렌탈은 깐부잖아

" 렌탈은 네꺼 내꺼가 없는거야 "

상상인증권

최승호 플랫폼 Analyst
sh.choi@sangsanginib.com

CONTENTS

25 July. 2022

I. 키워드로 알아보는 렌탈산업 2

Growth ↑ : '23년 20조원 돌파 전망

Diversity ↑ : 생활가전부터 애견용품까지

헬스케어 렌탈이 유망하다

Quantity ↑ : 렌탈 이탈률을 상회하는 신규고객모집

Interest → : 금리인상을 일부 헷지할 수 있는 구조

II. 렌탈회사의 생애주기 11

1-10단계로 알아보는 렌탈산업

III. B2C/B2B/CAR 렌탈산업 전망 13

B2C : 결국 Q가 핵심, 돌파구는 해외

B2B : 파렛트를 아시나요

CAR : 렌탈/중고차 동반 상승, 모빌리티/EV 역량도 중요

IV. 기업분석 21

롯데렌탈(089860.KS)

코웨이(021240.KS)

AJ네트웍스(095570.KS)

상상인증권

RENTAL

2022.07.25

렌탈은 깐부잖아

OVERWEIGHT(신규)

Analyst

최승호

02-3779-3543

sh.choi@sangsanginib.com

종목	투자의견	목표주가
렌탈		
롯데렌탈	중장기 주가상승 (BUY)	62,000원
코웨이	중장기 주가상승 (BUY)	95,000원
AJ네트웍스	Attention (N/R)	-

규모의 경제로 성장중

렌탈 시장은 연평균 14% 성장 중

21년 기준으로 국내렌탈 시장(상위기준)은 약 15조원 규모를 돌파한 것으로 추정되며 5년 CAGR 14% 수준의 높은 성장세를 보이고 있다. 흔히 렌탈하면 생각하는 정수기, 비데, 자동차부터 건설장비, 로봇까지, 렌탈은 생각보다 우리 삶에 밀접하게 연결되어있다. 정수기, 비데와 같은 경우에는 관리의 편리함 때문에, 건설장비, IT기기는 경제성 때문에, 자동차는 여행/법인의 수요로 인해, 제 각각의 이유로 소유보다 렌탈을 많은 사람들이 택하고 있다. 이른바 '소유'보다 나은 '무소유'다.

렌탈: 경기방어에 주목, 앞으로도 Q는 증가

렌탈 품목에 따라 차이는 존재하나 특히 B2C 시장에서는 렌탈사업은 경기방어적 성격을 보여왔다. **경기가 어려워도 기존에 사용하던 렌탈을 구매로 대체하는 것은 유인이 떨어지며, 시장경쟁자들의 공격적인 프로모션과 마케팅으로 신규고객을 유입시키며 Q(렌탈계정)는 앞으로도 증가 할 것으로 판단한다.** 건설업체들이 건설고소장비를 렌탈하지 않고 구매해서 관리하며 운송까지 하는 것은 불필요한 일이며, 정수기 렌탈을 해제하고 생수배달로 전환하는 것 또한 편의성과 가격측면에서 유인이 크지않다. 소비자 의식의 변화, 관련산업의 수요 증대로 인해 신규 **렌탈계정은 앞으로도 B2C/B2B/CAR 모두 순증할 전망이다.**

금리상승 우려는 생각하는 것보다 크지않다

최근 금리인상으로 산업전반적으로 우려가 높아졌으나, 회사의 현금흐름이 좋다면 재무적 안정성에 있어 크게 우려할만한 상황은 아니다. 본 보고서는 렌탈회사의 생애주기를 1-10단계로 분류했다. 사업과 렌탈자산의 규모가 커져가는 상황에서는 차입금과 부채비율이 상승은 필수적이다. 그러나 **성장성, 현금흐름이 우수하고 EBITDA/금융비용의 추이가 상승하는 회사라면 높은 부채비율을 보이고 있다해도 금리상승의 영향은 제한적으로 판단한다**. 특정 렌탈의 경우 금리인상을 렌탈료에 적용시킬 수 있는 구조이기 때문이다.

렌탈: TOP PICK – 롯데렌탈, 코웨이

본 보고서는 렌탈사업을 B2C렌탈(코웨이,SK매직,쿠쿠홈시스,LG전자 등) B2B렌탈(AJ네트웍스,한국렌탈,한국파렛트풀 등), CAR렌탈(롯데렌탈, SK렌터카 등) 으로 분류한다. 기업규모 상 렌탈사들이 다양한 제품군을 다루고, 대표적인 B2C 렌탈 상품들도 일부 B2B 향으로 렌탈되는 등 산업을 명확하게 구분하기는 어려우나 기업의 주력사업을 기준으로 분류하였다. 렌탈업종 TOP PICK으로 롯데렌탈,코웨이를 제시하고, 렌탈산업에 대한 투자의견은 Overweight(비중확대)를 제시한다.

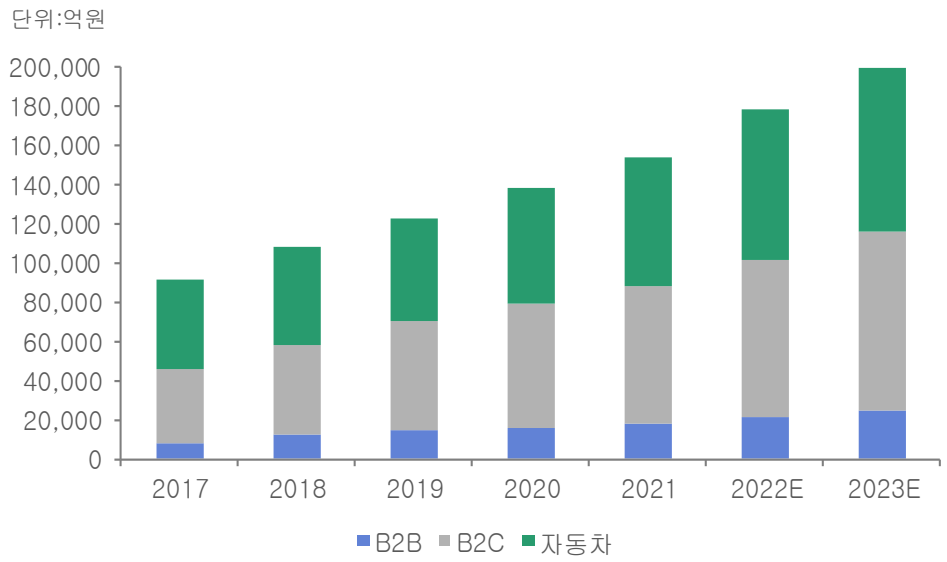
Ⅰ. 키워드로 알아보는 렌탈산업

Growth ↑: `23년 20조원 돌파 전망

렌탈시장은 지난 5년간 CAGR 14% 수준으로 빠른 성장세를 보이고 있다. `21년 국내 렌탈 시장 규모는 상위 시장 기준 약 16조원 수준으로 추정되며, `23년에는 20조원을 돌파할 것으로 전망한다. 이 중 B2C 렌탈은 주로 정수기, 비데, 자동차와 같은 생활소비재, 즉 지속적인 점검과 케어가 필요한 물품들 위주로 렌탈서비스가 이뤄지고있으며, B2B의 경우에도 IT, 파렛트, 건설장비 등 보관의 문제와 관리의 편의성 때문에 렌탈 수요가 줄어들지 않는 추세이다. **국내 렌탈시장은 앞으로도 연간 10%내외의 성장을 이룩할 것이라 전망한다**.

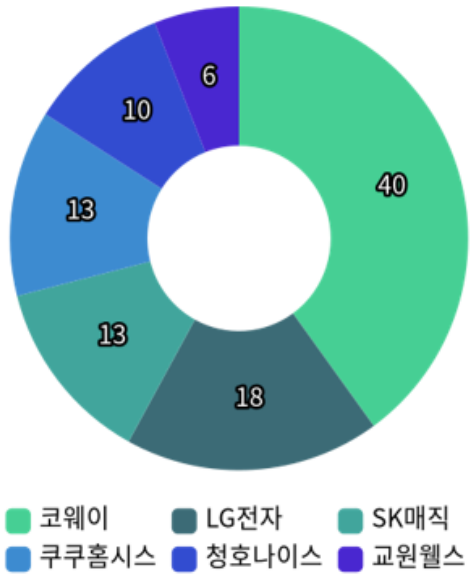
B2C의 경우에는 렌탈 품목의 다변화, 해외시장 진출이 전체적인 Q증대에 보탬이 될 것으로 보인다. 경쟁으로 제품별 렌탈료가 감소해도, 가구당 렌탈 품목 증대나 신규렌탈사용 가구가 증대하는 것이 장기적인 시장 성장에는 도움이 된다. 한번 렌탈을 시작하면 사이클(3~6년단위 재계약, 이후 할인적용) 상 소유로 전환하기 쉽지 않기 때문이다. 시장 성장, 즉 신규 고객 모집은 오히려 경쟁이 치열하기 때문에, 다수 업체들의 마케팅이 합산되어, 수월하게 침투할 것으로 판단한다.

[그림1] 렌탈시장 전망



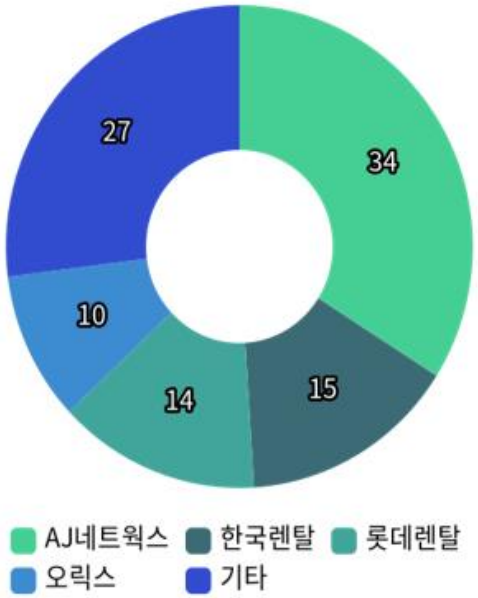
자료: 상상인증권
주:상위시장 기준

[그림2] B2C 정수기렌탈 시장점유율



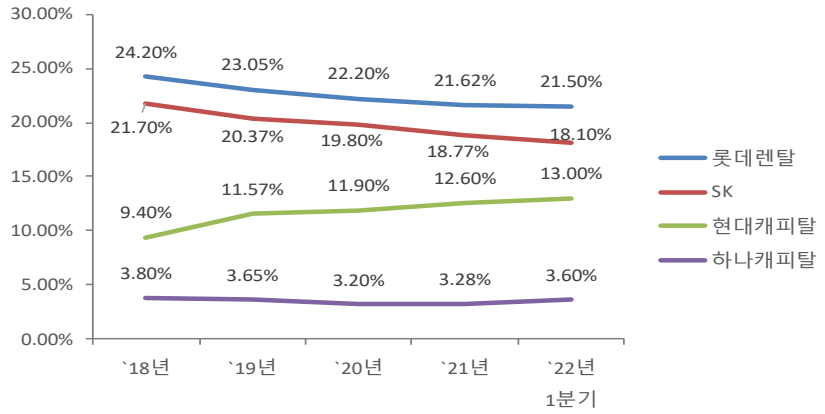
자료: 각사,상상인증권
주: 상위 6개사 100% 기준 계정 시장점유율임

[그림3] B2B IT렌탈 시장점유율



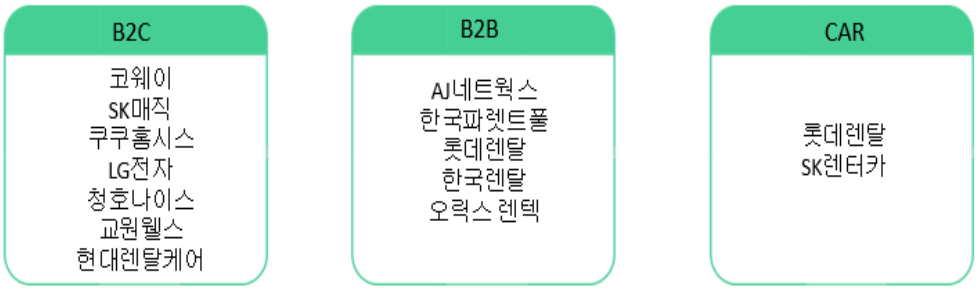
자료: AJ네트웍스,상상인증권

[그림4] 자동차 렌탈 시장점유율 추이



자료: 각사, 상상인증권

[그림5] 렌탈 시장 Player 분류



자료: 상상인증권

Diversity ↑: 생활가전부터 애견용품까지

렌탈품목이 다양화 되고 있다. **B2C렌탈에서는** 기존 정수기, 비데에서 공기청정기,식기세척기, 매트리스까지 렌탈품목이 이미 시장에 침투 중이며, 최근에는 펫시장, 헬스케어 등 기존에 시도하지 않았던 품목 위주로 확장되고 있다. **B2B렌탈에서는** 태블릿, 로봇 등 지속적인 점검과 케어가 필요한 항목 위주로 품목이 다변화 추세에 있다.

코웨이의 경우 다양한 렌탈 상품을 묶어서 렌탈할 시 10% 수준의 할인을 적용하는 등, 전체 렌탈계정(국내 약 600만)의 70%로 추정되는 정수기 렌탈 고객기반을 대상으로 품목을 다변화 추세에 있다. 과도한 경쟁으로 제품별 P는 하락하지만, 1인당 렌탈품목 증대로 ARPU는 증가 내지 유지될 수 있는 환경이 조성되고 있다.

[그림6] 렌탈 세대분류

1세대	2세대	3세대
생활가전	헬스케어	취미용품
자동차	가전제품	패션용품
	유아용품	애견용품

자료: 상상인증권,하나금융연구소

[그림7] 렌탈사들은 품목을 확대하는 추세

SK매직	현대렌탈케어	교원웰스
음식물처리기	펫 드라이룸	피트니스 기기 (실내자전거)
매트리스	펫 화장실	스마트미러

자료: 각사, 상상인증권

[그림8] 교원웰스의 실내자전거 렌탈

자료: 교원웰스,상상인증권

[그림9] 현대렌탈케어의 펫 드라이룸

자료: 현대렌탈케어,상상인증권

헬스케어 렌탈이 유망하다

국내 B2C 렌탈 품목의 다양성은 선진국에 비해 부족한 상황이다. 해외는 가구를 위주로 다양한 취미용품/의류를 렌탈하는 것이 일반화 되어있는데 반해, 국내는 아직 해당영역의 침투율이 미흡하다. 당사 리서치센터는 국내의 특수성과 소비자 심리를 고려 시 다음과 같은 품목들이 앞으로 NEXT 정수기로 자리매김 할 수있을 것으로 판단한다.

① 렌탈료가 저렴하며
② 분실의 우려가 낮으며
③ 지속적인 관리의 필요성이 있는 제품으로, 가격을 뛰어넘는 편리함이 존재하는 상품

렌탈의 맹점은 제품을 사는 것보다 계약종료기간까지의 비용이 일반적으로 높다는 것이기에, 렌탈비용을 뛰어넘는 편리함에서 국내렌탈의 수요는 증대해왔다. 따라서 **앞으로도 AS/관리 등의 케어가 동반되는 렌탈 제품이 국내에선 인기가 높을 수 밖에 없다. 이런 이유로 최근 시도되어 왔던 취미(게임기/패션 등) 카테고리의 향후 렌탈 침투율은 높지 않을 것으로 판단한다**.

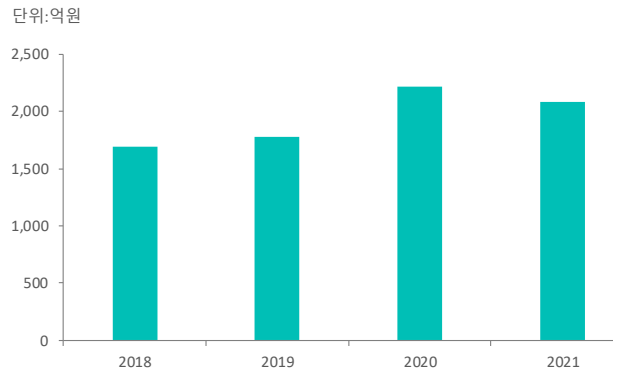
그보다는 당사 리서치센터는 **앞으로 렌탈시장에서 헬스케어 관련 상품이 주로 부상할 것으로 전망한다.** 기대수명이 높아지고, 한국이 전세계 유례없는 초고령화 사회로 진입하는 상황에서, 건강에 대한 관심이 지금보다 앞으로 폭발적으로 증대할 것으로 보이며, 과거의 석면이슈 등과 같이 과거에는 관심이 없었던 것들이 중요하게 부각될 가능성이 높다. 예를들어 건강에 있어 수면의 중요성이 부각되며, 매트리스의 지속적인 케어가 부각된다던지, 관리의 필요성이 중요해지며 실내자전거, 기타 피트니스기기 등의 수요가 늘어나는 등, 헬스케어 쪽의 성장세가 점차 국내에서 두드러질 것으로 판단한다. 또한 노령인구는 관리/케어가 필요한 제품을, 렌탈 대신 구매로 이용해서 직접 관리하는 데에 청년인구 대비 다소 불편함이 있을 것으로 판단되므로, **노령인구의 렌탈 수요의 증대도 기대된다**.

소비자에게 이러한 개념들을 부각시키는 것은 결국 렌탈업체들의 몫인데, B2C 렌탈시장은 초경쟁상태에 있기 때문에 오히려 서로서로의 마케팅 비용이 합산되어, 시기가 오면 해당 개념을 수월하게 정착시킬 수 있을 것으로 판단한다. 실제로 최근 슬립케어라는 개념이 부각되며, **매트리스의 `22년 1분기 계정은 전년도 대비 10% 내외 성장한 것으로 추정되며, 바디프렌드의 렌탈 매출도 견조한 상승을 이어나가는 등 헬스케어와 관련된 렌탈 수요가 빠르게 증가하고 있다.**

[그림8] B2B 렌탈품목

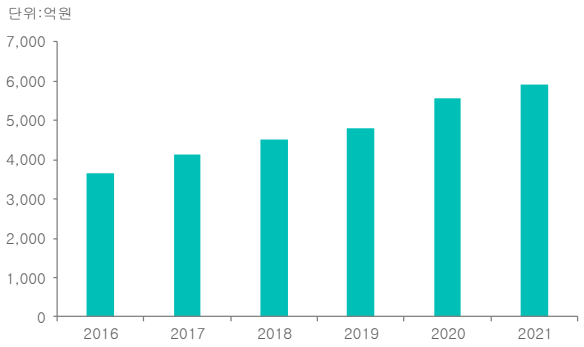
자료: AJ네트웍스,상상인증권

[그림9] 코웨이 매트리스 매출- `22년 1분기는 다시회복



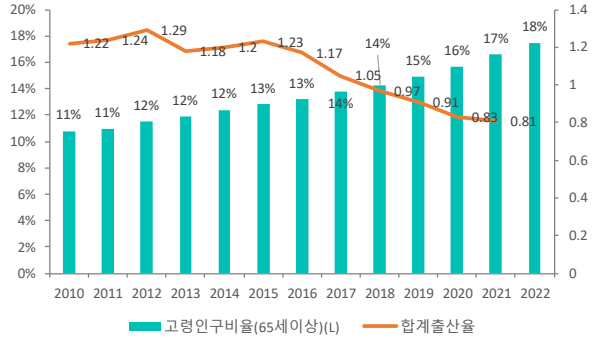
자료: 코웨이,상상인증권

[그림10] 바디프렌드 매출추이



자료: DART,상상인증권

[그림11] 한국의 초고령화는 모두가 아는 사실

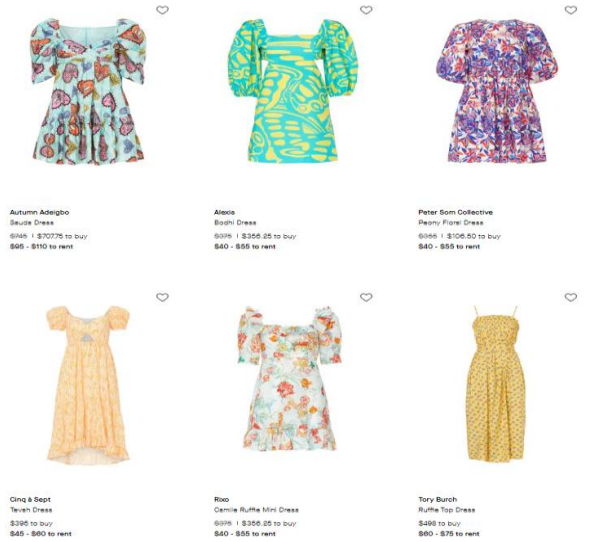


자료: 통계청,상상인증권

[그림12] 이케아 렌탈서비스

자료: IKEA,상상인증권

[그림13] 미국의 옷 대여 서비스-Rent the Runway



자료: RENTTHERUNWAT,상상인증권

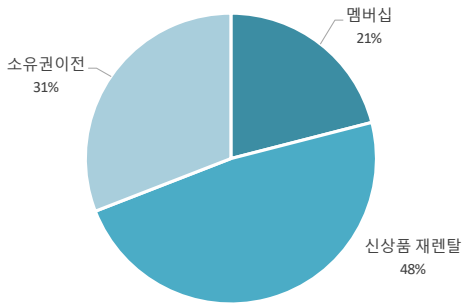
Qunatity ↑: 렌탈 이탈률을 상회하는 신규고객모집

B2C렌탈, 앞으로도 두자릿수 초반 성장 전망

B2C 렌탈의 경우 국내/해외 모두 계정이 늘고 있으며 빠르게 침투 중인 말레이시아 시장 기반으로 최근 해외계정의 성장세가 견조하게 이어지고 있다. `22년 1분기 기준 시장1위인 코웨이의 해외계정은 전년대비 29.3% 성장한 272만 계정을 달성했다.

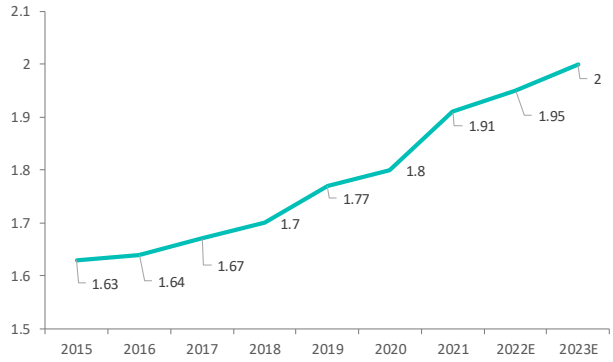
렌탈 업체 평균적인 재계약비율은 50~70%로 추정되는데, 이 중 대부분이 경쟁사 상호간의 이동이며, 렌탈에서 구매로 전환하는 렌탈비즈니스 이탈율은 10% 수준(전체 100%기준) 으로 추정된다. 가구 독립, 1가구 렌탈 품목 확대 등으로 인해 국내 전체 Q는 계속 지속 성장할 것으로 전망한다. 여기에 해외법인의 성장세를 고려하면 전체 Q의 성장여력은 두 자리 수 상승률을 앞으로도 무난히 달성할 전망이다.

[그림14] 코웨이 고객유지비율



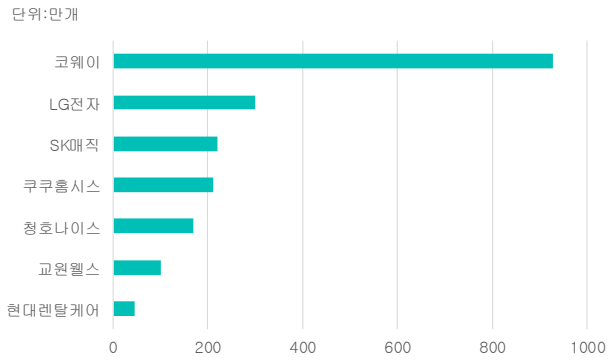
자료: 코웨이,상상인증권

[그림15] 코웨이 중복사용률 추이



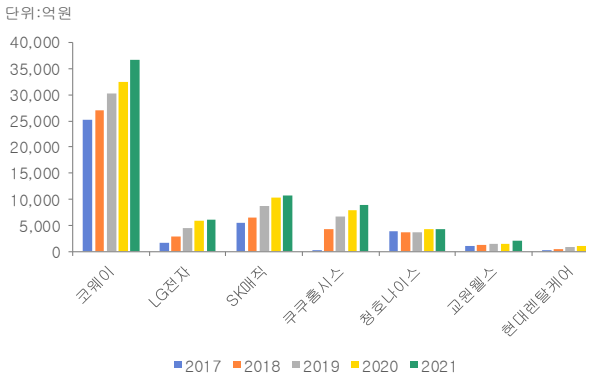
자료: 코웨이,상상인증권

[그림16] B2C 렌탈업체 계정



자료: 각사, 상상인증권

[그림17] B2C 렌탈업체 실적 추이



자료: 각사, 상상인증권

B2B도 성장 중

B2B렌탈의 경우 명확한 Q를 추정하기에는 어려우나, 시장 5개년 평균 매출 성장률이 23%으로, 최근들어 가장 높은 성장을 기록하고 있다. B2B 렌탈의 경우 전방시장의 업황에 따라 렌탈대여수가 변동되는 특성이 있으나, **지금은 렌탈수요가 늘어나는 상황이다**. `19,`20년도에는 재택근무 증가로 인한 노트북 수요가 IT렌탈 실적을 견인했으며, 지금은 각 교육청에서 1인 1태블릿 정책을 추진 중에 있다. 실제로 1인당 1태블릿 보급이 이뤄진다면, 사업비 규모가 누적 2조원에 이를 전망이다.

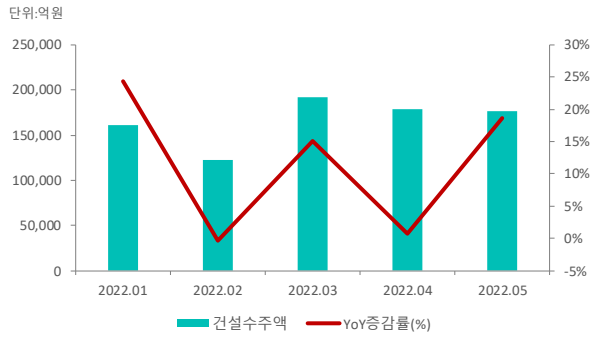
건설장비 렌탈의 경우에도 올 1-5월 건설 수주액 합산이 전년대비 11% 증가했고, 최근 반도체 공장 증설로 인해 건설장비 렌탈 수요가 앞으로도 더 증대될 전망이다. 또한 로봇 등 다양한 상품으로의 렌탈 대상이 확대되면서, 새로운 수요가 B2B렌탈회사의 새로운 먹거리로 부상할 가능성이 있다.

[그림18] 교육청 1인1태블릿 정책 현황

서울	중1 대상으로 7만 2천여대 지급완료, `25년까지 초5~고3 확대계획
전남	올해 4만 2천여대 지급계획, 1인 1태블릿 보급 목표
충북	10만대 보급완료, 올해까지 초4~고2 보급계획
부산	초4~고3 전원 보급 계획
경남	1,578억원 투입, 29만대 보급 계획
인천	초4~고3 전원 보급계획(교육감 당선인)
경북	5개년에 걸쳐 19만대 보급 예정
경기	1인 1스마트기기 개인소유지급(교육감 당선인)

자료: 각 교육청,상상인증권

[그림19] 건설수주 추이



자료: 통계청,상상인증권

[그림20] 반도체공장 신설현황

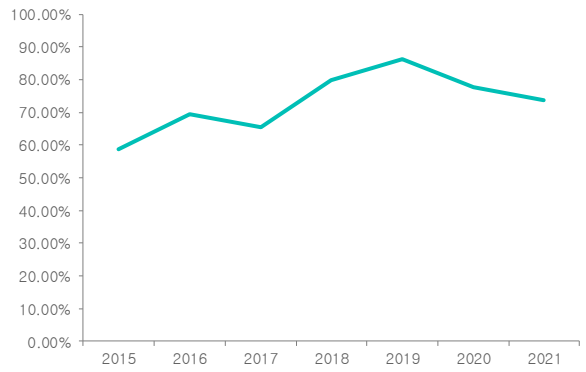
SK하이닉스	삼성전자
경기도 용인 반도체 클러스터 착공 (8/14예정)	평택3공장(하반기 완공 예정)
	평택4공장(착공예정)
	평택5공장(착공예정)
	평택6공장(착공예정)

자료:각사, 상상인증권

자동차 렌탈, 긴 기간의 전쟁을 끝내다

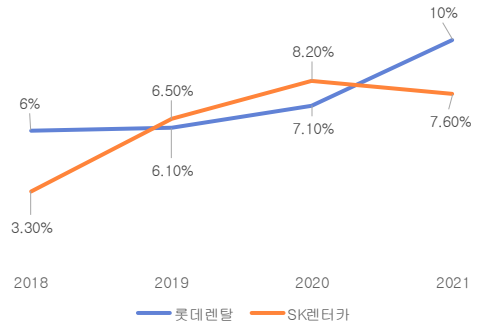
차량렌탈은 단기/장기 동반성장에 힘입어 지난 2년간 빠르게 Q의 성장을 이뤄냈다. 그동안 해외여행 제한으로 제주도향 단기렌탈 수요가 증가하면서 높은 이익률과 가동률을 보여왔다. 코로나 종식과 함께 해외여행이 점차 풀리면서 제주도 단기렌탈 수요는 `23년 이후부터는 다소 진정될 전망이지만, 단기렌탈이 평균적으로 전체 렌탈에서 차지하는 비중이 30%에 불과하고, 계속되는 신차출고지연으로 인해 개인고객이 장기렌터카를 이용하는 비율도 늘고 있는 만큼 렌터카 사업의 성장세는 계속 유지될 것으로 전망한다. 과거에는 렌터카 업체간 경쟁이 치열해 제살 깎아먹기 식 경쟁이 치열했으나, 현재는 1위 롯데렌탈 2위 SK렌터카(SK네트웍스)로 시장이 안정되며 양사 모두 과도한 프로모션을 자제하고 있는 추세이다. 앞으로 **과거와 같은 출혈경쟁이 심화될 가능성은 낮으며, 현재의 점유율을 유지하며 시장 성장에 따른 수혜만큼 양사 모두 성장이 이뤄 질 것으로 보인다.**

[그림21] 제주도 렌터카 이용률 – 여전히 견조



자료: 제주관광공사,상상인증권

[그림22] 양사 영업이익률 추이 – 확연한 개선



자료: 각사,상상인증권

[그림23] 신차출고지연 – B2C 장기렌트카 수요 증가

브랜드	차종	대기기간
현대차	싼타페	최대 18개월 이상
	투싼	최대 12개월 이상
	아이오닉5	최대 12개월 이상
	그랜져	최대 5개월 이상
기아	쏘렌토	최대 17개월 이상
	스포티지	최대 8개월 이상
	EV6	최대 18개월 이상
제네시스	GV60,GV70	최대 12개월 이상
	GV70 전기차	최대 12개월 이상
	GV80	최대 18개월 이상

자료: 각사,상상인증권

[그림24] 장기렌터카 vs 오토리스

구분	장기렌터카	오토리스
소유권	렌터카사	캐피탈사
명의자	렌터카사	선택가능
비용	별도납부 x	보험료는 별도납입
차량관리	정기적인 정비	직접관리
사고처리	면책금만 부담	직접처리
번호판	하,허,호	일반번호판
이용종료	반납/인수/재렌탈	반납/인수/재리스

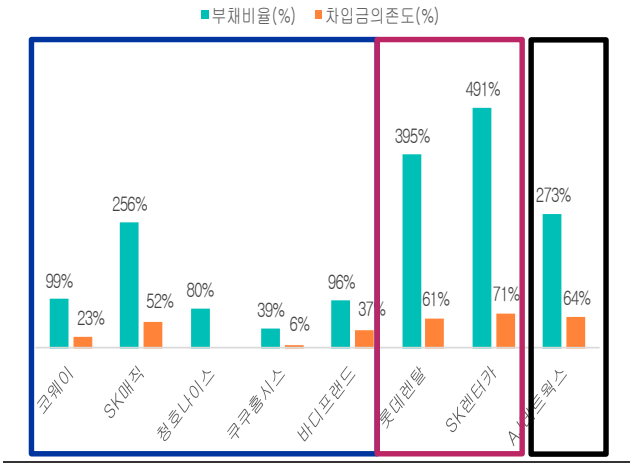
자료: 상상인증권

Interest →: 금리인상을 일부 헷지할 수 있는 구조

렌탈비즈니스는 규모의 사업을 위해 불가피하게 레버리지를 많이 사용해야하는 리스크가 존재한다. 직접 렌탈상품을 제조하는 경우가 많고, 사업의 개황이 오래된 B2C 렌탈의 경우 평균적으로 부채비율이 114%에 불과하지만, 타 제조사 매입 후 렌탈이 이뤄지는 B2B, 자동차의 경우 상대적으로 높은 부채비율을 유지하고 있다.

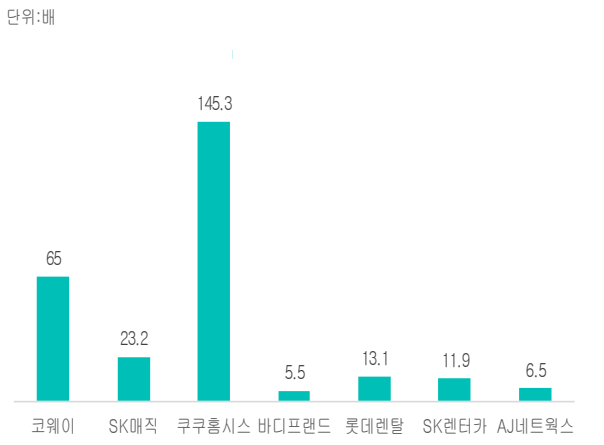
그러나 숫자에만 집중해 부채비율, 금리 상승에 따라 단순히 산업의 업황이 악화된다고 주장하는 것은 다소 어폐가 있다. 당사 리서치센터는 성장하는 렌탈사업의 재무상태는 단순히 차입금 비율, 부채비율만을 따지기보다는, cash flow를 참고하며, 차입금 부담을 상회하는 성장이 지속되는지 확인하는 것이 더 바람직하다고 판단한다. 특히 이런 경향은 B2B와 CAR 쪽에서 더 두드러지는데, B2B렌탈과 자동차는 B2C와 달리 종류가 다양하고(옵션유무, 선납금 등) 렌탈료에 명확한 소비자가격이 책정되지 않아 가격 전가가 좀더 용이한 것으로 추정된다. **특히 자동차의 경우 시장에 리스사 기반의 업체가 많아 시장 전반적으로 금리인상 시 가격 인상 흐름이 존재하며, 이에 따라 렌터카 이용료 또한 금리/물가인상에 맞춰 인상될 수 있다.** 실제로 이미 지난 6월 업체들이 렌터카 이용가격을 인상하며, 최근 금리/물가인상에 따른 후속조치로 발 빠른 인상을 단행한 바 있다. 빠르게 성장하는 본업, 유지되는 영업마진을 고려 시에 금리상승의 영향은 숫자로 확인하는 것보다 크지 않다. 렌탈산업에서 규모의 경제를 위한 규모의 부채는 필수불가결이다..

[그림25] `21년 기준 렌탈업체 부채비율



자료: 각사,상상인증권

[그림26] `21년 기준 EBITDA/금융비용



자료: 각사,상상인증권

Ⅱ 렌탈회사의 생애주기

1-10단계로 알아보는 렌탈산업

렌탈기업의 전부를 일반화하기에는 어려우나 사업주기에 따라 어느정도의 생애주기가 존재한다.

이상적인 렌탈업은 통상적으로 1-10단계를 거치는 것으로 판단한다. 요약하면,

① 렌탈 계정이 증가함에 따라 매출액도 견조히 상승하며, 이에 따라 차입금이 증가한다.
② 판매량 증대에 따라 다달이 렌탈료가 들어오는 구조 상 현금흐름이 원활해진다.
③ 가용현금 및 차입금을 기반으로 재투자/렌탈 자산을 추가매입한다.
④ 성장이 다다르면 자산의 추가 구매 필요가 적어지고, Cash flow 및 부채비율이 개선된다

1~3단계는 렌탈사업 초기로, 렌탈자산 자체가 많지 않아 차입금도 적고, 그에 따른 매출액도 적은 특성을 보인다. 쉽게 말하면 적게사서 적게파는 시기다. 렌탈은 비용지출이 먼저 일어나고, 그 후에 다달이 거쳐 렌탈료가 들어오는 구조이기 때문에 사업초기에는 마이너스 Cash flow을 기록한다.

4~6단계는 많이 사서 많이 판매하는 시기다. 발주처 증가와 영업 활황으로 인해, 렌탈자산의 보유가 많아지고, 이에 따라 렌탈자산 매입을 위해 차입금이 대폭 늘어나며, 외부차입이 많이 발생하며 현금흐름이 마이너스로 고착화된다. 이 시기는 레버리지를 통한 규모의 성장으로 매출액의 성장이 가파르게 올라오는 단계다.

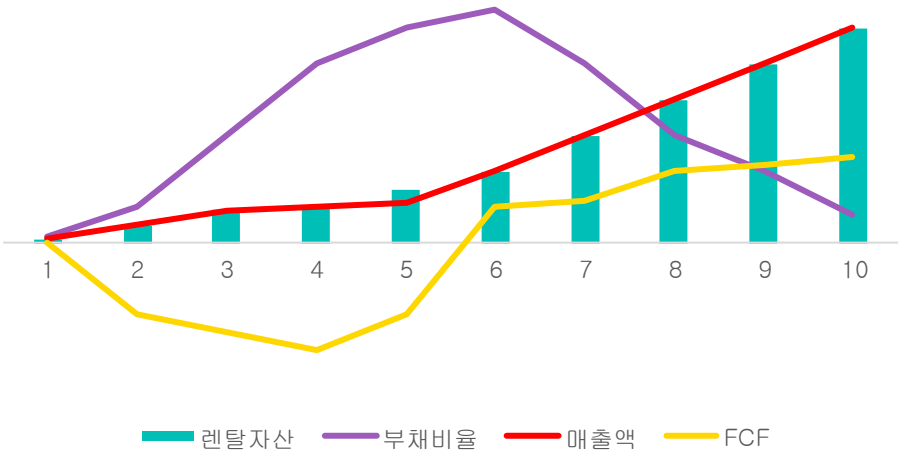
6~7단계는 부채비율 및 차입금이 정점을 찍는 시기로, 매출액이 이 시기에 폭발적으로 성장한다.

8~10단계는 렌탈자산의 규모가 일정부분 형성되어, 추가적인 구매 및 차입 수요가 줄어드는 지점이다. 이 단계에서는 부채비율이 빠른속도로 감소하며, Free cash flow도 +흐름을 보이게 된다.

당사 리서치센터는 현재 롯데렌탈, SK렌터카와 같은 렌터카업체들은 6단계, AJ네트웍스,한국파렛트풀, 한국렌탈과 같은 B2B렌탈 업체는 7단계, 코웨이, 쿠쿠홈시스와 같은 B2C렌탈 업체는 9단계에 진입했다고 판단한다. 물론 렌탈상품을 보통 직접 제조하는 B2C(코웨이 등)와 매입 후 렌탈하는 B2B/CAR 업종은 사업내용 및 규모에 있어 근본적인 차이는 존재하고, 변수가 많기 때문에 모든 렌탈업체가 반드시 위와같이 이행되는 것은 아니다. 직접 제조설비를 갖추고 있어 차입의 필요도가 상대적으로 덜한 B2C 업체들은 최종 단계가 10단계, 그 외 물건을 사와서 렌탈하는 형태의 B2B, CAR업체의 경우 최종 단계가 8단계인 흐름을 보이는 것으로 판단된다.

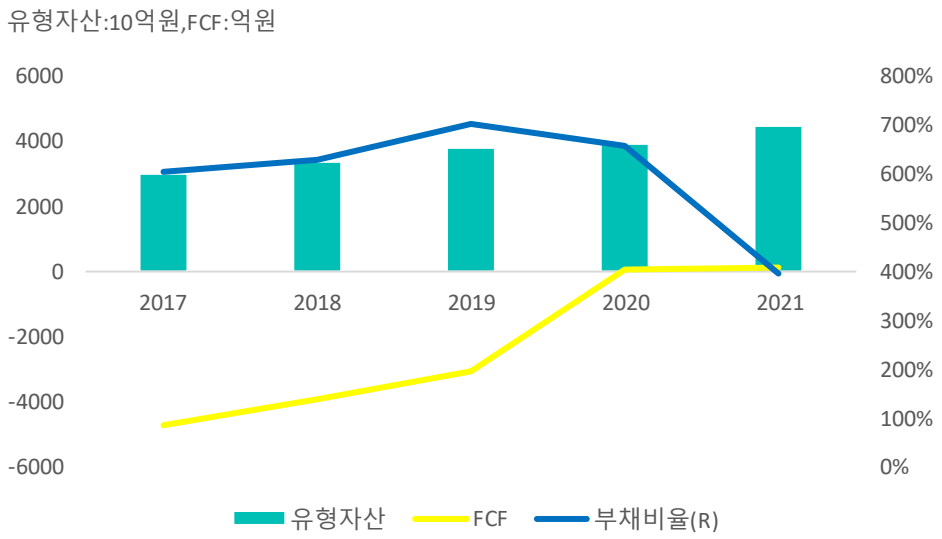
B2B의 경우 품목마다 차이가 있지만 파렛트나 건설장비 등은 재렌탈이 가능하고, CAR의 경우 렌터카를 중고차로 매각하기 때문에, 재렌탈률/중고차 가격에 따라 최종적인 cash flow가 변동한다.

[그림27] 렌탈회사의 생애주기



자료: 상상인증권

[그림28] 예시) 롯데렌탈



자료:상상인증권

Ⅲ B2C/B2B/CAR 렌탈산업 전망

B2C: 결국 Q가 핵심, 돌파구는 해외

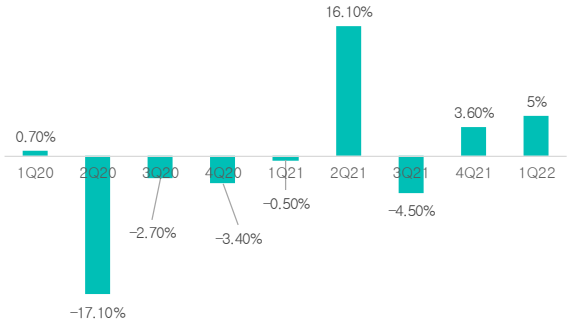
상대적으로 차별화가 어려운 소비가전을 주력으로 하고 있기에 경쟁의 강도가 높으며, 지속적인 새로운 렌탈기업 진출에 따른 시장 포화 리스크도 잔존해 있다. 또한 Price에 있어 급진적인 성장도 어려울 전망이고, 이에 따라 렌탈업체의 지난 5년간 ARPU는 2~3만원 사이에서 Flat한 수준을 유지해왔다. 소비자 심리 상 높은 가격대의 상품을 고렌탈료로 지속적으로 부담하기에는 어려움이 있으며, 실제로 국내시장도 월 2~4만원 수준인 정수기와 비데 위주로 시장이 발달해왔다. 두잇서베이 설문조사결과 소비자가 월 렌탈료로 부담할 수 있는 선호금액은 1-5만원 밴드로, 인플레와 렌탈 물품 다양화를 고려해도 ARPU 최대 4만원까지가 한계로 보인다.

이에 B2C 업체들은 해외진출의 판로를 적극적으로 모색하고 있다. 진출국가는 유럽,미국, 동남아에 이르기 까지 다양하고, 업계 1위인 코웨이는 이미 전체매출의 33%인 1조 2,151억원을 해외법인에서 발생시키고 있다. 애초에 렌탈 후 방문관리 시스템은 글로벌한 트렌드가 아닌 국내에서만 코웨이 주도로 발달한 개념이다. **따라서 해당 렌탈 비즈니스 개념이 해외 소비자에게도 익숙해지는 것이 결국 핵심이다.**

또한 절대적인 방문판매원의 규모 및 지점이 갖춰져야 하는 등, 초기 시장개척이 어려운 편이며, 실제로 앞서 진출한 국가 중 대다수에서는 고전 중이다. 그러나 코웨이의 선제적인 진출과 마케팅으로 말레이시아에서는 방문관리가 소비자 트렌드의 하나로 자리잡는데에 성공했다. 현재 말레이시아의 누적 정수기 렌탈계정은 현재 약 300만 수준으로 파악된다.`20년 말레이시아 가구수는 약 820만(YoY +2.6%)가구임을 고려하면 보급률은 36%로, 한국(60% 추정)과 비슷한 속도로 시장이 개화중이다.

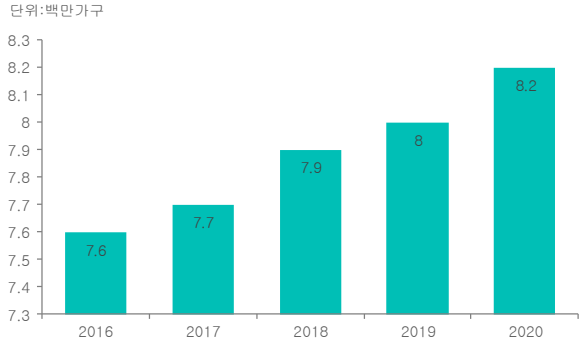
말레이시아 통계청에 따르면 말레이시아 가구는 연간 3% 내외의 성장이 지속될 것으로 보이며, Credit Suisse 조사에 따르면 `40년까지 가구 가처분소득이 두배 이상 증가할 것으로 추정된다. 정수기 렌탈 개념이 일반화된 한국과 동일한 60%의 정수기 보급율을 가정 시 보수적으로 추산해도 약 2배가량 성장여력이 존재하는 매력적인 시장이다. ARPU의 경우에도 최근 높아진 한국문화에 대한 관심과 Made In Korea의 가치로 프리미엄화에 성공, 오히려 한국보다 ARPU가 높은 것으로 파악된다. **만약 말레이시아에서의 성공경험을 바탕으로 다른 동남아시장에서도 렌탈비즈니스를 성공적으로 정착시킨다면, B2C렌탈 기업의 실적은 과거 말레이 시장 개척기처럼, 말 그대로 퀀텀 점프의 기회가 열린다**. 현재로선 동남아가 가장 가능성이 높으며, 그 중 태국이 유력한 Next market으로 보인다. 코웨이 태국법인 기준 `22년 1분기 실적은 매출액은 전년대비 123% 성장한 168억원, 영업이익은 적자폭을 감소시키며 –18억원 기록했다.

[그림29] 말레이시아 GDP 연간 성장률



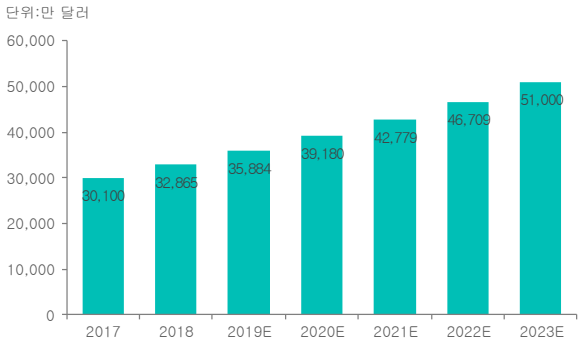
자료: 말레이시아통계청,상상인증권

[그림30] 말레이시아 가구수 추이



자료: 말레이시아통계청,상상인증권

[그림31] 말레이시아 정수기 시장 전망



자료: TechSci Research,상상인증권

[그림32] 코웨이의 말레이시아 판매원

자료: 코웨이

[그림33] 말레이시아 렌탈료는 3~4만원 선

자료: 코웨이

B2B: 파렛트를 아시나요

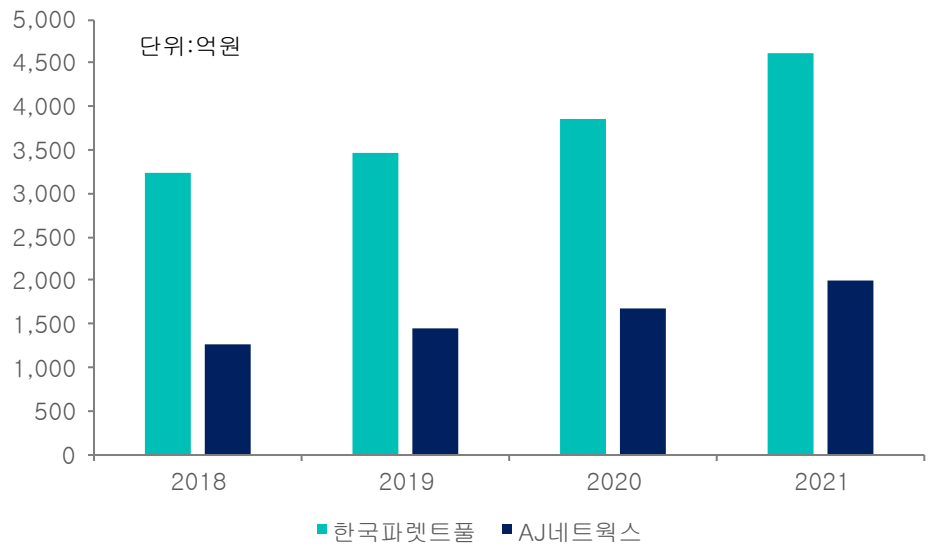
B2B렌탈시장의 경우 상장사인 AJ네트웍스, 롯데렌탈, 비상장사인 한국렌탈, 한국파렛트풀이 시장의 주된 player로 자리잡고 있다. B2B렌탈의 대상은 사무용기기부터, 정수기, 공기청정기에 이르기까지 다양하며, 그 중 사무용기기와 건설장비는 제품별 편차나 보관이 어렵지 않아 수많은 중소업체가 양립하고있다. 반면 파렛트(물류받침대)의 경우 시장 규모가 현재 1조 4천억원 수준으로 추정되는데, 물량을 배치/회수/관리 하는 데 있어서 비교적 진입장벽이 높아 시장 Player가 한국파렛트풀, AJ네트웍스 두 회사로 한정되어있다.

다소 생소할 수 있는 파렛트는, 공장과 물류거점에서 제품을 받쳐주는 받침대로, 모든 물류창고에서 하차와 상차 시 필수적으로 사용해야하는 제품이다. 물류비용 절감과 편의성과 물류창고 증설로 인해 현재 파렛트 보급률은 점차 높아지는 추세이다.

현재 시장에 AJ네트웍스, 한국파렛트풀 2개사만 존재하는 과독점 시장이며 시장점유율은 AJ가 30%, 파렛트풀이 70%수준을 차지하고 있다. 파렛트 렌탈사업은 마진율이 20%를 상회하는 고마진 렌탈사업이다. 높은 마진의 이유에는 파렛트(플라스틱) 자체의 객단가가 저렴한 이유도 있으나, 그냥 받침대에 불과하기 때문에 사용연한이 긴 특성 때문에 매년 매입하는 물량이 많지않고, 감가상각연한(보통 7년)이 지나고도 지속적으로 사용할 수 있는 데에서 기인한다. 실제로 현재 AJ네트웍스의 파렛트 물량이 30%가 감가상각이 다 끝난 물량으로 추정된다.

전체 시장 파렛트 중 60%가 렌탈, 40%가 자가구매로 추정되며, 렌탈의 수요가 점차 높아지고 있어 앞으로 렌탈이 7-80%수준까지 침투할 수 있을 것으로 판단되어 시장의 성장여력이 높다.

[그림34] AJ네트웍스,한국파렛트풀 파렛트 렌탈 매출 추이



자료: 각사, 상상인증권

[그림35] 파렛트

자료: AJ네트웍스,상상인증권

[그림36] 롯데렌탈의 일반렌탈 서비스

건설장비 (고소장비, 건설장비, 지게차)	· 국내 반도체, 스마트 물류 현장 시연회를 통해 공감대 형성 현장 방문 도입 장비 홍보 시연회를 통해 우수업무사례 선정 및 신규 업체(삼성전자, 삼성디스플레이, SK하이닉스 등) 직간접적 영업 파이프라인 구축 · "안전, 무사고" 강화를 위해 전방위적 협력 확대 롯데렌탈 지게차 운영고객 지게차 인명사고 0% / 고객사 만족도 평가 주요경쟁사 대비 12% 높음 · 환경보호를 위한 탄소배출저감 프로그램 영업 탄소배출 저감을 위한 영업 아이템 선정(디젤지게차 → 리튬전동지게차 전환 영업)
사무기기	· 조달 및 원가 경쟁력을 바탕으로 공공입찰 등 대형 거래처 지속 확대 · 3D 프린터, 대용량 공기청정기 등 신규 상품 개발을 통한 사업 영역 확장
측정기	· 독보적 시장 점유율에 따른 구매 경쟁력 및 원가 우위 확보 · 기술 변화(4G->5G)에 따른 전략적 선제 투자로 매출 성장요소 마련(5G분야 측정기 점유 독보적)
일반장비	· AI로봇(서빙, 바리스타, 쿠킹, 안내 로봇 등), 무인화기기(키오스크), 레저장비(카라반, 이동식 주택) 등의 렌탈 서비스 제공을 통한 사업 영역 확장
묘미 (소비재)	· 프리미엄 가전/가구부터 트렌디한 레저, 패션, 골프, 펫용품까지 다양한 상품을 합리적으로 소비할 수 있는 비대면 온라인 플랫폼 묘미(Myomee)

자료: 롯데렌탈, 상상인증권

CAR: 렌탈/중고차 동반 상승, 모빌리티/EV 역량도 중요

국내 자동차 렌탈시장은 약 6조 6천억원(YoY+12%) 규모로 파악된다. 렌탈사업은 단기렌탈 사업과 장기렌탈 사업으로 나뉘며, 렌터카 업체 매출 구조는 평균적으로 장기렌터카 70%, 단기렌터카 30%로 구성되있다.

단기렌탈은 주로 여행 및 출장으로 인해 수요가 발생하며, 회전이 빨라 영익 기여도가 장기에 비해 더 높은 특징을 보인다. 따라서 여행수요가 몰리는 3분기에 렌터카 업체들은 영업마진이 높아지는 흐름을 보인다. 장기렌탈은 주로 B2B 법인차량 물량으로, 최근에는 신차 위주로 빨리 바꿔 타길 원하는 소비자들이 많아 B2C 물량도 장기렌탈의 과반가까이 침투한 상황이다.

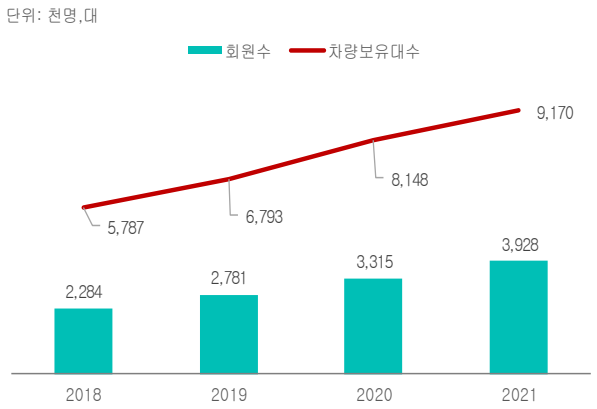
기본적인 비즈니스구조는 **① 카메이커로부터 차량매입, ② 단기렌탈 및 장기렌탈로 운용, ③ 4~6년간의 렌탈기간이 끝나면 회수 및 희망자에 한해 소유권 이전, ④ 기간이 끝난 렌터카는 중고차로 B2B매각** 이다. 타 렌탈상품들이 사용연한이 종료되면 제품의 매각 및 재렌탈이 어려워 재고자산폐기손실로 비용처리 되는데 반해, **자동차의 경우 중고차 경매장 및 딜러를 통한 매각으로 비즈니스의 끝단까지 수익을 창출하는 매력적인 비즈니스 구조를 보이고 있다.**

앞으로도 법인장기렌터카 수요는 지속되며, 여기에 소비자 트렌드 변화로 개인 장기/단기 렌터카 수요가 증대될 것이 기대된다. 카쉐어링의 경우에도 최근 롯데렌탈이 쏘카의 지분을 인수하였고, 그린카(카쉐어링 2위)를 운영하고 있다. 렌터카 업체들이 운영하는 단기렌터카에서의 노하우를 카쉐어링에서 확대 적용할 수 있기 때문에, 카쉐어링에서도 앞으로도 두각을 드러낼 것이 기대된다.

[그림37] 비즈니스 구조

자료:상상인증권

[그림38] 그린카 회원수, 보유대수 추이

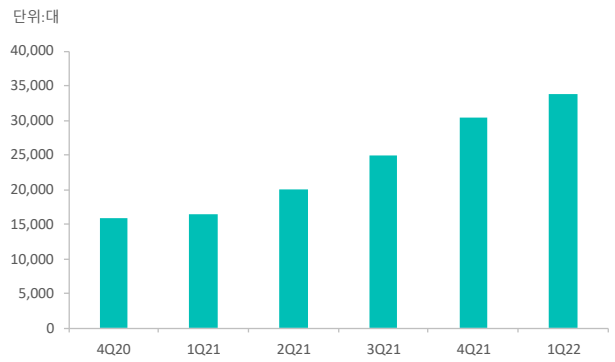


자료: 롯데렌탈,상상인증권

최근 렌터카 업체의 이슈는 최종단계인 매각에서 소비자에게 판매할 수 있는 활로가 개척되었다는 점이다. 기존의 경우 렌탈기간이 끝난 중고차를 처리하는 방법은 경매장을 통한 B2B 매각만 존재했으나, `22년 3월 중고차 생계형 적합업종 미지정으로 이제는 소비자에게 중고차를 판매할 수 있는 길이 열렸다. 이에 현재 현대/기아와 같은 완성차 업체가 진출을 선언한 상황이며, 렌터카 업체 중에서는 롯데렌탈이 진출을 선언했다. 다만 그 이후 중기부 조정을 거쳐 최종적으로 현대/기아는 초기 시장점유율을 제한 받은 상황이다. 시기의 차이가 생겼으나 **중고차 산업에 대기업들이 진출할수 있게된 것은 변함이 없다. 시기의 문제일 뿐 앞으로는 대기업 주도의 중고차 비즈니스가 개화될 것으로 전망한다.**

렌터카 비즈니스의 격변이 일어날 시기는 EV로 전환될 `30년 이후로 보이는데, 그 시점에서는 EV관련 사업에 선제적으로 투자와 서비스를 운영하는 기업이 유리할 것이다. 특히 기존 비즈니스 모델의 끝단인 중고차 매각에서 배터리의 잔가 및 효율이 중요하게 대두될 것이므로 **배터리업체와 긴밀한 협력을 맺을 수 있는 업체 위주로 시장이 재편성 될 가능성이 높다.** 현재 롯데렌탈은 LG에너지솔루션과, SK렌터카는 SK온과 MOU를 체결하고 협력 중에 있다.

[그림39] 렌터카 전기차 등록대수 추이



자료:한국렌터카사업조합연합회, 상상인증권

[그림40] 롯데렌탈,SK렌터카 EV관련 사업

	롯데렌탈	SK렌터카
투자현황	쏘카,42DOT 지분 투자	EV충전기업 '에버온'에 100억투자
EV 단지 조성	안성경매장 확대, 카파크 설립계획	`25년까지 제주도에 EV PARK 설립계획
EV 요금제	EV 퍼펙트 플랜 출시 (충전요금 할인 등)	EV올인원 출시
EV 캠페인 가입	K-EV100 가입(30년까지 전기차로 전환)	EV100(전기/수소차 전환) 가입
EV사 협력	LG에너지솔루션과 배터리관련 협력	SK온과 배터리 관련 협력

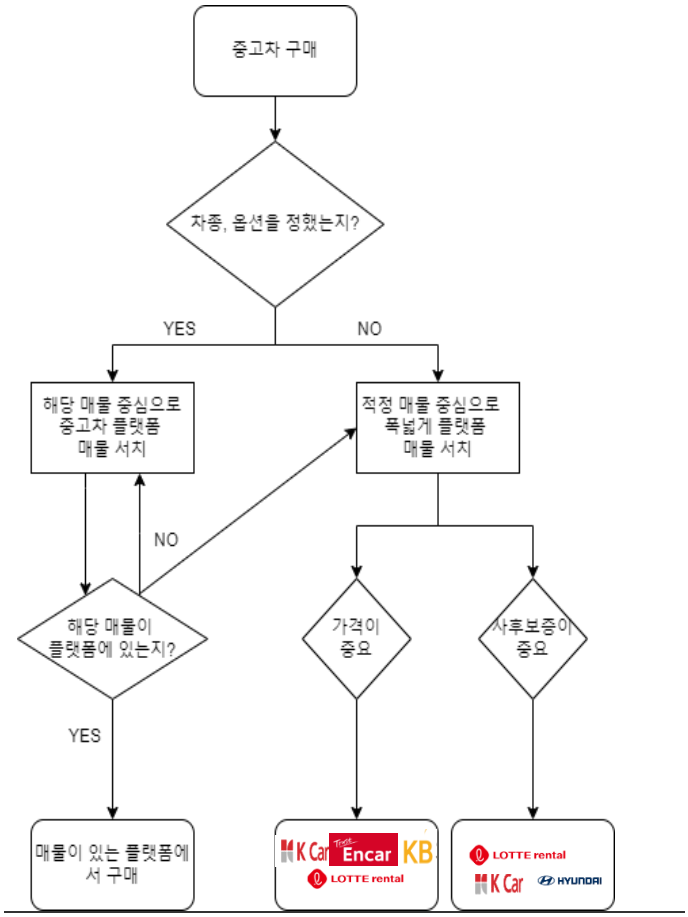
자료: 각사, 상상인증권

[그림41] 대기업 중고차 진출 비교

	롯데렌탈	현대	기아	케이카
B2C 진출시점	`22년 10월 예정	`23년 1월 시범진출 예정		`18년 SK엔카 직영부문에서 독립
중고차 주요사업	중고차 매매/중개업	중고차 매매/중개업		인증중고차 매매업
특징	렌터카 1위, 매매+중개업 동시 진행	자사물량 판매, 구독서비스 시행전망(기아)		인증중고차 1위, 3일 책임환불제
`21년 판매량	47,516대(B2B only)	-		138,225대 (경매포함)
`25년 목표 점유율	10%(중개포함)	`24년까지 4.1%제한	`24년까지 2.9%제한	10%

자료:각사, 상상인증권

[그림42] 중고차 구매 의사결정 예시



자료: 상상인증권

주: 롯데렌탈, 현대/기아는 가정

편집상 공백입니다

IV. 기업분석

롯데렌탈(089860.KS)

코웨이(021240.KS)

AJ네트웍스(095570.KS)

롯데렌탈 (089860.KS)	단기 주가 상승	중장기주가상승 (신규)	단기 주가 하락	목표주가 62,000원
Analyst 최승호	단기 주가 박스권	Attention		현재주가 39,050원

롯데, 연타석 홈런 전망

1분기에 이어 2분기 실적도 홈런 전망

장기렌터카 수주 호조와 꺾이지 않는 단기렌탈 흐름이 계속 이어지며 2분기 실적도 역대 최고실적을 달성할 것으로 전망한다. 2분기 실적은 매출액 6,713억원(YoY+10%), 영업이익 761억원(YoY +25%) 전망한다. **마진기여도가 높은 제주도 단기렌탈 수요가 3분기부터 계절성으로 올라오면서 하반기에는 수익성까지 챙겨질 것으로 전망한다**. `22년 예상실적은 매출액 2조 6,669억원, 영업이익 3,058억원 전망한다.

쏘카 IPO와 B2C 플랫폼 오픈이 밸류 재조정 기회

하반기 모멘텀으로 쏘카 IPO와 중고차 B2C 플랫폼 오픈이 있다. 쏘카 IPO가 계획대로 진행될 시에 동사 카쉐어링 서비스인 그린카 및 모빌리티 플랫폼으로서의 롯데렌탈에 대한 밸류가 재고될 수 있을 것으로 보인다. 플랫폼 오픈은 10월에 예정되어 있다. 중고차 플랫폼 중개모델은 중개수수료를 수취하는 비즈니스이기에 매출의 볼륨은 크지않지만 영업이익률이 30-40%에 달한다. 현재 중개플랫폼 1위인 엔카닷컴의 절반 수준의 볼륨만 가져가도 영업이익이 연간 120억원 증가하는 효과가 있을 것으로 보인다.

커버리지 개시, 중장기주가상승(BUY), 목표주가 62,000원

렌터카사업, 중고차사업, 일반렌탈, 모빌리티로 사업군을 나누어 밸류에이션을 적용했다. PEER 기업들로 각각 SK렌터카, 케이카, AJ네트웍스,쏘카를 선정했고, 쏘카 IPO를 가정하고 밸류에이션을 적용했다. **국내회사 중에서는 유일하게 전 영역 렌탈(자동차,B2B,B2C)을 커버하는 회사인데, 각각 사업부의 성장성과 규모도 최상위권이다.** 본업인 자동차 사업부의 기대감과, 렌터카 사업변동성을 축소해주는 안정적인 기타 사업부의 성장이 긍정적이다. **종합 렌탈기업으로서의 성장여력에 주목하며, 중장기주가상승(BUY)으로 커버리지를 개시한다.**

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,252.1	159.9	57.6	41.5	1,562	45.0	1,098.7	n/a	3.6	n/a	6.7
2021	2,422.7	245.5	150.4	113.6	3,242	107.5	1,206.2	11.8	4.4	1.1	12.3
2022E	2,666.9	305.8	184.5	138.4	3,891	20.0	1,426.6	10.1	3.7	1.1	11.1
2023E	2,937.2	346.3	222.4	167.7	4,622	18.8	1,527.9	8.5	3.6	1.0	12.1

자료: 롯데렌탈, K-IFRS 연결, 상상인증권

[그림1] 롯데렌탈 실적 테이블

단위:억원	2021				2022E				2021	2022E	2023E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
매출액	**5,889**	**6,082**	**6,115**	**6,140**	**6,480**	**6,713**	**6,758**	**6,718**	**24,226**	**26,669**	**29,372**
오토렌탈	3,380	3,518	3,640	3,729	3,776	3,857	3,955	3,758	14,267	15,346	16,182
일반렌탈	474	481	497	488	551	571	591	608	1,940	2,321	2,553
중고차판매	1,694	1,712	1,529	1,537	1,817	1,925	1,691	1,898	6,472	7,331	8,632
모빌리티(그린카)	340	371	448	387	336	360	521	454	1,546	1,671	2,005
영업이익	**492**	**611**	**729**	**623**	**705**	**761**	**812**	**780**	**2,455**	**3,058**	**3,463**
영업이익률(%)	8%	10%	12%	10%	11%	11%	12%	12%	10%	11%	12%
지배주주당기순이익	197	292	397	301	364	369	381	311	1,135	1,425	1,693
당기순이익률(%)	3%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	6%
YoY											
매출액	9%	10%	0%	13%	10%	10%	11%	9%	8%	10%	10%
오토렌탈	1%	5%	2%	8%	12%	10%	9%	1%	4%	8%	5%
일반렌탈	-6%	-1%	2%	11%	16%	19%	19%	25%	1%	20%	10%
중고차판매	26%	20%	-9%	27%	7%	12%	11%	23%	14%	13%	18%
모빌리티(그린카)	50%	30%	23%	15%	-1%	-3%	16%	17%	27%	8%	20%
영업이익	49%	80%	23%	83%	43%	25%	11%	25%	54%	25%	13%
당기순이익	179%	168%	49%	흑전	85%	26%	-4%	3%	173%	26%	19%

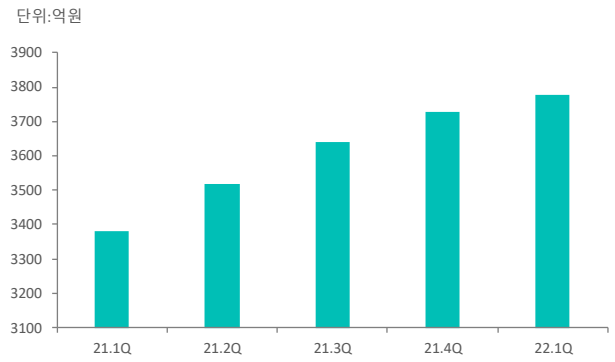
자료: 상상인증권, K-IFRS 연결기준

자동차 B2C 렌탈 시장이 전체적으로 커지고 있다

전체 렌탈 매출에서 B2C 비중이 점차 늘고 있다. 현재 동사 자동차 렌탈 매출에서 장기렌탈이 차지하는 비중은 약 70%로 추정되는데, 장기렌탈에서 개인고객이 차지하는 비중이 최근 상승 추세에 있는 것으로 보인다. 여기에 단기렌탈(B2C)을 더하면 **현재 B2C 매출이 B2B 매출을 능가한 것으로 추정된다.**

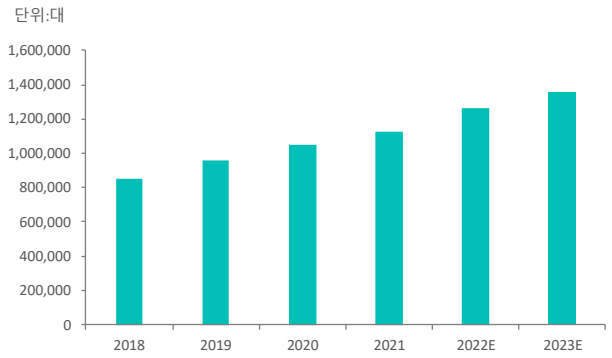
앞으로도 법인차량(B2B) 수요는 견조하며, 연간 한자리 수 중반 수준의 성장이 이뤄질 것으로 전망한다. 단기렌탈을 포함한 B2C 렌탈시장은 이보다 높은 연간 10% 수준의 성장을 전망한다. 신차출고지연에 따른 수요와 중고차 가격 상승을 고려하지 않더라도 곧 다가오는 EV전환기와 신차 장기렌탈 선호현상과 맞물려 향후 3-4년간은 개인고객이 장기렌터카를 사용하는 비율이 높아질 것으로 전망한다. 단기렌탈 역시 코로나 특수가 종료되었음에도 제주도/내륙 수요 견조하며 역대 최고실적을 달성할 것이 기대되고 있다. 단기렌탈은 매출 기여도는 낮으나 높은 가동률과 장기렌탈 대비 상대적으로 비싼 렌탈료로 영업이익 기여도가 높아, 동사 마진에 긍정적이다. 일본 등 일부 인기지역의 해외여행이 전면허용 되고있지 않는 만큼 올해와 내년에는 단기렌탈의 수요가 유지 될 것으로 판단한다.

[그림2] 롯데렌탈 자동차렌탈 매출 추이



자료: 롯데렌탈,상상인증권

[그림3] 렌터카 시장 전망(전체 렌터카 인가 대수)



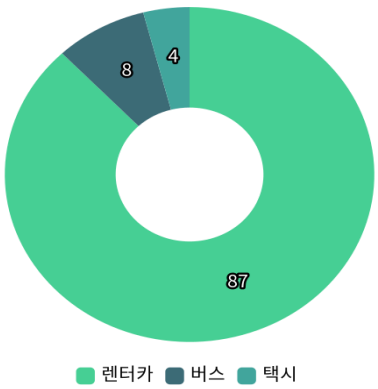
자료: 한국렌터카사업조합연합회, 상상인증권

[그림4] 인기차종 대기 기간

브랜드	차종	대기기간
현대차	싼타페	최대 18개월 이상
	투싼	최대 12개월 이상
	아이오닉5	최대 12개월 이상
	그랜저	최대 5개월 이상
기아	쏘렌토	최대 17개월 이상
	스포티지	최대 8개월 이상
	EV6	최대 18개월 이상
제네시스	GV60,GV70	최대 12개월 이상
	GV70 전기차	최대 12개월 이상
	GV80	최대 18개월 이상

자료: 각사,상상인증권

[그림5] 제주 여행계획 설문조사



자료: 제주관광공사, 롯데렌탈

중고차 사업은 P ,Q 동반 상승 중

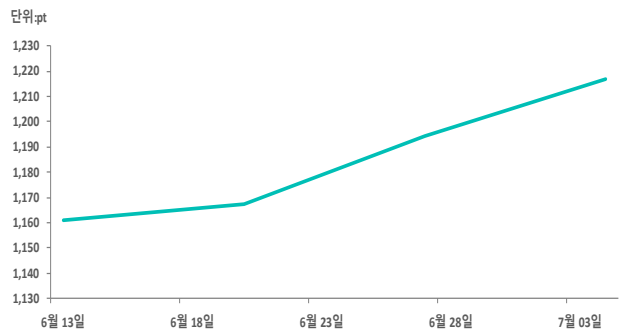
동사 비즈니스 끝단인 중고차 사업부문도 성장한다. 동사 렌탈 사업구조는 차량을 할인된 가격으로 완성차 기업으로부터 대량 매입 후, 5-6년의 렌탈기간을 거친 후 중고차로 매각되는 구조이다. **상대적으로 차량 공급과 가격이 안정되어 있었던 과거 17~20년의 매입물량이 판매될, 22~25년의 대당 마진율이 좋아질 수 밖에 없다.** 신차출고지연으로 인해 현재는 신차/중고차 가격이 동반 상승 중에 있고 `21년 중고차 평균 매각 단가는 현재 약 1,300만원으로 추정된다. 이는 `20년대비 11%의 상승이며 `22년에도 중고차 가격은 오름추세를 보이고 있어 평균가 1,400만원 돌파가 이뤄질 것으로 보인다. 상대적으로 저렴할 때 매입한 차량들이 비싸게 팔리면서 마진이 개선되고 있고, 동사 중고차 매각 대수도 연간 10%내외의 성장을 보이고 있다. **지금은 P와 Q의 동반상승이 이어지는 중고차 호황기다.** 동사는 단일규모 기준 가장 큰 규모의 경매장(안성경매장)을 보유 중에 있어 B2B/해외 매각에 있어서도 경쟁사 중 단연 돋보이며, 올 하반기 판매사업 확대를 위한 주차장 부지 매입/개발 추진 중에 있는 것으로 파악된다.

중고차 사업에 B2C 서비스까지 더해진다

B2B(딜러대상 판매)만으로도 꾸준한 성장을 보이는 중고차 사업부에 B2C(개인고객 판매)가 더해지는게 올해의 롯데렌탈 관전포인트다. 엔카닷컴 모델인 중개플랫폼 + 케이카 모델인 직판매업 두가지 사업을 목표로 올 10월 시범 출시 계획에 있다. 이에 따른 `25년 중고차 사업부 전체 목표 매출액은 약 1조 3천억원으로, 현재 중고차 사업부의 약 2배의 규모다.

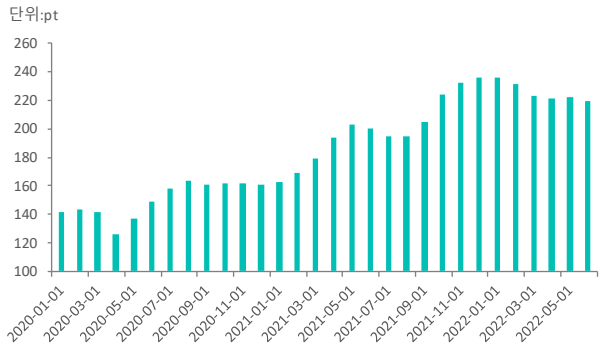
이 과정에서 중고차 조합과의 마찰이 발생할 가능성도 존재하나, 중개플랫폼의 경우 중고차딜러에게 오히려 판매처가 늘어나는 순효과가 있기에 제한없이 진행될 가능성이 높으며, 직판매업 진출은 만약 차질이 생긴다면 그 동안 업계 최대 경매장을 운영하며 딜러들과 상생한 점을 고려하여 현대/기아와 유사하게 초기시장 점유율 제한 정도로 마무리 될 가능성이 있다. 차질없이 진행될 시 시범적으로 시행되는 `22년의 이익 기여도는 미미하고, `23년 하반기부터는 중고차 사업이 탄력을 받을 수 있을 것으로 판단한다.

[그림6] 중고차 지수 추이(LUFI)



자료: 롯데렌탈, 상상인증권
주: LUFI지수는 롯데렌탈 경매장에서 경매가 기반으로 산출하는 수치임

[그림7] 멘하임 중고차 지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권
주: 95년 기준으로 100pt임

종합 모빌리티 플랫폼으로의 비전도 돋보인다.

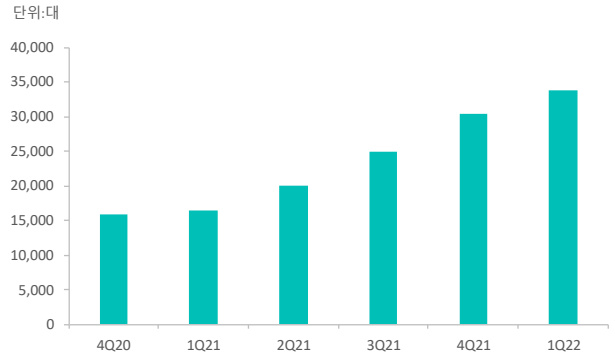
`30년부터 EV로 차량이 대다수 전환이 될 것으로 예측되며, 미래시점의 렌터카 사업체들은 EV관련 노하우와 모빌리티 관련 역량이 기업의 경쟁력을 결정짓는 중요한 변수로 자리할 전망이다. 동사 역시 렌터카 업계 1위의 이점과 규모를 살려 다가올 모빌리티 혁명에 선제적으로 대응하고 있다.

동사는 롯데그룹 내 유일한 모빌리티 관련 기업으로, 앞으로 롯데그룹 모빌리티 플랫폼의 핵심으로 기능할 전망이다. 동사는 모빌리티 관련 역량 구축을 위해 `13년도에 카셰어링 서비스 '그린카'를 인수한 바 있다. 현재 그린카의 누적 회원은 약 400만명으로 시장 2위까지 침투하며 카쉐어링 서비스 중에서는 유일하게 영업흑자를 먼저 기록하는 등, 견조하게 성장해왔다. 앞으로 동사는 그린카, 기타 모빌리티관련 투자를 활용해 롯데 모빌리티 플랫폼(슈퍼앱)을 구축, 롯데쇼핑, 롯데호텔 등과 결합된 통합서비스를 어플리케이션을 통해 제공할 예정이다. 뿐만 아니라 카쉐어링-주차-EV충전-정비-구매에 이르기까지 통합 모빌리티 서비스를 제공할 계획이다.

동사는 EV에도 적극적이다. 다가오는 EV시기를 대비하기 위해 현재 전기차 1만 6천대까지 보유량을 점진적으로 늘려오고 있으며, **렌터카 대비 전기차 비율이 업계 최상위권인 6.6%에 달한다.** 동사는 전기차를 `25년까지 5배 이상의 규모로 확대할 계획에 있고, 이에 맞춰 다양한 미래 모빌리티 플랫폼 투자와 협력에 나서고 있다. 세부적으로 살펴보면, 레벨4 수준의 자율주행 기술을 연구개발하는 '포티투닷'에 250억원을 투자해 지분을 확보하였고, LG에너지솔루션과 전기차 충전, 배터리 서비스 사업 MOU를 체결했으며, 인천시와 미국 스카이웍스 에어로틱스 사와 UAM 실증 비행도 추진 중에 있다. 최근에는 카쉐어링 업계 1위인 쏘카의 지분 13%를 인수, 모빌리티 플랫폼으로의 확장에 박차를 가하고 있다.

MaaS(Mobility as a Service)시대가 오면 전통적인 카메이커가 독점하던 역할을 일부 모빌리티 플랫폼에서 가져오는 것이 가능할 것이다. 현재 국내에서 가장 큰 **MaaS 업체 중 하나인 쏘카의 지분을 가지고 있어 추후 협력이 기대되는 점, 국내 렌터카 업체 중 투자규모 및 EV관련 사업 진척도가 가장 높은 점이 긍정적이다. 롯데가 향후 MaaS 시장 핵심 Player로 나아가는 데에 경쟁력은 충분히 갖추고 있다고 판단되는 이유다.**

[그림8] 렌터카 전기차 등록대수 추이



자료: 한국렌터카사업조합연합회,상상인증권

[그림9] 롯데렌탈 모빌리티 관련 이력

시기	내용
`21.04	LG에너지솔루션 MOU 체결
21.08	자율주행업체 포티투닷 250억원 지분투자
22.03	카쉐어링 업체 '쏘카' 1,831억원 지분투자 (지분율 13%)
22년 3분기	LG에너지솔루션과 함께 이동형방문 충전서비스 출시예정

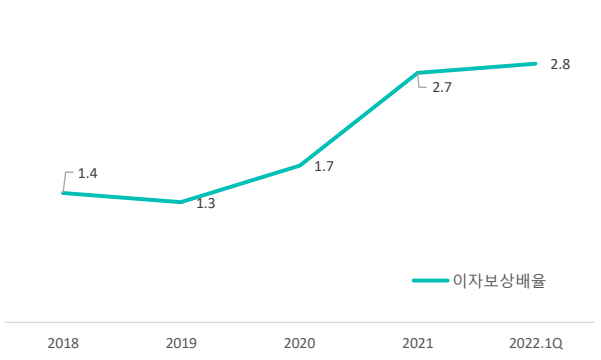
자료: 롯데렌탈, 상상인증권

금리상승 영향은 일부 방어 가능하다

금리상승 영향은 제한적으로 평가한다. 현재 동사 차입금 규모는 약 4조3천억원 규모이나, 고정부 금리 성격의 차입금(전체 차입금의 70%내외)이 많고, 할부금융에서는 이자율 상승으로 인한 이득을 볼 수 있어 실제로 추가적인 이자비용이 발생하는 것만큼 동사 부담은 크지 않을 전망이다. 시장경쟁자가 리스사인 탓에, **금리인상에 따라 이용료가 상승될 수 있는 구조이기에 금리인상의 헷지가 일부분 가능하다**. 현재 차입금의 가중평균 금리는 2% 중반으로, 대부분이 만기 4~5년의 장기차입금 이므로 금리인상 속도보다는 느리게 차입금 평균금리가 형성된다. 즉, 최근 인상으로 높아진 금리로 조달한 차입금들은 일부에 불과하기에 동사는 선제적으로 렌탈료 가격을 올리면서 이에 대응할 수 있어, 고금리가 지속된다 해도 시간적 여유가 있다.

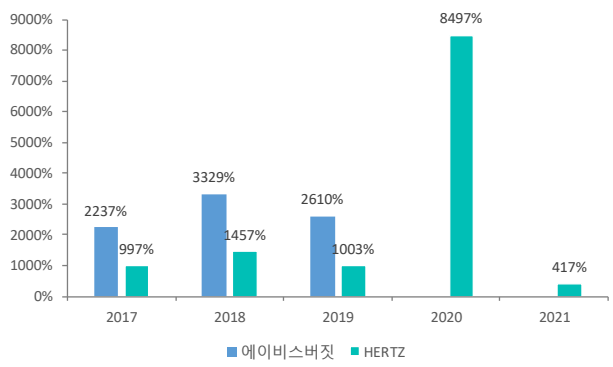
부채비율의 경우 앞으로도 현재 수준을 유지할 것으로 전망한다. 직접 제조를 통한 렌탈자산을 축적하는 B2C 업체와 객단가가 상대적으로 저렴한 타업종의 렌탈비즈니스 재무구조와는 근본적으로 다를 수 밖에 없다. 지금 영업 수준에서의 현금흐름과 성장성을 고려할 시 이정도 수준의 부채비율과 차입금은 필요하며, 글로벌 및 국내 Peer에 비해 동사는 부채비율 및 차입금 관리가 우수한 편이다. 회계기준의 차이로 직접적인 비교가 어렵지만, 미국 렌터카 2위인 Hertz의 경우 파산신청 당시 부채비율이 2,000%를 상회했으며(파산조정이 끝난 현재는 500%수준), 에이비스 버짓그룹은 자본잠식 상태로 부채비율 측정 자체가 불가능하다. 미국 렌터카 시장 같은 경우 치열한 경쟁으로 선투자가 많이 발생하고 있으며, 추후 EV전환기와 모빌리티 플랫폼을 대비해 동사의 선투자가 많이 들어가고 있음을 고려해도 타사들은 동사 대비 높은 수준이다. 앞으로도 동사는 규모의 투자를 위해 일정부분 레버리지 비율을 유지할 것이다. **동사/렌터카 산업 재무구조를 판단할 때 부채비율보다는 규모의 사업을 영위하는 만큼 성장성, 현금흐름과 EBITDA/금융비용, 이자보상비율의 추이에 더 집중해서 보아야 한다고 판단한다.** `21년 동사영업이익은 전년대비 53.5% 증가, 이자보상비율은 `21년 기준 2.7배, 영업활동 현금흐름은 `20년부터 +로 전환되었음을 고려하면, **레버리지의 효과로 적절한 규모의 성장을 이루고 있다고 판단된다.**

[그림10] 롯데렌탈 이자보상비율 추이



자료: Quantiwise,상상인증권

[그림11] Hertz, 에이비스버짓그룹 부채비율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권
주: GAAP 연결기준

쏘카 IPO가 이행될 시, 동사 가치도 재고될 것

국내에서 유일하게 차량-B2B(IT/고소장비)-B2C(묘미플랫폼) 전 영역을 커버하는 종합 렌탈사임을 고려해 사업부 가치를 합산해 밸류에이션을 적용했다. 이에따라 투자의견을 중장기주가상승, 목표주가는 62,000원을 제시한다.

동사가 지분을 보유하고 있는 쏘카의 경우 관계기업으로 분류되었기 때문에 지분법 손익에서 이익에 끼치는 영향이 크지는 않지만, 국내 최초의 모빌리티 플랫폼(카쉐어링) 상장사례임을 주목할 필요가 있다. IPO가 예정대로 진행된 후 가격이 형성된다면 시장에서 모빌리티 플랫폼을 바라보는 적정가치가 추산되어 동사 역시 밸류 재조정을 받을 수 있는 가능성이 존재한다. 현재 쏘카의 예상 시가총액은 약 1조2천억원~1조4천억원수준이며, 적정가치가 어디쯤에 형성될지 예측하는 것은 어렵지만 시장에서 바라보는 모빌리티 플랫폼의 가치를 일견 보여줄 전망이라, 역시 같은 모빌리티 플랫폼을 목표로 하고 있는 롯데렌탈의 좋은 표본이 될 수 있을 것으로 판단한다.

자동차 렌탈의 경우 국내 Peer인 SK렌터카, 중고차 사업부는 케이카, 카쉐어링(그린카)의 밸류에이션은 쏘카 상장을 가정, worst 시나리오에 맞춰 보수적으로 산정하였다.

[그림12] VALUATION

항목	내용	비고
1)자동차 렌탈가치	**5,213억원**	**시장점유율 고려 SK렌터카 시총대비 30% 할증**
SK렌터카 시가총액	4,010억원	발간일 기준
2)중고차 사업가치	**11,729억원**	**당사 케이카 Target PSR 1.6적용**
`22년 중고차 예상매출	7,331억원	상상인증권 추정치
3)일반렌탈 가치	**2,314억원**	**사업규모 고려 AJ네트웍스 대비 20%할인**
AJ네트웍스 시가총액	3,306억원	발간일 기준
4)모빌리티(그린카) 가치	**3,061억원**	**시장점유율 고려 70%할인**
쏘카 예상 시가총액	1조 2,060억원	쏘카 밴드하단 시 시가총액
적정 기업가치	**2조 2,317억원**	
주식 수	**36,634천주**	
적정주가	**61,991원**	**적정기업가치/주식 수**
목표주가	**62,000원**	**백단위 올림**
현재주가	39,050원	발간일기준
상승여력(%)	**58.7%**	

자료: 상상인증권

기업개요

1986년에 한국통신진흥으로 설립, 2015년 6월에 롯데그룹에 편입되었다.

`21년 매출액은 2조 4,227억원 영업이익 2,455억원 당기순이익 1,135억원을 기록했다.

`21년 기준 매출 비중은 렌터카사업 59.2%, 중고차사업 26.7%, 모빌리티 6.1%, 일반렌탈 8.7%로 구성되어 있으며, 사업구조는 렌터카사업 – 중고차사업으로 연결된다. 주요 자회사로는 롯데오토리스(리스사)와 롯데오토케어(정비사)가 있으며, B2C 중고차 플랫폼을 올 10월에 오픈 예정에 있다.

[그림13] 사업개요

사업 개요

롯데렌탈은 수익을 창출하는 서비스 상품의 성격을 고려하여 경영의 다각화 실태를 적절히 반영할 수 있도록 렌탈 사업부문(차량렌탈 및 중고차 매각 등 차량관련 사업과 O/A사무기기, 계측장비, 생활가전 등 일반렌탈 및 소비재렌탈 사업)과 종속회사가 사업을 영위하고 있는 오토리스 및 할부금융부문으로 사업을 구분하고 있습니다.

차량렌탈 부문

렌터카의 서비스 형태는 크게 단기대여와 장기대여로 나눌 수 있습니다. 단기대여의 경우 대여기간이 1년 미만인 차량렌탈을 의미하며, 주요 고객층은 만 21세 이상의 개인이나 업무를 위해 단기간 비정기적으로 차량을 사용하는 법인 등입니다. 장기대여는 대여기간이 1년 이상인 차량렌탈을 대여사업자가 신차로 구매하여 대여하는 형태로 최근 차량관리의 편의성 등으로 개인 장기대여 계약이 증가하고 있습니다. 또한 렌탈기간이 종료된 중고차 등을 롯데렌탈이 보유한 중고차 경매장을 통해 매각하고 있습니다.

롯데렌터카

일반렌탈 부문

롯데렌탈의 일반렌탈 사업부문은 법인 및 개인사업자 고객을 대상으로 OA기기, 계측장비, 생활가전 및 산업설비 렌탈에 주력하고 있습니다. 2016년에는 고소작업대 등 건설장비 품목을 추가하며 고객의 다양한 니즈를 충족하는 합리적인 가격으로 렌탈 서비스를 제공하고 있습니다. 2017년부터 개인 고객을 대상으로 비대면 소비 패러다임에 맞춘 소비재렌탈 플랫폼인 묘미(Myomee)를 운영하고 있습니다.

롯데렌탈 비즈니스 솔루션

묘미(Myomee)

오토리스 및 할부금융부문

롯데렌탈은 연결종속회사 롯데오토리스를 통해 자동차 시설대여업과 자동차 할부금융업 등을 운영하고 있습니다. 특히 상용차량(화물차, 승합차, 특수차량) 리스와 메인티넌스 오토리스(Maintenance Autolease), 중고차 할부금융을 주력 사업으로 영위하고 있습니다.

롯데오토리스

자료: 롯데렌탈

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	**950.0**	**826.9**	**969.9**	**1,157.3**	**1,206.8**
현금 및 현금성자산	212.4	120.2	146.9	270.7	267.1
매출채권 및 기타채권	343.5	325.7	299.0	350.7	386.3
재고자산	25.6	41.3	27.0	36.5	40.2
기타유동자산	368.5	339.7	497.0	499.4	513.2
비유동자산	**4,412.0**	**4,522.5**	**5,155.1**	**5,480.9**	**5,740.9**
관계기업투자등	0.0	0.0	65.4	179.9	198.1
유형자산	3,808.0	3,965.5	4,514.2	4,735.9	4,920.3
무형자산	27.1	25.6	31.4	32.1	35.5
자산총계	**5,362.0**	**5,349.4**	**6,125.0**	**6,638.2**	**6,947.7**
유동부채	**2,138.6**	**2,075.9**	**2,213.3**	**2,446.5**	**2,502.3**
매입채무 및 기타재무	141.0	132.5	387.3	350.7	386.3
단기금융부채	1,921.9	1,857.1	1,691.3	1,691.7	1,691.7
기타유동부채	75.7	86.3	134.7	404.1	424.3
비유동성부채	**2,555.2**	**2,567.1**	**2,674.3**	**2,847.7**	**2,972.5**
장기금융부채	2,449.5	2,463.7	2,490.9	2,590.9	2,713.1
기타비유동부채	105.7	103.3	183.4	256.8	259.4
부채총계	**4,693.8**	**4,643.0**	**4,887.7**	**5,294.2**	**5,474.8**
지배주주지분	661.7	704.1	1,229.3	1,337.4	1,466.4
자본금	58.8	58.8	183.2	183.2	183.2
자본잉여금	**374.0**	**374.0**	**670.1**	**670.1**	**670.1**
이익잉여금	230.5	275.2	387.2	496.8	625.8
비지배주주지분(연결)	6.5	2.2	8.0	6.5	6.5
자본총계	**668.2**	**706.4**	**1,237.3**	**1,343.9**	**1,473.0**

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	**2,050.6**	**2,252.1**	**2,422.7**	**2,666.9**	**2,937.2**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**2,050.6**	**2,252.1**	**2,422.7**	**2,666.9**	**2,937.2**
판매비 및 관리비	1,924.7	2,092.1	2,177.2	2,361.1	2,590.9
영업이익	**125.9**	**159.9**	**245.5**	**305.8**	**346.3**
(EBITDA)	1,005.7	1,098.7	1,206.2	1,426.6	1,527.9
금융손익	**-94.3**	**-91.1**	**-101.4**	**-121.4**	**-123.0**
이자비용	98.1	95.6	92.3	107.5	124.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	7.4	-11.2	6.3	0.2	-0.8
세전계속사업이익	**39.0**	**57.6**	**150.4**	**184.5**	**222.4**
계속사업법인세비용	10.2	16.1	36.8	46.1	54.7
계속사업이익	28.8	41.5	113.6	138.4	167.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**28.8**	**41.5**	**113.6**	**138.4**	**167.7**
지배주주	31.7	46.0	118.7	142.5	169.3
총포괄이익	**30.6**	**39.2**	**118.2**	**138.4**	**167.7**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.1	7.1	10.1	11.5	11.8
EBITDA 마진률 (%)	49.0	48.8	49.8	53.5	52.0
당기순이익률 (%)	1.4	1.8	4.7	5.2	5.7
ROA (%)	0.6	0.9	2.1	2.2	2.5
ROE (%)	4.8	6.7	12.3	11.1	12.1
ROIC (%)	2.2	2.5	3.8	4.5	5.0

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-294.2**	**25.0**	**38.6**	**60.7**	**56.2**
당기순이익(손실)	28.8	41.5	113.6	138.4	167.7
비현금수익비용가감	1,004.5	1,082.8	1,116.9	-233.5	-124.0
유형자산감가상각비	871.5	931.2	951.7	1,108.3	1,167.8
무형자산상각비	8.3	7.5	9.0	12.5	13.8
기타현금수익비용	121.6	135.2	154.4	-1,357.1	-1,307.6
영업활동 자산부채변동	-1,241.1	-1,002.9	-1,083.9	155.7	12.5
매출채권 감소(증가)	7.2	26.0	-27.9	-51.7	-35.5
재고자산 감소(증가)	27.8	28.0	30.7	-9.5	-3.7
매입채무 증가(감소)	3.3	5.2	55.9	-36.6	35.5
투자활동 현금	**-26.9**	**-46.7**	**-175.7**	**95.7**	**-19.5**
유형자산처분(취득)	-14.4	-15.3	-23.9	-33.2	-54.2
무형자산 감소(증가)	-3.6	-5.9	-10.2	-13.2	-17.2
투자자산 감소(증가)	539.3	720.7	1,618.4	-101.1	-28.2
재무활동 현금	**335.7**	**-69.8**	**164.0**	**-32.6**	**-40.3**
차입금의 증가(감소)	335.7	-67.7	-264.1	0.4	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	-2.1	421.9	-33.0	-40.3
배당금의 지급	0.0	2.1	3.5	33.0	40.3
기타재무활동	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0
현금의 증가	**15.0**	**-92.2**	**26.7**	**123.8**	**-3.6**
기초현금	197.4	212.4	120.2	146.9	270.7
기말현금	212.4	120.2	146.9	270.7	267.1

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
투자지표					
P/E	n/a	n/a	11.8	9.8	8.3
P/B	n/a	n/a	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.9	3.6	4.4	3.7	3.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.4	2.9	3.5
성장성(%)					
매출액	0.0	9.8	7.6	10.1	10.1
영업이익	0.0	27.0	53.5	24.6	13.2
세전이익	0.0	47.7	160.9	22.7	20.5
당기순이익	0.0	43.9	173.6	21.9	21.1
EPS	0.0	45.0	107.5	20.0	18.8
안정성(%, 십억원)					
부채비율	702.4	657.3	395.0	393.9	371.7
유동비율	44.4	39.8	43.8	47.3	48.2
순차입금/자기자본	580.9	560.9	317.1	291.2	273.5
영업이익/금융비용	1.3	1.7	2.7	2.8	2.8
총차입금	4,371.4	4,320.9	4,182.2	4,282.6	4,404.8
순차입금	3,882.1	3,961.8	3,923.0	3,913.1	4,029.0
주당지표(원)					
EPS	1,077	1,562	3,242	3,891	4,622
BPS	56,225	59,827	33,557	36,507	40,029
DPS	72	120	900	1,100	1,330

자료:상상인증권,K-IFRS연결기준

Stock Data

KOSPI(7/22)	2,393.1pt
시가총액	14,306 억원
발행주식수	36,634 천주
액면가	5,000 원
52 주 최고가 / 최저가	55,500/31,150 원
90 일 일평균거래대금	35 억원
외국인 지분율	5.1%
배당수익률(22.12E)	2.8%
BPS(22.12E)	36,507 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	6.1	5.8	9.8	2.8
상대수익률	2.4	5.8	24.8	2.4

주주구성

호텔롯데 (외 10 인)	60.6%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
롯데렌탈우리사주 (외 1 인)	3.4%

Stock Price

롯데렌탈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.04.04	Attention(신규)	-	-	-	-
2022.05.11	Attention	-	-	-	-
	담당자변경				
2022.07.25	중장기주가상승 (신규)	62,000원	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:최승호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		3.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		51.1%	
		단기 주가 하락		0.3%	
		단기 주가 박스권		4.1%	
		Attention		41.6%	
		합계		100%	

상상인 증권

2022. 07. 25

코웨이 (021240.KS)	단기 주가 상승	중장기 주가상승 (신규)	단기 주가 하락	목표주가 95,000원
Analyst 최승호	단기 주가 박스권	Attention		현재주가 63,900원

지속성장 할 여건을 갖추고 있다

K-렌탈의 시조새

동사는 시장점유율 40%의 정수기 렌탈 1위의 종합 B2C렌탈 기업이다. `98년 설립되어 당시로선 생소했던 정수기 렌탈비즈니스 개념을 선제적으로 고안, 20년이 넘게 시장점유율 1위를 지키고 있다. 정수기 렌탈비즈니스 성공을 토대로 비데, 공기청정기, 매트릭스 등 카테고리를 넓혀왔으며, 해외법인 진출에서 있어서도 업계를 리딩하고 있다. 지난 8년(24분기)간 렌탈계정이 역성장한 경우는 단 2번에 불과하고, 렌탈계정은 지난 5년 평균 + 5%씩 견조한 성장세를 유지하고 있다. 경기가 어려워져도 B2C 렌탈시장은 성장한다. `22년 예상실적은 매출액 3조 9,062억원(YoY +7%), 영업이익 6,853억원(YoY+ 7%) 전망한다.

국내/해외 시장 1위사업자로 지속성장 전망

단순한 가전위주로 구성되어있는 B2C렌탈 특성 상, 제품의 차별화가 쉽지않아 시장은 이미 과포화 상태이다. 후발업체 들은 선발주자 대비 2~30% 저렴한 렌탈료로 사업을 키워나가고 있다. 다만 당사 리서치센터는 앞으로도 코웨이의 시장1위 사업자로서의 헤게모니는 변동이 없으며, 경기와 무관하게 지속성장할 여건을 갖추고 있다고 판단한다. 그이유는 **① 기존 렌탈 고객의 업체변경 유인이 부족 + 정수기 시장 추가 성장여력으로 렌탈계정 순증 추세가 이어질것이며, ② 순수렌탈 업체에서는 최상위권의 중복사용비율을 보이고 있어 ARPU와 Q에 긍정적이기 때문이다. ③여기에 말레이시아 법인 추가 성장여력과 동남아에서의 추가적인 성공이 기대된다.**

경기방어적 성격에 주목

투자의견 중장기 주가상승(BUY) 목표주가 95,000원을 제시한다. 목표주가는 Target PER 13, 22년 예상 EPS 7,155원을 적용해 산출하였다.

렌탈상품을 대부분 자체 제조하고 있기 때문에 B2B/자동차 렌탈 대비 부채비율 및 차입금 비율이 낮은 축에 속한다. 이는 지난 십수년간 이어져 온 흑자경영과 현금흐름이 장기간 누적되온 고무적인 결과다. 경기방어적 비즈니스 + 고성장하는 해외 + 금리인상 상대적 방어, 3박자가 동사에게 웃어주고 있다. 밸류 상 상대적 저점으로, 경기방어적 성격에 주목해 매수 접근을 추천한다.

.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	3,237.4	606.4	540.4	404.7	5,486	21.6	1,149.7	13.3	5.0	3.6	31.5
2021	3,664.3	640.2	658.6	465.5	6,310	15.0	1,162.8	11.8	5.0	2.9	27.4
2022E	3,906.2	685.3	752.1	518.9	7,155	13.4	1,312.7	8.9	3.9	2.1	24.8
2023E	4,349.6	751.6	839.4	579.2	7,986	11.6	1,417.2	8.0	3.4	1.7	23.0

자료: 코웨이, K-IFRS 연결, 상상인증권

[그림1] 코웨이 실적전망

(단위:억원)	2021 1Q	2021 2Q	2021 3Q	2021 4Q	2022E 1Q	2022E 2QE	2022E 3QE	2022E 4QE	2021	2022E	2023E
매출액	**8,790**	**9,054**	**9,340**	**9,459**	**9,280**	**9,713**	**9,811**	**10,258**	**36,643**	**39,062**	**43,496**
매출액(별도)	6,748	7,109	6,864	7,427	7,101	7,381	7,678	7,648	28,146	29,808	32,641
환경가전	4,924	5,161	5,173	5,593	5,251	5,511	5,756	5,874	20,852	22,392	24,574
멤버십	241	237	231	225	227	211	205	201	935	844	756
일시불	188	158	125	67	86	84	75	66	538	311	245
수출	1,246	1,399	1,199	1,417	1,415	1,455	1,525	1,393	5,261	5,788	6,656
화장품	116	121	102	93	91	88	84	82	432	346	276
기타	31	32	33	31	31	32	33	33	128	129	134
자회사	3,040	3,161	3,655	3,221	3,587	3,629	3,613	3,344	12,840	14,173	16,512
말레이시아	2,404	2,367	2,562	2,468	2,628	2,711	2,982	2,852	9,801	11,173	13,966
영업이익	**1,707**	**1,664**	**1,638**	**1,392**	**1,727**	**1,703**	**1,778**	**1,645**	**6,402**	**6,853**	**7,516**
영업이익률	*19.4%*	*18.4%*	*17.5%*	*14.7%*	*18.6%*	*17.5%*	*18.1%*	*16.0%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.3%*
당기순이익	**1,258**	**1,158**	**1,365**	**874**	**1,350**	**1,261**	**1,451**	**1,128**	**4,655**	**5,189**	**5,792**
순이익률	*14.3%*	*12.8%*	*14.6%*	*9.2%*	*14.5%*	*13.0%*	*14.8%*	*11.0%*	*12.7%*	*13.3%*	*13.3%*
YoY(%)											
매출액	**14%**	**12%**	**17%**	**10%**	**6%**	**7%**	**5%**	**8%**	**13%**	**7%**	**11%**
매출액(별도)	7%	8%	7%	11%	5%	4%	12%	3%	9%	6%	10%
환경가전	5%	5%	13%	16%	7%	7%	11%	5%	10%	7%	10%
멤버십	-2%	-8%	-6%	-6%	-6%	-11%	-11%	-11%	-6%	-10%	-10%
일시불	-39%	-51%	-47%	-76%	-54%	-47%	-40%	-1%	-53%	-42%	-21%
수출	52%	64%	0%	21%	14%	4%	27%	-2%	30%	10%	15%
화장품	-33%	-30%	-25%	-24%	-21%	-27%	-18%	-12%	-29%	-20%	-20%
기타	2%	23%	36%	-42%	0%	-1%	0%	4%	-5%	1%	4%
자회사	50%	55%	49%	13%	18%	15%	-1%	4%	37%	10%	17%
말레이시아	57%	52%	43%	12%	9%	15%	16%	16%	38%	14%	25%
영업이익	23%	-2%	-3%	7%	1%	2%	9%	18%	6%	7%	10%
당기순이익	24%	-3%	17%	30%	7%	9%	6%	29%	15%	11%	12%

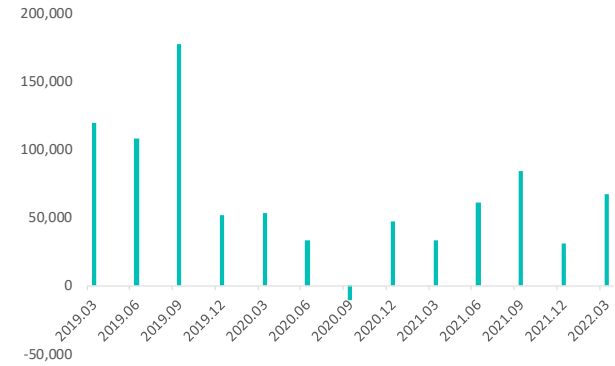
자료: 상상인증권,K-IFRS연결기준

국내 Q는 증가 전망. 꼭 굳이 바꿔야 할까요?

B2C 렌탈은 월 사용료가 2~3만원 수준에 머무르는 비교적 저관여 상품이고 제품별 차별 요소가 적기에 상대적으로 기존 고객 입장에서는 **다른 회사의 제품으로 갈아탈 유인이 적다. 실제로 동사의 재계약(Retention) 비율은 현재 약 70%(재렌탈 48% + 멤버쉽 21%)로 추정되며, 여기에 신규고객을 계속해서 유치하고 있기 때문에 렌탈계정은 순증이 계속 이어지고 있다.** 동사는 계약만료 후 재렌탈 시 10% 수준의 할인을 적용해주고 있는 등, 렌탈료에서 일부 마진을 포기하더라도 Q를 증대하는 영업전략을 펼치고 있어 앞으로도 70%수준의 Retention 비율은 유지될 것으로 전망한다.

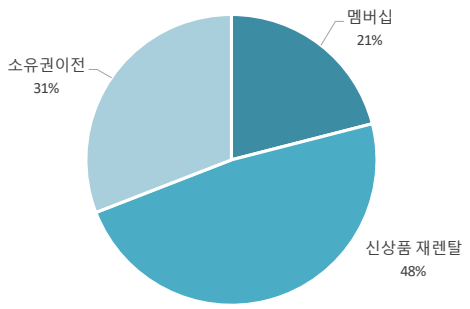
국내 정수기 보급률은 60% 수준으로 추정되는데, 역설적이게도 높은 경쟁 속에서 다수 업체의 마케팅으로 정수기 렌탈 비즈니스에 대한 홍보가 지속적으로 이루어져왔고, 소비자에게 정수기는 렌탈이라는 명확한 인식을 심어주며 정수기 렌탈 비즈니스 시장 자체가 성장해온 것이 동사에게도 일정부분 도움이 되었다. 코웨이는 경쟁업체 중 가장 높은 연구개발비를 사용하며 제품 경쟁력 확보에도 박차를 가하고 있다. **앞으로도 브랜드 인지도 + 우수한 품질 + 기존고객 프로모션을 통해 높은 고객 유지와 신규고객유입이 지속적으로 일어날 것으로 전망한다.**

[그림2] 코웨이 렌탈 계정 순증 추이



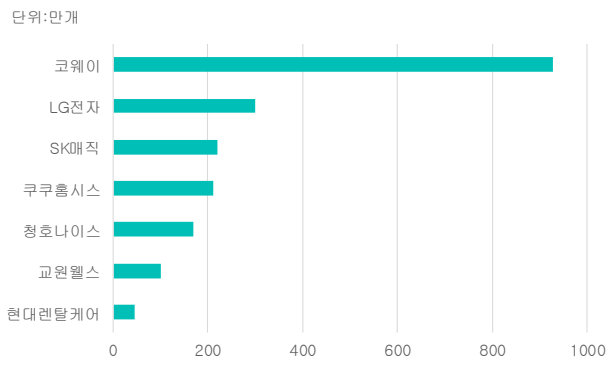
자료: 코웨이, 상상인증권

[그림3] 고객 Retention 비율



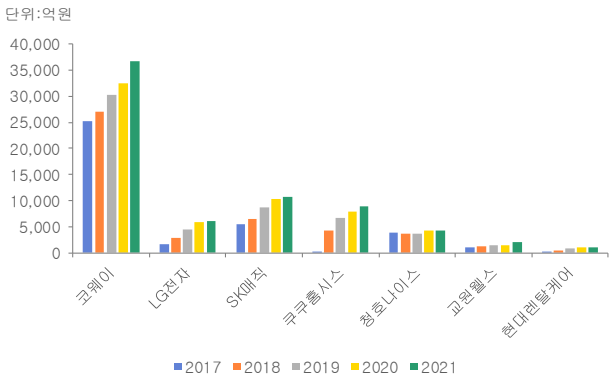
자료: 코웨이, 상상인증권

[그림4] 렌탈업체 계정



자료: 각사, 상상인증권

[그림5] B2C 렌탈업체 실적 추이

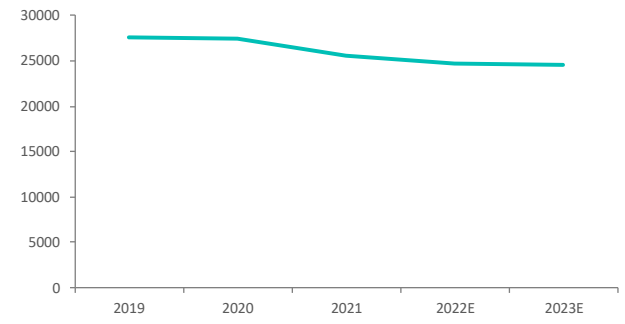


자료: 코웨이, 상상인증권

제품별 P는 다소하락, ARPU는 유지할 전망

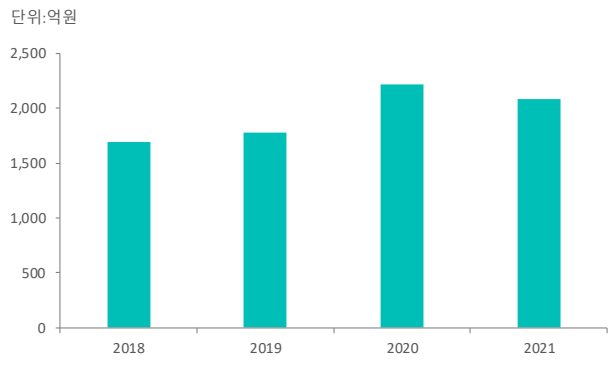
단일 P(렌탈료)에 있어서는 다소의 출혈경쟁이 예상되는데, 이는 후발주자들이 동사보다 2-30% 낮은 렌탈료로 시장가격의 하락을 유발하고 있기 때문이다. 이로 인해 실제로 ARPU의 경우 지난 몇 년간 Flat한 수준이 유지되고 있다. 다만 앞으로는 시장경쟁 속에서도 ARPU는 소폭 상승 내지 유지할 수 있을 것이라고 전망한다. 이는 동사가 작년에 출시한 결합플랜(여러 개의 제품의 렌탈 시 제품별 5% 할인적용)이 인기를 끌며 중복사용률이 높아지고 있는 추세이기 때문이다. 코웨이의 중복 사용률은 `18년 1.7에서 21년 1.91로 가파른 성장세가 이어지고 있다. **올해부터 슬립케어, 주방케어 등 다양한 서비스를 출시하며 정수기 외 제품의 서비스에도 전력을 다하고 있는 만큼 `23년 경에는 중복사용률이 2를 넘어설 것으로 기대한다.** 주목할만한 상품은 최근 성장이 돋보이는 매트리스다. `21년 실적은 `20년 대비 다소 감소했으나, 최근 슬립케어 서비스를 강조하며 `22년 1분기에는 YoY로 실적이 회복한 것으로 추정된다.

[그림6] ARPU 전망



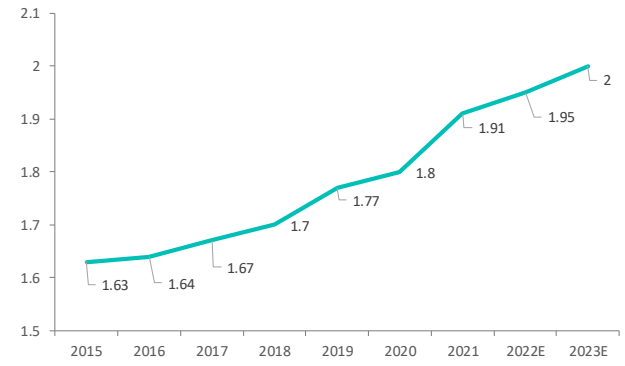
자료: 코웨이, 상상인증권

[그림7] 매트리스 매출 추이



자료: 코웨이, 상상인증권

[그림8] 중복 사용률 전망



자료: 코웨이, 상상인증권

[그림9] 결합플랜

자료: 코웨이, 상상인증권

말레이시아만 확실히 잡아도 성장스토리 문제없다

렌탈 상품의 다양화가 포화된 국내시장의 대안정도는 될 수 있겠으나, 정수기만큼의 시장규모로 성장하기에 어려운 것이 사실이다. 결국 국내시장의 과점문제를 해결할 수 있는 방법은 해외진출이다. 동사는 인도네시아,중국,베트남,유럽,미국 시장에 진출해 있는데, 생소한 방문점검 렌탈 비즈니스의 개념을 도입하는 것이 쉽지않아 일부 법인에서는 지속된 적자를 기록 중이다. 그러나 말레이시아 시장에서는 압도적인 시장 1위 사업자로 자리매김 하고 있다. `21년 말레이시아 법인은 렌탈 계정은 230만개에 이르며, ARPU또한 시장 내에서 프리미엄 브랜드로 인정받고 있는 상황이 높은 APRU를 이끌고있다.

코웨이 입장에서는 말레이시아 시장 하나만 제대로 잡아도 고성장 기조를 유지할 수 있다. `20년 말레이시아의 총가구 수는 약 820만 가구로 전년대비 2.6% 성장했으며, 셀랑고르(180만가구), 조호르(100만) 사바(70만)으로 구성되어 있는데 코웨이는 이 3개 site에 모두 진출해있을 뿐만 아니라 국내를 상회하는 약 2만명의 판매인력을 통해 말레이시아 전 지역을 커버하고 있다. 보수적으로 가구수의 증감을 제하고 820만의 타겟 시장에서 국내와 동일한 60%의 정수기 시장 점유를 가정 시, 현재 점유율이 유지된다고 전제하면 최대 492만 계정(상승여력 + 113%)까지의 성장이 가능하다. 말레이시아 시장은 `06년 코웨이가 처음으로 진출, 현재 정수기 보급률은 40%정도로 추정된다. 당사 리서치센터는 말레이시아가 **`27년까지 한국과 동일한 정수기 보급률 60% 달성이 가능할 것으로 판단한다. 이경우 동사 말레이시아 법인 매출액은 지금의 2배이상으로 성장할 것으로 전망한다.**

[그림10] `22년도 1분기 해외법인 실적

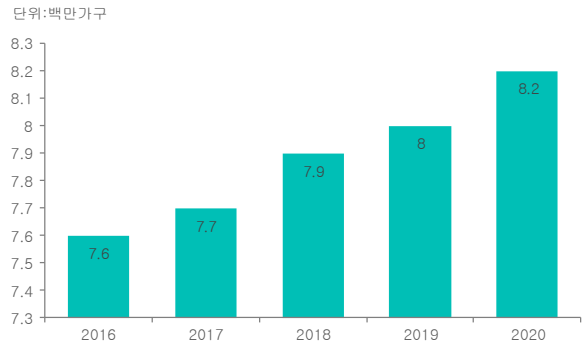
단위: 억원	매출액	영업이익	매출액(YoY)	영업이익(YoY)
말레이시아	2,628	537	9.3%	-4.3%
미국	458	24	6.6%	-57.8%
태국	168	-18	123.5%	-
인도네시아	29	-18	59.1%	-

자료: 코웨이, 상상인증권

[그림11] 말레이시아 렌탈은 월 3-4만원 선

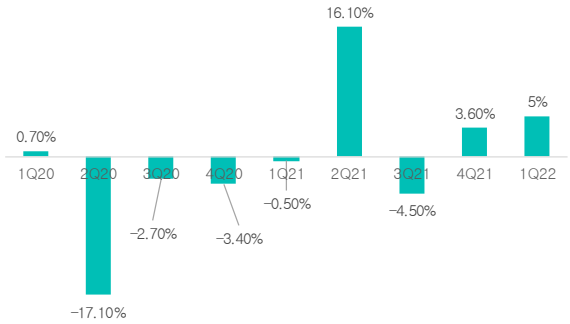
자료: 코웨이

[그림12] 말레이시아 가구수 추이



자료: 말레이시아통계청, 상상인증권

[그림13] 말레이시아 GDP 연간성장률



자료: 말레이시아통계청, 상상인증권

NEXT 말레이시아는 동남아에서 찾자

국내 정수기 시장의 여전한 성장력과 해외법인에서의 추가 성장여력을 고려하고, 다만 경기침체 상황을 반영해서 코로나 시기인 `20년도의 PER 13을 적정 PER로 적용한다. 이에 22년 예상 EPS 7,312원을 곱해 목표주가 95,000원을 산출했다.

최근 달라진 매크로 환경을 감안해도, 과거처럼 20배이상의 고PER을 받기 위해서는 결국 새로운 시장에서의 가능성이 가시화가 될 필요성이 있다. 현재로서는 태국이 새로운 가능성으로 부상하고 있고, 시기가 다소 소요될 전망이지만 NEXT 말레이시아가 등장할 가능성은 충분해 보인다.

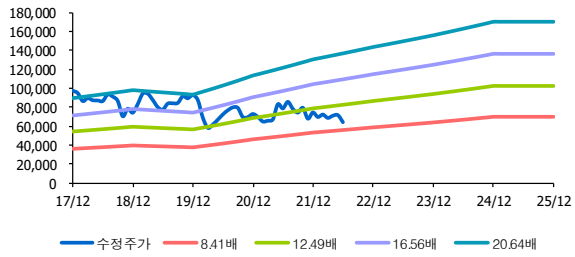
국내 정수기 렌탈시장은 포화상태지만 앞으로도 시장 1위 사업자로서 계정 수 순증이 견조하게 이어질 전망이며, 그 외 매트리스, 공기청정기 등 품목 확대 추세는 계속 이어져 국내 시장은 앞으로도 한자릿수 후반 성장이 기대된다

[그림14] Valuation

구분	내용	비고
`22년 예상 EPS	7,155원	상상인증권 추정치
적정PER	13.3배	`20년 코웨이 PER
적정주가	95,161원	`22F EPS*적정PER
목표주가	95,000원	백단위 절하
현재주가	63,900원	07/22기준
UPSIDE	48%	07/22기준

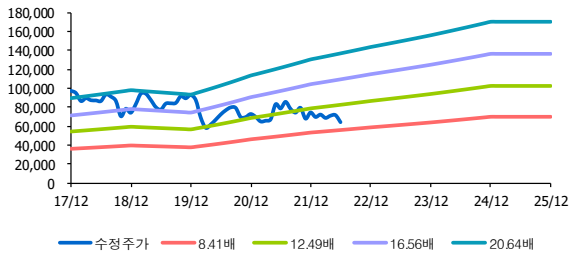
자료: 상상인증권

[그림15] PER BAND



자료: Quantiwise, 상상인증권

[그림16] PBR BAND



자료: Quantiwise, 상상인증권

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	**766.9**	**896.9**	**1,106.5**	**1,525.3**	**1,801.8**
현금 및 현금성자산	60.5	115.8	73.1	196.1	237.3
매출채권 및 기타채권	345.3	326.5	259.0	288.9	321.7
재고자산	112.8	134.0	235.0	267.5	297.9
기타유동자산	248.2	320.5	539.4	772.7	944.8
비유동자산	**2,088.0**	**2,132.2**	**2,694.2**	**2,877.1**	**3,207.4**
관계기업투자등	1.6	1.6	42.1	41.3	39.2
유형자산	1,270.8	1,225.1	1,159.9	1,214.9	1,363.8
무형자산	168.4	140.4	182.9	195.1	216.7
자산총계	**2,855.0**	**3,029.0**	**3,800.6**	**4,402.4**	**5,009.1**
유동부채	**1,586.8**	**1,417.3**	**1,293.2**	**1,165.0**	**1,349.9**
매입채무 및 기타재무	295.3	311.7	382.2	385.3	429.0
단기금융부채	876.1	714.6	406.9	426.9	426.9
기타유동부채	415.5	391.0	504.1	352.9	494.0
비유동성부채	**190.9**	**121.7**	**603.0**	**964.1**	**907.4**
장기금융부채	37.6	29.0	495.8	865.6	813.1
기타비유동부채	153.3	92.8	107.2	98.5	94.3
부채총계	**1,777.8**	**1,539.0**	**1,896.2**	**2,129.1**	**2,257.3**
지배주주지분	1,078.3	1,491.3	1,905.9	2,274.8	2,753.4
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	**132.5**	**147.8**	**147.8**	**147.8**	**147.8**
이익잉여금	954.0	1,365.2	1,757.3	2,185.8	2,664.3
비지배주주지분(연결)	-1.1	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6
자본총계	**1,077.2**	**1,490.0**	**1,904.4**	**2,273.2**	**2,751.8**

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	**3,018.9**	**3,237.4**	**3,664.3**	**3,906.2**	**4,349.6**
매출원가	1,010.4	1,043.9	1,275.3	1,394.5	1,591.9
매출총이익	**2,008.5**	**2,193.5**	**2,388.9**	**2,511.7**	**2,757.6**
판매비 및 관리비	1,550.2	1,587.1	1,748.7	1,826.4	2,006.0
영업이익	**458.3**	**606.4**	**640.2**	**685.3**	**751.6**
(EBITDA)	973.4	1,149.7	1,162.8	1,312.7	1,417.2
금융손익	**-7.5**	**-41.0**	**11.5**	**-9.3**	**-27.0**
이자비용	22.0	21.2	17.9	24.6	35.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-4.7	-4.7	-4.7
기타영업외손익	0.7	-25.1	11.5	80.8	119.6
세전계속사업이익	**451.4**	**540.4**	**658.6**	**752.1**	**839.4**
계속사업법인세비용	119.2	135.7	193.1	233.1	260.2
계속사업이익	332.2	404.7	465.5	518.9	579.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**332.2**	**404.7**	**465.5**	**518.9**	**579.2**
지배주주	332.9	404.9	465.7	519.1	579.4
총포괄이익	**337.6**	**389.3**	**487.7**	**525.8**	**579.2**
매출총이익률 (%)	66.5	67.8	65.2	64.3	63.4
영업이익률 (%)	15.2	18.7	17.5	17.5	17.3
EBITDA 마진률 (%)	32.2	35.5	31.7	33.6	32.6
당기순이익률 (%)	11.0	12.5	12.7	13.3	13.3
ROA (%)	12.7	13.8	13.6	12.7	12.3
ROE (%)	30.7	31.5	27.4	24.8	23.0
ROIC (%)	20.0	25.7	22.6	19.7	19.0

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**539.3**	**562.8**	**331.3**	**616.8**	**512.6**
당기순이익(손실)	332.2	404.7	465.5	518.9	579.2
비현금수익비용가감	926.7	916.0	862.9	337.8	-159.1
유형자산감가상각비	504.9	534.3	514.3	618.0	655.1
무형자산상각비	10.2	9.0	8.2	9.4	10.4
기타현금수익비용	386.8	319.5	244.2	-645.8	-1,275.7
영업활동 자산부채변동	-571.2	-567.0	-829.0	-239.9	92.5
매출채권 감소(증가)	-4.1	-22.1	108.9	-30.0	-32.8
재고자산 감소(증가)	-5.3	-25.1	-90.5	-32.6	-30.4
매입채무 증가(감소)	-8.5	42.7	-29.7	3.1	43.7
기타자산, 부채변동	-553.4	-562.5	-817.6	-180.5	111.9
투자활동 현금	**-383.1**	**-323.1**	**-367.8**	**-411.2**	**-349.4**
유형자산처분(취득)	-366.0	-325.0	-275.3	-273.1	-304.0
무형자산 감소(증가)	-2.7	-1.3	-9.8	-21.7	-32.0
투자자산 감소(증가)	5.8	2.7	-35.7	-117.9	-15.5
기타투자활동	-20.2	0.5	-47.0	1.5	2.2
재무활동 현금	**-164.9**	**-181.6**	**-8.5**	**-82.7**	**-122.0**
차입금의 증가(감소)	114.0	-181.5	94.6	20.0	0.0
자본의 증가(감소)	-257.7	20.4	-87.1	-90.7	-100.9
배당금의 지급	259.9	0.0	87.1	90.7	100.9
기타재무활동	-21.1	-20.5	-16.0	-12.0	-21.1
현금의 증가	**-8.8**	**55.3**	**-42.7**	**122.9**	**41.3**
기초현금	69.4	60.5	115.8	73.1	196.1
기말현금	60.5	115.8	73.1	196.1	237.3

12 월결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
투자지표					
P/E	20.6	13.3	11.8	8.8	7.9
P/B	6.4	3.6	2.9	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	7.7	5.0	5.0	3.8	3.4
P/CF	5.5	4.1	4.1	5.4	11.1
배당수익률(%)	2.6	1.7	1.7	2.2	2.5
성장성(%)					
매출액	0.0	7.2	13.2	6.6	11.4
영업이익	0.0	32.3	5.6	7.0	9.7
세전이익	0.0	19.7	21.9	14.2	11.6
당기순이익	0.0	21.8	15.0	11.5	11.6
EPS	0.0	21.6	15.0	13.4	11.6
안정성(%, 십억원)					
부채비율	165.0	103.3	99.6	93.7	82.0
유동비율	48.3	63.3	85.6	130.9	133.5
순차입금/자기자본	59.3	22.1	16.8	16.8	5.3
영업이익/금융비용	20.9	28.6	35.8	27.9	21.2
총차입금	913.7	743.6	902.7	1,292.5	1,240.0
순차입금	638.7	330.0	319.4	382.2	145.6
주당지표(원)					
EPS	4,511	5,486	6,310	7,155	7,986
BPS	14,611	20,207	25,825	30,824	37,309
CFPS	17,058	17,896	18,000	11,609	5,692
DPS	2,400	1,200	1,250	1,390	1,560

자료:상상인증권,K-IFRS연결기준

Stock Data

KOSPI(7/22)	2,393.1pt
시가총액	47,158 억원
발행주식수	73,800 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	87,600/61,400 원
90 일 일평균거래대금	95 억원
외국인 지분율	61.2%
배당수익률(22.12E)	2.2%
BPS(22.12E)	30,824 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-4.7	0.6	-11.8	-23.7
상대수익률	-8.4	0.6	3.2	1.4

주주구성

넷마블 (외 7 인)	25.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
Impax Asset Management Group Plc (외 19 인)	6.3%

Stock Price

코웨이 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.07.25	중장기주가상승	95,000원	1년	-	-

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:최승호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		3.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		51.1%	
		단기 주가 하락		0.3%	
		단기 주가 박스권		4.1%	
		Attention		41.6%	
		합계		100%	

AJ네트웍스 (095570.KS)	단기 주가 상승	중장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 -
Analyst 최승호	단기 주가 박스권	Attention		현재주가 6,510원

체지방은 줄고, 근육은 늘었다

성공적인 다이어트, 외형은 오히려 성장 중

동사는 렌탈과 유통 사업을 주로 영위하는 기업으로,`21년 연결기준 렌탈매출이 49.3%, 유통사업 40.2%, 기타 사업부가 10.5% 차지한다. 별도 매출액기준으로는 파렛트 41.2%, 고소장비 17.2%, IT기기 39.8% 차지하고 있다. 그동안 본업(별도법인)은 꾸준히 상승해 왔으나 자회사에서 지속된 손실로 마진이 훼손되어왔었다. 이에 `19년부터 강도높은 구조조정을 단행, 렌터카 사업부, 모빌리티 사업부, 국내 냉장냉동창고 사업을 매각하며 재무구조와 마진이 빠른 속도로 개선 중이다.`21년 사업부 매각대금 2,527억원 중 일부로 차입금을 상환했으며, 강도높은 구조조정의 노력의 결실로 `21년 연결기준 부채비율은 274%(별도 221%)로, 확연한 개선세를 보이고 있다. 구조조정에도 불구하고 본업인 렌탈업에서의 높은 성장세로 외형은 오히려 더 성장했으며 이러한 노력으로 올 5월 신용등급이 BBB+ 부정적 -> 안정적으로 상향되었다.

`22년은 구조조정 이후 역대 최고실적 기록 전망

`22년 1분기에 이미 YoY 기준으로 매출액 15%, 영업이익 324% 증가하는 구조조정 이후 최고실적을 달성했으며, 이러한 성장기조는 2분기와 하반기에도 이어질 전망이다. 건설 수주호황으로 인해 업계1위인 동사의 고소장비 렌탈 사업의 회전율 및 실적이 전년대비 개선될 전망이며, IT렌탈은 최근 교육청 수주가 하반기에 지속될 것으로 보여 올해도 성장을 이어갈 전망이다. 마지막으로 핵심 사업부인 파렛트 사업부는 물동량의 추이로 보았을 때 1,2분기 보다는 3,4분기 지나면서 더 높은 실적을 기록할 것으로 전망한다. 연결대상 자회사에서는 영업적자에서 벗어 날 것으로 추정한다.

잘하던 렌탈 비즈니스에 집중, 성공적인 선회로 판단

동사는 그동안 전사 매출의 절반을 차지했던 AJ렌터카 사업을 필두로 모빌리티 플랫폼으로의 확대 등 미래산업 중심으로 사업을 펼칠 계획에 있었으나, 경쟁사 대비 높은 조달 금리 등 사업적 여건 때문에 사업 철수 및 매각이 이행된 바 있다. 그러나 3년간 이어져온 다이어트로 부채비율은 유의미하게 감소했으며, 이제는 살 빠진 몸에 근육이 붙고있는 단계다. **실패 가능성 높은 사업군의 확대보다 원래 잘하던 렌탈비즈니스 하나에 집중하는 사업 다이어트는 성공적인 선회로 판단한다. 사업부 다이어트의 성공은 이미 작년, 올해 1분기 실적으로 증명되고 있다.** B2B 렌탈시장에서 경쟁자의 시장 진입이 어려운 편인 파렛트 사업부에서는 앞으로도 두자릿수 성장이 기대되며, 시장점유율 1위인 IT렌탈 부문에서도 1위사업자로 계속 순항할 것으로 전망한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,000.3	15.6	107.0	42.1	982	3,956.3	189.3	5.1	6.9	0.7	15.2
2020	872.0	21.1	-18.5	-3.3	-84	적전	218.8	-55.1	5.8	0.8	-1.3
2021	1,026.7	45.1	18.5	76.7	1,640	흑전	208.2	3.3	4.9	0.7	23.8

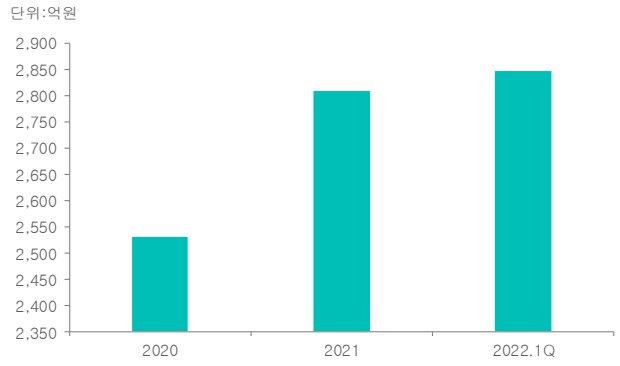
자료: AJ네트웍스, K-IFRS 연결, 상상인증권

파렛트를 아시나요

파렛트는 물류창고에서 물건 받침대로 사용되는 물건으로, 물류에 있어 필수적인 제품이다. 1980년대 렌탈 비즈니스 개념을 한국파렛트풀이 최초로 고안, 현재는 전체 파렛트 중 60%가 렌탈물량인 것으로 파악되고 있다. 파렛트의 객단가는 6-7만원 선으로, 받침대임을 고려하면 높은 비용으로, 물류창고에서 구매의 유인이 크지않아 앞으로도 렌탈이 대세로 자리 잡을 것으로 판단한다. AJ네트웍스는 한국파렛트풀이 독점하던 파렛트 시장에 유일한 후발주자로 진출, 현재는 점유율이 30%까지 침투한 것으로 파악된다. 파렛트 렌탈 비즈니스는 일견 간단해 보이지만, 많은 물량들을 회수, 관리, 배치하는 것에 있어 초기에 많은 선투자와 관리 노하우가 필요하기에 경쟁자 진입이 어려운 시장이다. 앞으로도 한국파렛트풀 - AJ네트웍스 2강 체제로 시장이 지속될 것으로 보는 이유다.

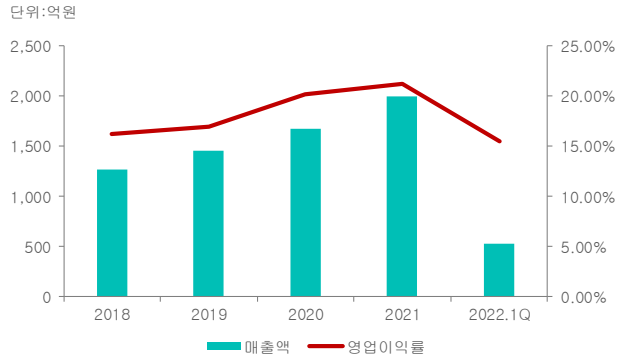
동사가 파렛트 사업 인적분할(가칭 AJ피앤엘)을 목표하고 있는 만큼, 1위 사업자와의 격차를 줄여나가는 것도 중요하겠으나, 현재 수준에서 유의미한 침투가 없더라도 실적은 견조한 성장이 전망된다. **파렛트 시장은 국내 이커머스 발달과 함께 빠른 고성장세를 보이고 있기 때문에, 전방산업 수요로 수요가 견조히 증가할 전망이며, 아직 전체 파렛트의 40%가 저렴한 나무 파렛트로 사용되고 있기 때문에 해당 부문 에서의 침투여력이 충분하다.** 여기에 파렛트 사업부문에서 15%를 상회하는 마진이 계속 유지되는 점도 긍정적이다. 높은 마진은 감가상각 연한을 넘어서 사용할 수 있는 파렛트의 특성에서 기인한 것으로, 현재 동사 물량 중 약 30% 가 감가상각이 끝난 것으로 추정된다.

[그림1] 파렛트 자산 장부가 추이



자료: AJ네트웍스,상상인증권

[그림2] 파렛트 사업부 실적 추이



자료: AJ네트웍스, 상상인증권

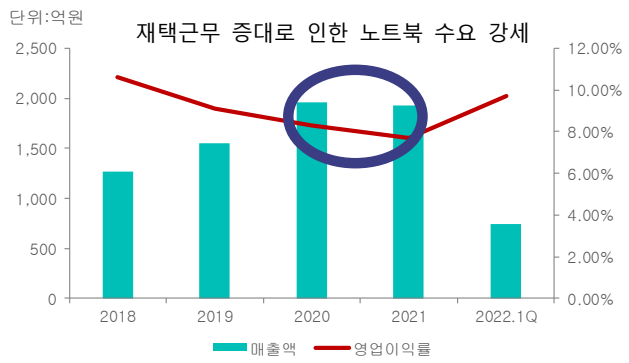
디지털교과서 확대와 반도체공장 착공으로 실적 기대감 상승

IT, 건설 부문의 렌탈 수요가 최근 빠르게 증가 중이다.

최근 동사는 부산시 교육청과 약 300억원 상당의 태블릿 PC 공급 계약을 체결한 바 있는데, 앞으로는 관련 시장이 폭발적으로 커져갈 전망이다. 서울시 교육청은 현재 중1 대상으로만 지급한 태블릿 기기를 초중고 전학년, 즉 학생1인당 1기기로 확대할 계획에 있으며, 다른 교육청 역시 태블릿 IT 기기 공급을 대폭 늘릴 계획에 있다. 이는 최근 교육청에서 내세우는 "디지털교과서"의 일환으로, 앞으로 전국 학교에서 태블릿 기기에 대한 수요가 폭등할 것으로 보인다. **1인 1태블릿이 온전히 이행될 시 누적 사업규모는 약 2조원을 상회할 것으로 추정된다.**

동사는 IT 렌탈 1위의 이점과, 다년간 쌓아온 B2G향 SI 업체로서 입찰에 유리해, 이번 부산시 교육청 수주를 시작으로 관련 수주를 꾸준히 실현할 것으로 전망한다. 뿐만 아니라 태블릿 말고도 최신기기 IT렌탈의 수요는 교체주기에 따라 계속 이어질 것이고, 이에 맞춰 동사의 IT렌탈 사업은 새로운 수요에 맞춰 지속 성장할 것으로 전망한다.

[그림3] IT기기 실적 추이



자료: 교육청, 상상인증권

[그림4] 교육청 1인 1태블릿 현황

서울	중1 대상으로 7만 2천여대 지급완료, `25년까지 초5~고3 확대계획
전남	올해 4만 2천여대 지급계획, 1인 1태블릿 보급 목표
충북	10만대 보급완료, 올해까지 초4~고2 보급계획
부산	초4~고3 전원 보급 계획
경남	1,578억원 투입, 29만대 보급 계획
인천	초4~고3 전원 보급계획(교육감 당선인)
경북	5개년에 걸쳐 19만대 보급 예정
경기	1인 1스마트기기 개인소유지급(교육감 당선인)

자료: 각 교육청, 상상인증권

건설장비 사업부의 경우에도 최근 반도체 공장 증설로 인해 고소장비, 크레인 등의 렌탈 수요가 늘면서 이미 1분기 245억(YoY+25%), 영업이익 43억원(YoY +55%) 달성하며 전년대비 크게 상승했고, 2분기, 하반기에도 1분기와 비슷한 수준의 YoY 성장이 기대된다. 반도체 신공장 공장 증설이 내년까지 이어짐에 따라 올해와 내년의 건설장비 사업부는 연간최고실적을 갱신할 가능성이 높다. 그 이외에도 동사는 최근 로봇 등 그 이전에는 시도되지 않았던 다양한 렌탈 상품으로의 확대를 모색하며, 미래 먹거리를 찾기 위해 노력 중이다.

[그림5] 고소장비

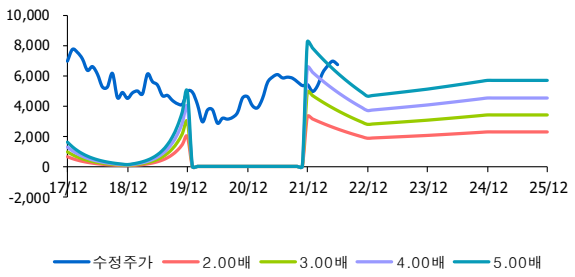
자료: AJ네트웍스, 상상인증권

[그림6] 반도체 공장 공사현황

SK하이닉스	삼성전자
경기도 용인 반도체 클러스터 착공 (8/14예정)	평택3공장(하반기 완공 예정)
	평택4공장(착공예정)
	평택5공장(착공예정)
	평택6공장(착공예정)

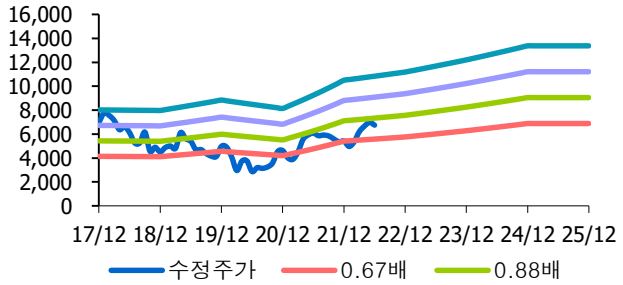
자료: 삼성전자, 상상인증권

[그림7] PER BAND



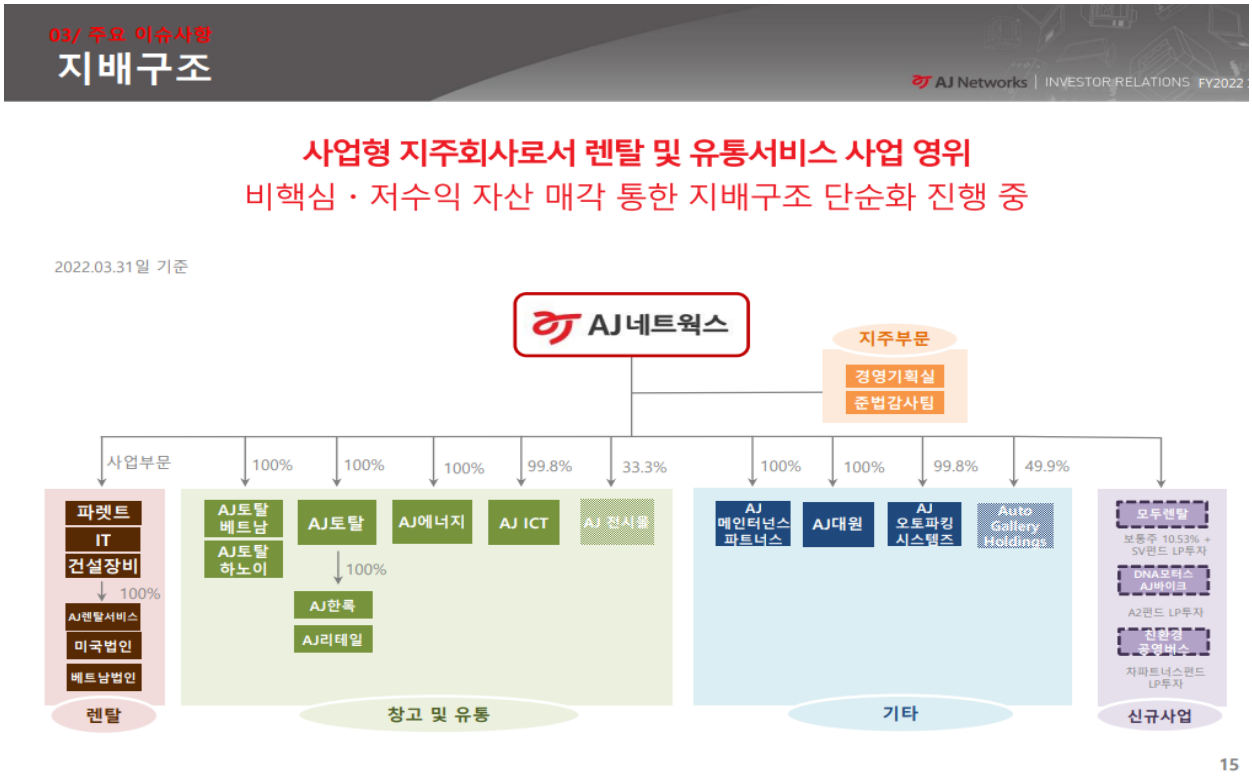
자료: Quantiwise, 상상인증권

[그림8] PBR BAND



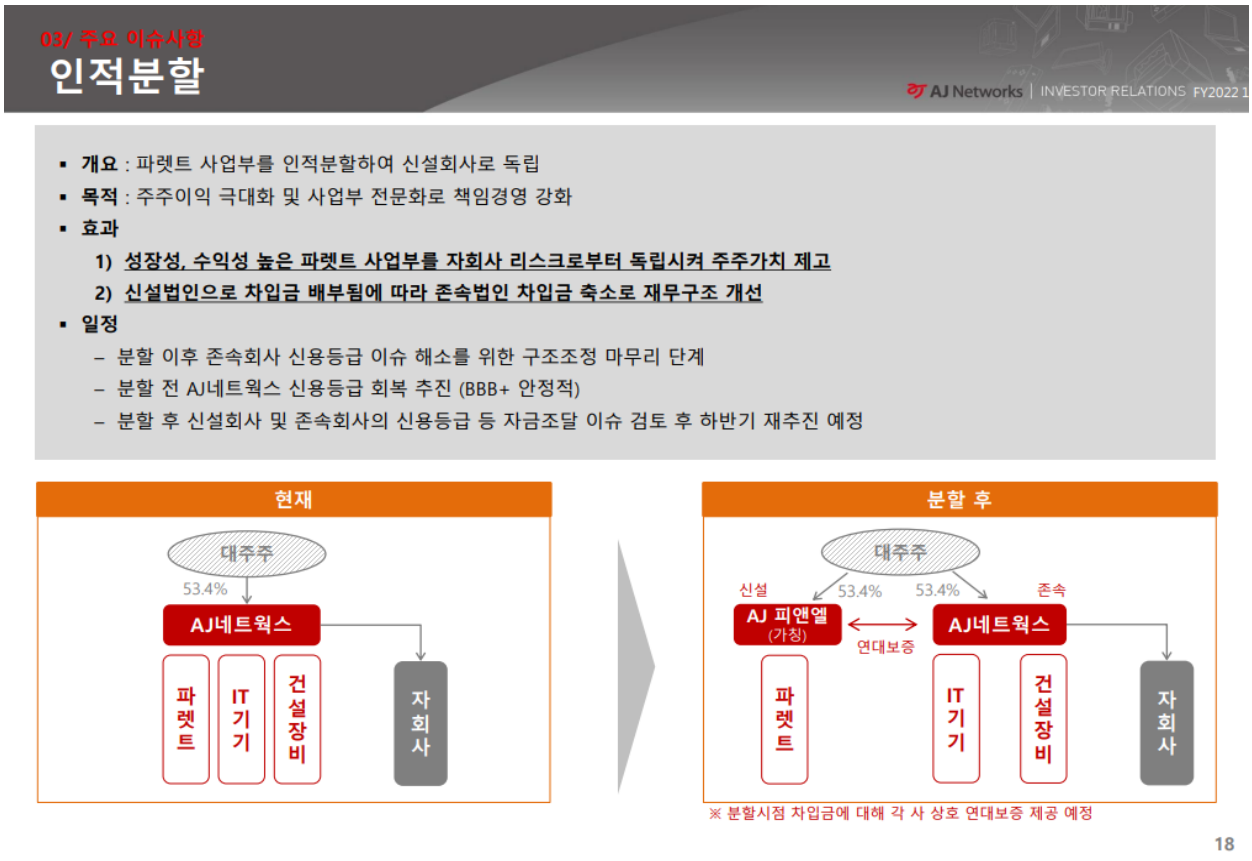
자료: Quantiwise, 상상인증권

[그림9] 지배구조



자료: AJ네트웍스, 상상인증권

[그림10] 인적분할 개요



자료: AJ네트웍스, 상상인증권

12 월 결산 (단위:십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	318.9	1,512.1	501.1	354.7	273.9
현금 및 현금성자산	77.4	53.5	123.0	69.8	85.2
매출채권 및 기타채권	129.3	91.4	111.3	91.2	96.1
재고자산	54.5	51.5	58.6	33.7	19.7
기타유동자산	57.7	1,315.7	208.1	160.0	72.9
비유동자산	2,035.4	1,063.1	1,302.2	1,233.5	1,081.1
관계기업투자등	54.2	44.8	79.2	94.7	117.0
유형자산	332.1	245.1	272.8	229.6	177.7
무형자산	70.0	79.5	83.9	41.7	27.9
자산총계	**2,354.2**	**2,575.1**	**1,803.3**	**1,588.2**	**1,355.0**
유동부채	1,207.7	1,609.1	796.8	708.9	525.2
매입채무 및 기타재무	148.4	92.8	102.1	86.8	78.0
단기금융부채	1,035.1	571.6	612.4	562.9	423.9
기타유동부채	24.3	944.7	82.4	59.3	23.3
비유동부채	699.3	474.3	659.1	591.3	467.4
장기금융부채	680.6	447.2	645.2	578.5	458.4
기타비유동부채	18.8	27.1	13.9	12.7	9.0
부채총계	1,907.1	2,083.3	1,455.9	1,300.2	992.5
지배주주지분	288.8	287.1	318.5	285.1	361.5
자본금	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8
자본잉여금	103.8	105.9	100.7	100.6	100.6
이익잉여금	160.3	157.2	198.8	180.6	247.9
비지배주주지분(연결)	158.4	204.7	28.9	2.9	1.0
자본총계	**447.2**	**491.8**	**347.3**	**288.0**	**362.5**

12 월 결산(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**843.9**	**1,045.5**	**1,000.3**	**872.0**	**1,026.7**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**843.9**	**1,045.5**	**1,000.3**	**872.0**	**1,026.7**
판매비와 관리비	821.5	1,066.8	984.6	850.9	981.6
영업이익	**22.4**	**-21.2**	**15.6**	**21.1**	**45.1**
(EBITDA)	373.2	296.9	189.3	218.8	208.2
금융손익	**-24.8**	**-36.4**	**-39.2**	**-30.7**	**-29.2**
이자비용	24.0	36.8	44.7	33.2	32.2
관계기업등 투자손익	-0.1	2.0	1.0	-5.4	8.7
기타영업외손익	3.2	6.2	129.6	-3.4	-6.1
세전계속사업이익	**0.8**	**-49.4**	**107.0**	**-18.5**	**18.5**
계속사업법인세비용	7.8	6.2	40.8	-3.0	10.0
계속사업이익	-7.0	-55.7	66.2	-15.5	8.5
중단사업이익	27.7	92.9	-24.1	12.2	68.2
당기순이익	**20.6**	**37.3**	**42.1**	**-3.3**	**76.7**
지배주주	15.0	1.1	46.0	-3.9	76.8
총포괄이익	**17.2**	**36.6**	**39.8**	**-11.7**	**88.9**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	2.7	-2.0	1.6	2.4	4.4
EBITDA 마진률 (%)	44.2	28.4	18.9	25.1	20.3
당기순이익률 (%)	2.4	3.6	4.2	-0.4	7.5
ROA (%)	0.7	0.0	2.1	-0.2	5.2
ROE (%)	5.3	0.4	15.2	-1.3	23.8
ROIC (%)	-17.6	-2.4	0.9	1.2	1.8

12 월 결산 (단위:십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동으로 인한 현금흐름	**-148.5**	**-83.5**	**-37.9**	**17.7**	**-11.3**
당기순이익(손실)	20.6	37.3	42.1	-3.3	76.7
비현금수익비용가감	416.8	392.9	162.1	225.0	155.6
유형자산감가상각비	344.2	310.4	164.9	189.7	158.7
무형자산상각비	6.5	7.7	8.8	8.1	4.4
기타현금수익비용	59.7	38.4	-13.5	-34.0	-29.5
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-526.2	-454.4	-203.9	-96.8	-216.1
매출채권의 감소(증가)	-19.5	-11.1	-40.6	11.1	-23.0
재고자산의 감소(증가)	50.7	141.6	5.0	19.0	19.1
매입채무의 증가(감소)	-17.2	-11.2	-10.1	4.0	9.7
기타자산, 부채변동	-540.2	-573.8	-158.1	-130.9	-221.9
투자활동으로 인한 현금흐름	**-89.4**	**-44.6**	**44.4**	**96.9**	**155.1**
유형자산 처분(취득)	-45.0	40.5	-60.5	-6.0	-40.8
무형자산 감소(증가)	-3.7	-10.5	-3.3	-1.8	-2.4
투자자산 감소(증가)	-24.2	-36.1	-114.3	78.4	0.2
기타투자활동	-16.5	-38.3	222.6	26.3	198.1
재무활동으로 인한 현금	**187.2**	**127.5**	**64.3**	**-121.2**	**-129.8**
차입금의 증가(감소)	184.8	155.0	73.5	-101.1	-121.4
자본의 증가(감소)	-2.8	-4.0	-4.7	-19.8	-10.8
배당금 지급	2.8	4.0	4.7	14.0	9.6
기타재무활동	5.2	-23.6	-4.5	-0.3	2.4
현금의 증가	**-51.1**	**-23.9**	**69.5**	**-53.2**	**15.4**
기초현금	128.5	77.4	53.5	123.0	69.8
기말현금	77.4	53.5	123.0	69.8	85.2

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
투자지표 (x)					
P/E	21.8	186.1	5.1	-55.1	3.3
P/B	1.1	0.7	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	3.8	6.9	5.8	4.9
P/CF	0.7	0.8	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	1.2	2.2	6.0	4.6	5.0
성장성 (%)					
매출액	-32.7	23.9	-4.3	-12.8	17.8
영업이익	-63.7	적전	흑전	34.8	113.9
세전이익	-97.2	적전	흑전	적전	흑전
당기순이익	20.9	80.5	13.0	적전	흑전
EPS	11.1	-92.4	3,956.3	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	426.5	423.6	419.2	451.4	273.8
유동비율	26.4	94.0	62.9	50.0	52.2
순차입금/자기자본(x)	361.9	185.9	308.2	363.6	213.7
영업이익/금융비용(x)	0.9	-0.6	0.3	0.6	1.4
총차입금 (십억원)	1,715.6	1,018.8	1,257.6	1,141.4	882.2
순차입금 (십억원)	1,618.5	914.1	1,070.4	1,047.1	774.6
주당지표(원)					
EPS	320	24	982	-84	1,640
BPS	6,168	6,131	6,802	6,089	7,721
CFPS	9,343	9,188	4,361	4,736	4,962
DPS	86	100	300	210	270

주:IFRS 연결 기준

자료: 상상인증권 리서치센터

Stock Data

KOSPI(6/22)	2,342.8pt
시가총액	3,048 억원
발행주식수	46,822 천주
액면가	1,000 원
52 주 최고가 / 최저가	7,210/4,820 원
90 일 일평균거래대금	16 억원
외국인 지분율	4.9%
배당수익률(21.12)	5.0%
BPS(21.12)	7,721 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-6.3	-5.0	25.7	8.3
상대수익률	-2.1	6.3	47.2	36.5

주주구성

문덕영 (외 6 인)	64.8%
자사주 (외 1 인)	4.4%
AJ 네트웍스우리사주 (외 1 인)	2.2%

Stock Price

AJ네트웍스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.06.23	Attention(신규)	-	-	-	-
	담당자변경	-	-	-	-
2022.07.25	Attention				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:최승호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		3.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		51.1%	
		단기 주가 하락		0.3%	
		단기 주가 박스권		4.1%	
		Attention		41.6%	
		합계		100%	