

## 중고차

# 중고차 매매의 이해

3가지 Keyword로 보는 중고차 유통업

### 신건식

미디어\_엔터/스몰캡  
(02) 3215-7503  
gsshin@bsfn.co.kr

### 박세진

운송/레저  
(02) 3215-1527  
sjpark@bsfn.co.kr

### Contents

- I. 중고차 시장 현황 / 02
- II. 중고차 시장 전망 / 05
- III. 중고차 시장 밸류체인 / 16
- IV. 1st keyword : 매입 / 29
- V. 2st keyword : 신뢰 / 33
- VI. 3st keyword : 플랫폼 / 39
- VII. AJ렌터카 / 44
- VIII. SK C&C / 55
- IX. 현대글로벌비스 / 61

### 1. 매입 : AJ 셀카 - 걸리버인터내셔널

중고차 밸류체인에 대해 고민해보면 핵심은 '매입'이라는 걸 알 수 있다. 신차는 소수의 완성차 메이커를 통해 유입되기 때문에 유통채널의 핵심은 판매에 있다. 반면 중고차는 절대 다수의 자동차 소유주로부터 매입을 해야한다. 매입을 잘하면(싸게) 파는 것은 그다지 문제가 되지 않는다. 도매와 소매를 적절히 이용하면 되기 때문이다. 우리가 주목하는 AJ셀카의 성공 가능성을 높게 보는 이유가 바로 이 점이다. 1) 비즈니스 모델이 중고차 밸류체인의 핵심(매입)에 출발하고 2) 이를 전개시킬 수 있는 네트워크(인력, 자본력)과 captive market(렌터카)을 모두 갖고 있기 때문이다. 3) 뿐만 아니라 모바일 환경을 적극적으로 이용하여 태생적 약점으로 지적되는 감가, 보관비용, 자본비용을 줄일 수 있는 것도 매력적이다.

### 2. 신뢰 : SK 엔카 - 카맥스(Carmax)

'레몬마켓, 역선택, 정보의 비대칭성, 허위, 미끼...' 중고차 시장을 설명하는 단어들이다. 이러한 부정적 시각을 깨고 거래의 신뢰를 획득할 수 있다면 성공한 비즈니스 모델이 될 수 있다. 카맥스를 통해 본 신뢰 획득의 두가지 요인은 'No haggle(물건값을 두고 별이는 실랑이)'과 '인증(certified)'이다. 카맥스의 실랑이 없는 단일 가격 제시와 CQC(CarMax Quality Certified)를 들여다보면 다른 중고차와의 경쟁이 아니라 흡사 신차와 경쟁을 하고 있는 것처럼 보인다. 미국의 카맥스(최대 중고차 매매업체)나 호주의 카세일즈닷컴(호주 최대의 온라인 중고차 매매업체), 그리고 한국의 SK엔카 공히 '신뢰'를 얻기 위해 고군분투다. 획득된 신뢰는 중고차 거래에서 가격 협상의 피곤함을 해소시킨다. 신뢰를 얻을 수 있다면 가격을 조금 높게 팔거나 조금 낮게 매입할 수 있다.

### 3. 플랫폼 : 에스케이엔카닷컴 - 카세일즈닷컴

중고차 매매는 risk가 존재한다. 매입한 중고차 가치는 시간이 갈수록 침식되며 단위당 거래금액이 크기 때문에 매입비용과 보관비용 부담이 있다. 제반 리스크를 상당히 줄일 수 있다면 성공적인 플랫폼이 될 수 있다. 성공적인 매매 플랫폼을 만들기가 어려운데 국내에는 꽤 기대가 되는 온라인 플랫폼이 있다. 바로 카세일즈닷컴의 DNA가 이식된 에스케이엔카닷컴이다.

Top picks: AJ렌터카(068400), SK C&C(034730)

관심종목 : 현대글로벌비스(086280)

## [중고차 시장은 재래시장]

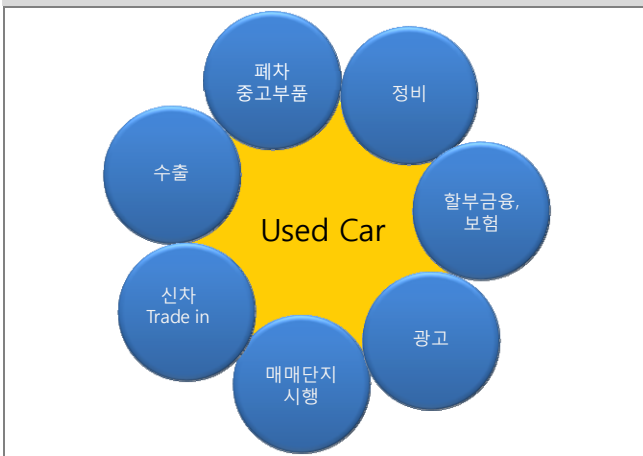
### 다양한 산업과 연관된 중고차 유통

중고차 유통은 다양한 산업과 연관되어 있다. 일단 신차시장과 교체거래 (trade in)가 존재하며 신차판매대수에 영향을 받기도 한다. 차량의 Life cycle 상 폐차 직전에 중고차 유통과정을 거치기도 하며 정비 및 중고 부품 거래와 연결되기도 한다. 최근 관심을 끌고 있는 할부금융과 자동차 보험도 별류체인 상 중고차와 직접적으로 연관되어 있다. 이뿐만이 아니다. 매매단지라는 대규모 부동산 개발을 통해 시행업을 할 수 있으며 온라인 중고차 플랫폼을 통해 광고까지 영위할 수 있다. 중고차와 관련한 비즈니스 영업은 매우 광범위 하다.

### fragmented and competitive 시장

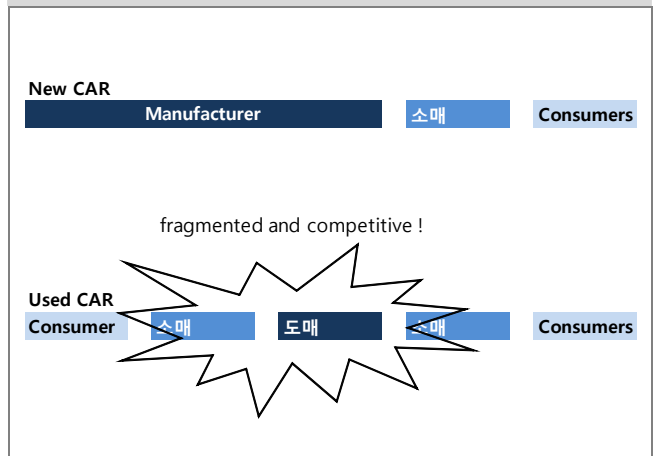
중고차 유통시장은 일반 유통시장과 차이가 있다. 일반 유통시장이 판매사 (제조사) → 도매 → 소매 → consumer 로 이어지는 경로라면 중고차는 consumer → 소매 → 도매 → 소매 → consumer 로 이어지거나 도매와 소매가 뒤바뀌기도 하는 복잡한 구조를 갖추고 있다. 또한 동일제품에 대해 동일가격이 제시되는 일물일가(一物一價)의 법칙이 통용되지 않고 한 제품에 대해 여러가지 가격이 제시될 수 있는 일물다가(一物多價)의 시장이다. 따라서 유통시장의 참여자가 아니거는 적정가를 알기 쉽지 않으며 이러한 특성 때문에 전세계 보편적으로 중고차 시장은 매우 'fragmented and competitive' 한 시장으로 알려져 있다.

<그림 1> 다양한 산업과 연관된 비즈니스



자료: BS 투자증권

<그림 2> 중고차의 유통구조



자료: BS 투자증권

## 중고차 시장은 전형적인 레몬마켓

또한 중고차 시장은 역선택이 작동하는 대표적인 레몬마켓이다. 중고차의 일반 매수자는 차량정보가 상대적으로 제한적이기 때문에 무조건적으로 싸게 사려고(혹은 싸게 샀어도 비싸게 산 것 같은 느낌)하며 전문 매매업자(중고차 매매업자 혹은 딜러)는 비싸게 팔려는 의도(어차피 매수자는 차량이 좋다는 걸 인정 안하나니까)가 있다. 이렇게 매매업자와 일반수요자간에는 정보의 비대칭성과 관련한 신뢰 문제에 봉착하게 된다. 거래에서 '신뢰'의 문제가 생긴다는 것은 그만큼 거래규모를 위축시키며 유통업 자체를 영세하게 만드는 요인이기도 하다. 미국 최대의 중고차 매매업체인 카맥스는 회사의 전략을 다음과 같이 제시한다. "우리의 중요한 전략 중 하나는 자동차소매시장에서 전통적인 자동차 매매업체에 대한 근원적 불만족을 해결하려 데 있다."

### <그림 3> Carmax의 중고차 매매 전략

Our strategy is to revolutionize the auto retailing market by addressing the major sources of customer dissatisfaction with traditional auto retailers and to maximize operating efficiencies through the use of standardized operating procedures and store formats enhanced by sophisticated, proprietary management information systems.

Carmax, annual report

자료: 카맥스

### <그림 4> 중고차는 대표적인 레몬마켓

레몬 시장에서 판매자는 거래하는 재화의 품질을 잘 알고 있지만, 구매자는 재화를 구입할 때까지 그 재화의 품질을 알 수 없다. 즉, 정보의 비대칭성이 존재한다. 때문에 불량 재화(레몬)를 좋은 품질이라고 하여 판매하는 위험성이 발생하기 때문에, 구매자는 양질의 재화를 구입하고자 하지만, 결과적으로 시중에 저품질의 레몬만이 돌아다니는 문제가 발생한다. 구체적인 예를 들어 설명하면, 지금 시장에 고품질의 재화와 저품질의 재화가 각각 반반의 비율로 존재하고 있다고 생각해보자. 팔리고 있는 재화의 품질을 잘 알고 있는 판매자는, 고품질의 재화를 300 원 이상의 가격에, 저품질의 재화는 100 원 이상의 가격에 판매하면 괜찮다고 생각하고 있다. 그러나 구매자에게는, 팔리고 있는 재화의 품질을 판단하는 것은 어렵기 때문에, 구매자는 반의 확률로 재화가 저품질이라고 생각할 필요가 있다. 그 때문에 구매자에게 그 재화의 가치는 고품질인 경우(300 원)와 저품질인 경우(100 원)의 평균인 200 원이 된다. 따라서, 구매자는 200 원 이상은 지불하고 싶지 않을 것이다. 이것을 예상한 판매자는 200 원보다 높은 가격의 재화를 시장에 파는 것을 단념하게 되고, 그 가격 이하의 재화만이 거래하게 된다. 결국 판매자는 고품질의 재화를 팔지 못하게 되고 저품질의 재화만이 시장에 나도는 결과가 되며, 사회 전체의 효용이 저하된다. 이러한 현상을 역선택이라고 한다. 레몬 시장이라는 개념을 처음 제시한 사람은 미국의 이론 경제학자 조지 애컬로프이다. 애컬로프는 1970 년에 미국의 계량 경제학 잡지 'Quarterly Journal of Economics'에서 「The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism→'레몬'의 시장 : 품질의 불확실성과 시장 메커니즘」이라는 논문을 발표하여, 중고차 시장에서 구입한 중고차가 잘 고장나는 현상의 메커니즘을 분석했다.

자료: 위키백과

단일차종에 다양한 가격

태생적인 이유도 있다. 신차 시스템과 비교할 경우 동일차종(동일 옵션)에 대해 단일 가격이 존재하지만 중고차의 경우 동일 차종(동일 옵션)이라도 연식과 주행거리 사고유무에 따라 가격에 차이가 있다. 한편, 중고차 수급이나 경기변동에 따라 시세가 변동(일반적인 가격변동요인을 제외하더라도)하기도 한다. 이러한 태생적 구조 때문에 단일가격이 제시되는 신차시장에 비해 중고차유통가격에 대한 신뢰는 떨어질 수 밖에 없다.

상대적으로 진일보한 선진국

중고차 비즈니스가 난해한 구조이긴 하나 미국이나 일본은 자본력이 있는 기업들의 참여로 중고차 유통시장이 규모, 규격, 효율면에서 상당히 업그레이드된 모습을 보이기도 한다. 미국은 '카맥스'라는 대규모 중고차 매매회사가 세련된 방식으로 중고차를 유통시키고 있으며 카팩스(Carfax)라는 차량 정보전문 업체가 차량의 이력에 대해 매우 소상히 제공하고 있어 중고차 유통질서에 긍정적인 역할을 하고 있다. 반면 국내의 경우 세계적인 완성차가 존재함에도 중고차 유통 시스템은 낙후되어 있어 전통재래시장과 같은 영세성과 불투명성을 안고 있는 실정이다. 실제 일부 중고차 인터넷 사이트 중에는 실거래가 상당히 낮게 제시되어 있는데 이러한 사이트의 대다수는 '허위' '미끼' 상품이 대다수다. 이들 사이트에 나온 가격을 보고 방문을 하면 차량을 보여주기는(허위매물은 현재 불법) 하지만 '침수 차량 이다' '급발진 위험이 있다' '차주가 차에서 자살했다' 등 다소 황당한 이유로 해당 차량의 매입을 막고 다른 차량에 대한 판매로 유도한다.

중고차에 대한 인식변화

최근에는 엔카와 같이 비교적 공신력있는 업체가 달려간 경쟁이나 자체 인증을 통해 적정가치에 근접한 가격수준을 제시함으로써 더디지만 가격에 대한 불신이 해소시키고 있다. SK엔카는 자체 정화노력으로 등록기준을 번호판 기준으로 바꾸면서 연간 300 만개에 달하는 등록차량대수를 70 만대 수준으로 걸러냈다. 또한 허위, 미끼매물이 발각됐을 경우 해당 딜러에 패널티를 주거나 실거래가보다 20% 이상 싼 비정상적인 매물은 등록을 거부하는 등 가격 정화에 집중하고 있다. 향후 SK 엔카나 보배드림과 같이 시장을 정화시킬 수 있는 중고차 플랫폼이 성장한다면 국내 중고차 거래의 활성화를 기대해 볼 수 있겠다.

**<표 1> 허위매물일 가능성이 큰 사이트의 중고차 가격 (단위:만원)**

	SK엔카	중고차 B	중고차 C	중고차 D	비고
소나타	1,300	500	600	700	SK엔카는 11년 소나타2.0 프리미어, 나머지는 최고급형
그랜저	2,500	830	860	880	SK엔카는 11년 그랜저HG300, 나머지는 최고급형
말리부	1,800	635	720	1,000	SK엔카는 말리부 11년 LT디럭스팩, 나머지는 최고급형

자료: 각 사이트

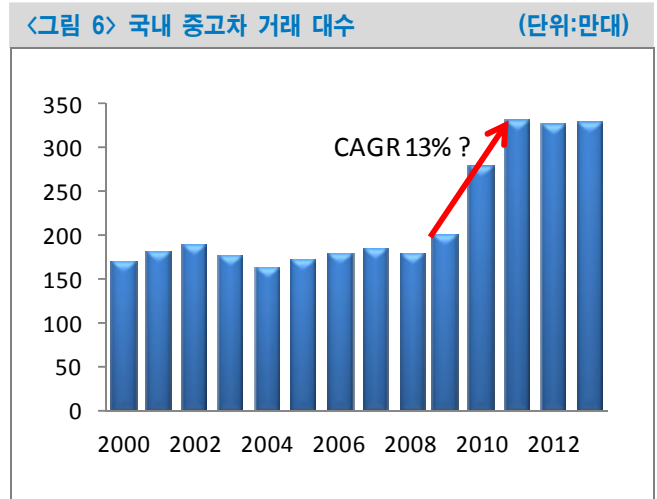
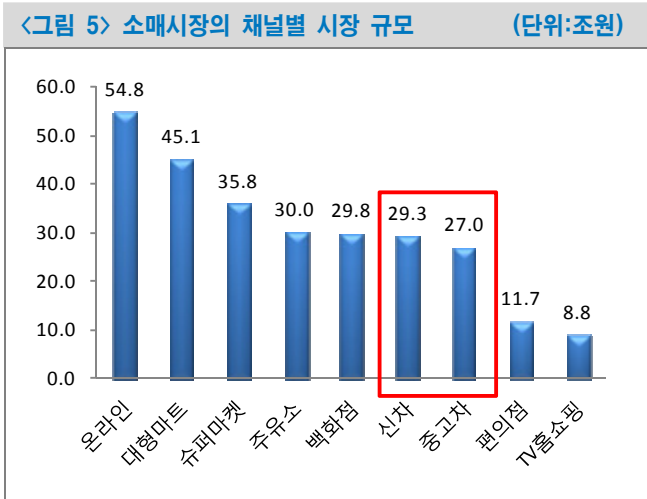
## 중고차 시장 전망

### 국내 신차 시장과 맞먹는 중고차 시장

국내 중고차 거래규모는 대수기준으로 연간 약 330 만대이며 평균 ASP 를 800 만원(공식적인 가격은 없지만 중고차시장에서는 대략 800~900 만원 가정)으로 가정했을 경우 금액기준 시장규모는 약 27 조(900 만원으로 계산했을 때는 30 조)정도 된다. 2013 년 국내 신차판매대수가 연간 140 대, ASP 를 2,200 만원으로 추정할때 약 30 조 정도되기 때문에 대략 신차시장과 비슷한 수준을 유지하고 있다. 주목할 만한 것은 소매유통시장(약 300 조)의 약 10%를 차지하는 시장임에도 중고차 시장에서 SK 엔카를 제외하고 뚜렷한 player 를 찾기 힘들다는 것이다.

### 통계 상 오류를 보정할 경우 중고차 거래 증가는 GDP 증가율 수준

2013 년 국토교통부에서 집계하는 중고차 거래대수는 전년대비 0.7% 증가한 330.8 만대를 기록했다. 지난해 중고차 거래의 증가는 다소 미약했으나 2010 년 이후의 성장세가 이채롭다. 이는 집계방식의 변화에 의한 것으로 유의미한 숫자는 아니다. 국내 중고차판매는 2010 년 이후 집계방식이 바뀌면서 시계열상 왜곡 현상이 있다. 현재 국내 중고차 매매 대수는 이전거래를 모두 포함한 것으로 신차의 경우 명의이전이 소유주에게 직접 이전되어 판매대수에 집계되지만 중고차매매의 경우 중간에 매매상사가 명의이전에 포함되기 때문에 중고차 한대 거래에 2 개 이상의 판매대수가 포함될 수 있다. 2010 년 이후 거래대수에는 재 집계된 거래대수에는 과거 기준에 미 반영된 숫자들이 반영될 결과다. 아직까지 국토교통부에서는 이와 관련한 명확한 입장을 유보하고 있는 상황이다. 따라서 시계열상의 중고차 시장 성장은 경기변동을 감안한 GDP 수준의 성장이 적정하며 구간별로 신차판매에 연동되는 것으로 보면 적정하다는 판단이다.



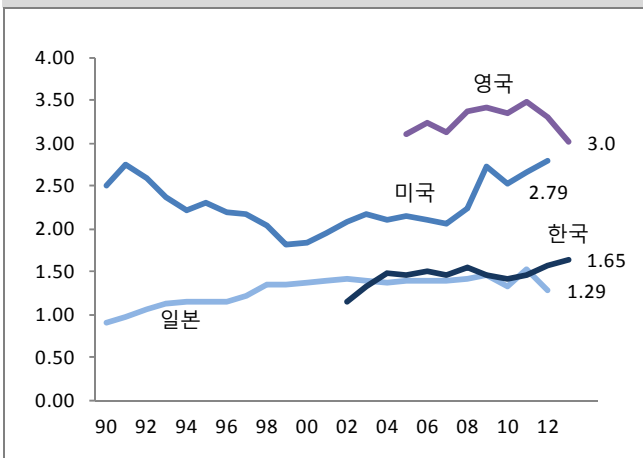
시계열의 연속성을 고려할 경우 중고차 거래수준은 220~230대 수준

경기변동이 아닌 펀더멘털 측면에서 국내중고차 시장의 규모는 어느 정도 까지 성장할 수 있을까? 일단 이 물음에 답하기 전에 시계열상의 오차를 줄이는 과정이 필요하다. 중고차 시장의 전문가(신현도, 피치오토엔컨설팅 대표)에 의하면 정확하게 파악할 수 없으나 집계방식의 일관성을 놓고 보면 중고차의 연간 매매대수는 대략 220~230 만 정도로 예상하고 있다. 이렇게 보정할 경우 신차판매 대비 중고차 거래 비중은 대략 1.65 배로 일본과 비슷한 수준(일본은 경차가 중고차 거래에서 포함안된 점을 감안)을 유지하는 것으로 파악된다. 반면 미국의 경우 신차판매의 약 2.8 배 수준이며 영국은 약 3 배 수준으로 우리나라와 일본에 비해 월등히 큰 규모다.

국내 중고차 시장의 체질적 변화 고려시 선진국 수준의 성장 가능

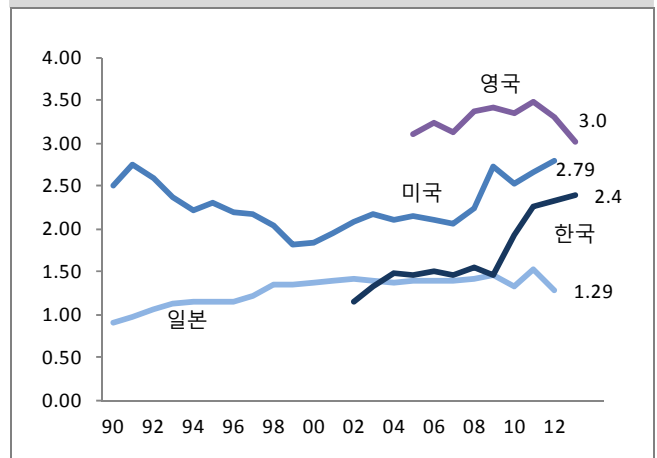
이전거래와 관련한 각국의 기준이 다를 수 있지만 큰 틀(double counting 을 고려하던 안하던 미국과 영국의 중고차 거래비중은 높다)에서 미국과 영국의 중고차 비중이 왜 큰지에 대한 고민이 필요하다. 그래야만 국내 시장이 미국과 영국처럼 중고차 시장이 확장될 수 있을 까에 대한 해답을 얻을 수 있기 때문이다. 성장 측면에서 중고차 시장의 구조적 변화는 가능한가? 결론부터 내리자면 중고차 시장의 체질적 변화를 전제한다면 가능할 것으로 보인다. 다만 이 체질적 변화는 중고차 시장의 내재적 변화 뿐만 아니라 이를 둘러싼 보조적 환경변화 즉 정책적 변화라든가 금융환경의 변화가 동반되어야 한다는 점에서 단기간 보다는 점진적인 변화로 이해해야 할 것이다.

<그림 7> 보정 전 신차대비 중고차 거래 비중 (단위:%)



자료: 국토교통부, NADA, JAMA, KAMA, SMMT

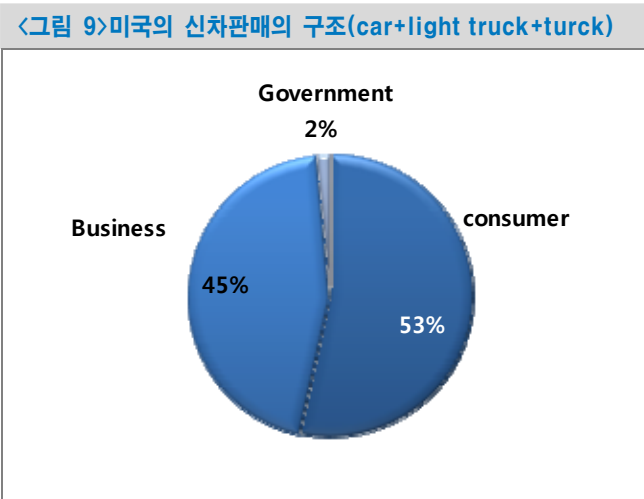
<그림 8> 보정 후 신차대비 중고차 거래 비중 (단위:%)



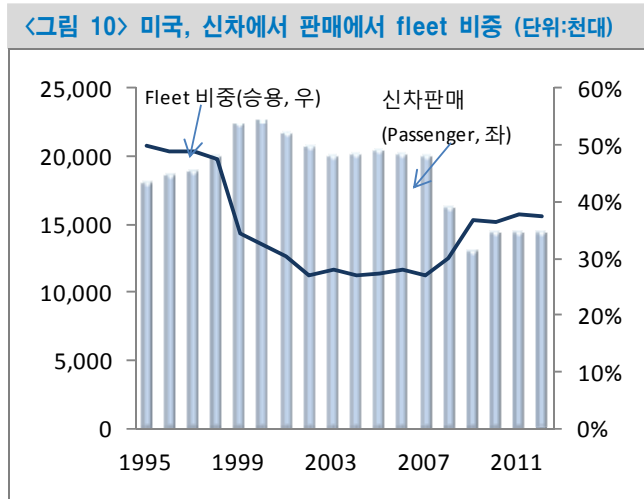
자료: 국토교통부, NADA, JAMA, KAMA, SMMT BS 투자증권 추정

**fleet 비중이 중고차 공급에 중요한 역할**

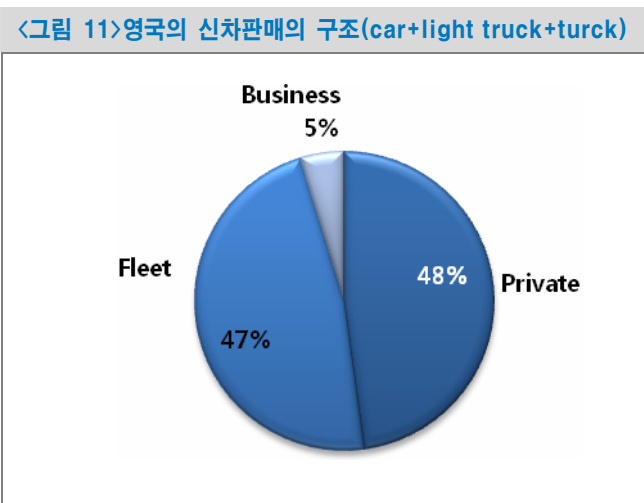
먼저 미국과 영국이 한국과 일본보다 높은 중고차 거래량을 보이는 이유를 살펴보자. 일단 미국은 중고차 공급의 원천이 되는 fleet 비중이 높다. fleet이란 법인이 차량을 대량구매하는 형태로 주로 택시, 렌터카, 일반법인 차량을 아우른다. 특별히 미국과 영국은 fleet의 기준을 25대 이상 대량 구입하는 것으로 집계한다. fleet의 원천은 상업용 또는 법인용 차량이기 때문에 자가용인 아닌 상업용 또는 법인용 차량의 비중이 중요하다. 미국은 53%가 일반 소비자 용이며 45%가 상업용이다. 영국의 경우 fleet과 business 비중을 합한 법인차량으로 볼 경우 53%가 된다. 이러한 까닭에 미국의 fleet 비중은 21.4%에 달하며 영국의 경우 fleet 비중은 무려 47%에 달한다. 영국의 경우 1,000명 당 자동차 대수가 일본과 비슷한 수준임에도 중고차 거래 비중이 일본은 물론 미국보다 높은 이유는 바로 높은 fleet 비중 때문이다. 영국의 경우 종업원들의 복지를 위해(세금혜택 및 대량구매에 따른 할인) 회사가 차량을 대신구매(fleet)하는 형태가 많다고 한다. 즉, fleet에는 실제 개인차량이 대부분일 것으로 판단한다.



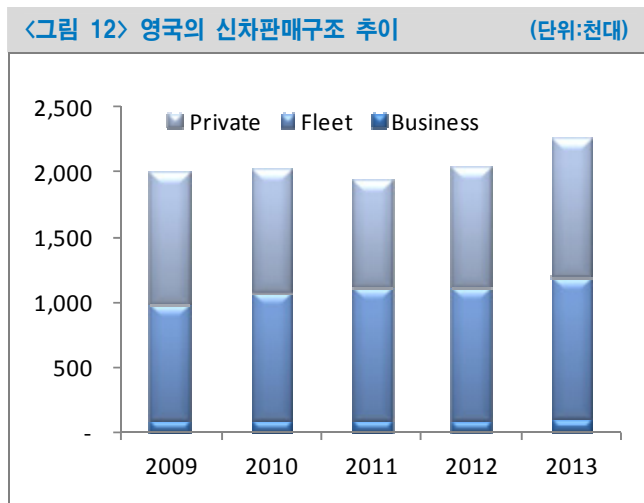
자료: NTS, BS 투자증권



자료: NTS, BS 투자증권



자료: SMMT, BS 투자증권



자료: SMMT, BS 투자증권

궁극적으로 국내의 경우 미국이나 영국보다 fleet 비중이 낮음

국내의 경우 fleet 을 구분하여 집계하지 않고 국토교통부에서 등록차량 기준으로 영업용과 관용, 자가용으로 구분하여 집계한다. 번호판 기준<sup>1</sup>으로 보면 영업용은 6%에 불과하고 법인등록차량기준으로 집계하면 12.4%에 해당한다. 어느쪽 기준으로 삼든 미국의 법인차량 비중인 45%에 못미치며 영국과는 비교할 만한 수준이 아니다.

모수의 불일치를 고려하더라도

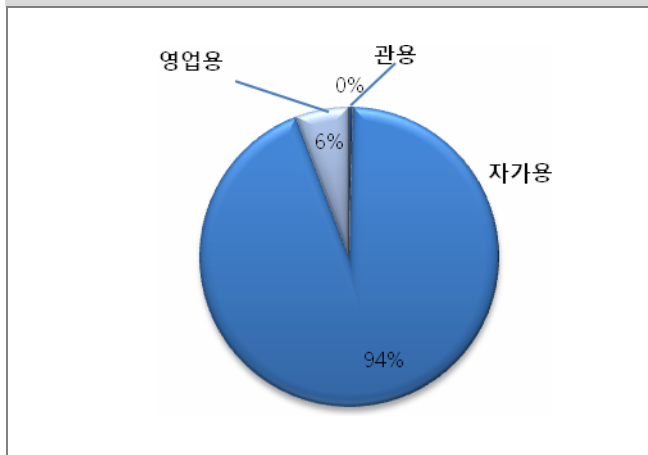
우리가 제시하는 신차등록차량과 등록차량간의 비교는 모수의 불일치가 존재하다. 미국의 경우 신차등록 차량을 모수로 구분한 점과 국내는 누적 등록대수 차량을 기준으로 했기 때문에 비중의 차이는 발생할 수 있다. (보통 fleet 의 경우 3년 이상되면 교체되기 때문에 일반 소비자의 교체주기보다 짧아 비중이 커질 수 있음). 이러한 비교 모수의 차이를 보정하여 추정할 경우 당사의 계산으로는 국내의 경우 신차판매의 20% 정도가 비즈니스 차량이며 이중 fleet(렌터+리스)비중은 대략 5~6% 되는 것으로 추정한다. 결론적으로 fleet 비중 또는 법인등록차량의 비중이 크다는 것은 차량의 교체주기가 짧아지는 것을 의미하며 이는 중고차 공급능력을 확대시킨다. 중고차 공급능력이 확대되면 수요자들은 더욱더 양질의 차량을 싸게 구매할 수 있는 환경이 조성될 수 있다.

---

<sup>1</sup> 국토교통부에서 구분하는 영업용과 자가용의 기준은 '번호판' 기준이다. 따라서 법인이 구매를 했어도 번호판이 자가용으로 등록되면 자가용으로 집계된다. 이러한 구분은 일본의 영향을 받은 것으로 추론된다. 일본 역시 번호판 기준으로 용도별 구분을 하고 있으며 비중 역시 국내와 비슷하다. 국토교통부는 2011년부터 번호판 기준 외에 따로 법인등록차량을 발표하고 있는데 이를 이용하여 다시 구분하면(미국과 같이) 법인등록차량은 대략 12.4% 정도 된다.

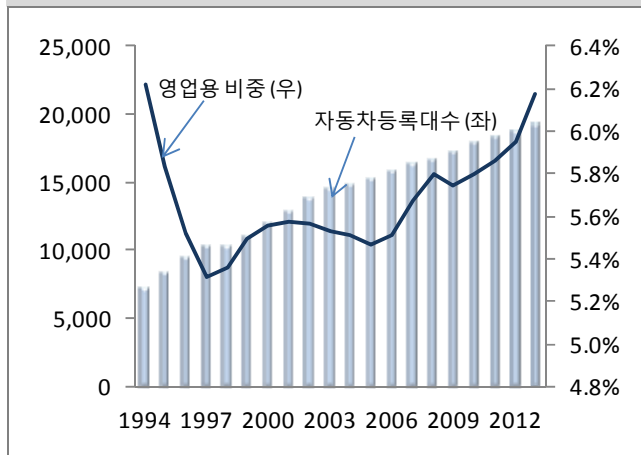


<그림 13> 국내 등록차량의 구조(car+light truck+truck)



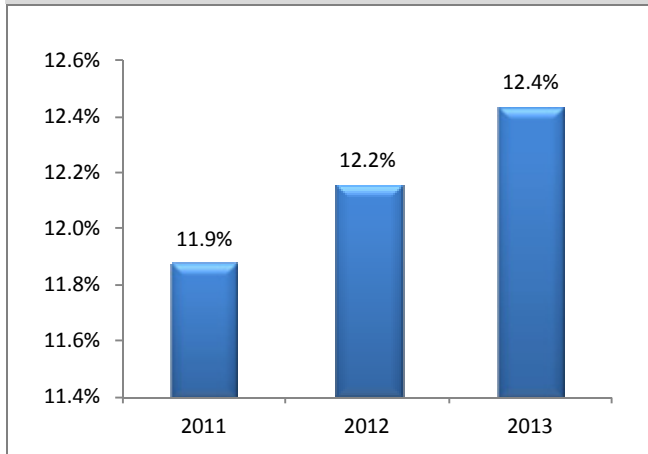
자료: 국토교통부

<그림 14> 국내차량등록대수와 영업용 차량 비중 (단위:천대)



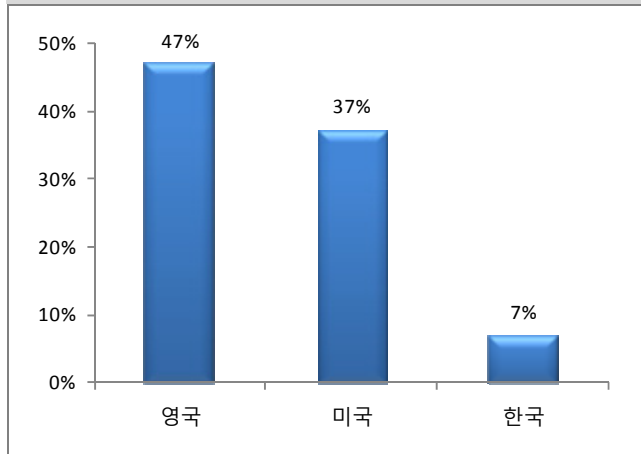
자료: 국토교통부

<그림 15> 등록차량대비 법인차량 비중



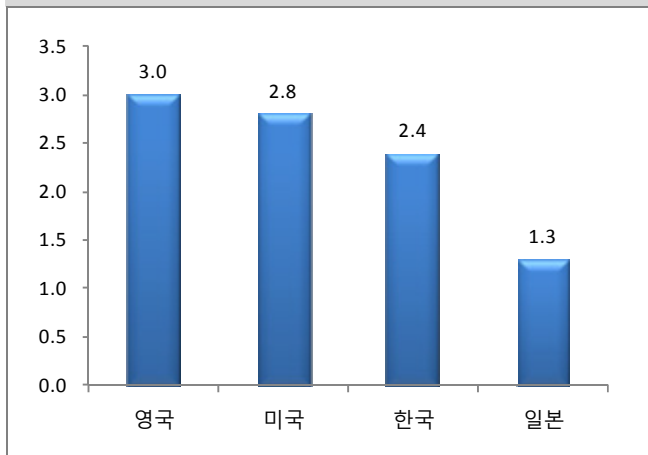
자료: 국토교통부

<그림 16> 나라별 fleet 비중



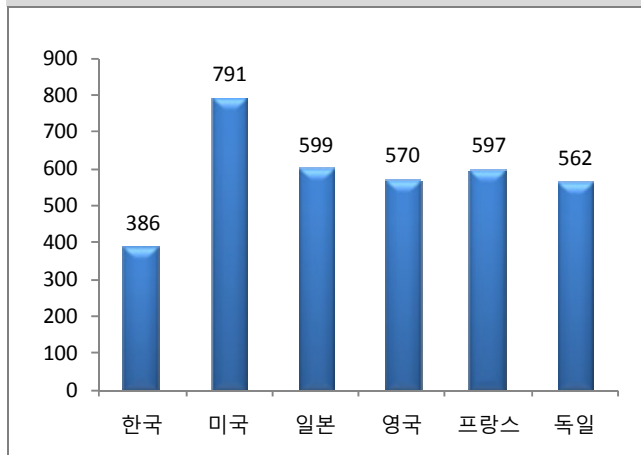
자료: SMMT, NTS, BS 투자증권

<그림 17> 나라별 신차대비 중고차 거래비중 (단위:%)



자료: 국토교통부, NTS, JAMA

<그림 18> 인구 1,000 명당 자동차 보유 대수 (단위:대)



자료: 블룸버그, BS 투자증권

finance 측면에서도  
미국이나 영국보다 중고차에  
불리

2) 두번째로 financing 환경을 살펴볼 필요가 있다. financing 측면은 두가지로 나눠 생각할 수 있다. 하나는 신차 리스와 중고차 할부금융이다. 신차 리스의 경우 리스 비중이 높으면 중고차의 공급을 원활하게 한다. 두번째로는 중고차 할부금융이다. 중고차 할부금융이 잘 발달되어 있으면 중고차 매입에 대한 접근성을 높일 수 있다.

리스 비중도 중고차 시장에  
영향

리스방식을 금융리스(할부금융과 비슷)와 운용리스로 구분할 경우 중고차와 연결시킬 수 있는 방식은 운용리스다. 운용리스는 일정수준의 보증금을 지불하고 차량매입금(취등록세, 보험료, 공채, 기타 유지비용) 중 계약 만료시점의 예상 잔존가치를 뺀 금액을 리스료 형식으로 매월 납입한다. 예를들어 제반 맵입 비용을 포함한 차량 매입가격이 2,000 만원이고 3 년뒤 잔존가치를 1,000 만원으로 설정해놨다면 매월 27.8 만원을 지불하고 3 년 뒤 이차를 계속 타고 싶을 경우 리스계약기간을 연장하거나 나머지 잔존가치(보증금 공제), 1,000 만원을 지불한 뒤 차량을 소유하면 된다. 문제는 3 년뒤 리스계약이 만료됐을 때 반납하는 차량들은 중고차 시장으로 나오게 된다. 리스사들은 잔존가치의 변동성을 헷지하기 위해서 판매시점부터 보증회사와 매각 금액을 고정시켜놓는데 이런 거래를 하는 회사들이 이 차량을 매입하여 곧바로 wholesale market(경매장)나 소매점에 매각하게 된다. 어쨌든 리스비중이 높은 것은 fleet 과 함께 중고차 시장을 풍성하게 하는 요인이된다.

리스 비중, 미국 20%, 국내  
5% 수준

미국의 경우 리스비중이 약 20%를 상회한다. 우리나라는 공식적으로 집계되고 있진 않지만 업계에서 추정하는 리스비중은 대략 5% 내외로 추정된다. 국내는 신차판매에서 신용카드가 리스역할을 대신하거나 장기렌탈 비중이 올라가고 있어 상대적으로 리스비중이 낮고 정체 국면에 있다. 리스비중이 낮은 점은 역시 공급측면에서 미국에 불리한 환경이다.

〈표 2〉 중고차 회사별 할부금융 금리

(단위:%)

회사명	최저	최고	신용평가회사	기준일자
엔에이치농협캐피탈	13.5	20.5	NICE	2014-03-31
비에스캐피탈	13.5	20.9	NICE	2014-03-31
비에스캐피탈	13.5	20.9	NICE	2014-03-31
한국스탠다드차타드캐피탈	15.0	22.1	NICE	2014-03-31
효성캐피탈	19.9	19.9	NICE	2014-04-01
아주캐피탈	21.9	23.9	NICE	2014-02-24
KB캐피탈	20.9	20.9	NICE	2014-03-19
JB우리캐피탈	20.9	20.9	NICE	2014-01-16
현대캐피탈	21.4	22.9	NICE	2014-04-14
알씨아이파이낸셜서비스코리아	21.4	25.0	NICE	2013-06-26
하나캐피탈	21.9	21.9	NICE	2014-03-24
평균할부금리	18.5	21.8		

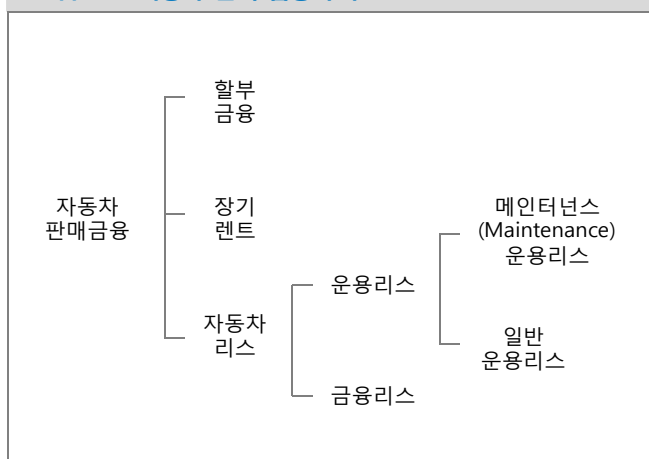
자료: 여신금융협회

〈표 3〉 리스의 종류

		메인テナンス 운용리스	일반운용리스	금융리스
상품 특징		대여	대여	대출
리스기간		12~44개월	12~44개월	12~60개월
리스종료시		반납/매입/재리스	반납/매입/재리스	매입/재리스
중도해약		가능	가능	불가
서비스		보험/세금/정비관리	보험/세금관리	없음
리스료 구성	차량대금	포함	포함	포함
	등록비용	포함	포함	이용자부담
	보험료	포함	포함	이용자부담
	자동차세	포함	포함	이용자부담
	정비관리	포함	이용자부담	이용자부담
	부가세	과세	면세	면세
회계처리(고객)		리스료 전액 손비처리	리스료 전액 손비처리	자산/부채 등록

자료: 산은경제연구소

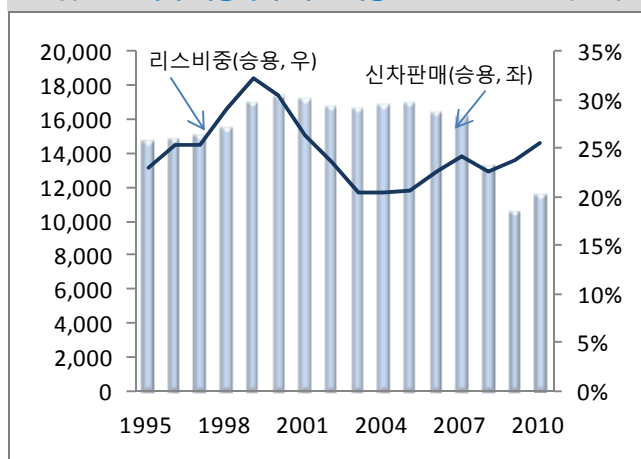
〈그림 19〉 자동차 판매 금융의 구조



자료: 산은경제연구소

〈그림 20〉 미국 자동차의 리스 비중

(단위:천대)



자료: NTS

중개(알선)수수료에 따른  
중고차의 높은 할부금리

두번째로 중고차의 높은 할부금리다. 현재 중고차 할부금리 평균은 20%(7등급)대다. 신차 할부금리 평균이 6~7%인 것과 비교해 상당히 높게 형성되어 있다. 이는 두가지로 설명이 가능하다. 하나는 중개(알선)수수료 수준이 높고 두번째는 중고차 수요자들의 신용등급이 대체적으로 낮기 때문이다. 거래 중간에 할부금융과 연결시켜주는 agency 들의 알선수수료가 포함되는데 이 알선수수료가 상당히 높다(규제전에는 7% 이상). 최근 정부는 이러한 폐단 때문에 agency 수수료를 5%로 제한하고 있어 전체적인 할부금리는 낮아지는 추세이지만 5%에 해당하는 할부알선수수료 조차도 중고차 시장의 문턱을 높이는 요인이 될 수 있다.

정부의 중개수수료 제한

2010년 금융감독원 조사연구실에 따르면 중고차할부금융의 문제점으로 여전사의 중개수수료를 지적하고 있다. 또한 과거에는 이러한 알선 수수료에는 '슬라이딩 수수료'라는 것이 존재했는데 이는 할부제휴점이 고객에게 여전사 제시금리보다 높은 금리를 적용하여 계약을 체결하는 경우 동 초과금리분을 할부제휴점에 지급하는 관행을 말한다. 현재는 슬라이딩 수수료는 전면 금지되어 있으며 중개수수료 역시 5%로 제한되어 있다. 이러한 후진적 거래는 중고차 복잡하고 불투명한 거래구조와 영세한 비즈니스 구조가 복합적으로 얽혀있기 때문이다. 즉 국내 중고차 거래가 미국이나 영국처럼 활성화되기 위해서는 정부의 걱정한 규제 아래 자본력 있는 중견기업의 진출이 필요해 보인다.

<그림 21> 할부이용자의 피해사례(예시)

- 중고차를 구매하기 위해 중고차시장을 찾은 A씨는 본인이 보유한 현금으로는 자동차 구매가 어려워 할부제휴점을 통해 丙여전사의 할부상품을 他여전사보다 비싼 금리(25%)에 이용하게 되었음
- 이는 할부제휴점이 갑, 을, 병 등 3개 여전사와 중개계약을 맺고서 본인에게 중개수수료를 가장 많이 지급하는 丙사로 A씨를 중개한 데 기인

**여전사별 중개수수료 및 할부금리**

(단위: %)

	甲사	乙사	丙사
할부제휴점 중개수수료	5	7	8
A씨 금리	23	24	25

자료: 금융감독원

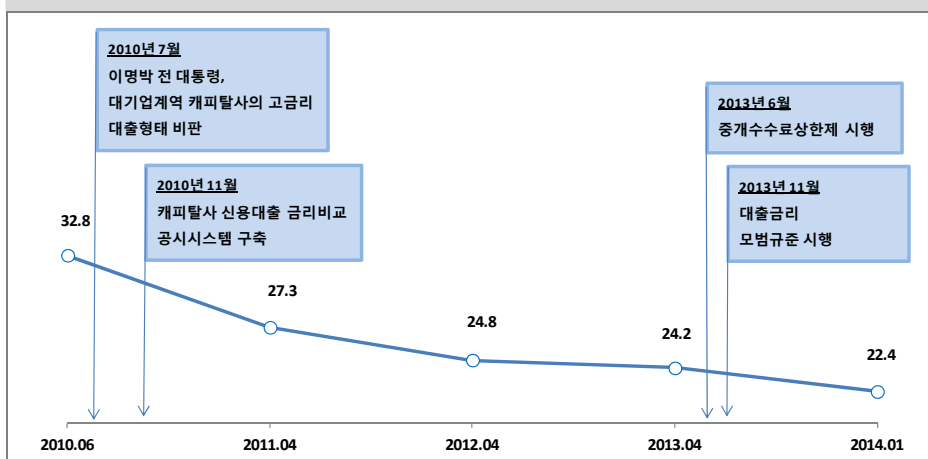
**중고차 수요자들의 낮은 신용**

금리가 높은 이유는 중고차를 매입하려는 수요자들의 신용환경에서도 찾을 수 있다. 신차와 달리 중고차의 경우 소득이 일정하지 않거나 신용이 낮은 수요자들이 할부금융을 이용한다. 제 1 금융권에서 대출이 가능하다면 신용대출을 받아 중고차를 사는 것이 가장 싼 거래방식일 것이다. 문제는 제 1 금융권에서 신용대출을 할 수 없기 때문에 고금리의 중고차 할부금융을 선택할 수 밖에 없다.

**여신전문회사들의 경쟁 → 금리하락 유도**

중고차의 평균대손율은 대략 5%로 알려져 있으며 신차의 1%와 비교할 경우 4%의 손실이 발생하며 알선수수료 5%와 조달금리 5%를 감안할 경우 대략 15%대 이상의 할부금리를 조성할 수 있다면 이익이 될 수 있다. 이러한 고금리 환경 때문에 여신전문회사들이 중고차 시장에 공격적으로 뛰어 들고 있다. 향후 여신전문회사들의 경쟁에 의한 금리하락을 예상한다면 중고차 시장의 접근성은 다소 향상될 수 있다.

**<그림 22> 대출 금리는 낮아지고 있는 추세 (단위:%)**



자료: 여신금융협회

**<표 4> 회사별 신용등급에 따른 대출 이용자 분포 (단위:%)**

회사명	1~3등급	4등급	5등급	6등급	7등급	8등급	평균금리
IBK	17.0	20.0	21.8	24.3	28.9	-	21.0
케이티	14.7	16.3	15.7	17.1	-	-	15.7
JB우리	14.2	18.9	22.2	23.7	25.2	26.7	21.6
KB	18.4	21.0	22.1	23.0	24.4	22.9	21.5
롯데	17.8	20.1	22.5	24.4	25.7	27.7	23.7
비에스	17.0	22.9	23.0	24.9	24.0	27.9	22.6
아주	19.3	21.7	22.8	24.5	25.9	25.6	23.5
아프로	20.9	27.2	28.5	28.5	29.9	29.9	28.7
알씨아이	12.7	16.9	19.9	21.9	23.9	-	16.8
엔에이치농협	18.5	20.4	21.2	23.2	24.8	26.7	22.0
하나	15.6	19.0	21.1	23.3	26.2	-	20.8
한국스탠다드차타드	23.8	25.4	25.0	29.9	-	-	24.0
현대	18.0	22.8	25.2	26.9	27.7	28.6	23.9

자료: 여신금융협회

상대적으로 싼 중고차 가격

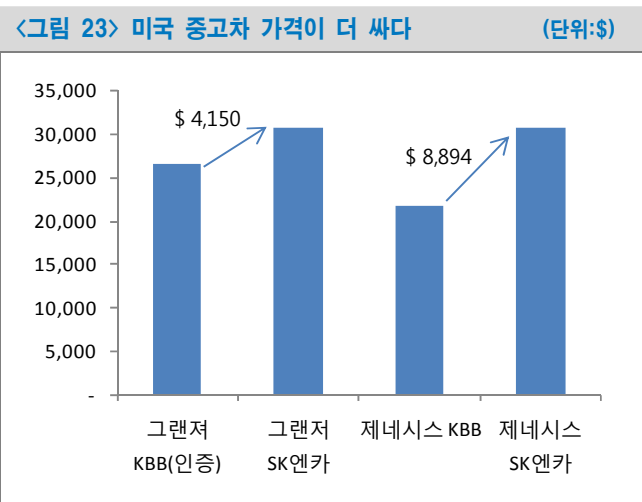
미국과 영국은 공급 side 의 풍부한 유동성과 진화된 금융환경 때문에 중고차 가격은 국내보다 싸게 거래되고 있다. 물론 미국이라는 나라는 글로벌 오토메이커의 격전지이기 때문에 저렴한 신차가격 영향도 있지만 중고차의 풍부한 유동성 역시 가격을 낮추는 요인으로 해석된다. 비슷한 사항의 국내 그랜저(미국명:아제라)와 제네시스와 비교할 경우 미국의 중고차 가격이 국내 보다 대략 300~400 만원 정도 낮게 거래되고 있으며 배기량이 크고 고가의 수입차 일수록 중고차 시세는 큰 차이를 보이고 있다. (준준형의 경우 미국과 국내차의 배기량이 틀리기 때문에 apple to apple 로 비교하기 어려움)

자동차 보유대수도 원인

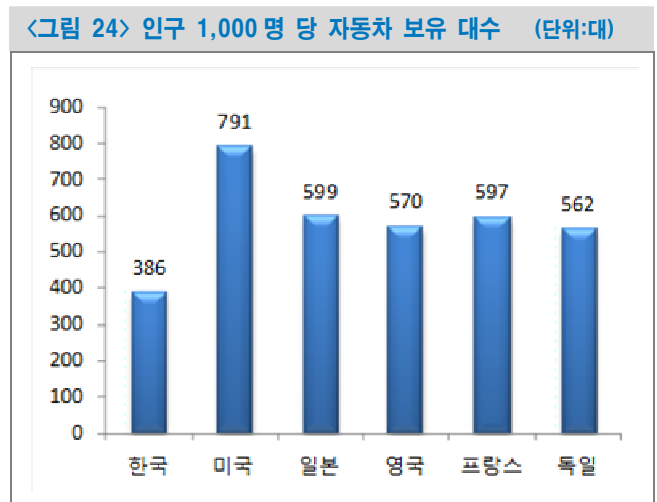
마지막으로 인구당 자동차 보유대수가 한국과 일본에 비해 많은 점도 이유가 될 수 있다. 이는 땅이 넓어 자동차를 보유하는 대상이 연령별로 또는 소득수준 별로 폭넓기 때문에 중고차에 대한 선호도가 더 높을 수 있는 점이다. 향후 우리나라는 기타 선진국처럼 인구 1,000 명 당 보유대수가 늘어날 가능성이 있어 역시 중고차 거래 활성화에 근거가 될 수 있다. 반면, 산지가 많고 주차시설이나 교통문제(사고, 환경오염)과 같은 외적 요소들은 자동차 보유대수 증가에 걸림돌이 될 수 있다.

정부 정책이 기반이 된다면 선진국의 중고차 규모 가능

이러한 상황을 종합적으로 고려할 경우 우리나라 중고차 판매가 미국이나 영국처럼 신차판매대수 대비 2.8~3 배 수준으로 자연 증가되긴 어렵다는 판단이다. 다만 미국과 달리 국내자동차등록대수는 꾸준히 증가하고 있어 중고차 거래가 성장할 수 있는 기반이 된다. 또한 렌터카 시장 같은 fleet 비중이 올라가고 리스환경이 가속화될 경우 중고차 시장의 공급물량이 늘어나 장기적인 관점에서 성장요인이 될 수 있다. 특히 정부정책 측면에서 할부금융 알선 수수료를 제한한다면 경매시장을 활성화 시켜 중고차의 도매기능을 강화시키거나 여전사들의 경쟁으로 할부금리가 하향 안정화된다면 하는 외부 환경의 변화가 발생한다면 중고차 유통의 선진화는 빠르게 진행 될 것이다.



자료: KBB, SK 엔카



자료: 세계자동차협회

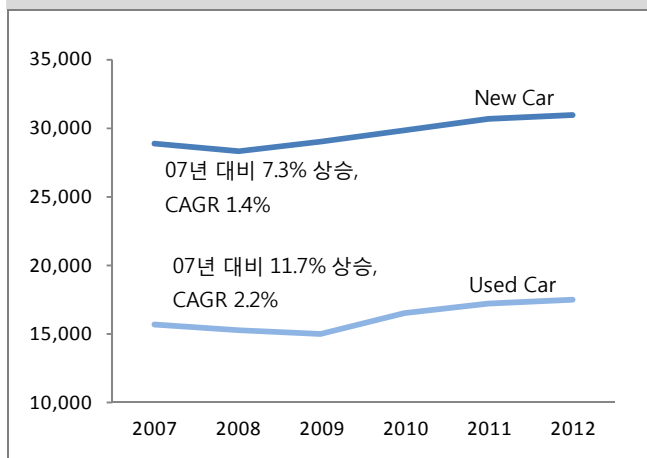
## 중고차 가격은 계속 상승

한편 가격측면에서 보면 중고차 가격은 지속적으로 상승할 것이다. 중고차 가격은 크게 1) 중고차 매입가격 2) 경기 상황 3) 할부 금리 4) 중고차 수급에 영향을 받는다. 결정적 요인은 중고차 매입가격이다. 중고차 매입가격이 오르면 중고차 가격은 상승할 수 밖에 없는데 대체적으로 신차가격이 매년 오르고 있는 점과 자동차의 내구성이 향상되면서 잔존가치가 높아지기 때문에 매년 상승할 수 밖에 없다.(금융 위기 때처럼 cash for clunkers 같은 세금혜택 제외) 사실 매입가격은 신차가격이 지속적으로 상승하기 때문에 매입가격이 높아져서 매도가격이 높아지는 현상은 조삼모사라 할 수 있다. 다만, 미국의 경우 신차 가격 상승률보다 중고차 가격 상승률이 높기 때문에 신차가격 상승은 중고차 유통업체의 마진향상에 기여할 수 있다.

## 3년간 대수기준으로 2~3%, 금액기준으로 6~7% 성장 예상

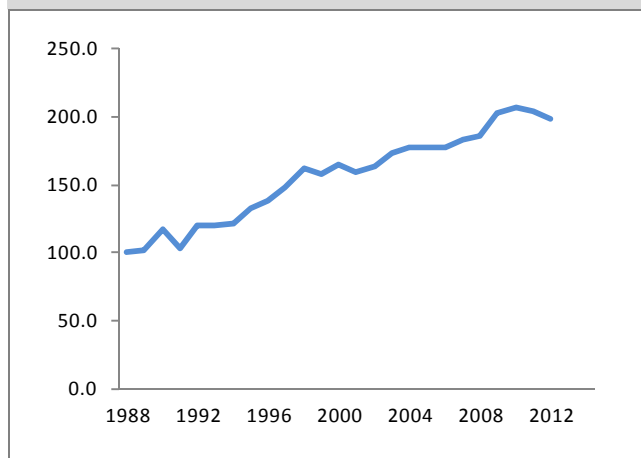
2~3 번은 외생변수이기 때문에 중립적으로 놓고 4 번의 중고차 수급 요인 중 수출비중이 늘어날수록 중고차 가격에 긍정적인 영향을 줄 수 있으나 국내의 경우 수출차량이 대부분 차종, 연식, 볼륨면에서 국내 자동차 수급에 절대적인 영향을 미칠 수준은 아니라고 판단한다. 당사는 보수적으로 중고차 시장을 향후 3 년간 대수기준으로는 2~3%, 금액기준으로는 6~7% 정도의 성장은 가능할 것으로 예상하는데 이유는 다음과 같다. 1) Q 측면에서는 앞서 언급한 것 처럼 신차등록대수 꾸준히 늘고 있는 점과 2) fleet 이나 financing 환경 개선을 통한 중고차 매매의 접근성이 높아지고 3) 정부의 정책적 효과로 인한 수혜 역시 긍정적인 포인트로 해석된다.

<그림 25> 미국 신차 가격(ASP)과 중고차 가격 추이 (단위:%)



자료: NADA

<그림 26> 영국의 중고차 가격 지수 (단위:pt)



자료: SMMT, BS 투자증권

## 중고차 시장의 밸류체인

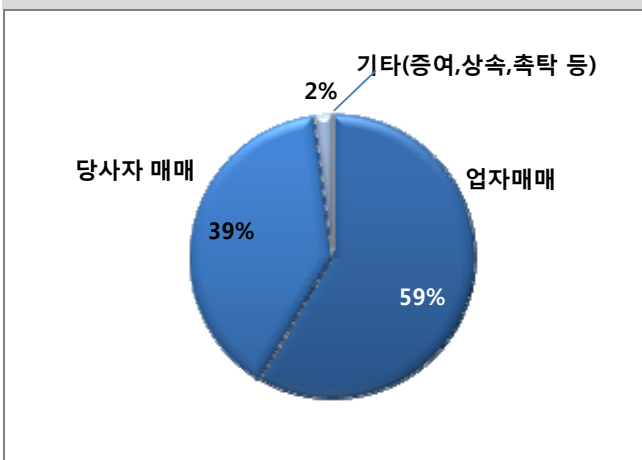
### 다양한 중고차의 밸류체인

중고차 시장의 밸류체인은 유통구조가 다양하기 때문에 신차보다 복잡하다. 가장 간단한 거래는 9 번 거래(당사자간 거래, 그림 30 번 참조)다. 당사자간 거래의 경우 복잡한 유통경로를 안 통해도 되며 유통마진을 줄일 수 있어서 매도자나 매수자나 win win 게임이 된다. 그러나 실제 당사자간 거래는 드물다. 당사가간 거래에는 매수자가 선호하는 차량과 상태를 만족시켜줄 만한 플랫폼이 존재하지 않기 때문이다.

### 당사사간 거래는 실제 업자매매

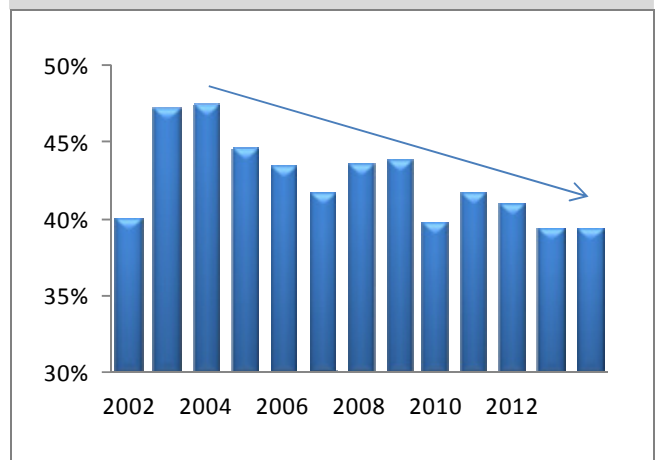
국토교통부의 통계자료에 의하면 중고차 매매의 경우 업자매매를 통한 거래가 59%를 차지하고 있으며 당사자간 거래가 39%를 차지하고 있다. 그러나 실제 당사자간 거래의 대부분이 위장거래로 불법이다. 현행법상 중고차 거래는 당사자간 거래와 법인을 통한 거래 외에 중간에 매매업자(매매상사 직원)가 낀 거래는 할 수 없다. 세금탈루 가능성이 있기 때문이다. 즉 법적으로 딜러(자기 계산으로 매입, 자기 계산으로 매각)는 매매상사여야 하지만 실제 딜러 역할은 매매상사에 소속되어 있는 직원들이 한다. 이들은 매매상사 대표에게 일정부분의 수수료(?)를 지급하고 실제 딜러 역할을 하는 사람들이다. 문제는 매매상사 소속의 딜러들이 당사자간 거래로 위장하는 경우가 많다. 일반 매수자 역시 세금을 줄일 수 있기 때문에 거의 관행처럼 되어 있는 환경이지만 최근에는 당사자간 거래는 감소하고 있는 추세다.

<그림 27> 중고차 매매의 형태



자료: 국토교통부

<그림 28> 완만하게 감소하고 있는 당사자 매매



자료: 국토교통부

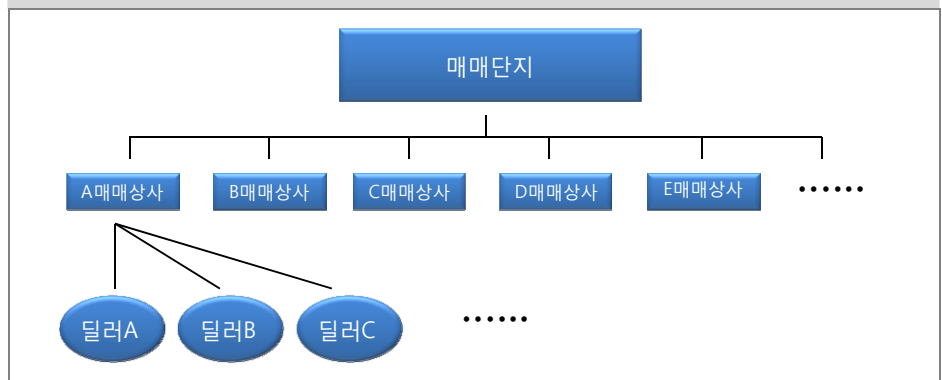


(1) 매매단지 거래 형태

가장 일반적인 매매 형태

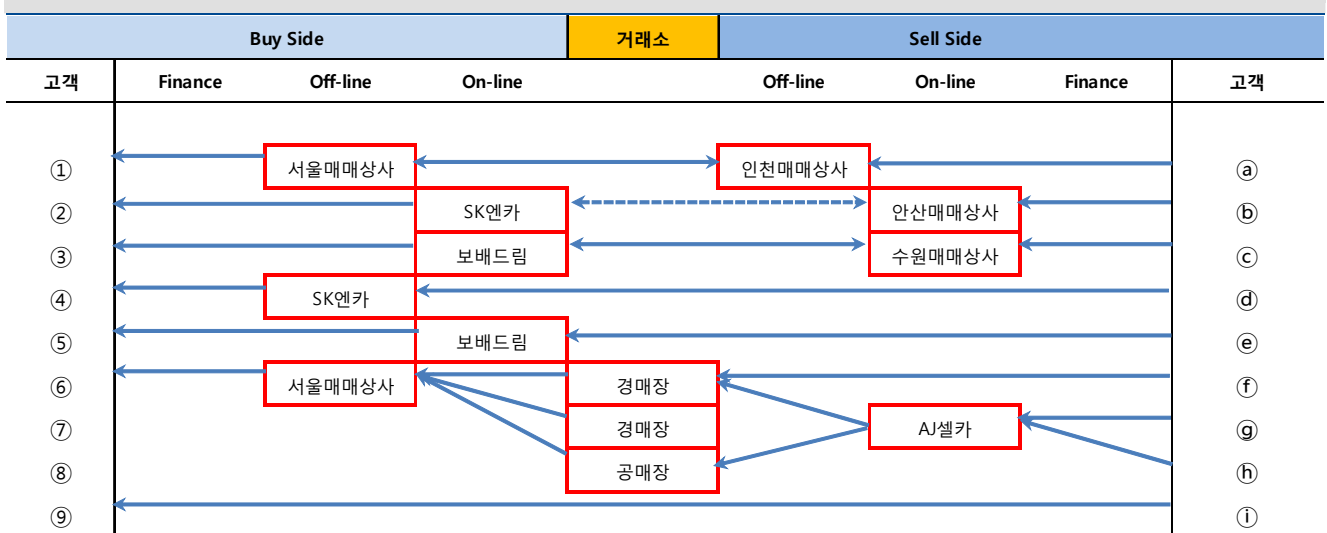
따라서 가장 일반적인 형태를 고르자면 ①번의 형태다. 고객이 중고차를 사러왔을 때 매매상사가 중간에 낀 상태로 가장 전통적인 방식이다. 이 밸류체인에서는 매매상사가 유통마진의 전부를 취하게 된다. 가장 순수한(?) 형태의 1 번 거래에서 발생하는 유통마진은 매입가와 판매가에 따라 달라지만 1,000 만원대의 차량이 거래됐다면 대략 150~200 만원 되는 것으로 알려져 있다. 인터넷 환경이 막 형성되기 시작한 2000 년대 초반해도 거래마진은 300 만원까지 육박했었다고 한다. 최근에는 SK 엔카 같은 유력 플랫폼에서 비교적 fair price 를 제시하기 때문에 실제 매매상사의 마진은 150~200 만원 안팎까지 감소한 것으로 파악된다. 어쨌든 차량 1 대를 매매했을 때 얻을 수 있는 금액이 200 만원이라면 gross margin 이 20% 정도 되기 때문에 누구나 한번 도전해볼 수 있는 비즈니스라 생각할 수 있다. 그러나 그 내면은 그리 녹록치 않다.

<그림 29> 매매상사의 구조



자료: BS 투자증권

<그림 30> 중고차 유통의 밸류 체인



자료: BS투자증권

수익의 분산 구조

일반적으로 매매상사가 중간에 아무런 경로를 거치지 않고 차량 매도자와 차량 매수자를 매칭하기 힘들다. 그래서 다수의 차량과 다수의 구매자를 확보하기 위해서 매매상사가 몰려있는 매매단지가 필요하다. 만약 딜러 'A'가 확보한 소나타를 팔기 위해서는 매수자를 확보하고 있는 다른 딜러 'B'나 온라인 플랫폼(SK 엔카, 보배드림), 또는 경매장이 필요하게 되고 이는 수익의 분산으로 이어진다. 이를 좀더 구체적으로 알아보기 위해 사례를 들어보자.

최적의 딜

딜러 A 는 1,000 만원 상당의 소나타를 매입했다. 딜러는 대략적인 매각가를 알고 있기 때문에 일정마진(150 만원)을 감안해서 매입했다. 자본이 부족했던 딜러 A 는 차량 매입 시 대부업체에서 고리의 돈을 빌렸기 때문에 최대한 빠르게 매각하려고 했다. 그런데 운 좋게 어떤 고객이 매매단지에 찾아와 당일 매입한 차량을 산다고 한다. 봉잡은 날이다. 딜러 A 는 고객에게 초기 호가로 1,250 만원을 제시했지만 스마트한 고객은 동의하지 않는다. 이미 SK 엔카에서 비슷한 인증차량의 가격 1,160 만원을 확인했기 때문이다. 딜러 A 는 우리도 인증차량이라며 설득시키고 인심쓰는 척 1,140 만원 정도에 매각을 했다. 그리고 딜러 자신이 알고 있는 할부금융사를 소개해주며 금리 20%대로 할부 계약을 맺고 할부금융사로부터 2.5%(25 만원)의 알선수수료(실제로는 5%, 전문 agency 와 sharing)를 챙겼다. 그러나 현실은 그리 단순하지 않다. 매수자와 매도자를 당일 매칭 시키기는 어려운 일이다.

매입 side의 입장

**[매입 side]** 다시 돌아가보자. 1,000 만원을 고금리에 빌린 딜러 A 는 금융비용과 각종 보유비용을 낮추기 위해 최대한 빨리 팔고자 한다. 하지만 매수자를 찾기란 쉽지 않다. 딜러 A 는 빠르게 매각하기 위해 매매단지 내 전산망을 통해 시세(비슷한 사양의 차량 SK 엔카 시세 1,160 만원)보다 썩 1,120 만원에 호가를 넣었다.

매도 side의 입장

**[매각 side]** 어느새 2 주가 지났다. 다른 매매상사에 소속된 딜러 B 가 미리 예약된 중고차 매수자에게 단지 내에 이런 저런 차량을 보여주고 있다. 매매단지의 차량을 둘러보던 고객은 딜러 A 가 매입한 소나타 차량에 관심을 보였다. 딜러 B 는 단지 내 전산망을 통해 딜러 A 가 내놓은 차량의 매도가 1,120 만원임을 확인했다. 그리고 고객에게 1,250 만원이면 살 수 있다고 일단 호가를 올렸다. 역시 이 고객도 스마트 하다. SK 엔카의 인증(warrant) 차량 시세를 언급하며 가격에 대해 난색을 표명했다. 딜러 B 는 우리도 인증 차량이라고 설득시키고 결국 1,130 만원에 고객과 합의하고 딜러 A 의 차량을 고객에게 인도했다. 한편 딜러 B 는 SK 엔카 때문에 영업하기 힘들다고 투덜거리면서 고객에게 고리의 할부금융을 유도했다. 때마침 고객은 제 1 금융권에서 대출을 받기 힘들기 때문에 고리임에도 불구하고 어쩔 수 없이 계약을 체결했다. 딜러 B 는 할부금융사로부터 알선수수료로 2.5%를 받았다.

## 매매형태, 매도가격, 매입가격은 실제 다양

사실 위의 사례가 매매단지에서 벌어지는 일반적인 형태는 아니다. 실제로는 매우 다양한 매매형태가 존재하며 매입가격 역시 딜러의 능력(?)에 따라 천차만별이며 매도가격 역시 딜러의 능력(?)에 따라 천차만별이다. 다만 이 거래에서 딜러간 손익구조를 살펴보면 매매단지의 흐름과 딜러간 손익, 그리고 밸류체인을 간접적으로 파악할 수 있으며 다른 형태의 매매도 이러한 범주내에서 추론이 가능하다. 우선 딜러 A의 손익부터 살펴보자.

### 딜러 A : 70만원

딜러 A는 1,000 만원에 매입한 차량을 1,120 만원에 다른 딜러 B에게 넘겼기 때문에 이 거래에서 손익은 120 만원이다. 그러나 이 딜러는 매매를 하기 위해 매매상사에 매월 마당비(매매를 할 수 있는 일종의 등록수수료)를 내야하며 매입한 차량에 대한 차량보관비용(주차비)이 발생하고 상품화비용(광택, 세차, 기타 정비)이 들어간다. 그리고 고객이 원할 경우 인증비용도 발생한다. 이들 비용을 구체적으로 나열하기 힘들지만 최소 40 만원 이상 된다고 한다. 여기에 금융비용인 30%대의 이자를 지급해야한다. 2 주만에 팔렸으니 대략 8 만원정도. 이를 모두 공제하면 대략 70 만원 정도가 남는다.

### 딜러 B : 50만원

딜러 B는 1,120 만원에 사서 1,140 만원에 팔았으니 매각이익은 20 만원이다. 딜러 B는 상품화비용과 보관비용이 안들어가고 인증비용과 매매상사 fee 만이 영업비용에 포함되는데 대략 20 만원 정도다. 최종적으로 딜러 B의 손익은 20 만원이다. 하지만 딜러 B가 할부금융을 유도했기 때문에 30 만원(2.5%) 정도의 알선수수료(5%에서 agency 와 sharing) 수익이 존재한다. 딜러 B의 최종 손익은 50 만원이다. 만약 이 거래를 딜러 한 사람이 성사시켰다면 해당손익은 120 만원이 될 것이다.

〈표 5〉 딜러 A의 손익

딜러 A	(단위 : 만원)
매각가	1,120
초기 구매가	1,000
매각이익	120
금융비용	8
마당비(주차 딜러등록비)	32
상품화비용(광택, 정비, 인증)	10
비용 소계	50
최종이익	70

자료: BS 투자증권

〈표 6〉 딜러 B의 손익

딜러 B	(단위 : 만원)
매각가	1,140
초기 구매가	1,120
매각이익	20
할부 금융 알선수수료	23
최종이익	43

자료: BS 투자증권

딜러 A의 리스크 : 감가

이 거래에서 매입 side 의 딜러 A 가 판매 side 의 딜러 B 보다 다소 유리해 보인다. 그러나 매입 side 는 매입에 따른 리스크가 남아있다. 매입한 차량이 판매되지 않았을 경우다. 차종마다 틀리지만 월평균 감가율은 대략 신차값의 1% 정도된다. 따라서 즉, 신차가격이 2,000 만원일 경우 매월 20 만원씩 자동차 가치는 훼손되고 재수없게 해가 넘어가는 경우 연식이 바뀌게 되며 감가율은 더 커진다. 어떤 거래에서는 딜러 손에 한 푼도 못취게 되거나 오히려 손해를 볼 수도 있다.

또 다른 수익 : 알선수수료

중고차 마진이 하락함에 따라 몇몇 딜러들은 할부금융사의 agency 역할을 하기도 한다. 앞서 언급했듯이 중고차 매수자들은 제 1 금융권을 이용할 수 없는 사람이 많아 현금으로 사지 않는 이상, 불가피하게 고금리의 할부금융사를 이용할수 밖에 없다. 할부금융사 입장에서는 중고차라는 담보가치가 있기 때문에 신용이 다소 낮더라도 고금리를 통한 이익 발생이 가능하기 때문에 중고차 시장에 대한 경쟁은 치열하다. 지금은 agency 비용이 5% 제한이 걸렸지만 과거에는 7~8% 정도됐던 것으로 파악된다.

〈표 7〉 차량 모델 별 감가율 (단위:만원)

브랜드	차종	2010년 출고가격	2014년 2주차 중고차 가격	감가율	연간감가율
현대차	아반떼MD M16 GDI 디럭스	1,490	1,060	28.9%	8.2%
	YF쏘나타 Y20 그랜드	2,162	1,400	35.2%	10.1%
	더 럭셔리 그랜저 Q240 디럭스	2,891	1,560	46.0%	13.2%
	제네시스 BH330 그랜드	4,129	2,030	50.8%	14.5%
	에쿠스 VS380 럭셔리	6,622	3,210	51.5%	14.7%
기아차	뉴 모닝 LX	927	610	34.2%	9.8%
	K5 2.0 스마트	2,145	1,280	40.3%	11.5%
	K7 VG 240 디럭스	2,880	1,610	44.1%	12.6%
	스포티지R 디젤 2WD TLX	2,440	1,840	24.6%	7.0%
쌍용차	슈퍼 렉스턴 2WD RX4	2,495	1,500	39.9%	11.4%
	체어맨 H 500S 고급	3,597	1,460	59.4%	17.0%
르노삼성	뉴 SM5 PE	2,080	1,250	39.9%	11.4%
	뉴 SM3 PE	1,470	890	39.5%	11.3%
	QM5 디젤 2WD SE	2,541	1,650	35.1%	10.0%
준중형				34.2%	9.8%
중형				38.5%	11.0%
대형				41.2%	11.8%
RV				33.2%	9.5%
<b>전체평균</b>				<b>40.7%</b>	<b>11.6%</b>

자료: SK 엔카, 언론보도 재인용

## 수익 분산 요인을 제거하는 수익모델이 필요

이러한 중고차 환경과 리스크를 감안한다면 중고차의 유통마진이 그렇게 높다는 생각은 안든다. 특히 시장환경상 SK 엔카와 같은 플랫폼들이 늘어난 것은 매입가와 매도가의 마진을 축소시키는 요인이기 때문에 딜러들의 영업상황은 점점 불리하게 전개되고 있다. 다만, 중고차 거래를 둘러싼 밸류체인에서 딜러에게 자금을 대는 대부업자의 이익이나 유통과정에서 발생하는 agency 비용과 고정비용(매매상사 회원비, 가공비, 인증비), 딜러와 딜러사이의 거래마진, 할부금융 비용 등은 축소시키거나 제거시킬 수 있는 비용이다. 이러한 비용을 낮추고 고객에게 그 마진을 넘겨주거나 아니면 그 마진을 신뢰를 쌓은 비용(마케팅, 인증, 정비)에 집중 투입한다면 성공적인 중고차 매매 플랫폼이 될 수 있을 것이다.

(2) 온라인 플랫폼 거래 형태

온라인, 진일보한 거래 형태

약간 진일보한 거래형태는 온라인이라는 플랫폼을 활용한 경우로 2~3 번의 거래 형태다. 온라인 플랫폼을 활용한 대표적인 사업자에게는 SK 엔카와 보배드림이 있는데 비즈니스 모델은 대동소이하다. 차량을 매각하려는 사람(딜러 or 일반인)에게 광고할 수 있는 플랫폼을 제공하고 등록수수료(광고료)를 받아 내는 구조다. SK 엔카의 등록수수료는 일반인의 경우 무료다. 하지만 좀더 신속히 팔려면 프리미엄광고 이용권을 구매해야한다. 프리미엄 이용권의 가격은 다양하다. 기본형(사진 우대) 가격은 대당 5 만원이지만 검색 결과가 상단에 나타나는 우대등록의 경우 6 만원이다. 기간은 2 개월 정도로 2 개월 후에도 팔리지 않을 경우 다시 재구매해야한다. SK 엔카는 거래에 직접적인 관여는 하지 않고 거래수수료도 받지 않는다. 차량을 확보하고 있는 딜러는 차량을 신속히 매도하기 위해서는 자신의 계산에 의해 최저가 제시하게 되며 매수자는 이 정보를 이용하여 최적의 가격에 중고차를 매수할 수 있다.

온라인 플랫폼의 맹점

온라인 플랫폼의 맹점은 허위, 과장, 미끼 매물이 등록되거나 차량이 중복 등록될 수 있는 점이다. 허위 매물의 경우 차량가격을 터무니 없이 낮게 등록한 후 실제 고객이 찾아왔을 때 다양한 이유를 들며 다른 차량으로 매매를 유도하는 형식이다. 또한 웹사이트에 중복 등록되는 경우도 문제다. 과거 SK 엔카 사이트에도 실 소유주가 아닌 중간 딜러가 차량 정보만 획득하여 사이트에 올려놓는 경우가 다반사(중개수수료를 챙기기 위해서)였다. 한때 SK 엔카의 등록차량 대수가 300 만대 수준까지 증가했던 시기가 있었는데 이는 주로 중복등록에 기인한 점이다. 2013 년 SK 엔카가 변호판 기준(중복된 등록된 차량 제거) 등록차량은 70 만대로, 미 제거 등록차량이 300 만대라면 대당 평균 4 번 정도가 중복 등록된 셈이다.

<그림 31> SK 엔카의 우대등록 수수료

**우대등록**

검색결과 상단에서 차량사진 2장 노출과 한줄광고 문구를 사용하여 주목도가 높은 상품입니다.

- 검색결과 상단의 우대등록 리스트에서 차량사진 2장(앞측면, 실내) 노출!
- 한줄광고 문구는 우대등록/일반등록 리스트, 차량상세 페이지에서 모두 노출
- 다른 차량에 **밀릴 염려 없이 안정적이고 확실하게 광고 가능!**

노출방식 | 페이지당 8대 (무한반복)  
 노출기간 | 2개월  
 요금안내 | 대당이용권 : 60,000원 / 자유이용권 : [가격표 보기](#)

[우대등록 대당이용권 구입](#)   [우대등록 자유이용권 구입](#)

자료: SK 엔카

<그림 32> SK 엔카의 등록수수료

· 대당이용권 : 20,000원 (셀프등록 시 구입가능, 한정 2개월)  
 · 자유이용권 : 하단 요금표 참조

기간(월인용)	5대	10대	15대	20대	30대	50대
1개월 (자동연장시)	95,000원 (91,200원)	180,000원 (171,000원)	270,000원 (256,500원)	350,000원 (342,000원)	540,000원 (513,000원)	900,000원 (855,000원)
3개월(10%)	270,000원	480,000원	720,000원	970,000원	1,450,000원	2,430,000원
6개월(15%)	510,000원	910,000원	1,370,000원	1,830,000원	2,750,000원	4,590,000원
12개월(20%)	970,000원	1,720,000원	2,590,000원	3,450,000원	5,180,000원	8,640,000원

· 원가 회원님들께서는 10대 자유이용권을 가장 많이 사용하고 계십니다.  
 · 반복 회원은 차량등록 자유이용권을 10대까지 구매하여 이용하실 수 있습니다.  
 · 5대 자유이용권의 경우 기간에 따른 할인율이 다르게 적용됩니다.  
 · 문의: 1599-5455

자료: SK 엔카

## 허위, 과장, 미끼 매물을 걸러내는 SK엔카

SK 엔카나 보배드림의 경우 실명확인 절차를 통해 허위 매물 가능성을 일차적으로 걸러내고 주기적으로 매매업자들의 허위, 과장, 미끼 매물과 관련한 관리(페널티 적용이나 실거래를 현저히 초과하는 등록차량은 배제)를 하고 있다. 오토인사이드는 보험개발원의 데이터와 연동하여 등록차량 소유권 이전일을 기준으로 판매가 된 차량을 걸러내고 있다. 하지만 이러한 노력에도 일부 허위 매물은 존재하며 상당수 사이트는 아직도 후진적 거래형태를 벗어나지 못하고 있다. SK 엔카나 보배드림과 같이 불공정 행위를 줄여 나가거나 fair price 을 정착시키려는 노력은 중장기적으로 중고차 거래를 투명하게 개선시킬 수 있는 요인이 된다.

### <그림 33> 허위, 미끼 매물 피해 사례

#### <허위·미끼매물 피해 사례>

【사례1】경북 구미에 사는 박모씨는 올해 1월 ○○사이트에서 중고차를 고른후 담당자와 통화하여 서울 ○○중고차매매단지로 찾아갔으나, 이전에 통화한 사람과 전혀 다른 사람이 나타나 상담을 하며 신청인이 사려고 한 차는 없다며 다른 차를 사도록 권유함.

【사례2】울산에 사는 이모씨는 금년 1월경 ○○사이트에서 중고차를 골라 통화한후 무사고 차량임을 수차례 확인하고 새벽4시에 KTX를 타고 경기도 부천의 ○○중고차매매단지로 찾아갔으나, 판매사원은 신청인이 고른 차량이 바닷물에 침수되었던 차량이라는 등의 핑계를 대며 다른 차를 사도록 권유함.

자료: 한국소비자원

<표 8> 허위매물일 가능성이 큰 사이트의 중고차 가격

(단위:만원)

	SK엔카	중고차 B	중고차 C	중고차 D	비고
소나타	1,300	500	600	700	SK엔카는 11년 소나타2.0 프리미어, 나머지는 최고급형
그랜저	2,500	830	860	880	SK엔카는 11년 그랜저HG300, 나머지는 최고급형
말리부	1,800	635	720	1,000	SK엔카는 말리부 11년 LT디럭스팩, 나머지는 최고급형

자료: 각 사이트

〈표 9〉 중고차 온라인 사이트 현황

(단위:원, 대)

구분	사이트 개설	전시매물 대수	일 평균 신규등록 대수	1대당 광고비	비고
보배드림	'00년	75,000	700	77,000(국산) 110,000(수입)	광고비 프리미엄 서비스
SK엔카	'00.7월	70,576	2,391	15,000	일반인 무료
오토샵	'03.5월	27,842	110	10,000	
GS카넷	'09.9월	20,000	297	12,000	당초광고비 (5대/6만원)
오토인사이드	'07.10월	25,000	600	없음	오토포인트
옥션모터스	'07.11월	1,018	81	11,000	
파쏘	'02년	37,988	350	없음	무료
카즈	'00.2월	58,920	600	10,000	(5대/5만원)
카피알	'06.1월	30,000	1,000	12,000	
오토카페	'06.8월	15,000	200	없음	오프라인
유카	'08.6월	265	5~10	없음	자사매물
하이카즈	'06년	40,000	100	4,000	
중고차마트	'11.1월	55,495	50~60	10,000	
몰던카	'03.5월	11,100	200	3,300	
오토랜드	'99.3월	40,989	100~300	3,300	
중고차연합	'07.6월	23,000	200	5,000	
다나와중고차	'09.3월	526	3	3,000	
하이마이카	'05년	50,000	1,500	15,000	
애드온카	'11.2월	21,826	50	20,000	
카모아	'10.11월	8,000	200	2,857	(70대/20만원)
마이카114	'04년	10,000	200	없음	

자료: 한국소비자원

〈표 10〉 플랫폼 별 매물확인 본인 확인 방법

구분	실명확인 (신용정보 연계)	공인 인증서	신용카드	휴대전화	자동차매 사원증
보배드림	○	○	○	○	○
SK엔카	○	○	○	○	○
오토샵	○	×	×	×	×
GS카넷	○	○	○	○	○
오토인사이드	○	○	×	○	○
옥션모터스	○	×	×	○	○
구분	실차매칭(보험개발원 DB 연동)	정상가격 범위의 매물 등록제한	매물사진 복사 방지 (워터마크)	중복매물 등록 차단	비고
보배드림	○	○	○	×	
SK엔카	○	○	○	○	
오토샵	×	×	○	○	
GS카넷	○	○	○	○	
오토인사이드	○	○	○	○	
옥션모터스	○	○	△	○	마우스 제어

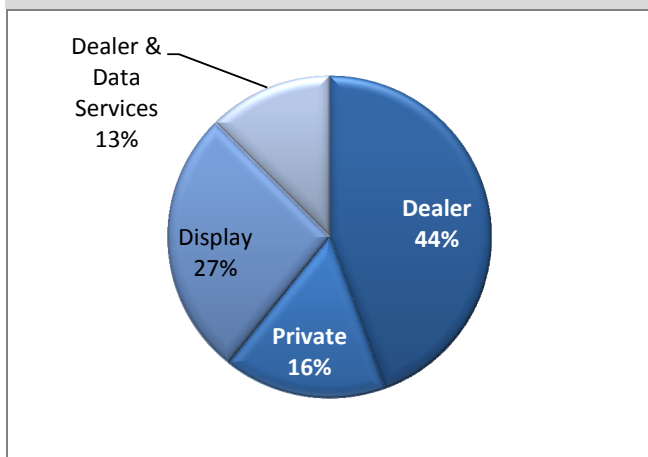
자료: 한국소비자원



플랫폼으로서의 온라인 매매 사이트

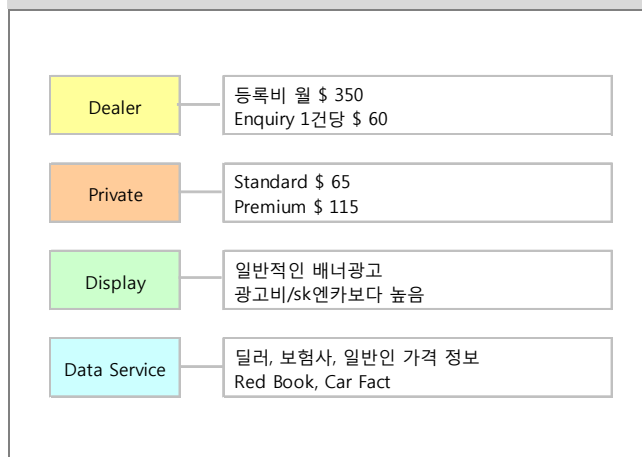
온라인 중고차 매매 사업은 많은 딜러와 개인판매자 그리고 절대 다수의 수요자가 거래(traffic)을 활발히 발생시킬 수 있어야 한다. 이렇게 될 경우 수익모델은 매우 다양해진다. 1) 광고등록수수료 수익 2) display 광고 수익 3) 플랫폼에 창출되는 다양한 데이터 판매 수익 등 기대해 볼 수 있다. 사실 중고차 매매업은 일종의 brokerage 또는 dealer 기능이 중심이기 때문에 거래수수료 수익이 동반되어야 하나 온라인 플랫폼의 경우 직접적으로 거래에 관여하지 않고 있기 때문에 거래수수료 수익에 접근하기 어렵다. 거래수수료를 받기 힘든 이유는 플랫폼이 실제 거래 성립을 추적하기 힘들고 추적을 했을 지라도 매매성립의 근거가 '플랫폼'이라고 증빙하기가 어렵다. 예를들어 딜러 A가 SK 엔카에 차량을 등록하여 매매가 됐을 경우 SK 엔카를 통해 매매가된 것인지 아니면 off-line 매매단지를 통해 거래된 것이 불명확하다는 것이다. 호주의 카세일즈닷컴은 TPN(temporary phone number)을 부여해 간접적으로 거래에 관여하여 CPC(cost per click) 개념의 문의수익(enquiry revenue)을 챙기기도 하지만 실질적인 거래수수료 개념하고는 차이가 있다. (38page 참조)

<그림 34> 카세일즈닷컴의 매출 구성



자료: Carsales.com

<그림 35> 카세일즈닷컴의 비즈니스 모델

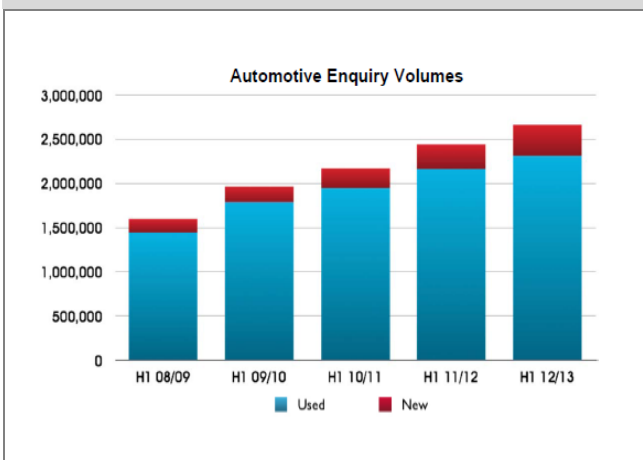


자료: Carsales.com

호주의 대표적인 온라인 매매 사이트 카세일즈닷컴

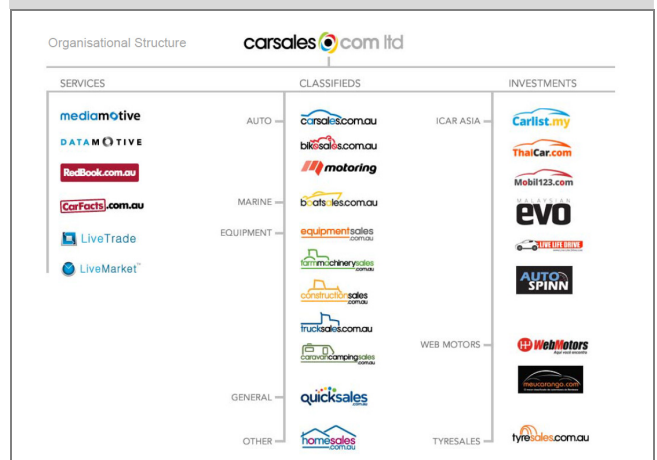
SK 엔카의 온라인 사업부(현재는 에스케이엔카닷컴)도 광고등록수수료(80%)와 display(20%)을 창출하고 있으나 데이터광고 판매라든가 거래와 관련한 간접적수익은 아직 창출하지 못하고 있다. 이 시점에서 SK 엔카의 온라인 사업부를 인수한 카세일즈닷컴을 짚고 넘어갈 필요가 있다. 카세일즈닷컴은 1999년에 설립된 on-line 중고차판매 기업으로 외형은 약 2,000억원, 시가총액은 2조원을 넘는다. 카세일즈닷컴은 오프라인 네트워크를 갖고 있지 않고 순수하게 온라인 네트워크를 활용하고 있으며 차량에만 국한되지 않고 오토바이, 보트, 중고주택 거래까지 다양하지만 매출 중심은 자동차이며 중고제품은 온라인 상에서 거래되고 있다. 카세일즈닷컴 역시 딜러들의 광고가 주 수익원이며 sub channel 로는 display 광고와 data 판매가 있다. 언뜻 보기에는 카세일즈닷컴의 수익모델과 SK 엔카와는 큰 차이가 없어보인다. 그렇지만 둘 사이에는 미묘한 차이가 존재한다. (38page 참조)

<그림 36> 카세일즈닷컴의 Enquiry 횟수 추이



자료: Carsales.com

<그림 37> 카세일즈닷컴의 다양한 중고 비즈니스



자료: Carsales.com

### (3) 매입전문 형태

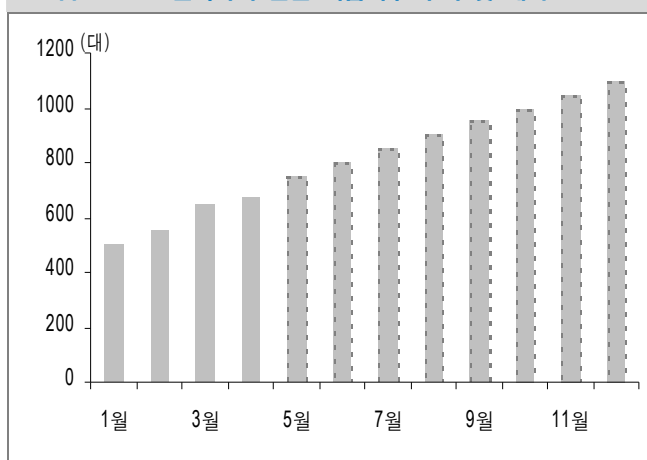
#### 매입 비즈니스, AJ셀카

다음은 AJ 셀카 비즈니스 모델로 6~8 번 거래유형이다. AJ 셀카는 AJ 렌터카의 100% 자회사다. AJ 렌터카는 매년 발생하는 10,000~13,000 대의 중고차 물량을 매각하면서 생긴 노하우를 바탕으로 중고차 매입전문 회사인 AJ 셀카를 설립했다. AJ 셀카의 비즈니스 모델은 간단하다. 개인이 갖고 있는 중고차를 효과적으로 매입해서 '공매'나 '경매'를 통해 매각하는 것이다. 회사측에 의하면 대당 9%의 gross 마진을 확보하려는 계획이다. 앞서 언급했지만 중고차 밸류체인에서 순수 매입고객과 매도고객간의 가격 차이는 대략 150 만원(할부금융과 보험, 정비, 폐차 비즈니스가 결합되면 더 커짐)이다. 이를 매입과 매각과정으로 심플하게 구분(차량 매각가를 1000 만원이라 할 경우)해보면 매입과정에서 70~80 만원, 매각과정에서 70~80 만원으로 가정할 수 있다. AJ 셀카는 C(consumer)에 매각할 때 발생하는 70~80 만원의 마진을 포기하고 매입에서 발생할 수 있는 70~80 만원의 이익을 확보하겠다는 전략이다.

#### 벤치마크, 걸리버인터내셔널

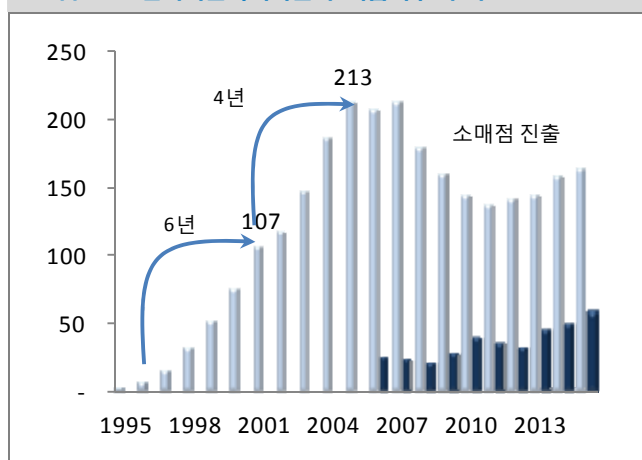
AJ 셀카 비즈니스와 벤치마크 대상은 걸리버인터내셔널이다. 1995 년 설립된 걸리버 인터내셔널은 중고차 매입전문 비즈니스를 통해 시총 8,000 억 원까지 성장했으며 매입규모는 연간 16 만대 정도다. 한때 매입규모가 20 만대를 넘어섰으나 회사의 전략을 수익성과 차별화된 중고차 매장을 통한 성장으로 전략이 선회면서 최근 매입규모는 전략적으로 축소시키고 있는 상황이다. AJ 셀카의 매입 전략이 모바일 기기를 활용하고 있다는 점에서 걸리버보다 더 효율적일 것으로 판단한다.

〈그림 38〉 AJ 렌터카의 월별 매입대수 추이 및 계획



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

〈그림 39〉 걸리버인터내셔널의 매입대수 추이



자료: 걸리버 인터내셔널, 2006년 이전은 ASP 을 매출로 역산 추정

(4) 도매 형태

경매, 일종의 도매시장

경매장은 일종의 도매시장으로 6 번의 거래형태다. 경매장 시스템은 차량의 판매자(일반인, 경매 중개인, AJ 셀카와 같은 전문 매입회사)와 매입자(주로 중고차 매매업자, 딜러)를 경매로 연결시켜주는 도매시장이다. 사실 중고차 비즈니스를 가장 잘 할 수 있는 회사는 완성차 업체다. 막강한 신차 판매 네트워크는 중고차 유통을 하기에 더없이 좋은 조건이다. 신차딜러가 기 판매한 차량에 대해 차량 교체시 trade in 거래를 유도할 수 있기 때문이다. 신차딜러(등록된 매매업자가 아니기 때문에 중고차 매매를 할 수 없음), 정확히 완성차 영업사원은 환경적으로 중고차 매매의 밸류체인 안에 깊숙히 들어와 있다. 고객입장에서 차량교체기에 가장 먼저 접촉하는 사람은 기존 신차 딜러이며 이러한 과정에서 보유하고 있던 중고차의 매각문제와 자연스럽게 연결된다. 고객은 보유 차량을 넘겨주는 대신 신차 가격에서 공제를 받게 된다. 가장 투명한 경로는 신차 영업사원이 글로비스와 같은 경매장에 넘겨주는 역할만 하는 것이지만 중고차 매매단지와 연결되어 있는 경우는 더 높은 수수료를 받을 수 있기 때문에 상당량의 중고차가 신차 영업사원을 통해 유통된다.

아쉬운 신차 판매 네트워크

경매장을 확보하고 있는 글로비스가 신차 판매망을 통해 들어오는 중고차 물량을 고스란히 확보할 수 있다면 매우 매력적인 비즈니스 모델이 될 수 있다. 이러한 매력적인 비즈니스 모델이 완성되기에는 다음과 같은 세가지 조건이 해결되어야 할 것이다. 1) 앞서 언급했던 신차딜러가 향유할 수 있는 중고차 알선수수료에 대한 문제를 해결해야한다. 아무리 현대차 그룹 영업사원이라 할 지라도 중고차 매매와 관련한 알선수수료를 포기하는 직원은 찾기 힘들 것이다. 2) 중고차 매매업은 2016 년까지 중소기업적합업종으로 묶여있기 때문에 유사한 매매 형태를 취하기 어렵다. 3) 소매이면서 도매역할을 하는 중고차매매단지가 활성화되어 있어 경매장에 대한 의존도가 낮은 점을 들 수 있다. 결론적으로 경매장 사업부는 중기적으로 정책과 관련한 움직임을 보면서 접근해야한다는 입장이다.

<표 11> 주요 경매장 내역

경매장 명	소재지	개장시기	운영 주체	주당 실적	경매방식	실시간 원격응찰	주력 출품경로
글로벌스 경매	분당	2001	글로벌스	600	전산,영상	불가	신차판매점
	시화	2007		600	전산,영상	불가	신차판매점
	양산	2012		300	전산,영상	불가	신차판매점
서울 경매장	기흥	2000	아주 글로벌	600	전산,영상	불가	출품전문점
SK 엔카 경매	오산	2011	SK C&C	300	인터넷	가능	자사 소매판매점
동화 엠파크 경매	인천	2013	동화기업	250	전산,영상	가능	출품전문점
KT 렌터카 경매	안성	2014	KT 렌터카	(500)	전산,영상	가능	렌터카 만기환입차
한국 경매장	광명	1996	미래로	0	수화	불가	없음
고려 경매장	대구	1994	고려자동차	30	수화	불가	없음

자료: 피치오토앤컨설팅, 신현도

## 1st keyword : 매입 (AJ 셀카, 글로벌비스)

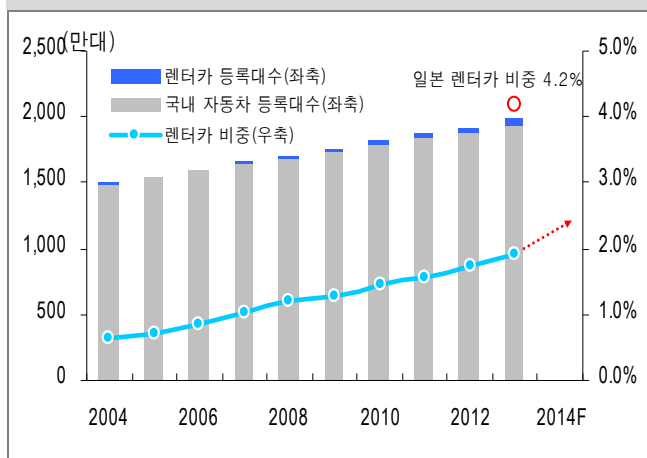
### 매입이 핵심

중고차 밸류체인에 대해 고민해보면 이 체인상의 핵심은 '매입'이라는걸 알 수 있다. 신차의 경우 자동차가 출고되는 채널은 4 개사이며 자체 유통망을 통해 많은 양의 신차들이 공급된다. 따라서 신차의 경우 유통채널의 핵심은 판매에 있다. 반면 중고차는 수많은 자동차 소유주로부터 매입을 해야하는 어려움이 있다. 만약 매입의 문제를 해결할 수 있다면 판매하는 것은 그다지 어렵지 않다. 판매채널은 wholesales(경매, 매매단지)과 retail(매매단지) 망이 구축되어 있기 때문이다. 비슷한 차량을 900 만원에 매입한 사람과 1,000 만원에 매입한 사람은 마진이나 판매속도, 재고부담에서 차이가 날수 밖에 없다. 다만, 매입에는 일정수준의 유통 네트워크(인력, 자본력, 토지)를 필요로 한다. 또한 중고차 유통은 복잡한 밸류체인이 형성되어 있어 전략적인 부분이 필요하다. 중견 기업이 아니고서는 이러한 매입 비즈니스를 효과적으로 하기 어렵다.

### AJ셀카의 성공가능성을 높게 보는 이유

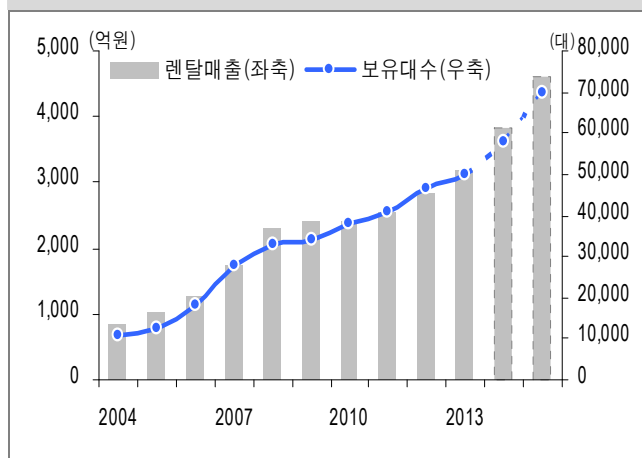
우리가 주목하는 AJ 셀카의 성공 가능성을 높게 보는 이유가 바로 이점이다. 1) 비즈니스 모델이 중고차 밸류체인의 핵심(매입)에 출발한다는 점과 2) 이를 전개시킬 수 있는 네트워크(인력, 자본력)과 captive(렌터카)를 모두 갖고 있기 때문이다. 3) 뿐만 아니라 모바일 환경을 적극적으로 이용하여 태생적 약점으로 지적되는 감가, 보관비용, 자본비용을 혁신적으로 줄인 점이다. AJ 셀카로 차를 매도하는 소비자 입장에서 보면 1) 최고가로 매각할 수는 없지만 최적가로 매각할 수 있다. 2) 시간을 내서 중고차유통매매 단지에 가서 실갱이를 할 필요가 없는 이점이 있다.

<그림 40> 국내 렌터카 등록 추이



자료: 자동차대여산업조합, BS 투자증권

<그림 41> 보유 대수 및 렌탈 매출 추이



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

안정적인 captive 물량

AJ 렌터카의 100% 자회사다. AJ 렌터카는 매년 발생하는 10,000~13,000 대의 중고차 물량을 매각하면서 생긴 노하우를 바탕으로 중고차 매입전문 회사인 AJ 셀카를 설립했다. AJ 셀카의 비즈니스 모델은 간단하다. 개인이 갖고 있는 중고차를 효과적으로 매입해서 '구매'나 '경매'를 통해 매각하는 것이다.

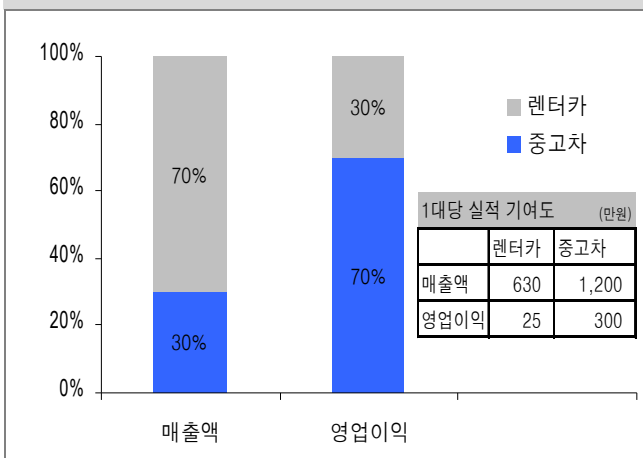
소매마진은 과감히 포기

회사측에 의하면 대당 9%의 gross margin 을 확보하려는 계획이다. 앞서 언급했지만 중고차 밸류체인에서 순수 매입고객과 매도고객간의 가격 차이는 대략 150 만원(차량 ASP 900 만원 기준)이다. 이를 매입과 매각과정으로 간략하게 구분해보면 매입과정에서 70~80 만원, 매각과정에서 70~80 만원으로 가정할 수 있다. AJ 셀카는 C(consumer)에 매각할 때 발생하는 70~80 만원의 소매마진을 포기하고 매입에서 발생할 수 있는 70~80 만원의 이익을 확보하겠다는 전략이다.

렌터카 비즈니스는 중고차 비즈니스?

특히 매력적인 부분은 셀카 수익모델의 안정성을 부여하고 있는 것이 모회사, AJ 렌터카의 렌터카 매각 물량이다. 올해 8,000 대 가량이 셀카를 통해 매각될 예정인데 렌터카 시장이 매년 확대되고 있어 안정적인 captive 물량은 지속적으로 늘어날 것이다. 당사의 분석으로 렌터카 차량 1 대가 1 년간 운영되면서 발생시키는 영업이익은 대략 25 만원인데 반해 차량의 매각 이익으로 영업이익이익에 반영되는 금액은 300 만원이다. 회계기준의 차이(감가상각비율)일 순 있으나 어쨌든 렌터카 비즈니스는 only 렌터카 비즈니스라고 해석하기에는 중고차 관련 이익이 너무나 크다는 점이다.

<그림 42> AJ 셀카 중고차 매각 부문 실적 기여도



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

<표 12> AJ 셀카 매입 대수 추이 및 기업가치 전망

	단위	2013	2014F	2015F	2016F
거래대수	대	2,000	12,000	16,000	20,000
1대당 ASP	만원	800	800	800	800
매출액	억원	160	960	1,280	1,600
매출총이익	억원	-	86	115	144
매출총이익률	%	-	9%	9%	9%
영업이익	억원	-	58	77	96
영업이익률	%	-	6%	6%	6%
순이익	억원	-	38	51	64
순이익률	%	-	4%	4%	4%
적정 P/E	배	-	20	20	20
추정 영업가치	억원	-	768	1024	1280

자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

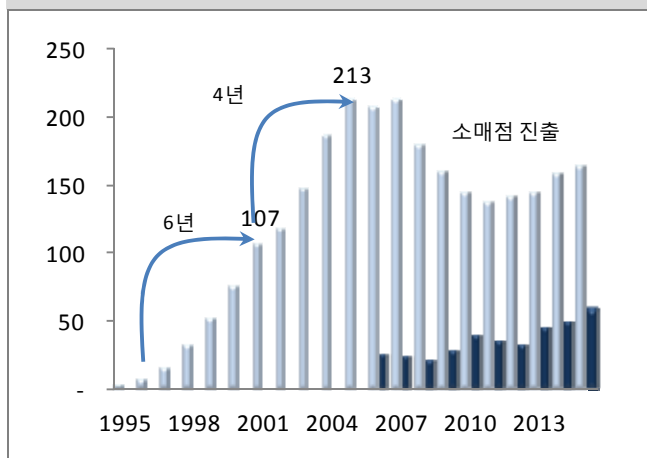
## 매입전문에서 소매로 성장 동력

AJ 셀카 비즈니스와 비슷한 유형의 벤치마크 대상은 걸리버인터내셔널이다. 1995년 설립된 걸리버 인터내셔널은 중고차 매입전문 비즈니스를 통해 시가총액 기준으로 8,000억 원까지 성장했으며 중고차의 연간 매입규모(직영)는 연간 16만대 정도이며 매출은 1.7조 원 정도다. 설립 후 6년만에 매입 10만대를 돌파했으며 2000년대 중반 매입규모가 20만대를 넘어섰다. 그러나 최근 회사 성장 전략이 매입전문에서 차별화된 중고차 매장을 통한 성장으로 선회하며 최근 매입규모는 전략적으로 축소시키고 있는 상황이다. 당초 회사는 2000년 후반부터 공격적인 출점을 계획했으나 금융위기와 2011년 원전사태로 인해 계획이 대부분 수정되었고 올해와 내년부터 소매점 망 확충을 계획하고 있다.

## 본사의 강력한 가격 시스템

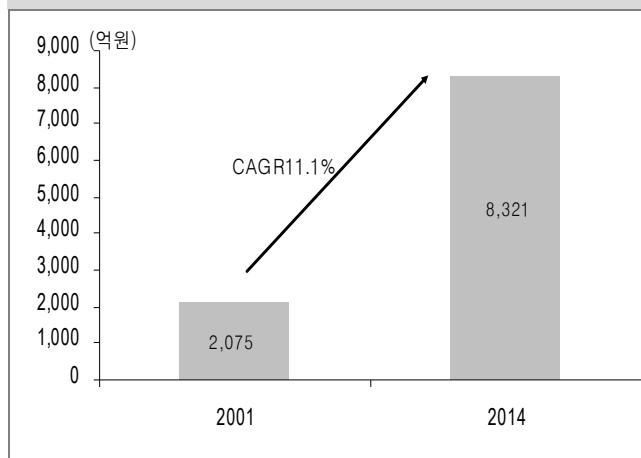
걸리버 인터내셔널은 일본전역에 450여개(직영+프랜차이즈)의 점포를 통해 연간 약 20만대의 중고차를 매입하며 매입된 차량은 일차적으로 돌피넷이라는 판매시스템을 통해 매각을 하고 이차적으로는 자체 경매장을 통해 그리고 나머지는 기타 경매장을 통해 처리한다. 걸리버 인터내셔널은 일본에서 가장 큰 매입전문 중고차 매매 회사로 점포로 내방한 고객의 차량이나 출장방문한 고객의 차량은 모두 일관된 사정표에 의해 집계되며 집계된 차량의 스펙은 곧바로 본사의 가격 시스템을 통해 최종 매입가격이 정해진다. 최종 매입가격은 1) 돌피넷이라는 역경매 방식의 시스템을 통해 입력 후 20분 안에 판매가격이 확정되거나 2) 자체 또는 제휴 경매장을 통해 수시로 공급되는 시세를 반영한 적정 판매가가 결정되거나 3) 1~2번의 경우가 아니더라도 걸리버 네트워크에서 판매할 수 있는 가격으로 결정된다.

<그림 43> 걸리버인터내셔널의 매입대수 추이 (직영점,천대)



자료: 걸리버 인터내셔널, 2006년 이전은 ASP을 매출로 역산 추정

<그림 44> 걸리버인터내셔널 시가총액 추이



자료: Bloomberg, BS 투자증권

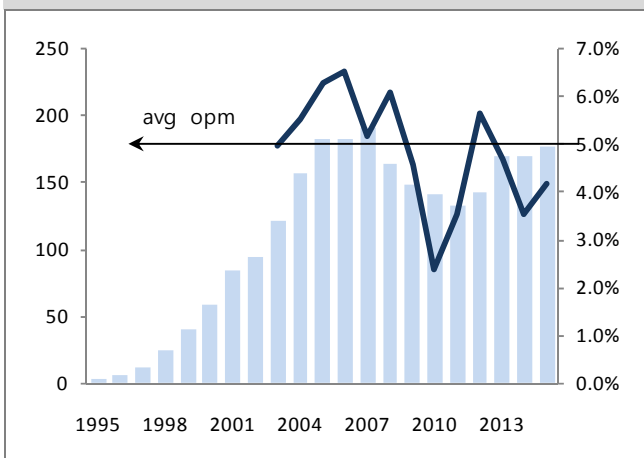
AJ셀카의 성장 가능성을 높게 보는 이유

걸리버인터내셔널의 핵심 아이디어는 '다량 매집'과 '빠른 매각'이다. 카맥스가 말하는 성공적인 비즈니스 모델은 일관된 매입가격과 일관된 매도가격이다. 일단 걸리버인터내셔널의 매입가는 본사 시스템에 의해 일관되게 제시되기 때문에 카맥스의 모델과 비슷하다. 반면 소매판매를 하지않는 점(현재는 소매점을 확장시키고 있음. 우리의 관심은 초기 수익모델임)이 다르다. 초기 걸리버인터내셔널은 소매 판매에 드는 Capex 를 현저히 낮추는 대신 소매마진을 포기하는 것이었다. 소매마진을 포기하면 투자나 비용을 현저히 낮출 수 있고 모든 자원을 매입에 집중하면서 경쟁사보다 빠르게 성장할 수 있기 때문이다. 다만 도매가 매각이라서 마진이 낮을 수 있다. 걸리버인터내셔널의 지난 12년간 평균 영업이익률은 5%선이다. 낮다고 평가할 수 있지만 자본효율성 때문에 지난 12년간 ROE 는 평균 23.4%(금융위기 2년 제외)을 유지했고 성장시기의 EPS growth 는 26%(7yr '01~'07 CAGR)을 기록했다. 사업초기에 마진을 축소시키더라도 자본효율성은 상승시키고 'Q'를 극대화시킨다면 어닝의 증대속도는 빨라질 수 있다. 이는 기업가치 상승을 의미한다.

AJ셀카의 성장 가능성을 높게 보는 이유

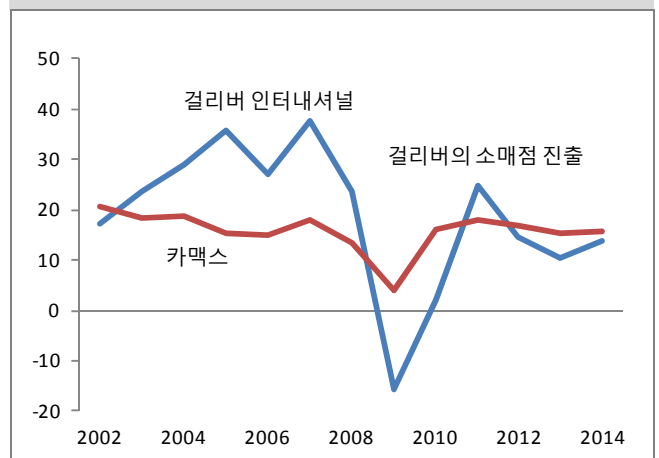
AJ 셀카 역시 매입전문이라는 점에서 걸리버와 비슷한 수익모델을 갖고 있다. 다만 걸리버의 경우 450 여개의 직영점을 통한 전국적인 매입망을 갖고 있으나 AJ 셀카의 경우 아직 3 개의 직영점에 불과하며 걸리버인터내셔널과 같은 공격적인 출점 계획은 아직 없는 것으로 파악된다. 그러나 AJ 셀카의 성장가능성을 높게 평가하는데 그 이유는 다음과 같다. 1) 모바일 환경을 적절히 이용하여 걸리버가 구축한 돌피넷 시스템을 용이하게 활용할 수 있으며 2) 걸리버에 없는 captive market 인 모회사의 렌터카 물량을 확보할 수 있는 점이다. (captive 물량은 수수료 매출로 인식) 3) 무엇보다 걸리버 모델을 벤치마크하면서 사업상의 시행착오를 현저히 낮출수 있다는 점이다.

<그림 45> 걸리버의 매입수(직영)와 영업이익률 추이 (단위 : 천대)



자료: 걸리버 인터내셔널

<그림 46> 걸리버와 카맥스의 ROE 추이 (단위 : %)



자료: Bloomberg



## 2nd Keyword : 신뢰(No Haggle,CPO) - SK 엔카 vs 카맥스

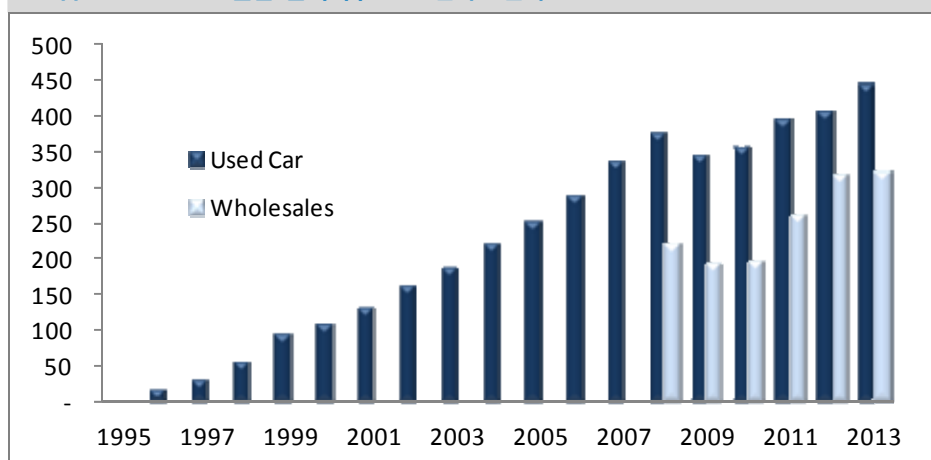
### 매매에서 신뢰를 얻는 방법

레몬마켓, 역선택, 정보의 비대칭성.. 중고차 시장을 설명하는 단어들이다. 이러한 부정적 시각을 깨고 거래의 신뢰를 쌓을 수 있다면 성공한 비즈니스 모델을 창출할 수 있다. 카맥스를 통해 본 신뢰 획득의 두가지 요인은 'No haggle(단일가격 제시)'과 '인증(Carmax Quality Certified)'이다. 미국의 카맥스(최대 중고차 매매업체)나 호주의 카세일즈닷컴(호주 최대의 온라인 중고차 매매업체), 그리고 한국의 SK 엔카 공히 '신뢰'를 얻기 위해 고군분투하고 있다. 획득된 신뢰는 중고차 거래에서 가격 협상의 피곤함을 해소시킨다. 즉 신뢰를 얻을 수 있다면 가격을 조금 높게 팔거나 조금 낮게 매입할 수 있다.

### 카맥스의 전략

미국의 대표적인 중고차 매매업체로 Carmax 가 있다. Carmax 는 미국 전역에 118 개의 직영점과 다수의 프랜차이즈 매장을 갖추고 있으며 연간 87 만대의 중고차를 거래하고 있으며 시가총액은 20 조원에 이른다. CARMAX 는 "Our strategy is to revolutionize the auto retailing market by addressing the major sources of customer dissatisfaction with traditional auto retailers and to maximize operating efficiencies..." 이라는 전략 아래에 No haggle 정책을 쓰고 있다. 국내 대부분의 중고차 매매단지에서 제시하는 매입가와 매도가가 상황에 따라 달라지는 것과 달리 카맥스는 일관된 가격정책을 유지하고 있다.

<그림 47> Carmax 연간 판매대수 (단위 : 천대)



자료: 갤러버인터내셔널

일관된 가격 정책

일관된 가격정책은 직원과 고객 사이에서 발생하는 협상의 피곤함을 경감시킨다. 국내 중고차매매단지의 경우 매매상사 아래 딜러 성격의 직원들이 있지만 이들은 구조적으로 자영업자와 비슷하기 때문에 자신의 계산과 노력으로 유통마진을 챙겨야 하는 부담감이 존재한다. 이는 가격 산정 시스템에 있어서 투명성이나 일관성을 유지하기 어렵게 한다. 단일 가격 주는 메리트는 이뿐만 아니다. 중고차 매입과 매각이 투자자산의 매입이나 매각이 아닌 만큼 대체적으로 소비자들은 평균 수준에 덜 스트레스 받고 매매를 처리하고 싶어 한다. 카맥스에서 내세우는 단일가격은 매매에 있어서 '평균적으로 이익도 안봤지만 평균적으로 손해도 안봤다는 심리'를 유도한다. 아래 사례는 카맥스에서 실제 중고차를 사거나 팔 때 경험을 적은 글이다. 공통적으로 평가되는 요인으로는 1) 직원과 고객 사이에 불필요한 협상이 매매가 유쾌하며 2) 다소 비싸게 또는 싸게 거래되는 과정을 고객이 충분히 받아 들인다는 점과 3) 세련된 인증이나 보증의 절차가 마련되어 거래에 있어서 고객에게 만족감을 준다는 것이다.

신차와 비슷한 매장 규모와 시스템

일관된 가격정책과 함께 흡사 신차와 비슷한 매장 규모와 시스템도 주목할 만 하다. 이는 영세한 중고차 매장과 차별화될 수 있는 요소가 된다. 포지셔닝 자체가 1) 비싼 신차와 2) 값싼 중고차 사이에 존재하기 때문에 신차보다는 싸게 그렇지만 일반 중고차보다는 나은 어떤 다른 차를 파는 것이다. 어쨌든 고객의 shopping list 안에는 Carmax 와 다른 중고차가 아니라 Camax 와 신차가 같이 있을 수 있다.

<그림 48> Carmax의 Superstore 전경



자료: 블룸버그, BS 투자증권

## 〈그림 49〉 한 온라인 블로거의 CARMAX 이용 후기 (구입)

...그런데 이제 미국 생활 어언 일년 반이 되보니, 자동차 판매원에게 휘둘리지 않고 잘 살 수 있을거란 자신감이 들다가도, 또 한편으로는 임산부가 스트레스 안받고 얼마나 싸게 영업사원과 입싸름해가며 차를 사갔고 올 수 있을까 걱정이 되드립니다. 인터넷 서치를 몇달간 하면서, 중고차 딜러 샅과 CARMAX 에서의 스탱을 확인해놓기 시작했습니다. 그리고 어느 날, 우리 조건에 맞는 09년 무라노가 CARMAX 에 뜬 것을 확인하고, 드디어 두눈으로 확인하러 가보았죠. CARMAX? MSRP, 즉 소비자권장가격에서 15~20%는 적당히 후려쳐서 시작하라는 수많은 자동차 구입 팁과, 자동차 영업사원은 숨막히는 말빨은 그저 <뺨찌><허풍작살>이라는 이야기들 속에서 어떻게 하면 좋은 차를 저렴하게 구입해야하나 고민하는 소비자의 중고차 구입 패턴에서 탈피해, 곳곳하게 No-haggle price 정책을 유지하고 있는 중고 자동차 딜러샵이 있으니, 이름하여 바로 CARMAX, 전국적 영업망을 확보하고 있는, 수년 째 중고차 판매대수 #1 에 빛나는 중고 딜러샵 체인이랍니다.

비록 네고가 불가능하다는 단점으로 인해 전반적으로 가격이 비싸다는 평이 많지요. 중고차라면 일단 몇천불은 족히 깎을 수 있을거라는 기대감과 달리, 이곳에서는 윈도우 프라이스에서 몇 천불은 커녕 단 1 센트도 손도 못댁니다. 좀 억울한가요? 1. 그래도 일단, 모든 재고가 온라인 <http://www.carmax.com/> 에 이미 나와 있어서, 사전에 비교(조사를 충분히 하고 차량을 구입할 수 있지요. 2. 게다가 중고차의 경우 가장 곤란한 일이 과연 얼마나 중고차가 잘 정비된 상태이냐의 문제인데, 일단 5-days money back gurantee & 30 days warranty - 5 일 이내에차가 마음에 들지 않을 경우는 환불, 30 일 이내의 고장은 무상 수리-라는 정책은 계약한 후에, 혹시나 미리 발견하지 못한 결함으로 인하여 다시 딜러샵에 가져갔다가, 얼굴 불리며 딜러와 싸워야 하는 불상사를 막아주는 좋은 방패막이랍니다. (30 일이 짧다고 느껴지지만, 뭐 중고차인데요) 3. 차에 대한 수리가 잘되어 있다라는 평가가 전반적입니다. 즉, Lemon - 결만 멀쩡한 자동차, 미국에서 흔히 쓰는 표현입니다. That car is a lemon!(저차는 결만 멀쩡해보이는 꼬물차야) - 을 판매하지 않죠. 그래서 가장 가까운 CARMAX 가 있는 인디애나폴리스 갔습니다.

한산할 거라는 생각과 다르게 매장은 차를 새로 온 사람들로 가득했어요. info 데스크에 이름을 말해두고, 세일즈맨을 한참동안 기다렸죠. (차 사러 온 고객이 도리어 영업사원을 기다려야할 줄은 감히 상상도 못했습니다. 손님이 생각보다 훨씬 많았어요. 계속 방문자가 생기더라고요. '어라, 미국도 자동차 갖고 흥정하는데 너저러 난 사람이 꽤 많은가 보구나.'란 생각이 들더군요) 한 1 시간 가까이 기다렸을까, Jason 이라는 담당직원이 와서 인사하더군요. "We are interested in Murano"로 시작해서, 현장에 있는 차 2 대를 부담없이 시승해보고, 비교해보았습니다. 저도, 영업사원도 가격에 대해 부담감이 없었으니, 차를 꼼꼼히 살펴볼 수 있는 장점이 있어요. 아무래도 차값에 신경쓰다보면, 판매자도 고객도 나중에 있을 긴 시간의 가격 흥정을 예상해서 좀 서두르는 감이 있잖아요. 그런데 여기는 영업사원도 느긋느긋 합니다. 뿐만 아니라 그 사람 왈 "여기 재고가 마음에 들지 않으면 미드웨스트에는 다른 Carmax 매장에 있는 차를 공짜로 전달받아서 보여줄 수도 있어. 먼 지역에서 전달 받으면 때에 따라 299 불인가 추가로 내야하지만, 가까운 매장(일리노이, 테네시 지역 등에서 받을 경우는 공짜야. 뭐, 차를 이동시켜 전달 받아도 꼭 사지 않아도 돼. 부담주지 않아."

인터넷에서도 'Free transfer'라고 적혀있는 것을 보았기에, 이 말이 터문이 없는 제안이 아니라는 것을 알았지요. 거참 이렇게 자동차 판매원과 편하게 농담도 따먹으며 차를 구입할 수 있다는게 그저 신기하기만 합니다. 물론 Carmax 에서 따로 판매하는 6 년짜리 Warranty 를 차판매시 옵션으로 물어보긴 하지만, 이것 역시도 '필요하면 말해'라는 식으로 강압적이지 않답니다. 워런티 자체도 생각보다 저렴했어요. (6년 워런티가 약 1000~2000 불 사이, Deductable 에 따라 차등) 남편이 옆에서 그러더군요. "저렇게 저렴한 편이 6년 워런티를 판매하고도 마진이 남는 거 보면, 차량 정비를 꽤나 잘해두고 판매하나 봐요." 저도 고개를 끄덕였습니다. 여기 body shop 에서 수리를 위해 엔진 한번 여닫는 것만으로 몇백불은 여지없이 깨지는 걸로 아는데, 시중 정비소 가격에 비하면 중고차 워런티가 비싸다는 생각이 들지 않을 정도예요. "혹시 차를 산 다음에 따로 워런티를 구입할 수는 없을까?"하고 물었더니, 아쉽게도 그것만은 안됩니다.

다음날 남편이 말합니다. "우리 그러지 말고, 새차랑 비교해보는게 어떨까요? 가까운 새차 딜러샵에 가볼까요?" 말이 나오자마자, 블루밍턴에 있는 니산 딜러샵에 가보았습니다. 중고차를 이미 어제 구입했지만, 마치 새로 구입할 고객마냥 2011년형 모델을 테스트 드라이브 해보기로 했죠. 차를 구경하는 사이 영업사원의 끊임없는 말빨과, 호객행위란...차마 숨을 쉬지 못할 정도로 저를 경신없이 만드네요. 남편이 던지시 한국어로 속삭입니다. "저렇게 해서 고객의 혼을 쏙 빼놓는 거예요" 아마 차를 사지 않았더라면 여기서 뭔가 행동을 취하지 않으면 안될것만 같은 압박감마저 느껴지더라고요. (이미 어제 돈 다섯달, 이사람아...!) 덕분에 일반 딜러샵과 CARMAX 를 이틀간 비교해보게 되었답니다.

그 결과, 우리 부부는 CARMAX 에서 느긋하게 부담없이 꼼꼼히 비교하며 구입했다는 점, 정비가 잘되어 있다라는 추가 이점 등에 만족했습니다. 당장은 돈 몇십만원이 못깎았다는 기분이 마치 손해처럼 느껴질지 모르겠다 싶으면서도, 좋은 차를 제 값에, 편하게 구입했다고 위안하며 몇 십만원을 깎고 지치지 말라고 했습니다. 혹시라도 미국에서 차를 사야하는 일이 부담되신다면, 개인간 거래가 아닐바에야, 저는 CARMAX 에서의 구입도 추천합니다. 영어 실력을 테스트 해보겠다는 심보로 자동차 영업사원을 상대하는 건, 도리어 시간낭비에 가깝고요 - 이건 단순히 언어의 문제가 아닌듯 합니다

자료: 블로거, <http://blog.naver.com/hr337/50106948752>

**<그림 50> 한 온라인 블로거의 CARMAX 이용 후기 (매각)**

**1) CARMAX ([www.carmax.com](http://www.carmax.com))**

미국내 중고차거래 1위 브랜드다. 주변에서 소개하기를.. 중고차를 점검하고 가격을 책정한 후 차량을 사고 나면 정비하고나서 재판매하는데.. 차를 파는 입장에서서는 책정되는 가격이 다른 딜러에 비해 싸게 책정해주긴 하지만 프로세스가 간단하고 판매를 결정하고나면 20분후에 바로 사용가능한 Check를 받기 때문에 진짜 심플하게 차를처분할 수 있다고 했고.. 차를 사는 입장에서서는 자동차 판매딜러들과 피곤하게 흥정할 필요없고..(왜냐하면 Carmax에서는 붙여있는 차가격을 다시 흥정하지 않기때문이다.), 또 여유있게 자동차도 점검해보고 믿고 살 수 있지만 다른 중고차딜러샵보다는 비싸다...는 것이 중론이었다.

**Step 1) 약속 잡기**

그래서 일단 Carmax 사이트에서 있는 차 점검 신청 메일을 보냈다. Carmax에서 중고차를 사기전에 담당자가 차를 시운전해보고 이것저것 체크하기 때문에 약 30분정도는 걸린다. 미리 약속을 정하고 가면 좋을 것 같아서 웹사이트에서 신청을 했다. "Sell us your current car"라는 창에 정보 입력하고 메일을 보내니.. 1시간 정도 후에 전화가 왔다.. (일반적인 미국 일처리 속도에 비하니 완전 빛과 같은 속도다) 내가 지정한 가장 가까운 Carmax 지점내의 한 딜러가 내 메일을 take했고..약속시간 잡잔다..

**Step 2) 차 점검 (Appraisal process)**

약속한 시간에 찾아가서 딜러 이름을 찾았더니 한 부스로 안내되었다. Carmax의 실내는 잘 진열중인 차들과 딜러들의 부스, 그리고 기타 일처리를 위한 부스로 꽤 깔끔하게 잘 정리되어있었다. 내 담당 딜러가 나를 너무나 반갑게 맞는다..사실 차량 거래 가격을 흥정해야하는 절차가 없으니 서로가 이왕이면 즐거운 이야기만 하면 되니... 대화 자체가 즐겁다. 딜러가 Process를 소개 해 준다. 먼저 외관 모니터, 엔지니어의 드라이빙 및 세부 점검, 이외에 이력 조회..그리고 가격 결정..이런 순서라는 구만..

내 차의 년식, 모델명등을 다시 확인하고 나서 자신과 함께 잠깐 차 외관만 살펴보고와 함께 가보자고 한다. 담당 딜러와 함께 외관을 살폈다. 자잘한 기스정도는 크게 신경쓰지 않는 듯 했다. 그리고 차 안은 안 살피고 걸만 대강 훑는다. 1차 점검이다. 더 세부적인 것은 2차로 엔지니어가 다 체크할 것이라고 한다. 차 키를 드라이빙할 다른 엔지니어에게 건네주고 그동안 나는 딜러와 수다도 좀 떨고, 밖에 진열된 차들도 구경하고...한 20~30분 정도되니 내 담당 딜러가 다시 부른다. 완료되었단다.

모니터로 결과가 올라온다. 먼저 reported된 사고 기록등 내 차에 대한 이력 기록이 화면에 보인다. 이건 차후에 설명한 Carfax에서 나오던 기록과 동일하다. 각 내용을 설명해주고 드라이빙 테스트한 엔지니어에 의한 전체적인 차량상태가 설명된다.

**Step 3) 가격 결정**

그리고 최종적으로 가격일 결정된다. 이걸 딜러만이 아니라 여러 데이터에 의한 프로그램에 의한 가격이었다. 이 가격에 대한 흥정은 할 수 없다. 딜러 표현에 의하면 차량상태 + 현재 자동차 시장의 선호도가 반영된다고 한다. 지금 기름값이 오른 상태라 내 차 같은 SUV가 상대적으로 선호도가 낮아져서 사실 다른 때 보다 가격이 조금은 낮게 산정되었다고 설명해주었다.

최종 산정된 가격이 적힌 Report를 프린트해준다. 프린트된 내용은 Carmax에서 언제 Appraisal을 했고 가격은 얼마고.. 기본 차량 정보와 함께 Carmax에서 산출한 최종 가격 보증서 같은 것이다. 단 자동차의 사고력등 이전에 모니터에서 보았던 자료는 프린트아웃되지 않는다. 그 시점에서 차를 당장 팔지 않아도 해당 Appraisal 받은 날로부터 7일 이내에 이 서류들고 차를 가지고 오면 서류에 해당되는 가격으로 바로 차량 판매가 가능하다. 7일내에는 다시 점검같은거하지않고 딜러를 다시 만날 필요없이 해당 서류, 차 키, 차량 Title등만 들고 거래창구에 가면 20분 내에 Check를 주고 서류이전등은 모두 Carmax에서 알아서 처리한다.

물론 내 차량가격이 생각보다 낮게 나온 것은 사실이다. 인터넷에서 찾아보니 다른 개인딜러들에게 파는 가격보다는 1000불정도 싸게 판다고 생각하면 된다. 이 차이는 아마도 흥정에 드는 피곤함과 시간 투자에 관한 비용이 되겠지 싶다. 또 개인차가 있어 어쩌면 Carmax와 같은 가격에 다른 딜러와 흥정할 수도 있고... 만일 흥정에 자신이 없거나 차량시세를 잘 모른다면 Carmax가 정말 속편할 것 같다. 이렇게 까지 하는데 비용은 따로 들지 않는다.

**그 밖에..**

점검만 받고 차를 안 판다고 미안해 할 필요도 없고, 그들도 중용하지 않는다. 고객 관리 차원에서 딜러가 한 차례 메일과 전화가 왔었고, 귀찮게 하거나 하지 않는다....

자료: 블로거, <http://popas88.blog.me/100131038118>

## 완성차 업체의 CPO

신뢰로 표현될 수 있는 마케팅 요소로는 '인증(certified)'이다. 특히 미국에서는 인증된 중고차를 CPO(Certified Pre Owned)라고 하며 제조사가 인증을 해주는 경우와 중고차 매매업체(또는 제 3 자)가 인증을 해주는 경우로 나뉘어 볼 수 있다. 완성차 입장에서 신차는 이미 certified 제품이며 판매 인증에 대한 워런트(warrant)를 제공한다. 통상 신차 워런트는 5년 5만마일(8만 km)인데 워런트 기간이 끝나는 중고차 차량의 경우에도 검사 후 일정수준을 맞춘 차량은 신차에 준하는 서비스나 워런트 기간을 연장시켜 주기도 한다. 이는 워런트 기간이 끝나 중고차 시장에서 자사의 resales value가 급격히 하락하는 것을 방지하기 위한 것이다. 소비자 입장에서 resales value가 낮게 형성되면 신차 구입 시 할부금융이나 리스 적용에 불리하며 중고차 매각시 손해를 보기 때문에 신차 판매에 영향을 주기 때문이다.

## 카맥스의 CPO

한편 대형중고차 매매업체나 전문인증업체가 인증을 대행해주기도 하며 이를 위탁판매하기도 한다. 인증의 형태는 주로 워런트나 사후(Extend) 서비스로 나타나지만 인증의 형태가 다같은 워런트라 할지라도 모든 warrant가 인증(Certified)는 아니다. 예를들어 완성차 메이커나 SK 엔카가 인증하면서 워런트를 제공하는 것과 영세한 매매상사가 인증을 하면서 워런트를 제공하는 것과는 개념이 다르다. 일반적으로 인증차량이라는 것은 전문적인 자동차 정비기관이 일정한 스킵에 의해 인증된 것으로 제품성을 띠고 있으며 구체적이고 객관적인 record가 존재한다 인증기관은 대다수 고객이 인정할 수 있거나 문제가 발생할 경우 이를 해결할 수 있는 능력이 있어야 한다. 그런 의미에서 카맥스의 인증시스템을 한번 살펴볼 필요가 있다.

## 카맥스의 warrant

카맥스는 각 매장에서 매입되는 차의 1/3 정도만 추려서 소매점(superstore)에서 판매한다. 나머지 차량은 경매 처리된다. 일차적으로 6년 이하 차량이 인증 pool 안에 들어가며(소매점에 판매되는 차량의 89%가 6년 이하의 차량) 각종 사고 이력과 정비상태를 보고 카맥스 소매점에서 판매할 수 있는 인증(Carmax Quality Certified) 차량이 되는 것이다. 한편 6년 이하의 차량을 대상(6년 이상이라도 차상태가 좋으면 통과)으로 하는 이유는 통상 완성차 메이커들의 warrant 기간이 5년 5만마일이기 때문에 5년 이내의 중대한 결함 등은 메이커들이 알아서 해주기 때문에 warrant 기간이 만료되는 6년째 되는 해부터 약 한달간 정도를 warrant를 해주는 것이다. (금융 위기 시절 현대차의 경우 10-10 warrant를 시행했으나 이는 신차의 첫번째 오너한테만 해당되는 것으로 5-5 warrant 기간이 끝나고 중고차로 넘어가면 종결). 매입되는 차량의 2/3는 카맥스의 인증 기준을 통과하지 못한다. 이 사실만으로도 고객에게 상당한 신뢰감을 줄 수 있다.

인증에 대한 자부심

카맥스의 소매점에서 판매하는 인증차량은 다른 딜러점보다 가격이 비싸지만 이러한 인증과정이 있기에 가능한 것이며 No haggle 정책 역시 인증 차량이라는 자부심에서 출발한 것이다. 카맥스의 수익모델은 시장 매입가보다 다소 낮게(\$1,000~2,000) 매입하고 시장 매각가 보다 다소 높게(\$1,000~2,000) 매각을 한다. 즉 한대 거래에서 최소 \$3,000 이상 peer dealer 보다 더 남긴다. 이 초과 마진을 고객과의 접점을 위한 인프라와 광고와 그리고 직원들의 복지 위해 사용한다.

<표 13> Carmax 와 일반 딜러점과의 가격차이

(단위:\$)

제네시스 (2011)	Buy from a Dealer	CARMAX	Buy from a Private Party	SK엔카
Low	19,592	21,998		Low 29,213
<b>reasonable</b>	<b>20,586</b>	<b>22,998</b>	<b>17,836</b>	실거래가 30,750
High	21,580	25,899		High 35,773
제네시스 (2012)				
Low	22,057			Low 29,213
<b>reasonable</b>	<b>23,176</b>	<b>25,998</b>	<b>20,026</b>	실거래가 30,750
High	24,294			High 35,773

자료: KBB, Carmax, SK 엔카

오프라인 매장에서는 카맥스를 벤치마킹

SK 엔카의 경우 온라인 비즈니스 모델 외에 오프라인 모델도 갖추고 있다. SK 엔카는 전국 26 개 매장을 통해 매입과 판매를 하고 있으며 SK 엔카에서 차량을 구매할 경우 인증절차를 거쳐서 일정부문의 보증된 차량을 구매할 수 있다. 보증절차가 이루어지기 때문에 차량 가격은 일반적인 거래보다 다소 높을 수 있다. 한편 국내 완성차 메이커인 현대 기아차가 '유카'라는 인증업체를 통해 인증해주는 경로가 있다. 국내의 경우 미국보다 인증에 대한 인식이 낮고(인증된 차량도 불신) 가격에 민감한 구조로 되어 있어 인증차량에 대한 수요는 낮은 수준이다.

오프라인 매장은 정책적인 측면과 내부적으로 차별화 전략이 필요

이런 점에서 가장 선두에 있는 업체는 SK 엔카라고 할 수 있는데 정부의 중소기업적합업종 지정으로 오프라인 매장의 확장이 현재로서는 어려운 상황이다. 또한 내부적으로 오프라인 매장에 대한 적극적인 차별화 과정이 필요해 보이는 점도 카맥스와 비교해 볼 때 아쉬운 점으로 지적된다. 다만 향후 인증차량에 대한 수요가 늘어나고 정부정책의 변화가 있을 경우 최대 수혜업체가 될 수 있다는 판단이다.

### 3rd Keword "플랫폼" → SK 엔카 vs 카세일즈닷컴

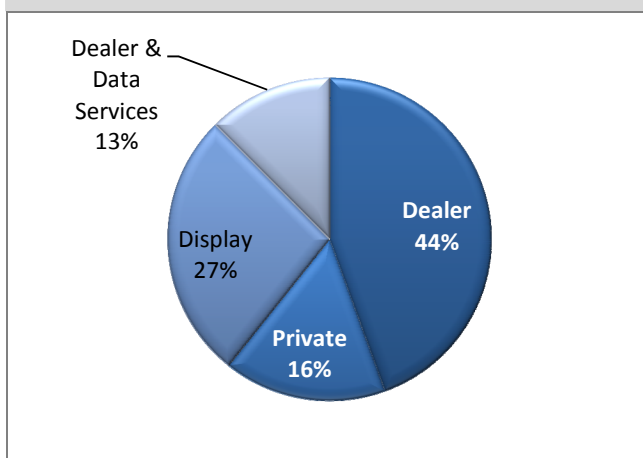
온라인 중고차 매매업은  
다양한 수익창출 가능

앞서 언급했듯이 온라인 중고차 매매 사업은 많은 딜러와 개인판매자 그리고 절대 다수의 수요자가 거래(traffic)을 활발히 발생시킬 수 있어야 한다. 이렇게 될 경우 수익모델은 매우 다양해진다. 1) 광고등록수수료 수익 2) display 광고 수익 3) 플랫폼에 창출되는 다양한 데이터 판매 수익 등 기 대해 볼 수 있다. 사실 중고차 매매업은 일종의 brokerage 또는 dealer 기능이 중심이기 때문에 거래수수료 수익이 동반되어야 하나 온라인 플랫폼의 경우 직접적으로 거래에 관여하지 않고 있기 때문에 거래수수료 수익에 접근하기 어렵다. 거래수수료를 받기 힘든 이유는 플랫폼이 실제 거래 성립을 추적하기 힘들고 추적을 했을 지라도 매매성립의 근거가 '플랫폼'이라고 증빙하기가 어렵다. 호주의 카세일즈닷컴은 TPN(temporary phone number)을 부여해 간접적으로 거래에 관여하여 CPC(cost per click) 개념의 문의수익(enquiry revenue)을 챙기기도 하지만 실질적인 거래수수료 개념하고는 차이가 있다.

카세일즈닷컴을 통해 본  
온라인 매매업

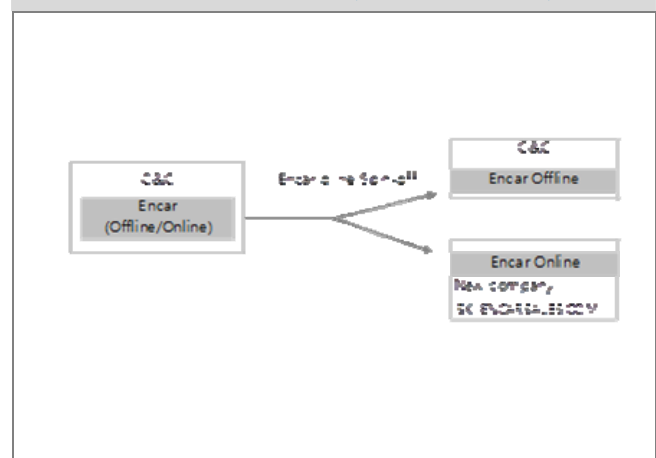
카세일즈닷컴은 1999 년에 설립된 on-line 중고차판매 기업으로 외형은 약 2,000 억원, 시가총액은 2 조원을 넘는다. 카세일즈닷컴은 오프라인 네트워크를 갖고 있지 않고 순수하게 온라인 네트워크를 활용하고 있으며 차량에만 국한되지 않고 오토바이, 보트, 중고주택 거래까지 다양하지만 매출 중심은 자동차이며 중고제품은 온라인 상에서 거래되고 있다. 카세일즈닷컴 역시 딜러들의 광고가 주 수익원이며 sub channel 로는 display 광고와 data 판매가 있다. 언뜻 보기에는 카세일즈닷컴의 수익모델과 SK 엔카과는 큰 차이가 없어보인다. 그렇지만 둘 사이에는 미묘한 차이가 존재한다.

<그림 51> 카세일즈닷컴의 매출 구성



자료: Carsales.com

<그림 52> 카세일즈닷컴과 JV(에스케이엔카닷컴) 설립



자료: Carsales.com

매출기준, 카세일즈닷컴의 1/10 수준

SK 엔카의 하루에 등재(listing or inventory)되는 차량대수는 약 7~8 만대 정도된다. 연간누적으로는 70 만대 가량된다. 반면 카세일즈닷컴의 하루평균 등재되는 차량은 22 만대 가량이며 연간기준으로는 126 만대 정도 된다. 등재된 차량의 차이는 약 SK 엔카가 카세일즈닷컴에 비해 하루기준으로는 34% 수준, 연간기준으로는 55% 정도되는 셈이다. 그런데 매출기준(데이터 제외)으로 보면 카세일즈닷컴의 1/10 수준이다.

[이는 수익모델에서 미묘한 차이가 발생하기 때문이다.]

수익모델의 차이

1) 대당 등록 ARPU 가 낮다. 카세일즈닷컴의 경우 차량판매자(일반인)에게 대략 \$65 정도의 등록수수료를 받지만 SK 엔카는 일반 판매자들의 광고는 무료로 등록시켜주며 빨리 팔고 싶어하는 판매자들에게만 등록수수료를 징수한다. 그런데 카세일즈닷컴의 경우 \$65 이 "until sold"로 한번 지불하면 그 차가 팔릴 때까지 일정하다. 여기까지만 보면 SK 엔카가 더 유리해 보인다. 일부분 무료이긴 하나 2 개월마다 광고비를 받을 수 있기 때문이다.

그런데 ARPU 가 차이는 부분은 다른데 있다. 바로 딜러 등록수수료 체계다. SK 엔카의 경우 딜러와 일반판매자와 등록수수료 면에서 큰 차이가 없다. 대수에 따라 금액의 차이가 있을 정도지 수익모델에는 대동소이하다. 하지만 카세일즈닷컴의 경우 딜러에게 월 \$350 정도의 수수료를 받는다. 그리고 enquiry(이메일, 전화번호) 문의 시 대략 \$6 정도의 추가 수수료를 받는다. 매출에서 enquiry 로 들어오는 금액이 정액등록액보다 더 큰 것으로 알려져 있다. 따라서 카세일즈닷컴의 전체 ARPU 는 SK 엔카보다 클 수밖에 없다.

<그림 53> SK 엔카의 등록수수료

**우대등록**

검색결과 상단에서 차량사진 2장 노출과 한줄광고 문구를 사용하여 주목도가 높은 상품입니다.

- 검색결과 상단의 우대등록 리스트에서 차량사진 2장(앞측면, 실내) 노출!
- 한줄광고 문구는 우대등록/일반등록 리스트, 차량상세 페이지에서 모두 노출
- 다른 차량에 **밀릴 염려 없이 안정적이고 확실하게** 광고 가능!

노출방식 | 페이지당 8대 (무한반복)  
 노출기간 | 2개월  
 요금안내 | 대당이용권 : 60,000원 / 자유이용권 : [가격표 보기](#)

[우대등록 대당이용권 구입](#)   [우대등록 자유이용권 구입](#)

자료: Carsales.com

<그림 54> 카세일즈닷컴의 등록수수료 (Private)

Standard	Premium	PremiumPlus
\$65 until sold UNLIMITED FREE EDITS	\$115 until sold UNLIMITED FREE EDITS	Available in selected areas
<a href="#">Start selling</a>	<a href="#">Start selling</a>	<a href="#">Find out more</a>
<b>Features:</b>	<b>Standard features plus:</b>	<b>Premium features plus:</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Comment Kick-starter</li> <li>15 photos</li> <li>Weekly ad performance email</li> <li>FREE "For Sale" sticker</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Appear higher in search results</li> <li>5 extra photos &amp; video</li> <li>Highlighted listing</li> <li>CarFacts history report</li> <li>RedBook valuation certificate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>We'll set up your ad for you</li> <li>Onsite professional photography</li> <li>VIP support</li> <li>Privacy Protect</li> </ul>

자료: Carsales.com



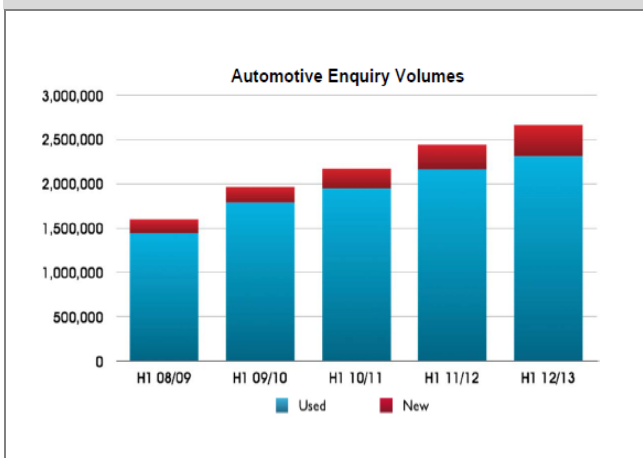
카세일즈닷컴, 다양한 수익모델

2) 판매지향 VS 광고비 지향 : 카세일즈닷컴은 일반 판매자의 경우 판매가 완료됐을 때, 등록수수료(enquiry 에 따라 광고비가 달라짐)를 지급하게된다. 일반인 판매자에게는 등록수수료 부담을 낮춰(until sold) 등록 traffic 을 올릴 수 있으며 딜러에게는 '매매' 개념을 더 부여해서 가중된 수수료를 받는다. enquiry 개념을 알 필요가 있는데, 카세일즈닷컴은 enquiry 수수료를 징수하기 위해 자체 전산시스템과 외부통신서비스를 이용하여 판매자에게 TPN(temporary phone number)을 부여한다. enquiry 는 이메일(웹사이트 상의 이메일로 통제)과 전화(TPN) 부여 상호간의 거래에 간접적으로 개입한다. enquiry 수익은 일종의 CPC(cost per click) 개념으로 enquiry 가 많아지면 수익이 올라간다. TPN 이나 웹사이트를 통한 enquiry 때문에 (판매자는 결국 카세일즈닷컴을 통해서만 딜러를 찾을 수 있다) 거래와 관련한 정보를 카세일즈닷컴이

카세일즈닷컴, 다양한 수익모델

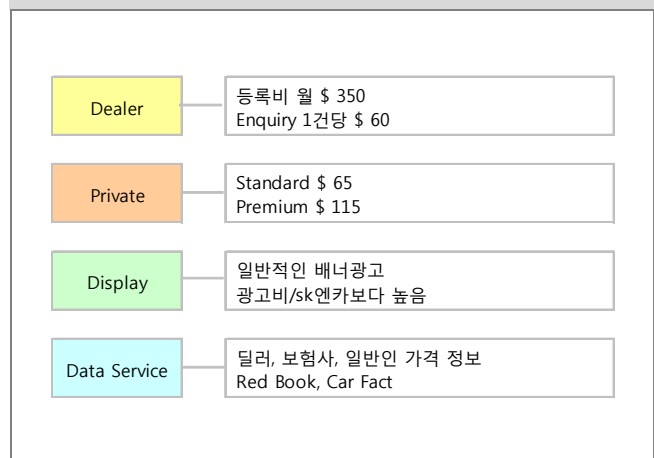
국내 포털광고비 징수시스템에도 CPM(Cost per Mille)와 CPC 가 있듯이 enquiry 방식은 CPC 에 가깝고 판매지향적인 플랫폼 모형이다. 딜러 입장에서 차가 팔리지도 않는데 광고비를 기간별로 지급해야되는 상황이 연출된다면 플랫폼에 대한 수용도는 떨어질 것이다. 카세일즈닷컴의 경우 enquiry 시스템으로 들어오는 수익이 상당하기 때문에 이러한 수익모델은 일단 딜러에게 수용할만한 가치가 있는 것으로 판단된다. 한편 카세일즈닷컴은 차량이 판매 회전율을 높이기 딜러 라이브러 채널을 만들어 운용하기도 한다. 일반 판매자의 경우 다수의 사람과 차량 가격에 대해 실갱이를 해야하는 번거로움을 없애주기 위해 딜러 다이렉트 메뉴를 만들어 전문딜러가 실 거래가보다는 조금 낮게 그러나 아주 빠르게 처리하는 채널을 만들었다.

<그림 55> 카세일즈닷컴의 Enquiry 횟수 추이



자료: Carsales.com

<그림 56> 카세일즈닷컴의 다양한 비즈니스



자료: Carsales.com

거래가 늘어나면 딜러가 등록한다

3) 거래확률 차이 : SK 엔카와 카세일즈닷컴의 실제 거래빈도를 파악하기는 어렵다. 다만 카세일즈닷컴의 연간 등록대수가 126 만대, SK 엔카의 연간등록대수가 70 만대를 거래대수의 대용치(proxy)로 사용할 수 있겠지만 카세일즈닷컴의 126 만대와 SK 엔카의 70 만대는 성격 상 다소 차이가 있다. SK 엔카 매물에는 국내 다른 사이트에 비해 허위, 뺨끼 매물이 현저히 적은 것은 사실이지만 아예 없는 것은 아니다. SK 엔카의 총 등록차량은 300 만대가 넘고 이를 번호판 기준으로 중복 등재된 것을 제거 한 것이 70 만대 정도되는 것이다. 또한 등록된 70 만대도 실제 소유주가 아닌 경우가 있다. 카세일즈닷컴 경우 등록 과정이 엄격하기 때문에 허위매물이나 차량 소유의 불일치 가능성은 매우 낮다고 한다.

중고차 정보 판매

4) 데이터 판매 : 카세일즈닷컴은 판매자와 구매자에 대한 세세한 데이터를 확보하여 중고차에 대한 막대한 DB 를 구축해 왔다. 물론 SK 엔카 역시 가격과 관련된 DB 를 축적해왔으나 카세일즈닷컴과 같은 상품화로 연결시킨 못하고 있다. 카세일즈닷컴은 갖고 있는 차량에 대한 정보를 딜러나 차량의 잔존가치가 필요한 금융사(리스, 할부금융, 보험사) 에게 제공하거나 CarFacts 나 Redbook 형태로 일반인에게도 판매한다.

카세일즈닷컴의 DNA 필요

SK 엔카가 카세일즈닷컴과 같은 성공적인 판매지향적인 수익모델이 되기 위해서는 엄격한 딜러 관리를 통해 온라인 상의 매매 성공률을 높이고 높아진 매매 성공률을 바탕으로 등록수수료 인상이나 각종 데이터 판매까지 확장할 수 있어야 한다. 만약 SK 엔카가 카세일즈닷컴의 수익모델을 정착시킬 수 있다면 수익모델 상의 큰 변화를 가져올 것으로 판단한다. 실제 SK 엔카 입장에서는 차량의 등록대수가 크게 늘어나긴 했으나 중복 및 허위매물에 대한 시스템을 완벽히 갖추지 못했고 시장의 주요 player 인 딜러를 유인하기 위한 해법(SK 엔카에 올려놓으면 확실히 빠르게 매각할 수 있다)도 명확하지 않다.

다행히 최근 카세일즈닷컴과 SK 엔카는 JV(에스케이카세일즈닷컴)을 설립하면서 수익모델에 대한 변화가 예상된다. 카세일즈닷컴은 자사의 수익모델을 JV 에 이식시켜 호주의 카세일즈닷컴과 같은 회사로 만들겠다는 계획이다. 카세일즈닷컴 입장에서는 1) 이미 딜러등록률이 80%를 상회하기 때문에 자국내에서는 성장이 어렵다고 판단하고 있으며 2) 한국의 중고차 시장 규모가 크에도 불구하고 낙후된 비즈니스 모델로 인해 성장 잠재력이 큰 점 3) 특히, 비즈니스 모델은 다를 수 있으나 온라인 분야에서는 최대 업체인 SK 엔카를 끌어들여 사업의 속도를 빠르게 전개시키고자 하는 의도가 있었을 거라 판단한다.

## 결론 : 매입과 플랫폼 그리고 신뢰를 사자

이제까지 중고차 밸류체인을 통해 전반적인 시장의 상황을 점검해 봤으며 부족하지만 전망까지 접근해왔다. 한편으로는 핵심 키워드를 통해 중고차 시장에서 선전할 수 있는 수익모델에 대한 고민도 해왔다. 중고차 시장은 여전히 개선되어야 할 것이 많은 상황이고 기존 사업자들의 저항도 만만치 않은 시장이다. 더군다나 정책요소가 수익모델에 지대한 영향을 미칠 수 있다. 결코 장미빛 시장은 아니다.

다만 이러한 제한요소가 있기 때문에 투자기회가 많아 질 수 있다. 특히 1) 국내 중고차 시장은 산업화 초기에 있기 때문에 아직 star player 가 없고 2) 온라인 또는 모바일 환경이 접목되고 있으며 (효율의 극대화) 3) 불법 거래를 단절하여 세수확충 또는 창조경제를 접목시키려는 정부의 의지(물론, 중소기업적합업종 규제와는 상충되지만)도 보인다. 또 한편으로는 국내 내수시장보다 더 후진적 행태를 보이고 있는 중고차 수출부문의 성장 여력도 남아있다. 따라서 단기적인 시야로 접근하기 보다는 산업의 태동측면에서 향후 star player 가 될 수 있는 기업을 중심으로 끊임없는 관심이 필요해 보인다.

짧은 시간동안 처음 접해보는 중고차 시장을 분석하려 했기 때문에 분석자료에는 숫자상의 오류가 있을 수 있다. 그러나 당사가 고민했던 중고차 시장의 분석은 미래 예측 가능한 숫자보다는 '수익모델'에 더 많은 시간을 할애했다. 이는 산업 초기에서 나올 수 있는 오류를 최대한 줄이고 궁극적으로 누가 승자가 될 것인가에 대한 질문에 대한 대답과도 같다. 결론적으로 당사는 매력적인 '매입' 비즈니스(AJ 셀카)를 소유하고 있는 AJ 렌터카와 카세일즈닷컴의 수익모델이 이식되는 비즈니스(에스케이엔카닷컴)를 높게 평가하고 있다. 중장기적 관점에서 '경매장' 비즈니스 역시 성장여력이 높다고 전망하며 중고차 비즈니스 관점에서 '매수' 추천한다.

〈표 14〉 주요 중고차 관련 회사의 Valuation 지표

	Tiker	EPS Growth (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
		2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F
SK C&C	034730 KS	-18.7	-47.0	134.2	37.8	28.6	18.2	2.4	2.4	3.0	12.2	13.0	17.9
AJ렌터카	068400 KS	2.0	-10.6	40.2	8.9	13.8	15.0	1.1	1.3	1.5	12.2	10.0	11.6
현대글로비스	086280 KS	38.7	-3.3	13.4	15.9	15.6	17.7	4.1	3.2	3.5	29.2	22.6	21.4
Carsales.com	CRZ AU	22.4	16.0	-	19.6	26.6	-	10.9	14.6	-	60.4	59.5	-
걸리버인터내셔널	7599 JP	-31.4	-21.3	-	8.5	13.1	-	1.2	1.3	-	14.5	10.5	-
평균		2.6	-13.2	62.6	18.1	19.5	17.0	3.9	4.6	2.7	25.7	23.1	17.0

자료: 블룸버그, BS투자증권

## 매수(유지)

▶ 현재주가 (2014/05/16)  
17,150원

▶ 목표주가 (6M)  
23,000원

## AJ렌터카(068400)

유기적인 시장 성장 수혜 전망

### 박세진

운송/레저  
(02) 3215-1527  
sjpark@bsfn.co.kr

#### Stock Indicator

시가총액	3,798 억원
자본금	111 억원
발행주식수	22,146 천주
외국인지분율	8.2 %
주당배당금	0 원
60일평균거래량	184 천주
60일평균거래대금	29 억원
52주최고가	18,000 원
52주최저가	8,860 원

#### Price Trend



### 투자이견 '매수, 목표주가 23,000원으로 상향'

AJ렌터카에 대해 투자이견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 20,000원에서 23,000원으로 15.0% 상향한다. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 방식을 사용했다. 투자포인트는 1) 법인과 개인렌탈 시장의 성장 여력이 높고, 2) 본격적인 중고차 비즈니스 사업에 진출, 3) 상위업체로 재편되는 시장 성장의 수혜를 크게 누릴 것으로 예상된다는 점이다.

### 소비패턴 변화에 따른 사회적 관심 확대, 렌터카 비즈니스 수혜

자동차는 대표적인 전통 렌탈상품이며 최근 소비 패턴인 '소유보다는 활용'에 부합한 상품이다. 이러한 렌터카 시장의 변화는 궁극적으로 개인렌탈의 성장을 의미한다. 물론 법인렌탈의 경우 여전히 회사보유차량이나 리스차량에 비해 가격 메리트가 높기 때문에 꾸준한 성장이 예상되고 있으나 성장성과 이익률 측면에서 개인 시장에 비해 열위에 있다고 판단한다. 실제 AJ렌터카의 법인렌탈 성장률은 2011년 9.2%, 2012년 12.2%, 2013년 11.2%를 기록했으며, 개인렌탈 성장률은 2012년 55.9%, 2013년 47.8%로 확대되고 있는 추세다.

### 중고차 '매입' 비즈니스 진출에 거는 기대

AJ렌터카는 2013년 하반기 자회사인 AJ셀카를 통해 중고차 매입 비즈니스에 본격적으로 진출했다. 비즈니스 모델은 간단하다. 개인이 갖고 있는 중고차를 효과적으로 매입해 '공매'나 '경매'로 매각하는 것이다. AJ셀카의 성공 가능성을 높게 보는 이유는 1) 비즈니스 모델이 중고차 유통의 핵심인 매입에서 출발한다는 점과 2) 이를 전개시킬 수 있는 네트워크와 Captive를 갖고 있다는 점, 3) 모바일 환경을 적극적으로 이용해 태생적 약점으로 지적되는 감가, 보관비용, 자본비용을 혁신적으로 줄였다는 점 때문이다.

12 월 결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익(지배) (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	4,013.8	470.0	221.3	173.3	909	2.0	8.9	1.1	3.0	12.2	0.0
2013	4,757.4	445.3	241.0	180.1	813	-10.6	13.8	1.3	3.3	10.0	0.0
2014F	5,752.1	562.3	337.9	252.5	1,140	40.2	15.0	1.5	3.3	11.6	0.0
2015F	6,896.8	690.6	453.0	338.4	1,528	34.0	11.2	1.3	3.0	12.7	0.0
2016F	8,031.5	816.0	545.7	407.6	1,841	20.5	9.3	1.2	2.7	13.2	0.0

자료: BS투자증권

## 투자 의견 '매수', 목표주가 23,000원으로 상향

투자 의견 '매수' 유지,  
목표주가 23,000원으로 상향

AJ렌터카에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 20,000원에서 23,000원으로 15.0% 상향한다. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 방식을 사용했다. P/E multiple 할증 적용이 타당한지에 대한 의문이 있을 수 있다. 그러나 해외 동종업체들이 속한 국가의 렌터카 비즈니스가 대부분 성숙된 시장이라는 점과 렌터카 이외 비즈니스에 참여하고 있지 않다는 점, 이에 따라 향후 3년간 EPS Growth가 연평균 10.2%로 AJ렌터카의 EPS Growth 27.0%를 하회할 것으로 예상된다는 점에서 multiple 할증 적용은 타당하다고 판단한다.

투자 포인트

투자 포인트는 1) 법인과 개인렌탈 시장의 성장 여력이 높고, 2) 본격적인 중고차 비즈니스 사업에 진출, 3) 상위업체로 재편되는 시장 성장의 수혜를 크게 누릴 것으로 예상된다는 점이다.

AJ셀카의 비즈니스 안정화가  
추가 주가 상승의 관건

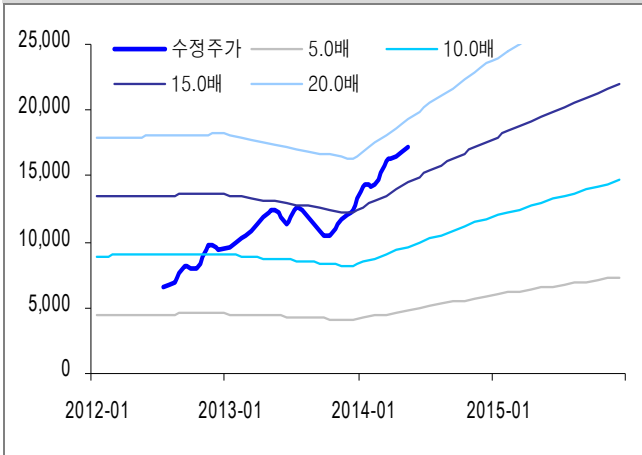
주가는 연초 대비 38.8% 상승, KOSPI 대비 38.7% 초과 상승해 있다. 렌터카 수요 증가에 따른 렌탈부문 실적 개선과 중고차 매매 사업 강화에 대한 기대가 주가 상승 동력으로 작용했다. 향후 주가의 강한 상승 모멘텀은 지난 하반기 런칭한 AJ셀카의 시장 선점과 사업 안정화 그리고 기대에 부합하는 실적이 될 것으로 예상된다. 2014년 AJ셀카의 목표 매입 대수는 8,000대 수준인데, 이미 1월 500대, 2월 550대, 3월 650대, 4월 670대로 안정적 성장을 지속하고 있어 이러한 추세를 감안할 경우 연간 목표치 달성에는 무리가 없을 전망이다.

<표1> AJ렌터카 목표주가 산정

	단위	Valuation	
<b>A. 기업가치</b>	억원	4,309	
2014년 기준 순이익	억원	252	
Target P/E	배	17	2014년 해외 동종업체 평균 10% 할증
<b>B. AJ셀카 기업가치</b>	억원	768	
2014년 기준 순이익	억원	38	
Target P/E	배	20	2014년 해외 동종업체 평균 30% 할증
<b>C. 총기업가치(A+B)</b>	억원	5,077	
<b>D. 총 발행주식수</b>	주	22,146,300	
<b>E. 주가</b>			
적정주가	원	22,926	
<b>목표주가</b>	원	23,000	
현재주가	원	17,150	
상승여력	%	34.1%	

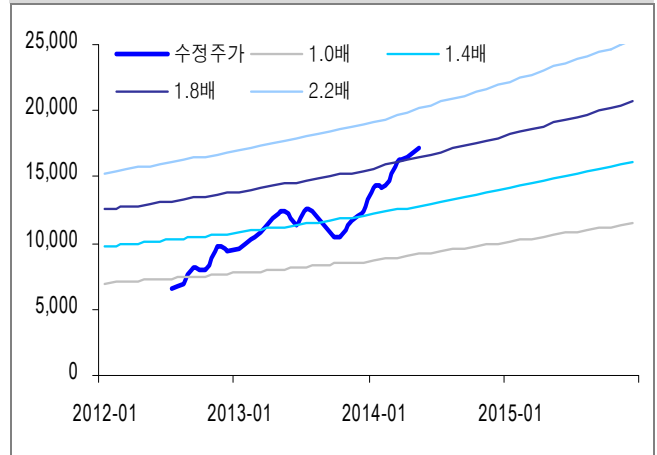
자료: BS투자증권

<그림 1> AJ 렌터카 P/E 밴드 추이



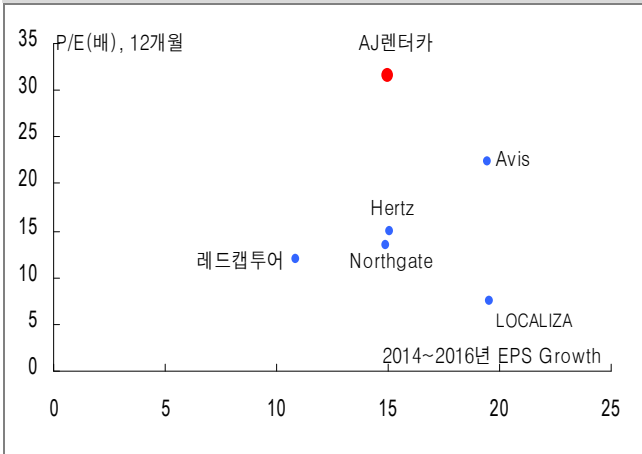
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 2> AJ 렌터카 P/B 밴드 추이



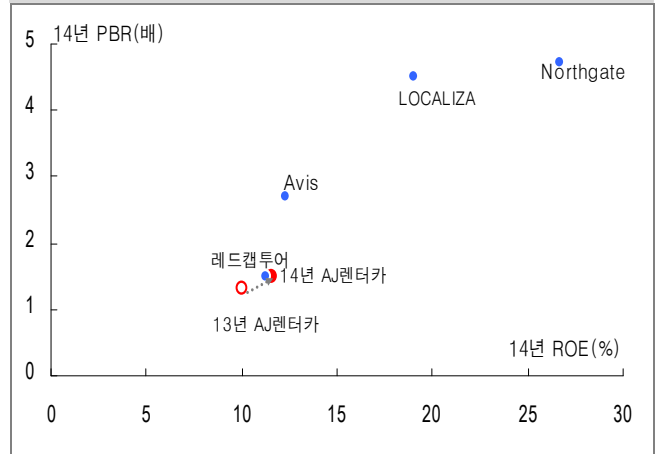
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 3> AJ 렌터카와 Peer valuation 비교



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<그림 4> AJ 렌터카와 Peer valuation 비교



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<표 2> 글로벌 Peer valuation

	Tiker	EPS Growth (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
		2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
AJ렌터카	068400 KS	40.2	34.0	20.5	15.0	11.2	9.3	1.5	1.3	1.2	11.6	12.7	13.2
레드캡투어	038390 KS	15.7	8.2	-	10.9	10.0	-	1.5	1.4	-	13.8	14.0	-
Hertz	HTZ US	15.4	23.0	6.4	14.9	12.1	11.4	2.4	1.4	1.2	-	2.9	7.6
Avis	CAR US	25.6	27.0	14.4	18.8	14.8	12.9	2.7	2.5	2.1	12.3	13.6	12.6
LOCALIZA	RENT3 BZ	-2.2	8.5	16.2	18.3	16.9	14.5	4.5	4.3	4.1	19.0	20.2	20.9
Northgate	NTG LN	16.1	12.1	11.8	15.2	11.3	12.1	4.7	4.2	3.8	26.7	26.3	26.8
평균					15.6	13.0	12.7						

자료: Bloomberg, BS 투자증권

### 소비패턴 변화에 따른 사회적 관심 확대, 렌터카 비즈니스 수혜

향후 3년간 국내 렌터카 시장은 연평균 14.2% 성장 전망

2002~2012년간 국내 렌터카 등록대수는 8만 2,683대에서 32만 1,531대로 연평균 14.6% 증가했으며, 매출액은 6,300억원에서 3.2조원으로 연평균 16.0% 성장했다. 전국자동차대여사업조합 및 AJ렌터카 자체적인 전망에 의하면 국내 렌터카 시장은 향후 3년간 CAGR 14.2%의 성장이 예상된다. 국내 렌터카 시장 성장은 1) 소비패턴 변화에 따른 자동차 인식 변화와 2) 산업 내 구조적 변화에 근거한다.

소비패턴 변화의 길목에 위치한 렌터카 비즈니스

자동차는 대표적인 전통 렌탈상품이며 최근 소비 패턴인 '소유보다는 활용'에 부합한 상품이다. 일차적으로 렌터카 비즈니스가 이러한 변화의 길목에 위치하고 있는 점이 매력적이다. 최근 렌터카 산업이 부각되는 이유는 소비 패턴 변화와 함께 정책효과, 관광산업 육성 등으로 시장이 급성장하고 있으며, 인터넷 및 모바일 환경 발달로 다양한 마케팅이 가능해졌기 때문이다.

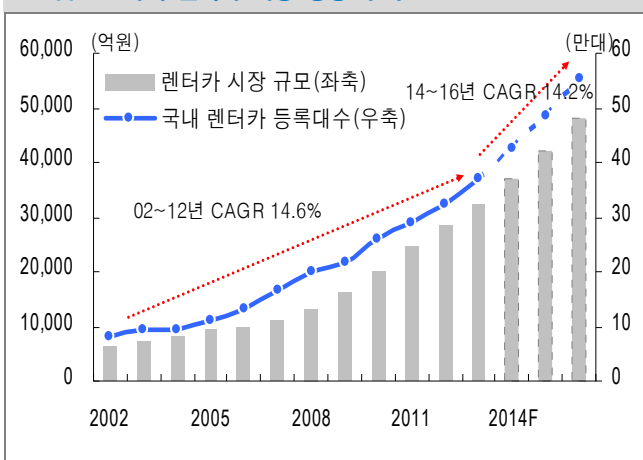
소비패턴 변화 → 장기렌탈, 정책효과 → 단기렌탈 시장 성장 기대

이러한 렌터카 시장의 변화는 궁극적으로 개인렌탈의 성장을 의미한다. 개인렌탈은 장기와 단기로 구분할 수 있으며 소비패턴 변화 측면에서는 '장기렌탈', 정책적 효과 측면에서는 '단기렌탈'의 성장을 기대해 볼 수 있다. 물론 법인렌탈의 경우 여전히 회사보유차량이나 리스차량에 비해 가격 메리트가 높기 때문에 꾸준한 성장이 예상되고 있으나 성장성과 이익률 측면에서 개인 시장에 비해 열위에 있다고 판단한다. 실제 AJ렌터카의 법인렌탈 성장률은 2011년 9.2%, 2012년 12.2%, 2013년 11.2%를 기록했으며, 개인렌탈 성장률은 2012년 55.9%, 2013년 47.8%로 확대되고 있는 추세다.

개인렌탈 비중 확대 전망

AJ렌터카의 사업 포트폴리오는 개인보다 법인에 집중되어 있고, 향후에도 개인보다 법인 수요 확보에 주력할 예정이지만 소비 트렌드 및 정책 변화에 힘입어 개인렌탈 비중은 점차 확대될 것으로 전망한다.

<그림 5> 국내 렌터카 시장 성장 추이



자료: 자동차대여사업조합, BS 투자증권

<표 3> 정책, 수요, 산업환경에 따른 렌터카 시장 비교

	장기 렌터카 시장	단기 렌터카 시장
정책환경	- 세제, 채권매입, 차고지확보 등 관련 법률	- 세제, 채권매입, 차고지확보 등 관련 법률 - 국제행사 개최 - 제주도 국제자유도시 개발 - 지방자치단체 관광상품 개발
수요환경	- 직접취득 및 관리비용과 비교한 렌터카 이용 가격 - 세제상 비용처리 여부	- 소득수준 - 주 5일 근무 - 대체휴일제
산업환경	-	- 관광산업 육성

자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

### 유기적인 시장 성장 수혜 전망

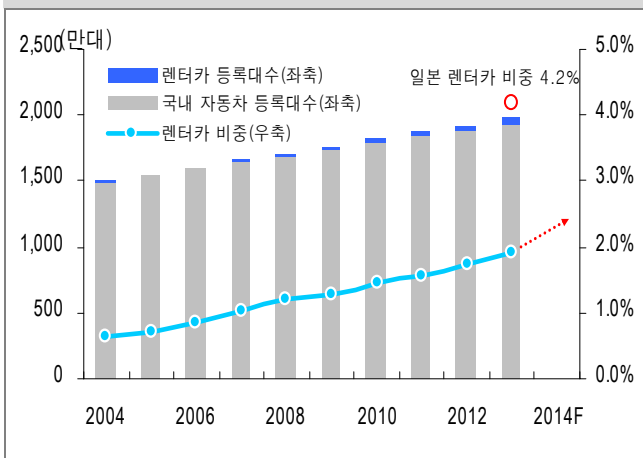
유기적 성장을 바탕으로 국내 렌터카 비중은 4%까지 확대될 전망

국내 렌터카 시장은 높은 성장 잠재력을 보유하고 있다. 렌탈 수요는 아웃소싱 활성화 및 레저 활동에 대한 사회적 관심 확대로 법인에서 개인까지 꾸준히 증가하는 추세다. 또한 선진국과 비교해보면 국내 등록차량 가운데 렌터카가 차지하는 비중은 1.9%로 일본 4.2% 대비 작다. 일본은 우리나라와 가장 유사한 렌터카 산업 구조(장기렌탈 중심)를 가지고 있고, 국내 렌터카 시장이 일본 대비 성장 국면에 있다는 점을 고려할 때 향후 렌터카가 차지하는 비중은 4%까지 어려움 없이 확대될 것으로 예상된다.

렌터카 시장의 대형화 및 과점화로 상위 업체의 직접적 수혜 예상

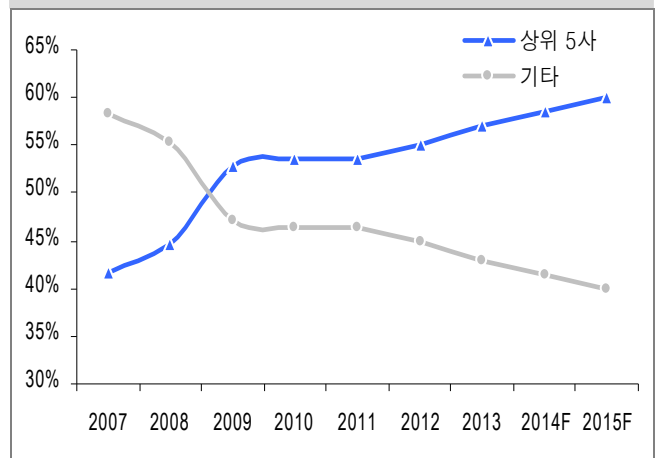
렌터카 산업이 성장할수록 상위 대형업체를 중심으로 시장 재편 추세가 뚜렷할 것으로 예상된다. 현재 국내 렌터카 시장은 약 900여개 업체가 난립되어 있는 상황이지만, 상위 5사(보유대수 1만대 이상)의 시장점유율은 2007년 48%에서 2013년 55%로 과점화가 진행되는 모습이다. 매년 신차 구매를 위해 대규모 자본력이 요구되고 보유대수 증가에 따라 규모의 경제 효과가 높게 나타나는 산업 특성상 시장점유율이 높은 대형사의 수혜가 클 수 밖에 없다. 특히, 영세사업자의 경우 렌터카 사업권이 50대 이상의 차량과 주차시설을 갖춰야 하는 법적 진입장벽 때문에 동업 형태로 진행되는 경우가 많아 자동차 권리에 대한 문제가 많이 발생하기도 한다. 향후 지역성 특성을 지닌 중소형 업체를 제외하고 상당 수의 영세업체들은 생존 문제를 고민해야 할 시기가 도래할 것이다. 세계 1, 2위인 미국과 일본 렌터카 시장의 경우도 상위 3사의 시장점유율이 90%에 이른다는 점을 감안할 때 시장 성장에 따른 수혜는 상위 대형업체에 집중, 국내 시장점유율 2위를 차지하고 있는 AJ렌터카의 직접적 수혜가 예상된다.

<그림 6> 국내 렌터카 등록 추이



자료: 자동차대여산업조합, BS 투자증권

<그림 7> 국내 렌터카 시장점유율 추이



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권



## 렌터카 비즈니스를 통한 외형 성장 지속

렌탈 부문 매출기여도 70%,  
보유 대수 증가에 따라 렌탈  
부문 외형 성장 지속

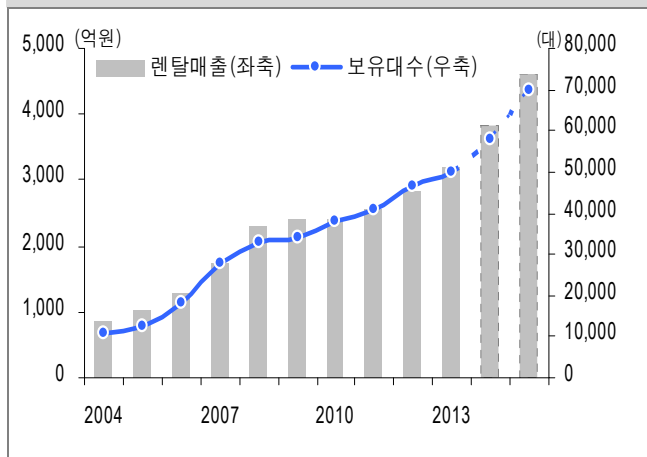
렌탈 부문은 매출비중 70%, 이익비중 25%로 AJ렌터카의 외형 성장 동력이다. 렌탈 비즈니스는 지속적인 차량 보유대수 확대에 안정적인 매출 성장을 지속하고 있다. 렌터카 보유 대수는 2004년 1만 653대에서 2013년 5만 200대로 10년 동안 약 5배 가까이 성장했으며 이는 연평균 18.7%로 성장한 수치다. 보유 대수 증가에 따른 렌탈 부문 매출 성장도 2004년 864억원에서 2013년 3,187억원으로 연평균 15.6% 증가해 차량 보유 대수 증가와 비슷하게 성장하고 있다.

다만, 시장점유율은 2007년 16.5%까지 상승한 이후 2013년 13.5%로 낮아졌다. 경쟁사가 개인 위주로 고객 포트폴리오를 구성하면서 법인 고객에 집중했던 AJ의 시장점유율 상승이 제한적일 수 밖에 없었던 것으로 판단된다. 그러나 1) 매출 포트폴리오는 전략의 문제라는 점에서 개인렌탈 시장의 공격적인 진출은 언제든지 가능하다고 판단하며, 2) 신중하게 접근하려는 동사의 스탠스는 사업 안정성 측면에서 긍정적으로 평가된다.

렌터카 1대당 매출 금액  
: 634만원  
렌터카 1대당 이익 금액  
: 23만원

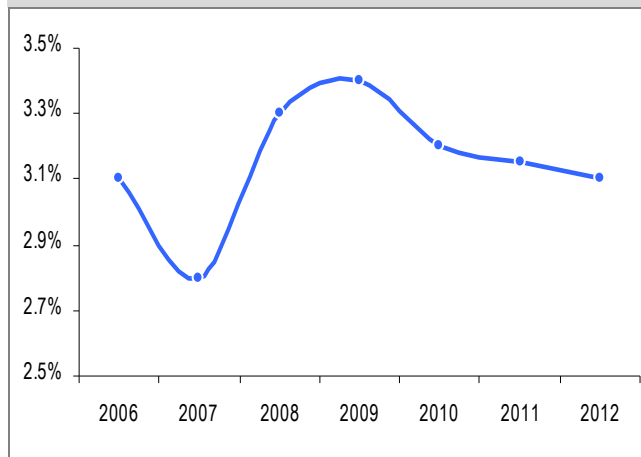
렌탈 매출은 차량 대여에 따른 수입으로 구성되며 회수율은 3% 초반 수준을 기록하고 있다. 즉, 2,000만원의 차량을 대여할 경우 월 60만원씩 약 36개월 동안 회수하는 것이다. 2013년 렌탈 매출액은 전년비 11.7% 증가한 3,187억원, 1대당 ASP는 전년비 4% 가까이 상승한 634만원을 기록했다. 신차가격 상승과 보유 대수 증가에 따라 렌탈 부문 매출액과 ASP는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 중고차 매각 대수에 따라 변동이 있지만, 매년 1대당 23~26만원이 발생하고 평균 3~5% 수준의 안정적인 수익성을 기록하고 있다. 지난해 렌탈 부문 영업이익은 115억원으로 영업이익률은 3.6%를 기록했다.

<그림 8> 보유 대수 및 렌탈 매출 추이



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

<그림 9> 렌탈 부문 장기회수율 추이



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

### 대표적인 레몬마켓인 중고차 시장

국내 신차 시장과 비슷한 규모의 중고차 시장

국내 중고차 거래 규모는 대수기준으로 연간 약 330만대이며 ASP를 800만원으로 가정했을 경우 금액기준 시장규모는 약 27조원 정도 된다. 2013년 국내 신차판매대수가 연간 140만대, ASP를 2,200만원으로 추정할 경우 약 30조원 정도 되기 때문에 대략 신차시장과 비슷한 수준을 유지하고 있는 것으로 보인다.

복잡하고 난해한 중고차 시장 구조

중고차 유통시장은 일반 유통시장과 차이가 있다. 일반 유통시장이 판매사 → 도매 → 소매 → 소비자로 이어지는 경로라면, 중고차는 소비자 → 소매 → 도매 → 소매 → 소비자로 이어지거나 도매와 소매가 뒤바뀌기도 하는 복잡한 구조를 갖고 있다. 또한 동일제품에 대해 동일가격이 제시되는 일물일가(一物一價)의 법칙이 통용되지 않고 한 제품에 대해 여러가지 가격이 제시될 수 있는 일물다가(一物多價)의 시장이다. 따라서 유통시장의 참여자가 아니고서는 적정가를 파악하기 쉽지 않고, 이러한 특성 때문에 전세계 보편적으로 중고차 시장은 매우 'Fragmented and Competitive'한 시장으로 알려져 있다.

상대적으로 진일보한 선진국 중고차 유통 비즈니스

중고차 비즈니스가 난해한 구조이긴 하지만 미국이나 일본과 같은 경우는 자본력 있는 기업들의 참여로 중고차 유통시장이 규모, 규격, 효율면에서 상당히 업그레이드된 모습을 보이기도 한다. 반면, 국내의 경우 세계적인 완성차 브랜드가 존재함에도 중고차 유통은 후진적인 면을 벗어나지 못하고 있으며 아직까지 전통채매시장과 같은 영세성과 불투명성을 안고 있는 상황이다.

국내 중고차 유통 시장의 변화 움직임

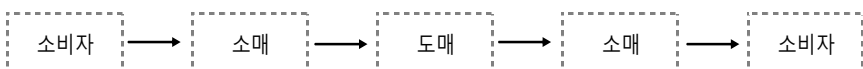
최근에는 SK엔카와 같이 비교적 공신력 있는 업체가 딜러간 경쟁을 통해 적정 가치에 근접한 가격수준을 제시함으로써 가격에 대한 불신이 점차 해소되고 있다. 또한 인터넷 중개사이트에 횡횡했던 허위, 빼끼매물을 걸러내고 매력적인 인증시스템을 정착시킨 점도 중고차에 대한 인식을 개선시킬 수 있는 요인으로 분석된다. 한편, SK엔카의 수익모델과 비슷한 카멤버스나 카즈 등이 매매단지에 있는 다량의 차를 오픈마켓으로 유도하고 있어 중장기적인 관점에서 영세성을 넘어서려는 변화의 움직임이 포착되고 있다.

<그림 10> 중고차 시장 유통구조

일반 유통시장



중고차 유통시장



자료: BS투자증권

## 중고차 '매입' 비즈니스 진출에 거는 기대

### 중고차 유통의 핵심의 '매입'

중고차 밸류체인에 대해 고민해보면 체인상 핵심은 '매입'이라는 것을 알 수 있다. 신차의 경우 자동차가 출고되는 채널은 4개사이며 자체 유통망을 통해 많은 양의 신차들이 공급된다. 따라서 신차 유통채널의 핵심은 판매에 있다. 반면, 중고차는 수많은 자동차 소유주로부터 매입을 해야 하는 어려움이 있다. 매입 문제를 해결할 수 있다면 판매하는 것은 그다지 어렵지 않다. 판매채널은 경매와 매매단지 망이 구축되어 있기 때문이다. 다만, 매입에는 일정수준의 유통 네트워크(인력, 자본, 토지)를 필요로 한다. 또한 중고차 유통은 복잡한 밸류체인이 형성되어 있어 전략적인 부분이 필요하다. 중견기업이 아니고서는 이러한 매입 비즈니스를 효과적으로 하기 어렵다.

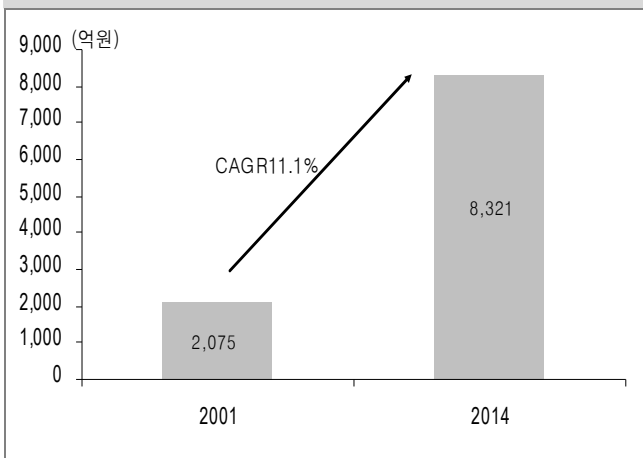
### 중고차 매입전문 AJ셀카 런칭

AJ렌터카는 2013년 하반기 자회사인 AJ셀카를 통해 중고차 매입 비즈니스에 본격적으로 진출했다. 비즈니스 모델은 간단하다. 개인이 갖고 있는 중고차를 효과적으로 매입해 '공매'나 '경매'로 매각하는 것이다. AJ셀카의 성공 가능성을 높게 보는 이유는 1) 비즈니스 모델이 중고차 유통의 핵심인 매입에서 출발한다는 점과 2) 이를 전개시킬 수 있는 네트워크와 Captive를 갖고 있다는 점, 3) 모바일 환경을 적극적으로 이용해 태생적 약점으로 지적되는 감가, 보관비용, 자본비용을 혁신적으로 줄였다는 점 때문이다.

### 일본의 중고차 매입전문 업체인 걸리버인터내셔널

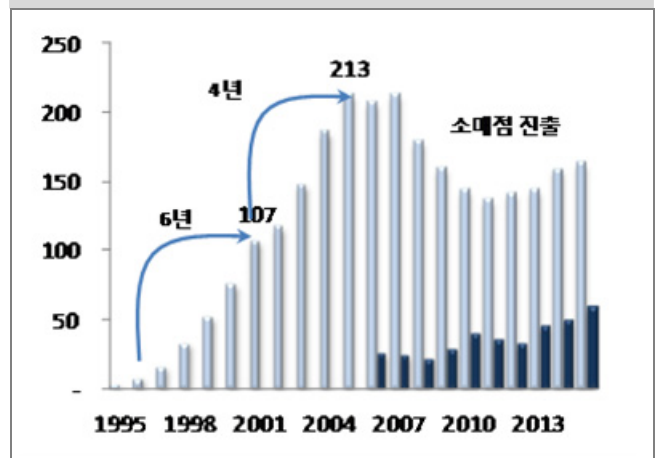
AJ셀카 비즈니스와 비슷한 유형의 벤치마크 대상은 걸리버인터내셔널이다. 1995년 설립된 걸리버인터내셔널은 중고차 매입전문 비즈니스를 통해 시가총액 8,000억원까지 성장했으며 매입규모는 연간 16만대 정도다. 한때 매입규모가 20만대를 넘어섰으나 회사의 전략을 수익성과 차별화된 중고차 매장을 통한 성장으로 선회하면서 최근 매입규모는 축소되고 있는 상황이다. AJ셀카의 매입 전략이 모바일 기기를 활용하고 있다는 점에 걸리버인터내셔널보다 더 효율적일 것으로 판단한다.

<그림 11> 걸리버인터내셔널 시가총액 추이



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<그림 12> 걸리버인터내셔널 매입 대수 추이



자료: 걸리버인터내셔널, BS 투자증권  
 주: 2006년 이전은 추정 ASP을 매출로 역산

### 중고차 사업 확대로 이익 개선 기대

#### 중고차 1대당 매출 및 이익 ASP는 렌탈 부문을 상회

중고차 비즈니스 확대는 외형 및 이익 개선에 긍정적인 요인이다. 중고차 1대당 매출 기여도는 약 1,200만원 수준으로 렌탈 대비 두 배 가까이 높고, 이익 기여도는 약 300만원으로 렌탈 대비 10배 이상 높기 때문이다. 렌탈 부문은 보유 대수 증가에 따라 매월 수익이 발생하고 있으나 수익의 대부분이 세금, 보험료 등 렌터카 운영 비용으로 들어가기 때문에 이익으로 남는 부분은 1대당 25만원에 불과하다. 반면, 중고차의 경우 잔존가치가 확정이 되어있고, 매각 시 잔존가치의 10~15% 이상 가격으로 매각되기 때문에 이익률은 좋을 수 밖에 없다. 중고차 사업 확대에 주목하는 이유다.

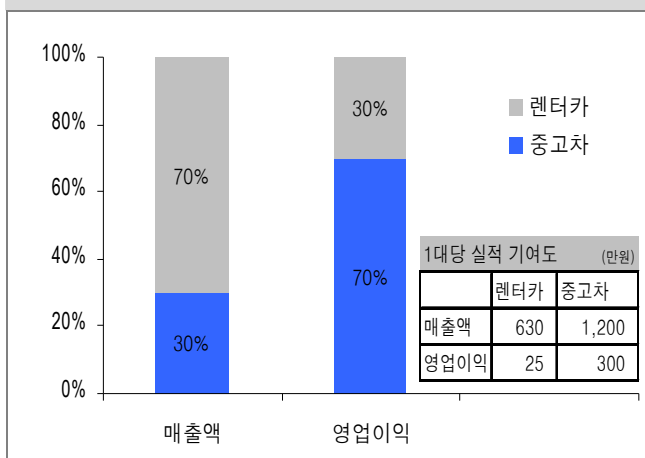
#### 중고차 부문 실적 안정성, 성장성을 바탕으로 기여도는 지속적으로 높아질 전망

중고차 부문 실적은 안정성과 성장성 그리고 가시성이 높은 편이다. 1) 신차 가격 상승으로 중고차 ASP 하방 압력이 감소되고 있으며, 2) 신규 차량 구매를 통해 향후 중고차 매각 대수를 추정할 수 있다는 점 때문이다. 또한 3) B2C 비즈니스에 진출, 추가 성장동력을 확보했다는 점에서 중고차 부문 실적 기여도는 지속적으로 높아질 전망이다.

#### 2014년 렌탈 계약만료 차량 1.3만대, AJ셀카 8,000대 거래 예상

올해 계약만료에 따른 약 1.3만대가 중고차로 매각될 전망이며, AJ셀카를 통해서도 약 8,000대가 거래될 것으로 예상된다. AJ셀카의 경우 이미 1월 500대, 2월 550대, 3월 650대, 4월 670대로 안정적 성장을 지속하고 있어 이러한 추세를 감안할 경우 연간 목표치 달성에는 무리가 없을 전망이다. 2014년 중고차 부문 매출액은 22.3% 증가하고 영업이익은 24.1% 증가할 것으로 보이며, 매입 비즈니스가 안정화되는 2015년 이후에는 이익 기여도가 기존 75%에서 80%까지 확대될 것으로 예상된다.

<그림 13> 중고차 매각 부문 실적 기여도



자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

<표 4> AJ셀카 매입 대수 추이 및 기업가치 전망

	단위	2013	2014F	2015F	2016F
거래대수	대	2,000	12,000	16,000	20,000
1대당 ASP	만원	800	800	800	800
매출액	억원	160	960	1,280	1,600
매출총이익	억원	-	86	115	144
매출총이익률	%	-	9%	9%	9%
영업이익	억원	-	58	77	96
영업이익률	%	-	6%	6%	6%
순이익	억원	-	38	51	64
순이익률	%	-	4%	4%	4%
적정 P/E	배	-	20	20	20
추정 영업가치	억원	-	768	1024	1280

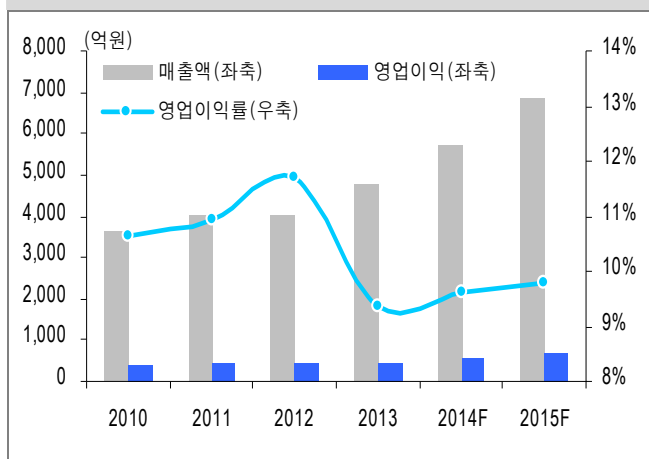
자료: AJ 렌터카, BS 투자증권

### 2014년 실적 전망

2014년 매출액 +20.9%,  
영업이익 +26.3%

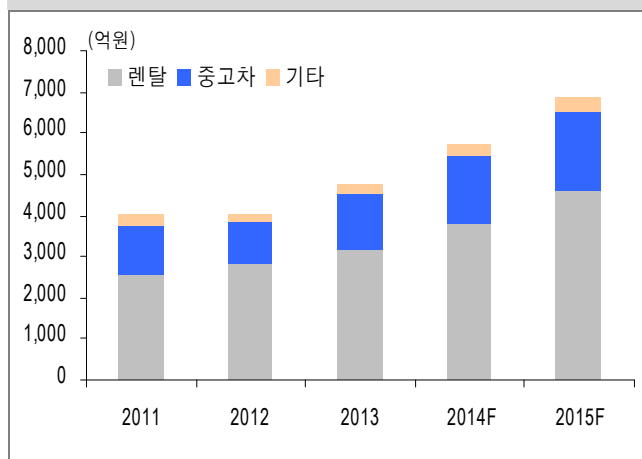
2014년 매출액은 5,752억원으로 전년비 20.9% 증가하고, 영업이익은 547억원으로 전년비 26.3% 증가할 것으로 예상된다. 올해 예상 신차 구매 대수는 약 2만대 수준으로 예상되며, 계약만료에 따른 약 1.3만대가 중고차로 매각될 것으로 보인다. 이에 따라 총 보유대수는 전년비 20% 가까이 증가한 5.8만대에 이를 것으로 추산된다. 사업부문별로 살펴보면 렌탈 매출액은 보유대수 증가와 렌탈 가격 상승에 힘입어 전년비 19.5% 증가할 것으로 예상되며, 중고차 매출액은 중고차 판매가격 상승 및 사업 부문 강화에 힘입어 전년비 22.3% 증가할 것으로 전망된다.

<그림 14> 연도별 실적 추이 및 전망



자료: BS 투자증권

<그림 15> 사업부문별 실적 추이 및 전망



자료: BS 투자증권

<표 5> AJ 렌터카 분기별 실적 추정

(단위: 억 원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F
매출액	1,092	1,153	1,194	1,317	1,333	1,393	1,460	1,568	4,756	5,752
렌탈	742	778	833	834	887	927	999	997	3,187	3,811
중고차 매각	298	322	290	423	373	389	379	489	1,333	1,630
기타	52	53	71	60	73	76	82	82	236	312
YoY										
매출액	12.4%	10.8%	10.4%	7.1%	22.0%	20.8%	22.3%	19.1%	18.5%	20.9%
렌탈	-1.2%	21.4%	29.6%	25.2%	19.6%	19.2%	19.9%	19.6%	10.1%	19.6%
중고차 매각	-7.3%	-8.9%	23.3%	505.1%	25.0%	21.0%	30.8%	15.5%	17.0%	22.3%
기타	7.2%	12.4%	15.3%	16.0%	39.9%	43.5%	15.3%	36.3%	29.3%	32.4%
영업이익	106	106	118	115	113	136	150	163	445	562
YoY										
영업이익	-26.6%	-32.0%	1.9%	114.5%	6.6%	28.3%	27.1%	41.7%	24.1%	26.3%
영업이익률	9.7%	9.2%	9.9%	8.7%	8.5%	9.8%	10.3%	10.4%	9.4%	9.8%

자료: BS 투자증권

재무상태표						손익계산서					
12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	582.0	643.2	1,014.9	1,306.1	1,640.2	매출액	4,013.8	4,757.4	5,752.1	6,896.8	8,031.5
현금및현금성자산	108.6	58.9	328.2	502.1	719.6	증가율(%)	0.1	18.5	20.9	19.9	16.5
단기금융자산	0.0	5.0	5.3	5.5	5.8	매출원가	630.6	1,025.9	1,180.1	1,468.3	1,746.4
매출채권	273.7	323.2	390.7	468.5	545.6	매출총이익	3,383.2	3,731.5	4,572.0	5,428.4	6,285.1
재고자산	80.4	99.4	120.2	144.1	167.9	매출총이익률(%)	84.3	78.4	79.5	78.7	78.3
비유동자산	6,240.3	7,214.1	7,794.3	8,409.7	8,966.0	판매비와관리비	2,913.1	3,286.2	4,009.7	4,737.9	5,469.1
유형자산	6,082.2	7,050.5	7,615.9	8,220.2	8,765.6	영업이익	470.0	445.3	562.3	690.6	816.0
무형자산	48.8	41.9	48.3	51.0	53.6	증가율(%)	7.3	(5.3)	26.3	22.8	18.2
지분관련투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	영업이익률(%)	11.7	9.4	9.8	10.0	10.2
자산총계	6,822.3	7,857.3	8,809.2	9,715.8	10,606.3	금융수익	7.8	3.4	7.8	16.5	24.2
유동부채	2,773.0	3,169.5	3,431.3	3,763.3	4,093.1	금융비용	282.9	229.1	255.1	278.6	320.6
매입채무	162.5	391.9	450.8	560.9	667.2	외환차익(차손)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
단기차입금	407.3	493.0	517.7	543.5	570.7	외화환산이익(손실)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유동성장기부채	1,860.2	1,930.3	2,026.8	2,128.1	2,234.6	관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2,355.8	2,785.7	2,920.2	3,068.3	3,221.3	세전계속사업이익	221.3	241.0	337.9	453.0	545.7
사채	1,570.0	1,730.0	1,816.5	1,907.3	2,002.7	법인세비용	48.0	61.0	85.5	114.6	138.1
장기차입금	610.4	824.2	865.4	908.7	954.1	당기순이익	173.3	180.1	252.5	338.4	407.6
부채총계	5,128.8	5,955.2	6,351.4	6,831.6	7,314.5	증가율(%)	22.3	3.9	40.2	34.0	20.5
지배주주지분	1,693.5	1,902.1	2,457.8	2,884.2	3,291.8	당기순이익률(%)	4.3	3.8	4.4	4.9	5.1
자본금	110.7	110.7	110.7	110.7	110.7	지배주주지분	173.3	180.1	252.5	338.4	407.6
자본잉여금	910.2	910.2	910.2	910.2	910.2	비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	994.5	1,174.6	1,427.1	1,853.5	2,261.1	총포괄이익	171.7	208.6	281.0	366.9	436.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	지배주주지분	171.7	208.6	281.0	366.9	436.1
자본총계	1,693.5	1,902.1	2,457.8	2,884.2	3,291.8	비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	4,339.2	4,913.6	4,892.9	4,980.0	5,036.6	EBITDA	2,075.5	2,244.2	2,643.1	2,941.8	3,252.5

현금흐름표						주요투자지표					
12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	12월결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	(477.8)	(536.5)	64.3	(52.2)	(17.0)	PER (배)	8.9	13.8	15.0	11.2	9.3
당기순이익	0.0	0.0	252.5	338.4	407.6	PBR (배)	1.1	1.3	1.5	1.3	1.2
유형자산감가상각비	1,603.0	1,796.9	2,078.4	2,248.7	2,433.7	PSR (배)	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5
무형자산상각비	2.4	2.0	2.4	2.5	2.7	PCR (배)	0.7	1.1	1.5	1.4	1.2
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/ EBITDA (배)	3.0	3.3	3.3	3.0	2.7
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (원)	909	813	1,140	1,528	1,841
운전자본변동	(2,302.2)	(2,538.8)	(2,128.1)	(2,473.8)	(2,679.2)	BPS (원)	7,647	8,589	11,098	13,023	14,864
투자활동현금흐름	126.3	(40.8)	(43.8)	(35.2)	(39.9)	SPS (원)	21,066	21,482	25,973	31,142	36,266
금융자산의 감소(증가)	82.8	(7.9)	(7.9)	(7.9)	(7.9)	CFPS (원)	10,975	10,112	11,402	12,635	13,983
지분관련 투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS (원)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소(증가)	(7.1)	(28.9)	(25.9)	(20.6)	(25.2)	ROA (%)	2.7	2.5	3.0	3.7	4.0
무형자산의 감소(증가)	(5.0)	(1.9)	(8.8)	(5.2)	(5.3)	ROE (%)	12.2	10.0	11.6	12.7	13.2
FCF	(351.6)	(577.2)	20.4	(87.4)	(56.9)	ROIC (%)	6.3	5.0	5.8	6.6	7.4
재무활동현금흐름	389.7	527.5	248.9	261.3	274.4	영업이익률 (%)	11.7	9.4	9.8	10.0	10.2
차입금의 증가(감소)	10.3	527.5	248.9	261.3	274.4	순이익률 (%)	4.3	3.8	4.4	4.9	5.1
배당금지급(-)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA이익률 (%)	51.7	47.2	45.9	42.7	40.5
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	부채비율 (%)	302.9	313.1	258.4	236.9	222.2
현금및현금성자산의 증가	38.1	(49.7)	269.3	173.9	217.5	순부채비율 (%)	256.2	258.3	199.1	172.7	153.0
기초현금	70.6	108.6	58.9	328.2	502.1	유동성비율 (%)	21.0	20.3	29.6	34.7	40.1
기말현금	108.6	58.9	328.2	502.1	719.6	이자보상배율 (배)	1.7	1.9	2.2	2.5	2.5

자료: BS투자증권 리서치센터

## 매수(신규)

▶ 현재주가 (2014/05/16)  
161,000원

▶ 목표주가 (6M)  
180,000원

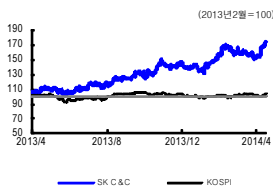
### 신건식

미디어,엔터/스몰캡  
(02) 3215-7503  
lina.oh@bsfn.co.kr

### Stock Indicator

시가총액	80,500 억원
자본금	100 억원
발행주식수	50,000 천주
외국인지분율	19.0 %
주당배당금	1,500 원
60일평균거래량	94 천주
60일평균거래대금	139 억원
52주최고가	164,000 원
52주최저가	93,600 원

### Price Trend



## SK C&C (034730)

중고차 매매의 종결자

### 투자의견 '매수' 목표주가 '180,000원'

SK C&C에 대한 커버리지를 개시하며 투자의견 'Buy'와 목표주가 180,000원을 제시한다. 목표주가 180,000원은 투자자산 및 기타 가치를 2.8조원, 영업가치를 6.4조원으로 평가하여 산출한 가격이다. SK엔카의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 안정적인 IT 서비스 매출이 기반이 되는 가운데 2) 중고차 비즈니스의 매력도가 선명해진 점과 3) 중고폰(ECO폰) 유통 사업에 대한 기대감도 반영했다.

### IT서비스, 비관에서 중립적인 시각 필요

IT서비스 부분의 경우 성장여력이 크지 않은 captive 시장이다. 그러나 안정적인 cash cow 역할이 가능하고 일감몰아주기 규제를 벗어나기 위해 금융권 등 비계열 시장을 중심으로 수주 물량을 늘리고 있어 비관적인 포인트는 아니라는 판단이다. 오히려 cash cow로서 신성장 사업에 안정적인 기반이 될 수 있고 시간이 필요해 보이기는 하지만 NFC 시장 도래와 빅데이터 및 클라우드 환경에 대한 간접적 수혜도 기대해 볼 수 있다.

### 성장동력은 확실

성장동력의 첫번째 포인트는 경쟁력 있는 비즈니스 모델이다. 낙후되어 있는 국내 중고차 시장에서 온-오프라인 공히 선두 업체로서의 지위를 향유하고 있으며 특히 온라인 사업의 경우 카세일즈닷컴과의 제휴를 통해 더욱 강력해질 것으로 보인다. 온라인 사업은 카세일즈닷컴의 성공모델을 이식하여 다양한 수익모델을 창출할 수 있을 것으로 예상되며 오프라인 매장은 비록 중소기업적합업종 규제에 걸려있으나 카맥스와 같이 차별화된 서비스(인증 및 단일가격)가 가능하다는 판단이다. 장기간으로 정부입장에서 중고차 매매의 활성화와 선진화를 원한다면 정부정책의 변화가능성도 염두에 두어야 할 것이다. 두번째 포인트로 1~1.5조원 정도로 파악되는 중고폰 유통 시장도 기대해볼 만 하다. 중기적으로 10~20%의 M/S 확보가 가능해보이며 이를 통한 양호한 성장을 기대해 볼 수 있다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익(지배) (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	22,418.0	2,007.3	4,749.6	3,561.2	7,122	-18.7	14.9	2.4	25.6	15.8	1.2
2013	23,017.5	2,251.9	2,515.9	1,888.6	3,777	-47.0	28.6	2.4	23.8	8.4	1.4
2014F	26,031.2	2,650.0	5,891.4	4,422.5	8,845	134.2	18.2	3.0	28.5	17.9	0.9
2015F	28,247.3	3,040.0	6,699.6	5,029.3	10,059	13.7	16.0	2.6	24.8	17.5	0.9
2016F	29,659.6	3,919.4	7,613.3	5,715.2	11,430	13.6	14.1	2.2	19.4	17.1	0.9

자료: BS투자증권

### [투자의견 매수, 목표주가 180,000 원]

목표주가 180,000원,  
투자의견 '매수'

SK엔카에 대한 커버리지를 개시하며 투자의견 'Buy'와 목표주가 180,000원을 제시한다. SK엔카의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 안정적인 IT 서비스 매출이 기반이 되는 가운데 2) 중고차 비즈니스의 매력도가 선명해진 점과 3) 중고폰 (ECO폰) 유통 사업에 대한 기대감도 반영했다.

목표주가 180,000원은 투자자산의 가치를 2.8조원, 영업가치를 6.4조원에서 산출한 가격이다. 영업가치는 사업부 별로 성장성에 따라 차등을 뒀으며 고성장 사업으로 평가되는 중고차 온라인 사업부의 가치(지분가치)를 2,400억, 오프라인 가치는 3,300억원으로 평가했다. 또한 ECO폰 사업부의 가치는 약 3,200억원으로 평가했다. 기타 투자자산의 지분가치는 공정가액으로 현재가격을 반영했다.

중고차 비즈니스, 중고폰  
유통사업의 성장 매력

주가는 2012년 일감 몰아주기 규제와 공공부분 진입제한 및 손자회사들의 실적 악화로 2년에 걸쳐 주가 약세를 경험했다. 현재 주가는 온라인 중고차 비즈니스를 비롯한 신사업에 대한 매력이 부각되면서 2012년에 달성했던 고점 수준까지 상승한 상황이다. 가격이 상당수준 상승했음에도 중고차 비즈니스에 대한 성장 프리미엄과 중고폰 유통 사업에 대한 기대감은 아직 덜 반영된 수준으로 판단한다.

<표 1> Valuation

항목	NAV	EBIT(14년)	Multiple	Fair Value	지분율	억원
기업가치						91,534
영업가치		2,650				63,650
IT		2,318	25			57,950
Non IT		332				8,900
중고차		252				5,700
온라인		120	40	4,800	50%	2,400
오프라인		132	25	3,300	100%	3,300
기타		80	40	3,200	100%	3,200
지분 및 기타가치						27,884
SK	88,000				32%	27,984
기타투자자산						3,089
차입금						15,198
현금 및 기타금융자산						3,855
자사주						8,153
주식수						50,000
목표주가						185,000
현재가						161,000
상승여력						15%

자료: BS 투자증권



**IT 서비스는 cash cow,  
유통이 성장 사업**

동사의 매출구성은 IT서비스 63%, 보안 4%, 유통 및 기타 사업이 33%를 차지하고 있다. 영업이익 기여도는 IT 서비스가 대략 70%, 보안이 9%, 유통 및 기타사업이 21%를 점유하고 있다. 비즈니스별 성장은 IT 서비스의 안정적이지만 완만 성장은 지속될 것으로 보이며 보안과 유통 및 기타사업은 두자리 수 성장이 가능해 보인다.

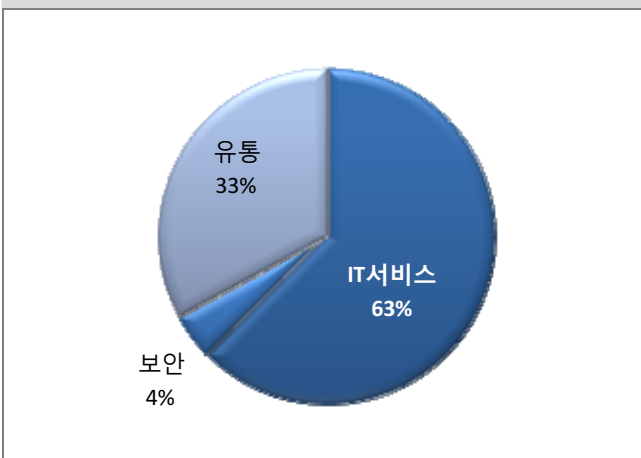
**IT 서비스 성장사업은  
아니지만 안정적인 captive  
비즈니스**

IT서비스는 대기업 몰아주기에 대한 허들이 존재하고 주력 비즈니스인 SI 시장 자체가 저성장 국면에 접어들었기 때문에 성장면에서 큰 기대를 하긴 어렵다. 최근 '빅데이터' 또는 '클라우드' 관련 SI 시장 확대를 기대하기도 하지만 시간이 필요한 화두로 판단된다. 빅데이터와 클라우드가 긍정적인 이슈이긴 하나 실제 이와 관련한 매출은 간헐적으로 발생하고 있으며 SI 시장에서 의미있는 프로젝트(대기업 중심)는 대체로 자회사를 통해 서비스를 조달하고 있어 비계열 SI업체의 수주는 쉬운 일이 아니다. IT 서비스에 대한 성장여력이 제한적이라 할 지라도 당사는 굳이 비관적인 포인트로 해석할 필요는 없다고 본다. 1) 다른 비즈니스에 비해 Captive 물량은 안정적인 cash cow 역할을 하고 있으며 2) 일감몰아주기 규제를 벗어나기 위해 금융권을 중심으로 비계열 물량을 늘리고 있고 있기 때문이다.

**카세일즈닷컴의 성공 모델  
이식**

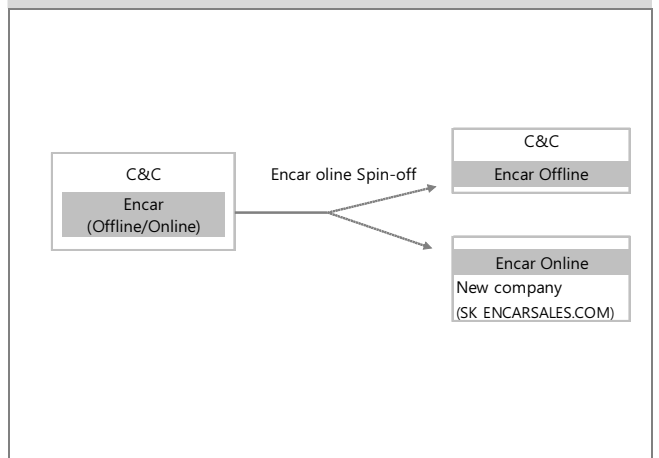
당사가 주목하는 비즈니스 모델은 유통 분야다. 유통은 크게 중고차 사업과 ECO폰 사업으로 구분할 수 있으며 두 개의 사업부 모두 성장 여력이 크다. 최근 중고차 사업부는 최근 호주의 유력 온라인 중고차 매매업체인 카세일즈닷컴과 물적분할을 통해 JV(에스케이엔카닷컴)를 설립했다. 기존 오프라인 사업부는 SK엔카가 영위하되 신설 회사는 SK엔카와 카세일즈닷컴이 각각 50%(50%지분+1주): 50%(50%지분 -1주) 참여하였다. 우리는 온라인 사업부와 오프라인 사업의 성공가능성을 높게 보고 있는데 그 이유는 다음과 같다.

<그림 1> SK 엔카의 매출 구성



자료: SKC&C

<그림 2> 카세일즈닷컴과 JV(에스케이엔카닷컴) 설립



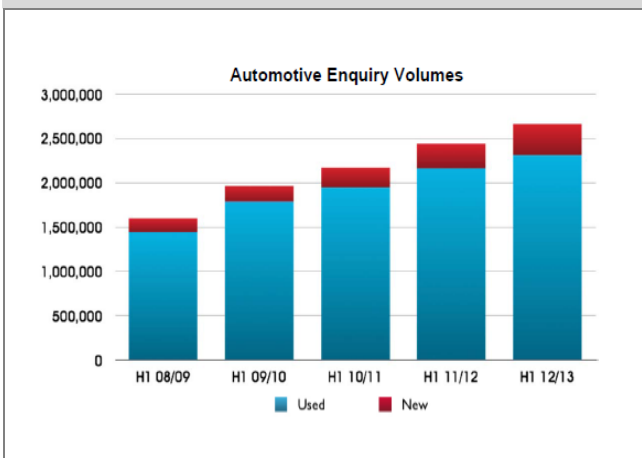
자료: SKC&C

온라인 플랫폼 사업의 이점

온라인 중고차 매매 사업부는 전망자료에서도 언급했듯 1) 낙후되어 있는 중고차 시장을 변화시킬 수 있는 수익모델을 갖고 있는 점과 2) 플랫폼 비즈니스의 특성 상 재고비용과 보관비용이 필요없어 마진율이 크며 3) 각종 수익장치(문의 회수, 데이터 판매, 광고)를 통해 수익 극대화가 가능하다는 판단이다. 현재 SK엔카의 온라인 사업부는 차량 매도자에게 일정부분 등록수수료(광고비)를 수취하고 있으나 향후 카세일즈닷컴의 수익모델이 결합될 경우 매우 매력적인 비즈니스 모델이 완성될 것으로 판단한다.

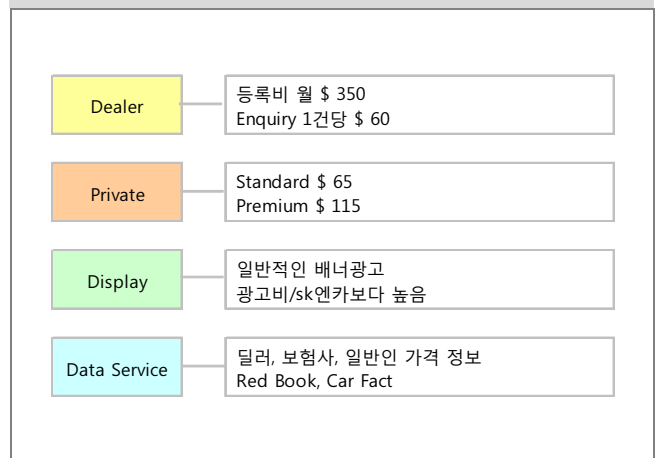
오프라인 사업부는 현재 중소기업적합업종 규제로 인해 현재 26개 점포를 통해서만 매매가 가능하며 더 이상 확장은 불가능하다. 중소기업적합업종 규제는 2016년에 연기 또는 만료될 것으로 보이는데 만약 만료가 된다면 점포 확장을 통해 미국의 카맥스와 같은 굴지의 중고차 유통회사로 성장이 가능해 보인다. 당사가 중고기업적합업종 규제 대상인 오프라인 유통의 성장 가능성을 높게 보는 이유는 1) 카맥스와 같이 단일가격에 의한 판매로 고객들에게 인지도를 쌓고 있는 점과 2) 자체 인증 서비스를 통해 중고차에 대한 신뢰도를 높이고 있으며 3) 온라인과 오프라인 간의 시너지도 기대해볼 수 있으며 4) 중고기업적합업종 규제가 장기간에 걸쳐 시행되기는 어렵다는 판단에서다.

<그림 3> 카세일즈닷컴의 Enquiry 횟수 추이



자료: Carsales.com

<그림 4> 카세일즈닷컴의 다양한 비즈니스



자료: Carsales.com

## ECO 폰 비즈니스, 1~5조원 시장

마지막으로 ECO폰 비즈니스다. ECO폰 비즈니스는 자원 재활용 및 그린비즈니스 확대를 위해 영위해오던 사업이었다. 올 1분기부터 실적에 반영되고 있으며 중고차 비즈니스와 함께 핵심 성장동력이다. ECO폰 비즈니스는 대형가전이나 할인점 편의점 등을 통하거나 당사의 수거 웹사이트를 통해 회수된 핸드폰을 분실도단 확인이나 개인정보 삭제 과정을 거쳐서 해외로 수출된다. 해외로 수출되는 중고폰 대수는 현재 연간 1,000~1,200만 대 정도 되는 것으로 파악되며 시장 규모로는 1~1.5조원 정도다. 중기적으로 10~20%의 M/S를 확보는 가능할 것으로 보이며 올해 이 비즈니스를 통해 약 900억원대 매출이 예상된다.

올해 연간 매출액은 전년대비 12.3% 증가한 2.5조원을 예상하고 있으며 영업이익은 24% 증가한 2,584억원을 예상한다. IT부문은 하반기에 금융권 SI 매출이 발생하면서 전년과 비슷한 수준의 외형은 유지할 것으로 보이며 중고차와 중고폰이 중심되는 유통사업의 성장세가 28%에 이를 것으로 예상한다.

〈표 2〉 연간 실적 전망

(단위 : 억원)

	2011	2012	2013	2014(E)	2015(E)
매출	17,018	22,418	23,029	25,863	28,239
IT서비스	16,007	15,445	14,399	14,831	14,831
보안	639	855	1,022	1,226	1,410
유통/기타	371	6,118	7,608	9,806	11,998
SK엔카	4,686	5,658	6,772	7,806	8,998
온라인	128	153	180	225	280
오프라인	4,557	5,505	6,592	7,581	8,718
중고폰					
증가율	11.5%	31.7%	2.7%	12.3%	9.2%
IT서비스	11.0%	-3.5%	-6.8%	3.0%	0.0%
보안	45.7%	33.7%	19.5%	20.0%	15.0%
유통/기타	-9.6%	1547.9%	24.4%	28.9%	22.4%
영업이익	1,732	2,252	2,007	2,584	2,840

자료: SK C&C BS 투자증권 추정

재무상태표					
12월결산(억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
유동자산	11,940.5	9,883.4	12,404.5	14,888.5	18,043.7
현금및현금성자산	4,410.1	2,590.6	4,284.9	6,136.0	8,853.6
단기금융자산	1,574.2	1,265.9	1,329.1	1,395.6	1,465.4
매출채권	5,071.9	4,849.0	5,483.8	5,950.7	6,248.2
재고자산	582.3	836.8	946.3	1,026.9	1,078.2
비유동자산	39,279.3	40,139.7	43,957.7	48,095.6	52,242.2
유형자산	3,999.6	4,679.7	5,044.7	5,355.7	5,697.8
무형자산	1,192.3	1,125.9	1,134.6	1,133.1	1,125.8
지분관련투자자산	30,304.7	31,011.0	34,502.5	38,378.2	42,237.2
자산총계	51,219.8	50,023.1	56,362.1	62,984.2	70,285.9
유동부채	11,919.4	8,762.8	9,796.2	10,426.0	11,023.5
매입채무	2,590.0	2,401.1	2,521.2	2,647.2	2,779.6
단기차입금	3,714.1	1,628.6	1,710.0	1,795.5	1,885.3
유동성장기부채	2,058.9	2,398.0	2,517.9	2,643.8	2,776.0
비유동부채	16,931.3	18,455.2	20,008.3	21,707.2	23,431.9
사채	10,567.5	12,263.5	12,876.7	13,520.5	14,196.5
장기차입금	39.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	28,850.7	27,218.0	29,804.4	32,133.2	34,455.4
지배주주지분	22,365.5	22,800.7	26,551.2	30,842.0	35,818.8
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	27,576.6	28,889.4	32,639.8	36,930.7	41,907.4
비지배주주지분	3.5	4.4	6.5	9.0	11.7
자본총계	22,369.0	22,805.1	26,557.7	30,851.0	35,830.5
순차입금(순현금)	10,628.2	12,522.5	11,579.9	10,518.0	8,629.2

현금흐름표					
12월결산(억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
영업활동현금흐름	2,165.6	929.6	3,098.3	3,280.9	4,180.3
당기순이익	3,561.8	1,889.5	4,424.6	5,031.7	5,717.9
유형자산감가상각비	377.3	399.9	421.3	472.1	527.8
무형자산상각비	108.4	136.9	155.7	155.5	154.2
외화환산손실(이익)	12.6	(8.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.8)	1.8	1.8	1.8	1.8
지분법관련손실(이익)	(3,234.6)	(828.4)	(3,812.3)	(4,212.3)	(4,212.3)
운전자본변동	(1.0)	(1,891.4)	(9.6)	(32.4)	102.7
투자활동현금흐름	(907.6)	(855.1)	(741.8)	(808.2)	(884.0)
금융자산의 감소(증가)	(24.0)	48.6	48.6	48.6	48.6
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(61.3)	(21.9)	(21.9)	(21.9)	(21.9)
유형자산의 감소(증가)	(522.5)	(1,040.2)	(786.4)	(783.0)	(869.9)
무형자산의 감소(증가)	(175.1)	(122.4)	(164.3)	(154.0)	(146.9)
FCF	1,258.0	74.5	2,356.5	2,472.7	3,296.3
재무활동현금흐름	1,096.1	(1,902.4)	(662.3)	(621.6)	(578.8)
차입금의 증가(감소)	3,918.2	(237.0)	814.5	855.2	898.0
배당금지급(-)	(475.0)	(568.8)	(738.4)	(738.4)	(738.4)
자기주식의 처분(취득)	(2,107.5)	(952.5)	0.0	0.0	0.0
현금및현금성자산의증가	2,325.5	(1,819.5)	1,694.3	1,851.2	2,717.5
기초현금	2,084.6	4,410.1	2,590.6	4,284.9	6,136.0
기말현금	4,410.1	2,590.6	4,284.9	6,136.0	8,853.6

자료: BS투자증권 리서치센터

손익계산서					
12월결산(억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F
매출액	22,418.0	23,017.5	26,031.2	28,247.3	29,659.6
증가율(%)	31.7	2.7	13.1	8.5	5.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22,418.0	23,017.5	26,031.2	28,247.3	29,659.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	20,410.8	20,765.6	23,347.2	24,514.6	25,740.3
영업이익	2,007.3	2,251.9	2,650.0	3,040.0	3,919.4
증가율(%)	14.2	12.2	17.7	14.7	28.9
영업이익률(%)	9.0	9.8	10.2	10.8	13.2
금융수익	286.8	505.4	569.5	537.6	607.4
금융비용	680.5	949.9	1,018.6	966.6	1,000.0
외환차익(차손)	(5.7)	(1.9)	5.2	(0.1)	(0.1)
외화환산이익(손실)	(12.6)	8.8	0.0	0.0	0.0
관계기업관련손익	3,187.1	803.7	3,787.7	4,187.7	4,187.7
세전계속사업이익	4,749.6	2,515.9	5,891.4	6,699.6	7,613.3
법인세비용	1,187.8	626.4	1,466.7	1,668.0	1,895.4
당기순이익	3,561.8	1,889.5	4,424.6	5,031.7	5,717.9
증가율(%)	(18.7)	(47.0)	134.2	13.7	13.6
당기순이익률(%)	15.9	8.2	17.0	17.8	19.3
지배주주지분	3,561.2	1,888.6	4,422.5	5,029.3	5,715.2
비지배주주지분	0.7	0.9	2.1	2.4	2.8
총포괄이익	2,378.8	1,957.3	4,492.4	5,099.4	5,785.7
지배주주지분	2,378.2	1,956.4	4,490.3	5,097.1	5,783.0
비지배주주지분	0.6	0.9	2.1	2.4	2.7
EBITDA	2,493.0	2,788.7	3,227.0	3,667.5	4,601.4

주요투자지표					
12월결산	2011	2012	2013	2014F	2015F
PER (배)	14.9	28.6	18.2	16.0	14.1
PBR (배)	2.4	2.4	3.0	2.6	2.2
PSR (배)	2.4	2.3	3.1	2.8	2.7
PCR (배)	19.1	17.2	21.0	19.6	15.9
EV/ EBITDA (배)	25.6	23.8	28.5	24.8	19.4
배당수익률 (%)	1.2	1.4	0.9	0.9	0.9
EPS (원)	7,122	3,777	8,845	10,059	11,430
BPS (원)	44,731	45,601	53,102	61,684	71,638
SPS (원)	44,836	46,035	52,062	56,495	59,319
CFPS (원)	5,553	6,288	7,670	8,232	10,141
DPS (원)	1,250	1,500	1,500	1,500	1,500
ROA (%)	7.3	3.7	8.3	8.4	8.6
ROE (%)	15.8	8.4	17.9	17.5	17.1
ROIC (%)	34.8	32.4	33.1	35.7	43.3
영업이익률 (%)	9.0	9.8	10.2	10.8	13.2
순이익률 (%)	15.9	8.2	17.0	17.8	19.3
EBITDA이익률 (%)	11.1	12.1	12.4	13.0	15.5
부채비율 (%)	129.0	119.4	112.2	104.2	96.2
순부채비율 (%)	47.5	54.9	43.6	34.1	24.1
유동성비율 (%)	100.2	112.8	126.6	142.8	163.7
이자보상배율 (배)	3.1	3.7	4.2	4.6	5.6

## 매수(신규)

▶ 현재주가 (2014/05/16)  
257,000원

▶ 목표주가 (6M)  
290,000원

### 박세진

운송/매저

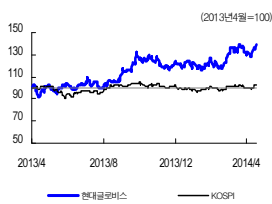
(02) 3215-1527

sjpark@bsfn.co.kr

### Stock Indicator

시가총액	96,375 억원
자본금	188 억원
발행주식수	37,500 천주
외국인지분율	25.6 %
주당배당금	1,500 원
60일평균거래량	56 천주
60일평균거래대금	133 억원
52주최고가	259,000 원
52주최저가	175,000 원

### Price Trend



## 현대글로비스(086280)

종합물류 강자로 발돋움

### 투자이견 '매수', 목표주가 290,000원 제시

현대글로비스에 대해 투자이견 '매수'와 목표주가 290,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 14,548원에 Target P/E 20배를 적용해 산출했다. 투자포인트는 1) PCC, CKD 등 주요 사업부문의 안정적 성장이 지속되고, 2) 해외법인 실적 턴어라운드로 수익성 개선이 본격화 될 것으로 기대되며, 3) 비중은 작지만 확대되고 있는 중고차 시장에서 동사의 지위가 높아질 것으로 예상된다는 점이다.

### 종합물류 업체로서 수혜 지속될 전망

글로벌 경기 회복에 대한 기대감이 높아지는 가운데 현대/기아차의 국내외 판매가 호조를 보이고 있다. 현대/기아차의 해외공장 건설은 일단락 되었지만, 국내외 공장 증설을 통해 추가 생산이 가능하고, 하반기 중국 사천 상용차 공장에서도 일부 CKD 물량을 담당할 것이라는 점에서 글로비스의 직접적 수혜가 예상된다. 또한 최근 비계열 물류 확대 등 신규 운송사업 진출을 통해 매출처를 다각화하고 있어 긍정적이다. 비계열 부문 매출액은 2012년 1조 6,645억원에서 2013년 2조 5,390억원으로 전년비 52.5% 증가했으며, 총 매출액에서 차지하는 비중은 2012년 16%에서 2013년 27%로 지속적으로 높아지는 추세다. 단순 물류 주선뿐 만 아니라 유통 부문 사업을 점차 확대해 나가고 있어 종합물류 업체로서 입지를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다.

### 분기별 실적 모멘텀 지속 예상

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 6.7%와 10.2% 증가한 3조 2,843억원과 1,544억원을 기록했다. 2분기에도 실적 랠리는 이어질 것으로 예상된다. 1) 과거 분기 실적은 1분기를 바닥으로 성장이 뚜렷한 모습이며, 2) 2분기 LF소나타 미국공장 생산으로 CKD 부문이 회복될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 3) 현대체철 고로3기 온기 가동으로 전년비 실적 개선 폭이 클 것으로 예상되며, 4) 해외법인 실적이 빠르게 증가하고 있어 매 분기 실적 개선 추세는 이어질 것으로 예상된다. 다만, 원화강세 영향으로 수익성은 소폭 하락할 가능성이 존재한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익(지배) (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	117,460.4	6,137.2	6,677.7	4,976.7	13,271	38.7	15.9	4.1	12.1	29.2	0.7
2013	128,612.6	6,369.1	7,023.8	4,812.8	12,834	-3.3	15.6	3.2	11.4	22.6	0.8
2014F	138,679.5	6,889.6	7,322.9	5,455.6	14,548	13.4	17.7	3.5	12.5	21.4	0.6
2015F	149,634.9	7,621.0	8,305.5	6,171.0	16,456	13.1	15.6	3.0	11.1	20.7	0.6
2016F	163,528.1	8,844.3	9,733.0	7,251.1	19,336	17.5	13.3	2.6	9.5	20.9	0.6

자료: BS투자증권

**투자이견 '매수', 목표주가 290,000원 제시**

**투자이견 '매수', 목표주가 290,000원 제시**

현대글로비스에 대해 투자이견 '매수' 와 목표주가 290,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 14,548원에 Target P/E 20배를 적용해 산출했다. 목표 P/E는 과거 3개년 평균 대비 10% 할인된 수준으로 주요 사업부문의 성장이 유효하지만 과거 대비 성장률은 다소 둔화될 수 있다는 점을 종합적으로 고려해 산출했다. 투자포인트는 1) PCC, CKD 등 주요 사업부문의 안정적 성장이 지속되고, 2) 해외법인 실적 턴어라운드로 수익성 개선이 본격화 될 것으로 기대되며, 3) 비중은 작지만 확대되고 있는 중고차 시장에서 동사의 지위가 높아질 것으로 예상된다는 점이다.

**성장성과 수익성 개선으로 Valuation 매력 부각 전망**

주가는 연초 대비 11.3% 상승, KOSPI 대비 11.2% 상승, 운송업종 대비로는 6.5% 상승해 있다. 일감몰아주기 리스크가 완전히 해소된 가운데 수익성 높은 비계열 물류 및 해운 사업 확대가 주가 상승 동력으로 작용했다. 해외 동종 업체와 비교 분석해보면 현대글로비스의 투자 매력이 높다고는 볼 수 없다. 밸류에이션 및 이익 모멘텀 측면에서 오히려 소폭 열위에 있기 때문이다. 다만, 해외법인의 실적 성장 강도에 따라 개선의 여지가 남아있다는 점에서 긍정적 시각을 유지한다.

**주요 사업인 CKD 성장률은 둔화될 것으로 보이나 해외물류를 중심으로 성장 지속 전망**

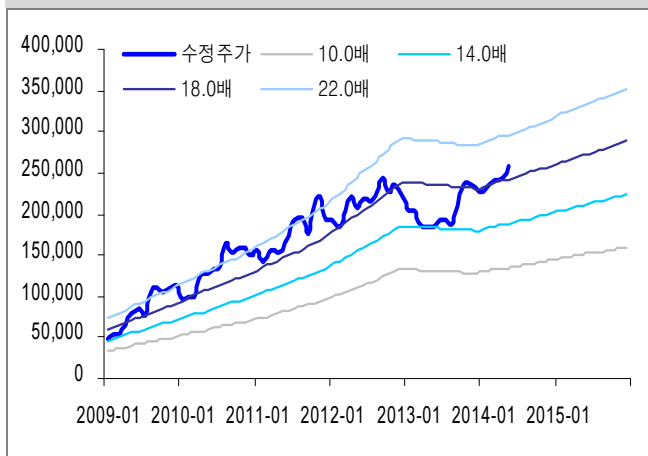
연결기준 매출액 증가율은 2008~2010년 연평균 40.0%에서 2011~2013년 16.0%로 낮아졌고, 향후 3년간은 8.6% 성장할 것으로 예상된다. 2008년 이후 연평균 40.3% 성장하며 글로비스의 성장을 주도했던 CKD 사업이 1) 현대, 기아차 해외 공장 증설 부재, 2) 원화강세 등의 영향으로 성장세 둔화가 불가피 할 것으로 예상되기 때문이다. 다만, CKD 만큼 중요한 해외물류 부문이 완성차 수출 비중 이전 및 비계열 물류 확대에 힘입어 두 자릿수의 성장을 지속할 것으로 예상되어, 수익성은 점차 개선되는 구조로 나아갈 전망이다. 실제 영업이익률은 해외물류 사업이 CKD 대비 좋기 때문에 해외물류 사업 외형 및 비중 확대는 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

**<표1> 현대글로비스 목표주가 산정**

구분	가격/배수	단위	비고
수정EPS	14,548	원	2014년 추정 EPS 과거 3개년 평균 P/E 10% 할인
Target P/E	20.0	배	
적정주가	290,960	원	
목표주가	290,000	원	

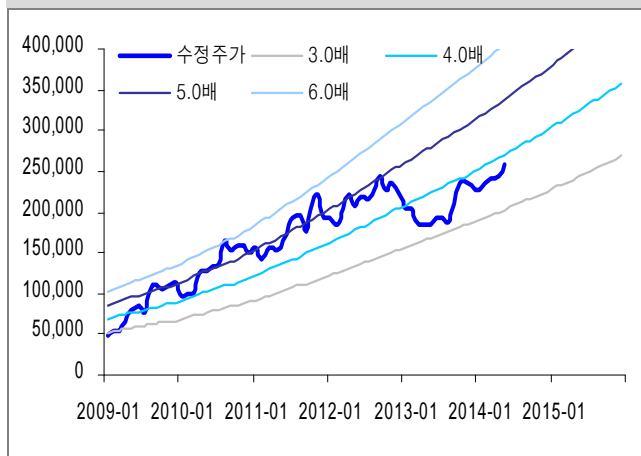
자료: BS투자증권

<그림 1> 현대글로벌 P/E 밴드 추이



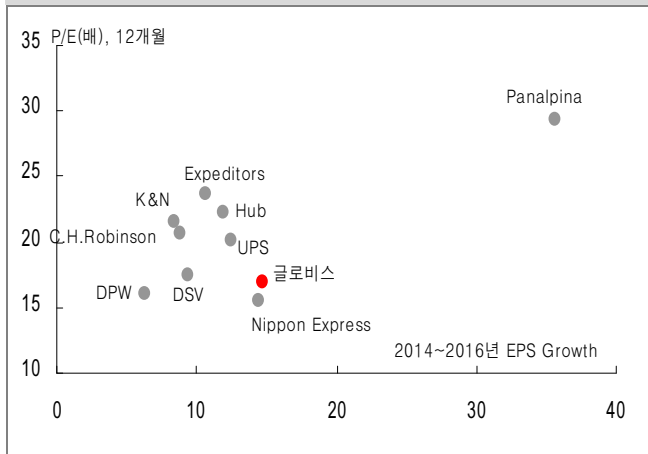
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 2> 현대글로벌 P/B 밴드 추이



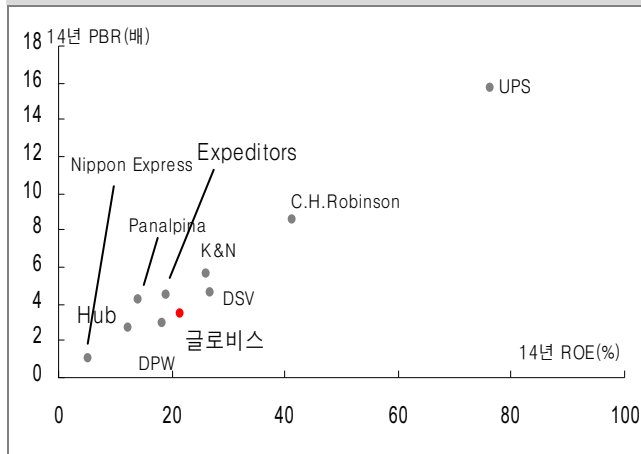
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 3> 현대글로벌과 Peer valuation 비교



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<그림 4> 현대글로벌과 Peer valuation 비교



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<표 2> 글로벌 Peer valuation

	Tiker	EPS Growth (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
		2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
현대글로벌	086280 KS	13.4	13.1	17.5	17.7	15.6	13.3	3.5	3.0	2.6	21.4	20.7	20.9
Nippon Express	9062 JP	11.9	23.5	8.1	19.7	15.6	14.4	1.0	0.9	0.9	5.3	6.0	6.2
UTI Worldwide	UTIW US	-15.4	0.0	-	-	47.6	16.2	2.4	1.4	1.2	-	2.9	7.6
Hub Group	HUBG US	5.8	18.9	10.9	22.3	18.7	16.9	2.7	2.5	2.1	12.3	13.6	12.6
Expeditors International	EXPD US	12.0	11.7	8.5	23.7	21.3	19.6	4.5	4.3	4.1	19.0	20.2	20.9
DSV A/S	DSV DK	5.9	10.5	11.7	17.4	15.8	14.1	4.7	4.2	3.8	26.7	26.3	26.8
C.H.Robinson	CHRW US	7.4	10.1	8.8	20.6	18.8	17.2	8.5	8.5	7.7	41.2	45.1	44.7
KUEHNE & NAGEL	KNIN VX	8.8	8.4	8.1	21.7	20.0	18.5	5.7	5.3	4.9	26.0	26.7	26.5
Panalpina	PWTN SE	41.0	34.1	31.9	29.3	21.8	16.6	4.2	3.8	3.4	14.3	17.2	20.5
United Parcel Service	UPS US	11.3	15.8	10.4	20.6	17.3	15.7	15.7	13.7	11.4	76.4	78.8	72.7
Deutsche Post	DPW GY	-1.5	12.5	8.0	16.1	14.3	13.2	3.0	2.7	2.4	18.5	18.8	18.0
평균					20.9	20.6	16.0						

자료: Bloomberg, BS 투자증권

**비계열 물류 확대, 종합물류 강자로 발돋움**

**매출비중: 해외물류 42.8%,  
CKD 38.1%, 국내물류  
9.7%, 상품 9.4%**

현대글로비스는 물류 주선업을 목적으로 현대/기아차 물류를 담당하고 있다. 주요 사업구성은 자동차, 보수용 부품, 철강 수송 등의 국내물류와 PCC(Pure Car Carrier), TPL(Third Party Logistics), 글로벌 아웃소싱의 해외물류, 현대/기아차 해외공장 해외로부터 부품을 수송 판매하는 CKD(Complete Knock Down)사업, 중고차 경매장 운영 및 매매를 담당하는 중고차 경매사업으로 구분된다. 매출 비중은(2013년 연결 실적 기준)은 완성차 운송 및 제선원료 물량 증가에 힘입어 해외물류 부문이 42.8%로 가장 크고 CKD, 국내물류, 상품(중고차, 기타유통)이 각각 38.1%, 9.7%, 9.4%로 그 뒤를 잇고 있다.

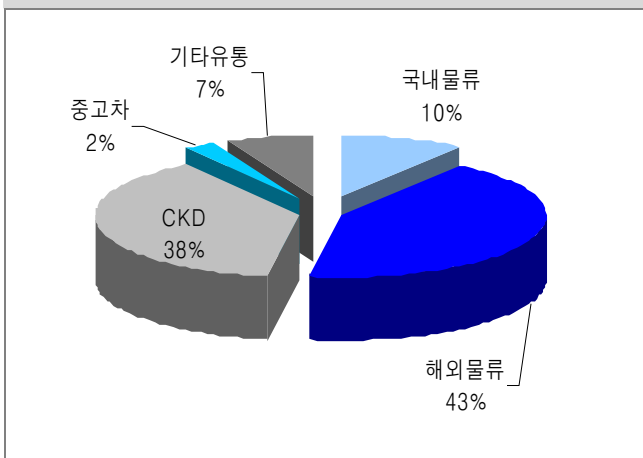
**비계열 물량 확대 추세**

현대글로비스는 그룹사와 연계하여 독점적 물량을 공급받고 있어 안정적 성장이 가능하며, 이를 바탕으로 원가 경쟁력을 확보하고 있다. 뿐만 아니라 최근 비계열 물류 확대 등 신규 운송사업 진출을 통해 매출처를 다각화하고 있다는 점이 특징적이다. 실제 비계열 부문 매출액은 2012년 1조 6,645억원에서 2013년 2조 5,390억원으로 전년비 52.5% 증가했으며, 총 매출액에서 차지하는 비중은 2012년 16%에서 2013년 27%로 지속적으로 높아지는 추세다.

**종합물류 업체로서 수혜  
지속될 전망**

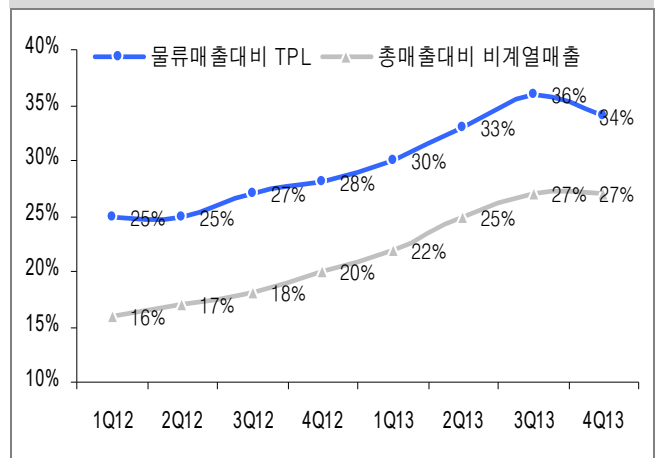
최근 글로벌 경기 회복에 대한 기대감이 높아지는 가운데 현대/기아차의 국내외 판매가 호조를 보이고 있다. 글로벌 자동차 시장 성장과 신차효과, 국내외 공장 생산 증가에 기인한다. 현대/기아차의 해외공장 건설은 일단락 되었지만, 국내외 공장 증설을 통해 추가 생산이 가능하다는 점, 하반기 중국 사천 상용차 공장에서 일부 CKD 물량을 담당할 것이라는 점에서 직접적 수혜가 예상된다. 또한 단순 물류 주선뿐 만 아니라 유통 부문 사업을 점차 확대해 나가고 있어 종합물류 업체로서 입지를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다.

〈그림 5〉 사업부문별 매출 비중



자료: 현대글로비스, BS 투자증권

〈그림 6〉 비계열 물류 매출 추이



자료: 현대글로비스, BS 투자증권



## 해외물류 사업 주도의 성장 가속화 전망

### CKD 사업, 성장 지속 다만 감속 구간

과거 성장을 주도했던 CKD는 성장세가 둔화될 것으로 전망한다. CKD 사업은 초기에 매출액이 크게 증가하지만 현지화율 상승으로 시간이 지날수록 줄어들 수 밖에 없다. 또한 현대/기아차의 해외공장 증설이 일단락 된 가운데 원화강세 영향이 지속되면서 성장률은 과거 대비 낮아질 것으로 예상된다. 다만, 올해는 브라질 및 터키 공장 증설 및 중국 사천 상용화 공장 완공에 따른 일부 물량 증가로 안정적 성장이 가능할 것으로 전망된다. 향후 미국 등 추가 공장 증설이 가능할 경우 CKD 부문에서 우려되는 성장성은 다시 정상궤도를 회복할 것으로 예상된다.

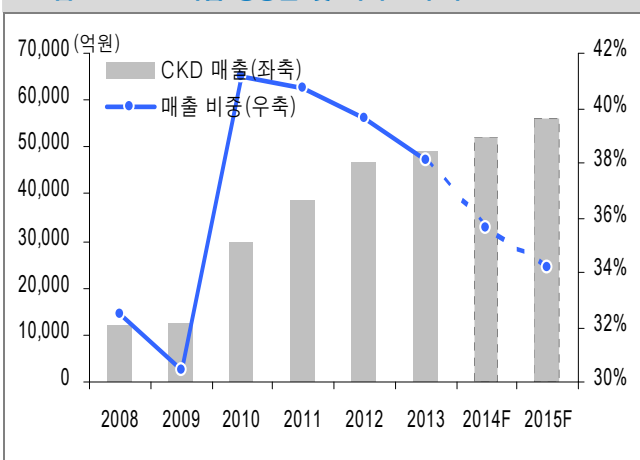
### 해외물류 주도의 성장 예상

CKD 만큼 중요한 해외물류 부문이 완성차 수송 비중 이전 및 비계열 물류 확대에 힘입어 두 자릿수의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 완성차 해상운송은 유코카캐리어스와의 장기운송계약에 따라 매년 비중이 높아지고 있다. 2009년 20%, 2011년 35%, 2013년 40%로 증가하고 있으며 계약이 만료되는 2016년 이후에는 그 비중이 더욱 높아질 것으로 기대되어 당분간 안정적 고성장이 이어질 것으로 전망된다.

### 현대차 그룹-유코카캐리어스 해상운송계약

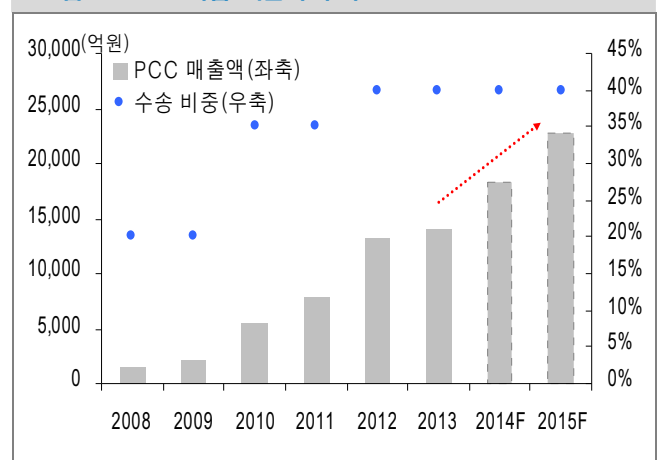
완성차 해상운송은 2002년부터 유코카캐리어스가 영위하고 있다. 유코카는 현대/기아차가 현대상선의 자동차 해상운송 사업부문을 넘겨받기 위해 2002년 설립한 합작법인으로 2008년부터 단계적으로 배선권이 현대/기아차에 귀속되고 있다. 당시 유코카는 현대상선의 자동차 해상운송사업부문을 15억불에 사들였으며, 현대/기아차와 장기해상운송계약을 맺었다. 계약 내용은 2007년까지 수출물량의 100%, 2008~2009년에는 수출물량의 80%, 2010~2011년에는 수출물량의 65%, 2012~2013년에는 수출물량의 60% 이상을 수송할 입찰에 우선 경합할 권리를 보유한다는 것이다. 따라서 지난해 수출물량의 40%에 대한 배선권이 현대/기아차로 귀속되기 시작하였고, 실제 완성차 해상운송사업 매출액은 2008~2013년간 연평균 57.0% 고성장을 기록했다. 2016년 이후에는 현대/기아차 수출물량의 100%를 수행할 수 있게 되어 큰 폭의 성장이 기대된다.

<그림 7> CKD 사업 성장률 및 기여도 추이



자료: 현대글로벌비스, BS 투자증권

<그림 8> PCC 사업 매출액 추이



자료: 현대글로벌비스, BS 투자증권

**적극적 선대 확보 전략으로  
안정적 매출 성장 지속**

완성차 수출물량 증가에 따라 동사는 선대를 적극적으로 늘려왔다. 2008년 기준 선대는 자선 3척에 불과했으나 2010년에는 자선과 용선이 각각 5척과 18척으로 증가했으며, 2013년에는 각각 16척, 36척까지 증가되었다. 2014년에는 4척을 추가 확보할 것으로 보이며, 2016년 이후 유코카캐리어스의 물량 이양으로 향후 선대의 지속적 확충이 예상된다. 이에 따라 2016년 완성차 해상운송 매출액은 2조원에 이를 것으로 예상되며, 연결기준 총 매출액 내 비중은 2013년 10.9%에서 2016년 12.3%까지 상승할 것으로 예상된다.

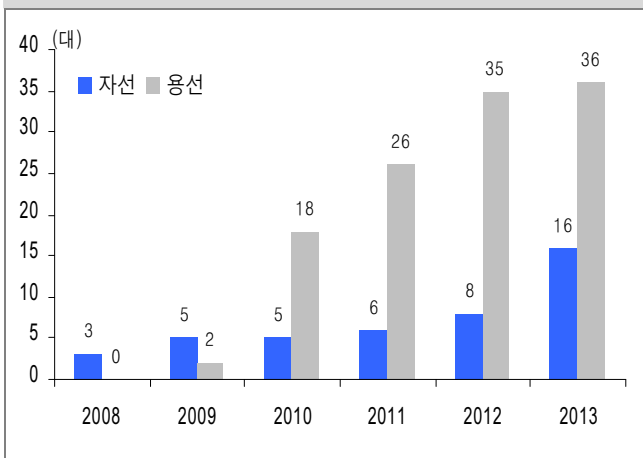
**2016년 이후에도 한시적으로  
유코카캐리어스와 공조체제를  
유지할 것으로 예상**

다만, 계약만료 이후 전면적으로 배선권을 넘겨 받기 보다는 단계적으로 수송 비중을 확대할 것으로 예상된다. 동사의 소유선대(2013년 52대)가 유코카(65대)에 비해 부족한 수준이기 때문이다. 따라서 운송물량 전부가 귀속되기까지는 시일이 필요할 것으로 판단되어 당분간 유코카에 일부 물량을 위탁하는 형식으로 공조체제를 유지할 것으로 예상된다.

**TPL 비중 증가, 수익성  
개선이 긍정적일 전망**

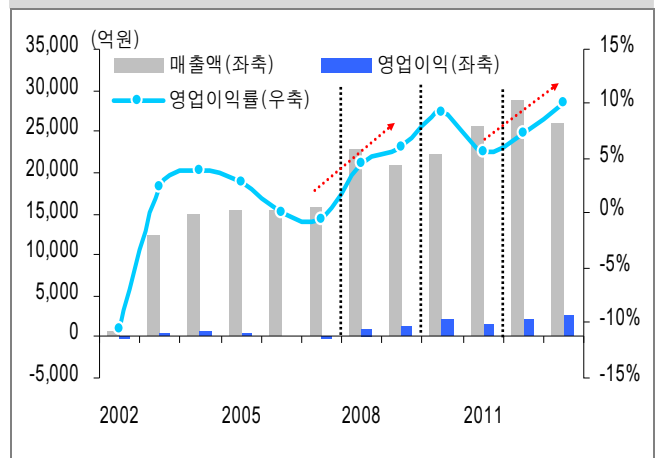
선대 확충에 따른 완성차 TPL 매출 증가도 예상된다. 2013년 기준 총 매출액 내 TPL 비중은 약 27%로 추산되는데, 이 가운데 상당부분이 PCC 매출에서 발생한 것으로 보인다. 완성차 TPL 증가에 따라 수익성은 점차 개선될 것으로 전망한다. 우선 전 사업부 대비 PCC 부문 영업이익률이 높은 편이며, 향후 배선권 이양에 따른 수송량이 늘어날 경우 규모의 경제 효과로 영업이익률이 상승할 가능성이 높다. 현대/기아차 물량을 100% 담당하던 유코카캐리어스의 경우 2002~2007년간 영업이익률은 2~3%대를 유지했던 반면 이후 현대/기아차 물량이 줄어들고 TPL 물류가 확대된 이후 영업이익률이 10%로 높아졌다. 즉, 고객선을 다변화 시키면서 오히려 수익성이 좋아지는 결과로 나타난 것이다. 동사는 글로벌 노선 경쟁력과 오랜기간 PCC선 운용 노하우를 가지고 있어 타 완성차 업체의 수요 증가, TPL 물류 확대는 수익성 개선에 좋은 기회가 될 전망이다.

<그림 9> 현대글로벌비스 선대 현황



자료: 현대글로벌비스, BS 투자증권

<그림 10> 유코카캐리어스 실적 추이



자료: DART, BS 투자증권

## 해외법인 실적 모멘텀 강화

### 전 세계 21개 해외법인, 중요도 및 실적 모멘텀 강화 전망

현대글로벌비스는 북미, 유럽, 아시아 등지에 21개 해외법인을 두고 있다. 해외법인은 대부분 현지의 C/C 등 완성차와 관련된 물류업을 주로 담당하고 있고, 컨테이너 포워딩과 같은 TPL도 담당하고 있다. 향후 해외법인의 추가 신설 가능성은 제한적이지만 두 가지 측면에서 해외법인의 중요도 및 실적 개선 가능성을 높게 평가한다.

### 연결실적 내 기여도 확대 추세

첫 번째는 실적 기여도 측면이다. 연결기준 매출액 내 해외법인 비중은 2007년 15.2%에서 2013년 21.7%로 지속적으로 상승했으며, 같은 기간 순이익은 연평균 58.5% 증가해 비중은 13.2%에서 35.7%로 상승했다. 순이익률은 각각 2.4%에서 6.2%로 상승, 외형 확대가 전체 수익성 개선으로 나타나는 상황이다.

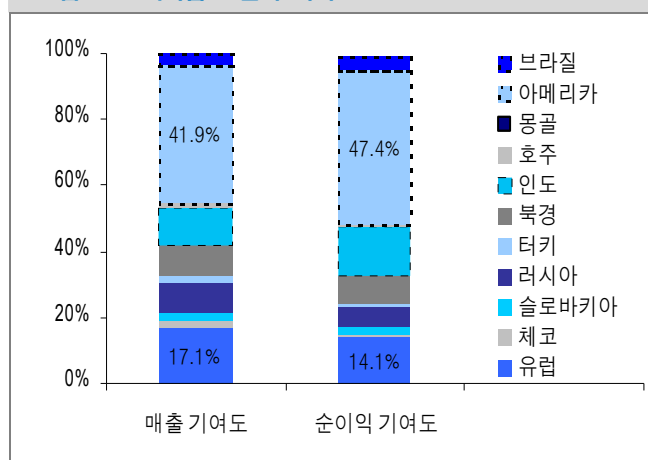
### 글로벌비스아메리카, 유럽을 중심으로 성장세 두드러질 전망

해외법인 성장 중심에는 글로벌비스아메리카가 있다. 2007년 이후 연평균 20.2% 성장하고 있으며, 2013년 기준 해외법인 매출의 41.9%, 순이익 기준으로는 47.6%를 차지하고 있다. 그 다음으로 중요도가 높은 곳은 글로벌비스 유럽으로 연평균 30.2% 성장하고 있으며 매출의 17.1%, 순이익은 14.2%를 담당하고 있다. 해외법인 실적의 60% 이상이 아메리카와 유럽에서 발생하고 있으며, 향후 3년간 각각 18%와 26% 성장이 예상됨에 따라 약 1.5%p의 순이익 개선이 나타날 것으로 기대된다.

### TPL 증가로 수익성 개선 기대

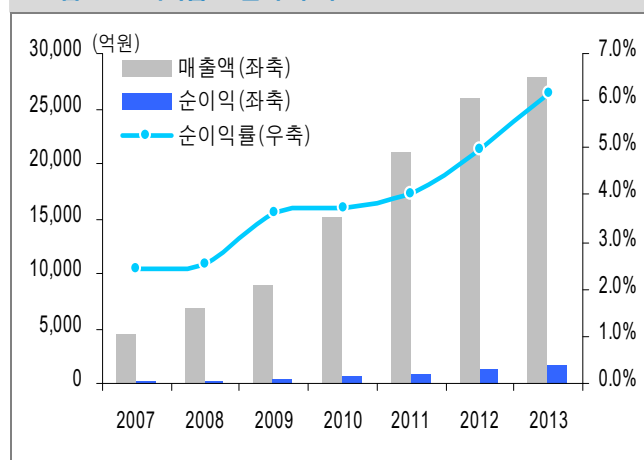
두 번째는 TPL 증가다. TPL은 투자 대비 매출 증가 효과가 높아 수익성 개선에 긍정적이다. 2013년 해외법인 TPL 매출은 전년비 30% 가까이 증가했다. TPL 매출은 터키 법인을 중심으로 성장할 것으로 예상된다. 터키법인은 해외법인 가운데 TPL 사업을 가장 활발히 진행하고 있으며, 2013년 9월부터 양산을 시작했기 때문에 향후 법인 안정화에 따른 실적 개선이 뚜렷할 것으로 예상된다. 향후 본사 및 해외법인의 TPL 증가에 힘입어 비계열 매출 비중은 2013년 22%에서 2014년 26%, 2015년 30%까지 상승하고 수익성은 꾸준히 개선될 것으로 기대된다.

<그림 11> 해외법인 실적 기여도



자료: 현대글로벌비스, BS 투자증권

<그림 12> 해외법인 실적 추이



자료: DART, BS 투자증권

### 성장 잠재력 높은 중고차 경매 비즈니스

#### 중고차 시장 성장으로 '경매' 비즈니스 관심 증가, 미래의 성장 동력원

중고차 사업은 연결기준 매출액 내 비중 3% 미만으로 전 사업부 가운데 실적 기여도가 가장 작다. 하지만 성장률은 기타유통, PCC 다음으로 높고, 영업이익률은 전 사업부 가운데 가장 높다. 실제 2010년 이후 매출액 성장률은 연평균 28.2%로 기타유통과 PCC의 뒤를 잇고 있고, 영업이익률은 약 10%로 해외물류 5%, 국내물류 5%, CKD 4%, 기타유통 1% 대비 가장 높다. 이에 따라 실적 기여도는 2010년 1.9%에서 2013년 2.4%로 점진적으로 상승하는 추세다. 아직까지 타 사업부 대비 실적 기여도가 낮음에도 불구하고 중고차 사업에 관심을 갖는 이유는 중고차 시장 성장에 따라 중고차 '경매' 비즈니스가 해외물류나 CKD 사업부와 같은 성장 동력이 될 수 있다고 판단하기 때문이다.

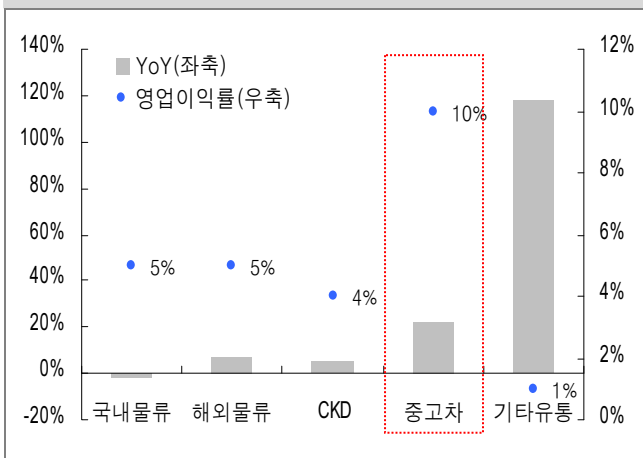
#### 회원제 경매업이자 도매업인 중고차 경매 비즈니스

글로비스의 중고차 사업은 회원제 경매업으로 도매업이다. 즉, 경매장은 경매회원권을 보유하고 있는 딜러, 매매상사 대표 또는 수출업체 등에 한해 회원이 될 수 있다. 글로비스는 전국 4,500여개 매매상 가운데 1,200여개가 매매상으로 등록되어 있다. 경매 특징은 매매단지에 진열되어 있는 차량들은 딜러가 기본적인 차량 정비 등 상품화 작업을 완료한 후 매장에 진열하게 되는데 반해, 경매장에 출품된 차량은 매입된 상태 그대로 진열 즉, 차량 정비 등 상품화 작업이 되지 않은 상태에서 거래가 발생한다는 점이다. 또한 경쟁입찰을 통해 매각하기 때문에 매도자 입장에서는 매매상에 개별적으로 매도하는 것 보다 높은 가격을 받을 수 있다는 장점이 있다. 경매는 위탁출품과 매집출품으로 나눌 수 있으며 위탁출품은 수수료(출품수수료, 낙찰수수료)를 수취하는 것이고, 매집출품은 매매 차익을 가져가는 것이다.

#### 국내 신차 시장과 비슷한 규모의 중고차 시장

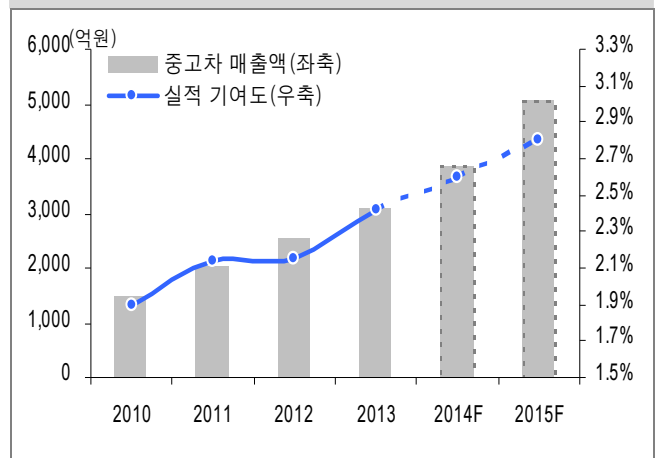
국내 중고차 거래 규모는 대수기준으로 연간 약 330만대이며 ASP를 800만원으로 가정했을 경우 금액기준 시장규모는 약 27조원 정도 된다. 2013년 국내 신차판매대수가 연간 140만대, ASP를 2,200만원으로 추정할 경우 약 30조원 정도 되기 때문에 대략 신차시장과 비슷한 수준을 유지하고 있는 것으로 보인다.

<그림 13> 사업부문별 성장성 및 수익성



자료: 현대글로비스, BS 투자증권

<그림 14> 중고차 사업 실적 추이



자료: 현대글로비스, BS 투자증권

## 복잡하고 낙후되어 있는 국내 중고차 시장

국내 중고차 시장은 1) 중고차 가격에 대한 신뢰가 낮고, 2) 거래의 투명성이 보장되지 않기 때문에 선진국에 비해 유통 시스템이 낙후되어 있다. 이 가운데 ‘중고차 경매’ 비즈니스에 주목하는 이유는 경매 특성상 품질과 가격에 대한 신뢰와 투명성을 갖추고 있기 때문이다. 실제 글로벌은 매집한 차량의 외관, 연식, 주행거리, 내부 부품 상태와 차량 하부까지 43개 항목으로 나눠 등급을 평가하며, 이는 소비자들이 중고차 거래에 있어 발생하는 불만사항을 상당부분 해소해 주고 있다.

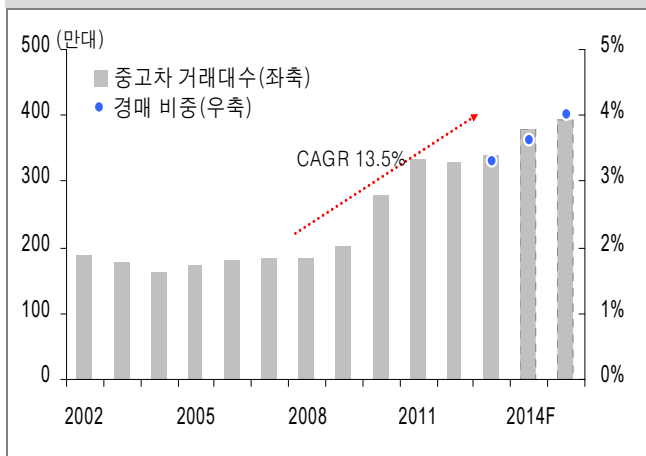
## 중고차 경매에 대한 인식 전환, 경매장 중요성은 더 커질 전망

국내 중고차 시장에서 경매를 통한 유통 대수는 2013년 기준 10.9만대로 전체 중고차 판매 대수 대비 3.3%를 차지하고 있다. 반면 일본의 경우 중고차 판매에서 경매를 통한 비율이 50%를 상회하는 상황이다. 일본은 도요타가 직접 운영하는 도요타 오토옥션이나 걸리버인터내셔널과 같은 대규모 업체들이 중고차 거래의 신뢰를 높여 시장을 키우면서 소비자 구매가 높아지는 선순환 구조가 만들어지고 있는 상황이다. 국내 중고차 시장은 아직 미미하긴 하지만 중고차 경매에 대한 인식 전환과 인지도 향상에 맞추어 거래 비중이 점차 늘어가는 추세이며, 중고차 매매업자들은 갈수록 매집에 어려움을 겪고 있어 매물 공급 역할을 맡고 있는 경매장의 중요성은 더욱 커질 수 밖에 없을 것이다.

## 경매장 3곳 운영, 향후 성장성은 더 높아질 것으로 기대

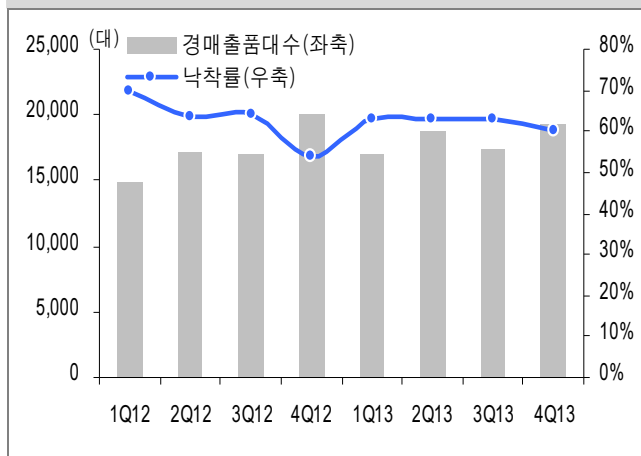
글로벌은 분당, 시화, 양산 3곳에 경매장을 운영하고 있다. 연간 7만대의 중고차 물량을 소화하고 있으며, 낙찰률은 평균 60% 초중반 수준이다. 2013년 중고차 사업 매출액은 전년비 22.7% 증가한 3,109억원을 기록, 양산 경매장의 가동률이 아직 정상 수준까지 회복되지 못했다는 점을 감안하면 향후 성장성은 더 높아질 가능성이 크다. 중고차 경매장 내 글로벌의 시장 점유율은 65%로 우위를 점하고 있다는 점에서 앞으로 중고차 경매 시장 확대에 따른 수혜는 대부분 글로벌에 귀속될 것으로 예상된다. 이에 따라 매출액 증가율은 연평균 25%에 이르고, 실적 기여도는 2013년 2.6%에서 2020년 5%까지 확대될 것으로 전망한다.

<그림 15> 중고차 시장 현황



자료: 현대글로벌, BS 투자증권

<그림 16> 중고차 사업 경매현황



자료: 현대글로벌, BS 투자증권

### 2014년 실적 전망

#### 실적 랠리 지속 전망

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 6.7%와 10.2% 증가한 3조 2,843억원과 1,544억원을 기록했다. 2분기에도 실적 랠리는 이어질 것으로 예상된다. 1) 과거 분기 실적은 1분기를 바닥으로 성장이 뚜렷한 모습이며, 2) 2분기 LF소나타 미국공장 생산으로 CKD 부문이 회복될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 3) 현대제철 고로 3기 온기 가동으로 전년비 실적 개선 폭이 클 것으로 예상되며, 4) 해외법인 실적이 빠르게 증가하고 있어 매 분기 실적 개선 추세는 이어질 것으로 예상된다. 다만, 원화 강세 영향으로 수익성이 소폭 하락할 가능성이 존재한다.

#### 2014년 매출액 +7.8%, 영업이익 +8.2%

2014년 매출액은 13조 8,680억원으로 전년비 7.8% 증가하고, 영업이익은 6,889억원으로 전년비 8.2% 증가할 것으로 예상된다. 사업부별로 살펴보면 물류사업 매출액이 7조 3,469억원으로 전년비 8.8% 증가하고 CKD 수출과 상품사업이 5조 59억원과 1조 5,152억원으로 전년비 각각 2.2%와 24.7% 늘어나 전 사업부가 고르게 성장할 것으로 전망된다. 다만, 물류사업 가운데 국내물류는 상생경영 일환으로 전년비 5.2% 감소한 1조 1,915억원에 그칠 것으로 예상된다.

〈표 3〉 현대글로비스 분기별 실적 추정

(단위: 억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F
매출액	30,791	32,841	32,559	32,513	32,843	35,775	35,699	34,363	128,704	138,680
국내물류	3,216	3,282	2,808	3,257	2,876	3,070	2,786	3,183	12,563	11,915
해외물류	12,965	14,376	13,666	13,974	14,371	16,056	15,950	15,177	54,981	61,554
PCC	3,196	3,744	3,572	3,562	3,692	4,080	3,881	3,752	14,074	15,406
제선원료	878	837	829	1,159	1,149	1,200	1,200	1,200	3,703	4,749
CKD	12,134	12,272	12,593	12,006	11,632	13,204	12,820	12,403	49,005	50,059
상품	2,476	2,911	3,492	3,276	3,964	3,444	4,143	3,601	12,155	15,152
중고차	704	826	780	800	828	998	1,029	895	3,110	3,750
기타유통	1,772	2,085	2,712	2,476	3,136	2,296	2,959	2,572	9,045	10,963
YoY										
매출액	9.1%	8.4%	9.8%	11.0%	6.7%	8.9%	9.6%	5.7%	9.6%	7.8%
국내물류	8.4%	2.9%	-9.2%	-7.1%	-10.6%	-6.5%	-0.8%	-2.3%	-1.5%	-5.2%
해외물류	7.9%	6.0%	5.3%	8.1%	10.8%	11.7%	16.7%	8.6%	6.8%	12.0%
PCC	7.9%	4.8%	10.7%	4.2%	15.5%	9.0%	8.7%	5.3%	6.8%	9.5%
제선원료	-3.7%	-5.3%	0.0%	62.6%	30.9%	43.4%	44.8%	3.5%	10.9%	28.2%
CKD	3.1%	3.3%	4.7%	10.3%	-4.1%	7.6%	1.8%	3.3%	5.2%	2.2%
상품	69.1%	74.7%	123.1%	66.5%	60.1%	18.3%	18.6%	9.9%	82.4%	24.7%
중고차	25.7%	29.1%	13.7%	22.9%	17.6%	20.9%	32.0%	11.8%	22.6%	20.6%
기타유통	96.0%	103.2%	208.5%	88.0%	77.0%	10.1%	9.1%	3.9%	119.2%	21.2%
영업이익	1,401	1,792	1,699	1,478	1,544	1,858	1,804	1,683	6,369	6,889
YoY										
영업이익	-11.3%	3.3%	14.1%	10.7%	10.2%	3.7%	6.2%	13.9%	3.8%	8.2%
영업이익률	4.5%	5.5%	5.2%	4.5%	4.7%	5.2%	5.1%	4.9%	4.9%	5.0%

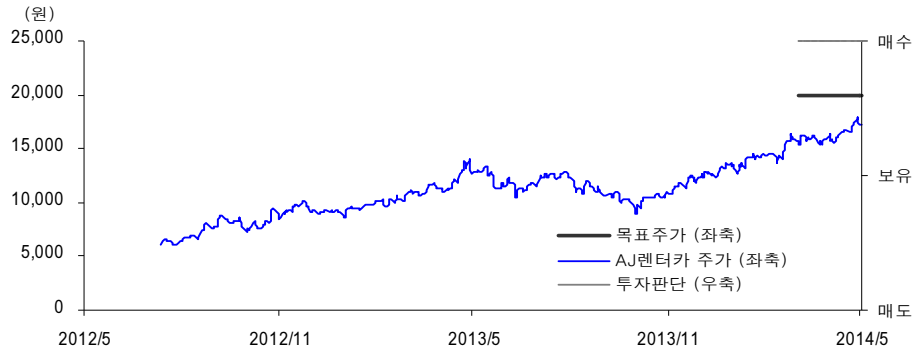
자료: BS 투자증권

재무상태표						손익계산서					
12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	27,258.7	29,263.4	31,849.5	34,878.6	38,346.4	매출액	117,460.4	128,612.6	138,679.5	149,634.9	163,528.1
현금및현금성자산	7,318.9	7,293.2	8,187.4	9,377.1	10,523.6	증가율(%)	23.0	9.5	7.8	7.9	9.3
단기금융자산	100.9	65.7	68.9	72.4	76.0	매출원가	107,629.9	118,456.6	127,514.5	137,460.6	149,931.8
매출채권	13,874.0	15,465.2	16,675.8	17,993.1	19,663.7	매출총이익	9,830.4	10,156.0	11,165.0	12,174.3	13,596.3
재고자산	4,741.5	5,221.4	5,630.1	6,074.9	6,638.9	매출총이익률(%)	8.4	7.9	8.1	8.1	8.3
비유동자산	15,319.3	21,428.8	24,564.8	27,868.2	31,509.7	판매비와관리비	3,693.2	3,786.9	4,275.4	4,553.3	4,752.0
유형자산	9,774.1	15,150.8	17,643.9	20,281.5	23,229.7	영업이익	6,137.2	6,369.1	6,889.6	7,621.0	8,844.3
무형자산	367.4	393.4	372.3	356.2	344.2	증가율(%)	32.7	3.8	8.2	10.6	16.1
지분관련투자자산	1,617.5	2,080.6	2,710.8	3,357.4	4,025.5	영업이익률(%)	5.2	5.0	5.0	5.1	5.4
자산총계	42,578.0	50,692.2	56,414.3	62,746.8	69,856.1	금융수익	177.8	168.5	195.9	225.2	253.6
유동부채	19,210.4	20,261.6	21,358.8	22,809.1	24,537.4	금융비용	205.4	158.9	183.9	192.8	201.6
매입채무	8,207.8	8,353.1	8,991.9	9,693.2	10,572.7	외환차익(차손)	(79.7)	(38.7)	(276.2)	(45.1)	45.7
단기차입금	8,144.6	8,048.5	8,451.0	8,873.5	9,317.2	외화환산이익(손실)	91.8	123.2	69.7	40.3	99.4
유동성장기부채	457.2	840.9	882.9	927.1	973.4	관계기업관련손익	406.0	372.9	428.9	446.0	468.3
비유동부채	4,175.1	7,092.2	7,481.4	7,841.0	8,192.3	세전계속사업이익	6,677.7	7,023.8	7,322.9	8,305.5	9,733.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	법인세비용	1,701.0	2,211.0	1,867.3	2,134.5	2,481.9
장기차입금	2,291.6	4,913.5	5,159.2	5,365.6	5,553.4	당기순이익	4,976.7	4,812.8	5,455.6	6,171.0	7,251.1
부채총계	23,385.5	27,353.8	28,840.2	30,650.1	32,729.7	증가율(%)	38.7	(3.3)	13.4	13.1	17.5
자배주주지분	19,192.5	23,338.4	27,574.1	32,096.8	37,126.4	당기순이익률(%)	4.2	3.7	3.9	4.1	4.4
자본금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5	지배주주지분	4,976.7	4,812.8	5,455.6	6,171.0	7,251.1
자본잉여금	1,536.2	1,536.2	1,536.2	1,536.2	1,536.2	비지배주주지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	16,399.5	20,653.0	24,888.7	29,411.4	34,441.0	총포괄이익	4,837.7	4,708.3	5,351.1	6,066.5	7,146.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	지배주주지분	4,837.7	4,708.3	5,351.1	6,066.5	7,146.6
자본총계	19,192.5	23,338.4	27,574.1	32,096.8	37,126.4	비지배주주지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
순차입금(순현금)	3,580.9	6,511.6	6,307.6	5,791.1	5,322.5	EBITDA	6,803.5	7,170.7	8,205.6	9,167.9	10,651.3

현금흐름표						주요투자지표					
12월결산(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	12월결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	3,457.7	4,072.9	5,349.9	6,053.8	6,606.7	PER (배)	15.9	15.6	17.7	15.6	13.3
당기순이익	4,976.7	4,812.8	5,455.6	6,171.0	7,251.1	PBR (배)	4.1	3.2	3.5	3.0	2.6
유형자산감가상각비	600.2	725.2	1,217.1	1,453.3	1,717.3	PSR (배)	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
무형자산상각비	66.1	76.4	98.9	93.6	89.7	PCR (배)	11.4	10.1	11.7	10.2	8.8
외화환산손실(이익)	(91.8)	(123.2)	(69.7)	(40.3)	(99.4)	EV/ EBITDA (배)	12.1	11.4	12.5	11.1	9.5
자산처분손실(이익)	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8	배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
지분법관련손실(이익)	(406.0)	(372.9)	(428.9)	(446.0)	(468.3)	EPS (원)	13,271	12,834	14,548	16,456	19,336
운전자본변동	(2,147.8)	(1,697.6)	(1,121.1)	(1,378.6)	(2,079.9)	BPS (원)	51,180	62,236	73,531	85,591	99,004
투자활동현금흐름	(2,687.6)	(6,425.8)	(4,020.8)	(4,412.2)	(5,013.1)	SPS (원)	313,228	342,967	369,812	399,027	436,075
금융자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CFPS (원)	18,448	19,780	21,912	25,120	29,326
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(234.9)	(217.7)	(217.7)	(217.7)	(217.7)	DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
유형자산의 감소(증가)	(2,367.2)	(6,195.4)	(3,710.2)	(4,090.9)	(4,665.5)	ROA (%)	12.3	10.3	10.2	10.4	10.9
무형자산의 감소(증가)	(76.5)	(78.0)	(77.8)	(77.4)	(77.7)	ROE (%)	29.2	22.6	21.4	20.7	20.9
FCF	770.1	(2,352.9)	1,329.0	1,641.6	1,593.6	ROIC (%)	27.8	19.6	18.7	18.3	18.9
재무활동현금흐름	297.6	2,382.4	(434.8)	(451.8)	(447.1)	영업이익률 (%)	5.2	5.0	5.0	5.1	5.4
차입금의 증가(감소)	861.6	2,949.2	690.2	673.2	677.9	순이익률 (%)	4.2	3.7	3.9	4.1	4.4
배당금지급(-)	(562.5)	(562.5)	(562.5)	(562.5)	(562.5)	EBITDA이익률 (%)	5.8	5.6	5.9	6.1	6.5
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	부채비율 (%)	121.8	117.2	104.6	95.5	88.2
현금및현금성자산의증가	957.7	(25.7)	894.2	1,189.7	1,146.5	순부채비율 (%)	18.7	27.9	22.9	18.0	14.3
기초현금	6,361.2	7,318.9	7,293.2	8,187.4	9,377.1	유동성비율 (%)	141.9	144.4	149.1	152.9	156.3
기말현금	7,318.9	7,293.2	8,187.4	9,377.1	10,523.6	이자보상배율 (배)	29.9	40.1	37.5	39.5	43.9

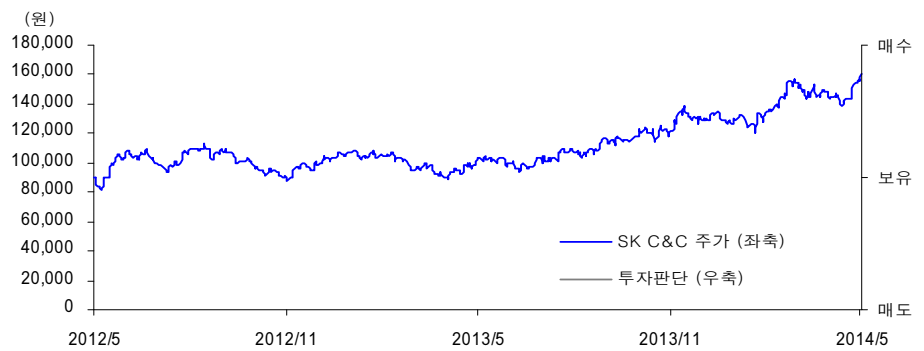
자료: BS투자증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 추이

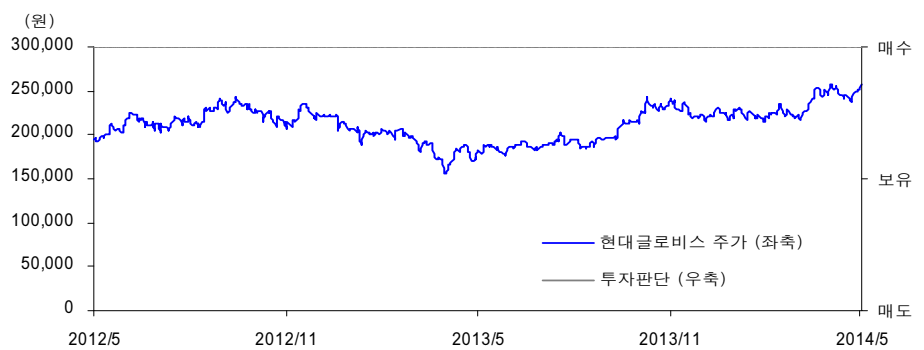


변경일자	투자의견	목표주가(원)
2014-03-18	매수	20,000
2014-05-19	매수	23,000

투자의견 및 목표주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이







투자등급 (기업투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)  
기업: 6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하  
산업: 6개월 투자 비중에 대한 의견 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 [www.bsfm.co.kr](http://www.bsfm.co.kr)

<서울본사>

서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신승센터빌딩 16층 (우:150-977) ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-2998

<부산본점·영업부>

부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709) ☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<사상지점>

부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839) ☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<해운대 PB센터>

부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020) ☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010



부산은행 / BS투자증권 / BS캐피탈 / BS저축은행 / BS신용정보 / BS정보시스템