

Analyst 심원섭 · 02)6923-7317 · shim47@capefn.com

SK렌터카 (068400KS | Buy 신규 | TP 13,500원 신규)**1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가**

SK렌터카를 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원으로 커버리지 개시합니다. 당사는 최근 점유율을 빠르게 끌어올리며, 매출 1조원 달성이 목전에 있습니다. 또한, 경쟁사의 상장 준비로 경쟁 완화에 따른 두자리수 마진을 회복이 가능한 상황입니다. 외형 성장에도 불구하고, 마진을 훼손으로 12~19년 영업이익은 400억원에 못 미쳤으나, 20년부터 달라진 이익체력을 증명하고 있습니다.

SK그룹 편입 후 매출 1조원 목전(目前), 점유율도 사상 최고치 경신 가시화

- 19년 1월 AJ렌터카는 SK네트웍스에 피인수, 12월 SK네트웍스의 단기 렌터카 사업을 양수(장기는 네트워크 운영)하면서 현재 사명으로 변경. 19년 매출비중 렌탈 73%, 중고차매각 26%. 장/중/단기 렌탈비중은 각각 68%, 15%, 17%
- SK(네트웍스+렌터카)의 시장 점유율은 3Q20 20.2%, 현재 1위 롯데렌탈(22.4%)과 2.2%p 격차. 합산 기준으로 1위와의 격차는 유지되고 있으나, SK렌터카 단독 점유율은 18년 9.0%에서 3Q20 12.3%로 급상승. 업계 3~4위 업체 간 통합과 SK그룹 편입으로 1) 규모의 경제 달성(중고차 매각시 협상우위), 2) 신용등급 A0로 상향되며 조달비용 인하
- 운용 렌터카는 11년 4만대에 불과했으나, 3Q20 12만대 돌파, 21년말에는 14만대를 넘어설 것으로 예상되어 매출 1조원 돌파 가시화. 빠른 점유율 상승으로 단독 점유율은 21~22년 중 전고점이었던 12년 14.4%를 넘을 것으로 전망

경쟁사 상장으로 수익성 향상, 기업가치 재평가 가능성 높아져

- KT렌탈(현 롯데렌탈)이 점유율 확대를 위한 저가책으로 점유율을 11년 21.2%에서 14년 26.6%까지 견인. 또한, SK네트웍스 역시 18년까지 점유율 확대책으로 맞붙. 그 결과, 동사(현 SK렌터카)의 마진율은 12년 11.8%에서 18년 3.9%까지 급락. 점유율 확대경쟁 후 KT렌탈은 롯데(15년), 동사는 SK그룹이 인수(19년)해 롯데, SK 양강 구도 안착
- 최근 롯데렌탈의 IPO 준비로 렌터카 산업에 대한 주목 권고. 그 근거는 ▲ 상장을 앞두고 수익성 개선을 위한 경쟁 완화 가능성이 높고, ▲ 업체측에서 상장 후 기업가치로 1.5조원을 기대하고 있는데, 동사의 이익 규모가 롯데렌탈의 2/3 수준임에도 불구하고, 시가총액은 4천억원 수준에 불과하기 때문. ▲ 또한, Peer 업체가 상장하면서 기존 상장업체의 기업가치가 재평가되는 경우가 많다는 점도 감안

Stock Data



주가(11/16)	8,800원		
액면가	500원		
시가총액	416십억원		
52주 최고/최저가	11,950원/ 4,950원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.8	-6.4	-22.5
상대주가(%)	-5.3	-29.1	-34.1

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	653	641	858	1,020	1,177
영업이익	(십억원)	22	42	65	87	111
영업이익률	(%)	3.3	6.5	7.6	8.5	9.4
지배주주순이익	(십억원)	4	16	22	33	46
EPS	(원)	171	735	573	696	962
증감률	(%)	-61.1	329.3	-22.0	21.5	38.3
PER	(배)	71.9	16.1	15.4	12.6	9.1
PBR	(배)	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE	(%)	1.3	5.5	5.5	6.8	8.7
EV/EBITDA	(배)	3.7	4.1	4.6	4.3	3.9
순차입금	(십억원)	773	1,079	1,397	1,649	1,824
부채비율	(%)	375.1	377.2	371.7	402.4	414.9

SK렌터카 | 1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가

‘스마트링크’, ‘스마트케어’ 도입은 모빌리티를 위한 첫걸음

SK네트웍스는 Home appliance와 모빌리티를 성장의 양축으로 육성 중이며, 각각 SK매직과 SK렌터카가 주도. 그룹 전체적으로도 SK와 SKT가 모빌리티 사업에 투자하는 것과 같은 맥락으로 이해. 주유소 등의 저수익 자산은 매각을 통해 투자재원으로 활용하며 회사 역량을 집중하고 있는 것으로 판단

동사는 올해 10월부터 고객동의 하에 차량관제 시스템인 ‘스마트링크’와 ‘스마트케어’를 차량에 연동. 이 시스템은 고객이 렌터카 운용시 필요한 각종 자료(마일리지, 유지비, 톨비 등)를 제공받을 수 있는 솔루션이며, 동사는 그룹의 모빌리티 진출을 위한 Big data의 기초 자료로 활용할 수 있을 것으로 판단

투자의견 Buy, 목표주가 13,500 원으로 커버리지 개시

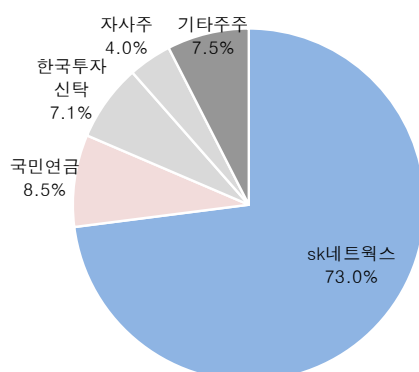
SK렌터카를 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원으로 커버리지 개시. 목표주가는 21E BPS 10,786원에 historical P/B band의 mid-cycle인 1.25배를 적용해 산정. ▲ SK네트웍스의 장기 계약 승계로 23년까지 매년 2만대 이상의 계약건수 순증이 기대되고, ▲ 경쟁사 롯데렌탈의 IPO 준비로 경쟁완화에 따른 수익성 개선과 렌터카 사업에 대한 시장의 재평가가 기대되기 때문.

19년 기준 동사는 렌터카 98,289대 보유, 매출액 6,409억원, 순차입금 1.08조원, 순이자비용 267억원, 감상비 2,860억원. SK네트웍스는 장기계약만 8만대(점유율 9.7%)를 보유하고 있어, 계약 승계가 동사의 외형을 결정. 이전 보고서에서는 100% 승계(전체 8만대를 매년 2만대씩 4년 간 승계)는 다소 무리라고 예상했으나, 3Q20 현재 19년말 대비 24,288대가 증가해 예상치를 크게 상회. 같은 SK 브랜드를 사용하고 있기 때문에 계약 승계는 원활한 것으로 보이며, 시장 성장률 및 점유율 확대도 고려해야 할 것으로 판단

11~19년 자료를 바탕으로, 렌터카 1대 추가시 영향을 시뮬레이션하면 다음과 같음

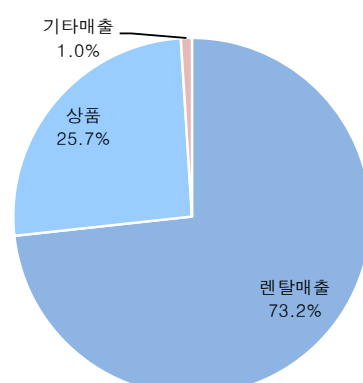
- 1) 감가상각자산 1,273만원, 순차입금 1,015만원 증가
- 2) 매출액 연간 915만원(총매출액/평균 렌터카수), 감가상각비 346만원 증가
- 3) 평균 내용연수 3.7년

그림1. 주주구성



자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

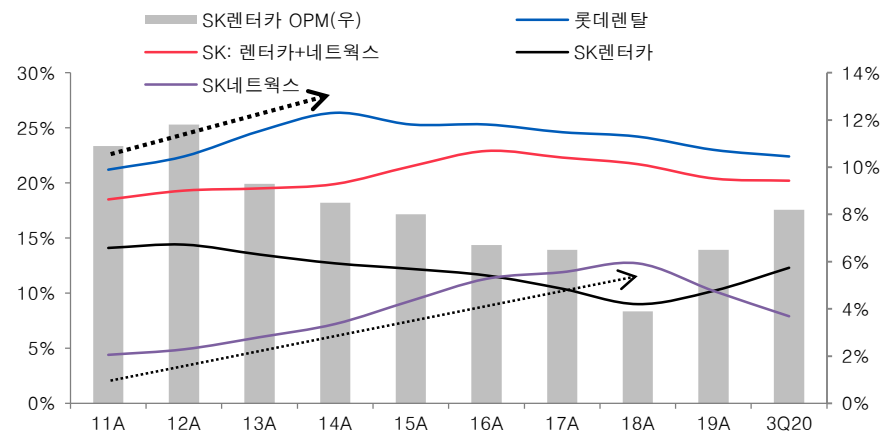
그림2. 부문별 매출 비중(2019년 기준)



자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

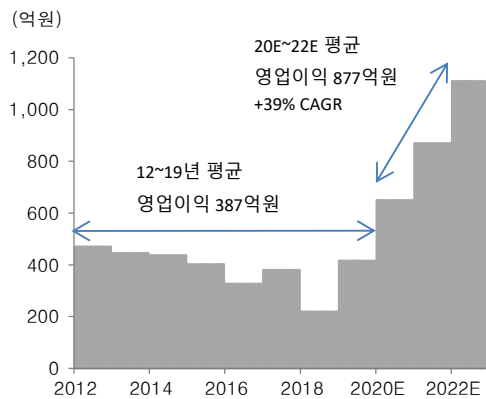
SK렌터카 | 1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가

그림3. 롯데, SK계열 시장 점유율, SK렌터카 OPM



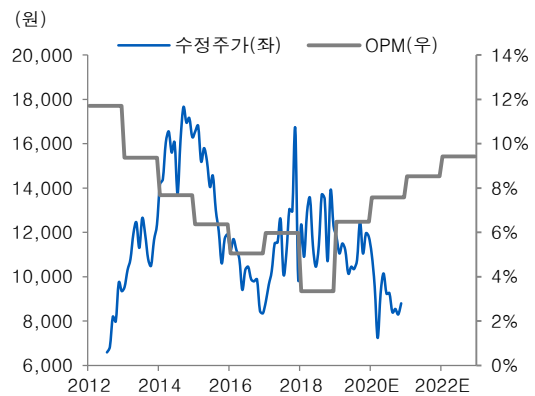
자료: 회사자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 영업이익: Level-up



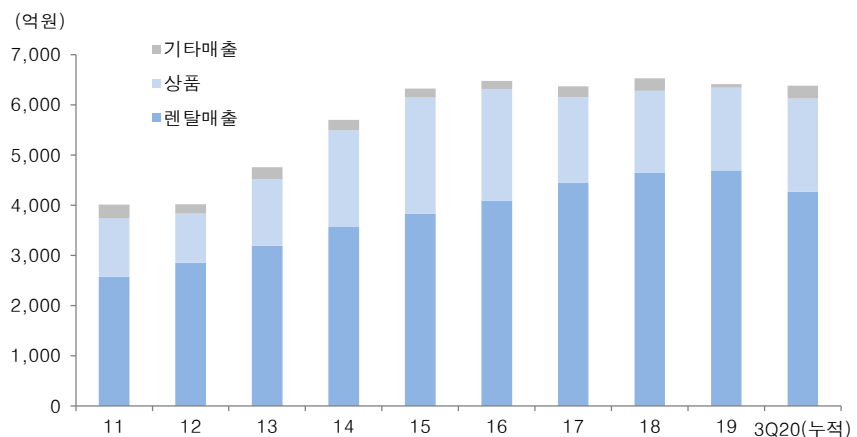
자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 영업이익률 추이: 18년을 저점으로 우상향 지속



자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

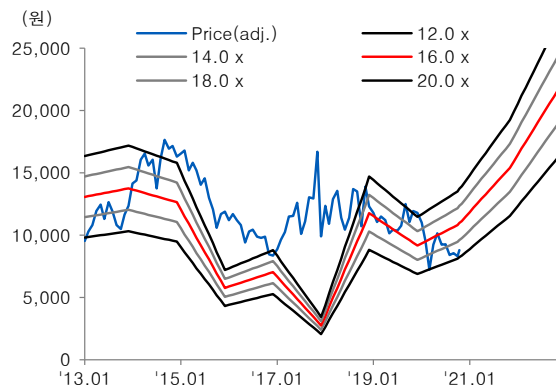
그림6. 부문별 매출액 추이



자료: 회사자료, 케이프투자증권 리서치본부

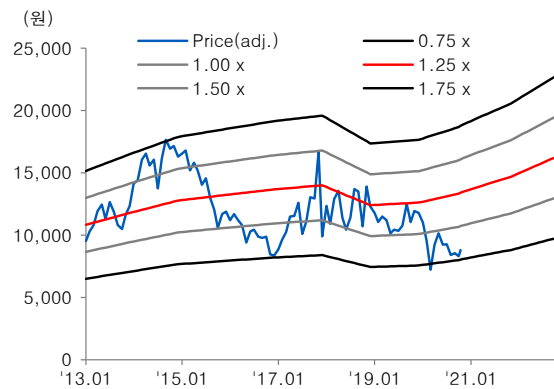
SK렌터카 | 1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가

그림7. 12M FWD P/E Band



자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 12M FWD P/B Band



자료: Fn-guide, 케이프투자증권 리서치본부

표1. SK렌터카 실적 추정치 요약

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019A	2020E	2021E
매출액	1,596	1,597	1,666	1,550	2,086	2,157	2,136	2,199	6,409	8,578	10,197
1. 렌탈매출	1,141	1,163	1,226	1,162	1,303	1,368	1,592	1,470	4,692	5,733	7,121
2. 상품	436	416	425	373	662	702	495	641	1,650	2,500	2,768
3. 기타매출	20	18	14	15	120	87	49	88	67	344	409
영업이익	92	129	170	24	192	139	219	102	415	652	870
OPM	5.8%	8.1%	10.2%	1.5%	9.2%	6.4%	10.3%	4.6%	6.5%	7.6%	8.5%
지배순익	22	47	80	6	72	50	81	18	156	222	329
NPM	1.4%	3.0%	4.8%	0.4%	3.5%	2.3%	3.8%	0.8%	2.4%	2.6%	3.2%

자료: 케이프투자증권리서치본부

SK렌터카 | 1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	195	298	312	377	매출액	641	858	1,020	1,177
현금및현금성자산	52	121	107	144	증가율(%)	-1.8	33.8	18.9	15.5
매출채권 및 기타채권	77	103	123	142	매출원가	0	0	0	0
재고자산	21	17	18	20	매출총이익	641	858	1,020	1,177
비유동자산	1,450	1,905	2,199	2,431	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	5	5	5	5	판매비와 관리비	599	793	933	1,066
유형자산	1,201	1,552	1,846	2,078	영업이익	42	65	87	111
무형자산	12	11	12	12	영업이익률(%)	6.5	7.6	8.5	9.4
자산총계	1,645	2,202	2,511	2,808	EBITDA	327	390	484	581
유동부채	544	725	836	948	EBITDA M%	51.1	45.5	47.5	49.3
매입채무 및 기타채무	111	145	172	199	영업외손익	-19	-34	-42	-48
단기차입금	150	200	250	300	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	175	265	277	290	금융손익	-27	-34	-42	-48
비유동부채	757	1,010	1,175	1,315	기타영업외손익	8	0	0	0
사채 및 장기차입금	603	683	813	913	세전이익	23	31	44	63
부채총계	1,300	1,735	2,011	2,263	법인세비용	7	9	12	17
지배기업소유지분	345	467	500	545	당기순이익	16	22	33	46
자본금	18	24	24	24	지배주주순이익	16	22	33	46
자본잉여금	248	342	342	342	지배주주순이익률(%)	2.5	2.6	3.2	3.9
이익잉여금	189	211	244	290	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-110	-110	-110	-110	기타포괄이익	13	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	29	22	33	46
자본총계	345	467	500	545	EPS 증가율(%, 지배)	329.3	-22.0	21.5	38.3
총차입금	1,131	1,518	1,756	1,968	이자손익	-27	-34	-42	-48
순차입금	1,079	1,397	1,649	1,824	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-55	362	440	527	총발행주식수(천주)	35,765	47,286	47,286	47,286
영업에서 창출된 현금흐름	-27	405	494	593	시가총액(십억원)	261	416	416	416
이자 수취	1	1	2	2	주가(원)	11,800	8,800	8,800	8,800
이자 지급	-27	-36	-44	-50	EPS(원)	735	573	696	962
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	9,923	10,090	10,786	11,748
법인세부담액	-1	-9	-12	-17	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	36	-779	-692	-702	PER(X)	16.1	15.4	12.6	9.1
유동자산의 감소(증가)	7	0	0	0	PBR(X)	1.2	0.9	0.8	0.7
투자자산의 감소(증가)	12	0	0	0	EV/EBITDA(X)	4.1	4.6	4.3	3.9
유형자산 감소(증가)	-2	-675	-690	-700	ROE(%)	5.5	5.5	6.8	8.7
무형자산 감소(증가)	9	0	-2	-2	ROA(%)	1.2	1.2	1.4	1.7
재무활동 현금흐름	47	487	238	212	ROIC(%)	2.6	3.3	3.7	4.1
사채및차입금증가(감소)	327	387	238	212	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	162	100	0	0	부채비율(%)	377.2	371.7	402.4	414.9
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	313.0	299.1	329.9	334.4
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	35.9	41.1	37.3	39.7
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.5	1.8	2.0	2.2
현금증감	29	70	-14	37	총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4
기초현금	23	52	121	107	매출채권 회전율	10.2	9.5	9.0	8.9
기말현금	52	121	107	144	재고자산 회전율	44.0	44.6	58.2	61.9
FCF	-57	-313	-250	-173	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

SK렌터카 | 1조원 클럽 가입 + 경쟁사 상장 = 기업가치 재평가

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

SK렌터카(068400) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-07-21	2020-11-16			
투자의견	NR	Buy			
목표주가	-	13,500원			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-07-21	NR	-	-	-
2020-11-16	Buy	13,500원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2020.09.30까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.73%) · 매도(0.65%) · 중립(2.62%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.