

김서희, Analyst, 3774-6757, seoheekim@miraeasset.com

What's New

성장 스토리 지속 가능성 높아

레드캡투어의 사업영역은 렌터카부문과 여행 부문으로 구성. 2011년 국내 렌터카 시장은 전년대비 20% 성장 예상되며 동사의 렌터카 부문 매출 성장 역시 지속될 것으로 기대. 2010년 영업이익률 30%를 기록했던 여행부문은 프리미엄 서비스를 바탕으로 2011년에도 높은 수익성 기대. 2011년 예상 실적 대비 레드캡투어의 현재 주가 수준은 P/E 9.0 배로 저평가 국면인 것으로 판단. 또한 IFRS 도입으로 인해 2011년 영업이익이 증가하는 효과 발생 할 것.

- » 렌터카, 여행부문으로 구성된 안정된 사업 포트폴리오
- » 렌터카 시장은 성장성, 여행사업은 수익성
- » IFRS 도입 따라 2011년 영업이익 증가 효과 발생
- » 2011년 예상 실적 대비 현 주가 수준은 저평가 국면

렌터카 부문, 여행부문으로 구성된 안정된 사업 포트폴리오

레드캡투어의 사업영역은 렌터카부문과 여행부문으로 나뉜다. 이중 렌터카부문 매출액은 2010년 902 억원으로 전체 매출의 76.8%를 차지했다. 렌터카 부문은 대여용 차량 9,500 여대를 보유하고 captive market 인 LG/GS/LS 그룹사를 비롯한 850 여 법인 고객을 확보했다. 장단기 대여 중 동사 렌터카 매출의 99% 이상은 법인대상 장기대여이다. 여행부문은 상용여행 사업과 패키지 여행사업으로 구분되며 상용여행 사업은 550 여 법인 고객을 확보하여 항공권, 호텔 예약 등 출장 관련 업무 전반에 걸친 관리 시스템을 제공한다. 패키지 여행사업은 개인여행 상품과 법인과 단체를 상대로 하는 MICE 상품(Meeting, Incentive, Convention, Exhibition) 등으로 구성된다.

렌터카부문은 국내 업계 4 위 랭크

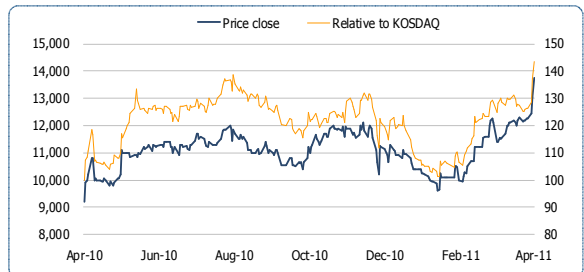
렌터카 사업은 2011년 2월말 현재 보유차량 9,547 대로 국내 업계 점유율 4위를 차지한다. 렌터카 부문 매출에서 2010년 기준 77%의 매출은 차량대여수입이다. 차량대여수입은 99% 이상이 1년 이상의 장기 대여이며 고객 또한 일반고객이 아닌 법인 고객으로 재계약 비율이 90% 이상이다. 따라서 안정적인 수익 예측이 가능한 사업이다. 렌터카 사업에서 또 다른 수익은 중고자동차 매각 수입이다. 이는 대여계약이 만기가 된 차량을 매각 하여 발생하는 수입으로 이 역시 B2B 중심 사업이다. 2010년 동사는 대여사업차량 관련하여 전년대비 40.7% 증가한 650 억 원을 투자하며 렌터카 시장에서의 점유율을 3.5%로 확대했다.

Target price	N/R
Current price (14 April 2011)	KRW14,350
Upside/downside	N/A
Consensus target price	N/A
Difference from consensus	N/A

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-07A	Dec-08A	Dec-09A	Dec-10A
Revenue (KRWb)	71.3	78.3	83.1	117.6
Op EBIT (KRWb)	7.6	7.8	8.9	18.9
Net income (KRWb)	(18.3)	5.2	7.0	8.9
Norm profit (KRWb)	(18.3)	5.2	7.0	8.9
EPS (KRW)	(3,041)	618	827	1,042
EPS growth	NA	NA	33.8%	26.0%
Norm P/E (x)	NA	16.6	10.1	10.1
EV/EBITDA (x)	6.7	2.2	2.0	2.2
Dividend yield	NA	NA	2.3%	NA
P/B (x)	4.2	1.0	0.9	1.2
ROE	(51.6%)	9.7%	10.3%	11.8%
Net debt/equity	66.3%	34.6%	34.8%	74.4%
Cons EPS (KRW)				
Prev EPS (KRW)				

Performance



Trading data

Market cap (KRWbn)	123.3
Shares outstanding	8.59mn
Free float	21.8%
52-week price high/low	KRW14,350-9,620
Daily average turnover (3M)	KRW0.11bn
Performance	
Absolute	1M 13.6% 3M 34.1% 12M 49.6%
Relative to KOSDAQ	11.5% 35.6% 43.3%
Major shareholders	
범한판토스	38.9%
구본호	27.9%

Source for data: Company, Bloomberg, Mirae Asset Research

Figure 1 매출액 및 영업이익의 추이

(단위: 백만원)		2007	2008	2009	2010
여행부문	매출액	24,464	26,525	18,642	27,294
	비중	34.3	33.9	22.4	23.2
	y-y	22.6	8.4	(29.7)	46.4
	영업이익	2,243	3,757	2,126	8,222
	비중	29.3	48.5	23.9	43.5
	y-y	(8.7)	67.5	(43.4)	286.7
	Margin	9.2	14.2	11.4	30.1
렌터카부문	매출액	46,819	51,801	64,500	90,265
	비중	65.7	66.1	77.6	76.8
	y-y	33.7	10.6	24.5	39.9
	영업이익	5,406	3,997	6,780	10,681
	비중	70.7	51.5	76.1	56.5
	y-y	4.7	(26.1)	69.6	57.5
	Margin	11.5	7.7	10.5	11.8
합계	매출액	71,283	78,326	83,142	117,559
	y-y	29.7	9.9	6.1	41.4
	영업이익	7,649	7,754	8,906	18,903
	y-y	0.4	1.4	14.9	112.3
	Margin	10.7	9.9	10.7	16.1

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

국내 렌터카 시장의 과점화 경향은 지속될 것

2011년 2월 말 기준 렌터카 업계 1위~5위까지의 점유율은 53.6%에 달한다. 하지만 신규 구매 차량 가격은 업체 별로 다르지 않아 상위 업체들만이 독보적인 가격 결정력을 가진다고 보기는 어렵다. 렌터카 시장의 대부분을 차지하는 장기대여 시장의 경우 법인이나 기관의 장기적인 차량 수요에 대해 대여사업자가 신차를 구매하여 대여 서비스를 제공해야 한다. 따라서 시장이 성장함에 따라 투자가 동시에 진행되어야 하며 동사 역시 2010년 2,889대의 신규 대여사업차량 구매로 인해 377억 원의 차입금이 발생했다. 이러한 산업의 특성상 향후 자본력을 바탕으로 한 대기업 계열 상위 업체들의 시장 점유율 확대와 그에 따른 시장 과점화는 지속될 것으로 전망한다.

Figure 2 렌터카 사업 주요 Player (2011년 2월 말 기준)

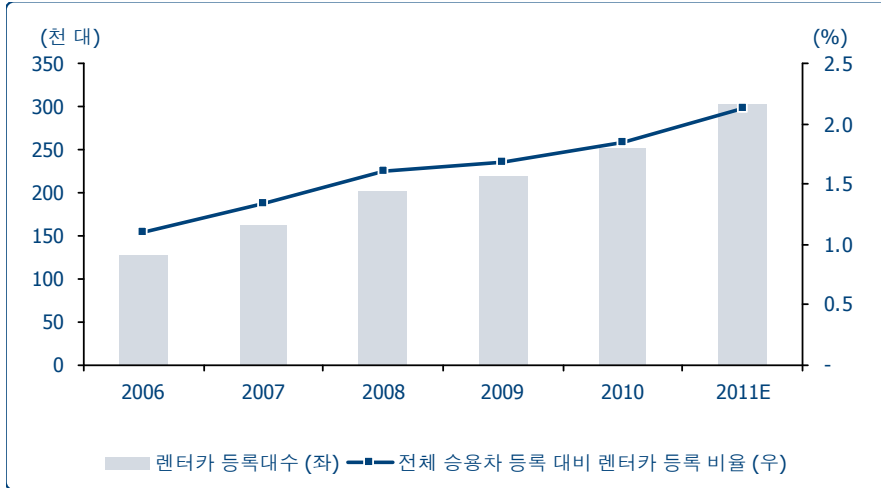
사업자	등록대수	점유율 (%)
(주)케이티렌탈	57,124	22.1
아주오토렌탈(주)	38,469	14.9
현대캐피탈(주)	25,405	9.8
(주)레드캡투어	9,547	3.7
SK네트웍스(주)	8,223	3.2
(주)동부익스프레스	7,967	3.1
기아자동차(주)	5,631	2.2
(주)아마존카	4,511	1.7
(주)조이렌트카	2,564	1.0
삼성카드(주)	2,337	0.9

자료: 자동차대여사업조합연합회, 미래에셋증권 리서치센터

2011년 국내 렌터카 시장 20% 성장 속 동사 점유율 확대 예상

국내 렌터카 시장은 2006~2010년 연평균 18.6%의 성장률로 빠른 성장을 보였다. 이와 같은 성장 추세에서 2011년 국내 렌터카 시장은 전년대비 20% 성장이 무난할 것으로 예상된다. 2011년 전체 렌터카 등록 대수는 30만대를 기록할 것으로 예상하며 시장 규모는 2조원을 상회할 것으로 예상된다. 하지만 전체 등록 승용차 대비 2010년 렌터카 등록 대수는 1.8%로 낮은 수준이다. 레드캡투어는 지속적인 투자로 2011년 보유 차량 대수가 11,000대로 증가하며 시장 점유율은 4%를 기록할 것으로 예상된다.

Figure 3 국내 렌터카 시장 추이



자료: 국토해양부, 자동차대여사업조합연합회, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 렌터카 사업부문 실적 추이 (단위: 십억원, 대)

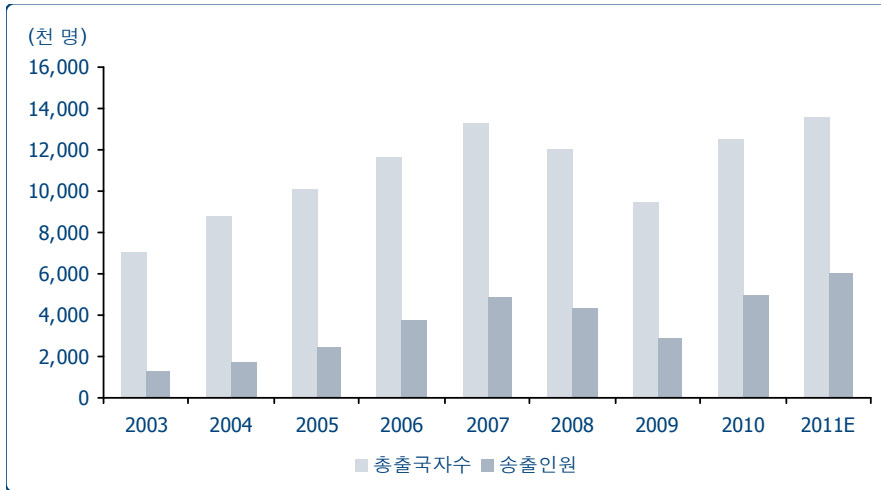
	2007	2008	2009	2010	2011E
대여사업차량 대수	4,157	5,424	6,254	9,143	10,972
유형자산 중 대여사업차량	102.5	136.2	159.4	224.3	271.4
차량대여수입	34.5	43.0	51.2	69.5	84.8
중고차매각수입	12.3	8.8	13.3	20.7	21.7
합계	46.8	51.8	64.5	90.3	106.5
영업이익	5.4	4.0	6.8	10.7	13.5
영업이익률	11.5	7.7	10.5	11.9	12.7

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

레드캡투어의 여행부문 시장 점유율은 크지 않으나....

레드캡투어의 여행 부문 사업은 상용여행과 패키지 여행으로 구분된다. 상용여행 수입은 법인 고객을 대상으로한 항공권 발권 수수료, 호텔 알선 수수료 등으로 구성된다. 패키지 여행 수입은 법인이나 단체의 행사, 전시회 개최 관련 상품 판매 수입과 개인 여행 상품 수입으로 구성된다. 이러한 사업들을 통해 해외여행 알선 수입과 항공권 판매 수입이 발생한다. 2010년 말 기준 전체 출국자수를 기준으로 한 동사의 해외여행알선 시장 점유율은 업계 10위(금액 기준 업계 8위), 항공권 판매 시장 점유율은 업계 7위(금액기준 업계 5위)를 차지했다.

Figure 5 연도별 총 출국자수 및 일반여행업 등록 여행사 송출 인원 추이



자료: 한국관광공사, 한국일반여행업협회, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 일반여행사 실적현황 - 패키지인원 (단위: 명, %)

순위	업 체 명	2007년		2008년		2009년		2010년	
		출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)
1	하나투어	1,277,078	26.3	1,126,901	25.9	792,411	27.9	1,321,421	26.8
2	모두투어네트웍	626,397	12.9	568,617	13.1	379,806	13.4	732,050	14.9
3	자유투어	261,192	5.4	224,420	5.2	160,759	5.7	251,371	5.1
10	레드캡투어	68,602	1.4	65,204	1.5	39,514	1.4	61,716	1.3
합 계		4,859,999	100	4,356,705	100	2,842,752	100	4,928,931	100

자료: 한국일반여행업협회, 한국관광협회중앙회, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 일반여행사 실적현황 - 항공권판매인원 (단위: 명, %)

순위	업 체 명	2007년		2008년		2009년		2010년	
		출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)	출국자수	점유율(%)
1	하나투어	1,684,870	23.9	1,480,261	21.4	1,188,219	20.5	1,720,391	19.7
2	모두투어네트웍	893,412	12.6	811,391	11.7	605,531	10.4	1,021,854	11.7
3	온라인투어	460,094	6.5	444,675	6.4	503,047	8.7	731,676	8.4
7	레드캡투어	210,040	3.0	304,675	4.4	165,703	2.9	228,152	2.6
합 계		7,065,839	100	6,934,301	100	5,804,491	100	8,739,025	100

자료: 한국일반여행업협회, 한국관광협회중앙회, 미래에셋증권 리서치센터

레드캡투어의 여행부문 상품은 차별화된 프리미엄 서비스

2010 년 연도별 총출국자수와 일반여행업 등록 여행사의 송출 인원은 각각 1,249 만명, 493 만명으로 금융 위기 이전 수준을 회복했다. 패키지 인원과 항공권 판매 인원 기준으로 본 레드캡투어의 시장 점유율은 2010 년 감소 추세였다. 하지만 동사의 점유율은 금융 위기로 인해 전체적인 시장 수요가 감소할 때 오히려 상승했다. 이는 동사 여행부문 상품의 차별화된 프리미엄 서비스에 대한 수요가 상대적으로 견고했음을 의미한다. 2011 년 여행 시장 자체의 성장으로 인해 동사 매출액 역시 증가할 것으로 예상되며 여행 부문의 높은 영업이익률도 유지될 것으로 기대한다.

Figure 8 상용여행 및 패키지여행 실적 추이 (단위: 십억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
상용여행 매출액	11.8	13.5	15.7	11.7	16.8	19.5
상용여행 영업이익	4.1	4.2	5.9	2.7	7	7.7
패키지여행 매출액	8.2	10.9	10.8	6.9	10.5	14
패키지여행 영업이익	-1.5	-1.9	-2.1	-0.6	1.2	2.8
매출액 합계	20	24.4	26.5	18.6	27.3	33.5
영업이익합계	2.6	2.3	3.8	2.1	8.2	10.5
영업이익률	13.0	9.4	14.3	11.3	30.0	31.3

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

2011 년 IFRS 기준 도입 시 영업이익 74 억 원 증가 예상

매출의 77%를 차지하는 렌터카부문은 차량대여수입과 중고자동차매매 수입으로 구성된다. 이때 차량대여수입에 대응하는 영업비용은 차량대여원가이며 중고자동차 매매 수입에 대응하는 영업비용은 차량매매원가이다. 차량대여원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 차량 감가상각비로 78%~80%의 비중을 차지한다. 또한 차량매매원가는 개별자산 매각 시점의 미상각 잔액이다. K-GAAP 기준에서 대여 사업차량에 대한 감가상각은 1 년에 취득가액의 25%씩 4 년에 걸쳐서 이뤄졌다. 따라서 통상 3 년의 대여 계약 이후 차량을 매각한다고 했을 때 K-GAAP 기준으로 차량 매매원가는 취득가액의 25% 수준이었다.

Figure 9 계정 과목별 유형자산 감가상각 추정내용연수

계 정 과 목	추정내용연수
건 물	40년
차 량 운 반 구	4년
대 여 사 업 차 량	4년
기타의 유형자산	4년

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 차량대여원가 구성 (백만원)

구분	2007	2008	2009	2010
감가상각비	23,506	30,219	35,820	49,408
급여	597	623	875	1,117
세금과공과	302	319	397	456
지급임차료	196	284	262	287
퇴직급여	47	61	69	105
복리후생비	61	53	91	99
기타	5,377	7,125	7,698	11,851
합계	30,086	38,684	45,212	63,323
감가상각구성비	78.1	78.1	79.2	78.0

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

하지만 2011 년 IFRS 도입으로 감가상각비율은 하향 조정될 것으로 기대되며 경제적 실질을 고려했을 때 감가상각비율은 20~25% 사이가 될 것으로 예상된다. 이때 기존차량과 신규차량에 대해 차량대여원가가 감소하는 효과가 발생한다. 단 중고차량 매매 시에 있어서는 차량매매원가가 올라가는 효과도 발생한다. 따라서 올해 들어오는 신규 차량의 경우 차량대여원가가 감소하지만 3 년 뒤 차량 매각 시 매매원가는 상승할 것이다.

결국 동사는 외형 성장을 지속하며 신규 차량 도입을 증가시키는 것이 2011 년 상승하는 영업이익률을 유지시키는 관건일 것이다. IFRS 기준 하에서 적용되는 감가상각비율이 취득가액의 22.5%라면 2011 년 한해 영업이익은 K-GAAP 기준에서보다 74 억 원 가량 늘어나는 효과가 발생할 것으로 예상된다. 이때 EPS 는 490 원 가량 늘어난 2,085 원을 기록할 것으로 전망한다.

Figure 11 실적 추이와 IFRS 도입 따른 효과 검토 (단위: 백만원)

	2007	2008	2009	2010	2011 (K-GAAP)	2011 (IFRS)
I. 영업수익	71,283	78,326	83,142	117,559	140,000	140,000
가. 차량대여수입	34,493	42,998	51,209	69,536	82,809	82,809
나. 여행알선수입	9,769	10,036	8,786	11,646	13,869	13,869
다. 대표수입	14,695	16,489	9,855	15,648	18,635	18,635
가. 중고자동차매매수입	12,327	8,803	13,291	20,729	24,686	24,686
II. 영업비용	63,634	70,573	74,236	98,656	116,000	108,649
1. 차량대여원가	30,086	38,684	45,212	63,323	74,455	65,520
2. 차량매매원가	8,140	5,900	8,588	11,221	13,193	14,777
3. 판매비및일반관리비	25,408	25,989	20,436	24,113	28,352	28,352
III. 영업이익(손실)	7,649	7,754	8,906	18,903	24,000	31,351
VI. 법인세비용차감전계속사업이익(손실)	-22,015	7,398	8,777	11,767	18,084	23,623
VII. 계속사업손익법인세비용	-3,982	2,174	1,782	2,895	4,377	5,718
VIII. 계속사업이익(손실)	-18,032	5,224	6,995	8,872	13,707	17,906
IX. 중단사업이익(손실)	-233	0	0	0	0	0
X. 당기순이익(손실)	-18,265	5,224	6,995	8,872	13,707	17,906
XI. 기본주당손익 (원)	-3,041	618	827	1,042	1,596	2,085

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

현재 주가 수준은 저 평가 국면으로 판단

레드캡투어의 사업 포트폴리오가 완성된 2008 년부터 2010 년까지 동사의 평균 FY1 P/E 는 12.4 배 수준이었다. 2011 년 동사 실적은 K-GAAP 기준으로 매출액 1,400 억원, 영업이익 240 억원, 당기순이익 137 억원, EPS 1,596 원을 예상한다. 따라서 동사의 3 년간 P/E 평균인 12.4 배를 적용했을 때 주가는 19,800 원이 될 것이다. 2011 년 예상 실적 대비 현재 주가는 P/E 9.0 배로 저 평가 되어 있다고 판단한다.

IFRS 도입으로 인한 감가상각 기준을 새롭게 적용하면 2011 년 동사 실적은 개선 되는 효과를 본다. 매출액은 1,400 억원 가량으로 큰 차이를 보이지는 않겠지만 영업이익은 74 억원 증가한 314 억원, 당기순이익은 179 억원을 기록할 것으로 예상된다. 이때 예상 EPS 는 2,085 원으로 3 년 평균 P/E 12.4 배 적용 시 주가는 26,000 원 수준이다. 14 일 증가인 14,350 원은 IFRS 가 적용된 2011 년 EPS 에 P/E 6.9 배 수준이며 3 년 평균 P/E 12.4 배 적용 시 주가는 26,000 원 수준이다. 단, 이 경우 미래 이익은 증가하는 만큼 감소하는 효과가 있으며 기업의 본질적 가치 변화가 발생하는 것은 아니다.

Appendix- 회사 연혁 및 지분 구조

레드캡투어의 사업 목적상 연속성 있는 회사는 1977 년에 설립된 범한여행이다. 2004 년 범한여행은 범한렌터카와 합병했다. 이후 2007 년 미디어 솔루션과 역합병 하면서 미디어솔루션은 레드캡투어로 변경 상장 되었다. 이후 미디어 솔루션의 키오스크 사업 부문을 물적 분할 하면서 렌터카 사업, 여행 사업을 주력으로 하는 현재의 사업 포트폴리오가 완성된다. 현재 당사의 최대 주주는 38.9% 지분을 가진 범한판토스이며 특수 관계인 지분까지 합친 비율은 67.7%에 달한다.

Figure 12 주주 구성

주주명	지분율 (%)	비고
범한판토스	38.9	최대주주
구본호	27.9	최대주주의 2대 주주
KIND EXPRESS	10.5	
특수관계인	0.9	
기타	21.8	

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 연혁

시기	내용
1977년 2월	범한여행 설립 및 여행 사업 개시
2000년	범한여행의 특수 관계자인 범한판토스가 지분 출자 통해 범한렌트카 설립
2004년 7월	범한여행은 범한렌트카와 합병
2007년 1월	레드캡투어로 CI변경
2007년 2월	미디어 솔루션이 레드캡투어(구, 범한여행) 역합병, 이후 렌터카 사업, 여행 사업을 주력 사업으로 변경
2007년 3월	미디어 솔루션에서 레드캡투어로 변경상장
2007년 4월	키오스크 사업 부문을 신설 미디어 솔루션 법인으로 물적 분할

자료: 레드캡투어, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendation

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

- BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
- Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
- Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
- 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

- Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
- Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
- Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
- ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 동 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 에널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차/평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '연말 실적치 - 연초 추정치/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

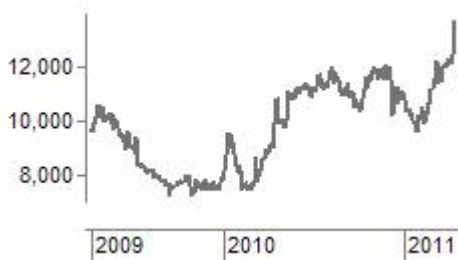
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김서희

종목	담당자	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가				
해당사항없음								

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



레드캡투어 (038390)

날짜	투자 의견	목표가격(12개월)
2011/04/15	N/R	N/R