

AJ렌터카(068400)

매수(분석재개) / TP: 21,000원

주가(7/18, 원)	10,250
시가총액(십억원)	235
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	15,500/9,230
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	528
유동주식비율(%)	56.6
외국인지분율(%)	10.7
주요주주(%) 에이제이네트웍스 외 9 인	43.0
JF Asset Management Limited	5.1

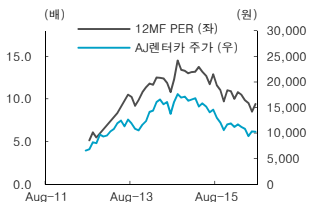
	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	570	44	19	860	5.8	241	19.0	3.9	1.7	9.5	-
2015A	632	40	18	791	(8.0)	249	15.0	3.7	1.2	8.1	-
2016F	709	41	19	840	6.2	288	12.2	3.3	0.9	7.9	-
2017F	830	49	20	924	10.0	325	11.1	3.2	0.9	8.0	-
2018F	960	56	23	1,052	13.8	361	9.7	3.1	0.8	8.4	-

주: 순이익은 지분법적용 순이익

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	0.5	(30.5)
상대주가(%p)	(3.0)	(7.1)	(27.8)

12MF PER 추이



오토바이 렌탈 & 중고차 유통 고도화로 성장엔진 더한다

경쟁 완화 & 신사업 진출로 턴어라운드: 2017년 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 4배를 적용해 산출한 목표주가 21,000원으로 분석을 재개한다. 렌터카 사업은 1) 낮은 금리로 돈을 빌려 차량을 저렴하게 대량구매하고, 2) 확보된 차량을 매월 적정 렌탈료를 받고 최대한 많이 가동한 후, 3) 3~3.5년된 중고차를 B2B, 경매, 공매, 수출 등으로 매각해 차익을 확보하는 산업이다. AJ렌터카는 M/S 12.2% 확보한 국내 2위 렌터카 업체로, 종속회사인 AJ셀카를 통해 중고차 유통업으로 영역을 확장하고 있다. 지난 2년간 렌터카 시장의 공급과잉과 렌탈료 인하 경쟁으로 주가가 하락해 밸류에이션은 역사적 저점(2017년 기준 PER 11.1배)으로 de-rating되었다. 올해는 매각 대수가 전년대비 소폭 증가해 성장 기대감은 낮지만, 경쟁 완화에 따른 ASP 하락세 둔화 및 금리인하로 수익성이 제고되고, 오토바이 렌탈 및 자회사 AJ셀카(지분 77.8%)는 본격적인 중고차 유통업 대형화로 2017년부터 성장 잠재력이 크다.

〈표 6〉 목표주가 산출 내역

항목	값	단위	산식	비고
사업가치	1,302	(십억원)	① = a x b	-
EBITDA	325	(십억원)	a	2017년 기준
목표 EV/EBITDA	4	(배)	b	해외 동종업계 평균 40% 할인 (outlier AVIS 제외 평균 EV/EBITDA 4배)
순부채	826	(십억원)	②	-
적정가치	475	(십억원)	③ = ① - ②	-
주식수	22,146	(천주)	④	-
목표주가	21,000	(원)	③/④	백원 단위 미만 절사
상승여력	105	(%)		7월 18일 종가 10,250원 기준

자료: 한국투자증권

바이크 장기렌탈 사업 내년부터 시작: AJ렌터카는 국내 바이크 렌탈 전문회사를 인수하여 내년부터 상용오토바이 렌탈 산업을 본격적으로 시작한다. 국내 220만대의 오토바이 중 상용오토바이는 전체의 68%인 150만대로 현재 배달 서비스를 제공하는 프랜차이즈와 우체국, 한국전력 등 공기업들이 자산화하여 사용하고 있다. 상용오토바이는 가동률이 높아 고장이 잦고 부품교체 등 유지보수가 빈번하지만, 오토바이 수리가능 서비스센터가 수가 절대적으로 부족해 영세업자가 제공하는 서비스 수준이 높지 않아 상용오토바이를 관리하는 실무자들의 관리의 번거로움이 가중되고 있다. 이 시장을 렌탈 수요로 전환하는 서비스에 대한 니즈가 크고, 기존 지점 네트워크/정비망을 그대로 활용할 수 있어 효율적인 사업확장이라고 판단한다. 150만대의 상용오토바이 중 기업고객 비중이 13%고, 연 100만원의 렌탈료를 감안했을 때 시장 규모는 2,000억원 전후로 예상된다. 니즈는 있되 충분히 산업화되지 않은 시장에 규모를 갖춘 기업으로서 첫 진출하는 것이므로 제반 법규 문제만 원활하게 해결된다면 선점효과와 기존 영업망 활용에 따른 영업효율을 충분히 누릴 수 있을 것으로 보인다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

AJ셀카로 중고차 유통업 확대: AJ셀카는 ‘중고차 매입전문회사’로 중고차를 대량으로 소싱해 판매하고 있다. AJ셀카가 연간 처리하는 중고차수 5만여대 중 26%는 AJ렌터카로부터 소싱하고, 나머지 74%는 소비자와 딜러로부터 직접 조달한다. 매입 중고차는 보통 도매, 경매, 공매, 소매, 수출의 형태로 팔리고 있다. 정보비대칭에 의한 역선택이 심한 중고차 시장에서 투명한 거래가 가능한 경매 시장의 필요성이 커지고 있어 성장여력이 크다. AJ그룹은 내년 1분기 말 안성에 AJ타운을 설립해, 규모의 경제를 바탕으로 중고차 경매시장을 본격적으로 활성화할 계획이다. 안성 AJ타운이 완공되면 AJ셀카가 보유한 경매장 처리능력이 연간 5만대에서 11만대로 증가한다. 안성 AJ타운이 완성되면 AJ셀카는 규모의 경제 효과 및 판매루트 고도화, 비용구조 개선(임차료 15억원 절감) 등으로 올해 말 회복국면을 지나 내년 초부터 흑자 전환될 것으로 예상된다.

다년간의 중고차 매매를 통해 적정 건적을 낼 수 있는 빅데이터를 구축한 점도 강점이다. AJ셀카는 렌터카 판매이력, 경매장 데이터를 구축해 좋은 컨디션의 차량을 비싸게 매입하더라도 적정 가격에 팔 수 있는 시스템을 구축해왔다. 연간 11만대의 중고차 수용규모는 국내 최대 수준으로, 다양한 모델/연식의 구색 갖춤과 대량구매의 이점을 통해 전국의 딜러를 결집시키는 중고차 경매하우스로 자리매김할 전망이다. 다수의 딜러가 참여하면 제 가격을 받을 수 있는 여지가 커지고, 또 이러한 점이 차량을 소싱하는 데 유리하게 작용해 선순환을 이끌어낼 수 있다. 수직계열화, 빅데이터 분석을 통해 부품 소모품 시장, 타이어 유통 시장, 오토바이 렌탈 등 연관산업으로의 확장이 가능하다는 점도 긍정적이다.

조달금리 하락 & 대량구매에 따른 할인으로 비용 감소: AJ렌터카는 매월 평균 1,600대의 차량을 신규 취득하고 있다. 신규 취득에 들어가는 대규모 자금은 회사채, 은행 시설대, CP 등을 통해 조달하고 있다. 현재 AJ렌터카 신용등급은 A-, 가중평균 조달금리는 3.0% 수준이다. 브렉시트의 영향으로 경기 전망이 하향되면서 향후 금리가 추가 하락할 가능성이 높아진 점은 비용 측면에서 긍정적이다. 취득할 때 적용되는 할인율이 클수록 감가상각비 절대규모도 줄고 향후 매각차익도 증가하기 때문에 취득 시 구매 협상력을 발휘하는 것이 중요하다. AJ 렌터카는 현대차, 기아차, 르노삼성 및 외사로부터 매월 대량 구매하기 때문에 매입 볼륨에 비례해 5% 내외의 할인율을 제공 받는다. 올해 1.9만여대의 차량을 매입할 계획이라 할인폭 상단에 해당하는 구매 협상력을 발휘할 전망이다.

회수율은 바닥권으로 판단, 평균 운행률 83% 수준으로 안정적 유지: 장기 렌터카의 수익성을 결정하는 회수율은 현재가 바닥권이라고 판단한다. 낮은 회수율은 공급과잉에 따른 과도한 렌탈비 인하 경쟁의 결과였지만, 상위권 렌탈업체들이 수익성 중심 전략으로 선회하면서 추가적인 공급충격은 크지 않을 전망이다. 렌터카는 매입 후 중고차로 매각되는 3~3.5년 동안 최대한 많이 운행되어야 한다. 법인 렌터카의 경우 계약으로 3~3.5년의 렌탈 기간이 확보되기 때문에 운행률이 99%이지만, 레저/출장 목적으로 대여되는 단기 렌터카의 경우 운행률 변동이 심하다. AJ렌터카는 노후차량을 중심으로 시간 단위 렌탈이 가능한 ‘빌리카’를 론칭해 전체 평균 운행률을 83%까지 끌어올린 상태다. 빌리카 운영대수는 약 1,000대로 제주 및 주요 도시에서 운영 중이다. 2년 이상 된 차량을 2~3년 추가 운행해 매각할 경우, 추가 감가상각으로 잔존 장부가는 낮아지지만 매가는 하방경직성이 있어 매각이익률은 높아진다.

올해 상저하고, 내년 턴어라운드: 국내 한 렌터카 업체는 2019년까지 렌터카를 30만대로 늘리는 것을 목표로 삼고, B2C 개인 장기 렌터카 중심으로 시장을 공략하고 있다. 그러나 개인 장기 렌터카 서비스는 신용이 담보되지 않은 개인의 디폴트 리스크 증대로 인한 수익성 악화, 손실/분실 차량 증가 등의 부작용이 누적되고 있어 일부 업체의 공급 위주의 B2C 시장전략에 수정이 불가피할 전망이다. 지난 3년간 출혈경쟁대신 수익성 보전전략을 택한 AJ렌터카는 M/S를 빼앗겼지만, 렌터카 업체 중 가장 높은 영업이익률을 유지하며 차량 정비/관리 등 차별화된 서비스 위주로 내실을 다지고 있다. 2015년 렌탈서비스 ASP는 전해 대비 6% 감소했지만, 올해는 3.5% 수준에서 제한될 것이고 2016년 하반기 평균 ASP 감소율은 전년대비 3.2%로 점차 감소폭을 줄여나갈 전망이다. 올해 매각차량은 13,800대 정도로 전년 대비 4% 증가하지만 내년 매각차량은 올해 대비 12% 증가할 전망이다. 이익률이 낮은 LPG차량 비중이 올해 35%에서 내년 38%로 상승하지만, 2017년부터 5년 이상 운행한 LPG차량의 일반인이 이전이 가능해져 매수자 증가에 따른 중고차 가격상승을 기대할 수 있다. 또 48개월 이상의 장기계약 중고차 판매 증가(중고차 평균매출원가 하락)와 경매를 통한 적정 수준의 매가 형성으로 중고차 매매부분의 이익률 하락은 제한될 것이다. 올해 매출액은 전년대비 12.1% 증가한 7,088억원, 영업이익은 전년대비 2.7% 증가한 413억원으로 예상된다. 내년 매출액은 올해 대비 17%, 영업이익과 순이익은 각각 19%, 10% 증가해 내년부터 본격적인 턴어라운드 국면에 진입할 전망이다. 2017F EV/EBITDA는 3.2배로 글로벌 peer의 평균 6.9배(outlier인 AVIS 제외 평균)보다 낮다.

기업개요 및 용어해설

AJ렌터카는 1988년 설립되고 2012년 7월에 유가증권시장에 상장된 렌터카 업체다. 장단기 렌터카 운영에서 중고차 매각까지 차량의 운영과 처분을 수직 계열화하고 있으며, 연결 기준 자회사는 AJ셀카(지분율 77.8%), AJ카리안서비스(100%), AJ렌터카 카자흐스탄(100%), AJ카리안디투디(100%), AJ Rent A Car USA(100%) 등 5개 업체다.

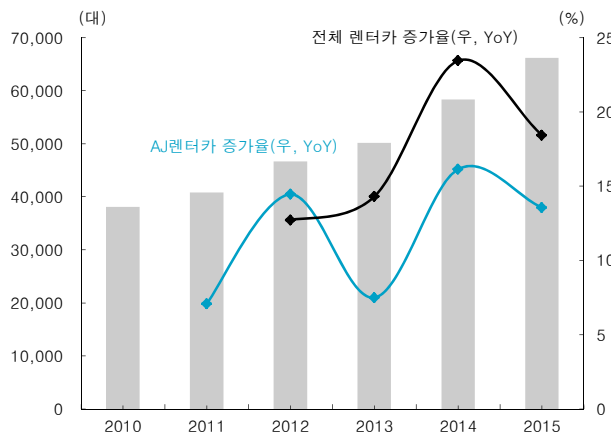
- 보험대차: 교통사고로 인해 수리해야 하는 경우, 상대방보험사로부터 다른 차량을 임대 받아 사용하는 서비스
- 회수율=월렌탈료/차량취득가액, 운행률=차량가동시간/총렌탈기간

〈표 7〉 AJ렌터카 사업부별 3C 분석

사업부	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
렌터카	3,825억원 (60%)	~6%	<ul style="list-style-type: none"> AJ렌터카 66,864대 보유 140여개 영업대리점, 400여개 정비네트워크 구축 순렌탈자산 4,851억원 	<ul style="list-style-type: none"> 법인고객 83%, 개인고객 17% 법인은 주로 장기렌탈, 개인은 주로 단기렌탈 	<ul style="list-style-type: none"> 국내 렌터카 인가대수 2015년 말 기준 54.4만대 롯데렌탈, AJ렌터카, SK네트웍스, 현대캐피탈, 레드캡투어 순 	<ul style="list-style-type: none"> 최소 6개월~최장 5년까지 대여(통상 3~3.5년 대여) 렌터카 시장 1조 6,493억원
중고차 매각	2,318억원 (37%)	~6%	<ul style="list-style-type: none"> 2015년 13,300대 중고차 판매 자회사인 AJ셀카 통해 판매 	<ul style="list-style-type: none"> 중고차 딜러, 직접 고객, 수출 바이어 	<ul style="list-style-type: none"> 현대글로벌비스, 롯데오도옥션, SK엔카옥션 	<ul style="list-style-type: none"> 신차 구입 후 통상 3~3.5년 후 매각 (신차 구입가의 50% 내외 가격으로 매각)

주: 매출액과 비중은 2015년 기준
자료: 한국투자증권

[그림 16] AJ 렌터카 차량대수와 증가율(vs 전체 렌터카 증가율)



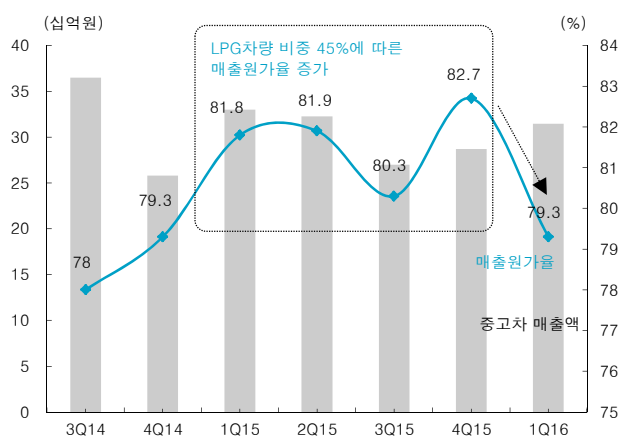
자료: AJ 렌터카

[그림 17] AJ 렌터카 법인고객



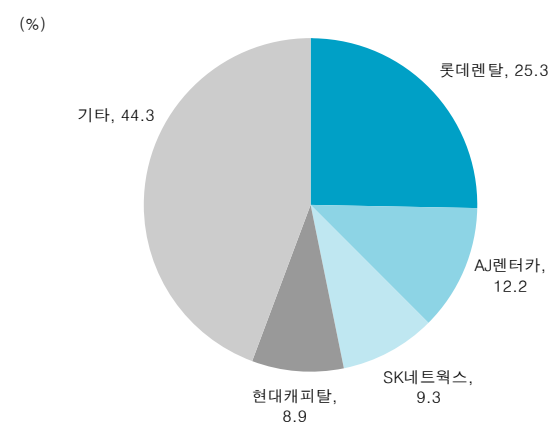
자료: AJ 렌터카

[그림 18] 분기별 중고차 매출액과 매출원가율



자료: AJ 렌터카

[그림 19] 렌터카 M/S



자료: AJ 렌터카

〈표 8〉 글로벌 peer group valuation

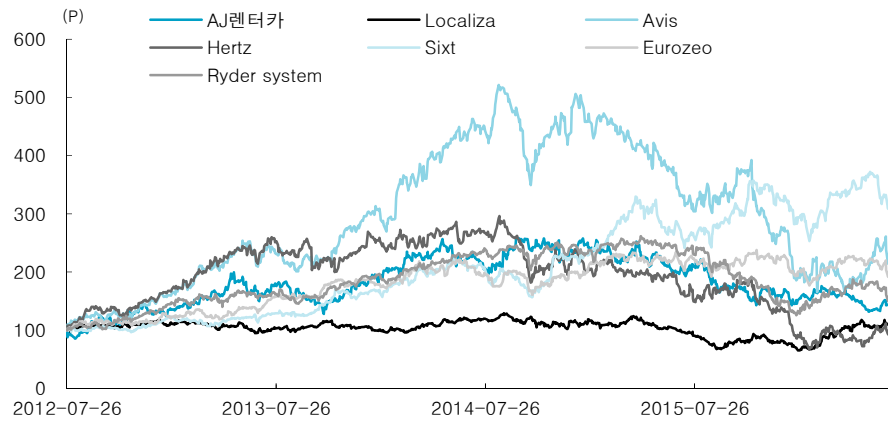
(단위: 배)

회사	PER			PBR			EV/EBITDA		
	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
Localiza	18.1	19.9	18.3	3.6	3.4	3.0	9.4	9.1	8.4
Avis	11.3	10.6	9.2	7.9	3.4	5.9	5.5	18.8	17.8
Hertz	17.7	11.5	9.1	2.2	1.6	1.4	5.3	12.6	11.3
Sixt	20.4	17.1	15.1	1.6	2.2	2.0	6.2	5.7	5.3
Eurazeo	21.1	22.0	20.2	0.9	1.0	0.9	2.6	8.0	4.9
Ryder system	9.8	9.8	9.3	1.6	1.6	1.3	4.8	4.8	4.6
해외 평균	16.4	15.2	13.5	3.0	2.2	2.4	5.6	9.8	8.7
AJ 렌터카	15.0	12.1	11.1	1.2	0.9	0.9	3.7	3.3	3.2
전체 평균	16.2	14.7	13.2	2.7	2.0	2.4	5.4	8.9	7.9

주: valuation 지표는 Bloomberg consensus 기준, AJ렌터카는 한국투자증권 추정치 기준, 레드캡투어는 컨센서스가 존재하지 않아 제외

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 20] 글로벌 렌터카 업체 주가 추이



주: 2012년 7월 26일 주가를 100으로 일괄 변환

자료: Fn-guide, 한국투자증권

〈표 9〉 국내 렌터카 업체 비교

	롯데렌탈	AJ렌터카	SK네트웍스	현대캐피탈	레드캡투어
렌터카 사업 시작연도 (업력)	2010년 (6년)	1988년 (28년)	2009년 (7년)	2008 (8년)	1997년 (19년)
M/S	24.9%	11.9%	9.5%	8.7%	3.3%
차량보유대수	140,068	66,864	53,254	48,896	18,525
렌터카 사업부문 매출규모	9,192억원	3,825억원	NM	NM	1,686억원
회사채 신용등급	AA-	A-	NM	NM	NM
부채비율	823.8%	354.6%	225.6%	595.5%	188.0%
Captive market 보유 여부	KT, 롯데그룹	없음	SK그룹	현대차 그룹	LG/LS/GS그룹

주: 2016년 1분기 기준, 현대캐피탈과 SK네트웍스의 경우 렌터카 매출 구분이 어려워 NM으로 처리, 회사채 신용등급은 한국신용평가 기준

자료: 각 사, 전국자동차대여사업조합연합회, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	66	88	93	110	127
현금성자산	7	28	30	37	41
매출채권및기타채권	41	40	40	47	55
재고자산	11	11	13	15	17
비유동자산	821	946	1,044	1,155	1,246
투자자산	26	30	33	39	45
유형자산	773	890	981	1,081	1,161
무형자산	7	9	10	12	14
자산총계	887	1,034	1,137	1,265	1,373
유동부채	319	464	496	525	538
매입채무및기타채무	64	84	87	94	101
단기차입금및단기사채	36	123	138	148	143
유동성장기부채	211	249	259	274	279
비유동부채	359	342	397	475	546
사채	219	189	216	249	301
장기차입금및금융부채	114	129	154	194	209
부채총계	678	806	893	1,000	1,084
지배주주지분	209	225	243	263	286
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	91	92	92	92	92
기타자본	(32)	(33)	(33)	(33)	(33)
이익잉여금	136	154	173	193	216
비지배주주지분	0	2	1	1	3
자본총계	209	227	244	265	289

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	(71)	(53)	16	10	26
당기순이익	19	17	17	21	25
유형자산감가상각비	197	208	246	276	304
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(289)	(283)	(244)	(288)	(305)
기타	2	5	(2)	0	1
투자활동현금흐름	(9)	(40)	(93)	(100)	(86)
유형자산투자	(13)	(35)	(88)	(92)	(77)
유형자산매각	0	2	2	2	2
투자자산순증	5	(3)	(4)	(6)	(6)
무형자산순증	(0)	(3)	(2)	(2)	(3)
기타	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
재무활동현금흐름	80	115	79	97	65
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	80	113	77	98	67
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	2	(1)	(1)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	1	21	2	6	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	570.0	632.1	708.8	829.6	960.0
매출원가	161.9	206.1	0.0	0.0	0.0
매출총이익	408.1	426.0	708.8	829.6	960.0
판매관리비	364.4	385.7	667.5	780.5	904.5
영업이익	43.7	40.3	41.3	49.0	55.6
금융수익	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
이자수익	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
금융비용	22.6	22.0	22.9	25.7	28.3
이자비용	22.6	22.0	23.1	25.8	28.4
기타영업외손익	3.0	3.6	4.6	5.4	6.2
관계기업관련손익	(0.0)	0.5	0.6	0.6	0.6
세전계속사업이익	24.5	22.6	23.8	29.5	34.3
법인세비용	5.5	5.5	6.9	8.3	9.6
연결당기순이익	19.0	17.1	16.9	21.2	24.7
지배주주지분순이익	19.0	17.5	18.5	20.4	23.2
기타포괄이익	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
총포괄이익	18.5	16.7	16.5	20.8	24.3
지배주주지분포괄이익	18.5	17.1	18.1	20.0	22.8
EBITDA	240.7	248.7	287.5	325.4	360.9

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	860	791	840	924	1,052
BPS	9,426	10,219	11,034	11,935	12,965
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.8	10.9	12.1	17.0	15.7
영업이익증가율	(1.8)	(8.0)	2.7	18.6	13.4
순이익증가율	5.7	(8.1)	5.9	10.0	13.8
EPS증가율	5.8	(8.0)	6.2	10.0	13.8
EBITDA증가율	7.3	3.3	15.6	13.2	10.9
수익성(%)					
영업이익률	7.7	6.4	5.8	5.9	5.8
순이익률	3.3	2.8	2.6	2.5	2.4
EBITDA Margin	42.2	39.3	40.6	39.2	37.6
ROA	2.3	1.8	1.6	1.8	1.9
ROE	9.5	8.1	7.9	8.0	8.4
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	573	662	736	826.3	887
차입금/자본총계비율(%)	277.8	303.4	314.5	326.8	322.4
Valuation(X)					
PER	19.0	15.0	12.2	11.1	9.7
PBR	1.7	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.9	3.7	3.3	3.2	3.1

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 7월 18일 현재 AJ렌터카, AJ네트웍스 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 AJ네트웍스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.