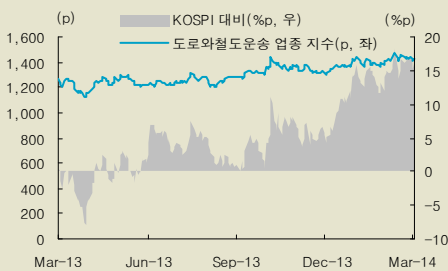


종목	투자의견	목표주가
AJ렌터카(068400)	매수	24,000원(상향)
레드캡투어(038390)	NR	-

#### 12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

## 렌터카와 중고차 사업의 성장 이중주

### 렌터카 사업, 성장의 날개를 달다

국내 렌터카 시장은 본격 성장 국면에 진입했다. 실용적인 소비 트렌드가 확산되며 가격 메리트가 크고 편의성이 큰 렌터카가 주목 받고 있다. 국내 렌터카업은 보유대수 기준으로 향후 3년간 연평균 13%의 양호한 성장세를 시현할 것으로 예상된다. 1) 법인 장기렌터카 침투율 상승, 2) 번호판 확대에 따른 리스차, 자동차 할부금융 수요 흡수, 3) 개인 장기렌터카 수요 급증 등으로 렌터카 산업의 성장 추세는 지속될 전망이다. 보유대수 증가에 따른 안정적인 렌탈 cash flow 확보 및 중고차 매각 수익 확대로 관련 업체들의 실적 개선세가 돋보일 것이다.

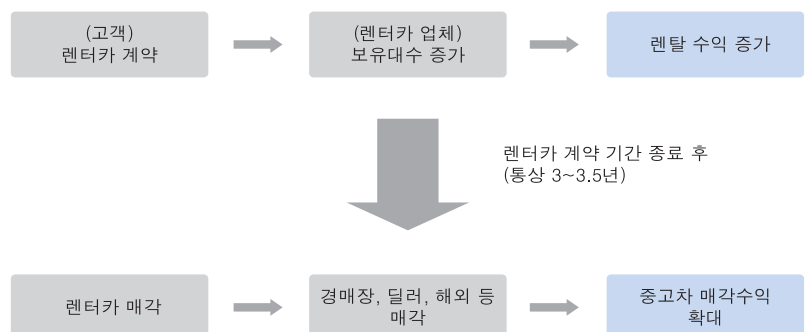
### 중고차 유통시장 활성화, 이제 시작

국내 중고차 유통 생태계에 변화의 바람이 불며 판도가 바뀔 전망이다. 경기 불황이 장기화되고, 완성차의 품질이 향상되면서 중고차에 대한 소비자 선호도가 높아졌다. 상위 렌터카업체, 대기업들의 잇따른 자동차 경매장 사업 진출과 중고차 매입 사업 확대 등으로 중고차 유통 사업이 확대되면서 투명한 거래 구조가 정착되고 가격, 품질에 대한 신뢰성이 제고될 것이다. 이에 힘입어 중고차 유통 시장은 향후 3년간 연평균 9% 성장할 전망이다.

### 구조적 시장 확대의 수혜를 누릴 AJ렌터카 추천

AJ렌터카를 추천 종목으로 제시하고 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 24,000원(12MF EBITDA에 목표배수 4배 적용)으로 20% 상향한다. AJ렌터카는 렌터카 시장 확대, 중고차 유통 시장 활성화, 관련 사업 진출에 따른 수직 계열화 등으로 중장기적으로 규모의 경제 효과를 누릴 것으로 예상된다. 렌터카 부문의 성장성이 부각되고 상용여행 부문의 안정적 이익 창출이 기대되는 레드캡투어를 관련종목으로 제시한다.

#### 렌터카업 수익 구조



## Sector report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 국내 렌터카 산업의 현황, 수익 구조 및 성장성 분석
- 리스, 할부, 구매 시장 대비 장기 렌터카의 비교 우위 분석
- 해외 렌터카/중고차 유통 시장 분석을 통해 국내 렌터카업 재조명
- 국내 중고차 유통 시장 활성화로 중고차 관련 사업 영위하는 렌터카 업체별 성장성과 수혜 분석

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 국내 렌터카 시장은 소유에 대한 인식 변화, 법인 장기렌터카 침투율 확대, 개인 장기렌터카 시장 성장으로 지속 확대 예상
- 중고차 유통 시장은 완성차 품질 향상, 교체 주기 단축, 온라인 판매 플랫폼 및 경매장 활성화 등으로 성장 속도 빨라질 것

#### 시장 규모 추정

(단위: 천대, %, 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F
렌터카수	325.3	371.9	425.0	479.9
% 승용차수	2.2	2.5	2.8	3.0
시장규모	2,830	3,232	3,691	4,215
중고차거래대수	3,284	3,377	3,787	4,279
% 신차등록대수	214.4	216.5	226.4	242.8

자료: 전국자동차대여사업조합연합회, 국토교통부, 한국투자증권

### □ 대체시장 비교 분석

#### 렌탈, 리스, 할부, 직접 구매 비교

구분	장기렌탈	리스	할부	직접 구매
소유(명의)	렌터카 업체	리스사(운용) 계약자(금융)	계약자	구매자
적용보험료	렌터카업체	개인	개인	개인
비용 회계처리	대여료 전액	리스료 총액(운용) 이자(금융)	감가상각비 이자비용	-
LPG 사용	O	X	△일부 가능	O
운행거리 제한	X	O(리스료 추가 부담)	O(할부금 증가)	X

자료: 한국투자증권

### □ 위험 / 기회 요인

- 렌터카업의 초기 진입장벽은 높지 않은 편
- 넓은 의미에서 렌터카업의 경쟁자라 할 수 있는 자동차할부금융, 오토론 시장 등은 캐피탈 등 기존 여신업체 외에 신용카드사, 보험사, 은행 등 신규 플레이어 진입으로 경쟁 과열 양상

### □ 산업의 주요 특징

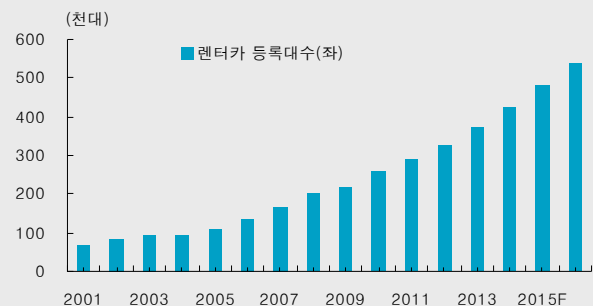
#### 1) 국내 렌터카업의 현황

- 2013년 말 기준, 국내 렌터카 등록대수 약 371,856대, 시장규모 3조 2천억원 추정
- 국내 렌터카업은 KT금호렌터카, AJ렌터카, 현대캐피탈, SK네트웍스, 레드캡투어 등 5개 업체가 시장의 57.7% 점유(2013년 말 기준)
- 렌트 기간에 따라 단기(1개월 미만), 중기(1년 미만), 장기(1년 이상)로 구분. 단기는 주로 레저용 차량 비중이, 장기는 법인고객 비중이 높으며, 최근 개인용 장기렌터카 이용자가 늘고 있는 추세

#### 2) 렌터카업의 성장 지속될 전망

- 국내 렌터카업 시장 규모는 보유대수 기준으로 과거 10년간 15% 성장했으며 향후 3년간 연평균 13% 확대될 것
- 1) 현대인의 소유에 대한 인식 변화
- 2) 오토리스, 자동차할부금융 등 대체시장 대비 산업구조와 수익성 측면에서 렌터카업의 성장 매력이크다고 판단

#### 국내 렌터카 시장 규모 추이와 전망



자료: 서울특별시자동차대여조합, 한국투자증권

#### 3) 국내 중고차 유통 시장 활성화

- 완성차 품질 향상, 차량 이용기간 단축 등으로 국내 중고차유통 시장 활성화 전망
- 미국, 일본 등 선진국대비 경매를 통한 중고차 유통비중이 낮는데 인지도 있는 렌터카업체들의 진출로 중고차 경매 시장 커질 전망

### □ 동종 기업 비교

- 해외 렌터카업체의 2014년 평균 PER, EV/EBITDA는 각각 15.2배, 7.6배, 해외 중고차 유통업체는 각각 16.9배, 10.7배
- 3페이지의 렌터카와 중고차유통 업체 peer valuation 표 참조

# Contents

I. Investment summary	2
1. 렌터카업의 성장성에 배팅하라	
2. Peer valuation	
II. 국내 렌터카 시장의 현재와 미래	4
1. 국내 렌터카업 현황	
2. 렌터카업 수익 구조	
3. 렌터카 업체별 분석	
III. 왜 렌터카인가?	11
1. 장기렌터카 vs. 리스 vs. 할부 vs. 구매	
IV. 중고차 유통시장, 변화의 바람	14
1. 중고차 유통 시장, 성장에 가속도를 낸다	
2. 중고차 유통시장의 판도 변화	
3. 자동차 경매장 활성화 기대	
V. 해외 렌터카/중고차 유통 시장 분석	18
1. 해외 렌터카 시장	
2. 해외 중고차 유통 시장	
VI. 최근 이슈 & Risk	22
1. 개인 장기렌터카 시장의 확대	
2. 카셰어링, 또 하나의 공유 경제	
용어해설	24
종목분석	25
AJ렌터카(068400)	
레드캡투어(038390)	

## I. Investment Summary

### 1. 렌터카업의 성장성에 매칭하라

#### 사회 트렌드 변화로 국내 렌터카업 성장 전망

국내 렌터카업은 빌려 쓰는 실용주의 소비 트렌드가 확산되며 성장 국면에 진입했다. 현대인의 소비 트렌드는 소유보다는 사용에 초점을 두기 시작했고, 경기 회복이 지연되면서 초기 가격부담이 적고 지속적인 관리 서비스가 제공돼 편리성이 큰 렌터카에 대한 관심이 높아졌다. 과거와 달리 차량의 교체 주기가 짧아진 점도 렌터카 시장 성장에 기여하고 있다. 국내 렌터카업은 보유대수 기준으로 과거 10년간 연평균 15% 성장했으며, 법인 고객군의 확대, 리스, 할부금융 등에서 렌터카로의 이전 수요, 개인 장기렌터카고객의 증가로 향후 3년간 연평균 13%의 양호한 성장세를 시현할 전망이다.

#### 렌터카, 합리적인 선택

차량을 구매하지 않고 이용하는 방법은 크게 렌터카, 리스차, 할부차로 나눌 수 있다. 여신금융협회에 따르면 2012년 국내 오토리스 시장규모는 취급금액 기준 5조 8천억원으로 렌터카 시장 대비 2~3배 이상 큰 것으로 추정된다. 렌터카 시장은 과거 ‘허’ 번호판만 사용할 수 있어 사업자들이 리스 시장을 선호했으나, ‘하’와 ‘호’ 번호판이 추가됐고 일반인들의 ‘허’ 차량에 대한 인식이 변하며 렌터카 이용 메리트가 부각되고 있다. 렌터카는 상대적으로 비용이 저렴한 LPG 연료 사용이 가능하며, 주행거리 제한이 없고, 추가 보험료 등이 발생하지 않는다. 통상적으로 렌터카의 가격이 리스차량 대비 저렴하기 때문에 가격 메리트도 있어 우리는 렌터카 시장의 중장기 성장성이 가장 높다고 판단한다.

#### 렌터카업체, 관련 사업으로 진출 활발

상위 렌터카 업체들은 렌터카업과 시너지 창출이 가능한 차량 서비스, 경매장, 카셰어링 등 관련 산업으로 사업을 확장하고 있다. AJ렌터카는 관계사를 통해 서울자동차경매장을 인수했으며 KT렌탈은 오는 3월 24일 안성자동차경매장을 오픈할 예정이다. KT렌탈은 작년 9월에 국내 대표 카셰어링 업체인 그린카의 지분을 인수했으며, AJ렌터카는 서울, 경기 지역에서 작년 하반기부터 카셰어링 서비스를 시범 실시하고 있다. 상위 렌터카업체들은 사업영역을 확장해 신규 매출원을 확보함과 동시에 상위업체로의 집중도를 높이고 있어 향후 규모의 경제 효과가 커지며 산업 내 입지가 지속적으로 강화될 것으로 예상된다.

#### 렌터카업체, 중고차 유통 시장 활성화 수혜 누릴 전망

렌터카 업체들은 중고차 유통 시장 활성화의 수혜를 누릴 것이다. 렌터카업체는 크게 1) 기존 보유 렌터카 차량 매각, 2) 외부 매입 차량 매각 등의 경우에 중고차 유통 시장과 관련되어 있다. 중고차 유통 시장은 1) 경기 불황 지속에 따른 중고차 소비 선호도 상승, 2) 완성차의 품질 향상, 3) 온라인 등 중고차 유통 채널 확대, 4) 렌터카업체, 대기업 등의 잇따른 중고차 유통 시장 진출에 따른 거래 신뢰도 제고, 5) 중고차 경매장 활성화 등으로 성장세를 이어갈 전망이다.

#### AJ렌터카 추천

렌터카 시장 성장, 중고차 유통 시장 확대, 관련 사업 진출 등의 수혜가 예상되는 AJ렌터카를 추천한다. AJ렌터카에 대한 매수 의견을 유지하고 목표주가를 24,000원(12MF EBITDA에 4배 적용)으로 20% 상향한다. AJ렌터카는 렌터카 2위 업체로서의 브랜드 인지도와 시장 입지를 바탕으로 안정적인 렌탈 수익을 창출하고 있으며, 보유차량 매각 수익 확대와 자회사 AJ셀카를 통한 중고차 매각대수 증가 등으로 중고차 판매 수익도 양호한 성장세를 시현할 전망이다. 레드캡투어는 확실한 캐시카우인 상용여행 사업부문에 중고차 매각 이익이 더해지며 실적 개선이 예상된다.

추가적으로 렌터카 사업을 영위하는 업체는 개인 장기렌터카 중심으로 빠르게 성장하는 SK네트웍스(001740), 업계 1위인 KT렌탈, 현대캐피탈 등이 있다. 중고차 유통 사업과 관련해서는 3개의 자동차 경매장을 운영 중인 현대글로벌비스(086280), 엔카닷컴을 운영 중인 SKC&C(034730), 동화엠평크홀딩스 등이 있다.

## 2. Peer valuation

해외 렌터카업종  
2014F EV/EBITDA는 7.6배

해외 렌터카업종은 2014년 EV/EBITDA 평균 7.6배에 거래되고 있다. 순수 렌터카업체로는 유일한 국내 상장업체인 AJ렌터카의 주가는 해외동종업체대비 53.6% 할인된 수준이다. 렌터카업종은 EV/EBITDA 밸류에이션으로 비교하는 게 타당하다고 판단하는데 이는 1) 이자, 세율 차이 등 국가간 상이한 요인을 최소화해 비교하기에 합리적이고, 2) 산업 특성상 주요 영업자산인 렌터카의 감가상각비 비중이 높기 때문이다. 해외 렌터카업종은 2014F PER 15.2배에 거래되고 있다.

중고차 유통 업체  
2014F PER 16.9배

미국, 일본 등 해외 주요 중고차 유통 업체들의 2014년 PER과 EV/EBITDA는 각각 16.9배, 10.7배 수준이다. 국내 중고차 유통 사업의 성장 잠재력을 감안하면 국내 렌터카 업종의 밸류에이션은 충분히 추가 상승할 수 있다고 판단한다.

〈표 1〉 렌터카 동종업체 valuation 비교

(단위: 원, USD, Euro, CNY, 백만달러, 배, %)

국가	회사	주가	시가총액	PER		EV/EBITDA		EPS CAGR	PBR	ROE	매출성장률		영업이익률		EBITDA Margin	
				2013F	2014F	2013F	2014F (12-15F)				2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
			(백만달러)													
한국	AJ 렌터카	15,350	316	10.2	13.7	3.1	3.5	17.4	1.6	13.0	18.5	21.3	9.4	9.4	43.6	44.4
미국	AVIS	49	5,210	18.7	18.0	5.3	8.8	12.5	5.0	33.4	7.9	6.1	11.1	16.7	34.2	10.3
	Hertz	27	12,016	21.4	13.8	6.3	7.3	21.9	3.2	28.2	19.4	6.9	13.7	17.5	37.1	20.0
	Ryder system	78	4,160	19.8	14.5	5.7	n/a	15.9	2.1	14.9	2.6	5.1	6.1	8.6	21.9	23.1
브라질	Localiza	32	2,904	18.0	16.9	9.0	8.1	21.3	4.0	24.2	10.7	9.0	18.6	18.6	26.1	25.5
독일	Sixt	26	1,632	14.0	12.9	4.6	4.4	11.5	1.7	13.5	4.2	4.2	10.1	10.4	29.7	30.1
중국	Shanghai Jinjang Int'l	1	786	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
렌터카업체 평균				18.4	15.2	6.2	7.6	16.6	3.2	22.8	9.0	6.3	11.9	14.3	29.8	21.8

주: 2014년 3월 20일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 중고차 유통업체 valuation 비교

(단위: 원, USD, JPY, 백만달러, 배, %)

국가	회사	주가	시가총액	PER		EV/EBITDA		EPS CAGR	PBR	ROE	매출성장률		영업이익률		EBITDA Margin	
				2013F	2014F	2013F	2014F (12-15F)				2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
			(백만달러)													
한국	AJ 렌터카	15,350	316	10.2	13.7	3.1	3.5	17.4	1.6	13.0	18.5	21.3	9.4	9.4	43.6	44.4
일본	Gulliver Int'l	766	800	17.6	14.9	9.1	7.1	28.1	2.1	15.7	16.9	9.7	4.5	4.8	5.3	6.0
	USS	1,329	4,068	17.4	16.8	10.6	10.4	4.9	2.6	15.2	6.3	1.5	47.6	48.0	52.9	53.6
	Nissan Tokyo Sales	351	229	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
미국	CARMAX	47	10,579	20.9	19.0	16.1	14.7	13.8	2.7	15.5	15.7	11.6	6.8	6.6	7.7	7.4
중고차업체 평균				18.6	16.9	11.9	10.7	15.6	2.5	15.5	13.0	7.6	19.6	19.8	22.0	22.3

주: 2014년 3월 20일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## II. 국내 렌터카 시장의 현재와 미래

### 1. 국내 렌터카업 현황

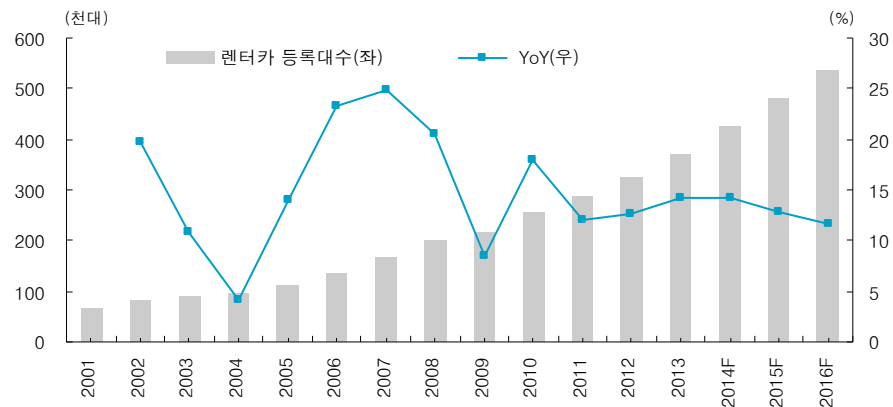
#### 렌터카업의 정의와 역사

렌터카업은 계약에 따라 일정 기간 동안 차량을 유상으로 대여하는 사업을 의미한다. 최초의 렌터카업은 1920년대 미국에서 시작됐으며, 국내에는 1970년 중반에 도입돼 88올림픽 등 국제 행사를 개최하면서 성장했다.

#### 국내 렌터카 시장, 향후 3년간 연평균 13% 성장 예상

2013년 말 기준, 렌터카 시장은 등록대수 기준으로 371,856대, 3조 2천억원 규모로 추정된다. 국내 렌터카 시장은 과거 10년간 법인용 장기렌터카 시장 성장을 중심으로 연평균 15% 늘었으며 향후 3년간 소유에 대한 인식 변화와 법인용 장기렌터카 시장 침투율 확대, 개인용 장기렌터카 이용자 증가 등으로 연평균 13%씩 꾸준히 확대될 전망이다.

[그림 1] 국내 렌터카 시장 규모 추이와 전망



자료: 서울특별시자동차대여산업조합, 한국투자증권

국내 렌터카 시장의 성장 근거는 다음과 같다.

#### 소유보다는 사용에 가치를 두는 합리적 소비자 증가

1) **소유에 대한 인식 변화:** 최근 렌터카를 비롯한 렌탈 시장의 성장세가 무섭다. 이의 기저에는 현대인의 소유에 대한 인식 변화가 깔려 있다. 합리적인 소비자들은 소유보다는 사용에 가치를 두면서 물질적인 소유는 아니지만 동등한 혜택과 즐거움을 누릴 수 있는 렌탈을 선호한다. 신제품 출시 주기가 짧아지는 가운데 소비자의 다양한 상품 사용 욕구는 높아지고 있다. 초기 비용 부담이 적고 이용 편의성이 큰 렌탈이 현대인의 새로운 소비 트렌드로 떠올라 렌터카업에 대한 인식 변화로 이어지고 있다.

#### 국내 렌터카 사용률, 선진국대비 낮아

2) **승용차대비 렌터카 사용률 낮아:** 2013년 기준 국내 승용차대비 렌터카 사용률은 2.5%로 일본의 4.2%(2011년 기준) 대비 낮다. 미국의 경우 주요 자동차 제조업체 판매량의 10% 이상이 렌터카 등의 fleet 판매량인 것으로 추정된다. 미국이 국토 면적이 커 공항-도시, 도시-도시간 시장 규모가 큰 것을 감안하더라도 국내 렌터카 사용률은 낮다. 렌터카에 대한 선호도가 높아지는 최근 상황을 감안하면 국내 렌터카 시장의 성장 여력은 충분하다고 판단한다.

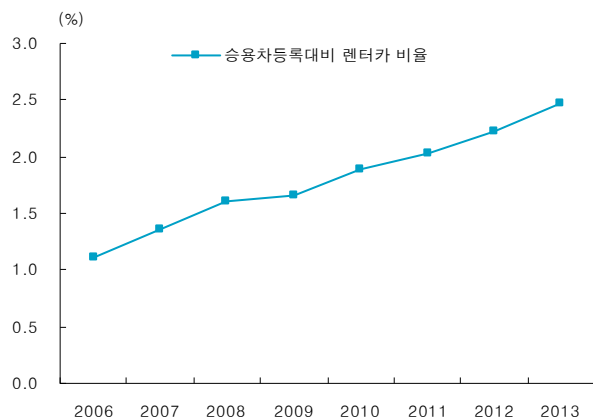
#### 합리적인 가격 이점

3) **가격 메리트:** 렌터카는 차량을 직접 구매하는 것에 비해 초기 비용 부담이 적고 영업용으로 분류되어 일반차 대비 합리적인 가격에 구매가 가능하다. 또한 등록 비용과 자동차세 등도 상대적으로 낮기 때문에 소비자 입장에서 가격 메리트를 누릴 수 있다.

#### 법인고객의 렌터카 이용 확대 지속 예상

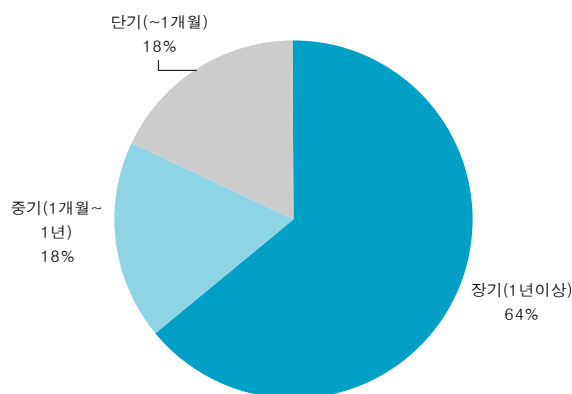
**4) 법인용 장기렌터카 수요 증가:** 렌터카 업체별로 차이는 있지만 통상적으로 법인용 중장기 렌터카의 비중이 전체의 80% 이상을 차지한다. 법인기업 입장에서 렌터카 이용은 계약기간 동안 보험료 인상 등 추가 비용 우려가 없으며 현금지출흐름 예측이 가능하며 렌탈비에 차량 관리비 등 모든 비용이 포함되어 있고 정기적인 유지 보수 등을 챙겨주기 때문에 편리하다. 렌탈비는 회계기준상 비용으로 인정되어 손비처리가 가능해 절세 효과 또한 누릴 수 있어 국내 법인 고객들의 렌터카 이용 확대는 지속될 것이다.

[그림 2] 국내 승용차대비 렌터카 사용률 아직 낮아



자료: 서울특별시자동차대여산업조합, 한국투자증권

[그림 3] AJ렌터카의 기간별 차량 이용 비중

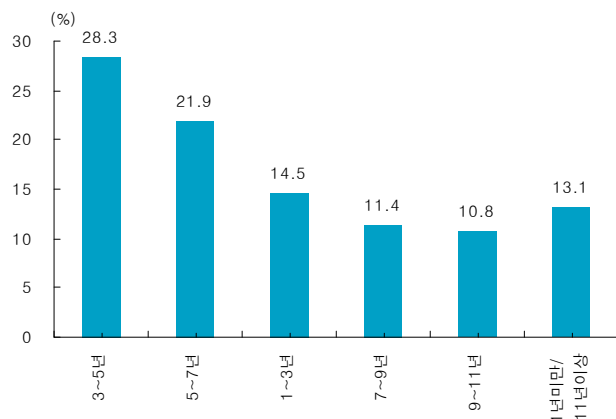


주: 2013년 기준  
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

#### 교체 주기, 교체 목적 등 렌터카 소비자 패턴에 적합

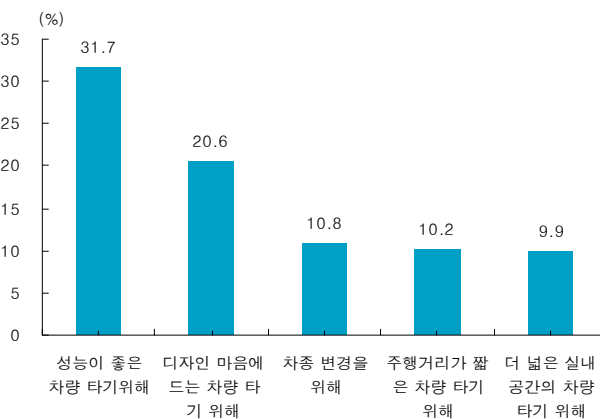
**5) 자동차 교체 주기 단축:** 차량의 교체 주기가 짧아지는 경향도 국내 렌터카 산업 성장에 기여할 것이다. 업체 리서치 자료에 따르면 자동차 교체주기는 3~5년의 비중이 가장 높고 차량의 성능, 디자인 변경 등의 목적으로 교체하는 경우가 많아 렌터카업 성장에 유리한 환경이 조성되고 있다. 최근 개인 장기렌터카 중심으로 수입차 판매가 늘고 있는데 일반적으로 수입차의 AS기간이 3년인 점을 감안하면 렌터카 이용자의 소비패턴에 적합하다.

[그림 4] 짧아지는 자동차 교체 주기



자료: SK엔카, 언론자료, 한국투자증권

[그림 5] 자동차 교체 이유



자료: SK엔카, 언론자료, 한국투자증권

사용 가능한 번호판의  
확대로 인식 개선

6) **‘하, 호’ 번호판의 확대**: 렌터카 번호판은 ‘허’만 사용 가능했는데 렌터카 이용이 늘어나면서 2013년 3월부터 ‘하’와 ‘호’ 번호판이 추가 허용됐다. 번호판 추가로 ‘렌터카=허’라는 고정관념이 사라지며 개인용 장기렌터카 시장 성장에 기여하고 있다.

개인용 장기렌터카,  
고객 기반의 확대

7) **개인용 장기렌터카 고객 급증**: 경기 불황이 지속되고, 실리를 추구하는 소비자가 늘면서 개인 장기렌터카 고객이 크게 늘어날 전망이다. 렌터카에 대한 개인들의 선호도 및 인지도가 향상됐고 홈쇼핑 등으로 개인 고객과의 접점이 증가하면서 일반 소비자가 늘고 있어 렌터카의 고객 기반이 확대될 것이다.

## 2. 렌터카업 수익 구조

렌터카업 수익 =  
렌탈수익 + 중고차 매각수익

큰 그림에서 보면 렌터카업체는 낮은 금리로 자금을 조달해, 차량을 저렴하게 구매하고 고객들에게 적정 렌탈료를 받으며 최대한 많이 차량을 가동한 이후, 반납 받은 차량을 좋은 시세에 판매하는 게 가장 이상적이다. 렌터카업체의 수익은 크게 1) 렌터카를 대여해주고 월별로 받는 렌탈 수익과 2) 계약기간 종료 후 반납 받은 차량을 매각하면서 발생하는 중고차 매각 수익 두 부분으로 나눌 수 있다.

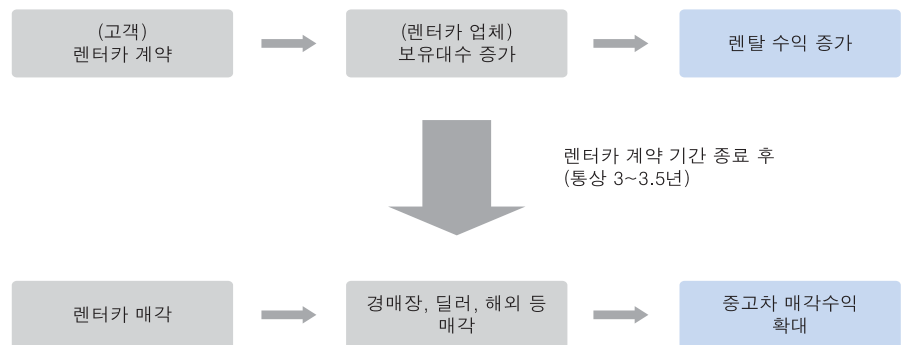
보유 대수 증가는  
렌탈 수익의 확대

**렌탈 수익**: 렌터카 업체는 일반적으로 장기렌터카의 경우 고객과의 계약을 진행한 이후 차량을 구매한다. 따라서 장기렌터카의 가동률은 거의 100%에 가까우며, 렌터카회사의 차량 보유 대수 증가는 곧 렌탈 수익의 증가를 의미한다.

중고차 매각가격과 잔존가치  
차이가 클수록 차익 확대

**중고차 매각수익**: 장기렌터카 기준으로 일반적으로 고객이 3~3.5년의 계약 기간 동안 사용한 후 반납한 차량을 중고차 시장에 매각한다. 렌터카는 회사의 영업자산이어서 대여 기간 동안 매년 일정 비율 상각된다. 매각 시점에서 중고차 매각 가격과 잔존가치의 차이가 중고차 매각차익이 된다. 따라서 중고차 매각수익은 매각 시점의 중고차 시세에 영향을 받으며 3년 전 차량 보유대수가 많을수록 크다.

[그림 6] 렌터카업 수익 구조: 렌터카와 중고차 매각



자료: 한국투자증권

밸류체인 확대를 통한  
수익원 다각화

최근 상위 렌터카 업체 중심으로 전·후방산업으로 밸류 체인을 확대하려는 움직임을 보이고 있다. 렌터카 업체들은 사업 영역 확대를 통해 수익원 다각화를 꾀하는 한편, 향후 관련 사업 영역에서 견고한 밸류 체인을 바탕으로 시너지를 창출하고 규모의 경제 효과를 누리고자 한다.



## 사업부문 수직 계열화 중장기 이익 개선에 기여

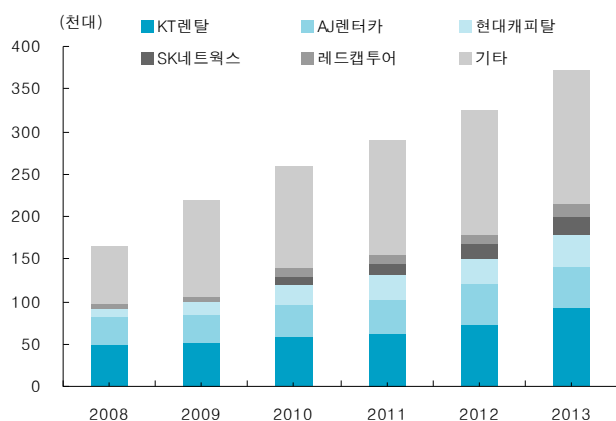
AJ렌터카는 계열사를 통해 자동차경매장을 인수해 운영하고 있으며 자회사 AJ셀카를 통해 중고차 매입/매각 사업을 진행하고 있다. KT렌탈도 이달 말 경매장을 오픈할 예정이며 자회사를 통해 차량 정비 등의 관련 사업을 영위하고 있다. 또한 카셰어링 등 관련 사업 진출도 활발하게 진행 중이다. 신규 사업은 초기 투자비용과 경쟁 등을 고려하면 단기적으로는 큰 수익을 창출하지 못할 수 있다. 그러나 사업 부문 수직 계열화를 통해 시장 내 입지를 강화하면 중장기 외형 성장과 이익 개선에 기여할 것으로 예상된다.

## 3. 렌터카 업체별 분석

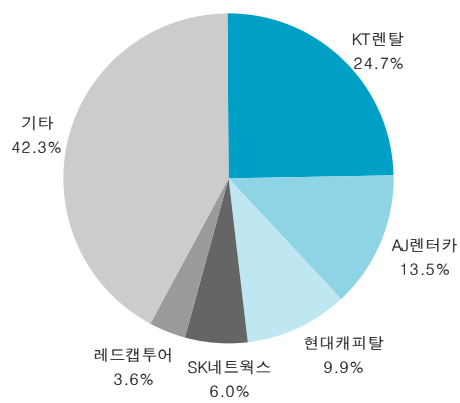
### 국내 상위 5개 렌터카 업체 시장 점유율 58%

국내 렌터카업은 2013년 말 기준으로 상위 5개 업체가 시장의 57.7%를 점유하고 있다. 국내 렌터카 시장은 법인 고객 중심으로 성장해왔다. 미국 등 선진 시장 사례에 비추어볼 때 향후 국내 렌터카업은 자본력과 볼륨 경쟁력을 갖춘 상위 업체 위주로 재편될 것으로 예상된다. 중장기적으로 국내 여가 문화가 확산되고, 방한 외국인수도 늘고 있어 싱가포르 시장처럼 인바운드 시장 확대와 함께 레저용 렌터카 시장의 성장 기회도 커질 것으로 판단한다.

[그림 7] 국내 렌터카 업체 보유대수 추이



[그림 8] 국내 렌터카 업체 시장 점유율



주: KT렌탈은 2010년 6월 금호렌터카 합병  
자료: 전국자동차대여사업조합연합회, 금융감독원 전자공시시스템(DART)

주: 2013년 기준  
자료: 전국자동차대여사업조합연합회, 금융감독원 전자공시시스템(DART)

<표 3> 국내 상위 5개 렌터카 업체

	KT 렌탈	AJ 렌터카	현대캐피탈	SK 네트웍스	레드캡투어
시가총액(3/20, 십억원)	비상장사	339.9	비상장사	2,387.6	186.0
모회사(지분율)	KT(58.0%)	AJ 네트웍스(39.8%)	현대자동차(56.5%)	SK(39.1%)	범한판토스(38.9%)
M/S	24.7%	13.5%	9.9%	6.0%	3.6%
차량보유대수(2013년)	91,668 대	50,200 대	36,832 대	22,446 대	13,236 대
렌터카매출 규모(2013년)	5,991 억원	3,634 억원	NM	1,794 억원	1,414 억원
렌터카 사업 개시 연도	1986년	1988년	2008년	2009년	1997년
부채비율(2013년)	621%	314%	546%	250%	122%
주요 수요처	KT, 금호그룹	없음	현대차그룹	SK 그룹	LG/LS/GS 그룹
비고	10년 6월, 금호렌터카 합병				

주: 1. KT금호렌터카의 매출 규모는 KT렌탈의 2013년 잠정매출액을 3Q13 누적 차량 렌탈 매출비중으로 재계산

2. KT금호렌터카와 현대캐피탈의 부채비율은 3분기 말 기준

자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권

### 상위 5개 렌터카 업체 분석

국내 상위 5개 업체 중 AJ렌터카와 레드캡투어는 상장사인 동시에 렌터카 사업부문의 매출이 의미 있는 비중을 차지해 뒤에서 별도로 분석했으며, 아래에서는 기타 3개 업체의 렌터카 사업을 점검해보았다.

### KT렌탈

KT렌탈, 렌터카브랜드  
‘KT금호렌터카’ 운영

KT렌탈은 KT의 자회사로 렌터카와 중고차 매각 등 차량렌탈 사업과 기타 사무기기, 중소형 가전 등을 대여하는 일반렌탈 사업부문을 영위하고 있다. 렌터카브랜드 ‘KT금호렌터카’는 2010년 6월 대한통운 렌터카 부문이 흡수합병(2008년)한 금호렌터카를 인수하며 성장에 가속도가 붙어 점유율 1위를 유지하고 있다.

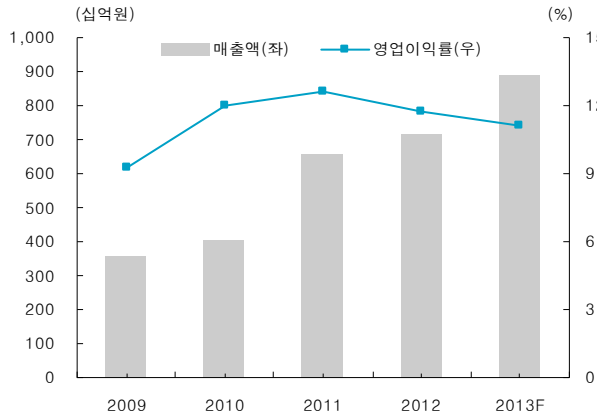
경쟁사대비 낮은 금리에  
자금 조달 가능

KT렌탈은 대기업 계열사로 신용등급이 AA-로 경쟁사대비 높아 낮은 금리로 자금 조달이 가능하다. 차량제조업체로부터 정기적으로 일정한 볼륨 이상의 차량을 구매함에 따라 가격 할인 혜택을 받아 원가경쟁력을 확보하고 있다.

2014년 차량 보유대수  
20% 증가 목표

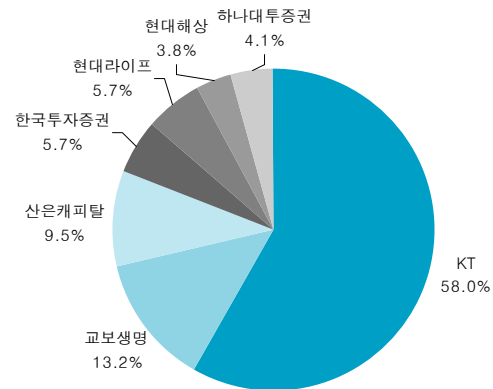
업계에 따르면 KT렌탈의 2013년 차량보유대수는 전년대비 26% 증가한 91,668대이며 2014년에는 개인 장기렌터카 고객의 증가 등에 힘입어 20% 증가한 11만대를 목표로 하고 있다.

[그림 9] KT렌탈의 매출액과 영업이익률 추이



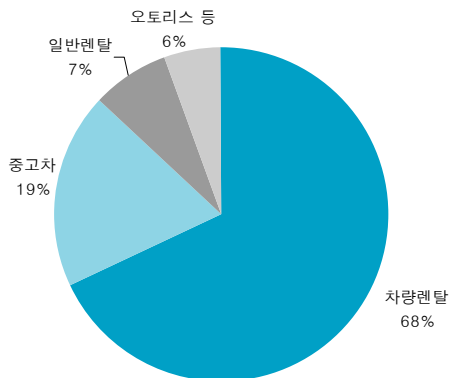
자료: KT렌탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

[그림 10] KT렌탈의 주주현황



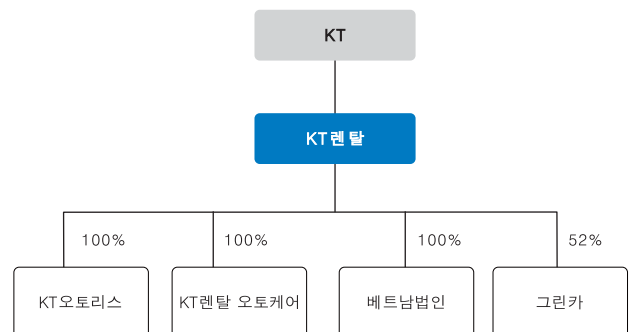
자료: KT렌탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

[그림 11] KT렌탈의 사업부문별 매출 비중



주: 2013년 3분기말 누적 실적 기준  
자료: KT렌탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

[그림 12] KT렌탈의 기업지배구조



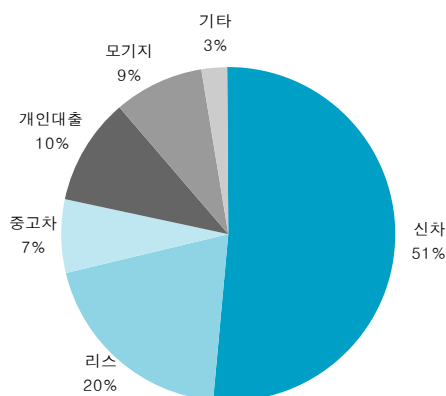
자료: KT렌탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

### 현대캐피탈, 리스차와 렌터카 사업 동시 영위

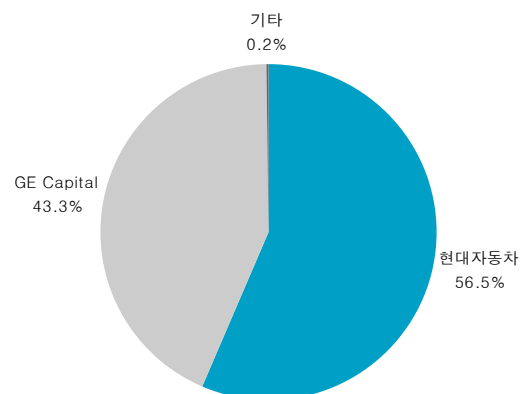
#### 현대캐피탈

현대캐피탈은 상위 5개 업체 가운데 유일하게 리스차와 렌터카 사업을 동시에 영위하는 업체다. 현대캐피탈은 2001년 자동차리스 사업을 개시했으며 국내 캐피탈업 1위의 시장 내 입지와 현대자동차그룹 계열사로 확보한 노하우와 인프라 등을 바탕으로 렌터카업으로 사업영역을 확대해 현재 자동차할부, 중고차론, 자동차리스, 장기렌터카 등의 자동차금융서비스 사업을 전개하고 있다. 캐피탈업계가 렌터카사업에 진출하는 것은 할부금융 상품을 접목해 연계 사업이 가능하다는 매력이 있기 때문이다. 현대캐피탈의 2013년 말 기준 렌터카보유대수는 36,832대로 전년대비 15% 증가했다.

[그림 13] 현대캐피탈의 자산 포트폴리오



[그림 14] 현대캐피탈의 주주현황



자료: 현대캐피탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

자료: 현대캐피탈, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

### 스피드메이트 통해 렌터카 사업 영위

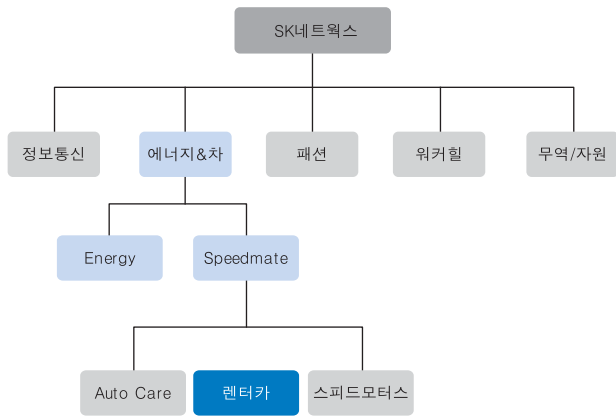
#### SK네트웍스(001740)

SK네트웍스는 2009년 렌터카사업을 본격화했으며 현재는 E&C(에너지&차) 사업부내 스피드메이트(Speedmate)를 통해 렌터카사업을 진행하고 있다. 스피드메이트 부문의 매출비중은 2013년 기준 3.3%에 불과하나 대기업 계열사로 자본력이 있고 주유소 등 관련 사업부와 시너지를 감안할 때 사업 확대 가능성이 높다고 판단한다. SK네트웍스의 2013년 기준 렌터카 보유대수는 22,446대(+40.8% YoY)다.

### 경쟁사대비 개인 렌터카 사용 비중 높아

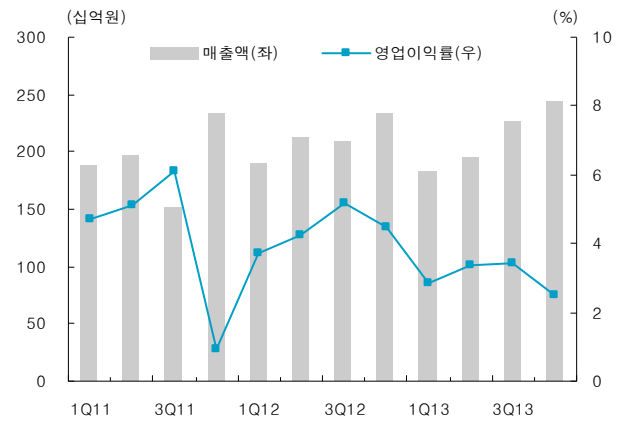
SK네트웍스 역시 법인 장기렌터카의 비중이 제일 높지만 경쟁사에 비해 개인 렌터카 비중이 높은 편이다. 이는 개인 장기렌터카 시장의 성장성에 주목해 '베네카(BeneCar)' 브랜드를 런칭, 홈쇼핑 채널 등을 통해 공격적으로 진출하며 발 빠르게 대처했기 때문이다. SK네트웍스는 금년 초 신년사를 통해 성장 잠재력 있는 스피드메이트 사업을 렌터카와 정비 중심으로 사업 확장 기회를 모색하겠다는 사업 확대 의지를 밝혔다.

[그림 15] SK네트웍스 사업 부문 구조



자료: SK네트웍스, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

[그림 16] SK네트웍스의 Speedmate 실적 추이



자료: SK네트웍스, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

### III. 왜 렌터카인가?

#### 1. 장기렌터카 vs. 리스 vs. 할부 vs. 구매

차량을 직접 구매하지 않고  
사용하는 방법들

차량을 직접 구매하지 않고 사용하는 방법은 렌터카, 리스차, 자동차 할부금융 크게 3가지로 나눌 수 있다. 렌터카 업체 입장에서는 경쟁 렌터카 업체뿐 아니라 리스, 할부금융을 통한 차량 수요자, 더 넓게는 직접 구매자 또한 잠재 경쟁자인 셈이다. 직접 구매는 종류가 다르니 차치하고 렌터카, 할부차, 리스차는 서로 대체관계에 있는데 렌터카 시장 성장성을 분석하기 위해 각각을 비교해보았다.

렌터카 시장, 비용 절감과  
이용자 편리성 측면에서 우위

렌탈, 리스, 할부금융은 직접 구매에 비해 적은 초기 비용으로 차량을 사용할 수 있다는 장점이 있다. 렌터카의 경우 LPG 연료 사용이 가능하고 운행거리에 제약이 없는 반면, 리스와 할부금융은 LPG 사용이 부분 허용 또는 불가능하며 운행거리에 제약이 있다. 렌터카의 경우 대여료 전액이, 리스는 운용리스의 경우 리스로 총액(금융리스는 이자만 해당)이 비용 처리가 가능해 법인 입장에서는 절세 효과를 누릴 수 있다. 계약자의 신용등급, 계약 시점의 금리 등에 따라 혜택이 다르고 조건이 다양해 단순 비교하기 어렵지만 통상적으로 렌터카가 1) 비용 절감이라는 가격 측면과 2) 이용자 편리성 측면에서 우위에 있어 가장 성장성이 높다고 판단한다.

〈표 4〉 장기 렌탈 vs. 리스 vs. 할부 vs. 직접 구매

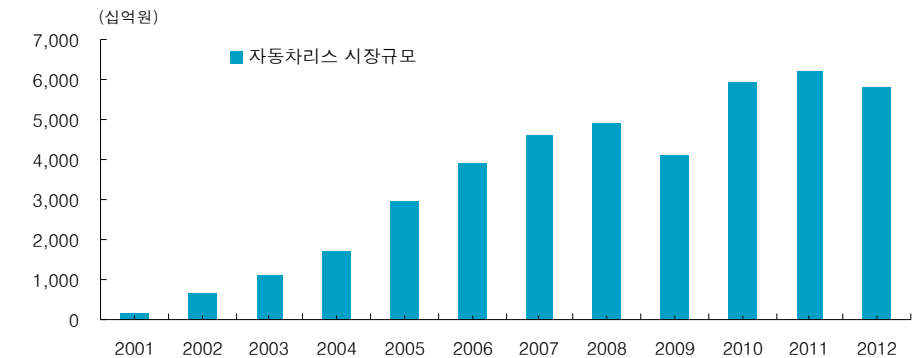
구분	장기렌탈	리스	할부	직접 구매
소유(명의)	렌터카 업체	리스사(운용) 계약자(금융)	계약자	구매자 소유
보험료 및 범위	렌터카 업체 부담 - 렌터카 업체 보험료를 적용 (보험경력 인정 안됨)	사용자 부담 (본인/리스사 선택 가능) - 개인 보험료를 적용 (보험경력 인정)	사용자 부담 - 개인 보험료를 적용 (보험경력 인정)	구매자 부담 - 개인 보험료를 적용 (보험경력 인정)
회계처리	대여료 전액 비용처리	리스료 총액(운용) 이자(금융)	감가상각비, 이자비용만 비용처리	-
각종 제세금	렌터카 업체 부담	사용자 부담 (월 이용료에 포함)	별도납부 (사용자 부담)	구매자 부담
사고, 수리시 차량대차	사고 즉시 무료 대차	가입보험사 별도 연락	가입보험사 별도 연락	-
사고처리 업무	렌터카업체에서 전담 처리	사용자 직접 처리	가입보험사 별도 연락	구매자 직접 처리
차량정비 및 수리	렌터카 업체에서 모든 정비 업무 책임 처리	사용자 직접 정비 입고	사용자 부담	구매자 부담
LPG 사용	O (유류비 절감 가능)	X	일부 이용 가능	O
마일리지 제한	운행거리 제한 없음(무한정)	약정거리 초과시 리스로 추가 부담	운행거리 제한 있음(할부금 증가)	운행거리 제한 없음(무한정)
사고시 보험료 할증	렌터카 업체 회사 부담, 렌탈비 변동 없음	사고 시 보험료 할증 (리스료 증가)	사고 시 보험료 할증(할부금 증가)	있음
범칙금, 과태료, 사고 면책금	세금계산서 합산처리 (비용처리 가능)	사용자 직접 처리	사용자 부담	구매자 부담

자료: 한국투자증권

자동차리스 시장규모,  
렌터카 2~3배 이상 상회 추정

자동차리스 시장과 렌터카 시장규모에 대한 정확한 통계는 없지만 현재 자동차리스 시장이 렌터카 시장대비 2~3배 이상 큰 것으로 추정된다. 여신금융협회에 따르면 2012년 국내 오토리스 시장규모는 취급금액 기준 5조 8,247억원으로 전체 리스시장의 57%를 차지했다. 렌터카의 경우 2012년까지 ‘허’ 번호판만 사용 가능해 렌터카에 대한 고정관념과 부정적인 이미지로 사업자들이 리스자동차 사용을 선호했기 때문으로 보인다.

[그림 17] 자동차 리스 시장 규모 추이



주: 취급금액 기준  
자료: 여신금융협회, 한국투자증권

## 렌터카, 사업용 차량으로 용도 분류

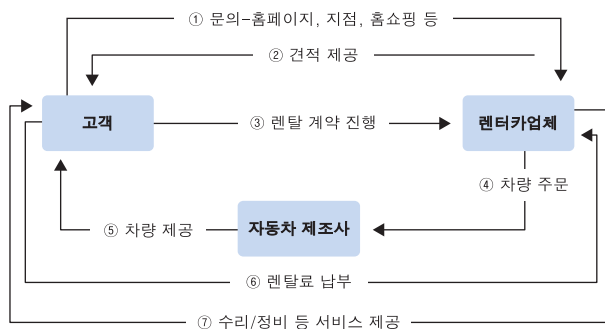
렌터카는 운수사업, 자동차리스는 금융사업으로 분류돼 주무관청부터 각각 국토교통부, 기획재정부로 다르다. 차량의 용도에 따라 사업용과 자가용으로 분류되는데, 렌터카의 경우 자동차가 영업목적으로 분류돼 사업용으로 구분된다. 택시, 버스, 렌터카, 용달차 등이 이에 해당한다. 일반 회사에서 업무용으로 사용되는 차량은 자가용으로 분류된다. 렌터카는 사업용 차량이기 때문에 일부 세금을 할인, 면제 받을 수 있는 이점이 있다.

<표 5> 렌트업과 리스업 비교

구분	자동차 렌트	자동차 리스
사업명	자동차대여업	시설대여업
사업 분류	운수사업	금융사업
법적근거	여객자동차운수사업법	여신전문금융업법
주무관청	국토교통부	기획재정부
등록기준	자본금기준 1997년 폐지 자동차 50대 이상 차고지 보유 의무	자본금 규모에 따라 복수업종 영위 자본금 200억원 이상(2개 이하 업종) 자본금 400억원 이상(3개 이상 업종)
임대기간	제한없음	내용연수의 100분의 20 이상
임대대상물건 소유권	렌터카회사	계약당사자간 약정
유지관리 책임	렌터카회사	이용자 책임
자동차 용도분류	사업용	자가용
차량번호판	허, 하, 호	일반 번호판
개별소비세	조건부 면세	과세
손비처리	법인사업자의 경우 손비처리 가능	법인/개인 사업자의 경우 손비처리 가능

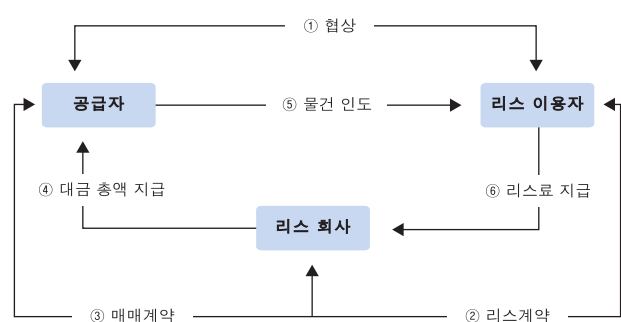
자료: 한국투자증권

[그림 18] 장기렌터카 거래 구조



자료: 공정거래위원회, 언론자료, 한국투자증권

[그림 19] 차량리스 거래 구조



자료: 공정거래위원회, 언론자료, 한국투자증권

〈표 6〉 장기렌탈, 리스, 할부금융 자동차 가격 산정 비교

(단위: 천원)



그랜저 HG300 프라임

차량가격 3,430만원 (2,999cc)

항목	장기렌터카	리스 자동차	할부금융차
월납입금	922	852	630
초기비용(1)	11,180	11,180	21,075
보증금·선수금	11,180	11,180	12,670
등록세	없음(렌탈료 포함)	없음(리스료 포함)	1,556
공채매입/할인 등	없음(렌탈료 포함)	없음(리스료 포함)	6,848
기타(인지대, 번호판, 탁송료 등)		100	100
3년 납입금(2)	33,192	30,672	22,709
차량유지비(3)	0	6,750	6,750
보험료(개인: 연 100만원 가정)	없음(렌탈료 포함)	3,000	3,000
자동차세	없음(렌탈료 포함)	2,250	2,250
정비료	없음(렌탈료 포함)	1,500	1,500
합계 (1+2+3)	44,372	48,602	50,534

주: 1. 보증금·선수금은 30% 수준 가정, 2. 적용금리에 따라 최종합계가 달라질 수 있음  
 자료: 한국조세재정연구원, KT렌탈, AJ렌터카, 다나와닷컴, 언론자료, 한국투자증권

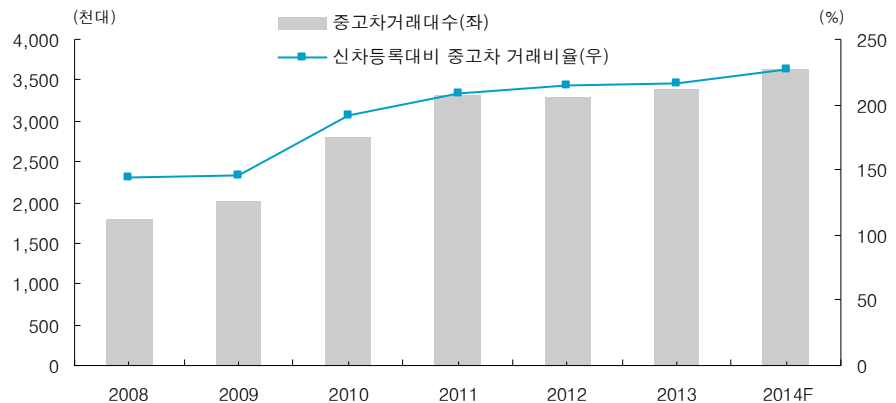
## IV. 중고차 유통 시장, 변화의 바람

### 1. 중고차 유통 시장, 성장에 가속도를 낸다

중고차 거래대수 향후 3년간  
연평균 9% 증가 예상

국내 중고차 거래 시장은 중고차거래대수가 신차등록대수의 2배 이상에 달할 정도로 성장성이 높다. 중고차거래대수는 2013년 기준 338만대로 과거 3년간 연평균 6% 늘었다. 우리는 국내 중고차 거래대수가 유통 시장 활성화로 향후 3년간 연평균 9% 증가할 것으로 예상한다.

[그림 20] 신차 등록대비 중고차 거래 비율 및 향후 시장 전망



자료: 한국자동차산업협회, 전국자동차매매사업조합연합회, 금융감독원 전자공시시스템(DART)

중고차 유통 시장 활성화를  
예상하는 근거

국내 중고차 유통시장이 빠르게 활성화 될 것으로 예상하는 이유는 다음과 같다.

1) 경기 불황이 장기화되면서 중고차에 대한 소비자의 선호도가 높아졌다. 2) 국내 완성차 품질이 향상됨에 따라 중고차의 품질도 전반적으로 좋아져 중고차에 대한 인식이 개선됐다. 3) 중고차 유통 채널이 확대돼 매매 접점이 늘어나 중고차 매매가 보다 쉬워졌다. SK엔카, 보배드림 등 온라인 중고차 매매 사이트가 속속 생겨났고, 경매장을 통한 중고차 유통이 점차 확대될 움직임을 보여 중고차 유통이 더욱 활발해질 것으로 예상된다. 4) 중고차 시장은 정보의 비대칭이 만연해, 흔히 레몬마켓으로 불리는데 인지도 높은 렌터카업체와 대기업들의 중고차 유통 시장 진출로 중고차의 품질, 가격 신뢰도 등이 제고되고 있어 긍정적이다.

### 2. 중고차 유통시장의 판도 변화

중고차 매입 전문업체 증가,  
중고차유통 생태계 변화 예상

중고차 매입 전문 사업에 진출하는 업체가 늘고 있다. 업계에 따르면 국내 중고차 유통 시장은 오프라인을 통한 딜러 거래가 아직 80%를 상회하는 것으로 추정되는데 SK엔카(SK C&C의 자회사), AJ셀카(AJ렌터카의 자회사로 중고차 매입 전문브랜드) 등 인지도 있는 업체들이 중고차 매입 사업에 진출해 성과가 확대되면서 중고차 유통 생태계가 점진적으로 변할 것으로 예상된다.

중장기적으로  
규모의 경제 효과 기대

중고차 매입 전문업체의 증가로 소비자 입장에서는 보다 신뢰성 있는 좋은 가격에, 편리하게 제품을 판매할 수 있다. 업체 입장에서는 성장 국면에 있는 중고차 유통 시장 진출을 통해 신성장 동력을 확보하는 한편 연관사업과의 시너지를 창출하고 수직 계열화를 꾀할 수 있다. 현재는 다수의 온·오프라인 딜러들이 난립하고 있지만 자본력과 인지도 있는 업체 위주로 재편될 것으로 기대되며, 일정 수준에 달하면 규모의 경제 효과로 수익성도 개선될 것이다.



### 3. 자동차 경매장 활성화 기대

#### 자동차 경매장 활성화, 중고차 유통시장 확대에 기여

정부 정책과 상위 렌터카 업체들의 진출 등에 힘입은 국내 자동차 경매장 활성화는 중고차 유통 시장 확대에 기여할 것이다. 중고차 경매장은 매도자와 매수자를 직접 연결해주는 방식으로 경매장 확대는 불필요한 유통 비용 감소, 투명한 거래 구조 정착, 합리적인 가격 산정, 거래 규모의 안정화, 중고차 품질 보증 등의 측면에서 긍정적이다.

#### 국내 자동차 경매장 운영 현황

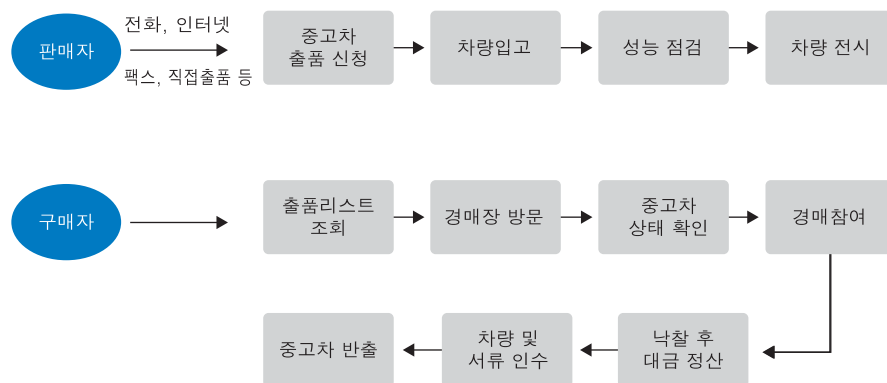
2014년 3월 현재 국내에는 총 7개의 자동차 경매장이 운영되고 있으며 KT렌탈의 안성자동차경매장이 3월 오픈을 앞두고 있다. 현대글로비스에서 운영하는 3개의 중고차 경매장이 전체 경매시장의 65%를 점유하고 있는 것으로 추정된다. AJ렌터카는 관계사를 통해 지난해 서울자동차경매장을 인수해 경매장 사업에 진출했다. 렌터카업체의 자동차 경매장 사업 진출이 활발한 이유는 반납 받은 렌터카를 정기적으로 매각해야 하는데 안정적인 물량을 확보할 수 있다는 측면에서 유리하고 기존 사업과도 시너지를 창출할 수 있기 때문이다.

〈표 7〉 국내 자동차 경매장 현황

경매장	소유사	위치	면적	설립일	경매일
한국자동차경매장	미래로	경기도 광명	22,149 m <sup>2</sup>	1994년	목
서울자동차경매장	AJ 네트웍스	경기도 용인(기흥)	39,670 m <sup>2</sup>	2000년	수
분당글로비스경매장	현대글로비스	경기도 광주	27,100 m <sup>2</sup>	2001년	화
시화글로비스경매장	현대글로비스	경기도 시흥	33,057 m <sup>2</sup>	2008년	금
SK 엔카경매장(오산)	SK 엔카(SK C&C)	경기도 오산	-	2011년	목
양산글로비스경매장	현대글로비스	경상남도 양산	39,670 m <sup>2</sup>	2012년	목
엠파크옥션플러스	동화엠파크(동화엠파크홀딩스)	인천시 서구	15,000 m <sup>2</sup>	2013년	목
KT 렌탈 안성자동차경매장	KT 렌탈	경기도 안성시	42,975 m <sup>2</sup>	2014년 3월 24일 오픈 예정	월

자료: 한국투자증권

〔그림 21〕 중고차 경매 프로세스

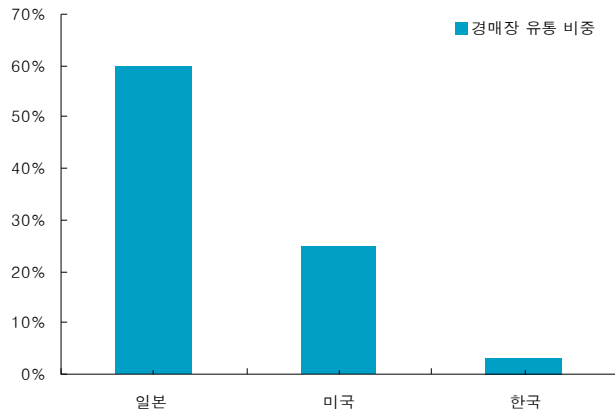


자료: 언론자료, 한국투자증권

#### 국내 경매장 통한 거래 비중 3%에 불과해

국내 중고차 유통시장에서 경매장을 통한 비중은 아직 3%에 불과해 일본 60%, 미국 25% 등 선진 시장 대비 현저히 낮다. 그러나 캡티브 마켓을 보유한 렌터카업체들의 자동차 경매장 사업 진출로 경매장을 통한 중고차 유통이 활발해질 것으로 예상된다. 중고차 유통 시장이 더 확대되기 위해서는 결국 중고차 유통 구조가 투명해져야 하는데, 이 역할을 경매장이 해줄 것이다. 자동차 경매장은 출품된 차량의 성능, 상태 등을 점검하고 정보를 공유하기 때문에 가장 효율적인 시장을 형성하는데 기여할 것이다.

[그림 22] 중고차의 경매장 유통 비중은 선진국 대비 낮아



자료: 언론자료, 한국투자증권

[그림 23] 현대글로비스 경매장 내부



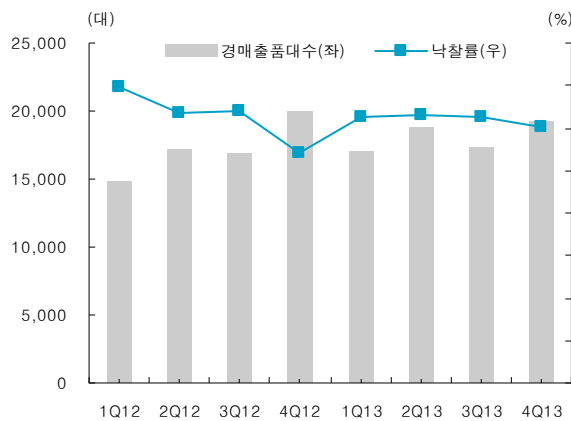
자료: 현대글로비스, 한국투자증권

### 현대글로비스(086280)

#### 현대글로비스, 3개 경매장 운영

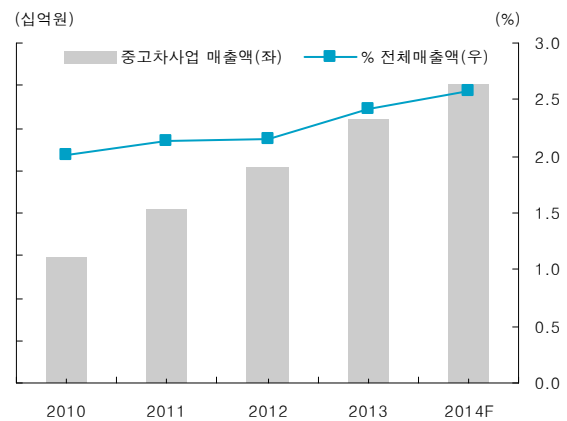
현대글로비스는 2001년 자동차 경매사업을 개시한 이래 현재 경기도 분당, 시화, 경남 양산 등 3곳에 중고차 경매장을 운영하고 있다. 2013년 중고차 부문 매출은 3,109억원으로 전년 대비 23% 증가했으며 매출 비중도 2.4%(+0.2%p YoY)로 상승했다. 현대글로비스는 2014년 중고차 부문 매출 가이드نس로 중고차 거래대수 증가와 경매장의 활성화 등을 바탕으로 전년 대비 13% 증가한 3,500억원을 제시했다.

[그림 24] 현대글로비스의 경매현황



자료: 현대글로비스

[그림 25] 현대글로비스의 중고차 부문 매출 추이



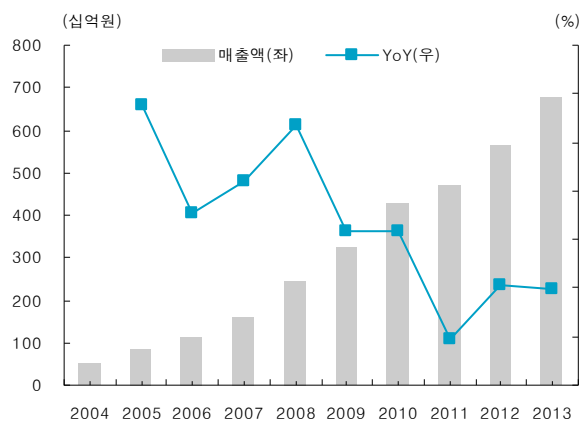
주: 2014년 추정치는 회사 가이드نس  
자료: 현대글로비스

### SK C&C(034730)

#### SK엔카 중고차 유통 사업 확장에 적극적 행보

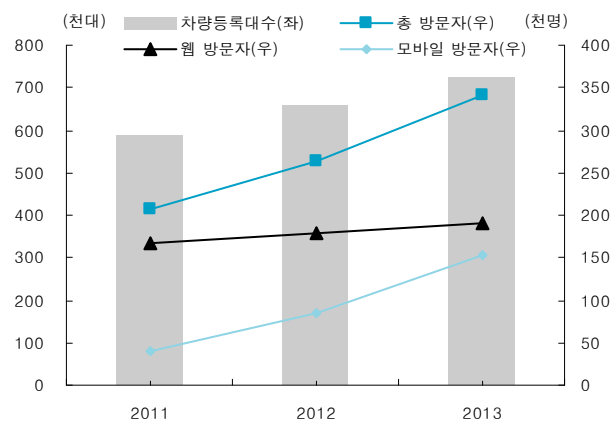
중고차 전문기업 SK엔카는 SK C&C의 자회사다. 2000년 말 SK에너지의 사내벤처로 '엔카 네트워크'로 설립됐으며 2011년 12월 SK C&C가 SK에너지로부터 엔카네트워크를 인수해 흡수합병했다. 엔카 보유의 오산 경매장은 온라인 경매만을 진행하고 있다. SK C&C는 엔카 온라인 사업부문을 물적 분할해 온라인 중고차 유통업체 SK엔카닷컴을 설립했으며 호주 카세일즈닷컴(카세일즈홀딩스)과 합작 법인을 서울 계획이다. 국내 시장에서의 확고한 입지를 바탕으로 꾸준한 성장을 지속하는 한편 해외 확장까지 시도하며 중고차 유통 부문 사업 확장에 적극적인 행보를 보이고 있다.

[그림 26] SK엔카 매출액과 성장률 추이



자료: SK C&amp;C, 금융감독원 전자공시시스템 (DART), 한국투자증권

[그림 27] 엔카닷컴 차량 등록대수 및 일방문자 추이



자료: SK C&amp;C, 금융감독원 전자공시시스템 (DART), 한국투자증권

### 동화엠파크홀딩스

#### 동화엠파크홀딩스, 자회사 통해 중고차 사업 영위

동화엠파크홀딩스는 자회사 '동화엠파크'를 통해 중고차 사업을 영위하고 있다. 엠파크는 2011년 중고차 매매단지, 2012년 중고차 수출단지를 조성했으며, 2013년 5월 엠파크옥션플러스를 개장하며 중고차 경매장 사업에 진출했다. 동화엠파크는 여타 경매장 운영업체와 다르게 렌터카, 신차메이커 등 캡티브마켓이 없지만 다수의 업체가 입주한 엠파크 매매단지와 수출단지를 보유해 나름의 차별화된 경쟁력을 확보했다.

## V. 해외 렌터카/중고차 유통 시장 분석

해외 시장 분석을 통해  
국내 현황 점검 및 미래 전망

해외 시장 및 업체 분석을 통해 국내 렌터카 및 중고차 유통업체의 현황을 파악하고 전망을 제시해보려 한다. 미국, 유럽 등의 렌터카 사업은 넓은 영토와 많은 관광객으로 수요가 커 자동차 시장에서 안정적 입지를 구축하고 있다.

### 1. 해외 렌터카 시장

미국, 유럽 등 오래 전부터  
렌터카업 발전

미국, 유럽 등은 영토가 넓어 지역간 이동을 위한 수요가 많아 렌터카 산업이 오래 전부터 자리잡았다. 관광객이 늘어나면서 레저용 렌터카 수요 또한 증가해 선진국의 렌터카업 시장은 양호한 성장세를 이어왔다.

영토, 인구수가 월등해  
렌터카 시장 규모 커

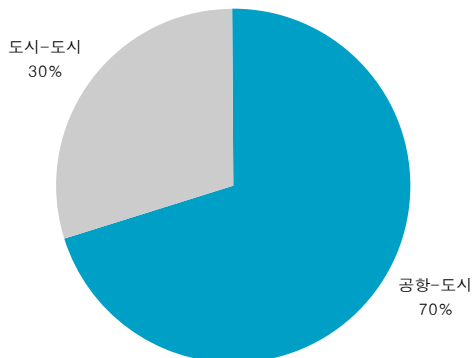
#### 미국

미국은 넓은 영토와 많은 인구로 국내 대비 렌터카 시장 규모가 크다. 미국 렌터카 시장 규모는 약 240억달러 수준으로 추정된다. 점유율 1위 업체인 Enterprise의 2012년 매출액은 154억달러, 보유대수 차량이 130만대에 달할 정도로 그 규모가 상당하다. 미국 렌터카업 시장은 일반 렌탈차량, 레저용 차량을 넘어서 카셰어링, 상업용 트럭 렌터카 등으로 사업 영역을 확대하고 있다. Avis가 카셰어링 업체 Zipcar를 5억달러에 인수하기도 했다.

공항-도시간 렌터카 시장  
비중이 커

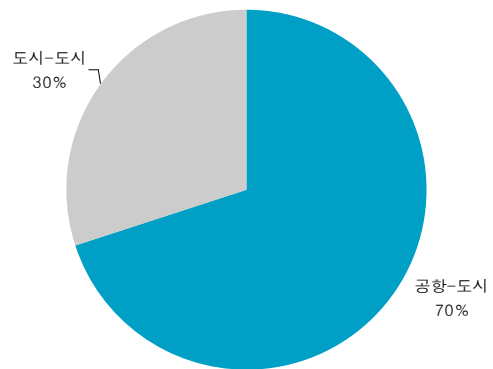
국내 렌터카시장은 법인 렌터카 차량 비중이 높은 데 비해 미국 렌터카 시장은 공항-도시간 이동 시장 비중이 훨씬 크다. 이는 영토가 넓어 공항과 도시를 오가는데 차량 이동을 선호하고 미국을 방문하는 관광객과 출장(상용여행) 방문자가 늘고 있기 때문이다.

[그림 28] Hertz의 렌터카 지역별 이용 비중 (2012년)



자료: Hertz

[그림 29] Avis의 렌터카 지역별 이용 비중 (2012년)



주: Budget 렌터카브랜드의 경우는 공항-도시와 도시-도시 비중이 75% 대 25%  
자료: Avis

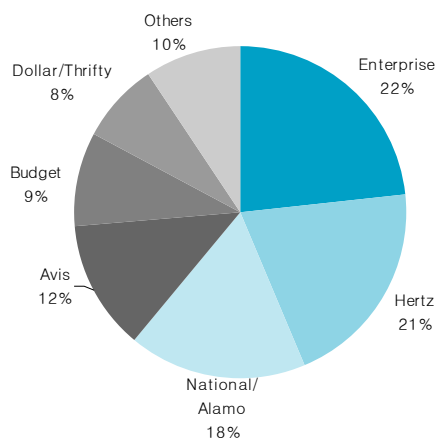
미국 렌터카업,  
상위 3개 업체 점유율 94%

미국 렌터카 시장은 상위업체들의 활발한 M&A로 2012년 상위 3개 업체의 점유율이 94%에 달하는 과점 시장을 형성하고 있다. 렌터카업은 자본력이 필요하고 대량 구매를 통한 규모의 경제 효과와 브랜드 인지도의 영향력이 커지면서 상위 업체 위주로 재편된 것으로 판단된다.

국내도 상위업체 위주  
성장 예상

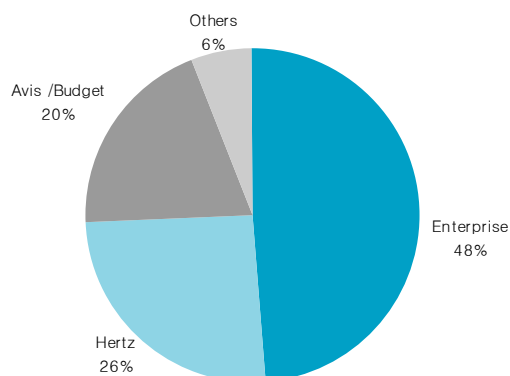
국내 렌터카업도 중장기적으로 자본력을 갖추고 볼륨 경쟁력과 밸류 체인 내 차별화된 경쟁력을 확보한 상위 업체 위주로 성장할 것으로 예상된다.

[그림 30] 미국 렌터카업 시장 점유율 (2000년)



자료: 각사, Auto rental News, Deutsche Bank

[그림 31] 미국 렌터카업 시장 점유율 (2012년)

주: Enterprise가 National Alamo 인수, Hertz가 Dollar/Thrifty 인수, Avis가 Budget 인수  
자료: 각사, Auto rental News, Deutsche Bank

### 중국

#### 관광업 성장과 함께 렌터카업 주목

중국 렌터카 시장은 관광업이 발전하면서 동반 주목 받고 있다. 중국 언론에 따르면 금년 춘절기간에 China Auto Rental, Ehai, Avis 등 중국 내 렌터카 업체들의 예약률이 80%를 넘어선 것으로 나타났다.

#### 인구수, 영토 면적 감안시 성장 잠재력 커

중국 렌터카시장은 초기 단계지만 인구수나 영토 면적 등을 감안하면 성장 잠재력은 엄청난 2010년 약 25억달러(3조원)에서 2015년 61억달러(7조원)로 폭발적인 성장세를 보일 것으로 예상된다. 중국인의 소득 수준이 상승함에 따라 관광 수요가 급증해 렌터카 시장도 함께 성장할 것으로 예상된다.

### 브라질

#### 국제 스포츠 행사 앞두고 렌터카 시장 급성장 예상

브라질 렌터카 시장은 GDP 상승, 실업률 하락 등 구조적 변화에 힘입어 2005년 이후 연평균 11% 성장하며 2012년 기준 58.3억BRL 규모로 확대됐다. 브라질은 2014 피파월드컵과 2016년 리우데자네이루 하계 올림픽 등 국제 스포츠 행사를 앞두고 레저와 상용여행 고객이 증가해 렌터카 시장이 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 업계 추정에 따르면 브라질 렌터카 시장 규모는 향후 4년간 연평균 8.1% 증가해 2016년에는 79.6억BRL에 달할 것으로 예상된다.

#### 업계 1위 Localiza MS 42%

Localiza가 업계 1위 렌터카 업체(점유율 42%)로 2012년 기준 출장용과 레저(단기)용 차량 비중은 80%대 20%로 업계 평균 58%대 42% 대비 기업 고객 비중이 높다. Localiza는 기업 고객 비중이 높아 계절성을 덜 타고 불황기에도 상대적으로 영향을 덜 받는다.

## 2. 해외 중고차 유통 시장

일본 자동차 경매장 유통  
비중은 60% 수준

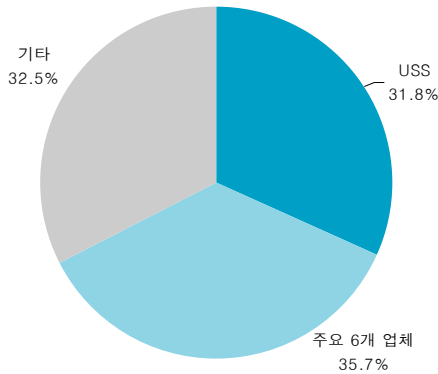
국내는 중고차 경매장을 통한 유통 비중이 3%에 불과하지만 일본은 60% 수준으로 상당히 활성화되어 있다. 일본의 자동차 경매는 1967년 시작됐으며 1971년부터 상설 경매장이 개설/운영되기 시작했다. 일본은 자동차 경매장의 활성화로 정보가 공유되고 합리적인 거래 구조가 정착돼 중고차 시장이 투명하게 운영되고 있다. 최근 국내에서도 대형 렌터카업체와 대기업들이 자동차 경매장 사업에 진출함에 따라 중고차 유통 생태계가 긍정적인 방향으로 변할 것으로 예상된다.

### USS (Used car System Solutions)

USS, 일본내 17개 경매장  
운영

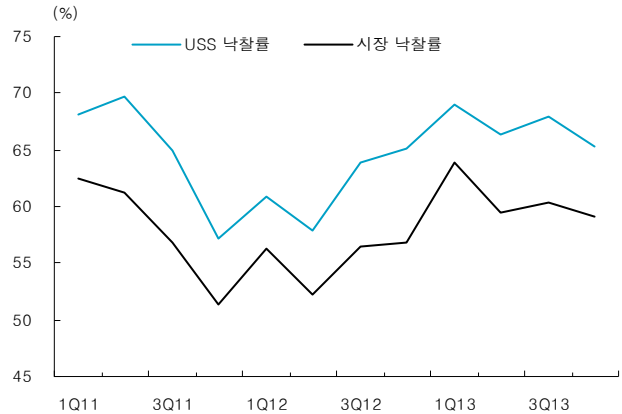
2014년 현재 일본에서 가장 큰 자동차 경매장 운영업체는 상장사인 USS (Used car System Solutions)이다. USS는 전국에 17개 경매장을 보유하고 있으며 2013년 기준 점유율은 31.8%다.

[그림 32] 일본 자동차 경매 시장 규모 (2013년)



주: 주요 6개 업체 (TAA, JAA, CAA, Arai AA, KCAA, LAA)  
자료: USS, 한국투자증권

[그림 33] USS와 시장 낙찰률 비교 추이



자료: USS, 한국투자증권

### 걸리버(Gulliver International)

걸리버, 일본의 대표적인 중고차  
매입 전문업체

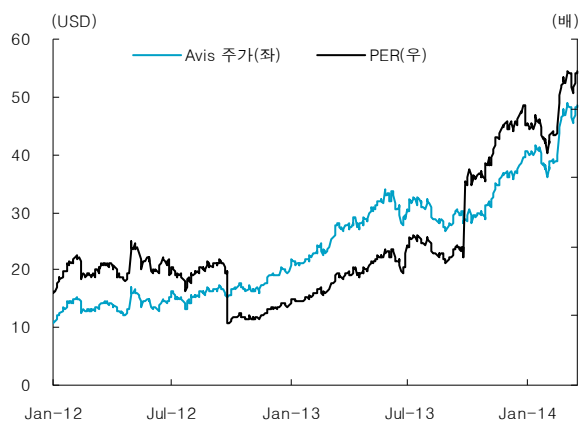
Gulliver International은 1994년 설립됐으며 1998년 주식시장에 상장된 일본의 중고차 매입 전문업체다. 걸리버는 개인들로부터 중고차를 매입해 경매회사 등 B2B에 도매로 넘기는 당시로서는 혁신적인 사업모델을 도입했다. 걸리버는 중고차를 구매해 2주 이상 보유하지 않는데, 이는 오래 보관할수록 보관 비용이 커지기 때문이며 국내에서 AJ렌터카가 자회사를 통해 런칭한 중고차 매입 사업 모델과 유사하다. 걸리버는 인터넷을 이용한 경매사업으로 영역을 확장했다. 블룸버그 컨센서스 기준 걸리버의 2013년(2014년 2월 결산) 매출액은 전년 대비 17% 증가한 1,678억엔, 영업이익은 47% 증가한 74억엔으로 예상된다.

### CarMax

CarMax, 미국 최대 중고차  
판매회사

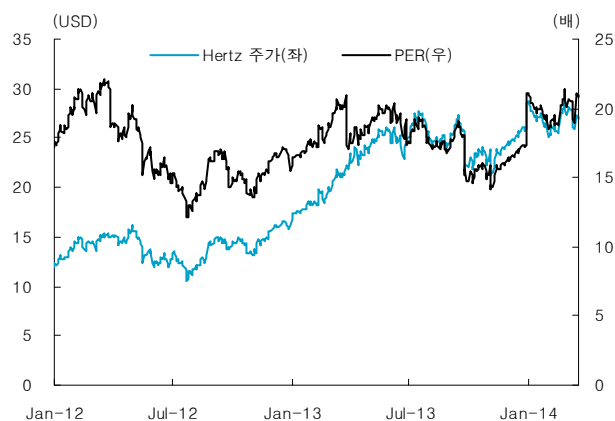
CarMax는 세계 최대 자동차 시장인 미국의 최대 중고차 판매회사다. J.D Power Associate에 따르면 미국 중고차 시장 규모는 2011년 기준으로 전체 자동차 시장의 약 30% 이상을 차지하고 있다. 카맥스는 미국 전역에 걸친 영업 네트워크를 보유하고 있으며 중고차 소매, 경매 및 신차판매, 할부 금융 등의 사업을 영위하고 있다. 블룸버그 컨센서스 기준 CarMax의 2013년(2014년 2월 결산) 매출액은 전년대비 16% 성장한 126.9억달러, 영업이익은 18% 증가한 8.6억달러로 예상된다.

[그림 34] Avis 주가와 PER 추이 (미국)



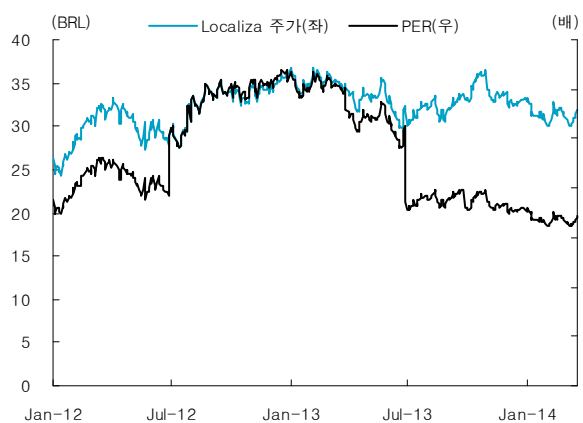
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 35] Hertz 주가와 PER 추이 (미국)



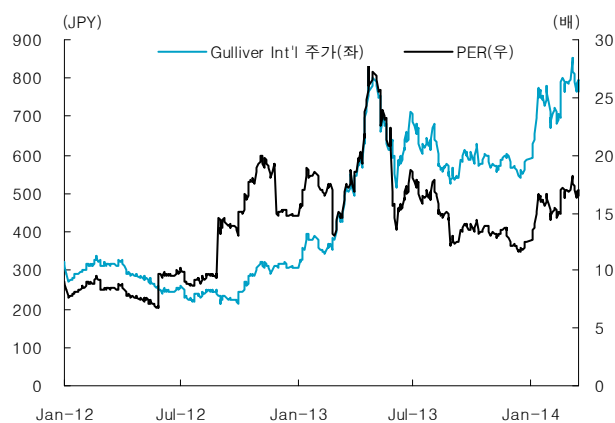
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 36] Localiza 주가와 PER 추이 (브라질)



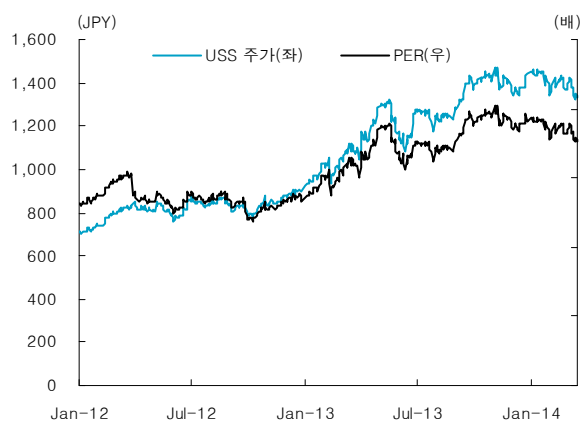
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 37] Gulliver International 주가와 PER 추이 (일본)



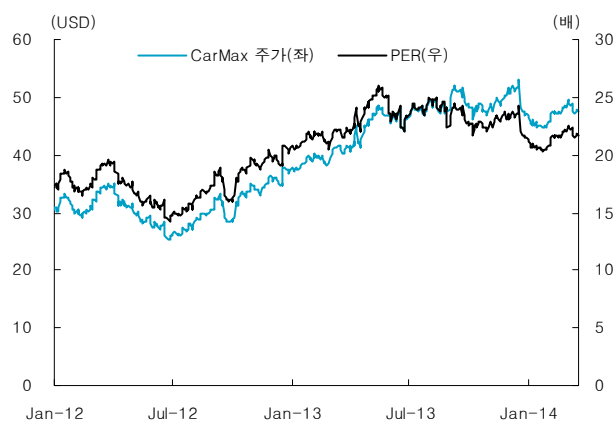
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 38] USS 주가와 PER 추이 (일본)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 39] CarMax 주가와 PER 추이 (미국)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## VI. 최근 이슈 & Risk

### 1. 개인 장기렌터카 시장의 확대

#### 사회 트렌드 변화

국내 렌터카시장은 법인고객 중심으로 성장해왔는데 최근 합리적 소비 트렌드가 확산되면서 개인 장기렌터카 시장이 급성장하고 있다. 업계에 따르면 개인 장기렌터카 시장의 연평균 성장률은 30~60%로 전체 시장 평균 13%를 크게 상회한다. 렌터카 업계 입장에서는 고객 저변이 확대됐다는 측면에서 긍정적이다.

#### 렌터카, 비용절감이 가능하고 편리해

개인 장기렌터카 시장의 고성장은 소유보다는 이용에 초점을 두는 소비자가 늘어나고 있기 때문이다. 렌터카는 LPG연료 사용이 가능해 비용을 절감할 수 있다. 3월 20일 기준 LPG의 평균 가격은 1,121.8원, 가솔린(휘발유) 평균가격은 1,880.8원으로 LPG 가격이 가솔린 대비 약 40.4% 낮아 비용 절감이 가능하다. 이외에도 각종 AS, 관리 유지 서비스가 제공되기 때문에 개인 장기렌터카 이용객이 늘고 있다.

#### ‘하’와 ‘호’ 번호판 추가로 소비자 인식 제고

번호판에 대한 인식 변화와 새로운 번호판 효과도 무시할 수 없다. 과거와는 다르게 렌터카 이용자에 대한 고정관념이 많이 사라졌으며 2013년 3월 렌터카가 사용 가능한 번호판에 ‘하’와 ‘호’가 추가돼 소비자의 거부감이 해소된 점도 긍정적으로 작용했다. 새로운 번호판이 추가된 이후 개인 장기렌터카의 상당수가 하와 호로 출고되고 있다.

#### 수입차 장기렌터카 수요 높아

수입차에 대한 장기렌터카 수요도 높아졌다. 수입차의 AS기간이 통상 3년인 점을 감안하면 렌터카 이용자의 사용 패턴과 유사하고 초기 비용 부담 완화 등을 위해 수입차를 장기 이용하는 개인 고객이 늘고 있다.

#### 렌탈료 산정의 위험부담

개인 장기렌터카는 고객군이 다양해졌다는 측면에서 화재나 렌탈료 산정에 있어 리스크가 존재한다. 앞서 언급했듯이 렌터카업의 수익은 렌탈수익과 중고차매각차익으로 이루어진다. 금융업체와 같이 차량 사용에 위험부담이 적은 법인의 경우 렌탈료를 낮게 책정하는 대신 차량 상태가 좋을 가능성이 커 더 많은 중고차 매각차익을 기대할 수 있다. 반대로 보안업체의 경우 중고차 매각차익을 크게 기대하지 않는 대신 렌탈수익을 높게 책정해 적정 수익성을 유지한다. 그러나 개인 사업자의 경우 정량화된 데이터가 없기 때문에 개인별로 적정 렌탈료를 산정하는 것이 렌터카업체에 위험 요인으로 작용할 가능성도 상존한다.

### 2. 카셰어링, 또 하나의 공유 경제

#### 카셰어링의 등장

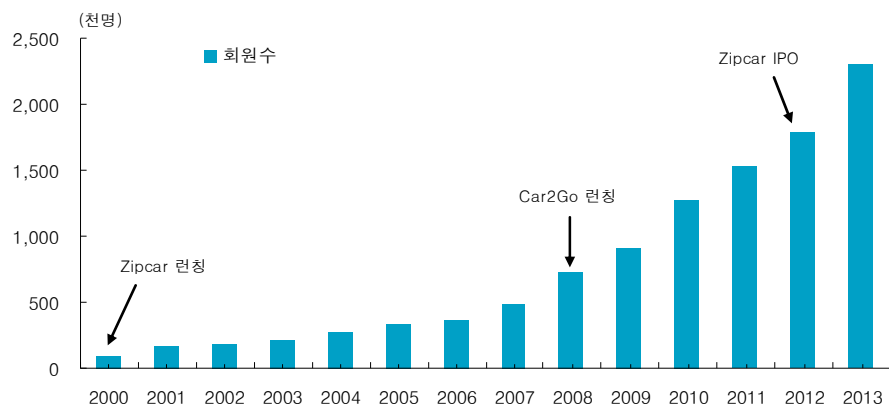
렌터카업계에 ‘카셰어링(Car sharing)’ 사업이 화두다. 카셰어링은 차량이 필요할 때 분단위로 시간(ex) 10분 단위)을 쪼개서 공동 이용하는 회원제 시스템이다. 카셰어링은 차를 대여해서 사용한다는 면에서 렌터카와 유사해 렌터카 시장에 위협이 될 수 있다고 보는 시각이 있으나 카셰어링은 주로 거주지, 일터 중심의 짧은 외출에 이용되기 때문에 렌터카와 고객군이 달라 우려할 사항은 아니라고 판단한다.

#### 글로벌 카셰어링 시장, 2020년 62억달러 규모 예상

카셰어링은 15년 전 일본에서 가장 먼저 시작됐으며, 독일, 스위스 등 친환경 정책에 관심이 많은 유럽, 미국 등에서 빠르게 성장했다. 내비건트 리서치는 글로벌 카셰어링 이용자수는 2013년 230만명에서 2020년에 1,200만명으로 늘어나고, 시장규모 또한 10억달러에서 62억달러로 급성장할 것으로 전망했다. 글로벌 렌터카업체인 Avis는 2013년 대표적인 카셰어링체인 ‘Zipcar’를 인수했다. 글로벌 카셰어링 시장은 공유경제 활성화와 함께 성장하고 있다.

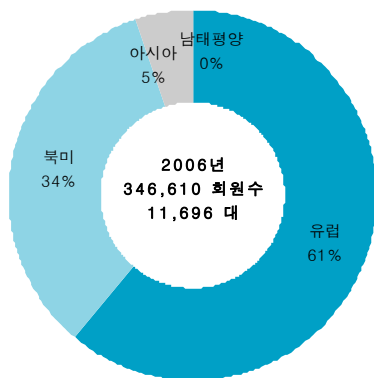


[그림 40] 글로벌 카셰어링 시장 성장세



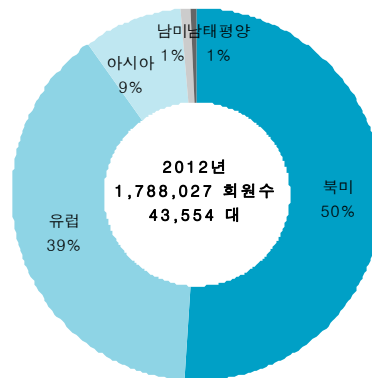
자료: Shaheen and Cohen(2013), EMBARQ, 언론자료

[그림 41] 글로벌 카셰어링 시장: 지역별 비중(2006년)



자료: Shaheen and Cohen(2013), EMBARQ, 언론자료

[그림 42] 글로벌 카셰어링 시장: 지역별 비중(2012년)



자료: Shaheen and Cohen(2013), EMBARQ, 언론자료

### 국내 카셰어링 시장은 아직 초기단계

반면 국내 카셰어링은 2012년 첫 도입돼 아직 초기단계에 불과하다. 대표 카셰어링 업체로는 그린카, 쏘카, 씨티카 등이 있다. KT렌탈이 지난해 국내 1위 카셰어링 업체인 그린카의 지분을 인수하며 카셰어링 사업에 진출했다. 그린카는 현재 차량보유대수 1,000대를 돌파했으며 회원수 12만명으로 업계 1위다. AJ렌터카는 작년 하반기부터 인천시 공식 사업자로 선정돼 카셰어링 사업을 펼치고 있다. 현대건설, 현대카드, 현대캐피탈 등 현대자동차그룹 3사는 2015년부터 자사의 아파트 입주민 대상으로 카셰어링 서비스를 제공하기로 하며 이 사업에 진출했다.

## ■ 용어해설

- 렌터카(Rent-a-car): 대여기간에 따라 단기(1달 미만), 중기(1개월~1년 미만), 장기(1년~3년 내외) 렌터카로 구분됨. 업체마다 차이가 있지만 보통 장기와 단기의 비중을 7대 3 정도로 운영
- 자동차할부금융: 자동차 판매업자와 계약을 맺은 캐피탈사 등 금융사가 자동차 구입자금을 고객 대신 판매업체에 먼저 지불한 뒤 고객으로부터 분할 상환 받는 방식
- 오토리스(Auto lease): 금융사가 고객을 대신해 고객이 원하는 차량을 구매하고 고객은 매월 정해진 사용료를 리스사에게 지불하면서 계약기간 동안 차를 빌려 타는 금융상품
- 메인テナンス 리스(Maintenance lease): 차량 구매부터 점검, 사고처리, 보험, 대차서비스까지 모든 관리업무를 리스회사에서 해주는 방식
- 카셰어링(Car sharing): 차량이 필요할 때 분단위로 시간을 쪼개서 공동 이용하는 회원제 시스템, 주로 커뮤니티 단위로 이용
- 플릿 판매(Fleet sales): 개인 고객이 아닌 관공서, 기업 등 법인, 렌터카, 중고차 업체 등을 대상으로 차량을 대량으로 판매하는 방식

## 종목분석

AJ렌터카(068400)	26
레드캡투어(038390)	30

## AJ렌터카(068400)

매수(유지) / TP: 24,000원(상향)

주가(3/20, 원)	15,350
시가총액(십억원)	340
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	16,400/8,970
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,697
유동주식비율(%)	57.1
외국인지분율(%)	7.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2012A	401	47	22	17	910	1.4	208	10.3	3.1	1.2	12.2
2013A	476	45	24	18	813	(10.7)	224	15.2	3.4	1.4	10.0
2014F	586	55	35	27	1,202	47.9	255	12.8	3.3	1.5	13.0
2015F	695	66	46	35	1,581	31.5	287	9.7	3.3	1.3	14.7
2016F	806	80	59	45	2,028	28.3	325	7.6	2.9	1.1	16.0

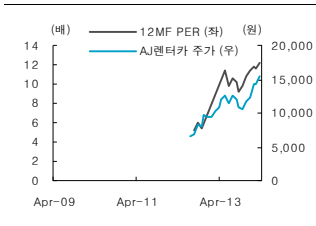
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 성장 모멘텀은 이제부터 시작이다

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.5	44.1	39.5
상대주가(%p)	6.1	48.4	41.6

## 12MF PER 추이



**사업 성장성에 주목해 목표주가 24,000원으로 상향:** AJ렌터카에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 기존 20,000원에서 24,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향한 것은 밸류에이션 시점을 12개월 forward로 이전했고, 2014년과 2015년 영업이익 추정치를 각각 3% 상향 조정했다. 매수 의견을 유지하는 근거는 다음과 같다. 1) 소비 트렌드의 변화로 렌탈 시장이 주목 받고 있다. 렌터카 부문은 기존 법인고객 증가와 신규 개인 장기렌터카 이용고객 확대에 양호한 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 2) 중고차 유통 시장 확대의 수혜를 확실하게 누릴 전망이다. 중고차 매각 차익은 렌터카 보유 대수 증가와 AJ셀카를 통한 중고차 직접 매입 성과 가시화로 성장세가 본격화될 것으로 예상한다. 3) 렌터카, 중고차 유통, 경매장 등으로 이어지는 사업 수직 계열화로 시장 내 입지가 지속 강화될 전망이다.

**렌탈 수익 성장 지속:** AJ렌터카의 렌탈 수익은 법인용 장기렌터카 이용 증가와 개인용 장기렌터카 수요 확대에 양호한 성장세가 지속될 전망이다. 법인 입장에서는 추가 비용 발생 우려가 없어 비용 관리가 용이하고, 대여료 전액이 비용 처리가 가능해 절세 효과를 누릴 수 있으며, 정기적인 유지, 보수 등을 챙겨줘 편리성도 커 이용차량이 점차 늘어날 것이다. AJ렌터카는 업계 2위 업체로 제조업체로부터 정기적으로 차량을 대량 구매하는 대형 고객으로서 볼륨을 바탕으로 한 원가 경쟁력을 확보하고 있다. AJ렌터카의 금년 렌탈 수익은 법인 고객 침투율 상승, 개인 고객군 확대 등으로 전년대비 14.0% 증가한 3,633억원에 달할 것으로 예상한다.

**중고차 유통의 혁신:** 렌터카 이용 차량 매각 증가와 자회사를 통해 직접 매입한 중고차 판매 확대에 중고차 판매수익이 빠르게 늘어날 것으로 예상된다. 2014년 중고차 판매수익은 전년대비 47.5% 늘어날 전망이다. AJ렌터카는 지난해 중고차 매입 브랜드 AJ셀카를 런칭해 약 2,000대의 차량을 판매했다. 중고차 유통 시장 활성화와 인지도 상승으로 AJ셀카의 금년 중고차 판매량은 8,400대에 달하고 매출은 전년대비 250.4% 늘어날 것이다.

**2014년 영업이익은 전년대비 24% 성장:** AJ렌터카의 2014년 매출액은 전년대비 23.2% 증가한 5,860억원, 영업이익은 24.0% 늘어난 552억원으로 예상된다. AJ렌터카는 영업력과 시장내 확고한 입지를 기반으로 렌터카 부문이 안정적인 성장을 지속하고 자회사를 통한 중고차 매입 및 판매 성과 확대에 본격화될 것으로 예상된다. 영업이익률은 광고비 등 초기 시장 선점을 위한 비용 투자 집행 등으로 전년 수준인 9.4%로 예상된다.

최민하 3276-6260  
minha.choi@truefriend.com

〈표 8〉 분기실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	QoQ	YoY
매출액	101.9	102.6	103.6	93.3	109.3	115.3	119.4	131.7	133.9	1.6%	22.6%
렌탈수익	66.0	70.2	75.4	73.5	74.2	77.8	83.3	83.4	83.0	(0.6%)	11.8%
중고차판매수익	30.2	26.6	22.4	18.9	29.8	32.2	29.0	42.3	45.5	7.5%	52.5%
기타	5.6	5.8	5.8	1.0	5.2	5.3	7.1	6.0	5.5	(9.1%)	4.5%
영업비용	87.4	87.0	92.0	88.0	98.6	104.8	107.6	123.6	122.2	1.7%	24.0%
영업이익	14.5	15.5	11.6	5.4	10.6	10.6	11.8	8.1	11.6	1.0%	9.4%
영업이익률	14.2	15.2	11.2	5.8	9.7	9.2	9.9	6.1	8.7	(0.1%p)	(1.0%p)
세전이익	7.7	9.1	6.1	(0.8)	5.4	5.3	7.2	2.8	5.7	(8.9%)	6.3%
순이익	6.2	7.1	4.8	(0.8)	4.2	3.4	5.6	2.2	4.3	(10.0%)	3.4%

주: K-IFRS 연결기준  
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

〈표 9〉 연간 실적 추이와 전망

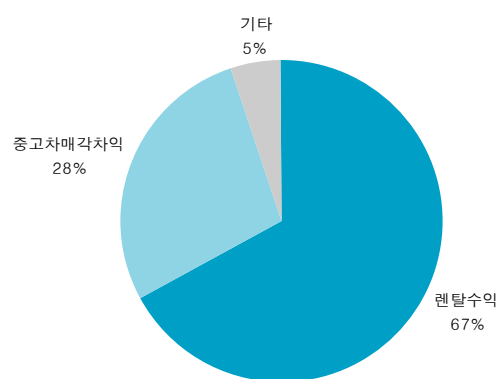
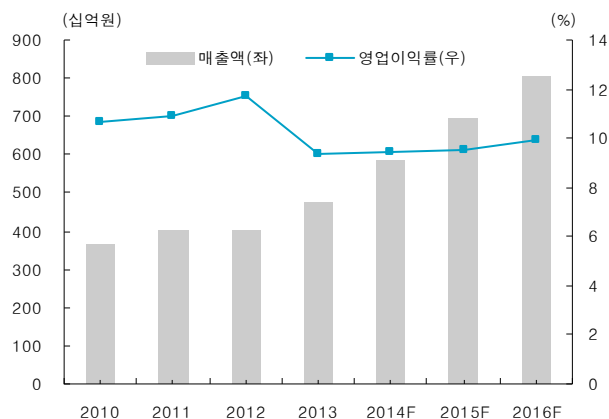
(단위: 십억원, %, %p)

	2011	2012	YoY	2013	YoY	2014F	YoY	2015F	YoY
매출액	401.1	401.4	0.1%	475.7	18.5%	586.0	23.2%	695.0	18.6%
렌탈수익	256.9	285.2	11.0%	318.7	11.8%	363.3	14.0%	411.6	13.3%
중고차판매수익	117.3	98.0	(16.5%)	133.3	36.1%	196.6	47.5%	255.1	29.7%
기타	26.9	18.2	(32.3%)	23.7	29.9%	26.0	9.9%	28.3	8.8%
영업비용	357.3	354.4	(0.8%)	431.2	21.7%	530.7	23.1%	628.8	18.5%
영업이익	43.8	47.0	7.3%	44.5	(5.3%)	55.2	24.0%	66.2	19.8%
영업이익률	10.9	11.7	0.8%p	9.4	(2.3%p)	9.4	0.1%p	9.5	0.1%p
세전이익	17.9	22.1	23.5%	24.1	8.9%	35.3	46.3%	46.4	31.5%
순이익	14.2	17.3	22.3%	18.0	3.9%	26.6	47.9%	35.0	31.5%

주: K-IFRS 연결기준  
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

[그림 43] 매출액과 영업이익률 추이와 전망

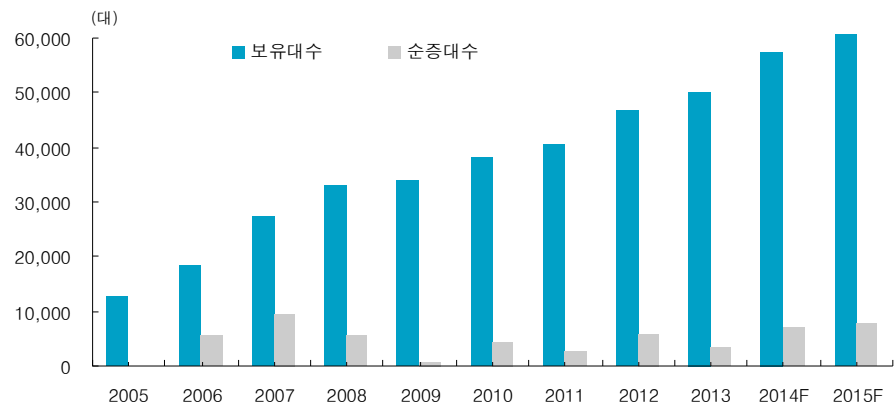
[그림 44] 부문별 매출액 구성



주: K-IFRS 연결 기준  
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

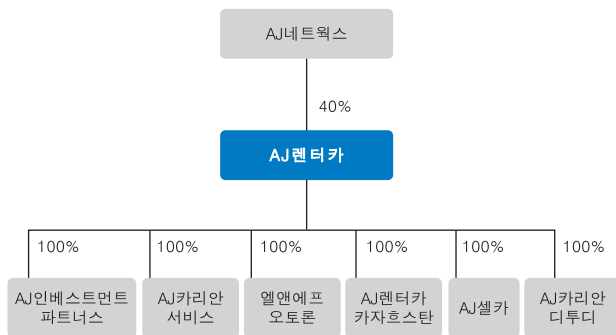
주: 2013년 연결실적 기준  
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

[그림 45] 보유대수 추이와 전망



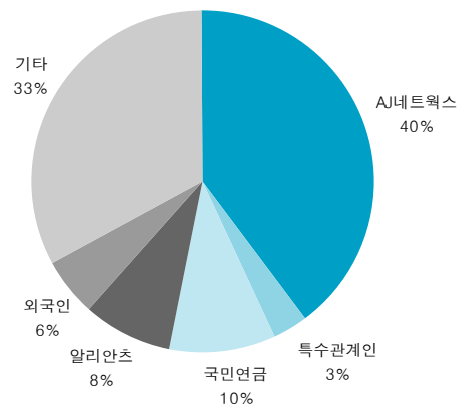
자료: AJ렌터카, 한국투자증권

[그림 46] 지배구조



자료: AJ렌터카, 한국투자증권

[그림 47] 주주 구성



주: 2013년 말 기준  
자료: AJ렌터카, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

<표 10> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2014F			2015F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	569.7	586.0	2.9%	652.0	695.0	6.6%
영업이익	53.5	55.2	3.3%	64.2	66.2	3.1%
영업이익률	9.4	9.4	0.0%p	9.8	9.5	(0.3%p)
세전이익	34.2	35.3	3.2%	42.3	46.4	9.6%
순이익	25.8	26.6	3.2%	31.9	35.0	9.6%

자료: 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	58	64	87	116	129
현금성자산	11	6	7	11	15
매출채권및기타채권	31	37	49	52	54
재고자산	8	10	15	18	21
비유동자산	624	721	795	901	981
투자자산	4	3	4	5	6
유형자산	608	705	772	874	950
무형자산	5	4	6	8	9
자산총계	682	786	881	1,016	1,110
유동부채	277	317	386	439	484
매입채무및기타채무	42	66	81	92	101
단기차입금및단기사채	41	49	54	44	34
유동성장기부채	186	193	218	288	298
비유동부채	236	279	276	320	320
사채	157	172	192	242	247
장기차입금및금융부채	61	82	52	42	32
부채총계	513	596	662	759	805
지배주주지분	169	190	220	258	305
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	91	91	91	91	91
자본조정	(32)	(32)	(32)	(32)	(32)
이익잉여금	99	117	144	179	224
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	169	190	220	258	305

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	(48)	(54)	(30)	(20)	(8)
당기순이익	17	18	27	35	45
유형자산감가상각비	160	180	200	220	245
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(230)	(254)	(256)	(275)	(297)
기타	5	2	(0)	(0)	(0)
투자활동현금흐름	13	(4)	(8)	(5)	(6)
유형자산투자	(1)	(3)	(4)	(4)	(5)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	11	(0)	1	2	2
무형자산순증	(0)	(0)	(2)	(1)	(2)
기타	3	(1)	(2)	(1)	(2)
재무활동현금흐름	39	53	20	100	(5)
자본의증가	38	0	0	0	0
차입금의순증	1	53	20	100	(5)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	4	(5)	1	4	3

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	401	476	586	695	806
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	401	476	586	695	806
판매관리비	291	329	531	629	726
영업이익	47	45	55	66	80
금융수익	1	0	0	0	0
이자수익	1	0	0	0	0
금융비용	28	23	21	21	22
이자비용	28	23	21	21	22
기타영업외손익	3	2	0	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	22	24	35	46	59
법인세비용	5	6	9	11	15
연결당기순이익	17	18	27	35	45
지배주주지분순이익	17	18	27	35	45
기타포괄이익	(0)	3	3	3	3
총포괄이익	17	21	29	38	48
지배주주지분포괄이익	17	21	29	38	48
EBITDA	208	224	255	287	325

## 주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	910	813	1,202	1,581	2,028
BPS	7,647	8,589	9,920	11,629	13,786
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	0.1	18.5	23.2	18.6	15.9
영업이익증가율	7.3	(5.3)	24.0	19.8	21.3
순이익증가율	22.3	3.9	47.9	31.5	28.3
EPS증가율	1.4	(10.7)	47.9	31.5	28.3
EBITDA증가율	10.9	8.1	13.7	12.4	13.4
수익성(%)					
영업이익률	11.7	9.4	9.4	9.5	10.0
순이익률	4.3	3.8	4.5	5.0	5.6
EBITDA Margin	51.7	47.2	43.5	41.3	40.4
ROA	2.7	2.5	3.2	3.7	4.2
ROE	12.2	10.0	13.0	14.7	16.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	434	491	508	602	593
차입금/자본총계비율(%)	262.4	261.4	235.4	239.7	200.5
Valuation(X)					
PER	10.3	15.2	12.8	9.7	7.6
PBR	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.1	3.4	3.3	3.3	2.9

## 레드캡투어(038390)

Not rated

주가(3/20, 원)	21,650
시가총액(십억원)	186
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	22,300/14,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	440
유동주식비율(%)	30.3
외국인지분율(%)	12.6

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011A	139	29	24	19	2,265	117.4	80	6.2	2.5	1.2	22.2
2012A	156	24	19	15	1,788	(21.1)	84	8.1	2.2	1.1	15.2
2013F	176	24	20	16	1,891	5.8	79	8.5	2.5	1.2	14.4
2014F	190	27	24	18	2,202	16.4	77	9.8	3.3	1.4	15.1
2015F	205	30	26	20	2,426	10.2	74	8.9	3.4	1.3	15.0

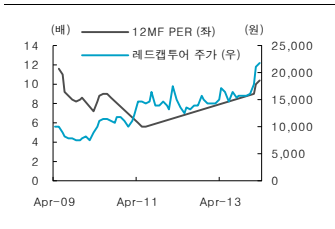
주: 순이익 및 EPS는 자본법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

## 안정적인 성과 확대와 배당 매력을 갖춘 회사

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.8	38.3	38.8
상대주가(%p)	5.4	42.6	40.8

## 12MF PER 추이



**렌터카와 여행업을 주요사업으로 영위:** 레드캡투어는 렌터카, 상용여행, 패키지 사업을 영위하는 레저업체다. 레드캡투어는 1992년 범한여행으로 설립됐고, 2007년 레드캡투어로 사명을 변경했으며, 2000년 2월 코스닥시장에 상장됐다. 렌터카사업부의 시장점유율은 3.4%(2013년 기준)로 업계 5위이며, 법인대상 비즈니스 여행 등을 담당하는 상용여행 사업부는 업계 2위, 패키지 사업부도 10위권으로 각 부문별로 안정적 입지를 확보하고 있다. 레드캡투어의 주요 주주는 범한판토스와 4인(67.2%), Kind Express Limited(10.5%)이다.

**렌터카 사업부 외형 성장 지속될 것:** 레드캡투어의 렌터카사업부는 2013년 기준 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중이 각각 81%, 67%였다. 렌터카사업부는 사회적 인식 변화에 따른 렌터카에 대한 선호도 증가로 금년에도 양호한 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 금년 렌터카부문 매출액과 영업이익은 보유대수가 전년대비 14% 늘어나 각각 9%, 10% 증가할 전망이다. 레드캡투어는 기존 고객군 이외에 신규 법인고객을 적극적으로 유치하고, 여행사업과의 시너지를 발판으로 레저용 단기렌터카 사업부 영업을 확대할 계획이어서 향후에도 안정적인 성과 증대가 지속될 것으로 보인다.

**고마진 상용여행 사업부의 안정적 성장세:** 레드캡투어의 여행사업부는 일반 여행사와 달리 상용여행사업을 동시에 영위하고 있어 자연재해 등 외부 변수의 영향을 상대적으로 덜 받고 수익성이 높아 안정적이라는 강점이 있다. 여행사업부는 사업구조상 영업활동 현금흐름이 양호해 차입금 비중을 높게 가져갈 수 밖에 없는 렌터카 사업부를 보완할 수 있어 재무건전성 측면에서 긍정적이다. 상용여행사업부는 핵심 고객군을 바탕으로 꾸준한 성장을 이어가는 한편 AMEX와의 제휴해 다국적 기업 대상의 영업 또한 확대해 나갈 것이다. 지난해 영업적자 전환한 패키지 사업부는 외형 확대, 판매변동비 절감 등으로 이익률을 개선해 금년에는 BEP를 달성할 것으로 전망한다. 금년 여행사업부의 매출과 영업이익은 전년대비 각각 5%, 24% 증가할 것으로 예상된다.

**안정적 실적 성장세, 30%대의 높은 배당성향:** 2014년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 8.3%, 14.2% 증가한 1,901억원, 274억원으로 예상된다. 렌터카 사업부는 법인고객 중심의 영업 호조로 차량 보유대수가 14% 증가해 렌탈수익이 늘어나고 중고차 매각차익이 증가할 전망이다. 고마진의 상용여행사업부는 핵심 고객군을 바탕으로 안정적인 외형성장세를 이어가 캐시카우 역할을 지속할 것이다.

레드캡투어는 2013년에 주당 600원의 배당을 결정해 배당성향이 31.8%에 달했다. 레드캡투어는 금년에도 30%대의 배당성향을 유지할 것으로 예상돼 고배당주로서도 매력적이라고 판단한다.

최민하 3276-6260  
minha.choi@truefriend.com



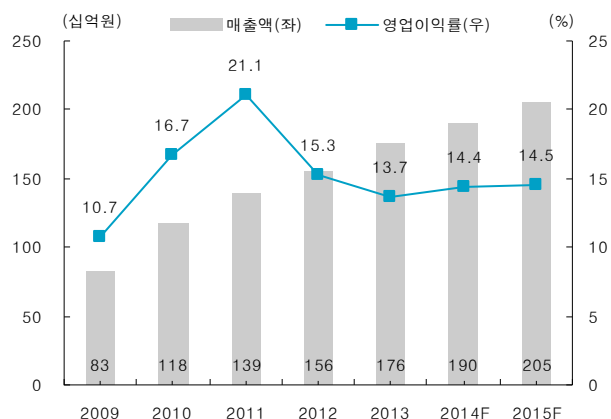
〈표 11〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

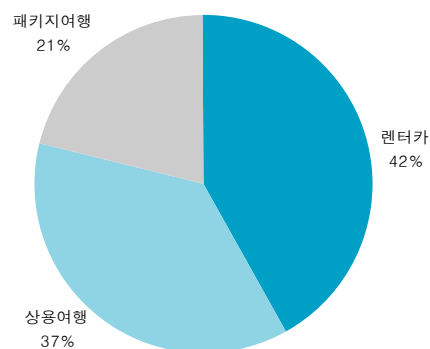
	2009	2010	YoY	2011	YoY	2012	YoY	2013	YoY	2014F	YoY	2015F	YoY
매출액	83.1	118.0	41.9%	138.9	17.8%	155.8	12.2%	175.6	12.7%	190.1	8.3%	205.0	7.8%
렌터카	64.5	90.5	40.3%	110.0	21.5%	124.7	13.4%	141.4	13.4%	154.1	9.0%	167.4	8.6%
렌탈수익	51.2	69.8	36.3%	87.1	24.8%	93.1	6.9%	99.2	6.6%	106.0	6.9%	113.0	6.6%
중고차매각차익	13.3	20.7	55.7%	22.9	10.6%	31.6	38.0%	42.2	33.5%	48.0	13.9%	54.4	13.2%
여행	18.6	27.9	50.0%	29.5	5.7%	31.8	7.7%	34.2	7.6%	36.0	5.3%	37.6	4.4%
상용	11.7	17.3	47.6%	18.8	8.6%	20.6	10.1%	21.8	5.6%	23.0	5.6%	24.0	4.2%
패키지	6.9	10.6	54.0%	10.7	1.0%	11.1	3.7%	12.4	11.4%	13.0	4.9%	13.6	4.7%
영업이익	8.9	19.7	120.7%	29.4	49.4%	23.8	(19.0%)	24.0	0.9%	27.4	14.2%	29.7	8.3%
렌터카	6.8	9.5	40.1%	22.3	134.6%	16.0	(28.3%)	16.0	0.1%	17.5	9.5%	19.0	8.5%
여행	2.1	6.2	196.9%	7.0	12.9%	7.9	12.0%	8.0	1.4%	9.9	23.8%	10.7	7.8%
영업이익률	10.7%	16.7%	5.9%p	21.1%	4.5%p	15.3%	(5.9%p)	13.7%	(1.6%p)	14.4%	0.8%p	14.5%	0.1%p
렌터카	10.5%	10.5%	(0.0%p)	20.3%	9.8%p	12.8%	(7.4%p)	11.3%	(1.5%p)	11.4%	0.1%p	11.4%	(0.0%p)
여행	4.1%	8.9%	4.8%p	8.1%	(0.8%p)	8.5%	0.4%p	8.1%	(0.4%p)	9.3%	1.3%p	9.5%	0.1%p
세전이익	8.8	12.1	38.0%	24.1	98.6%	19.2	(20.1%)	20.4	6.2%	23.5	15.3%	26.0	10.4%
순이익	7.0	9.2	31.1%	19.3	110.4%	14.9	(22.7%)	15.8	6.0%	18.3	15.5%	20.2	10.4%

자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 48] 매출액과 영업이익률 추이와 전망



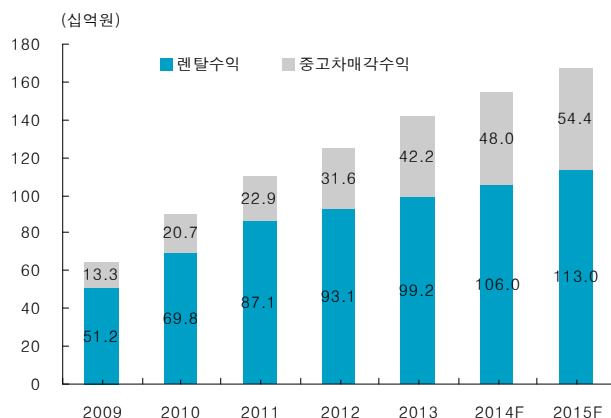
[그림 49] 사업부문별 매출 비중



주: 1. 별도기준, 2. K-IFRS 적용으로 감가상각률 하락효과로 2011년, 2012년 영업이익 일시 증가  
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

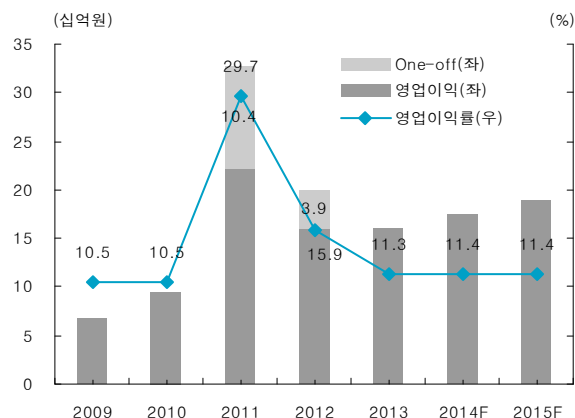
주: 1. 2013년 실적 기준, 2. 렌터카와 여행사업부 매출인식 방법이 각각 총액과 순액으로 달라 통일성을 위해 매출총이익 기준으로 작성  
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 50] 렌터카사업부 매출액 추이와 전망



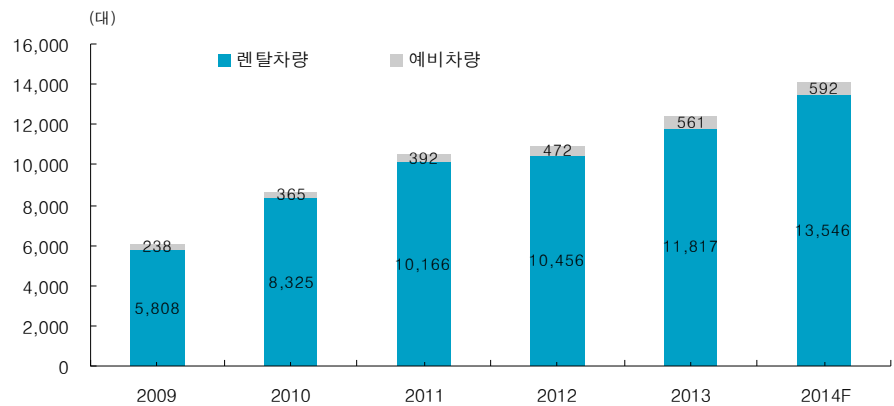
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 51] 렌터카사업부 영업이익과 영업이익률 추이와 전망



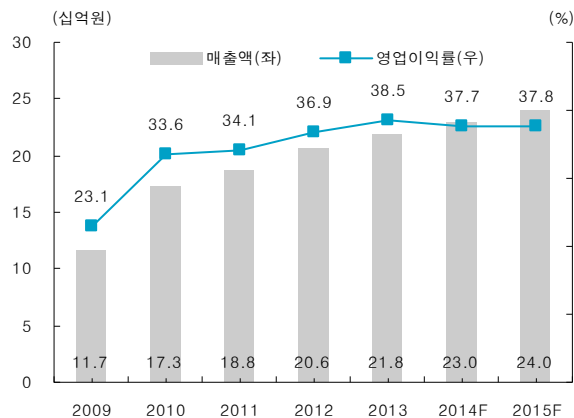
주: K-IFRS 도입으로 감가상각률 하락효과로 2011년, 2012년 영업이익 일시 증가  
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 52] 렌터카 보유대수 추이와 전망



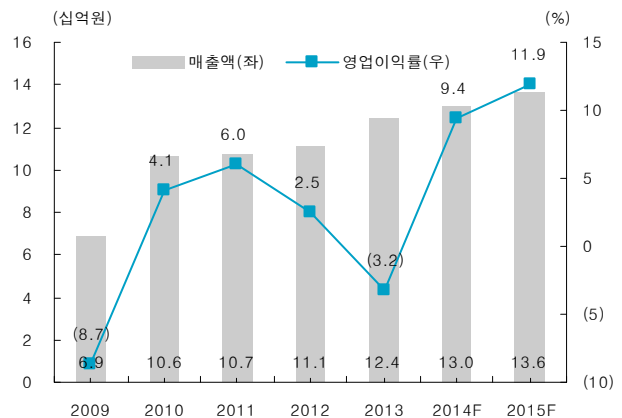
주: 연말 차량 보유대수 기준  
자료: 레드캡투어, 서울특별시자동차대여산업조합, 한국투자증권

[그림 53] 상용여행사업부 매출액과 영업이익률 추이와 전망



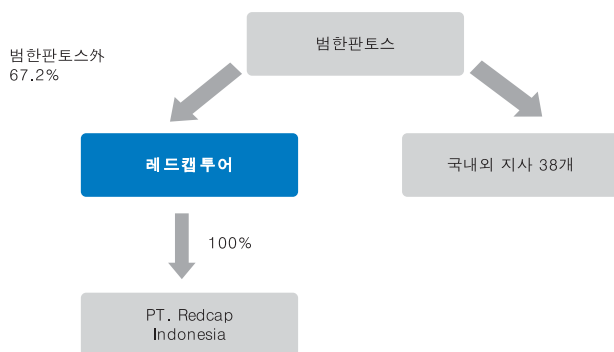
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 54] 패키지여행사업부 매출액과 영업이익률 추이와 전망



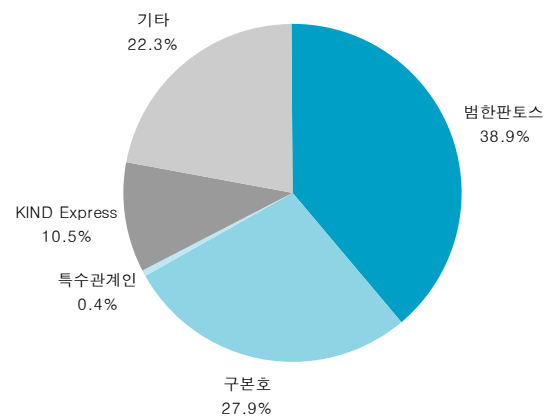
자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 55] 기업지배구조



자료: 레드캡투어, 한국투자증권

[그림 56] 주주구성



자료: 레드캡투어, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	29	33	36	42	47
현금성자산	4	7	7	9	10
매출채권및기타채권	14	15	17	19	20
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	196	191	198	211	224
투자자산	1	1	1	1	2
유형자산	191	186	193	205	217
무형자산	2	2	2	2	3
자산총계	225	224	235	252	270
유동부채	87	96	101	105	114
매입채무및기타채무	32	27	30	33	35
단기차입금및단기사채	34	16	18	20	21
유동성장기부채	14	42	47	50	55
비유동부채	42	24	20	20	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	40	21	16	16	11
부채총계	130	120	120	125	129
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	63	63	63	63	63
자본조정	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	31	42	52	65	80
자본총계	95	104	114	127	142
조정자본총계	95	104	115	129	143

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	90	98	65	64	64
당기순이익	19	15	16	18	20
유형자산감가상각비	50	60	54	49	44
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3	(5)	(5)	(4)	(1)
기타	17	29	0	(0)	(0)
투자활동현금흐름	(108)	(79)	(62)	(63)	(58)
유형자산투자	(106)	(79)	(61)	(61)	(55)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(2)	(0)	(0)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	18	(15)	(3)	(0)	(4)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	21	(9)	2	5	1
배당금지급	(3)	(4)	(5)	(5)	(5)
기타	0	(2)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	1	4	0	1	1

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	139	156	176	190	205
매출원가	81	101	117	124	134
매출총이익	57	55	59	66	71
판매관리비	28	31	35	39	42
영업이익	29	24	24	27	30
금융수익	0	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	5	5	4	4	4
이자비용	5	5	4	4	4
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	0	0
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	24	19	20	24	26
법인세비용	5	4	5	5	6
당기순이익	19	15	16	18	20
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	19	15	16	18	20
EBITDA	80	84	79	77	74
조정당기순이익	19	15	16	18	20

## 주요 투자지표

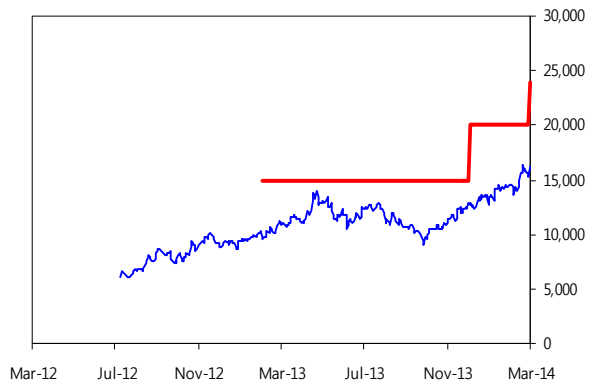
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,265	1,788	1,891	2,202	2,426
BPS	11,311	12,558	13,905	15,446	17,085
DPS	500	550	600	650	700
성장성(% YoY)					
매출증가율	17.8	12.2	12.7	8.3	7.8
영업이익증가율	49.4	(19.0)	0.9	14.2	8.3
순이익증가율	117.5	(21.6)	4.7	16.4	10.2
EPS증가율	117.4	(21.1)	5.8	16.4	10.2
EBITDA증가율	14.4	5.0	(6.1)	(2.4)	(3.9)
수익성(%)					
영업이익률	21.1	15.3	13.7	14.4	14.5
순이익률	13.9	9.7	9.0	9.7	9.9
EBITDA Margin	57.4	53.8	44.8	40.4	36.0
ROA	9.5	6.6	6.9	7.6	7.8
ROE	22.2	15.2	14.4	15.1	15.0
배당수익률	3.6	3.8	3.7	3.0	3.2
안정성					
순차입금(십억원)	77	64	65	68	67
차입금/자본총계비율(%)	92.1	75.8	70.5	67.4	61.3
Valuation(X)					
PER	6.2	8.1	8.5	9.8	8.9
PBR	1.2	1.1	1.2	1.4	1.3
PSR	0.9	0.8	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.5	2.2	2.5	3.3	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
AJ렌터카(068400)	2012.12.28	NA	-	레드캡투어(038390)	2014.03.24	매수	24,000원
	2013.02.22	매수	15,000원		2014.03.21	NA	-
	2013.12.23	매수	20,000원				

AJ렌터카(068400)

레드캡투어(038390)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2014년 3월 21일 현재 AJ렌터카, 레드캡투어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 AJ렌터카 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.