

2025. 10. 16



▲ 생활소비재

Analyst 박중대
02. 6454-4892
jdpark@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 150,000 원

현재주가 (10.15) 93,600 원

상승여력 60.3%

KOSPI 3,657.28pt

시가총액 67,307억원

발행주식수 7,191만주

유동주식비율 73.30%

외국인비중 60.05%

52주 최고/최저가 113,200원/61,100원

평균거래대금 152.7억원

주요주주(%)

넷마블 외 6 인 25.77

국민연금공단 6.61

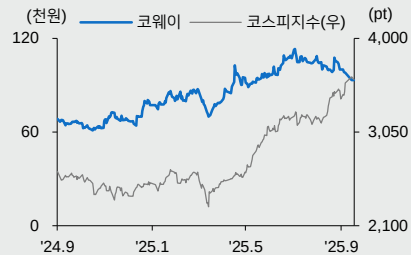
Impax Asset Management Group Plc 5.37

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.9 24.3 41.6

상대주가 -11.4 -15.8 2.0

주가그래프



코웨이 021240

글로벌 렌탈 시장 접수 시작

- ✓ 국내 렌탈 시장 절대적 1위 사업자로서 높은 실적 안정성
- ✓ 국내 시장 시장 점유율 확대 + 말레이시아/태국/인도네시아 고성장
- ✓ 3분기 영업이익 2,380억원(YoY 15%) 추정
- ✓ 배당성향 40%, 높은 주주환원 정책 추가적인 투자 메리트
- ✓ 적정주가 15만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

국내 렌탈 시장 절대적 1위 사업자로서 높은 실적 안정성

코웨이는 국내 렌탈 시장 700만 가까이 계정을 보유하고 있는, 시장 점유율 40%(정수기 판매량 기준)의 압도적 1위 사업자로서 실적 안정성과 중장기 실적 가시성이 대단히 높은 기업이다. 최근 국내 렌탈 시장 경쟁 완화로 시장 점유율을 확대하고 있으며, PPC 상승과 해약을 하락으로 추세적인 수익성 개선을 기대할 수 있다. 말레이시아 사업은 매출 1조원을 돌파하면서 국내 렌탈 사업의 해외 확장 성공 역사를 쓰기 시작했다. 태국과 인도네시아 등 중장기 성장 여력이 높은 국가에서 절대적 시장 점유율을 보유하면서 고성장하고 있다.

3분기 영업이익 2,380억원(YoY 15%) 추정

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 12%, 15% 증가한 1조 2,330억원과 2,380억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 사업의 경우 얼음정수기 미니 신규 출시 효과 등으로 렌탈 판매가 30만개 내외 발생할 것으로 보인다. 2분기보다 외형 성장률은 다소 둔화되지만, 판매수수료를 하락으로 수익성은 QoQ 상승할 것으로 본다. 다만, 전년도 일회성 이익, 높은 베이스로 YoY 1% 감익이 예상된다. 말레이시아 매출 YoY 20%, 태국 YoY 25% 높은 신장세가 예상된다. 다만, 인도네시아와 미국 모두 2분기 중단했던 마케팅을 재개하면서 영업이익률은 2분기 대비 하락할 것으로 예상된다.

적정주가 15만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

코웨이에 대한 투자의견 '매수', 적정주가 15만원으로 커버리지를 개시한다. 15만원은 12MF PER 15배를 적용한 가격이다. 코웨이는 2024~27년 CAGR EPS 15%가 예상되는데, i) 국내외 렌탈 시장에서 절대적인 시장 점유율을 기반으로, ii) 대단히 안정적인 현금흐름을 보이고 있으며, iii) 해외 사업에서 성장성과 수익성을 제고하고 있다. PEG 1배는 충분히 적용할 만하다. 아울러, 코웨이는 배당성향 40%, 자사주 소각 등 높은 주주환원 정책을 실시하고 있는데, 현재 시가배당수익률은 3.7%로 이는 추가적인 투자 메리트이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	3,966.5	731.3	471.3	6,386	2.9	35,771	9.0	1.6	3.8	19.0	83.9
2024	4,310.1	795.4	565.6	7,664	20.0	43,339	8.7	1.5	4.2	19.4	80.3
2025E	4,885.9	906.7	615.4	8,525	11.2	51,482	11.0	1.8	4.5	17.8	80.7
2026E	5,446.8	1,030.8	723.0	10,055	17.9	59,385	9.3	1.6	3.9	18.1	75.4
2027E	6,045.6	1,166.1	850.2	11,824	17.6	68,349	7.9	1.4	3.3	18.5	67.3



Contents

Part 1. 국내 사업: 압도적 1위 사업자로 카테고리 확장 중	3
1. 사업의 구조: 렌탈 사업에 대한 이해	3
2. 국내 렌탈 사업: R&D와 마케팅 확대로 시장 선도	6
Part 2. 해외 사업: 말레이시아 성공 BM Copy & Paste	11
1. 말레이시아: 2025년 매출 1.4조원, 핵심 신성장 동력	11
2. 태국: 절대적 MS+금융 인프라 구축+마케팅 확대로 구조적 성장기 진입	14
3. 인도네시아: 넥스트 태국	15
4. 미국: 매출 규모는 크지만 보수적 접근 바람직	16
Part 3. 실적 전망과 밸류에이션: 12MF PER 10배 현저한 저평가	17
1. 실적 전망: 2024~27년 CAGR EPS 15% 성장 전망	17
2. 3분기 영업이익 2,380억원(YoY 15%) 증가 전망	19
3. 밸류에이션: 적정 12MF PER 15배, 적정주가 15만원	21

Part 1. 국내 사업: 압도적 1위 사업자로 카테고리 확장 중

1. 사업의 구조: 렌탈 사업에 대한 이해

1) 매출에 비해 현금흐름이 작은 이유

렌탈 사업 구조 이해

코웨이 투자를 위해서는 기본적으로 렌탈 사업의 구조를 이해해야 한다. 렌탈(정수기)은 우선 영업에 의해 계정이 만들어진다. 과거 방판 영업사업이 판매를 전담했다. 3개월 한번 필터 교체 등 서비스를 담당하는 코디는 판매와 서비스를 모두 담당해왔다(국내는 이제 별도의 영업사원 없이 코디가 판매와 서비스를 모두 담당한다). 현재 코디 1명당 500개 정도의 계정을 담당하고 있다. 코디의 기본급은 따로 없다. 다만, 매년 물가상승률만큼 서비스 수당을 인상시켜 주고 있다. 정수기를 렌탈로 1대 팔았을 때 어떻게 현금흐름과 회계적인 손익계산이 이뤄지는지 살펴보자. 렌탈 방식에는 금융리스와 운용리스 방식이 있는데, 최근 국내 신규 렌탈 판매의 70%가 금융리스 방식으로 이뤄지고 있다.

대부분이 금융리스 방식

252만원짜리 렌탈 상품이 금융리스 형태로 계약되었다고 가정하자. 월 렌탈료는 3만원, 7년 계약이다. 이 렌탈 상품의 가격 구성은 재화, 즉 정수기 기계 가격이 100만원(매출의 40%), 서비스부품 가격과 서비스수수료가 각각 76만원(각각 매출의 30%)씩 매겨져 있다. 계약이 발생한 후 첫째 1년동안 순현금흐름은 마이너스다. 현금 유입은 렌탈료 36만원 밖에 없는데, 유출은 렌탈을 판매한 방판 영업사원에게 판매수수료(33만원, 252만원의 13%), 코디에게 지급하는 서비스 수수료와 필터 재료가 6만원이기 때문이다.

이익과 현금 괴리 발생

반면, 회계적으로는 금융리스(*) 방식이므로 첫째, 첫달 재화 가격 100만원을 일시에 매출로 계상한다. 그리고, 서비스 부품 및 수수료 매출(22만원: 연간 렌탈료 36만원에서 재화 가격 부분을 뺀 금액)을 합하여 매출로 잡는다(합계 122만원). 이때 원가는 정수기 20만원(재화의 20%)과 코디에게 지급하는 서비스수수료와 필터 재료비 6만원을 합한 26만원이 된다. 렌탈 판매한 영업직원에게 지급하는 판매수수료 33만원이 판관비에 잡힌다. 다른 판관비가 없다고 가정하면 영업이익은 63만원이 된다. 금융리스 방식의 특이한 회계 방식 때문에 회계적인 영업이익은 63만원인데, 순현금흐름은 -3만원이 된다. 이 때문에 코웨이는 회계적으로 영업이익이 많이 발생해도 배당 자원(배당성향 40%)이 부족해 부채를 일으키기도 한다(*).

2년차 이후 순현금흐름>영업이익

이듬해부터는 영업이익보다 순현금흐름이 더 크다. 7년이 다 지나면 순현금흐름과 영업이익이 같아 지게 된다. 아래 그림에서 순현금흐름(177만원)이 영업이익(157만원) 대비 20만원이 더 큰 이유는 정수기 제조 원가를 애초 현금흐름에서 감안하지 않았기 때문이다. 이미 만들어진 것을 팔았기 때문인데, 렌탈 계약이 끝나는 마지막 해에 신규 렌탈 판매를 위한 정수기를 제조한다고 가정하면 Capex로 20만원이 소요되면서 순현금흐름과 영업이익이 같아진다.

* 지난 9월 8일 회사채 2,300억원을 발행했다. 900억원은 운영비, 1,400억원은 채무상환 용도였다. 운영비 가운데 상당 금액은 배당으로 활용될 전망이다. 이와 같은 현금흐름과 영업이익(또는 EBITDA)과의 차이는 금융리스 비중이 빠르게 상승하는 시기이기 때문에 발생하는 일시적 현상이다.

그림1 코웨이 렌탈 현금흐름과 회계손익

가격 구성	1년 현금흐름	2~7년 현금흐름	누적 현금흐름
(만원)			
가액 252 = 3(월 렌탈료) × 12개월 × 7년 = 재화 100(40%) +서비스부품 76(30%) +서비스수수료 76만원(30%)	1. 유입: 3*12개월 = 36(렌탈료) 2. 유출: 판매수수료 33(전체 렌탈료의 13%) + (서비스 수수료 0.8+필터 원가 0.7) × 4회 = 39 3. 순현금흐름: -3	1. 유입: 3 × 12개월 = 36(렌탈료) 2. 유출: (서비스 수수료 0.8+필터 원가 0.7) × 4회 = 6 3. 순현금흐름: 30	1. 유입: 36 × 7년 = 252 2. 유출: 판매수수료 33 + (서비스 수수료+필터 원가) 42 = 75 3. 순현금흐름: 177
	1. 매출: 100(재화, 일시) + 22(서비스부품 및 수수료) 2. 원가: 20(재화의 원가) + (서비스수수료 0.8 +필터 원가 0.7) × 4회 = 26 3. 판관비: 판매수수료 33(전체 렌탈료의 13%) 4. 영업이익: 63만원	1. 매출: 22(서비스부품 및 수수료) 2. 원가: (서비스 수수료 0.8+필터 원가 0.7) × 4회 = 6 3. 판관비: 0 4. 영업이익: 16	1. 매출: 100 + 22 × 7년 = 252 2. 원가: 재화의 원가 20 + (서비스 수수료+필터 원가) 42 = 62 3. 판매수수료: 33 3. 영업이익: 157
	1년 회계 손익	2-7년 회계 손익	렌탈 1대 회계 손익

자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 금융리스와 운용리스

운용리스는 계약 만료 전까지
소유권 회사가 갖고 있음

IFRS회계제도 변경으로 의무사용기간이 긴 장기 렌탈 계약의 경우 금융리스로 처리하는게 맞다는 결론이 나오면서 렌탈 상품은 운용리스(렌탈 계약 5년, 의무사용기간 3년)와 금융리스(렌탈 계약 7년, 의무사용기간 5년)로 나뉘었다. 렌탈 가격에는 재화(정수기)와 코디의 서비스, 부품 가격이 다 포함돼 있다. 렌탈 가격에서 재화 가격 비율이 40% 정도이다. 운용리스는 렌탈 계약기간이 완료되기 전까지 재화의 소유권이 회사에 있다. 계약이 발생하면 회계적으로 재화는 자산으로 잡고 감가상각해 나가는데, 이 감가상각비는 원가로 계산한다. 매월 렌탈료 수입을 매출로 인식한다. 계약 중간에 해지하면 감가상각하다가 남은 재화 가치는 자산폐기 손실(판관비)로 처리된다.

금융리스는 계약 시작 때
재화 소유권은 소비자

반면, 금융리스는 렌탈 계약이 시작되면 재화의 소유권이 소비자에게 넘어간다. 계약이 발생하면 회계적으로 재화 가격을 일시에 매출로 계상하고, 받지 못한 현금을 매출채권으로 둔다. 렌탈료에는 재화와 코디 서비스 가격이 다 포함돼 있다. 렌탈료를 받으면 재화 부문, 즉 월 렌탈료를 3만원이라고 하면 1.2만원이 재화 가격인데 이 만큼을 매출채권에서 차감하는 것이다. 금융리스 방식에서는 월 렌탈료에서 코디의 서비스/부품 요금만 매출로 계상된다. 계약 중간에 해지하면 차감하다가 남은 매출채권은 매출채권손상차손으로 처리한다. 물론, 미리 대손충당금을 설정해놓는데, 최근 해지율이 낮아지면서 대손충당금 환입이 일회성 이익으로 발생하기도 한다(ex: 2024년 3분기).

방관 영업사원에게 지급하는 판매수수료의 회계 처리도 차이가 있다. 금융리스 방식에서 판매수수료는 말 그대로 판관비의 판매수수료로 계상되는데, 운용리스 방식에서는 판관비의 감가상각비로 계상한다. 소유권이 회사에게 있는 자산이기 때문에 판매됐다고 보기 어렵고, 비용(판매수수료)만큼 가치가 '상각'된 것으로 보는 것이다.

2. 국내 렌탈 사업: R&D와 마케팅 확대로 시장 선도

1) 국내 렌탈 산업 현황: 수요 지속 증가 중

국내 렌탈 시장
꾸준한 성장

국내 렌탈 시장은 1인 가구 중심의 가구 수 증가와 가구당 중복 사용률(PPC: Product per Customer) 상승으로 인해 꾸준한 성장을 기록하고 있다. 1인 가구는 다인 가구 대비 가치분 소득이 적고 소비 여력이 낮아 초기 구매 비용이 낮은 정수기, 비데, 매트리스 등의 생활가전에 대한 렌탈 수요가 더 높다. 이에 따라 생활가전 시장 내 렌탈 제품의 침투율은 지속 상승하고 있다. 아울러, 가전 렌탈 시장이 계속 커지면서 기업들의 R&D 투자가 확대되고 있다. 정수기의 경우 직수/소형/디지털화 등 가계의 니즈 변화와 트렌드에 맞는 렌탈 제품이 잇따라 개발/출시되고 있고, 마케팅 확대로 소비자 인지도와 접근성도 높아지고 있다. 수요와 투자가 함께 증가하며 시장이 지속 성장하는 선순환 구조가 형성되어 있는 것이다.

PPC 증가 추세

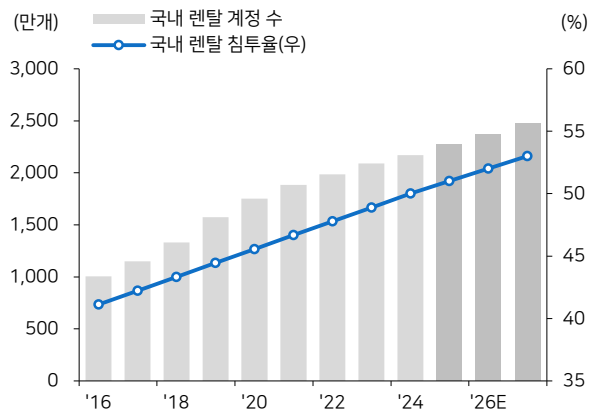
이런 선순환 구조를 대변하는 수치가 PPC이다. 렌탈 사업자들의 품목 확대에 따라 각 가구가 구독하는 제품의 개수가 늘어나면서 PPC 또한 증가 추세이다. 초기 렌탈 정수기/비데 등 두어개 품목에서 공기청정기, 안마의자, 스타일러, 매트리스 등 고가 제품군으로 확대되고 있다. 이는 ARPU(Average Revenue Per User) 상승은 물론 고객 락인(Lock-in) 효과에도 긍정적이다. 중장기 실적의 성장성과 안정성을 모두 제고시키는 요인으로 작용하고 있다.

톱5 점유율 80% 이상 추정

국내 렌탈 시장 규모를 파악하기는 쉽지 않다. 뚜렷한 시장 자료도 없다. 가격대는 물론, 주요 업체들의 상품 구성이 다변화되고 있다. 따라서, 특정 회사의 시장 점유율과 ASP(Average Supply Price: 평균공급가격)를 갖고 전체 시장 규모를 추정하는 방식은 오차가 점점 커질 수밖에 없다. 국내 렌탈 산업에서 톱5 업체(코웨이, SK매직, LG전자, 쿠쿠홈시스, 청호나이스)의 합산 점유율은 80% 이상으로 추정한다. 이들 5개 업체의 2024년 합산 계정 수는 1,700만개 이상으로 파악된다.

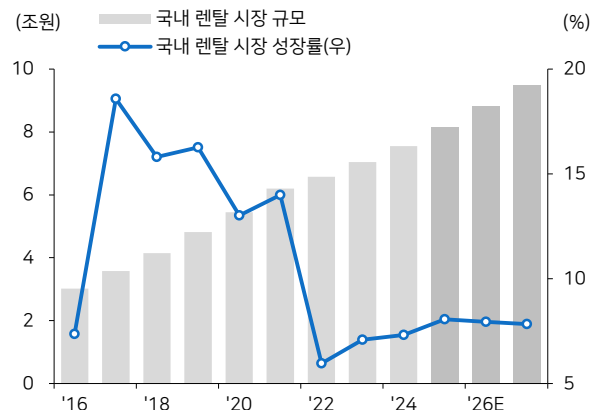
이를 기준으로 역산하면 2024년 총 렌탈 계정수는 2,172만개로 추산된다. 렌탈 침투율(렌탈 계정수/가구수)은 50%인데, 일본의 사례를 감안할 때 중장기적으로 60%를 상단으로 보고 있다. 총 렌탈 계정수에 ASP를 곱하면 시장 규모가 나온다. 코웨이가 상대적으로 프리미엄 가격대임을 감안하여 ASP(월 30,512원)에 5% 할인 적용하면 7조 5,530억원이 산출된다. 국내 렌탈 시장 규모는 2030년까지 11조 7,730억원 규모로 성장할 전망이다. 가구수 증가(CAGR 1.4%), 렌탈 침투율 상승(2024년 50% → 2030년 55.7%), PPC 상승(2024년 1.9 → 2030년 2.0), ASP 상승(CAGR 3.3%)을 가정한 수치다(시장 규모=가구수*침투율*PPC*ASP).

그림2 국내 렌탈 계정수 및 침투율 추이와 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 렌탈 시장 규모 및 성장률 추이와 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 주요 경쟁 업체별 현황

렌탈 사업 범위 확장

대부분 업체들은 전통적으로 정수기/비데/공기청정기와 같은 환경가전 렌탈 사업에 집중해왔으나, 현재는 렌탈 사업의 범위가 확장되면서 사업 방향도 달라지고 있다. LG전자는 국내에서 2024년 기준 348만의 계정을 보유하고 있다. 2016년 코웨이의 얼음정수기 품질 이슈 이후 직수 정수기 판매 확대로 계정수를 크게 늘렸다. 하지만, 최근에는 대형가전에 집중하면서 정수기 신제품 출시도 많지 않고, 코웨이와 경쟁은 완화된 상태다.

업체 간 사업 방향성 차이

쿠쿠홈시스는 코웨이와 같이 전통적인 정수기/공기청정기 카테고리 내에서 제품군을 지속 연구개발/확대하며 해당 카테고리 점유율을 늘려나가고 있다. 저가 시장에서 자리를 잘 잡았고, 꾸준히 3~4위 시장 점유율을 유지하고 있다. 국내 사업을 기반으로 말레이시아에서 공격적으로 사업을 전개, 시장 점유율 18%의 2위 사업자로 올라섰고, 상장까지 성공적으로 진행했다. 다만, 상장 이후 말레이시아에서 코웨이와 경쟁은 다소 완화된 상태다.

SK매직은 경동나비엔에 주방가전 사업부(인덕션/식기세척기 등)를 매각한 이후 렌탈 사업은 위축되고 있다. 정수기/비데/청정기를 중심으로 사업을 전개하고 있지만, 판매 카테고리 축소로 영업 조직의 탄력은 떨어지는 느낌이다. 물론, 인덕션이나 식기세척기는 일시불로 판매했기 때문에 렌탈 시장 점유율과는 무관하다. 하지만, 영업직원 입장에서는 판매할 수 있는 제품이 줄어들면 판매수수료 수입도 감소하는 것이니 조직의 힘이 빠질 수밖에 없다.

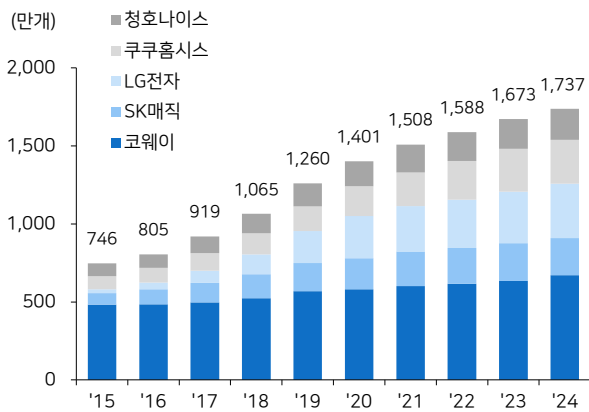
청호나이스의 점유율 큰 폭 하락

청호나이스는 2010년대 초중반까지 코웨이와 함께 프리미엄 정수기 렌탈 시장을 주름잡았지만, 지금은 크게 약해진 상태다. RO(Reverse Osmosis: 역삼투) 정수기에서 직수 정수기 전환기 빼앗긴 점유율을 아직 회복하지 못하고 있다. 2017년 이후 RO 방식의 문제(물탱크 오염)가 불거지고, 1인 가구 비율의 확대로 소형/직수 정수기 시장이 빠르게 커졌다. 직수 정수기는 물탱크가 필요 없기 때문에 오염 문제에서 자유로우며, 크기도 더 작게 만들 수 있다. 나노 필터를 사용하기 때문에 원가가 더 저렴하고, 렌탈료도 더 싸다. 코웨이는 이런 변화에 빠르게 대응하면서 신제품을 출시하고 마케팅을 전개했지만, 청호나이스는 별다른 대응을 하지 않으면서 시장 점유율을 빼앗긴 것이다. 2016~17년 당시 코웨이의 렌탈 계정수가 줄지는 않았다. 다만, 청호나이스가 갖고 있던 점유율과 1인 가구/소형 정수기 신규 수요를 LG전자나 쿠쿠홈시스 등 경쟁사들이 많이 가져간 것이다.

국내 시장 경쟁은 완화

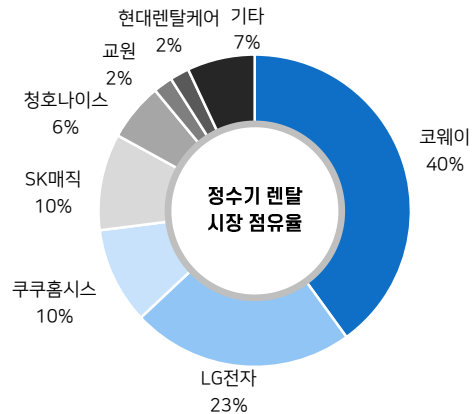
최근 국내 렌탈 시장 경쟁 완화된 상태다. 삼성전자가 LG전자 사업 모델을 벤치마킹하여 신규 진입했지만 역시 핵심은 대형가전이다. 2024년 이후 코웨이의 국내 사업 매출과 시장 점유율, 영업이익이 증가하고 있다. 오히려, 코웨이는 경쟁 완화를 기회로 시장 점유율 확대에 박차를 가하고 있다. 마케팅비와 판매수수료가 매출보다 더 큰 폭 증가하고 있다. 코웨이는 2016년~23년과 같은 시장 점유율 하락 재발을 막기 위해 카테고리 믹스 개선과 R&D 및 마케팅비 투자를 그 어느 때보다 공격적으로 전개하고 있다.

그림4 주요 렌탈 업체별 계정 수 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 정수기 렌탈 시장 점유율



주: 2024년 판매량 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

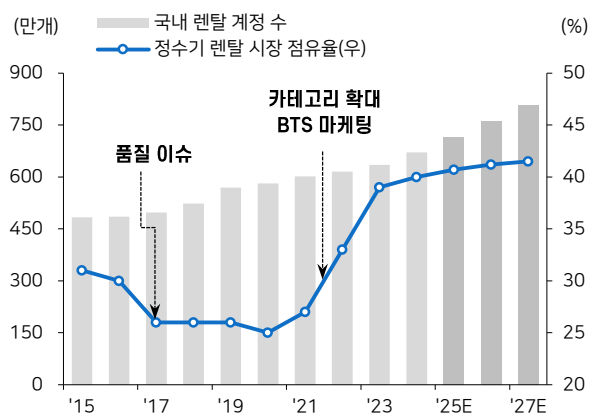
코웨이 국내 시장 점유율 가파른 회복세

3) 코웨이 국내 매출 전망: 제품력과 카테고리 믹스 개선으로 MS 상승 지속

코웨이의 국내 렌탈 시장 점유율은 최근 가파른 회복세에 있다. 2015년 52%에 달했던 시장 점유율은 2016년 얼음정수기 사태와 쿠쿠와 현대 등 저가/소형 렌탈 침투 확대에 따른 경쟁 심화로 2023년 30%까지 하락하였다(시장 점유율은 추정치). 넷마블에 피인수된 2020년 이후 R&D 투자를 크게 늘리고, BTS를 모델로 기용하면서 국내외 마케팅을 확대했다. 신제품(BEREX) 출시 효과로 안마의자, 안마베드 매출이 증가했다. 디지털화에 본격 투자를 시작한 것도 이때부터다. 디지털 세일즈 툴(Tool)을 개발하여 링크를 문자로 보내면 접속해서 제품을 보고 바로 구매할 수 있도록 소비자 접근성을 높였다. 직수형 정수기, 금융리스를 크게 늘리면서 이전보다 가격 경쟁력이 높아졌다. 금융리스는 기존 운용리스 방식보다 계약기간이 1~2년 더 긴 대신 월 렌탈료가 낮다. 소비자의 단기적인 가격 부담이 낮아지면서 해약률도 낮아졌다. 이에 따라 판매량 기준 시장 점유율은 2021년 이후 회복세로 돌아섰고, 2024년부터 정수기는 물론 전체 렌탈 계정 점유율도 상승하기 시작했다.

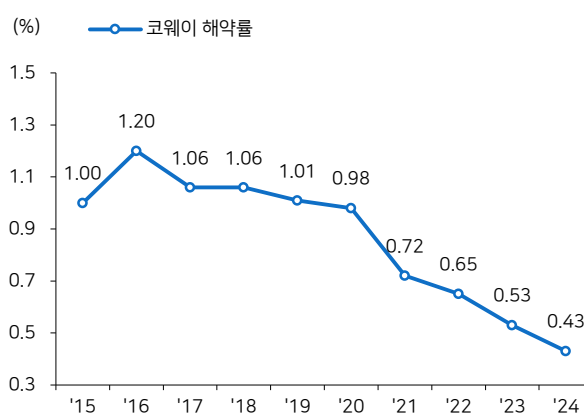
코웨이의 국내 렌탈 계정 수는 2025년 716만개(시장 점유율 32%)에서 2030년 937만개(시장 점유율 34%)까지 늘어날 것으로 추정한다. 전체 렌탈 시장의 계정 수 증분 중 코웨이가 연간 40~45%를 신규 계정으로 확보하는 것으로 가정하였다. 정수기 연간 판매량 기준 코웨이의 점유율이 40% 수준이고, 카테고리 믹스 개선 등으로 최근 시장 점유율이 상승하고 있다는 점을 감안하면, 장기적으로 코웨이의 시장 점유율은 40%까지 올라갈 수 있다는 판단이다. 전체 렌탈 계정 가운데 정수기 비중은 47%이다.

그림6 코웨이 국내 렌탈 계정 수와 정수기 렌탈 시장 점유 추이



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

그림7 코웨이 해약률 추이



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

표1 코웨이 국내 렌탈 사업 매출 추정

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
국내 가구 수(만 가구)	2,148.5	2,202.3	2,238.3	2,272.8	2,306.9	2,340.8	2,374.5	2,408.0
% YoY	2.8	2.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
렌탈 침투율(%)	45.6	46.7	47.8	48.9	50.0	51.0	52.0	53.0
렌탈 이용 가구 수(만 가구)	978.8	1,027.7	1,069.4	1,111.2	1,153.5	1,193.8	1,234.8	1,276.2
% YoY	5.4	5.0	4.1	3.9	3.8	3.5	3.4	3.4
PPC	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
총 렌탈 계정 수(만 개)	1,751.1	1,884.8	1,984.5	2,091.1	2,171.5	2,270.8	2,372.9	2,477.6
% YoY	11.2	7.6	5.3	5.4	3.8	4.6	4.5	4.4
ASP(만원)	31.1	32.9	33.1	33.7	34.8	35.9	37.1	38.3
% YoY	1.6	5.9	0.6	1.6	3.3	3.3	3.3	3.3
국내 렌탈 시장 규모	5,442.7	6,204.1	6,573.4	7,038.8	7,553.4	8,162.6	8,811.2	9,501.1
% YoY	13.0	14.0	6.0	7.1	7.3	8.1	7.9	7.8
코웨이 렌탈 계정 수(만 개)	580.9	601.8	615.6	634.9	671.2	715.9	760.9	806.2
% YoY	2.1	3.6	2.3	3.1	5.7	6.7	6.3	5.9
코웨이 시장 점유율(%)	33.2	31.9	31.0	30.4	30.9	31.5	32.1	32.5
코웨이 ASP(만원)	32.7	34.6	34.9	35.4	36.6	37.8	39.1	40.4
% YoY	1.6	5.9	0.6	1.6	3.3	3.3	3.3	3.3
코웨이 렌탈 매출	1,900.5	2,085.2	2,146.4	2,249.6	2,457.6	2,708.8	2,974.2	3,254.1
% YoY	3.8	9.7	2.9	4.8	9.2	10.2	9.8	9.4

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 해외 사업: 말레이시아 성공 BM Copy & Paste

말레이시아
언더싱크(UTS) 타입 중심

1. 말레이시아: 2025년 매출 1.4조원, 핵심 신성장 동력

말레이시아(이하 말레이)는 낙후된 상하수도 인프라와 고질적인 수질 문제 때문에 정수에 대한 수요가 기본적으로 있는 시장이다. 현재 정수기 침투율은 이미 60% 수준에 이르고 있는 것으로 파악되고 있다. 다만, 형태는 좀 다르다. 주로 언더싱크(UTS: Under The Sink) 타입으로 정수만 되는 설비가 많다. 국내 가정용은 일반적으로 싱크대 등에 올려놓고 사용하는 카운터탑(Counter-top) 타입이 대부분이다. 아울러, 말레이는 POE(Point of Entry) 구조를 갖고 있는 가구도 많다. POE는 집에 식수가 들어오기 전, 파이프 라인에 정수 설비를 설치하는 방식으로 미국에서 많이 사용하고 있으며, 말레이에서도 상당한 비중을 차지하고 있다. POU(Point of Use)는 식수를 마시기 직전에 정수하는 방식으로 한국에서 말하는 일반적인 정수기이다. 코웨이는 주로 POU 중심이라고 할 수 있다. 말레이의 정수기 침투율이 이미 상당히 높기 때문에, 신규 판매뿐 아니라 POE에서 POU, 또는 UTS에서 카운터탑 타입으로 전환하는 수요를 유도하면서 시장 점유율을 높이고 있다.

말레이시아 렌탈 시장 점유율 데이터는 따로 없다. 판매량 기준으로 코웨이가 37%, 쿠쿠홈시스 18%, SK매직과 LG전자도 7%, 이어서 현지 업체 코시웨이, 파나소닉, 암웨이, 샤오미 등이 일부를 차지하고 있다. 쿠쿠홈시스가 말레이시아 현지 상장(2024년 6월 상장 완료)을 앞두고 프로모션을 확대하면서 경쟁이 치열해졌고, 2024년 코웨이 말레이 법인 영업이익률이 16.5%까지 하락한 바 있다.

표2 주요 렌탈 업체별 말레이시아 법인 매출 추이										
(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
코웨이	97.8	143.0	207.5	353.4	526.3	708.4	980.1	1,091.5	1,087.1	1,158.3
쿠쿠홈시스	2.4	19.7	55.1	118.5	256.0	296.0	293.4	293.2	304.4	368.3
SK매직	-	-	-	-	21.0	21.4	22.5	63.5	96.1	67.4
청호나이스	-	-	-	0.4	1.1	1.2	1.5	1.6	1.6	2.1

주: SK매직은 2018년 11월, 청호나이스는 2018년 2월 말레이시아 법인 설립
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

코로나 시기 폭발적 성장

코로나19 기간 말레이 사업은 폭발적으로 성장했다. 특히, 공기청정기 렌탈이 엄청나게 늘었다. 하지만, 코로나19 시기가 지나고 공기청정기 렌탈 수요가 함께 위축되면서 2023년에는 매출이 감소하기도 했다. 코웨이의 말레이 계정에서 60% 이상이 정수기이다. 최근 성장은 정수기 신규 렌탈에 더해 기존 렌탈 고객 대상 신규 카테고리 확장에 초점이 맞춰지고 있다. 정수기 증가 → 카테고리 확대 → PPC 상승의 성장 경로는 국내와 다르지 않다. 현재 PPC는 1.2 미만이며, 평균 렌탈료 월 2.5만원 수준인데, 매트리스/에어컨/안마의자/세탁건조기 등 신규 카테고리 제품군 비중이 늘고 있다. 이런 신규 카테고리는 i) 서비스 요소가 정수기 대비 덜하기 때문에 초기 재화 매출이 클 뿐 아니라 ii) 마진도 더 높다. iii) 최근 재렌탈 고객 중심으로 정수기 상향 구매 성향이 늘고 있는 점도 긍정적이다.

렌탈 침투율 빠른 상승

말레이 렌탈 시장의 총 계정 수는 2025년 776만개에서 2030년 845만개까지 증가할 전망이다. 말레이시아 가구 수 증가율은 큰 변동성을 보이지 않아 연간 2.5% 성장을 유지를 가정하였다. 말레이시아 시장의 렌탈 침투율 상단은 앞서 가정한 국내 시장 침투율 상단보다 10% 높은 수치인 80%로 적용하였다. 2024년 침투율 60%는 업계의 추정치이며, 2020년부터 '23년까지 침투율 수치 역시 추정치이다. PPC의 경우 말레이 시장이 렌탈 품목 확장 초입에 있는 점을 반영, 2024년 1.2대에서 2030년 1.5대까지 상승하는 것으로 가정하였다. 해당 수치는 국내 시장의 2018년 PPC 수치이다. 카테고리 확장 정도가 국내 대비 약 10년 정도 후행하는 것으로 가정한 것이다.

코웨이의 말레이 계정 수는 2025년 381만개에서 2030년 608만개까지 늘어날 것으로 추정한다. 계정 수 기준 시장 점유율은 2025년 49.1%에서 2030년 48%로 다소 하락하는 것으로 가정했다. 전체 렌탈 시장은 빠르게 커지지만, 잇따른 국내외 업체들의 신규 진출과 경쟁 심화는 점유율 하락 요인이다. 시장 점유율이 크게 하락할 것 같지는 않다. 2위 업체와 두 배 이상 차이가 나고, 카테고리화 조직력 측면에서 코웨이는 독보적인 입지를 구축하고 있기 때문이다. 오히려 공기청정기/매트리스/에어컨 등의 카테고리 확장에 따라 해당 점유율은 더 올라갈 수도 있다. 시장 점유율 하락은 합리적이면서 보수적인 가정이다.

두자릿수 성장 지속 가능

이에 따라, 코웨이의 2025년 말레이 법인 매출은 1.39조원(YoY 20%), 2030년에는 2.45조원까지 증가할 전망이다. i) 국내 시장 대비 빠른 렌탈 침투율 상승으로 계정 수가 크게 증가하고 있고, ii) 프리미엄 제품군 비율 및 PPC 상승에 따라 성장성과 수익성 제고가 기대되며, iii) 시장 점유율 1위의 압도적인 지위로 말레이 렌탈 시장 고성장을 오롯이 흡수하며 두자릿수 성장을 이어갈 수 있을 것으로 본다.

표3 코웨이 말레이시아 매출 추정

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
말레이 가구 수(만 가구)	823.5	844.7	866.3	888.2	910.5	933.2	956.6	980.5
% YoY	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
렌탈 침투율(%)	50.0	55.0	56.5	58.0	60.0	66.5	69.2	71.9
렌탈 이용 가구 수(만 가구)	411.7	464.6	489.4	515.2	546.3	620.6	661.9	705.0
% YoY	22.3	12.8	5.3	5.3	6.0	13.6	6.7	6.5
PPC	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
총 렌탈 계정 수(만 개)	475.8	542.0	576.5	612.5	655.5	775.7	860.5	951.7
% YoY	23.5	13.9	6.4	6.2	7.0	18.3	10.9	10.6
코웨이 렌탈 계정 수(만 개)	179.0	237.0	280.0	303.0	323.0	380.6	420.3	462.9
% YoY	28.8	32.4	18.1	8.2	6.6	17.8	10.4	10.1
코웨이 시장 점유율(%)	37.6	43.7	48.6	49.5	49.3	49.1	48.8	48.6
코웨이 ASP(만원)	39.6	41.4	39.0	35.9	35.9	36.6	37.3	38.1
% YoY	4.5	4.5	-5.7	-8.0	0.0	2.0	2.0	2.0
코웨이 렌탈 매출	708.4	980.1	1,091.5	1,087.1	1,158.3	1,392.1	1,568.3	1,761.5
% YoY	34.6	38.4	11.4	-0.4	6.5	20.2	12.7	12.3

주: 렌탈 침투율은 가정치

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

2. 태국: 절대적 MS+금융 인프라 구축+마케팅 확대로 구조적 성장기 진입

최근 계정 수 빠른 증가

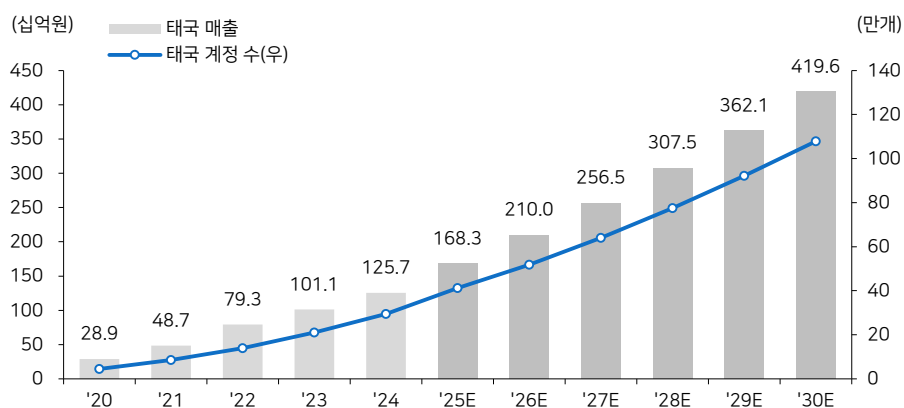
코웨이의 태국 진출은 2003년으로 말레이시아(2006년)보다 오히려 더 먼저다. 하지만, 신용도가 좋지 않고(계좌이체), 신용카드 보급률도 낮아 렌탈 판매가 어려운 지역이었다. 성장이 잘 나오지 않았다가. 최근 계정 수가 빠르게 증가하면서 2024년 흑자전환했다. 2020년 4.5만개에 불과하던 계정 수는 2021년 8.5만개, 2025년 1분기 32.4만개까지 증가했다. 100만개에 도달하면 말레이 법 것처럼 두자릿수 마진이 가능한데, 회사에는 2028년~29년 100만개 계정을 달성하는 것을 목표하고 있다.

사업 환경 안정화
+ 시장 형성 초기 단계

최근 실적이 빠르게 좋아지고 있는 이유는 네가지로 요약되는데, 첫째, 코로나19 이후 금융 인프라 좋아지면서 신용카드 보급률이 높아지고 있고, 입금률도 안정적인 수준까지 올라왔다. 렌탈 시장이 확대될 수 있는 여건이 조성된 것이다. 둘째, 렌탈 시장 코웨이의 선점 효과다. 경쟁사가 없다. 코웨이가 시장을 만들어가는 초기 단계에 있는 것이다. 셋째, 영업과 마케팅 방식의 개선이다. BTS를 활용하여 글로벌 마케팅을 본격화했는데, 태국에서 인지도 상승 효과가 굉장히 컸다. 태국 시장 높은 한류 혜택을 톡톡히 본 것이다. 아울러, 젊은 코디를 써서 태국 젊은 층을 공략했다.

태국 매출 규모는 2024년 1,257억원(YoY 24%)에서 2025년 1,683억원(YoY 34%), 2030년 4,196억원까지 성장할 전망이다. 당분간 YoY 20~30% 성장을 지속하는 것으로 본다. 태국 사업에서 정수기 비중은 83%이다. 정수기 렌탈 침투율은 물론, PPC 상승에 의한 성장 여력이 충분히 크다.

그림8 코웨이 태국 법인 계정 수, 매출 추이와 전망



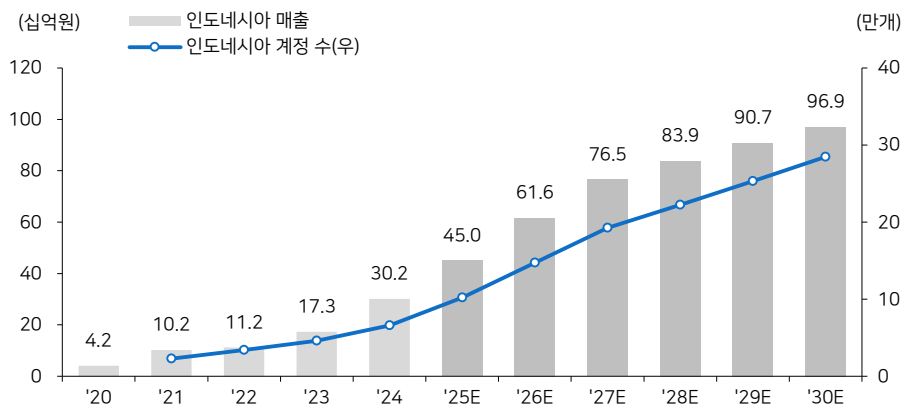
자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

인도네시아
빠르게 성장 중

3. 인도네시아: 넥스트 태국

아직 규모는 작지만 넥스트 태국으로 볼 정도로 빠르게 성장 중이다. 2019년에 진출했으나 코로나19 때문에 2022년 이후 본격적인 사업을 시작했다. 2025년 1분기 기준 계정 수는 7.6만개이다. 인도네시아 렌탈 시장 규모는 아직 작지만 빠르게 성장 중이다. 더구나 인도네시아는 세계 인구 4위의 대국으로 렌탈 침투율과 시장 점유율 소폭 상승 만으로도 큰 폭의 매출 성장을 기대할 수 있다. 인도네시아 또한 동남아 전반의 고온/고습 및 수질 이슈로 정수기 수요가 큰 시장으로 향후 말레이시아, 태국과 유사한 흐름이 기대된다. 다만, 아직 규모가 작고, 무이자/저이자자의 할부 시장이 상당히 발달돼 있기 때문에 렌탈 메리트가 떨어진다는 지적도 있다. 당분간 보수적 전망을 견지한다. 2025년 렌탈 계정 수와 매출은 각각 10.2만개, 450억원 규모로 추정하며, 2030년까지 계정 수 28.5만개, 매출 규모는 969억원까지 성장할 것으로 추정한다.

그림9 코웨이 인도네시아 법인 계정 수, 매출 추이와 전망



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

4. 미국: 매출 규모는 크지만 보수적 접근 바람직

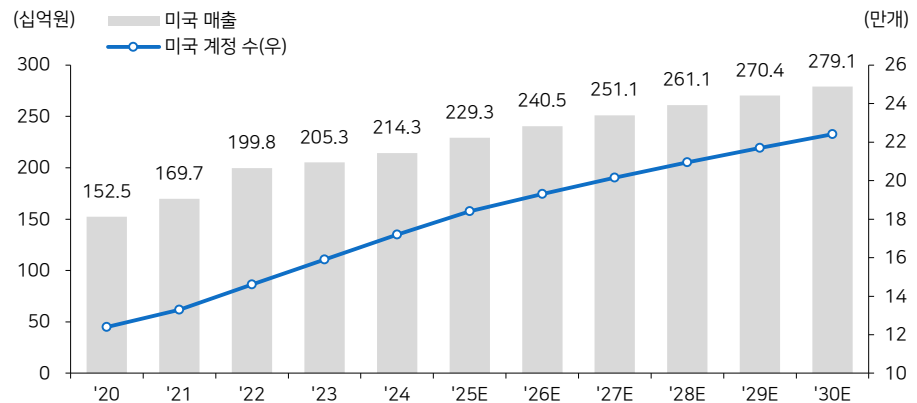
방판 비선호,
시판 비중 50% 육박

미국 사업 규모가 큰데도 해외 법인 실적 추정의 마지막에 둔 이유는 두 가지다. 첫째, 기본적인 렌탈 사업과 결이 다르다. 말레이시아, 태국, 인도네시아는 한국의 렌탈 사업 모델을 그대로 따르고 있다. 막강한 서비스 조직을 활용하여 정수기 렌탈 증가 → 카테고리 확대 → PPC 상승으로 성장성과 수익성을 제고시키는 방식이다. 하지만 미국은 문화적 특성상 자주 집에 방문하여 서비스하는 방식을 선호하지 않으며, 이에 따라 시판(일시불)의 비중이 50%에 육박한다. 2020년이나 2025년 1분기와 같은 대형 산불이 발생할 경우 아마존에서 공기청정기의 판매량이 급증하는 등 변동성이 크다.

아시안 커뮤니티 중심
영업 전개

둘째, 성장률이 낮다. 미국 시장 코웨이 계정 수는 2016년 이미 10만개를 넘었지만, 거의 10년이 되어가는 지금도 아직 20만개도 넘지는 못하는 더딘 성장세를 보이고 있다. 전술한 바와 같이 문화적 이유로 방판을 꺼리기 때문에 주로 미국인 가구 대상이 아닌 한인/아시안 커뮤니티 중심으로营业을 전개하고 있다. 최근에는 중국 커뮤니티를 대상으로 중국인 코디를 모집하고 营业을 확장하고 있는데, 규모와 성장성 모두 크지 않다. 구조적인 성장을 기대하기 쉽지 않다. 2025년 미국 법인 매출은 2,293억원(YoY 7%) 전망한다. 1분기 LA 산불 영향을 제외하면 낮은 한자리수 성장이다. 2026년 이후 계정 수는 YoY 5% 이내로 증가하고, ASP는 정체되는 보수적인 가정을 하였다. 일시불 비중이 높기 때문에 타 권역 대비 ASP가 높다.

그림10 코웨이 미국 법인 계정 수, 매출 추이와 전망



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 실적 전망과 밸류에이션: 12MF PER 9.5배 현저한 저평가

1. 실적 전망: 2024~27년 CAGR EPS 15% 성장 전망

연간 가이던스 OPM
무난히 넘어설 듯

2025년 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 13%, 15% 성장한 4조 8,860억원과 9,070억원(OPM 18.6%) 수준이 가능할 전망이다. 연간 가이던스 영업이익률 18.4%는 무난히 넘어설 것으로 보인다. 국내 사업 매출과 영업이익이 각각 YoY 11%, 8% 성장을 이어가는 가운데, 말레이시아와 태국 법인을 중심으로 해외 사업 매출이 YoY 20% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 국내 사업은 시장 점유율 확대를 위한 판관비 증가로 영업이익률이 하락하지만, 해외 사업 매출 규모 증가로 수익성이 제고되면서 연결 영업이익률은 조금씩 상승하는 구도이다.

원가율은 안정적 유지

코웨이의 원가율은 2023년 이후 35% 초중반대를 유지하고 있는데, 렌탈 매출의 발생과 함께 재화의 제조원가, 필터 및 서비스 수수료가 일정하게 발생하기 때문이다. 다른 제조업체처럼 아웃소싱이나 원부자재 가격 변동에 의한 흔들림이 없다. 매출의 약 20%가 제조원가, 10%가 서비스 원가(코디), 5%가 필터와 설치비 등이다.

판관비율 지속 하락 예상

판관비율은 2024년 46.1%에서 2027년 45.3%까지 연평균 0.3%p 하락할 것으로 예상된다. 매출 증가로 인한 고정비 부담 완화(국내)와 말레이시아와 태국, 인도네시아 등 해외 지역 매출 확대에 의한 영업레버리지 효과 때문이다. 2022년 이후 판관비에서 인건비와 감가상각비 비율은 하락하고 있다. 반면, 국내 사업 시장 점유율 확대를 위해 광고판촉비 비중은 상승할 것으로 보이며, 이에 따라 렌탈 판매가 증가하면서 판매수수료 비율 역시 12.5% 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 매출채권손상차손은 매출의 2.5% 수준을 유지하는 것으로 가정했다. 금융리스 비중이 상승하면서 비중이 상승하는 계정이다. 제품 소유권이 소비자에게 있기 때문에 매출채권으로 잡다가 해약을 하게 되면 매출채권손상차손으로 계상한다. 운용리스는 자산으로 잡고 감가상각하다가 해약을 하게 되면 렌탈자산폐기손실로 계상한다. 그래서, 금융리스 비중이 상승하면 매출채권손상차손 비중은 상승하고, 렌탈자산폐기손실 비중은 하락하게 된다. 판매수수료도 비슷한 형태다. 금융리스 판매수수료는 판관비의 판매수수료 항목으로 잡히지만, 운용리스의 판매수수료는 자산으로 잡고, 감가상각비로 계산한다(2020년 이후). 그래서, 2020년부터 판관비의 감가상각비가 크게 늘고, 판매수수료 비중은 크게 줄었다. 해외 매출 비중이 상승하면서 운반비 비중은 상승하고 있다.

표4 코웨이 연간 매출 및 비용 추정

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
연결 매출	3,237.4	3,664.3	3,856.1	3,966.5	4,310.1	4,885.9	5,446.8	6,045.6
국내	2,592.5	2,814.6	2,813.5	2,759.0	3,120.1	3,459.6	3,833.5	4,229.8
말레이시아	708.4	980.1	1,091.5	1,087.1	1,158.3	1,392.1	1,568.3	1,761.5
미국	152.5	169.7	199.8	205.3	214.3	229.3	240.5	251.1
태국	29.0	48.7	79.3	101.2	125.7	168.3	210.0	256.5
인도네시아	4.2	10.2	11.2	17.2	30.1	45.0	61.6	76.5
기타(BEREX, 엔텍 등)	49.3	123.6	151.6	161.6	162.9	195.4	226.7	255.7
연결조정	-298.5	-482.7	-490.8	-364.9	-501.3	-603.9	-693.9	-785.6
국내 사업부문 세부	2,592.5	2,814.6	2,813.5	2,759.0	3,120.2	3,459.6	3,833.5	4,229.8
환경가전	2,113.7	2,232.5	2,263.0	2,358.1	2,564.7	2,809.6	3,069.3	3,344.2
운용리스	1,596.4	1,542.4	1,418.9	1,320.9	1,190.2	1,191.9	1,106.4	989.3
금융리스	304.1	542.8	727.5	928.7	1,267.4	1,516.9	1,867.8	2,264.9
멤버십	99.2	93.5	89.3	89.7	89.6	82.4	76.2	70.7
일시불	114.0	53.8	27.2	18.8	17.5	18.4	19.0	19.3
화장품	60.6	43.2	35.0	23.4	11.3	0.0	0.0	0.0
수출	404.7	526.1	501.5	362.1	527.5	633.0	747.0	868.0
기타	13.5	12.8	14.0	15.4	16.6	16.9	17.3	17.6
매출원가	1,043.9	1,275.3	1,369.6	1,395.0	1,526.5	1,734.5	1,932.5	2,143.2
매출원가율(%)	32.2%	34.8%	35.5%	35.2%	35.4%	35.5%	35.5%	35.5%
렌탈원가	672.3	835.2	958.3	1,197.0	1,308.2	1,482.9	1,653.1	1,834.9
% Sales	20.8%	22.8%	24.9%	30.2%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
리스원가				698.8	790.0	895.5	998.3	1,108.1
% Sales				17.6%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
서비스원가				498.2	518.2	587.4	654.8	726.8
% Sales	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
일시불원가	328.3	382.5	339.2	129.4	150.1	170.2	189.7	210.5
% Sales	10.1%	10.4%	8.8%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
기타	43.3	57.6	72.1	68.7	68.2	81.4	89.7	97.7
% Sales	1.3%	1.6%	1.9%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
매출총이익	2,193.5	2,388.9	2,486.5	2,571.5	2,783.7	3,151.4	3,514.3	3,902.4
매출총이익률(%)	67.8%	65.2%	64.5%	64.8%	64.6%	64.5%	64.5%	64.6%
판매비	1,587.1	1,748.7	1,809.1	1,840.2	1,988.3	2,244.7	2,483.5	2,736.4
판매비율(%)	49.0%	47.7%	46.9%	46.4%	46.1%	45.9%	45.6%	45.3%
인건비	415.8	501.0	544.1	555.0	573.3	630.3	695.6	764.4
% Sales	12.8%	13.7%	14.1%	14.0%	13.3%	12.9%	12.8%	12.6%
지급수수료	189.7	199.4	207.7	201.7	234.2	244.3	266.9	290.2
% Sales	5.9%	5.4%	5.4%	5.1%	5.4%	5.0%	4.9%	4.8%
판매수수료	284.8	353.8	369.1	393.1	487.8	610.7	680.8	755.7
% Sales	8.8%	9.7%	9.6%	9.9%	11.3%	12.5%	12.5%	12.5%
광고판촉비	124.4	186.5	185.5	174.8	192.8	234.5	264.2	296.2
% Sales	3.8%	5.1%	4.8%	4.4%	4.5%	4.8%	4.9%	4.9%
감가상각비	246.6	232.0	205.2	186.1	189.9	195.4	207.0	218.2
% Sales	7.6%	6.3%	5.3%	4.7%	4.4%	4.0%	3.8%	3.6%
매출채권손상차손	93.6	46.5	62.7	114.4	105.7	1,270	1,471	1,693
% Sales	2.9%	1.3%	1.6%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
렌탈자산폐기손실	77.6	53.7	53.1	44.1	34.0	29.3	21.8	12.1
% Sales	2.4%	1.5%	1.4%	1.1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%
운반비	15.1	32.6	31.6	24.9	26.8	31.3	35.9	41.1
% Sales	0.5%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
기타	139.4	143.2	150.1	146.2	143.8	1,418	1,642	1,892
% Sales	4.3%	3.9%	3.9%	3.7%	3.3%	2.9%	3.0%	3.1%
영업이익	606.4	640.2	677.4	731.3	795.4	906.7	1,030.8	1,166.1
영업이익률(%)	18.7%	17.5%	17.6%	18.4%	18.5%	18.6%	18.9%	19.3%

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

2분기 국내외
모두 사업 호조

2. 3분기 영업이익 2,380억원(YoY 15%) 증가 전망

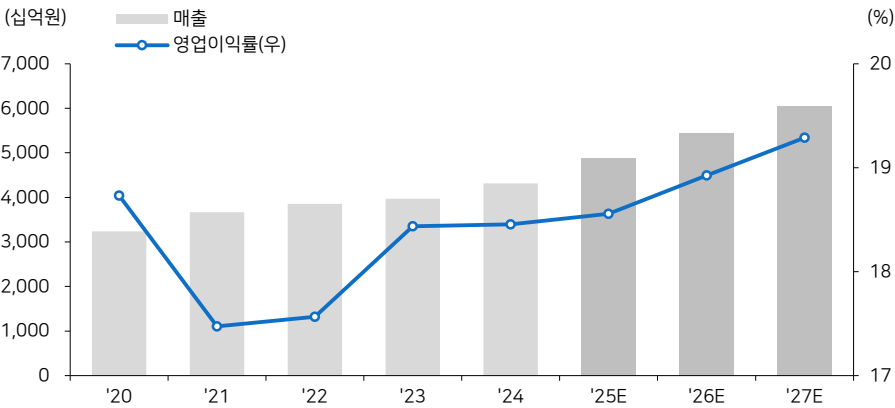
2분기 국내외 렌탈 매출 증가율이 모두 상승하면서 매출과 영업이익 YoY 15% 이상 성장하는 양호한 실적 모멘텀을 보였다. 국내 사업은 렌탈 계정 순증이 16만개나 발생하면서 역대 최대 분기 매출과 판매량을 달성하였다. 말레이시아 법인은 4분기 연속 렌탈 판매량이 두자릿수 성장을 기록하면서 역대 최대 분기 매출액을 경신했다. 해외 법인 총 계정은 400만개(YoY 13%)를 넘었다. 태국 법인은 1분기 미세먼지 영향으로 공기청정기 판매가 크게 늘었고, 2분기는 정수기가 많이 팔렸다. 미국은 이민국 단속 등으로 시위가 많아지면서 2분기 매출은 부진했지만, 마케팅비가 크게 감소하면서 수익성은 오히려 좋았다. 국내의 경우 금융리스 비중이 70%, 해외는 경우 금융리스 비중이 90%이다.

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 12%, 15% 증가한 1조 2,330억원과 2,380억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 사업의 경우 렌탈 판매가 얼음정수기 미니 신규 출시 효과 등으로 30만개 이상 발생할 것으로 보인다. 매트리스와 안마의자 매출도 양호하다. 2분기보다 외형 성장률은 다소 하락할 것으로 보이는데, 이는 판매수수료율 하락으로 이어져 국내 사업 영업이익률은 오히려 2분기보다 높은 18.7%까지 상승할 것으로 기대한다. 국내 사업은 전년도 높은 베이스로 YoY 1% 감익이 예상된다. 전년도 2분기 일회성으로 비용 환입이 있었기 때문에 영업이익률은 20%를 넘었다.

해외 사업이
증익 드라이버

연결 영업이익 증익을 이끄는 것은 해외 사업이다. 말레이시아 법인 매출은 YoY 20% 성장하면서 전체 외형 성장과 수익성을 견인할 것으로 예상된다. 태국 역시 YoY 25% 높은 신장세가 예상된다. 인도네시아 지역은 정국 불안과 시위 우려가 있으나 렌탈료 회수에는 문제가 없는 상황이다. 다만, 인도네시아와 미국 모두 2분기 중단했던 마케팅을 재개하면서 두 지역 영업이익률은 2분기 대비 하락할 것으로 예상된다.

그림11 코웨이 매출과 영업이익률 추이와 전망



자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

표5 코웨이 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	1,001.8	1,082.3	1,100.3	1,125.7	1,174.9	1,258.9	1,233.4	1,218.8	4,310.1	4,885.9	5,446.8
국내	732.2	770.7	812.8	804.4	835.8	875.0	891.2	857.6	3,120.1	3,459.6	3,833.5
렌탈	580.7	624.3	630.4	622.2	647.3	700.4	695.7	665.4	2,457.6	2,708.8	2,974.2
수출	114.3	109.3	151.9	151.9	157.1	144.6	167.1	164.2	527.5	633.0	747.0
말레이시아	269.6	286.9	293.4	308.4	328.9	355.5	352.1	355.6	1,158.3	1,392.1	1,568.3
기타	114.5	139.7	118.7	160.1	158.4	174.0	134.7	171.0	533.0	638.1	738.8
영업이익	193.7	211.2	207.1	183.4	211.2	242.7	238.1	214.6	795.4	906.7	1,030.8
국내	143.8	139.3	166.4	127.3	162.4	155.4	166.7	138.2	576.9	622.7	690.0
말레이시아	46.7	47.0	44.3	52.6	51.4	67.8	61.2	61.5	190.6	241.9	282.3
세전이익	179.1	207.5	231.1	166.4	195.2	207.5	222.1	218.0	784.0	842.7	972.2
지배주주순이익	127.7	154.2	179.5	104.2	138.9	155.6	162.2	158.7	565.6	615.4	723.0
영업이익률(%)	19.3	19.5	18.8	16.3	18.0	19.3	19.3	17.6	18.5	18.6	18.9
국내	19.6	18.1	20.5	15.8	19.4	17.8	18.7	16.1	18.5	18.0	18.0
말레이시아	17.3	16.4	15.1	17.1	15.6	19.1	17.4	17.3	16.5	17.4	18.0
세전이익률(%)	17.9	19.2	21.0	14.8	16.6	16.5	18.0	17.9	18.2	17.2	17.8
순이익률(%)	12.7	14.3	16.3	9.3	11.8	12.4	13.1	13.0	13.1	12.6	13.3
매출(% YoY)	5.6	7.6	9.2	12.1	17.3	16.3	12.1	8.3	8.7	13.4	11.5
국내	12.0	13.5	14.4	12.3	14.1	13.5	9.7	6.6	13.1	10.9	10.8
렌탈	5.8	11.5	10.5	9.1	11.5	12.2	10.4	6.9	9.2	10.2	9.8
수출	70.3	32.9	46.9	39.0	37.4	32.3	10.0	8.1	45.7	20.0	18.0
말레이시아	0.5	0.5	8.7	17.0	22.0	23.9	20.0	15.3	6.5	20.2	12.7
기타	16.5	10.4	-7.9	21.7	38.3	24.6	13.5	6.8	9.8	19.7	15.8
영업이익(% YoY)	10.3	8.8	6.0	10.4	9.0	14.9	15.0	17.0	8.8	14.0	13.7
국내	24.4	-2.9	14.8	38.9	12.9	11.6	0.1	8.5	16.4	7.9	10.8
말레이시아	3.5	0.6	26.6	-12.0	10.1	44.3	38.1	16.9	2.1	26.9	16.7
세전이익(% YoY)	2.7	35.2	23.4	14.3	9.0	0.0	-3.9	31.0	18.7	7.5	15.4
지배주주순이익(% YoY)	1.9	43.9	31.0	2.4	8.8	0.9	-9.7	52.3	20.0	8.8	17.5

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

3. 밸류에이션: 적정 12MF PER 15배, 적정주가 15만원

높은 실적 안정성과 가시성

코웨이는 Part1-1 사업구조에서 설명한 바와 같이 렌탈 계약을 발생시키면 5년~7년 동안 안정적인 현금흐름을 가져갈 수 있는 기업이다. 국내 렌탈 시장 700만 가까이 계정을 보유하고 있는, 시장 점유율 40%(정수기 판매량 기준)의 압도적 1위 사업자로서 코웨이의 실적 안정성과 중장기 실적 가시성은 대단히 높다. 더구나, 최근 코웨이는 국내 렌탈 시장에서 시장 점유율을 확대하고 있는데, i) LG와 SK의 사업방향 전환과 청호나이스의 쇠퇴, ii) 코웨이의 카테고리 확장과 금융리스 비중 확대에 따른 PPC 상승, 해약을 하락 등을 감안하면 이러한 시장 점유율 상승은 당분간 지속될 공산이 크다. 이와 같은 국내 시장 판도 변화는 충분히 코웨이의 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 수 있다.

해외 사업 확장 순항 중

아울러, 말레이시아 사업은 매출 1조원을 돌파하면서 국내 렌탈 사업의 해외 확장 성공 역사를 쓰기 시작했다. 2025년 전체 연결 매출의 29%까지 비중이 상승할 것으로 예상된다. 경쟁 심화가 우려되지만 2위 사업자 대비 2배 이상 높은 시장 점유율을 확보한 가운데, 소득 수준 상승에 따라 ASP 상승, 카테고리 확장에 따른 PPC 상승을 동반하며 성장성과 수익성 제고를 모두 기대할 수 있는 상황이다. 태국과 인도네시아 등 중장기 성장 여력이 높은 국가에서 절대적 시장 점유율을 보유하면서 고성장하고 있다. 말레이시아와 유사한 문화와 기후, 사용자 환경을 갖고 있어 말레이시아의 성공 방정식을 그대로 적용할 수 있다는 점은 실적 가시성을 높이는 요인이다.

적극적인 주주환원은 추가적인 메리트

코웨이에 대한 투자의견 '매수', 적정주가 15만원으로 커버리지를 개시한다. 15만원은 12MF PER 15배를 적용한 가격이다. 코웨이는 2024~27년 CAGR EPS 15%가 예상되는데, i) 국내외 렌탈 시장에서 절대적인 시장 점유율을 기반으로, ii) 대단히 안정적인 현금흐름을 보이고 있으며, iii) 국내 사업을 캐시카우로 해외 사업에서 성장성과 수익성을 제고하는 모습이다. PEG 1배는 충분히 적용할 만하다. 아울러, 코웨이는 배당성향 40%, 자사주 소각 등 높은 주주환원 정책을 실시하고 있는데, 현재 시가배당수익률은 3.7%로 이는 추가적인 투자 메리트이다.

그림12 코웨이 12M Fwd PER Band



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 코웨이 연간 실적 전망과 밸류에이션

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	3,237.4	3,664.3	3,856.1	3,966.5	4,310.1	4,885.9	5,446.8	6,045.6
국내	2,592.5	2,814.6	2,813.5	2,759.0	3,120.1	3,459.6	3,833.5	4,229.8
렌탈	1,900.5	2,085.2	2,146.4	2,249.6	2,457.6	2,708.8	2,974.2	3,254.1
수출	404.7	526.1	501.5	362.1	527.5	633.0	747.0	868.0
말레이시아	708.4	980.1	1,091.5	1,087.1	1,158.3	1,392.1	1,568.3	1,761.5
기타	235.0	352.2	441.9	485.3	533.0	638.1	738.8	839.9
영업이익	606.4	640.2	677.4	731.3	795.4	906.7	1,030.8	1,166.1
국내	455.5	451.7	514.7	495.6	576.9	622.7	690.0	761.4
말레이시아	130.1	199.4	202.0	186.6	190.6	241.9	282.3	325.9
세전이익	540.4	658.6	683.3	660.6	784.0	842.7	972.2	1,123.9
지배주주순이익	404.9	465.7	458.2	471.3	565.6	615.4	723.0	850.2
적정시가총액(십억원)	6,073	6,985	6,873	7,070	8,484	9,230	10,845	12,754
주식수(천주)	71,909	71,909	71,909	71,909	71,909	71,909	71,909	71,909
적정주가(원)	84,459	97,135	95,574	98,312	117,982	128,360	150,820	177,356
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	5,631	6,476	6,372	6,554	7,865	8,557	10,055	11,824
영업이익률(%)	18.7	17.5	17.6	18.4	18.5	18.6	18.9	19.3
국내	17.6	16.0	18.3	18.0	18.5	18.0	18.0	18.0
말레이시아	18.4	20.3	18.5	17.2	16.5	17.4	18.0	18.5
세전이익률(%)	16.7	18.0	17.7	16.7	18.2	17.2	17.8	18.6
순이익률(%)	12.5	12.7	11.9	11.9	13.1	12.6	13.3	14.1
매출(% YoY)	7.2	13.2	5.2	2.9	8.7	13.4	11.5	11.0
국내	2.4	8.6	0.0	-1.9	13.1	10.9	10.8	10.3
렌탈	3.8	9.7	2.9	4.8	9.2	10.2	9.8	9.4
수출	17.8	30.0	-4.7	-27.8	45.7	20.0	18.0	16.2
말레이시아	34.6	38.4	11.4	-0.4	6.5	20.2	12.7	12.3
기타	16.0	49.9	25.5	9.8	9.8	19.7	15.8	13.7
영업이익(% YoY)	32.3	5.6	5.8	8.0	8.8	14.0	13.7	13.1
국내	15.4	-0.8	14.0	-3.7	16.4	7.9	10.8	10.3
말레이시아	72.1	53.3	1.3	-7.6	2.1	26.9	16.7	15.4
세전이익(% YoY)	19.7	21.9	3.8	-3.3	18.7	7.5	15.4	15.6
지배주주순이익(% YoY)	21.6	15.0	-1.6	2.9	20.0	8.8	17.5	17.6

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

코웨이 (021240)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,966.5	4,310.1	4,885.9	5,446.8	6,045.6
매출액증가율(%)	2.9	8.7	13.4	11.5	11.0
매출원가	1,395.0	1,526.5	1,734.5	1,932.5	2,143.2
매출총이익	2,571.5	2,783.7	3,151.4	3,514.3	3,902.4
판매관리비	1,840.2	1,988.3	2,244.7	2,483.5	2,736.4
영업이익	731.3	795.4	906.7	1,030.8	1,166.1
영업이익률(%)	18.4	18.5	18.6	18.9	19.3
금융손익	-50.2	-60.7	-67.0	-66.2	-65.5
종속/관계기업손익	-4.1	-4.6	-15.0	-10.5	-5.3
기타영업외손익	-16.4	53.9	18.0	18.1	28.5
세전계속사업이익	660.6	784.0	842.7	972.2	1,123.9
법인세비용	189.6	218.6	227.5	249.4	273.9
당기순이익	471.0	565.5	615.2	722.8	850.0
지배주주지분 순이익	471.3	565.6	615.4	723.0	850.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	449.0	330.3	1,137.9	1,257.2	1,354.4
당기순이익(손실)	471.0	565.5	615.2	722.8	850.0
유형자산상각비	428.4	414.9	530.4	519.2	496.4
무형자산상각비	9.9	8.9	2.1	2.0	1.9
운전자본의 증감	-605.1	-793.9	-75.7	-61.9	-71.3
투자활동 현금흐름	-272.3	-243.0	146.1	-474.0	-475.4
유형자산의증가(CAPEX)	-255.9	-237.4	-550.0	-550.0	-550.0
투자자산의감소(증가)	5.1	4.7	-6.4	-6.3	-6.7
재무활동 현금흐름	-32.3	-226.0	126.1	-133.8	-322.0
차입금의 증감	155.6	133.9	389.4	199.5	60.1
자본의 증가	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	144.3	-131.3	1,410.1	649.4	557.0
기초현금	115.9	260.3	129.0	1,539.1	2,188.5
기말현금	260.3	129.0	1,539.1	2,188.5	2,745.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,591.6	1,771.0	2,670.9	3,433.9	4,112.0
현금및현금성자산	260.3	129.0	1,539.1	2,188.5	2,745.5
매출채권	247.6	212.1	240.5	268.1	297.5
재고자산	197.9	240.1	252.1	264.7	278.0
비유동자산	3,259.3	3,990.6	4,014.6	4,049.6	4,108.1
유형자산	1,019.1	1,037.6	1,057.3	1,088.0	1,141.6
무형자산	188.5	191.3	189.3	187.3	185.4
투자자산	55.0	50.3	56.7	63.0	69.7
자산총계	4,851.0	5,761.6	6,685.5	7,483.5	8,220.0
유동부채	1,509.0	1,878.0	1,945.7	2,023.0	1,951.7
매입채무	76.9	96.2	109.0	121.5	134.9
단기차입금	342.6	465.0	555.0	505.0	455.0
유동성장기부채	327.5	360.5	310.5	410.5	360.5
비유동부채	704.2	687.5	1,040.2	1,192.9	1,356.4
사채	459.4	499.3	739.3	929.3	1,109.3
장기차입금	139.5	42.6	142.6	92.6	62.6
부채총계	2,213.2	2,565.5	2,985.9	3,215.9	3,308.0
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	147.9	148.4	148.4	148.4	148.4
기타포괄이익누계액	-4.2	130.1	264.5	398.9	533.2
이익잉여금	2,503.2	2,964.2	3,333.5	3,767.4	4,277.6
비지배주주지분	-2.1	-2.3	-2.4	-2.6	-2.9
자본총계	2,637.8	3,196.1	3,699.6	4,267.7	4,912.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	53,747	58,403	67,688	75,745	84,073
EPS(지배주주)	6,386	7,664	8,525	10,055	11,824
CFPS	16,823	17,588	19,964	21,811	23,635
EBITDAPS	15,847	16,520	19,937	21,583	23,145
BPS	35,771	43,339	51,482	59,385	68,349
DPS	1,350	2,630	3,438	4,040	4,751
배당수익률(%)	2.4	3.9	3.7	4.3	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	9.0	8.7	11.0	9.3	7.9
PCR	3.4	3.8	4.7	4.3	4.0
PSR	1.1	1.1	1.4	1.2	1.1
PBR	1.6	1.5	1.8	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	1,169.5	1,219.2	1,439.1	1,552.0	1,664.3
EV/EBITDA	3.8	4.2	4.5	3.9	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	19.4	17.8	18.1	18.5
EBITDA 이익률	29.5	28.3	29.5	28.5	27.5
부채비율	83.9	80.3	80.7	75.4	67.3
금융비용부담률	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
이자보상배율(x)	13.5	12.7	12.2	11.8	12.5
매출채권회전율(x)	15.9	18.8	21.6	21.4	21.4
재고자산회전율(x)	17.6	19.7	19.9	21.1	22.3

주: 당사 공통 시스템 상 재무제표 추정 수식과 코웨이 회계 상 수식이 정확히 일치하지 않으므로 재무상태표 및 현금흐름표 추정치는 실제와 크게 다를 수 있음

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이 (021240) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

