

종목	투자의견	목표주가
AJ렌터카	매수(신규)	15,000원
레드캡투어	NR	-
우리파이낸셜	NR	-

자동차 소유의 종말

차를 쓰는 현명한 방법: 렌트 > 할부금융

미국 경제학자 제레미 리프킨은 ‘소유의 종말’에서 미래에는 물건을 소유하기보다 빌려 쓰는 세상이 도래할 것이라고 말했다. 이 트렌드는 자동차 부문에서 이미 나타나고 있다. 차량을 소유하지 않고도 사용하는 방법은 렌트, 리스, 할부금융 크게 세 가지다. 우리는 그 중에서 렌터카 시장이 가장 빠르게 성장할 것으로 본다. 렌트는 비용절감, 높은 편익으로 사용자 입장에서 가장 선호되는 수단이고, 시장이 과점화되고 있어 상위 업체는 수익성 측면에서 규모의 경제 효과를 얻을 수 있다. 경쟁자 진입이 늘어나는 할부금융 시장은 은행권과의 연계영업으로 시너지를 낼 수 있는 업체의 차별화된 선전이 예상된다.

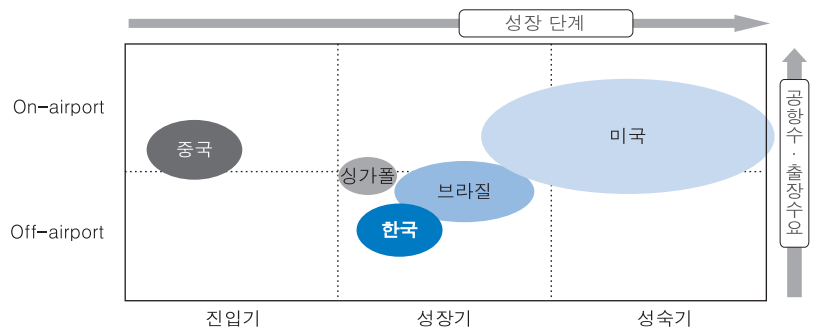
두 자리 수 성장하는 렌터카 시장

시장 일각에서는 내수산업의 한계를 이유로 렌터카 산업 성장에 대해 우려를 표하기도 한다. 그러나 국내 렌터카 시장은 지난 10년간 연평균 12% 성장한 안정적인 사업이자 불황을 활용할 수 있는 산업이다. 우리는 미국, 중국, 싱가포르, 브라질 등 세계 각국의 렌터카 시장이 걸어온 궤적에서 렌터카업체의 성장 모멘텀을 발견했다. 미국의 과점화, 중국의 정책적 지원, 싱가포르의 인바운드 효과, 브라질의 off-airport 확대 등은 한국의 렌터카 시장에도 적용 가능한 성장 드라이버가 될 것으로 판단한다.

공격적 M/S 확대가 돋보이는 AJ렌터카를 top pick으로 추천

향후 시장이 연평균 12% 성장할 것으로 예상되는 가운데 올해 15,000대의 차량을 추가 확보해 공격적 확대에 대응할 AJ렌터카를 탑픽으로 추천한다. AJ렌터카에 대해 투자의견 매수, 목표가 15,000원을 제시한다. 386억원의 공모자금 확보 및 조달금리 하락으로 이자비용이 전년대비 19.1% 감소하고, 중고차 처분 수익률이 2.6%p 상승해 2013년 EPS는 24.1% 성장할 전망이다. 렌탈사업과 여행업의 시너지로 안정적 성장이 예상되는 레드캡투어는 차선호주로 제시한다.

각 국 렌터카 시장 성장 단계와 시장 규모



자료: 한국투자증권

스몰캡팀

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

김정수 3276-4459
kjungsoo@truefriend.com

박선영 3276-6158
sunyoung.park@truefriend.com

Sector report focus

□ 리포트 작성 목적

- 미국, 중국, 싱가포르, 브라질 렌터카 시장 비교를 통해 한국의 렌터카 현황 판단과 미래 조망
- 불황과 저성장에 강한 렌트, 할부금융 산업 비교 분석
- 할부금융시장 소개 및 관련 산업 비교

□ 핵심 가정 및 valuation

- 우리나라 렌터카 시장은 렌터카 시장에 진입했으나 아직 공급이 수요를 결정하는 시장으로서 '투자능력=M/S확보'의 경쟁이 될 것
- 할부금융: 자동차관련 금융 비중이 84%(2011년)로, 국내신차판매는 정체상태로 자동차의 평가 상승에 따른 제한적 시장 성장 예상
- 신차 할부 금리 전망 5~10%, 중고차 할부금리 20~30%

□ 렌탈/할부금융/리스 비교

	렌트	할부	리스
세법상 비용 인정	렌트비총액	감가상각비, 자비용	운용리스는 리스로 총액 금융리스는 이자만
LPG연료 사용 여부	O	△(일부 이용가능)	X(이용불가)
자동차세 보험료	월 이용료에 포함 (별도 납부 없음)	별도납부 (사용자 부담)	월 이용료에 포함 선택 옵션
보험할증	X	O	O
사고시	렌터카사 대행	가입 보험사 별도 연락	가입 보험사 별도 연락
주행거리제한	X	O	O
2부제, 10부제 제한	O	X	X
번호판	허	일반	일반
차량소유자	렌터카	계약자	리스사

□ 위험 / 기회 요인

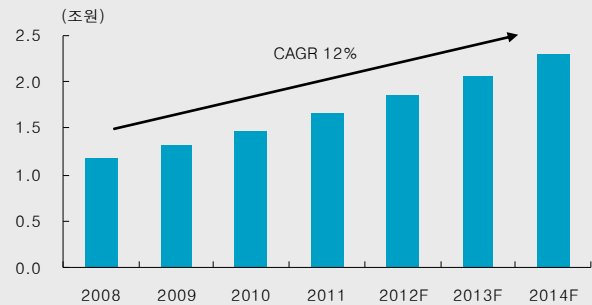
- 현재 렌터카 시장은 '공급=수요=M/S'인 성장 시장이지만, 진입장벽이 낮아 공급이 단기 과열될 가능성
- 금리 하락으로 조달비용이 감소하는 점은 업계 전체에 긍정적
- 자동차할부금융시장은 기존 여신전문업체 외에 신용카드사, 은행 등 신규 진입자 등장으로 제한된 시장에 비해 경쟁 과열 가능성
- 할부금융에서 중고차 할부시장의 금융이용이 20%에 불과하므로 투명한 중고차 시장 확립 시 이용률 상승해 추가 성장 가능

□ 산업의 주요 특징

1) 렌터카 시장

- 2012년 기준 한국시장 1조 8,468억원, 렌터카 대수 32만대(예상)
- 상위 5개 업체(KT금융렌터카, AJ렌터카, 현대캐피탈, SK네트웍스, 레드캡투어)가 전체 시장의 55%를 과점하는 구조
- 크로스 핏팅이 가능한 장단기 렌트 포트폴리오: 단기 렌트(주로 개인 고객)는 불황일수록 수요가 감소하지만, 장기 렌트(주로 법인고객)는 불황에 민감도가 낮거나 오히려 수요가 증가하는 구조
- 장단기 렌트 외 보험대차, 카셰어링 등 틈새시장 공략 가능

렌터카 시장 추이 및 전망



자료: 자동차대여업협회, 한국투자증권

2) 할부금융 시장

- 2012년 9월 자동차 금융 취급 잔액 기준 33조원 규모
- 주요 업체로는 현대캐피탈, 아주캐피탈, 우리파이낸셜 등이 있음

□ 밸류에이션 비교

- AJ렌터카 2013F PER 7.8배
- Localiza 2013F PER 19.7배
- Hertz global 2013F PER 10.8배
- Avis budget group 2013F PER 10.1배

Contents

I. Investment summary	2
1. 렌터카를 사자	
2. Valuation & top pick	
II. 렌터카 시장	5
1. 세계 렌터카 시장을 통해 본 한국 시장의 현황과 전망	
1) 미국	
2) 중국	
3) 싱가포르	
4) 브라질	
2. 투자 키워드로 보는 렌터카 성장 모멘텀	
1) 불황: 비용을 줄이는 기업들	
2) 인식 변화: '하'차량에 대한 시각 & 소유에서 사용으로	
<Appendix 1> 렌트, 리스, 할부금융 비교	14
<Appendix 2> 할부금융 시장 현황	16
용어해설	20
III. 종목 분석	21

I. Investment summary

1. 렌터카를 사자

차를 빌려 쓰는 세상 도래

제레미 리프킨은 저서 ‘소유의 종말’에서 빌려 쓰는 세상이 도래할 것이라고 말했다. 이 트렌드는 자동차에서 가장 먼저 나타났다. 현재 차를 사지 않고 사용하는 방법은 렌트, 리스, 할부금융 등 크게 세 가지가 있다. 우리는 그 중에서도 편의성 측면과 비용 절감에서 가장 탁월한 렌터카 시장이 가장 활성화될 것으로 본다.

시간이 지날수록 상위업체가 M/S가 커지는 구조

렌터카 시장은 진입장벽이 낮아 영세업체부터 대형 브랜드 업체까지 다양하다. 이는 비단 국내 시장뿐 아니라 해외에서도 마찬가지로 영세업체 난립으로 인한 수익성 악화를 걱정하는 시각이 많다. 그러나 미국 렌터카 시장을 보면 대형 브랜드 업체들의 장악력은 시간이 지남에 따라 확장되고, 영세업체들은 틈새시장으로 정착되는 이분화된 모습을 보인다. 적극적인 M&A와 브랜드 전략을 통해 상위 4개 업체가 전체 시장의 97%를 장악한 미국 시장은 현재 Top 5 합계 M/S가 55%에 불과한 국내 렌터카 시장이 갈 길을 제시한다.

렌터카 시장에 우호적인 정책이 시장 형성에 중요

중국의 경우 땅은 넓지만 대중교통이 커버하는 범위가 작고, 정부에서 렌터카 산업에 우호적인 정책(보조금, 자동차 구매제한 정책)을 실시하고 있어 시장은 빠르게 성장할 것으로 전망한다. 정부의 정책이 시장 성장에 중요한 역할을 한다는 것을 확인할 수 있다. 한국도 2002년 렌터카 산업이 허가제에서 등록제로 바뀌고 등록기준이 100대에서 50대로 대폭 완화되면서 렌터카 시장이 커진 바 있다.

MICE로 들어오는 외국인 출장자/관광객이 주요 수요자

싱가폴은 부산 정도 면적은 작은 국가임에도 불구하고 렌터카 시장이 성장했다. 작은 국가에서 렌터카는 필요 없다는 편견을 깨고 싱가포르에서 시장이 성장할 수 있었던 가장 큰 이유는 해외에서 유입되는 외국인의 렌터카 수요다. 싱가포르를 주로 해외에서 들어오는 외국인들의 렌터카 수요로 시장이 성장한 케이스다. 실제 우리나라 렌터카 시장은 1988년 서울올림픽을 계기로 개화됐다. 우리 나라의 경우 인바운드 관광 수요 중심으로 외국인들의 유입이 늘고 있고, 2013년부터 충주 세계 조정 선수권 대회 등 국제 행사(MICE) 개최가 계획되어 있어 단기 렌터카 수요가 크게 급증하는 계기가 될 전망이다.

보험대차, 미니 리스 등 공차율 제로 전략도 중요

우리나라와 같은 성장기지만 성장속도가 더 빠른 브라질 시장에서는 보험대차와 미니리스 등 단중기 렌터카 서비스가 시장 성장을 이끌고 있다. 법인 렌탈 수요가 전체의 60% 이상을 차지하는 국내의 경우 단기 렌터카의 대부분은 레저, 출장 등 수요에 쓰이고 있다. 레저, 출장 등 변동성이 높은 수요를 안정된 수요로 바꾸기 위해 렌터카업체는 보험대차 시장을 새로운 신시장으로 공략하고 있다.

단기는 불황 모멘텀, 장기는 사용 트렌드로 성장

렌터카 산업은 불황을 활용하는 산업이다. 렌터카 시장은 1997년 외환위기 이후 기업들이 비용절감을 위해 회사보유차량을 대거 렌터카로 전환하면서 급성장했다. 저성장과 불황 국면에서 자산을 줄이려는 움직임뿐 아니라, LPG 사용으로 인한 연료 절감, 렌트비 전액 비용 계상으로 인한 법인세 절감효과, 실무진 입장에서의 차량 유지보수 관리의 이점 등이 결합하여 경기가 나빠질수록 렌트 신규 수요가 유입되는 특징이 있다. 더불어, 차량을 소유하기보다 사용하려는 트렌드가 활성화되고 있고, ‘허’ 차량에 대한 인식이 과거 ‘차 없는 사람’에서 ‘대기업 임원’, ‘고소득자’로 인식이 변화하고 있는 점도 긍정적이다.

2. Valuation & top picks

국내외 렌터카 대부분이 비상장사

국내외 렌터카 업체 수는 많지만, 상장된 렌터카 회사는 많지 않다. AJ렌터카가 2012년 7월 업계 최초로 상장했고, 미국 내 1위 렌터카 업체인 Enterprise사는 비상장이다. 중국의 1위 렌터카 업체인 China auto rental company는 미국 내 상장을 준비하고 있고, 일본의 렌터카 업체들도 대부분 비상장사다. 미국 내 각각 2,3위인 Avis와 Hertz가 주식시장에서 거래되고 있지만 서비스 형태가 국내 렌터카 사업구조와 다르고 이미 시장이 성숙기로 접어들어 성장기에 속한 국내 시장과의 현 시점에서의 직접적인 비교는 큰 의미가 없다.

시장 대비 20% 이상 프리미엄 적당

국내 렌터카 시장은 지난 10년간 CAGR 12% 성장해왔다. 렌터카 산업이 시장 대비 안정적이고도 높은 성장률을 오랫동안 지속해왔고, 현재 성장 단계가 ‘차량공급=수요’가 되는 시장 성장기 초입 단계임을 감안할 때 시장 대비 25% 프리미엄을 받아야 한다고 생각한다. 또한 1997년 IMF, 2008년 금융위기 등 저성장과 불황 국면에도 불구하고 신규 수요가 꾸준한 내성이 있다는 점도 감안해야 한다. 실제로 2008년 금융위기에서 2011년 유럽재정위기가 걸려진 지난 4년간 전체 렌터카 시장은 12% 성장했고, AJ렌터카와 레드캡투어 렌터카 부문 연간 매출액 증가율 평균은 각각 17%, 25%에 달했다. 동기간 시장 전체 영업이익 증가율은 8%에 불과했지만, AJ렌터카와 레드캡투어 렌터카부문의 영업이익은 각각 22%, 45% 증가했다. 향후 3년간 렌터카 시장의 두 자리 수 성장이 예상되고 불황에 강한 렌터카 시장의 안정성을 감안하여 현재 KOSPI의 12MF PER 9.6배 대비 25% 할증한 12배를 목표 PER로 설정했다.

해외 렌터카 시장 PER의 성장기와 비교해도 저평가

목표 PER 12배는 한국 렌탈 시장과 가장 유사한 구조를 보이지만 매출액 증가율은 2배인 브라질 렌터카 업체의 투자 확대기(2010~2011년) 평균 PER의 절반 수준에 불과하다. 미국의 대표 렌터카 업체인 Avis와 Hertz의 현 2013F PER은 각각 10.1배, 10.8배 수준이지만 미국 렌터카 시장은 대표 렌탈업체의 매출액 증가율이 7~8%로 한 자리수로 정체된 성숙기에 접어들었음을 감안할 때, 미국 렌터카 시장 대비 20% 할증은 과도하지 않다고 판단한다.

AJ렌터카 목표주가 15,000원

목표 PER 12배를 적용하여 AJ렌터카에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15,000원을 제시한다. 상승 여력은 48%다. 올해 공격적인 투자로 인한 매출액 증가와 조달금리 하락 등 실적 개선과 함께 KT렌탈의 연내 상장추진으로 렌터카업체의 리레이팅이 가능할 것으로 예상된다. 현재 세계 렌터카 상장업체들의 주가는 저성장 국면에서 상대적인 매력도가 부각되며 6개월래 최고치를 경신하고 있다. 특히 브라질 1위 렌터카업체인 Localiza는 상장 이후 최고가를 경신했고, Avis와 Hertz의 지난 3개월 주가상승률은 45%, 35%로 시장대비 높았다.

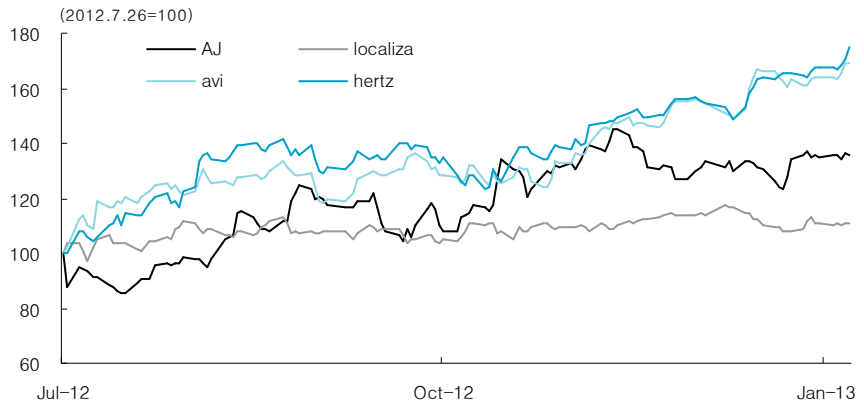
<표 1> 글로벌 peer group valuation

(단위: 배)

회사	PER			PBR			EV/EBITDA		
	11	12F	13F	11	12F	13F	11	12F	13F
Localiza	30.2	31.0	19.7	5.7	5.9	4.7	9.9	10.2	9.0
Avis	6.4	9.6	10.1	NA	3.2	4.6	4.9	16.3	16.0
Hertz	15.4	14.4	10.8	3.2	3.1	2.5	5.8	10.3	12.6
Sixt	12.1	9.6	9.2	1.3	1.3	1.2	4.0	4.0	3.8
Eurazeo	71.7	58.1	19.8	0.8	0.8	0.8	12.8	8.9	8.5
Ryder system	14.2	12.0	12.0	0.5	0.5	0.5	5.2	4.6	4.6
해외 평균	15.6	17.2	13.6	2.3	2.4	1.9	7.1	8.8	8.8
AJ 렌터카	NA	9.3	7.8	NA	1.2	1.1	NA	3.8	3.7
레드캡투어	6.2	8.2	6.3	1.2	1.1	1.0	2.4	3.0	2.9
한국 평균	6.2	8.8	7.1	1.2	1.2	1.1	2.4	3.4	3.3
전체 평균	14.1	13.4	12.0	2.1	2.1	2.1	6.4	7.6	7.6

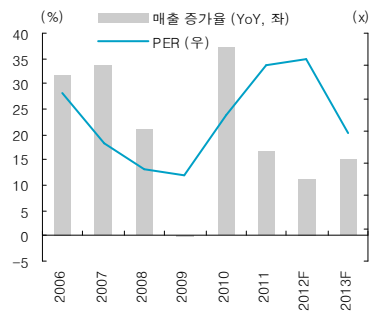
주: valuation 지표는 Bloomberg consensus 기준, 2011년, 2012년 해외 평균 PER 산정시 Eurazeo PER은 outlier로 제외
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 글로벌 렌터카 업체 주가 추이



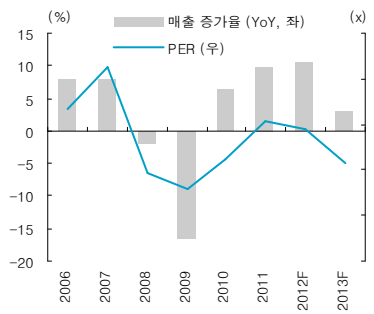
자료: Fn-guide, 한국투자증권

[그림 2] Localiza: PER & 매출 증가율



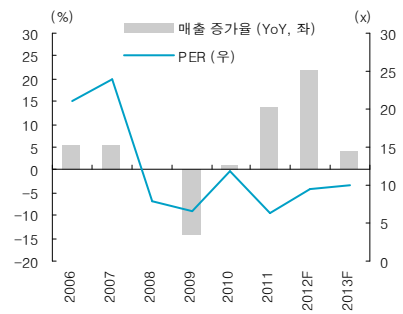
자료: Bloomberg

[그림 3] Hertz: PER & 매출 증가율



자료: Bloomberg

[그림 4] Avis: PER & 매출 증가율



자료: Bloomberg

II. 렌터카 시장

1. 세계 렌터카 시장을 통해 본 한국 시장의 현황과 전망

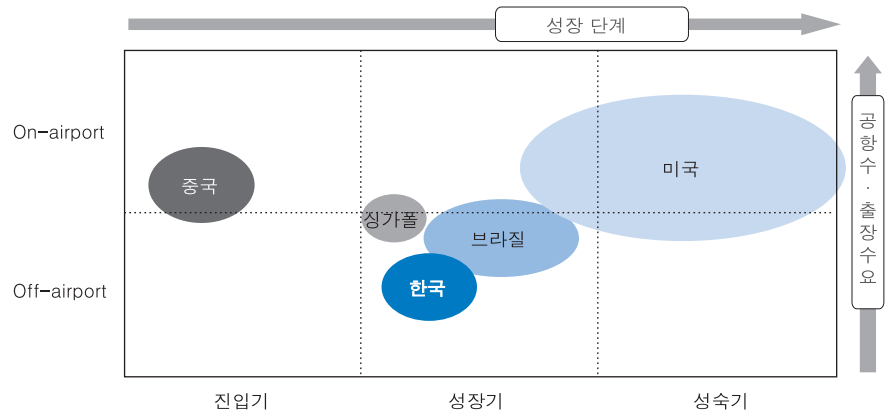
차량 보유 유무에 상관없는
다양한 목적으로 시장 확대

렌터카 산업은 미국에서 가장 먼저 시작된 산업이다. 초기에는 차가 없는 사람들이 이동이 필요할 때 자동차를 빌려주고 이용시간만큼 돈을 주는 형태였다. 하지만 현재 렌터카 시장은 차량 보유 유무에 상관없이 1) 출장, 여행 등 원거리 이동이 필요할 때, 2) 법인에서 임원급 이상 차량을 제공할 때, 3) 목돈이 부족한 개인들이 자동차를 사용할 때, 4) 고급차량을 사용하고자 할 때 등으로 이용범위가 확대됐다.

각국 렌터카 시장 비교

수요 확대와 더불어 각국의 렌터카 산업은 고유의 성장 사이클을 보였다. 세계 각 나라의 렌터카 시장의 성장 속도는 각기 다르며, 서비스 형태도 특성에 맞게 차별화돼 있다. 경제성장 속도, 국토 넓이, 차량보급대수, 인구수 등 통계학적 변수가 다르기 때문이다. 우리는 미국, 중국, 싱가포르, 브라질 등 대표 시장에서 렌터카 산업이 걸어온 궤적을 비교·대조해 보고, 한국의 렌터카 시장의 현황을 판단하고 가까운 미래를 조망해보려 한다.

[그림 5] 각국의 렌터카 시장 포지션 비교



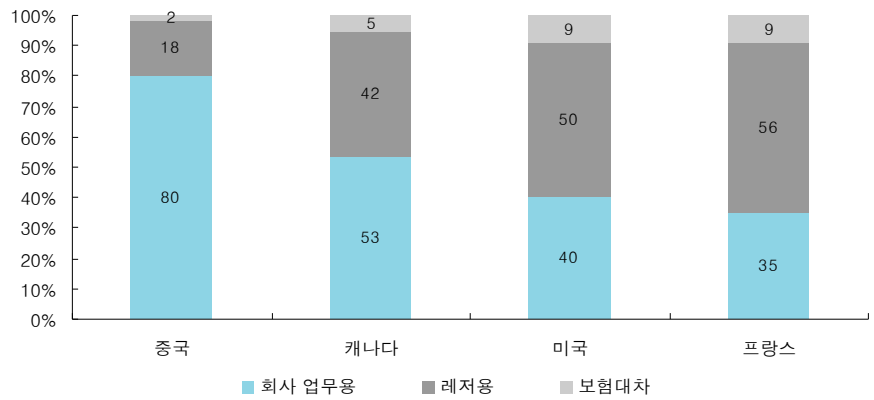
자료: 한국투자증권

<표 2> 각국 비교표

	(단위)	중국	미국	일본	브라질	싱가폴	한국
인구수	백만	1,343	314	127	199	5	49
땅넓이	1,000km	9,596	9,826	378	8,514	0.7	100
주요 공항수	개수	175	5,170	20	713	1	15
자동차 등록대수	만대	7,800	23,980	7,390	2,560	57.7	1,732
렌터카 시장규모	십억원	2,625	22,050	NM	2,600	NM	1,847
렌터카 등록대수	만대	49	174	43	41	1.3	35

자료: 위키디피아, 전국자동차대여사업조합, 일본 아노경제연구소, 미국 AM mindpower solutions, Maps of world, 한국투자증권

[그림 6] 성숙기에 접어든 시장일수록 레저 비중 높아져



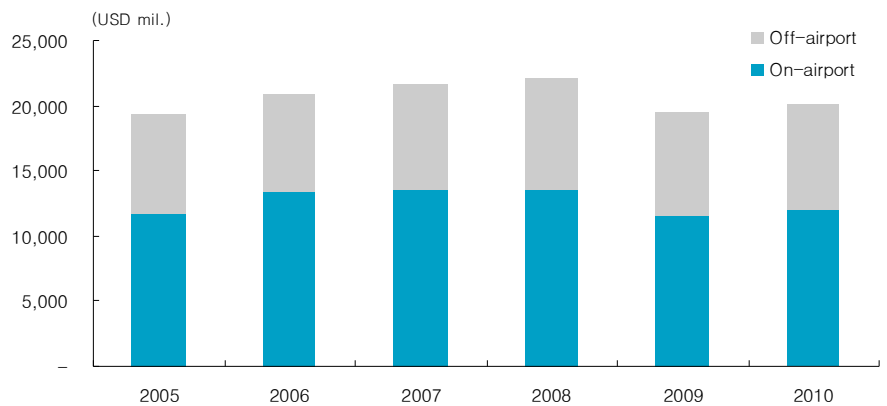
자료: Roland berger, 한국투자증권

**미국: 광활한 국토, 많은 공항
On-airport 시장 위주 성장**

1) 미국 시장: 상위업체 과점화 진행

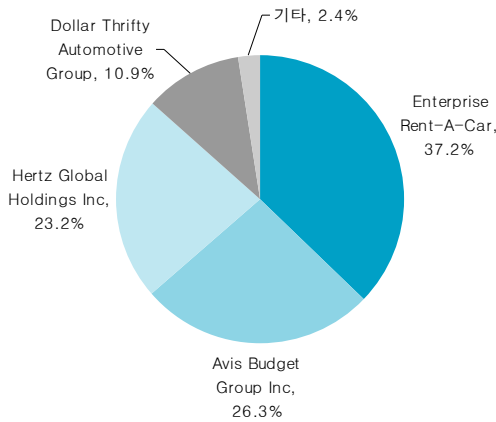
미국은 광활한 국토(우리나라 국토넓이의 100배)와 많은 인구에 의해 자동차 및 렌터카시장 규모가 크다. 광활한 토지대비 대중교통이 닿지 않는 곳이 많아 차가 없으면 다닐 수 없는 곳이 많다. 원거리에 위치한 도시간 이동 때에는 주로 비행기를 많이 이용하지만, 공항에 내려서 최종 목적지까지 이동할 때는 렌터카가 필요하다. 공항에서 픽업하는 렌터카를 'on-airport rent'라고 부르고, 그렇지 않은 시장을 'off-airport rent'로 구분한다. 미국은 on-airport rent 시장 비중이 59%로 훨씬 크게 형성돼 있다. 우리나라의 경우 상대적으로 땅덩이가 좁고 대중교통이 지방 구석까지 발달되어 있을뿐더러 지방 공항 사용이 활성화되지 않아 미국처럼 on-airport rent 시장은 활발하지 않다. 미국의 현재 렌터카 등록대수는 174만대에 달하며, 경쟁강도 강화와 여행객 증가로 2015년에는 190만대로 늘어날 것으로 예상된다.

[그림 7] 미국 렌터카 시장 성장: On-airport 중심 성장했으나, 금융위기 이후 급감



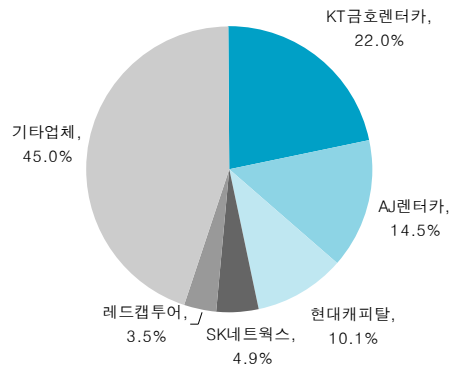
자료: Am mindpower solutions

[그림 8] 미국 렌터카 M/S: 상위 4개업체 합산 점유율 97%



주: 2010년 기준
자료: 각사, AM Mindpower solutions

[그림 9] 국내 렌터카업체 M/S: 상위 5개업체 합산 점유율 55%



자료: 전국자동차대여사업조합연합회, AJ렌터카

상위업체의 M&A 활발

성숙시장인 미국에서는 현재 상위업체들의 M&A가 활발하다. 미국은 상위 4개 업체가 전체 시장의 97%를 차지하는 과점화된 시장이다. 지난해 11월 3위 업체인 Herz가 4위 업체인 Dollar thrifty를 23억 달러에 인수했다. 2위 업체인 Avis는 카셰어링업체 zipcar를 5억 달러에 인수했다.

한국 과점화 정도 낮지만, 상위업체 위주로 재편될 것

한국은 상위 5개 업체가 시장의 55%를 점유하는 과점화 정도가 약한 시장이다. 2010년 KT가 금호렌터카를 인수해 국내 최대의 렌터카업체로 성장해 1위 M/S(22%)를 확보하고 있고, AJ렌터카(15%), 현대캐피탈(10%)이 각각 2, 3위를 차지하고 있다. 렌터카 업체의 대량 구매를 통한 규모의 이익과 브랜드 인지도가 중요해지고 있기 때문에 한국 렌터카 시장도 상위업체 위주로 성장할 것으로 판단한다.

<표 3> 국내 렌터카 업체 비교

	KT 금호렌터카	AJ 렌터카	현대캐피탈	SK네트웍스	레드캡투어
렌터카 사업 시작연도 (업력)	1986년 (27년)	1988년 (25년)	2008 (5년)	2009년 (4년)	1997년 (16년)
M/S	22.0%	14.5%	10.1%	4.9%	3.5%
차량보유대수	66,265대	44,400대	30,524대	14,583대	11,106대
렌터카 매출규모	6,615억원	3,634억원	NM	NM	1,100억원
부채비율	510%	337%	611%	259%	123%
Captive market 보유 여부	KT, 금호그룹	없음	현대차 그룹	SK 그룹	LG/LS/GS 그룹
비고	2010년 6월 금호렌터카 합병	-	-	국방부 근무지원단에 렌터카 공급(기존 157대 보유차량 대신 승용차 85대, 승합차 4대 렌트) TCMS 법인차량관리서비스	-

주: 차량보유대수는 2012년 6월 말 기준, 현대캐피탈과 SK네트웍스의 경우 렌터카 매출 구분이 어려워 NM로 처리
자료: 각 사, 전국자동차대여사업조합연합회, 한국투자증권

2) 중국 시장: 정부의 정책적 지원 중요

중국: 넓은 국토 대비 자동차 보급 대수 미미.
렌터카 시장은 초기 단계

마찬가지로 땅덩이가 넓은 중국이지만 경제 성장 단계가 낮아 렌터카 시장은 초기 단계다. 컨설팅 업체 롤란드 버거는 2015년 중국 렌터카 시장 규모를 61억 달러로 추정했다. 중국 렌터카 초기 시장 성장은 1) 택시요금 급등, 2) 정부의 렌터카 업체에 대한 보조금, 3) 여가/레저를 즐기는 인구 증가, 4) 비싼 비행기와 안전성이 보장되지 않은 고속열차 등 대체 교통수단 대비 높은 매력에 기인했다.

대도시에 집중된 렌터카 시장

중국에서 현재 렌터카 사업을 하고 있는 업체는 5,000개 정도지만 그 중 80%가 자동차 50대 미만의 영세업체이며 북경, 상해, 선전, 광주 등 대도시에 집중돼 있다. 북경의 렌터카 시장의 성장속도가 타 도시대비 빠른 이유는 '베이징시 자동차 구매제한 정책'에 기인한다. 2010년 12월 24일부터 베이징 정부는 자동차번호판 발급제한정책을 실시하고, 자동차 연판매량을 89만대에서 34만대로 제한했다.

렌터카 시장에 우호적인 정책

중국의 경우 땅은 넓지만 대중교통이 커버하는 범위가 작고, 정부에서 렌터카 산업에 우호적인 정책(보조금, 자동차 구매제한 정책)을 실시하고 있어 시장은 빠르게 성장할 것으로 전망한다. 중국의 교통정보국(MOT: Ministry of Transport)는 2011년 4월에 각 지방정부가 대규모 렌터카 업체의 등록절차를 간편하게 하도록 지원했다. 또한 현재 2만대에 달하는 관용차량을 줄이도록 개혁안을 제시해 향후 관용차량 수요는 렌터카에 의해 충족될 전망이다. 정부 정책이 시장 성장에 중요한 역할을 할 수 있다는 점을 확인할 수 있다. 한국도 2002년 렌터카 산업이 허가제에서 등록제로 바뀌고 등록기준이 100대에서 50대로 대폭 완화되면서 렌터카 시장이 커진 바 있다.

<표 4> 중국 렌터카 업체

회사명	차량보유대수	설립연도	주요 근거지	네트워크	상세
차이나 오토렌탈 (China auto rental)	25,845 대	2007	북경	66 개 도시, 520개 서비스센터	2015년에는 10만대까지 늘릴 계획, 전체의 81.2%가 단기렌탈에서 발생 레노보가 차이나오토렌탈 50% 인수. 주식/채권 투자 형식으로 12억 위안 투자(자지분을 15%) 미국 상장을 앞두고 있음
이하이카렌탈 (eHi car rental service)	7,800 대	2006	상해	38 개 도시 120개 서비스센터	골드만삭스에서 2007년, 2009년에 각각 500만 달러, 2000만 달러 투자, 2010년 8월 말 7,000만 달러 투자 중국 내 정부/국영기업 10,000개 회사에 공급
Avis	5,000 대	2002	전역	35 개 도시, 6,000 대, 105 개 서비스센터	2002년 중국진출
Topone	NM	2006	선전	-	항공사 제휴 활발(Air china, Southern airlines, Hainan airlines 와 계약) 중국 최초의 렌터카

자료: KOTRA, 한국투자증권, news flow

작은 나라고, 차량 보급률이 높은 국가지만 렌터카도 성장

3) 싱가포르 시장: MICE가 시장 성장을 촉진

싱가폴은 땅 넓이 672km², 국민수 531만명으로 우리나라 부산 정도 크기의 작은 국가다. 택시이동만으로 전국을 이동할 수 있으므로 렌터카 시장이 성장할 수 없는 환경이지만 싱가포르에서 렌터카 산업은 성장단계에 진입할 정도로 빠르게 확장하고 있다. 2009년 기준 싱가포르에 등록된 단기레저용 렌터카 대수는 총 13,000대로 5년 전에 비해 68% 증가했다. 동기간 32% 늘어난 자동차 판매대수의 두 배에 달하는 수준이다. 렌터카업체 prime leasing에 따르면 지난 2005~2010년 동사의 렌터카 운영규모는 연 20%씩 성장했다.

MICE로 들어오는 외국인 출장자/관광객이 주요 수요자

작은 국가에서 렌터카는 필요 없다는 편견을 깨고 싱가포르에서 시장이 성장할 수 있었던 가장 큰 이유는 해외에서 유입되는 외국인의 렌터카 수요가 견조했기 때문이다. 싱가폴은 주로 해외에서 들어오는 외국인들의 렌터카 수요로 시장이 성장한 케이스다. 주된 성장 요인은 1) 싱가포르 내 거주하는 해외인구 증가, 2) MICE(Meeting, Incentive, Congress, Exhibition & event) 산업 성장에 따른 수요 증가, 3) 육상교통국(LTA: Land Transport Authority) 규정 변경으로 중고차를 렌터카에 활용 가능 등 정책적 환경 조성 등을 꼽을 수 있다. 특히 Herz Asia Pacific에서는 싱가포르 관광업 성장을 렌터카 성장의 주요 동인으로 판단했다. 중고차 판매업자들이 팔리지 않는 재고를 렌터카로 전환해 렌터카 사업에 참여, 공급을 늘리면서 렌터카 사업 확대에 긍정적인 환경이 조성됐다.

인바운드 증가와 함께 렌터카 시장이 커질 개연성도 증가

싱가폴 시장이 우리 렌터카 시장에 주는 함의는 우리나라도 인바운드 성장과 함께 렌터카 시장이 커질 수 있는 여지가 충분하다는 점이다. 현재 중국인 입국객의 80%가 여행사가 제공하는 버스로 이동하는 패키지로 국내를 여행하지만, 일본의 경우 80%가 본인이 여행일정을 선택하는 개별여행(FIT)으로 들어온다. 향후 국내를 관광하는 외국인의 여행 유형은 패키지보다 FIT가 커질 것이며, 이는 렌터카 시장에게 또 다른 성장의 기회를 제공하게 된다.

<표 5> 싱가포르 렌터카 업체

회사명	차량보유대수	상세
Prime leasing	750 대	-주요 고객은 오일, 가스, 해양, 금융 종사자
Daimler AG	550 대	-550 대 중 200 대 이상이 벤츠차량 -경영간부층에 장기 임차 계약으로 차량 공급
Herz Asia Pacific	350 대	-관광업 성장 및 리조트 개장 수 확대에 따라 운영차량 늘림
Premier Rent A Car	420 대	-높은 서비스 수준 유지 위해 성장 속도 완화
Luxe Car Rental	9 대	-슈퍼카(람보르기니, 벤틀리, Aston martin) 취급 렌터카
Smart Car Rental	70 대	-전기차 포함

자료: KOTRA, 한국투자증권, news flow

<표 6> 2013년 이후 개최 예정 국제 행사

날짜	행사명	행사 규모
2013.8.25~9.1(9일간)	충주 세계조정선수권 대회	2,300명(80개국)
2014.9.19~10.4(16일간)	인천 아시안게임	20,000명(45개국)
2015.7.1~12(12일간)	광주 하계 유니버시아드	20,000명(170개국)
2018.2.9~25(17일간)	평창 동계올림픽	26,000명(80개국)

자료: 한국투자증권

연평균 12% 성장한 브라질 렌터카 시장

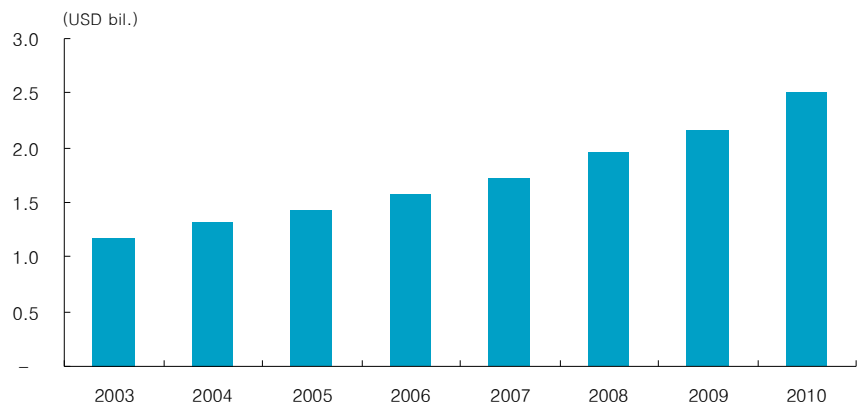
4) 브라질 시장: 보험대차, 미니리스 등 틈새시장 공략

2010년 기준 브라질 렌터카 시장 규모는 2조 6,000억원이며, 진입장벽이 낮아 업체 수는 2,008개에 달한다. 총 렌터카 대수는 414,340대다. 브라질 렌터카 시장은 지난 8년간 연평균 12% 성장했다. 대표 렌터카 업체는 'Localiza'로 총 88,000대를 보유해 21%의 M/S를 확보하고 있다. Unidas가 M/S 8%로 2위, 다음이 미국계인 Avis, Hertz 순이다. Localiza는 2~4위의 M/S를 합친 것보다 1.7배 많은 M/S를 확보하고 있다.

한국과 가장 유사한 브라질의 렌터카 시장

2010년 Localiza의 사업구조를 브라질 전체 렌터카 시장의 proxy로 분석해보면, 단기 레저 위주 개인고객의 매출비중이 48%고 나머지 52%가 장기 법인고객으로 우리나라와 상당히 유사한 구조다. 브라질 평균 법인 렌탈 계약기간도 한국과 마찬가지로 2~3년이다. 법인 렌탈의 경우 경기의 영향을 크게 타지 않아 안정적인 수익을 창출하는 특징이 있다. 실제 2008년과 2009년 세계 경제 위기가 도래했을 때 Localiza의 법인 렌탈 부분의 EBITDA는 오히려 각각 17.2%, 15.3% 증가했다. 유동성이 문제가 될 때 기업은 최대한 큰 지출은 줄이려는 경향이 있으므로 차량을 렌탈하고자 하는 신규 수요가 유입된다.

[그림 10] 브라질 시장: 지난 8년간 12% 성장한 시장

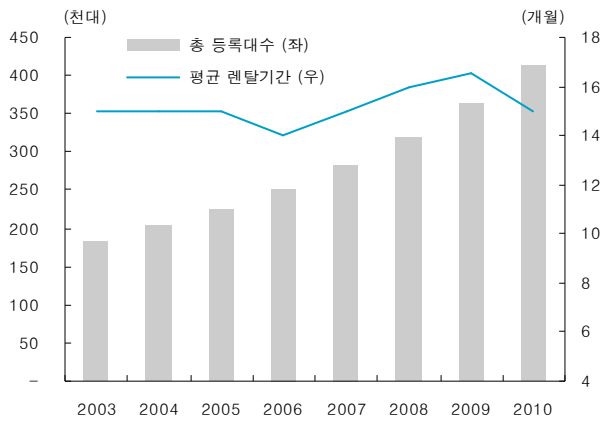


자료: Brazil car rental association

중기 렌탈(미니리스)과 보험대차 시장이 시장 성장의 모멘텀

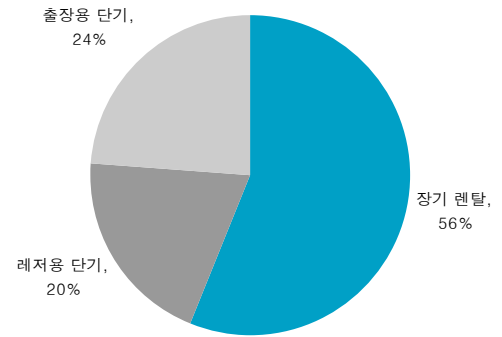
미국, 중국, 싱가포르 등은 공항으로 입국하는 관광 여행객/비즈니스 출장자가 많아 공항 연계 렌터카 시장(on-airport)이 전체의 60%를 차지하고 있다. 브라질의 경우 공항 렌터카 비중이 30% 이하로, 공항 렌터카 비중이 작은 우리나라와 비슷하다. 브라질 렌터카 시장의 성장 동력은 off-airport 시장에서 찾고 있다. off-airport 시장에서 크게 성장하는 서비스는 보험대차 시장과 미니리스 시장이다. 미니리스는 중기 렌탈 개념으로 통상 1~3개월 간 차량을 대여한다. 한국의 렌터카 업체들도 전체 매출액의 40~50%가 단중기 수요에 해당하는 데, 단중기 렌탈 대여비는 장기보다 비싸지만 기간이 짧아 공차율이 높다는 단점이 있다. 한국의 렌터카 업체도 보험대차 영업을 활성화해 공차율을 낮춰 성장 모멘텀을 확보하겠다는 전략을 가지고 있다.

[그림 11] 브라질 렌터카 등록대수 및 평균 렌탈기간



자료: Brazil car rental association

[그림 12] 브라질 렌터카 시장 목적별 구분



자료: Brazil car rental association

2. 투자 키워드로 보는 렌터카 시장 모멘텀

특정 산업이 저성장과 불황 국면에서 타격을 받지 않고 선전하기란 쉽지 않다. 렌터카 산업은 기업들의 비용을 절감하는 유인을 제공해 불황 가운데서도 수요를 창출할 수 있는 여지가 있어 상대적으로 불황에 견고하다. 또한 렌터카 차량에 대한 인식 변화는 장기적인 렌터카 성장을 담보하는 트렌드다. 과거 '허'차량은 차가 없는 사람이나 사용하는 차량이라는 인식이 강했으나 최근에는 임원급 간부가 타는 고급차량이라는 이미지로 바뀌었다. 뿐만 아니라 사람들이 자동차를 소유하기보다 사용하는데 대한 거부감이 줄면서 수요자층이 두터워지는 것도 긍정적이다.

1) 불황: 비용을 줄이는 기업들

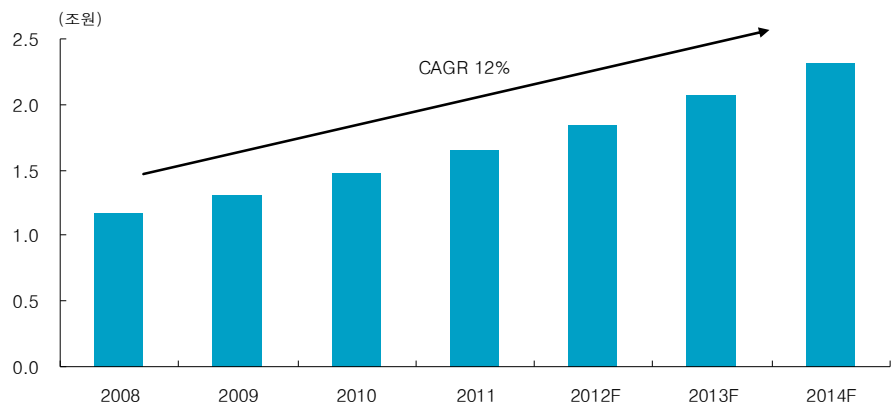
불황에는 고정비 감소

기업들은 불황에 고정비를 줄이려고 한다. 매출액이 줄어 공헌이익이 감소하기 때문에 고정비를 회수하려면 팔아야 하는 목표치(BEP)는 더욱 늘어난다. 따라서 기업은 불황에 인력 구조조정을 하고, 불필요한 자산을 매각하는 등 고정비 감소를 위한 직간접적 노력을 기울인다.

외환위기로 렌터카 시장 성장

렌터카 시장은 1997년 외환위기 이후 기업들이 비용절감을 위해 회사보유차량을 대거 렌터카로 전환하면서 급성장했다. 렌터카 차량등록대수는 1997년 이전 5만대에 불과했지만 2011년 기준 26만대를 넘어서며 양적으로 팽창했다.

[그림 13] 국내 렌터카 시장 규모: 불황에 상관없이 매년 12% 성장



자료: 자동차대여업협회, 한국투자증권

<표 7> 렌터카 vs 회사보유차량 비교

	렌터카	회사보유차량
비용 발생 시점	매월 사용료 개념으로 렌트비를 비용으로 지출	차량구입시 구입비용 초반에 지출 차량운반구 자산계정으로 처리하고, 내용연수에 따라 매월 감가상각비 계상
법인세 절감 효과	렌트비 전액 손비 처리, 법인세 절감 효과 발생	없음
중고차 판매	계약기간 만료 시 렌터카 업체에서 중고 판매	보유회사에서 위탁, 직접 판매
유지/보수 책임	렌터카 업체 24시간 차량보수와 유지시스템 갖추고 있어 효율적 (사고율 낮음)	회사 직접 책임

자료: 한국투자증권

**할부구매보다 유리한
장기 렌터카의 혜택**

법인의 경우 경제적, 유지/보수적 측면에서 직접 구입해 운영하는 것보다 렌터카 이용이 훨씬 유리하다. 첫째, 렌터카는 직접보유의 형태보다 초기비용 부담이 저렴하다. 렌터카는 매월 사용료 개념으로 렌트비를 비용으로 지출하지만 회사보유차량은 차량구입 초기비용이 자동차 가격만큼 지출되고 할부로 구입한다 해도 금융비용을 부담해야 한다. 둘째, LPG 차량으로 운영가능해 주행거리가 많을수록 유류비를 절감할 수 있다. 셋째, 렌터카는 리스와 달리 렌트비를 전액 손비처리할 수 있다. 기타 자동차 세금이나 보험료 측면에서도 차차보유시보다 비용을 절감할 수 있다. 또한 최근 렌터카업체의 유지/보수/정비 서비스가 강화되면서 차량관리 서비스 질이 높아졌으며, 따라서 사고율, 고장률이 낮아지고 있다. 이는 운전자의 안전성 측면에서도 긍정적이며, 계약 기간 만료 후에 자동차를 중고로 매각할 때도 과거보다 10% 이상 높은 가격으로 팔 수 있다.

2) 인식 변화: 달라진 ‘허’차량에 대한 시각 & 소유에서 사용으로

**과거의 ‘허’차량은 능력 부족,
현재의 ‘허’차량은 신분 상징**

렌트 차량 번호판에 쓰인 ‘허’ 등록 차량에 대한 인식도 달라졌다. 과거에는 차를 소유하는 것이 당연한 것으로 여겨졌고, 차량을 살 금전적 능력이 부족한 사람들이 차량을 렌트한다고 생각했다. 따라서 과거에 ‘허’차량을 타는 사람은 ‘차를 살 능력은 되지 않지만 차가 필요한 사람’으로 인식됐다. 그러나 최근 법인들이 장기 렌탈 서비스를 이용하기 시작하면서 인식이 바뀌고 있다. 기업 임원용으로 지급되는 경우가 많아지면서, 오히려 ‘허’차량을 이용하는 것이 일종의 신분을 나타내는 지표로 여겨지고 있다.

소유에서 사용으로 인식변화

보다 장기적인 트렌드로서의 인식변화는 자동차에 대한 사람들의 인식이 ‘소유’에서 ‘사용’으로 변하고 있다는 점이다. 과거에는 본인의 것으로 온전히 소유하는 것이 당연했지만 이제는 젊은 층을 중심으로 필요할 때만 사용하는 것이 현명하다는 풍속도가 퍼지고 있다. 가까운 일본의 경우도 오너드라이버(owner-driver)라는 말이 쓰일 정도로 차량 소유가 중요했지만 현재는 실리 중심 소비패턴이 퍼지고 있다.

카셰어링은 장기 트렌드

소유에서 사용으로 메가 트렌드가 변함에 따라 렌탈 부문에 있어서도 변화가 감지되고 있다. Avis에 인수된 ‘zipcar’라는 회사는 car sharing을 비즈니스로 하는 회사다. ‘self-service vehicle’이라고 하는데, 거주지 멤버들이 한 차량에 대해 시간 별로 이용하고 이용시간에 따라 회사에 서비스료를 지급하는 형태다. 카셰어링은 현재 미국, 영국, 캐나다 등지에서 일반적으로 사용되고 있다. 사업 초기라 외형 확대를 위해 저가 정책을 펼치고 있어 아직까지 실적상의 개선은 없지만, 인지도가 높아지면서 실적은 자연스럽게 턴어라운드할 것이다. 향후 렌탈 트렌드를 뛰어넘는 실리적인 자동차 사용 방식은 카셰어링 산업을 성장시키는 원동력이 될 것이다.

허에서 하, 호까지

그럼에도 불구하고 편견이 있을 경우에는 내년부터 바뀌는 렌트차량용 번호판 추가 결정이 긍정적일 수 있다. 국토해양부는 렌터카에 기존의 ‘허’번호판 외에 ‘하’와 ‘호’ 번호판을 추가하기로 경찰청과 합의했다. 렌터카 시장이 성장함에 따라 등록번호 ‘허’의 부족에 따른 결정이다. ‘허’ 기호 사용가능번호 71만개 중 41만개가 이미 사용되어 향후 30만개의 여력이 있었지만, 연간 10만대 이상씩 증가하는 렌터카 시장 증가와 지역별 배정 수요를 감안해서 확대 시행키로 결정했다.

<Appendix 1-렌트, 리스, 할부금융 비교>

자동차를 쓰는 세가지 방법: 렌트, 리스, 할부금융

차량을 소유하지 않고도 사용하는 방법에는 렌트, 리스, 할부금융 등 크게 세 가지 형태가 있다. 초기에 큰 돈을 지출하지 않고도 월정액(or 이자)을 지불하면 특정 기간 자동차를 사용할 수 있는 권리가 생긴다는 구조가 동일하기 때문에 일상 생활에서 이 세 가지 서비스를 명확히 구분하기란 쉽지 않다. 렌트, 할부, 리스는 서로가 각각의 대체재이기 때문에 시장 전체를 조망하기 위해서는 먼저 각 개념을 정확히 이해할 필요가 있다.

렌트≠운용리스 할부금융≠금융리스

렌트업은 ‘자동차’가 중심(운수사업)이고, 리스와 할부금융은 ‘금융’이 중심(금융사업)이다. 리스업은 크게 금융리스와 운용리스로 나눌 수 있다. 금융리스는 할부금융과 유사하고 운용리스는 렌트와 비슷하다. 할부금융과 명확하게 구분되는 것은 운용리스로서 둘의 차이는 ‘차량 소유권’의 귀속이다. 차량 소유권이 리스사에 있으면 운용리스, 차량 소유권이 사용자에게 있다면 할부금융이 된다. 즉, 할부금융은 자동차 소유는 내 것으로 하되 특정기간 동안 비용을 나눠 지불하는 개념이고, 운용리스는 남의 차량을 이용료를 내고 특정기간 동안 사용하는 서비스다.

업종간 침투 및 방어노력 활발

계약관계는 각기 다르지만 서비스 형태는 비슷해 업계에서는 영역간 확장과 방어를 동시에 하고 있다. 정부가 리스사업자의 단기 렌터카 시장 진출을 고려했지만 렌터카 업계의 반발에 부딪히고 있다. 한편, ‘허’차량에 대한 부정적인 인식 때문에 렌터카 업체들이 ‘허’로 제한된 번호판 규정을 해제하려는 노력이 있었다. 국토해양부는 지난해 말 ‘허’ 이외에도 ‘하’, ‘호’ 번호를 추가로 배정해 사용하는 방식으로 자동차 등록번호판 등의 기준에 대한 고시를 행정 예고한 바 있다.

<표 8> 렌트 vs 할부 vs 리스

	렌트	할부	리스
세법상 비용 인정	렌트비총액	감가상각비, 이자비용	운용리스는 리스료 총액 금융리스는 이자만
LPG연료 사용 여부	O	△(일부 이용가능)	X(이용불가)
자동차세	월 이용료에 포함 (별도 납부 없음)	별도납부 (사용자 부담)	월 이용료에 포함 선택 옵션
보험할증	X	O	O
사고시	렌터카사 대행	가입 보험사 별도 연락	가입 보험사 별도 연락
주행거리제한	X	O	O
2부제, 10부제 제한	O	X	X
번호판	허, 하, 호	일반	일반
차량소유자	렌터카	계약자	리스사(운용리스), 계약자(금융리스)

자료: 한국투자증권

<표 9> 렌트업과 리스업 상세비교

구분	렌트업	리스업
사업명	자동차대여업	시설대여업
사업 분류	운수사업	금융사업
법적근거	여객자동차운수사업법	여신전문금융업법
주무관청	건설교통부	재정경제부
등록기준	자본금 기준 1997년 폐지 자동차 50대 이상 차고지보유 의무	자본금 0.2 이하의 여신전문금융업 200억원 0.3 이하의 여신전문금융업 400억원
임대기간	제한없음	내용연수의 100분의 20 이상
임대대상물건 소유권	렌터카회사	계약당사자간 약정
유지관리책임	렌터카회사	이용자 책임
자동차 용도분류	사업용	자가용
차량번호판	허, 하, 호	제한없음
특별소비세	조건부면세	과세
손비처리	법인사업자의 경우 손비처리 가능	법인사업자, 개인사업자의 경우 손비처리 가능

자료: 한국투자증권

렌터카 시장이 가장 유망

- 1) 사용자 편의& 비용절감
- 2) 서비스로 승부
- 3) 레저&보험대차 등 활용

우리는 그 중에서 렌터카 시장이 가장 빠르게 성장할 것으로 본다. 렌터카 시장은 비용절감과 사용자 편의 측면에서 우위에 있다. 렌터카는 LPG 차량으로 운행 가능해 주행거리가 많은 법인 차량일수록 유류비가 절감되는 효과가 있다. 이는 조건부 인정되는 할부와, 전혀 인정되지 않는 리스 서비스와 차별되는 부분이다. 또한 렌트비를 전액 손비처리 가능하므로 법인세 절감 효과가 있다. 이자만 손비처리되는 할부보다는 비용절감 및 현금흐름 개선 효과가 크다. 렌트는 유지/정비/보수 서비스가 제공되기 때문에 사고, 고장에 있어 체계적인 관리와 뒷수습이 가능하다. 관리 서비스 제공은 렌터카 도입 결정권을 쥔 법인 총무팀의 부담이 경감된다는 측면에서 좋은 세일즈 포인트가 된다. 반면 할부금융과 금융리스에서는 관리 서비스가 제공되지 않는다. 장기렌트의 비용 우위는 <표 10>의 예에 자세히 나타나 있다.

성장 매력뿐 아니라 산업 구조와 수익성 측면에서도 렌터카 업체들의 우위가 예상된다. 리스와 할부금융은 뚜렷한 상위업체가 없어 은행, 캐피탈 등 기타 산업이 가세하여 경쟁이 치열해지고 있다. 렌터카는 브랜드를 갖춘 상위업체 위주로 경쟁구도가 굳어지는 단계로 규모의 이익을 통한 수익성 보전이 가능하고 과도한 단가인하 경쟁을 피할 수 있다. 또한 법인고객 외에도 레저 및 보험대차 등 단기 렌터카를 활용하는 다양한 포트폴리오를 구현할 수 있어 가장 전망이 밝은 시장으로 판단한다.

<표 10> 할부구매 vs 장기렌트 비용분석

항목구분	할부		장기렌트	
	(단위/원)	비고	(단위/원)	비고
선수율	6.1%		20%	
선수금(1)	2,380,850	차량선수금	7,810,000	보증금
수수료(2)	2,098,950	탁송+금융수수료+단기의무보험		
취-등록비용(3)	2,547,000	취등록세+대행료+증지+번호판		
공채할인(4)	783,200			
초기비용소계	7,810,000	소멸금액(1+2+3+4)	7,810,000	만기반환금액
월불입액	1,005,492	이자포함 월할부금	941,600	
납입금 총액	42,230,646		39,547,200	
자동차세	3,003,000	858,000/년		
보험료	4,322,780	1,235,080/년		
차량정비료	2,730,000	65,000/월		
부대비용총액	10,055,780		-	
만기총소요비용	60,096,426		47,357,200	
무사고 중고차매각	17,572,500	신차가의 45% 중고매각수입	+7,810,000	보증금 반환금액
실제 지출금액	42,523,926	사고, 주행거리에 따라 중고시세 대하락	39,547,200	할부구입대비 2,976,726 원 저렴

주: 그랜저 HG300 Royal(가솔린) 차량 42개월 할부 및 렌트시 비교
 자료: 삼성카드, 한국투자증권

<Appendix 2- 할부금융 시장 현황>

할부금융은 판매자 입장에서 할부판매 매출 현금화, 소비자는 대금 분납의 효과

할부금융은 소비자가 고가의 내구성 소비재와 같이 일시불이 어려운 물품구입 시 소비자를 위해 물품대금을 용자해주고 향후 일정기간 동안 대금을 분할 납부토록 하는 금융상품으로 할부금융사, 구매자, 제조판매자의 3 당사자간 거래로 이루어진다. 판매자가 물품이나 용역을 판매하고자 할 때 소비자에게는 할부판매를 하고 할부금융기관을 통해 할부판매 매출과 동시에 현금화함으로써, 자금지원의 연속성 및 안정성을 확보하며, 할부판매를 하면서도 현금 매출과 동일한 효과를 얻을 수 있다.

리스금융은 이용자가 고가의 상품, 설비 이용 시 리스회사가 조달하고 사용료 지급

리스금융은 리스제공자가 특정자산의 사용권을 일정기간 동안 리스이용자에게 이전하고 리스이용자는 그 대가로 사용료를 리스제공자에게 지급하는 계약으로 여신전문금융법상 시설대여 거래와 이와 유사한 렌탈거래 및 임대차거래를 모두 포함한다. 다시 말하면, 고객이 선정한 물건을 리스회사가 조달해 일정기간 대여하는 물적금융이며 임대차 및 금융이 결합된 장기설비 금융제도다.

<표 11> 세부 업종 정의

구분	정의
리스업	리스제공자가 리스이용자에게 특정 자산의 사용권을 일정기간 이전하고, 리스이용자는 동기간에 걸쳐 대가를 분할 지급하며, 기간 종료 후 물건 처분에 대해서는 당사자간 약정으로 정하는 방식의 물적 금융
할부금융업	소비자가 고가의 내구소비재, 주택, 기계 구입시 할부금융사와 판매자와의 계약에 의해 구매를 조건으로 구입자금을 대여해주고, 소비자는 할부금융사에 수수료지급 및 원금, 이자를 분할상환하는 금융활동

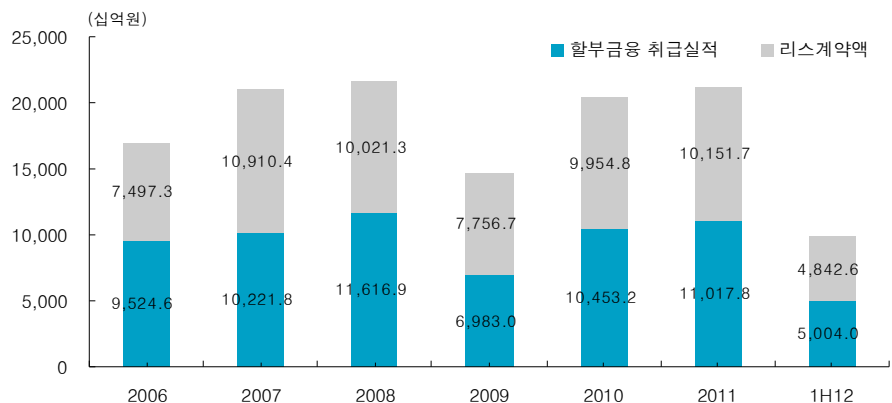
자료: 여신금융협회, 한국투자증권

<표 12> 할부금융의 역할 및 기능

구분	기능
소비자(할부금융이용자)	정기적 수입생활자들이 비교적 고가의 소비재를 구입 가능케해 급한 상황에 대처가능, 편리성, 소외계층 포용
기업(공급자)	판매대금을 할부금융업자로부터 판매 즉시 수령할 수 있고 할부 판매가 촉진됨에 따라 자금조달 및 회수에 따른 리스크를 할부금융업자로 이전 가능하며, 시장확대 수단 및 자금능력 확대 기회 제공

자료: 여신금융협회, 한국투자증권

[그림 14] 연도별 할부금융 취급실적 및 리스계약액 추이

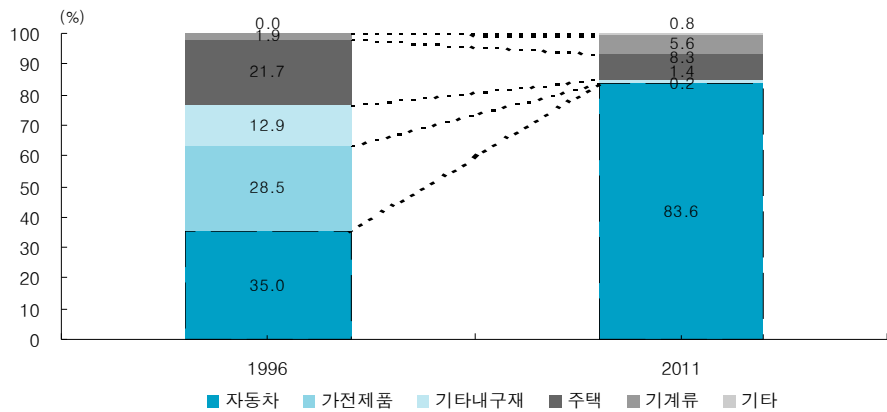


자료: 여신금융협회, 한국투자증권

할부금융은 자동차 금융비중이 83.6%에 달할 정도로 자동차 금융 위주로 성장

1997년 약 5조원 규모에 달했던 할부금융사의 할부금융 취급실적은 1998년 경기침체 영향으로 4조원까지 감소했으나, 자동차할부를 중심으로 회복세를 보여 2011년 10조원으로 증가했다. 1996년에는 자동차 할부 금융의 비중이 약 35%였으나 점차 상승, 2011년 기준 83.6%에 이르고 있다. 과거에는 주택할부, 가전제품 등의 시장이 존재했으나 은행권의 주택할부 관련 영업확대 및 신용카드사의 할부기능 확대로 시장이 축소되었다. 그에 반해 자동차 할부 금융시장은 자동차제조사에 계열 캐피탈사 위주로 성장을 지속하며 할부금융시장의 주력으로 자리잡았다.

[그림 15] 할부금융 취급실적 비중

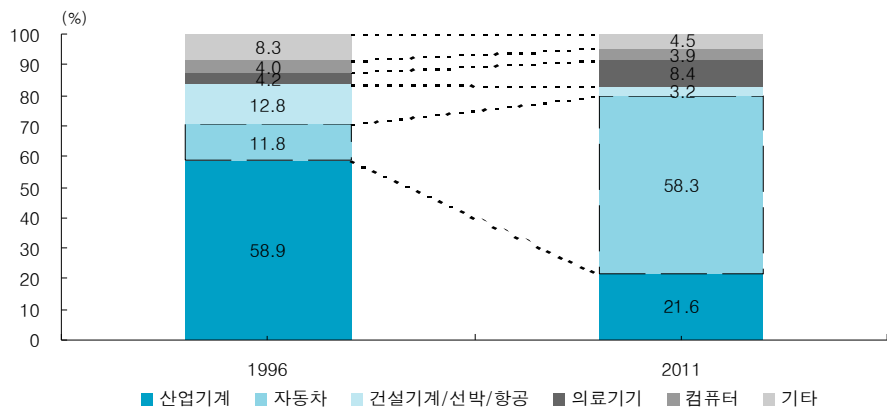


자료: 여신금융협회, 한국투자증권

리스금융도 자동차 비중이 58.3%

리스금융은 경제정책적인 차원에서 1972년 도입된 이후 담보제공능력이 부족한 기업에게 산업자금을 지원하는 역할을 하며 1997년 8.6조원 규모로 성장했으나 이후 전반적인 저금리 기조로 은행권의 설비자금 대출이 리스수요를 대체, 설비투자 대비 리스실행률이 낮아졌다. 2000년 이후 고급차 및 외제수입차 증가로 자동차 리스 수요가 늘어 취급액 규모가 10조원으로 다시 성장하였다. 그 동안 자동차 비중은 1996년 11.8%에서 2011년 58.3%로 상승하며 리스시장의 주력으로 자리 잡았다.

[그림 16] 리스 실행액 비중



자료: 여신금융협회, 한국투자증권

자동차 할부 및 리스 시장은 참여업체 증가로 경쟁심화, 업체별 차별화 나타날 것

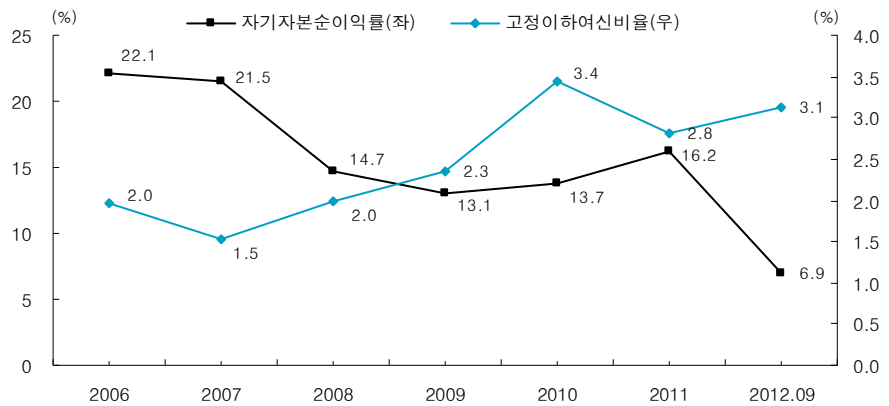
현재 자동차 할부, 리스 시장은 수입차 판매가 증가하며 상대적으로 국내 신차 판매량 확대가 제한적이다. 하지만, 차량판매가 상승과 신차 구매 시 금융 이용비중이 확대되고 있어 자동차 금융 시장은 제한적으로 성장할 것으로 예상된다. 자동차 금융 시장의 성장성에 비해 경쟁은 치열해지고 있는데, 기존 할부, 리스 금융업체뿐 아니라 현재 카드사, 은행에서도 자동차론을 신규사업으로 추진하고 있기 때문이다. 따라서 난립하고 있는 캐피탈사 중 경쟁력 있는 업체 위주로 실적 차별화가 나타날 것으로 예상된다. 할부금융사 중 신차업체를 captive market으로 가지고 있는 업체와 높은 신용도 등으로 조달 금리 면에서 유리한 업체에 관심을 가져야 할 것으로 판단한다.

〈표 13〉 할부금융업 등록 현황

자동차 할부 및 금융	회사수	회사명
전업사	18	하나캐피탈, 현대캐피탈, 아주캐피탈, 골드브릿지캐피탈, 롯데캐피탈, 두산캐피탈, 우리캐피탈, NH 농협캐피탈, 하이델베르크프린트파이낸스, 스카니아파이낸스코리아, 현대커머셜, RCI, 파이낸셜서비스코리아, 코스모캐피탈, 동부캐피탈, 한국스탠다드차타드캐피탈, 에코캐피탈, SPC 캐피탈, 메리츠캐피탈
리스사	20	우리파이낸셜 , 한국씨티그룹캐피탈, CNH 리스, 외환캐피탈, 신한캐피탈, 캐터필라파이낸셜, BMW 파이낸셜서비스코리아, 오릭스캐피탈코리아, 효성캐피탈, KT 캐피탈, 한국아이비금융, 무림캐피탈, 한국캐피탈, BS 캐피탈, CXC 캐피탈, DGB 캐피탈, KT 오토리스, 데라게란덴, 토요타파이낸셜서비스코리아, 폭스바겐파이낸셜서비스코리아
겸업사		
신용카드사	2	삼성카드, 신한카드
신기술금융사	2	IBK 캐피탈, 우리기술투자
소계	24	
총계	42	

주: 2012년 9월 기준
 자료: 여신금융협회, 한국투자증권

[그림 17] 18개 할부금융회사 주요 경영지표

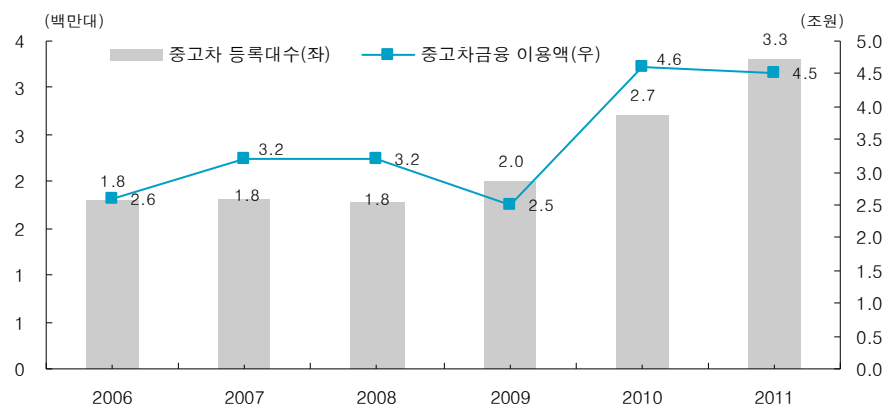


주: 자기자본순이익률은 2012년 6월 기준
 자료: 금융감독원, 한국투자증권

중고차 시장 확대 시 자동차
금융 시장 확대 가능

신차 할부 금융시장이 정체된 데 비해 중고차 할부 금융시장은 아직 성장 여지가 있다고 판단한다. 현재 신차 금융은 신차출고의 70%가 할부금융을 이용하지만 중고차의 경우 20%에 불과해 중고차 금융이 활성화 된다면 시장 성장의 기회가 있을 것이다. 국내 완성차의 품질 향상으로 중고차 시장이 성장하는 추세이며, 저성장 시대에서는 중고차 사용이 늘어날 것으로 예상하므로 시장 확대 가능성이 높다. 하지만 중고차 시장은 딜러들이 정보를 독점해 소비자 및 금융사가 딜러에 크게 의존한다. 따라서, 딜러에게 지급하는 수수료가 높고, 중고차 금융 고객들의 신용도가 신차할부 구매고객보다 낮아 전반적인 중고차 금융 이자율이 20% 중반 수준으로 높은 점은 시장확대의 걸림돌이라고 판단한다. 이에 대한 정부의 규제나 투명한 중고차 시장 구조가 확립된다면 중고차 할부 금융 시장 확대는 필연적이라고 판단한다.

[그림 18] 중고차 시장 현황



자료: 국토해양부, 업계자료

■ 용어해설

- on-airport rental: 공항에서 렌터카 픽업 후 공항에서 반납
- off-airport rental: on-airport 외 렌터카 시장
- 보험대차: 개인 소유의 자가용이 교통사고로 인해 수리해야 하는 경우, 상대방회사로부터 다른 차량을 임대 받아 사용하는 서비스
- 회수율: 월렌탈료/차량취득가액
- 렌터카 기간별 구분
 - 1) 단기: 30일 이하
 - 2) 중기: 30일 초과 1년 미만
 - 3) 장기: 1년~3년 내외

종목분석

1. AJ렌터카(068400)	22
2. 레드캡투어(038390)	27
3. 우리파이낸셜(021960)	30

AJ렌터카(068400)

매수(신규)/TP: 15,000원

주가(2/21)	9,720원
시가총액	215십억원
자본금	11십억원
52주 최고/최저가	10,300원/6,000원
6개월 일평균 거래대금	3,175백만원
외국인지분율	0.7%

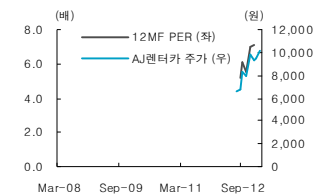
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	341	39	14	10	681	163.1	168	NA	2.2	NA	11.8
2011A	364	42	15	12	897	31.6	178	NA	2.4	NA	13.3
2012F	374	47	21	16	1,008	12.3	182	9.3	3.8	1.2	13.6
2013F	440	54	32	25	1,250	24.1	208	7.8	3.7	1.1	15.2
2014F	520	78	51	40	1,944	55.5	248	5.0	3.3	0.9	20.1

주: 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정 당기순이익 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.6	45.1	NA
상대주가(%p)	1.2	41.4	NA

12MF PER 추이



연료충전 완료, 공격적 M/S 확대를 향해 출발

목표주가 15,000원, 48% 상승 여력: AJ렌터카에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 상승여력은 48%다. 목표주가는 2013년 예상 EPS 1,250원에 목표 PER 12배를 적용했다. 렌터카 시장의 두 자리수 성장성과 AJ렌터카의 상장 이후 본격적인 투자 확대 기초를 감안해 현재 KOSPI의 12MF PER 9.6배를 25% 할증한 12배를 목표 PER로 산정했다. 이는 한국 렌터카 시장과 가장 유사한 브라질 렌터카 1위 업체 Localiza의 투자확대기(2010~2011년) PER의 절반 이하의 밸류에이션에 불과하다.

차량도입대수 증가에 따른 M/S 확대, 조달금리 하락, 회수율 3% 유지 및 운행률 80% 이상 제고, 중고차 처분 수익률 2.6%p 확대 등에 힘입어 동사의 2013년 EPS는 전년대비 24% 증가할 것으로 예상된다. 지난 1월 28일 기준으로 총 815만주(36.8%)가 보호예수에서 해제됐지만, 이중 747만주가 최대주주인 아주엘애프홀딩스 지분이고 나머지가 문덕영 회장(아주그룹 창업주 3남)지분으로 시장에 출회될 가능성은 작다.

렌터카 사업은 1) 낮은 금리로 돈을 빌려 2) 차량을 저렴하게 대량구매하고, 3) 확보된 차량을 매월 적정 렌탈료를 받고 4) 최대한 많이 가동한 후, 5) 취득 3~3.5년 후 매각 시세가 가장 좋을 때 팔아 차익을 확보하는 산업이다.

1) 상장으로 자금 확보, 신용등급 상승으로 조달금리 하락: 매월 평균 1,100대의 렌터카를 신규 취득하기 위해 AJ렌터카는 은행권 차입이나 사채 발행을 통해 자금을 조달하고 있다. AJ렌터카는 2012년 7월 상장을 통해 389억원을 조달했으며 신용등급이 BBB+에서 A-로 향상됐다. 상장으로 부채비율이 441%에서 337%로 낮아져 재무건전성이 개선되고, 신용등급 상향 이후 최초로 발행된 3년 만기 무보증 사채의 조달금리는 3.9%로 직전 사채 발행이자율 5.4%에 비해 1.5%p 하락했다. 공모금액 유입으로 인한 차입금 감소와 금리 하락으로 2013년 이자비용은 전년대비 19.1% 감소할 것으로 추정된다.

2) 큰 손 고객으로서 할인 혜택 확대: AJ렌터카는 현대차, 기아차, 르노삼성자동차 및 외사로부터 자동차를 매월 대량 구매한다. 렌터카업체는 자동차회사 입장에서 정기 대량구매 고객으로 볼륨에 따라 차량 가격을 할인 제공받는다. 총 보유대수 44,400대로 국내 2위의 M/S(14%)를 확보한 AJ렌터카의 경우 올해 차량 매입을 15,000대로 계획하고 있어 구매 협상력을 발휘할 전망이다. 렌탈자산은 최초 취득 시 유형자산으로 계상되고 렌탈기간 동안에는 감가상각비로, 렌탈이 끝난 후에는 재고자산으로 옮겨진 후 중고차로 팔릴 때 매출원가로 계상된다. 취득 시 할인된 가격으로 매입할 경우 감가상각비 규모를 줄일 뿐 아니라, 향후 매각차익도 증가한다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

3) 장기 렌터카 매월 렌트료는 산 가격 대비 3% 이상: 2007년 경쟁과열로 업계 전체로 수익성 악화라는 홍역을 앓은 이후 AJ렌터카는 시장점유율 상승보다 수익성 위주의 영업전략을 추진해왔다. 그 결과 2009년 이후 AJ렌터카의 매출액 증가는 둔화됐으나 장기렌트카의 수익성을 결정하는 신규 월회수율이 3.1% 수준에서 안정적으로 유지되고 있다. 평균 월 렌트료는 2009년 56만원에서 2012년 반기 기준 60.5만원으로 증가하는 한편, 전체 영업수익에서 차지하는 렌탈원가(감가상각비, 보험료, 관리용역비) 비중과 이자비용 비중은 하락추세를 보여 전체적인 수익성이 개선되고 있다.

4) 노는 차량 20% 미만 단기 렌터카: 법인 렌터카의 경우 수요자와의 계약 베이스로 진행되기 때문에 운행률이 99%에 달하지만, 레저/출장 목적으로 대여되는 중단기 렌터카의 경우 경기와 계절에 따라 운행률 변동성이 심하다. 단기 렌터카의 경우 레저수요가 몰리는 7월~9월에는 운행률이 100%에 가깝지만 그 외 비수기에는 운휴차량이 많아지는 특성이 있다. AJ렌터카는 ‘공차율 제로 전략’을 적극적으로 확대하여 공사현장 파견차량에 대한 영업을 확대하고 보험대차 시장을 적극적으로 공략할 뿐 아니라 마케팅 채널 다양화 등을 꾀해 단기 렌터카 운행률을 80% 이상으로 끌어올리고 있다.

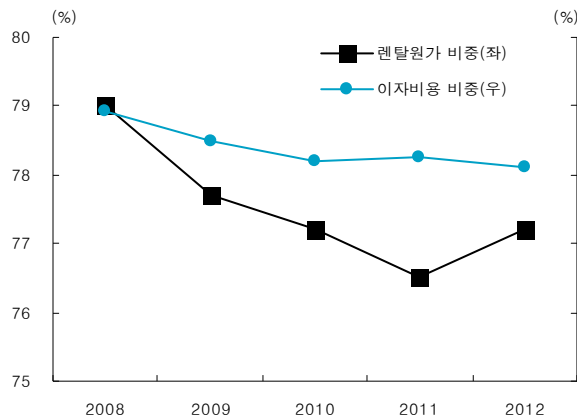
5) 산 가격의 50% 이상으로 되판다: AJ렌터카의 영업수익 중 중고차 매각이익(순액기준)의 비중은 2012년 2분기 기준 12%다. 중고차 매각이익을 결정하는 주요 지표는 차량 취득가격 대비 처분가액이다. 중고차 시장이 활성화되어 유동성이 가격 형성의 기능을 할 때는 통상 취득가격의 50% 내외로 매각 가액이 결정된다. 2010년 중반 이후 취득가격 대비 50% 미만으로 떨어졌던 처분가액은 2011년 중반 이후 다시 50% 선에 근접하고 있다. 중고차를 매각할 때 매출원가로 계상되는 재고자산(취득차량 추정 잔존가치)은 취득가격의 35%선이다. 대량구매로 인해 취득원가 자체가 낮게 잡히는 효과로 취득가격 대비 처분가액 비율은 높아질 것으로 판단한다. 올해 중고차 처분 수익률은 전년대비 2.6%p 상승할 것으로 추정한다.

기업개요	EQ 지수
<p>□ 기업개요: 자동차 대여(렌탈), 자동차운송, 중고차판매, 자동차 정비업 운영</p> <p>□ 주주 구성: 아주엘앤에프홀딩스 외 10인 43%, 하나제일호사모투자 22%</p>	<ul style="list-style-type: none"> 성장성: ★★★★★ 이익안정성: ★★★☆☆ 기업신뢰성: ★★★★★

사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	<ul style="list-style-type: none"> 내수 렌트시장 구조조정(Big 5의 M/S 확대) 투자여력 갖춘 상위 렌터카 업체의 차량 확보
	리스크
	<ul style="list-style-type: none"> 공정위의 리스사 단기렌터카 사업 전면허용 가능성 미국의 카셰어링 사업 부진

제품	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
렌터카	2,627억원 (72%)	20%내외	<ul style="list-style-type: none"> AJ 렌터카 44,400대 보유 140여개 영업대리점, 400여개 정비네트워크 구축 순렌탈자산 4,842억원 	<ul style="list-style-type: none"> 법인고객 62%, 개인고객 38% 법인은 주로 장기렌탈, 개인은 주로 단기렌탈 	<ul style="list-style-type: none"> 국내 렌터카 인가대수 2011년 말 기준 28.8만대 M/S는 KT 금호렌터카, AJ 렌터카, 현대캐피탈, SK네트웍스, 레드캡투어 순 	<ul style="list-style-type: none"> 최소 6개월~최장 5년까지 대여 장기렌터카의 경우 평균 3년~3.5년 대여
중고차 매각	1,008억원 (28%)	10~15%	<ul style="list-style-type: none"> 연간 15,000대 중고차 직접판매 Cardian(중고차판매), AJ캐피탈(오토리스 전문) 	<ul style="list-style-type: none"> 중고차 매매업자, 법인렌탈고객 	<ul style="list-style-type: none"> KT 금호렌터카, 현대캐피탈, SK엔카, 레드캡투어, GS카넷, 보배드림 	<ul style="list-style-type: none"> 신차 구입 후 통상 3년 후 매각(신차 구입가의 50~55% 가격으로 매각)

[그림 19] 영업수익 대비 렌탈원가/이자비용 비중



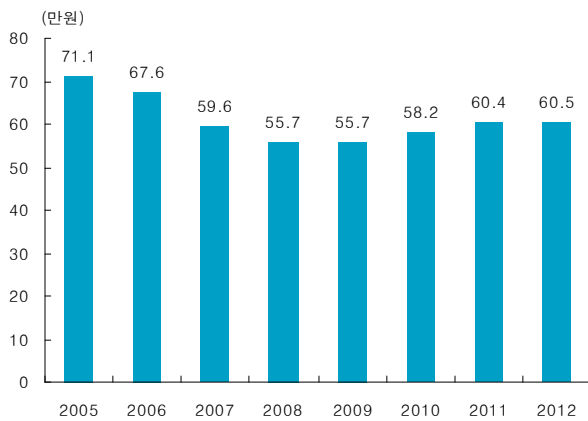
자료: 한국투자증권

[그림 20] 단기렌터카 운영률 추이



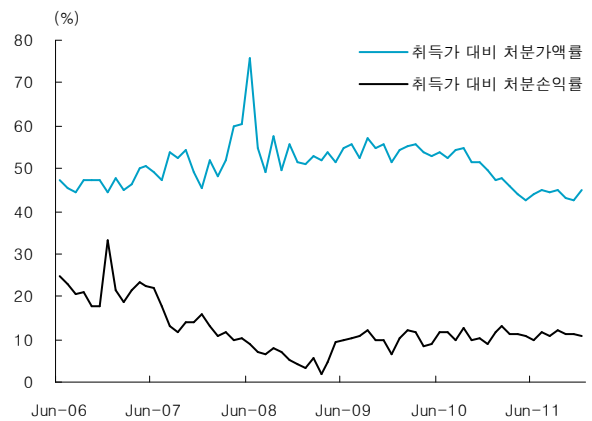
자료: AJ렌터카

[그림 21] 장기렌탈 대당 월별 매출액 추이



자료: 한국신용평가

[그림 22] 렌터카 수익성 지표 추이



자료: AJ렌터카

<표 14> 국내 렌터카 업체 비교

	KT 금호렌터카	AJ 렌터카	현대캐피탈	SK네트웍스	레드캡투어
렌터카 사업 시작연도 (업력)	1986년 (27년)	1988년 (25년)	2008 (5년)	2009년 (4년)	1997년 (16년)
M/S	22.0%	14.5%	10.1%	4.9%	3.5%
차량보유대수	66,265대	44,400대	30,524대	14,583대	11,106대
렌터카 매출규모	6,615억원	3,634억원	NM	NM	1,100억원
부채비율	510%	337%	611%	259%	123%
Captive market 보유 여부	KT, 금호그룹	없음	현대차 그룹	SK 그룹	LG/LS/GS 그룹
비고	2010년 6월 금호렌터카 합병	-	-	국방부 군무지원단에 렌터카 공급(기존 157대 보유차량 대신 승용차 85대, 승합차 4대 렌트) TCMS 법인차량관리서비스	-

주: 차량보유대수는 2012년 6월 말 기준, 현대캐피탈과 SK네트웍스의 경우 렌터카 매출 구분이 어려워 NM로 처리
 자료: 각 사, 전국자동차대여사업조합연합회, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	43	46	65	70	72
현금성자산	2	3	2	2	3
매출채권및기타채권	24	26	30	35	31
재고자산	8	7	7	9	10
비유동자산	471	557	662	735	861
투자자산	37	36	35	41	44
유형자산	422	506	612	677	796
무형자산	2	2	3	3	4
자산총계	513	602	727	805	933
유동부채	225	292	312	369	426
매입채무및기타채무	34	40	37	44	62
단기차입금및단기사채	133	155	175	209	239
유동성장기부채	50	91	96	113	120
비유동부채	190	199	248	245	275
사채	91	90	110	115	130
장기차입금및금융부채	92	100	129	131	146
부채총계	414	492	561	614	701
자본금	8	8	11	11	11
자본잉여금	56	56	92	92	92
자본조정	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
이익잉여금	65	77	93	118	159
자본총계	99	111	166	191	232
조정자본총계	99	114	169	194	235

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(15)	(64)	(99)	(43)	(57)
당기순이익	10	12	16	26	42
유형자산감가상각비	128	136	134	154	170
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(157)	(215)	(251)	(223)	(270)
기타	3	3	0	0	0
투자활동현금흐름	(4)	(5)	(15)	(15)	(9)
유형자산투자	(1)	(3)	0	0	0
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(7)	1	1	(6)	(3)
무형자산순증	(0)	(2)	(0)	(1)	(1)
기타	4	(1)	(16)	(8)	(5)
재무활동현금흐름	20	70	113	58	67
자본의증가	41	0	39	0	0
차입금의순증	12	70	74	58	67
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(33)	(0)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	1	2	(1)	0	1

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산
 3. 현금흐름표에서 렌탈자산의 증가와 감소는 투자활동흐름상 유형자산투자와 매각으로 기록되는 것이 아니라 영업활동현금흐름의 자산부채변동으로 표기됨

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	341	364	374	440	520
매출총이익	266	287	59	73	88
판매관리비	231	250	314	366	432
기타영업손익	4	5	273	317	359
영업이익	39	42	47	54	78
금융수익	2	1	4	2	2
이자수익	2	1	4	2	2
금융비용	26	28	29	24	28
이자비용	26	28	29	24	28
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	14	15	21	32	51
법인세비용	4	3	4	7	11
당기순이익	10	12	16	25	40
기타포괄이익	1	0	0	0	0
총포괄이익	11	12	17	25	41
EBITDA	168	178	182	208	248
조정당기순이익	10	14	19	28	43

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	681	897	1,008	1,250	1,944
BPS	6,268	6,883	7,630	8,766	10,597
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	34.2	6.6	2.7	17.7	18.3
영업이익증가율	50.0	6.8	12.0	14.8	44.9
순이익증가율	170.8	37.2	35.5	44.2	55.5
EPS증가율	163.1	31.6	12.3	24.1	55.5
EBITDA증가율	9.4	6.1	2.0	14.4	19.3
수익성(%)					
영업이익률	11.5	11.5	12.5	12.2	15.0
순이익률	3.0	3.9	5.1	6.3	8.3
EBITDA Margin	49.2	49.0	48.6	47.3	47.7
ROA	2.1	2.1	2.5	3.3	4.6
ROE	11.8	13.3	13.6	15.2	20.1
배당수익률	0	0	0	0	0
안정성					
순차입금(십억원)	361	430	489	551	614
차입금/자본총계비율(%)	370	394	307	297	274
Valuation(X)					
PER	NA	NA	9.3	7.8	5.0
PBR	NA	NA	1.2	1.1	0.9
PSR	NA	NA	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.2	2.4	3.8	3.7	3.4

레드캡투어(038390)

Not rated

주가(2/21)	14,200원
시가총액	122십억원
자본금	4십억원
52주 최고/최저가	17,400원/12,000원
6개월 일평균 거래대금	77백만원
외국인지분율	12.0%

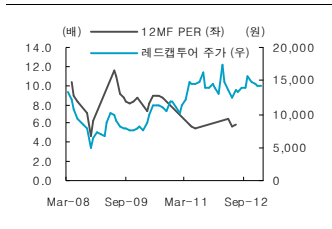
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	83	9	9	7	827	33.8	45	9.5	2.0	0.9	10.3
2010A	118	20	12	9	1,042	26.0	70	10.5	2.2	1.2	11.8
2011A	139	30	24	19	2,265	117.4	80	6.2	2.4	1.2	22.2
2012F	156	24	19	15	1,765	(22.1)	74	8.2	3.0	1.1	14.8
2013F	178	29	24	19	2,250	27.5	79	6.3	2.9	1.0	16.7

주: 순이익 및 EPS는 자본이익이 반영된 조정당기순이익 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.1)	11.7	10.9
상대주가(%p)	(2.8)	9.9	12.9

12MF PER 추이



철저한 리스크 관리로 안정적인 성장 지속

차별화된 사업 포트폴리오: 레드캡투어는 렌터카사업과 여행사업을 각각 79%, 21% 영위하고 있는 total travel agency다. 동사의 경쟁력은 안정적인 매출 성장이 가능하다는 것이다. 통상 렌터카 업체에서 나타나는 높은 부채비율, 이자비용과 현금흐름 리스크는 여행사업부를 함께 영위하는 동사에는 해당되지 않는다. 꾸준한 현금유입과 안정적인 현금 보유가 가능한 렌터카사업과 여행사업의 시너지는 레드캡투어 만이 가지고 있는 장점이다. 그 동안 높은 매출 비중을 차지했던 관계사 위주의 영업에서 벗어나, 신규 법인으로의 매출 다변화에 성공한 점도 긍정적이다.

함께할 때 더 좋은 렌터카 사업과 여행사업: 투자활동 현금흐름이 좋지 않은 렌터카사업과 영업활동 현금흐름이 좋은 여행사업의 조합은 레드캡투어 만이 가지고 있는 매력이다. 렌터카사업은 매년 큰 규모의 차량 구입 비용이 들어 차입금이 증가한다. 초기에 발생하는 투자비용은 2~3년에 걸쳐 회수되기 때문에 렌터카업체는 투자활동 현금흐름이 좋지 않다. 반면, 여행사업은 상품을 제공하기 이전에 선금을 수취하고, 출발일 근처에 비용을 지불하는 방식으로 꾸준한 현금유입과 안정적인 현금보유가 가능하다. 이는 렌터카사업의 투자비용을 충당하여 현금흐름을 원활하게 하고 차입금을 줄인다. 그 예로 렌터카 상위업체인 KT렌탈, AJ렌터카, 현대캐피탈 등 부채비율은 300~500% 수준인데 비해 레드캡의 부채비율은 123%에 불과하다.

매출처 다변화로 이루어진 성장: 동사는 관계사 중심의 보수적인 영업에서 벗어나 안정적으로 매출 다변화에 성공한 것으로 판단된다. 2012년 동사의 총 차량보유대수는 1,742대 늘어났다. 늘어난 차량 보유 대수 중 관계사 외 법인고객 대여 비중은 90%로 이는 늘어난 차량 대부분이 관계사가 아닌 신규법인 등에 대여되어 매출처 다변화가 성공적으로 이루어지고 있다는 것을 보여준다. 레드캡투어는 수익률을 훼손하는 무리한 영업보다는 대량 발주 입찰 참가, 영업 agent와 자체적인 contact를 활용한 신규 고객 확보에 주력할 계획이다. 수요가 공급을 초과하는 렌터카 시장의 성장과 함께 레드캡투어의 안정적인 성장도 지속될 전망이다.

2013년에도 안정적인 실적 성장 유지: 2013년에는 보다 적극적으로 렌터카 사업을 확장해 매출액과 영업이익은 각각 14%, 23% 증가한 1,776억원, 292억원으로 예상된다. 이는 중고차매각에서의 매출성장이 2013년에도 지속되고, 차량대여수입 또한 전년 대비 19% 성장할 것으로 판단되기 때문이다. 동사는 올해 차량보유대수를 2,000대 가량 추가해 적극적으로 신규법인 고객 유치에 나설 계획이다. 2013F EPS 기준 현재 PER은 6.3배에 불과해 동사의 적정 PER인 9.2배와 비교하면 저평가되어있다. 적정 PER은 여행사 업종 평균 PER 19.5배를 40% 할인한 11.7배와 렌터카 업종 평균 PER 8.1배를 두 사업부의 매출비중(3:7)의 가중 평균해 산출되었다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

박선영 3276-6158
sunyoung.park@truefriend.com

기업개요	EQ 지수
<p>□ 기업개요: 렌터카, 상용/패키지 여행 사업 및 관리시스템 제공</p> <p>□ 주주 구성: 범한판토스 외 4인 67% (2012년 3분기 기준)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 성장성: ★★★★★ 이익안정성: ★★★★★ 기업신뢰성: ★★★★★
사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	<ul style="list-style-type: none"> 안정적인 성장 렌터카 시장확대에 따른 수혜
	리스크
	<ul style="list-style-type: none"> 상위 업체 대비 작은 시장 점유율

제품	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
렌터카 사업 (대여/중고차매각)	1,247억원 (80.0%)	9.7%	<ul style="list-style-type: none"> 레드캡투어 차량보유대수 10,846대 차량의 구입, 대여, 정비, 관리, 매각까지 전부 	<ul style="list-style-type: none"> 법인고객(주로 장기, 의전/영업 목적) 개인고객(주로 단기, 레저/여행 목적) 	<ul style="list-style-type: none"> KT 금호렌터카(22.0%), AJ 렌터카(14.5%), 현대캐피탈(10.1%), SK 네트워크(4.9%) 	<ul style="list-style-type: none"> 장기렌탈은 최소 6개월~최장 5년 대여가능, 통상 3년 렌터카 인가대수 30만대 건설중인 자산은 대여사업차량구매를 위해 선지급한 대금
상용여행	200억원 (12.8%)	37.5%	<ul style="list-style-type: none"> 550여개 업체를 거래선으로 하여 업계 2위 기록 	<ul style="list-style-type: none"> 출장관련 여행설계 LG/GS/LS 및 계열사 비중 60~70%대 	<ul style="list-style-type: none"> 세종, BTNI 	<ul style="list-style-type: none"> 이미 기업별 거래처가 정해져 있어 신규고객 확보가 어려움 부채가 발생하는 렌터카 사업에 비해 안정적인 현금 조달처
패키지 여행	111억원 (7.1%)	2.7%	<ul style="list-style-type: none"> 패키지, 허니문, 배낭, 자유여행 	<ul style="list-style-type: none"> 주로 내국인 위주 아웃바운드 인바운드는 취급하지 않고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 하나투어, 모두투어, 노랑풍선 등 	<ul style="list-style-type: none"> 패키지 여행은 수요가 있어 형식적으로 유지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
유동자산	22	27	29	33	38
현금성자산	1	3	4	4	5
매출채권및기타채권	13	14	14	16	18
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	104	155	196	237	286
투자자산	1	1	1	1	2
유형자산	100	150	191	232	280
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	126	183	225	271	324
유동부채	40	69	87	116	134
매입채무및기타채무	18	26	32	34	39
단기차입금및단기사채	7	24	34	49	59
유동성장기부채	9	9	14	18	20
비유동부채	14	35	42	49	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	13	34	40	46	41
부채총계	54	104	130	165	178
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	63	63	63	63	63
자본조정	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
이익잉여금	8	15	31	42	56
자본총계	72	79	95	105	119
조정자본총계	72	79	95	106	120

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
영업활동현금흐름	54	79	90	71	71
당기순이익	7	9	19	15	19
유형자산감가상각비	36	50	50	50	49
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	2	3	3	7	3
기타	9	17	17	(0)	(1)
투자활동현금흐름	(52)	(115)	(108)	(92)	(100)
유형자산투자	(58)	(112)	(106)	(91)	(97)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	6	(2)	(2)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
기타	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(13)	37	18	21	2
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(14)	38	21	25	7
배당금지급	0	(2)	(3)	(4)	(5)
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(11)	2	1	(0)	(26)

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
매출액	83	118	139	156	178
매출총이익	29	75	81	101.6	114
판매관리비	20	43	58	54	64
기타영업손익	0	24	28	30	35
영업이익	9	20	30	24	29
금융수익	1	0	0	1	1
이자수익	1	0	0	1	1
금융비용	3	4	5	5	6
이자비용	3	4	5	5	6
기타영업외손익	0	(4)	(0)	0	(1)
관계기업관련손익	2	(0)	(0)	0	0
세전계속사업이익	9	12	24	19	24
법인세비용	2	3	5	4	5
당기순이익	7	9	19	15	19
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	7	9	19	15	19
EBITDA	45	70	80	74	79
조정당기순이익	7	9	19	15	19

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	827	1,042	2,265	1,765	2,250
BPS	8,595	9,436	11,311	12,634	14,240
DPS	180	300	500	550	600
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.1	41.9	17.8	12.2	14.0
영업이익증가율	14.9	120.7	51.4	(20.0)	23.0
순이익증가율	33.9	26.8	117.5	(22.6)	26.3
EPS증가율	33.8	26.0	117.4	(22.1)	27.5
EBITDA증가율	17.7	53.6	14.9	(7.9)	7.0
수익성(%)					
영업이익률	10.7	16.7	21.4	15.3	16.5
순이익률	8.4	7.5	13.9	9.6	10.6
EBITDA Margin	54.6	59.1	57.7	47.4	44.5
ROA	5.5	6.0	9.5	6.0	6.4
ROE	10.3	11.8	22.2	14.8	16.7
배당수익률	2.3	2.7	3.6	3.8	4.2
안정성					
순차입금(십억원)	24	58	77	101	106
차입금/자본총계비율(%)	40.9	85.0	92.1	107.3	101.0
Valuation(X)					
PER	9.5	10.5	6.2	8.2	6.4
PBR	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.0	2.2	2.4	3.0	2.9

우리파이낸셜(021960)

Not rated

주가(2/21)	16,900원
시가총액	363십억원
자본금	107십억원
52주 최고/최저가	18,150원/14,200원
6개월 일평균 거래대금	310백만원
외국인지분율	5.9%

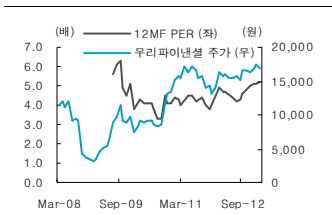
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	254	34	34	26	1,547	105.8	35	6.5	0.8	13.0
2010A	287	41	41	32	1,865	20.6	43	7.3	1.0	14.2
2011A	334	70	70	52	3,048	63.4	70	4.5	0.8	20.4
2012F	349	71	71	54	2,844	(6.7)	71	6.0	0.9	16.5
2013F	366	80	80	60	2,789	(1.9)	80	6.1	0.9	15.3

자동차 할부 시장에서 독보적 수익성 및 배당 매력 확보

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.6)	16.6	5.4
상대주가(%p)	(2.0)	12.8	5.9

12MF PER 추이



자동차 금융은 안정적인 성장을 바탕으로 Cash Cow 역할: 우리파이낸셜은 자동차 금융(할부, 리스)이 자산의 64%를 차지하는 자동차 금융 전문 여신업체로 자동차 금융 부분은 안정적인 cash cow 역할을 할 것으로 예상된다. 그 이유는 신차 자동차 판매량이 정체됐으나 신차 판가가 매년 상승해 금융시장 규모가 소폭 증가하고 있고, 시장 점유율이 2011년 3분기 5.2%에서 2012년 3분기 기준 9.3%까지 상승, 시장에서의 영향력이 확대되고 있기 때문이다. GM 및 쌍용차의 할부 파트너로서 할부금융의 30% 수준을 유지하고 있고 현대기아차내에서의 비중도 5% 수준에서 상승 추세여서 당분간 점유율 확대는 지속될 것으로 예상된다. 또한 신차 금융 상품은 연체율이 1% 증반으로 비교적 낮고 연체시에는 차량을 회수, 처분해 손해를 최소화할 수 있기 때문이다.

그룹 연계 시너지로 연계영업 강화 및 높은 신용등급 확보: 우리파이낸셜의 최대주주는 우리금융지주로 52.5%를 소유하고 있다. 우리금융그룹 내에서 자동차 금융 및 개인 신용대출 역량 강화를 위해 전사적인 시너지가 날수 있도록 우리은행과의 연계영업을 강화하고 있는 점은 성장 기반이 될 것으로 예상된다. 우리은행의 전국지점을 영업망으로 활용 가능한 점이 경쟁력 차이로 나타날 것이다. 또한 동사는 건전한 재무구조와 지주사 3,000억원, 우리은행 500억원 credit line 확보로 캐피탈사 중 현대캐피탈과 함께 신용등급 AA-로 높아 조달 금리에서 유리한 입장이다. 경쟁력 있는 자금조달 금리는 수익과 직결되며 공격적인 영업이 가능할 것으로 예상된다.

신규추진 사업 개인 신용 및 렌탈 사업은 새로운 성장 동력: 신규사업으로 추진 중인 개인신용대출은 새로운 성장동력이 될 것으로 예상된다. 타 캐피탈사와 차별화 되는 점은 연체가 없는 신차구매고객을 대상으로 하는 상품과 은행 고객 중 동사에 적합한 고객을 대상으로 하는 상품을 강화하고 있다는 것이다. 브로커를 통해 모집된 고객을 대상으로 하는 상품보다 대손율 및 지급 수수료가 낮아 수익성이 높은 것으로 추정된다. 또한 올해부터 자동차 렌탈 사업을 시작할 계획인데 주력 고객을 우리은행 기업고객을 대상으로 해 비교적 빠른 시장 침투가 가능, 내년부터 의미 있는 매출 발생이 가능할 것으로 예상된다.

향후 주가 전망: 2013년 예상 순이익은 600억원으로 2012년 대비 9% 성장할 것으로 추정된다. 전반적인 경기악화 및 가계부채 증가 등을 고려 하면 과거와 같은 급격한 성장 보다는 내실화를 기할 것으로 판단한다. 현 주가는 2013F PBR 0.9배 PER 6.1배이다. 동사의 배당 성향은 30%로 올해에도 안정적인 수익이 가능해 4.8%의 배당 수익률을 유지할 것으로 판단한다. 캐피탈업계에 대한 시장 전망은 보수적이지만 동사의 차별화된 경쟁력을 감안 시 장기적으로 안정적인 성장과 함께 주가는 우상향 할 것으로 판단한다.

김정수 3276-4459
kjungsoo@truefriend.com

진만 3276-6582
jinman05@truefriend.com

기업개요	EQ 지수
<p>□ 기업개요: 자동차 할부, 개인금융 및 기업금융을 영위하는 여신전문회사로 우리금융 그룹 자회사</p> <p>□ 주주 구성: 우리금융지주 52.3%, KB자산운용 10.6% 국민연금공단 6.4%</p>	<ul style="list-style-type: none"> 성장성: ★★★★★ 이익안정성: ★★★★★ 기업신뢰성: ★★★★★
사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	<ul style="list-style-type: none"> 신용등급 상황에 따른 조달금리 하락 비대면 채널 비중 증가에 따른 비용 절감 렌터카 사업의 성공적인 진출
	리스크
	<ul style="list-style-type: none"> 렌터카 사업 진입 실패 유통주식수 부족

제품	대출자산 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
자동차 할부/리스	19,811억원 (64%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> 자동차 할부/리스는 자동차 담보 설정으로 타 대출에 비해 상대적으로 안정적인 수익 창출 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 자동차 영업소 직원 자동차 구매자 	<ul style="list-style-type: none"> 현대캐피탈, 아주캐피탈, 롯데캐피탈 등 	<ul style="list-style-type: none"> 내년부터 렌터카 영업을 개시할 전망
개인금융	4,674억원 (15%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> 자동차 할부나 우리은행 고객 중 신용도를 선별해서 대출 실시 	<ul style="list-style-type: none"> 개인 	<ul style="list-style-type: none"> 현대캐피탈, 아주캐피탈, 롯데캐피탈 등 	<ul style="list-style-type: none"> 텔레마케팅, 인터넷 대출 채널 이용비중을 늘리면서 비용 절감 예상
기업금융	6,401억원 (21%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> 은행과의 거래 고객 중 선별해서 대출 실시 	<ul style="list-style-type: none"> 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 현대캐피탈, 아주캐피탈, 롯데캐피탈 등 	<ul style="list-style-type: none"> 지속적으로 전체 매출에서 비중을 줄여가는 추세

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
현금 및 유가증권	80	70	43	45	47
대여금 및 수취채권	1,968	2,639	3,070	3,319	3,482
대출채권	853	865	875	885	895
할부채권	611	1,119	1,510	1,736	1,875
금융리스채권	465	627	658	671	684
기타수취채권	39	28	27	27	27
유형자산	13	13	13	13	13
무형자산	26	28	29	28	28
기타자산	60	20	7	7	7
자산총계	2,147	2,770	3,162	3,411	3,577
차입부채	1,731	2,326	2,646	2,786	2,897
기타부채	208	214	244	254	267
부채총계	1,940	2,540	2,890	3,040	3,164
자본금	85	85	85	107	107
자본잉여금	45	45	45	84	84
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	78	101	143	180	222
자본총계	208	230	272	371	413

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
성장성(%, YoY)					
총자산 증가율	19.2	29.0	14.1	7.9	4.9
대출채권 증가율	33.0	1.4	1.2	1.1	1.2
할부채권 증가율	2.7	83.0	35.0	15.0	8.0
리스자산 증가율	14.2	35.0	4.8	2.0	2.0
영업수익 증가율	7.1	12.8	16.7	4.3	4.8
영업이익 증가율	100.8	20.8	69.5	2.7	12.1
순이익 증가율	105.8	23.0	63.4	3.7	11.8
자기자본증가율	12.1	10.7	18.3	36.4	11.3
자산건전성					
고정비하비율	2.0	4.6	3.1	3.3	3.4
Coverage ratio	100.0	58.7	90.2	88.0	90.3
연체율(1개월 이상)	3.0	3.3	2.9	2.8	2.9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

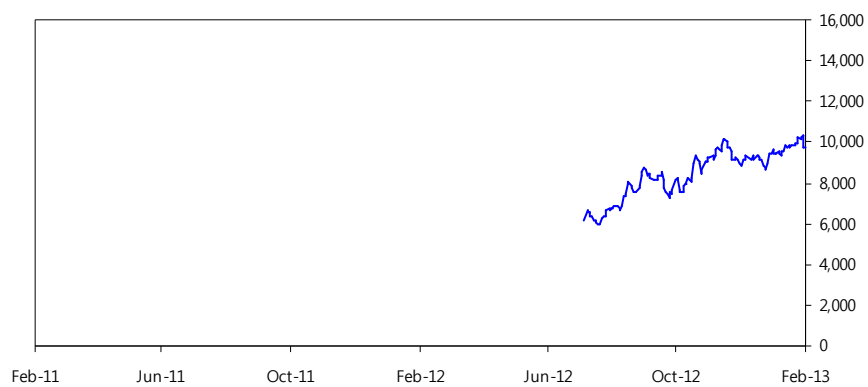
	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
영업수익	254	287	334	349	366
영업비용	220	246	265	277	285
이자비용	98	114	140	145	148
일반관리비	37	43	55	58	62
대손상각비	37	63	55	60	61
기타비용	48	25	15	15	15
영업이익	34	41	70	71	80
기타영업외이익	0	1	0	0	0
기타영업외비용	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	34	41	70	71	80
법인세비용	8	10	18	18	20
당기순이익	26	32	52	54	60
EBITDA	35	43	70	71	80

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	1,547	1,865	3,048	2,844	2,789
BPS	12,248	13,559	16,038	19,690	19,221
수익성(%)					
영업이익률	13.4	14.3	20.8	20.5	21.9
순이익률	10.1	11.1	12.1	13.1	14.1
EBITDA Margin	13.8	14.8	20.8	20.5	21.9
ROE	13.1	14.5	20.6	16.7	15.3
ROA	1.3	1.3	1.7	1.6	1.7
Valuation(X)					
PER	6.5	7.3	4.5	6.0	6.1
PBR	0.8	1.0	0.8	0.9	0.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
AJ 렌터카(068400)	2012.12.28	NA	-
	2013.02.22	매수	15,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 2월 22일 현재 AJ렌터카, 레드캡투어, 우리파이낸셜 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 높게 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.