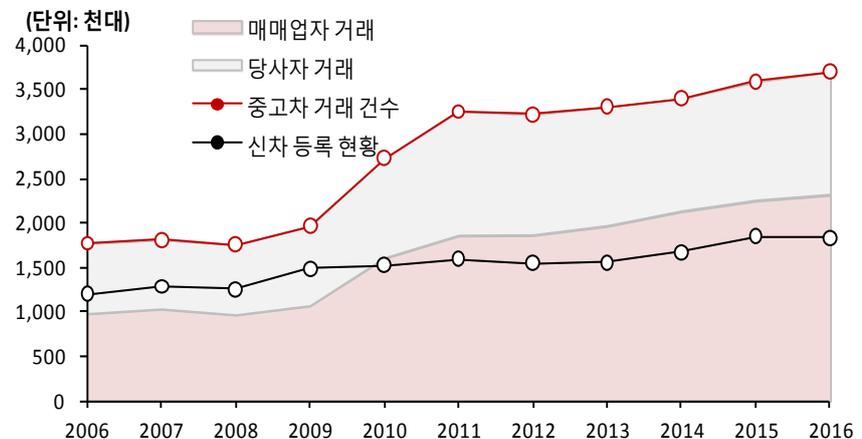
렌터카 업체들은 신차를 렌탈 형태로 공급하여 신차를 합리적인 가격에 운행하고자 하는 수요를 흡수하고, 렌탈 기간이 만료된 자동차는 중고차 시장으로 공급해 중고차 수요를 흡수하는 수익모델을 보유하고 있다.

당사는 렌터카를 이용하는 소비자의 대부분이 ‘다양한’ 신차를 이용해보고자 하는 수요라 판단한다. 즉, ‘신차를 운행’하는 것이 중요한 소비자들이다. 자동차를 ‘소유’하겠다는 의사가 있으면서 현재의 목돈이 부담이 되는 소비자라면 렌터카보다는 자동차 할부 구매가 좀 더 합리적인 방법이기 때문이다.

‘새차를 운행’하는 것이 중요한 소비자들은 렌터카의 렌탈 기간이 만료되었을 때, 해당 차량을 구매하기 보다 다른 차량으로 렌탈 계약을 다시 체결할 가능성이 높다. ‘새차를 운행’하는 것에 관심이 높은 만큼, 자신이 운행했다라도 중고차인 기존 렌터카를 매입하는 의사결정을 하지는 않을 것으로 판단된다.

따라서 렌터카 회사들은 반납된 렌터카를 활용하는 방안을 고려하게 되는데, 대부분 중고차로 매각한다. 중고차의 수요 역시 지속적으로 증가하고 있는데, 이 또한 저성장 국면이 이어지는 것이 원인이다. 차량은 대표적인 선택재이면서 현대 생활에서 없으면 매우 불편한 필수재다. 자동차를 필수재로 인지하는 소비자들은 가격에 민감한 소비 성향, 즉 절대 가격을 중요하게 여긴다. 중고차는 가격에 민감한 자동차 수요를 흡수하는 데 적절한 대안이다. 실제로 낮은 경제 성장률이 이어지며 중고차 매매 규모 역시 증가하고 있다.

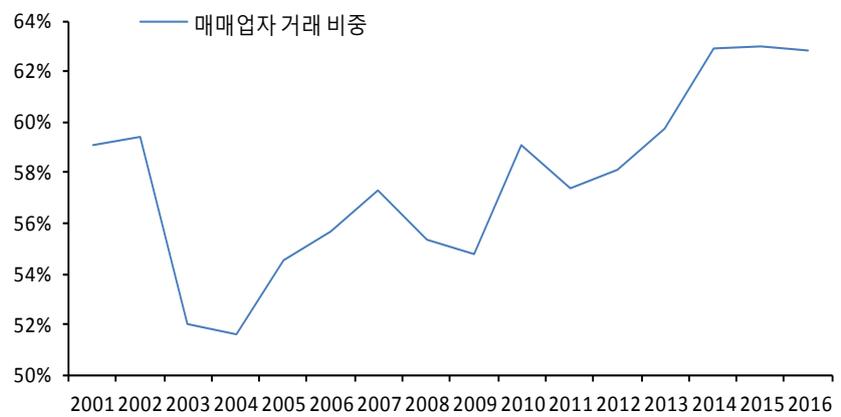
### 중고차 시장 규모 추이



자료: 국토교통부

특히, 장기 렌터카는 대형 렌터카 회사들이 차량 관리를 담당하였던 만큼, 중고차 매매에서 가장 우려가 되는 차량의 품질에 대한 신뢰가 상대적으로 높다고 할 수 있다. 따라서 렌터카 회사들이 공급하는 중고차에 대한 수요는 개인들이 공급하는 중고차보다 높을 수 밖에 없다.

#### 중고차 매매 중 매매업자 거래 비중



자료: 국토교통부

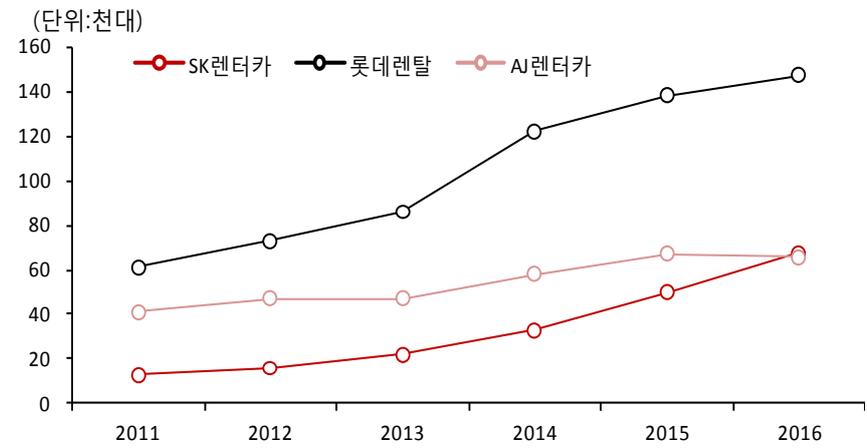
## (2) SK 렌터카: 풍부한 자금력을 기반으로 수요 성장을 충분히 누릴 것

렌터카 사업자의 경쟁력은 무엇보다 자금력이다. 렌터카를 많이 운영하기 위해서는 사업자가 자동차를 구매해야 하기 때문이다. 자동차의 단가가 수천만 원 이상이기 때문에 자동차 구매를 위해 필요한 자금의 규모는 운행 차량수가 일정 수준에 이르러 월 렌탈료 수입과 렌탈기간이 만료된 차량의 매각을 통해 유입되는 현금의 규모가 신규로 필요한 자동차를 구매할 수 있는 수준이 되기 전까지는 부담이 될 수 밖에 없다.

렌터카 시장은 아직 성장의 초기 국면이라 할 수 있다. 장기 렌터카의 보급이 본격화된지 수년에 불과해 저성장애 따른 수요 성장을 충분히 누렸다고 보기 어렵기 때문이다. 따라서 렌터카 시장은 고성장이 상당기간 지속될 수 있을 것으로 전망된다. 이에 따라 자금 여력이 되는 업체들은 시장의 고성장을 내재화 하기 위해 신규 고객을 확대하려는 전략을 지속할 것이다. 반면, 자금 여력이 상대적으로 낮은 업체들은 신규 고객을 증가시키지 못하고 경쟁에서 뒤쳐질 가능성이 높다.

당사는 SK 렌터카가 대표적으로 자금을 기반으로 렌터카 시장에서 증가하는 수요를 흡수하며 지배적인 회사가 될 것으로 전망한다. 실제로 최근 렌터카 시장에서 자금력이 풍부한 롯데렌탈과 SK 렌터카는 지속적으로 운영대수를 확대하고 있는 반면, 기존 2위 사업자였던 AJ 렌터카의 운행 차량 수는 증가하지 못하고 있다. 이에 따라 2016 년말 기준 운영 차량 수에서 SK 렌터카가 AJ 렌터카를 제치고 2 위로 올라섰다.

### 렌터카 상위 3사 운영 차량수: SK 렌터카의 가파른 상승이 눈에 띈다

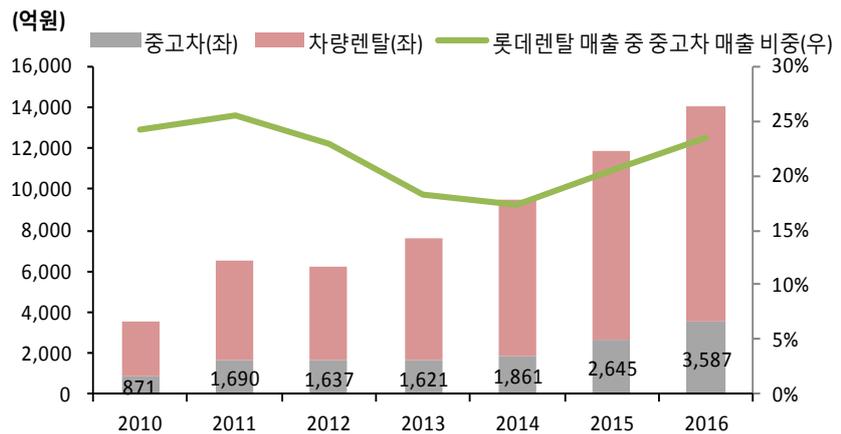


자료: SK 네트워크, 한국렌터카사업조합연합회

### (3) 중고차 매각과 관련된 수익, 장기적으로 추가 성장 요인

SK 렌터카는 렌탈사업을 본격적으로 확대한지 오래되지 않아 아직 중고차 매각과 관련한 매출 비중이 높지 않다. 그러나 운영 렌터카가 증가하면 장기적으로 중고차 매각 역시 증가할 수 밖에 없다. 롯데렌탈의 경우, 2011년을 시작으로 차량렌탈 매출이 급증한 이후, 중고차 판매 금액도 지속적으로 증가하였다. 2016년 기준으로 롯데렌탈의 중고차 매출은 3,587 억원으로 전년 대비 35.6% 증가했고 이는 연결매출액 대비 23.4%에 이르고 있다. SK 렌터카 부문의 성장이 렌탈 기간만료(평균 3.5년) 고객이 증가하는 2~3년 후에는 중고차 매출로 추가로 발생할 것임을 예상할 수 있다.

롯데렌탈 렌탈 매출 및 중고차 매출 및 중고차 매출 비중 추이



자료: 롯데렌탈

### 3. 가정 용품 렌탈 사업: 중저가 모델로 점유율 확대 vs 프리미엄 제품으로 코웨이의 교체 수요를 흡수

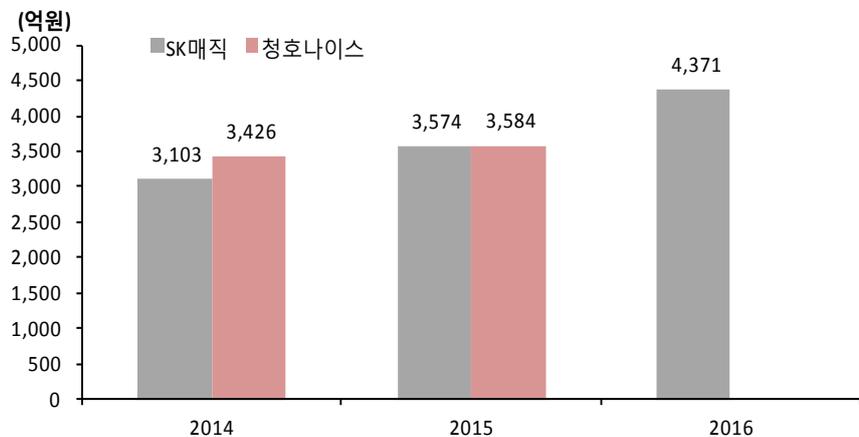
SK 네트워크의 또 하나의 성장 동력인 SK 매직은 단기적으로 중저가 모델로 신규 수요를 흡수하며 높은 성장을 지속할 전망이다. 이후 IoT 를 접목한 고가의 제품 개발을 통해 주로 코웨이의 렌탈 서비스를 이용하고 있는 고가 수요를 흡수하는 전략을 구사할 전망이다.

주요 가정용품 렌탈 시장을 개척하는 업체가 코웨이라면 SK 매직은 코웨이가 형성한 시장에서 상대적으로 효율성을 높인 제품으로 점유율을 확대하고 있는 업체라 할 수 있다. 현재 가정용품 렌탈 시장은 코웨이가 독보적인 1 위 사업자로 자리잡고 있는 가운데, 청호나이스와 SK 매직, 쿠쿠전자 등이 2 위권을 형성하고 있다. 이 중, 최근 SK 매직의 성장이 가장 가파르다. SK 매직은 코웨이와 청호나이스에 비해 상대적으로 저렴한 제품으로 가정용품 렌탈 시장에서 가입자를 빠르게 확대하고 있다. 이는 SK 매직이 정수기 렌탈 서비스가 대중화되며 저렴한 가격에 필수적인 위생 서비스만을 받고자 하는 실용성을 중요시 여기는 수요를 자극한 결과다.

SK매직,  
저렴한 가격으로 신규 수요 창출

코웨이가 렌탈시장을 형성하던 초기, 정수기는 다른 사람들보다 위생에 관심이 많은 사람들이 주로 쓰는 품목이었다. 이러한 수요는 가격보다는 품질에 대한 민감도가 높아서 고가 정책이 유효했다. 그러나 현시점은 위생을 심각하게 고민하는 소비자들을 대상으로 한 제품의 보급이 완료된 상황이라 할 수 있다. 즉 현재 신규 수요는 다양한 측면에서 위생을 고려하는 소비자들보다는 필수적인 위생관리를 저렴한 가격에 받고자 하는 수요가 대부분이라 할 수 있다. 따라서 SK 매직이 직수형 정수기를 저렴한 렌탈료로 공급하는 전략은 신규 수요를 창출하는 전략인 셈이다.

#### SK 매직 vs 청호나이스 매출



자료 각 사

### IoT 기반의 고가 제품, 코웨이의 교체 수요를 Target

SK 매직은 현재 적극적으로 중저가 시장을 확대하고 있는 가운데, 향후 고가 시장으로의 점유율 확대를 추구하는데, 이는 코웨이의 교체 수요가 대상이 될 것이다. 2016년 SK 그룹으로 편입된 SK 매직은 IoT 기반의 제품 등의 프리미엄 서비스가 가능한 제품을 개발하여 월 렌탈료를 높일 수 있는 방안을 찾고 있다. 프리미엄 서비스를 원하는 고객들을 유치하기 위해서는 방판인력의 확충이 무엇보다도 필요하다. 중저가 제품과 달리 프리미엄 서비스는 감성에 소구하는 경향이 강하기 때문이다. 이에 따라 SK 매직은 2017년부터 적극적으로 방판 인력의 확충을 계획하고 있다.

참고로, SK 매직이나 쿠쿠전자 등 상대적으로 렌탈료가 합리적인 사업자들은 방판인력을 통한 판매보다는 홈쇼핑 등의 채널을 통해서 판매하는 것이 용이한 면이 있다. 홈쇼핑 방송이 효과적으로 자사 제품의 특성을 많은 고객들에게 알릴 수 있는 방법이기 때문이다. 그러나 프리미엄 이미지를 심어주기에 홈쇼핑 채널은 적절하지 못하다. 아직까지도 홈쇼핑을 통해 판매되는 제품들에 대해서는 가격매력을 기대하는 소비자들이 많기 때문이다.

#### 업체별 정수기 종류별 주요제품 월 렌탈료

종류별	업체명	제품명	모델명	렌탈료(원)	저수방식
냉온정수기	코웨이	마이 한 뺨 정수기 IoCare	CHP-480L	47,900	저수조형
	청호나이스	이과수 옛지 냉온정수기 UV	CHP-3991DL	42,900	저수조형
	<b>SK매직</b>	<b>매직 슈퍼S 정수기</b>	<b>WPUA400CREWHA400C</b>	<b>34,900</b>	<b>직수형</b>
얼음정수기	코웨이	스스로 살균정수기 듀얼 아이스	CPI-390L	51,900	저수조형
	청호나이스	이과수 얼음 냉온정수기 TINY UV a	CHP-5321D	49,900	저수조형
	<b>SK매직</b>	<b>매직 슈퍼 아이스</b>	<b>SIMI900CREW</b>	<b>24,900</b>	<b>직수형</b>
커피정수기	청호나이스	커피 냉온정수기 휘카페 티니	CHP-3960DL	47,900	저수조형

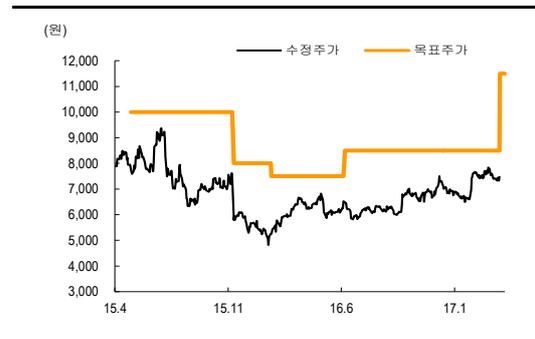
자료: 각 사/ 주 각 사 판매사이트에서 인기순 1위 모델을 기준으로 정리

#### 업체별 비데 주요제품 월 렌탈료

업체명	모델명	관리주기	렌탈료	관리항목	
교원	KW-B01W3	3개월	21,200	필터 교체(6개월)	외관 청소
				노즐팁 교체	- 전용 세제 사용
				작동 상태 점검	- 틈새 송풍구 등
동양매직	BID-082DR	4개월	19,900	작동 상태 점검	노즐부 청소
				비데 외관 청소	노즐팁 교체
				필터 교체(4개월)	송풍구 청소
청호나이스	CHB-200G	3개월	18,900	필터 교체(6개월)	외관 점검(청소)
				세정제 투입	노즐 점검(청소)
				필터 교체(4개월)	스팀 살균 서비스
코웨이	BAS22-A	2개월	24,900	노즐팁 교체	도기 내부 청소 살균
				노즐건조 덕트 교체	틈새외관 청소 서비스
				고객별 전용 서비스	

자료: 한국소비자원, 2016년 4월

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.04	매수	11,500원
	2016.10.11	매수	8,500원
	2016.08.01	매수	8,500원
	2016.06.13	매수	8,500원
	2016.05.03	매수	7,500원
	2016.02.22	매수	7,500원
	2016.01.26	매수	7,500원
	2015.11.16	매수	8,000원
	2015.10.29	매수	10,000원
	2015.08.25	매수	10,000원
	2015.07.27	매수	10,000원
	2015.05.06	매수	10,000원



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 4 월 4 일 현재 SK 네트워크(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 4일 기준)

매수	94.16%	중립	5.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	39,233	34,187	42,506	48,654	54,305
현금및현금성자산	11,290	6,964	8,188	9,127	9,961
매출채권및기타채권	14,493	15,479	17,586	18,386	18,913
재고자산	11,417	5,501	6,249	6,534	6,721
<b>비유동자산</b>	42,799	52,016	50,334	48,717	47,326
장기금융자산	794	548	548	548	548
유형자산	35,189	39,851	37,820	36,043	34,488
무형자산	948	5,597	5,114	4,714	4,383
<b>자산총계</b>	82,032	86,203	92,840	97,372	101,631
<b>유동부채</b>	42,619	43,578	48,067	50,160	51,750
단기금융부채	14,849	14,537	14,537	14,537	14,537
매입채무 및 기타채무	26,361	26,005	29,544	30,889	31,774
단기충당부채	7	693	788	823	847
<b>비유동부채</b>	14,219	18,570	19,509	20,431	21,349
장기금융부채	13,804	17,202	17,202	17,202	17,202
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	88	84	95	100	103
<b>부채총계</b>	56,838	62,148	67,577	70,590	73,099
<b>지배주주지분</b>	25,278	24,280	25,493	27,018	28,775
자본금	6,487	6,487	6,487	6,487	6,487
자본잉여금	8,147	8,145	8,145	8,145	8,145
기타자본구성요소	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	11,082	10,050	11,194	12,649	14,336
비지배주주지분	-84	-225	-230	-236	-242
<b>자본총계</b>	25,194	24,055	25,263	26,781	28,533
<b>부채외자본총계</b>	82,032	86,203	92,840	97,372	101,631

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,918	887	5,507	5,208	5,093
당기순이익(손실)	730	-816	1,144	1,455	1,688
비현금성항목등	2,602	4,139	3,429	3,169	2,936
유형자산감가상각비	1,353	1,669	2,031	1,777	1,555
무형자산상각비	147	92	512	428	359
기타	-126	1,224	-519	-116	-105
운전자본감소(증가)	-927	-2,259	687	414	357
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3,019	-1,295	-2,107	-800	-527
재고자산감소(증가)	-1,601	4,226	-749	-284	-187
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	134	-859	3,539	1,345	885
기타	-2,478	-4,331	3	154	186
법인세납부	-488	-177	248	170	112
<b>투자활동현금흐름</b>	434	-5,506	-3,374	-3,361	-3,349
금융자산감소(증가)	232	-3	0	0	0
유형자산감소(증가)	-587	-844	0	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-28	-28	-28	-28
기타	835	-4,631	-3,346	-3,332	-3,321
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,967	326	-908	-908	-908
단기금융부채증가(감소)	-6,430	-4,734	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	3,628	6,177	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-248	-248	0	0	0
기타	-917	-868	-908	-908	-908
현금의 증가(감소)	-1,628	-4,326	1,224	939	835
기초현금	12,918	11,290	6,964	8,188	9,127
기말현금	11,290	6,964	8,188	9,127	9,961
FCF	1,295	7,247	4,578	4,279	4,163

자료: SK네트웍스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	195,234	184,574	187,339	195,314	201,138
<b>매출원가</b>	184,276	174,344	174,344	174,344	174,344
<b>매출총이익</b>	10,958	10,230	12,995	20,970	26,794
매출총이익률 (%)	5.6	5.5	6.9	10.7	13.3
<b>판매비와관리비</b>	9,047	8,556	10,966	18,551	24,085
영업이익	1,911	1,673	2,030	2,419	2,710
영업이익률 (%)	1.0	0.9	1.1	1.2	1.4
비영업손익	-668	-1,172	-600	-600	-600
<b>순금융비용</b>	730	662	820	807	796
외환관련손익	-626	-273	-273	117	117
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-65	-111	-26	-26	-26
세전계속사업이익	1,243	501	1,430	1,819	2,110
세전계속사업이익률 (%)	0.6	0.3	0.8	0.9	1.1
계속사업법인세	327	214	286	364	422
<b>계속사업이익</b>	916	287	1,144	1,455	1,688
중단사업이익	-185	-1,103	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	730	-816	1,144	1,455	1,688
<b>순이익률 (%)</b>	0.4	-0.4	0.6	0.7	0.8
지배주주	735	-817	1,144	1,455	1,688
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.38	-0.44	0.61	0.74	0.84
비지배주주	-5	1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	267	-752	1,207	1,518	1,751
<b>지배주주</b>	269	-747	1,213	1,524	1,757
<b>비지배주주</b>	-2	-5	-6	-6	-6
EBITDA	3,411	3,434	4,572	4,624	4,624

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-12.9	-5.5	1.5	4.3	3.0
영업이익	-5.1	-12.4	21.3	19.2	12.0
세전계속사업이익	233.4	-59.7	185.4	27.2	16.0
EBITDA	5.2	0.7	33.1	1.1	0.0
EPS(계속사업)	187.0	적전	흑전	27.2	16.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.9	-3.3	4.6	5.5	6.1
ROA	0.9	-1.0	1.3	1.5	1.7
EBITDA마진	1.8	1.9	2.4	2.4	2.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	92.1	78.5	88.4	97.0	104.9
부채비율	225.6	258.4	267.5	263.6	256.2
순차입금/자기자본	66.5	100.5	90.8	82.2	74.2
EBITDA/이자비용(배)	3.8	4.1	5.0	5.1	5.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	371	115	461	586	680
BPS	10,180	9,778	10,267	10,881	11,589
CFPS	900	380	1,485	1,474	1,451
주당 현금배당금	100	100	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	25.5	65.2	17.0	13.4	11.5
PER(최저)	14.3	41.9	14.1	11.1	9.6
PBR(최고)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	6.1	18.2	5.0	5.1	5.2
EV/EBITDA(최고)	11.8	12.5	9.4	9.1	9.0
EV/EBITDA(최저)	8.8	10.6	8.6	8.4	8.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

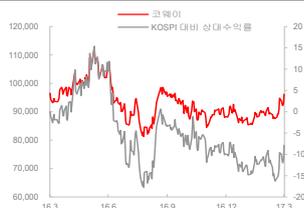
## Company Data

자본금	407 억원
발행주식수	7,561 만주
자사주	423 만주
액면가	500 원
시가총액	73,478 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외9)	31.32%
Government of Singapore	7.10%
외국인지분률	53.80%
배당수익률	3.30%

## Stock Data

주가(17/03/31)	96,200 원
KOSPI	2160.23 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	113,000 원
52주 최저가	81,300 원
60일 평균 거래대금	130 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.5%	4.1%
6개월	0.8%	-4.6%
12개월	-0.3%	-7.9%

코웨이 (021240/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

## 안정성을 추구하는 투자자라면 충분히 매력적

코웨이는 가정용품 렌탈 사업을 개척한 회사로 가정용품 렌탈 사업의 고성장을 누리며 성장. 최근에는 가정용품 렌탈 사업의 핵심 품목인 정수기의 보급률이 60%를 상회하며 추가 성장에 대한 의구심이 지속되고 있음. 그럼에도 코웨이의 실적은 2016 년 얼음정수기 파문이 있었던 때를 제외하고는 고성장을 지속. 탄탄한 판매조직을 통해 렌탈 품목을 공기청정기, 매트리스 등으로 확대하는 데 성공했기 때문

## 목표주가 110,000 원과 투자의견 매수로 분석 시작

코웨이에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 110,000 원으로 분석을 시작한다. 코웨이는 한국에서 가정용품 렌탈 시장을 개척한 업체로 사업의 안정성은 어떤 사업자보다 높다. 절대적으로 많은 렌탈 가입자를 보유하고 있어 영업현금흐름이 탁월하기 때문이다. 여기에 탁월한 주주 환원 정책 등을 고려했을 때, 안정성을 중요시 여기는 투자자라면 코웨이가 매력적인 투자안이다.

## 정수기의 성장 둔화를 렌탈 품목 확대로 보완

하지만 코웨이에 대해서는 지속적으로 성장성에 대한 의문이 제기되고 있다. 가정용품 렌탈 시장에서 가장 비중이 큰 정수기의 보급률이 현재 60% 이상으로 추가 성장이 어렵다는 의견이 많은 가운데, 점유율도 지속적으로 하락하고 있기 때문이다. 그러나 실제 코웨이의 실적은 얼음정수기 파문이 있었던 2016 년을 제외하면 꾸준히 성장하고 있다. 탄탄한 판매 조직을 통해 정수기에서 공기청정기, 매트리스 등으로 렌탈 품목을 확대하는 전략이 유효했기 때문이다.

## 탁월한 주주환원 정책, 안정성을 중요시 여기는 투자자에게 매력적

코웨이는 배당절대액을 지속적으로 늘려왔고 자사주 매입 소각 등의 활동 역시 적극적이다. 2017 년에도 1 천억원 규모의 자사주를 추가로 매입할 계획이며 700 억원 규모의 자사주를 소각할 계획인 것과 함께 2017 년 1 분기부터는 분기 배당을 실시할 계획이다. 적극적인 주주환원 정책을 고려했을 때, 안정성을 중요시 하는 투자자에게 코웨이는 매력적인 투자대안이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	21,183	21,603	23,152	23,763	24,680	26,215
yoy	%	6.3	2.0	7.2	2.6	3.9	6.2
영업이익	억원	3,390	3,644	4,633	3,388	4,447	5,043
yoy	%	49.9	7.5	27.1	-26.9	31.3	13.4
EBITDA	억원	5,372	5,780	6,910	5,763	7,131	7,779
세전이익	억원	3,271	3,324	4,545	3,238	4,300	4,900
순이익(지배주주)	억원	2,451	2,497	3,431	2,436	3,268	3,724
영업이익률%	%	16.0	16.9	20.0	14.3	18.0	19.2
EBITDA%	%	25.4	26.8	29.9	24.3	28.9	29.7
순이익률	%	11.6	11.6	14.8	10.2	13.2	14.2
EPS	원	3,178	3,238	4,449	3,166	4,279	4,875
PER	배	20.9	26.0	18.9	27.9	22.5	19.7
PBR	배	5.4	6.3	5.2	5.3	4.6	3.8
EV/EBITDA	배	9.7	11.3	9.4	11.8	9.9	8.7
ROE	%	28.4	25.2	30.2	19.4	22.8	21.0
순차입금	억원	968	118	-375	264	-2,641	-5,891
부채비율	%	77.3	56.0	43.4	57.1	43.8	36.5

코웨이 분기별 수익전망

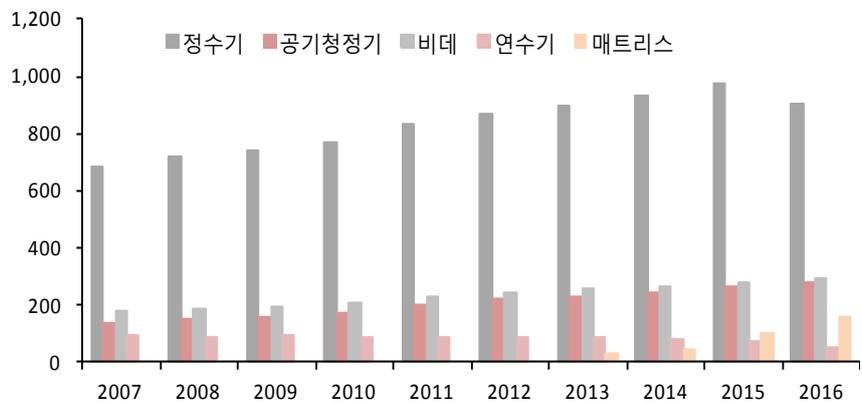
단위: 억원

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
연결매출	6,237	5,550	5,835	6,140	5,849	6,929	5,898	6,003	6,222	7,362	6,262	6,369	23,152	23,763	24,680	26,215
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	3,763	4,550	3,880	3,866	3,934	4,745	4,038	4,015	14,911	14,926	16,058	16,732
금융리스	215	286	270	284	279	372	350	369	363	484	456	480	409	1,054	1,371	1,782
멤버십	430	425	421	400	425	503	444	428	445	525	462	445	1,796	1,675	1,801	1,877
일시불	504	541	426	487	499	618	450	521	522	644	468	541	1,712	1,957	2,088	2,175
수출	567	598	481	523	624	658	529	576	686	724	582	633	1,493	2,170	2,387	2,626
화장품	201	173	181	187	211	182	191	196	222	191	200	206	831	742	779	818
물환경	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	250	13	0	0
기타	45	45	51	45	47	47	54	47	50	50	57	50	210	186	196	206
일회성(리콜)	0	-679	0	0												
영업이익	1,236	118	1,070	964	1,068	1,288	1,080	1,012	1,216	1,452	1,224	1,151	4,633	3,388	4,447	5,043
영업이익률	19.8%	2.1%	18.3%	15.7%	18.3%	18.6%	18.3%	16.9%	19.5%	19.7%	19.5%	18.1%	20.0%	14.3%	18.0%	19.2%
세전이익	1,253	52	900	1,032	1,032	1,246	1,044	978	1,181	1,412	1,189	1,118	4,545	3,238	4,300	4,900
세전이익률	20.1%	0.9%	15.4%	16.8%	17.6%	18.0%	17.7%	16.3%	19.0%	19.2%	19.0%	17.5%	19.6%	13.6%	17.4%	18.7%
계속사업순이익	952	28	677	777	785	947	794	743	898	1,073	904	849	3,431	2,433	3,268	3,724
지배주주순이익	952	28	678	778	785	947	794	743	898	1,073	904	849	3,431	2,436	3,268	3,724

자료: 코웨이, SK 증권

코웨이 제품별 렌탈 매출 추이

(단위: 십억원)



자료: 코웨이

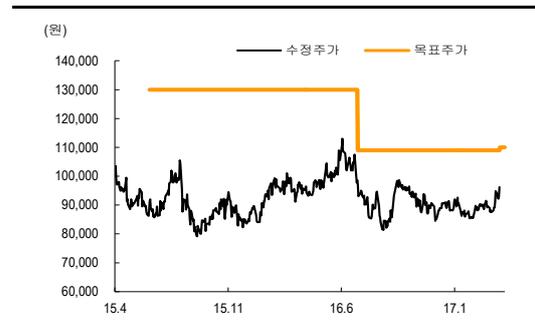
코웨이 Valuation

	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	3,431	2,433	3,268	3,724	4,151	4,595
Target P/E Multiple(X)			25.0			
적정시가총액(억원)			81,705			
주식수(천주)			76,381			
적정주가(원)			106,971			

목표주가(원) **110,000**  
 목표시가총액(억원) **84,019**

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.04	매수	110,000원
	2016.07.07	중립	109,000원
	2016.05.04	매수	130,000원
	2016.02.18	매수	130,000원
	2015.11.04	매수	130,000원
	2015.10.13	매수	130,000원
	2015.08.11	매수	130,000원
	2015.06.10	매수	130,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 4일 기준)**

매수	94.16%	중립	5.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	5,968	6,533	8,085	10,875	14,431
현금및현금성자산	1,474	1,163	1,982	4,887	8,137
매출채권및기타채권	2,292	2,834	2,756	2,695	2,859
재고자산	619	698	679	664	704
<b>비유동자산</b>	10,248	11,221	11,958	12,069	12,346
장기금융자산	147	432	1,015	1,015	1,015
유형자산	6,752	6,995	6,854	6,977	7,046
무형자산	1,706	1,688	1,842	1,816	1,792
<b>자산총계</b>	16,216	17,754	20,043	22,944	26,777
<b>유동부채</b>	5,260	4,729	6,935	6,849	7,077
단기금융부채	1,645	801	3,114	3,114	3,114
매입채무 및 기타채무	2,200	2,237	2,176	2,127	2,257
단기충당부채	14	16	16	15	16
<b>비유동부채</b>	562	643	353	139	89
장기금융부채	10	80	102	102	102
장기매입채무 및 기타채무	9	9	8	7	6
장기충당부채	7	21	21	20	22
<b>부채총계</b>	5,822	5,372	7,287	6,988	7,166
<b>지배주주지분</b>	10,385	12,374	12,750	15,949	19,605
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,265	1,275	1,279	1,279	1,279
기타자본구성요소	-1,145	-1,026	-614	-614	-614
자기주식	-1,296	-1,242	-857	-857	-857
이익잉여금	9,859	11,771	11,762	15,030	18,754
비지배주주지분	9	9	6	6	6
<b>자본총계</b>	10,394	12,382	12,756	15,955	19,611
<b>부채외자본총계</b>	16,216	17,754	20,043	22,944	26,777

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	5,417	5,450	5,658	5,912	6,235
당기순이익(손실)	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
비현금성항목등	4,153	4,484	4,666	3,863	4,055
유형자산감가상각비	2,057	2,201	2,295	2,537	2,591
무형자산감가상각비	79	76	81	147	145
기타	1,120	1,030	1,520	87	105
운전자본감소(증가)	-241	-1,632	-1	48	-132
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-579	-212	62	-164
재고자산감소(증가)	-34	-50	-58	15	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	179	58	305	-49	130
기타	-353	-1,060	-36	20	-57
법인세납부	-991	-834	-1,439	-1,268	-1,412
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,047	-3,712	-4,851	-2,914	-2,893
금융자산감소(증가)	-52	-416	-1,504	0	0
유형자산감소(증가)	-2,962	-3,204	-3,241	-2,720	-2,720
무형자산감소(증가)	-60	-54	-121	-121	-121
기타	27	-38	15	-73	-52
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,283	-2,038	30	-92	-92
단기금융부채증가(감소)	-1,629	-748	2,051	0	0
장기금융부채증가(감소)	9	70	22	0	0
자본의증가(감소)	-276	52	47	0	0
배당금의 지급	-1,236	-1,483	-2,080	0	0
기타	-151	70	-10	-92	-92
<b>현금의 증가(감소)</b>	-913	-311	819	2,905	3,250
기초현금	2,387	1,474	1,163	1,982	4,887
기말현금	1,474	1,163	1,982	4,887	8,137
FCF	1,949	1,505	1,628	3,360	3,684

자료 : 코웨이, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	21,603	23,152	23,763	24,680	26,215
<b>매출원가</b>	7,266	7,288	8,136	7,999	8,366
<b>매출총이익</b>	14,337	15,864	15,627	16,680	17,849
매출총이익률 (%)	66.4	68.5	65.8	67.6	68.1
<b>판매비와관리비</b>	10,693	11,231	12,240	12,233	12,806
영업이익	3,644	4,633	3,388	4,447	5,043
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	18.0	19.2
비영업손익	-320	-89	-150	-147	-143
<b>순금융비용</b>	88	29	47	60	38
외환관련손익	-1	-29	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3,324	4,545	3,238	4,300	4,900
세전계속사업이익률 (%)	15.4	19.6	13.6	17.4	18.7
계속사업법인세	828	1,113	804	1,032	1,176
<b>계속사업이익</b>	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,497	3,431	2,433	3,268	3,724
<b>순이익률 (%)</b>	11.6	14.8	10.2	13.2	14.2
지배주주	2,497	3,431	2,436	3,268	3,724
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.56	14.82	10.25	13.24	14.21
비지배주주	0	0	-3	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,411	3,343	2,364	3,200	3,655
<b>지배주주</b>	2,411	3,343	2,367	3,200	3,655
<b>비지배주주</b>	0	0	-3	0	0
<b>EBITDA</b>	5,780	6,910	5,763	7,131	7,779

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.0	7.2	2.6	3.9	6.2
영업이익	7.5	27.1	-26.9	31.3	13.4
세전계속사업이익	1.6	36.7	-28.8	32.8	13.9
EBITDA	7.6	19.5	-16.6	23.7	9.1
EPS(계속사업)	1.9	37.4	-28.8	35.1	13.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	25.2	30.2	19.4	22.8	21.0
ROA	15.2	20.2	12.9	15.2	15.0
EBITDA마진	26.8	29.9	24.3	28.9	29.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	113.5	138.2	116.6	158.8	203.9
부채비율	56.0	43.4	57.1	43.8	36.5
순차입금/자기자본	1.1	-3.0	2.1	-16.6	-30.0
EBITDA/이자비용(배)	50.1	159.3	94.4	78.2	85.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,238	4,449	3,166	4,279	4,875
BPS	13,466	16,044	16,692	20,881	25,667
CFPS	6,007	7,401	6,254	7,793	8,457
주당 현금배당금	2,000	2,800	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.2	23.7	35.7	22.5	19.7
PER(최저)	19.6	17.7	25.7	20.0	17.5
PBR(최고)	7.0	6.6	6.8	4.6	3.8
PBR(최저)	4.7	4.9	4.9	4.1	3.3
PCR	14.0	11.4	14.1	12.3	11.4
EV/EBITDA(최고)	12.7	11.7	15.2	9.9	8.7
EV/EBITDA(최저)	8.5	8.8	10.9	8.8	7.6

**memo**

---