



다함께 차차차

중고차 시장의 질적 양적 개선이 본격화될 전망이다. 그 중에서도 가장 매력적인 동사의 매수를 적극 권고한다. 2023년 목표 주가 63,529원, Target PER 11배, 상승여력 33%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

투자포인트 1. 중고차의 팔문개방(八門開放), Q와 P가 폭발한다

중고차판매업이 생계형 적합업종에서 지정 취소되면서 현대차가 중고차 시장에 참여하게 되었다. 현대차의 인증 중고차 제도 도입으로 현대차 인증 중고차 수요가 폭증하고 이에 맞추어 기존 기업들도 고품질의 자체 인증 중고차 및 제반 인프라를 제공하며 전반적인 중고차의 신뢰도가 상승하고 신규 수요가 생겨나는 선순환으로 이어져 동사의 Q가 증가하고, 신차 가격 상승의 P증가가 동사 중고차 가격의 P증가로 이어져 동사의 성장을 견인할 것이다.

투자포인트 2. 시너지 탈탈 뺏어져 나오는 렌탈

동사의 렌탈 부문은 1) 차량용 반도체 수급난으로 인한 신차 레깅 문제가 지속되고 있고, 2) 소비자 입장에서 신차 구매보다 장기 렌탈을 할 경제적 유인이 존재하며, 결정적으로 3) 장기 법인 렌탈이 이미 포화상태에 도달하여 장기 개인 렌탈 비중의 가파르게 증가하여 자체적인 수익 구조가 개선되고 중고차 사업부의 수익성이 개선될 것이다.

Rating

Buy

목표주가: 63,500 원

현재주가: 47,650 원

상승여력: 33%

8M 주가추이

시가총액 1 조 7,456 억원



Balance sheet data

순자산 1 조 2,373 억원

PBR 1.42x

ROE 12.28 %

Earning data

PER 12.93x

EPS 3,685 원

당기순이익 1,136 억원

주요 주주

호텔롯데 외 6인

SMIC 3 팀

팀장 44 기 오유진

팀원 44 기 김영서

44 기 김용준

45 기 오승환

45 기 오주이

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,795,522	1,866,254	2,050,597	2,252,073	2,422,659	2,858,676	3,370,210
YoY(%)	15.9%	3.9%	9.9%	9.8%	7.6%	18.0%	17.9%
영업비용	1,665,802	1,753,901	1,924,678	2,092,124	2,177,164	2,550,318	2,993,731
영업이익	129,720	112,353	125,918	159,949	245,495	308,358	376,479
OPM(%)	7.2%	6.0%	6.1%	7.1%	10.1%	10.8%	11.2%
기타손익	-8,537	-1,239	316	-6,248	-6,853	-5,693	-5,693
기타수익	2,001	3,256	6,115	3,731	4,284	3,822	3,822
기타비용	10,538	4,495	5,799	9,979	11,137	9,515	9,515
금융손익	-67,845	-72,560	-87,199	-96,056	-88,150	-84,322	-84,322
금융수익	4,543	11,294	12,428	8,931	16,039	8,814	8,814
금융비용	72,388	83,854	99,627	104,987	104,188	93,136	93,136
지분법이익(손실)					-78		
법인세비용차감전순이익	53,339	38,553	39,036	57,645	150,415	218,343	286,463
법인세비용	18,307	8,523	10,187	16,130	36,836	61,136	80,210
당기순이익	35,032	30,031	28,848	41,514	113,578	157,207	206,254
NPM(%)	2.0%	1.6%	1.4%	1.8%	4.7%	5.5%	6.1%
지배기업소유주지분	34,218	31,539	31,687	45,959	118,750	162,506	211,574
비지배지분	814	-1,508	-2,838	-4,445	-5,171	-5,299	-5,320

CONTENTS

1. Intro	3
2. 모든 변화의 서막, 귀한 몸이 된 NEW 자동차	4
3. 투자포인트1. 중고차의 팔문개방(八門開放), Q와 P가 폭발한다	6
3. 투자포인트2 시너지 탈탈 뺏어져 나오는 렌탈	11
4. Why 롯데렌탈?	22
5. Valuation	30

Intro

코를 막아버리면 입으로 숨을 쉬기 마련이다. 차량용 반도체가 틀어막은 신차 수요는 대체 수요를 폭발시켰고, 그 결과 중고차와 렌탈 시장이 전례 없는 호황을 누리는 중이며, 해당 효과가 반영된 2021년, 업계 내 동사와 경쟁사들의 실적은 대폭 개선되었다. 그런데 이게 끝이 아니라면, 이러한 변화가 앞으로의 지각변동에 대한 예고편일 뿐이라면 어떨까?

우선 중고차 시장에 전례 없는 변화의 조짐이 보이고 있다. 2013년 이후 무려 9년만에, 드디어 중고차의 생계형 적합업종 지정이 취소되었기 때문이다. 시장 내 대기업 진출이 허용되면서 지금까지 내내 시장을 억누르고 있던 국내 중고차 시장의 고질적인 불신 문제가 마침내 해소될 것이며, 이에 동사의 전방인 중고차 시장은 과거에 비해 질적으로 아예 달라질 예정이다. 안 그래도 수익성 좋던 중고차 사업부에 엄청난 규모의 Q와 상향 안정화된 P로 무장한, 완전히 새로운 전방 시장이 기다리고 있는 것이다.

여기에 중고차 사업부에 가려 상대적으로 수익성이 떨어지던 렌탈 사업부에서까지, 알짜배기 '장기' '개인' 렌탈 비중이 가파르게 상승하고 있는 상황이다.

따라서 본 보고서는 다음과 같은 순서로 동사의 미래에 대한 모호한 꿈과 기대감이 실제로 실현될 수밖에 없음을 보일 것이다.

- 1) 중고차 및 렌탈 시장 성장의 발판이 되어주고 있는 신차 출고 지연 및 가격 상승은 단기간 내에 해결되지 않을 것이며,
- 2) 이러한 상황에서 중고차 시장에 대기업 진입이 허가되면서,
- 3) 전혀 새롭게 유입되는 신규 Q와 상향 안정화되는 P를 기반으로 과거와 질적으로 완전히 달라진 중고차 시장 내에서, 동사는 시장 성장의 수혜를 온전히 받을 수 있을 것이다.
- 4) 또한 수익성이 비교적 낮았던 렌탈마저 고마진의 개인 장기 렌탈 비중이 증가함에 따라 수익성이 더 증가하여,
- 5) 결과적으로 동사는 동일한 전방의 성장 속에서도 업계 내 가장 가파른 기울기의 성장을 이루어낼 것이다.

앞으로 닥쳐올 변화가 작은 물결일 뿐인지 거대한 파도의 시작인지 구분하기 위해, 본 보고서와 함께 동사의 미래를 선명하게 그려보자.

1. 모든 변화의 서막, 귀한 몸이 된 NEW 자동차

현재 중고차 및 렌탈 시장의 호황은 기본적으로 신차 출고의 지연과 가격 상승에 기반을 두고 있다. 때문에 향후 중고차 시장의 성장을 논하기에 앞서, 현재의 중고차 시장에 지대한 영향을 미치고 있는 요인들을 살펴본 다음 우호적인 업황을 조성한 요인들이 앞으로도 유지될 수 있을 것인지 간단히 검증하고자 한다. 선결하자면, 신차 공급난은 당분간 해결되기 어려우며 그에 따라 중고차 및 렌터카 시장의 호황 역시 한동안 이어질 예정이다.

2.1. 차량용 반도체 공급난 지속

2.1.1. 돈이 안 되는 차량용 반도체

차량용 반도체 돈이 안 된다.

차량용 반도체는 품질시험 및 인증절차를 거쳐야 하며 통상 4~5년의 개발기간이 소요된다. 문제는 요구되는 품질에 비해 수익성이 너무 낮다는 것이다. 차량용 반도체는 집적도가 낮아 가격이 저렴하게 책정된다. 더불어 자동차의 교체주기는 10년 이상으로 다른 반도체에 비해 교체주기가 길다는 점도 수익성을 악화한다.

파운드리 기업들은 스마트폰과 PC 등 수익성 높은 반도체 수요가 견고한 상황에서, 굳이 수익성 낮은 차량용 반도체 생산라인을 만들 필요가 없다. 차량용 반도체는 대부분 구형 장비인 8인치 웨이퍼에 생산되며, 이는 주요 반도체와 규격 및 기술 측면에서 완전히 다르다.

2.1.2. 부담스러운 생산라인 증설

차량용 반도체 설비투자를 완료하는데 최소 6개월 이상의 시일이 소요된다. 코로나19와 전쟁 등 대외변수들이 언제 끝날지 예측할 수 없는 상황에서, 6개월 이상의 긴 레깅타임동안 차량용 반도체 칩 가격이 현재의 높은 수준으로 유지될 것이라는 보장이 없기 때문이다.

차량용 반도체의 70%를 생산하는 TSMC는 자동차용 반도체를 전문으로 생산하는 공장 2곳을 중국 난징과 일본 구마모토에 건설하고 있다. 난징공장은 2022년 하반기가 되어야 가동이 시작되고, 구마모토 공장은 2024년이 되어야 가동을 시작한다. 본 보고서가 확인한 결과 차량용 반도체 수요를 2023년까지 충족시키는 것은 역부족이다.

2.1.3. 좀 괜찮아지나 했더니, 이제는 원재료까지 난리

네온가스 공급부족

차량용 반도체 생산에 반드시 들어가는 필수 원재료인 네온가스를 살펴보자. 반도체 노광공정에서 사용되는 엑시머레이저의 혼합물 비중에서 네온은 95% 이상을 차지하고 있다. 그런데 이렇게 핵심적인 역할을 하는 네온가스를 전체 시장의 70% 이상 공급하고 있는 곳이 공교롭게도 우크라이나, 그 중에서도 4월 현재 군사적 충돌이 가장 심각하게 일어나고 있는 남부 지역의 도시 마리우폴과 오데사이다.

해당 지역들에는 우크라이나의 최대 희귀가스 정제업체의 공장이 밀집해있다. 그러나 최근 이들 두 지역이 러시아 군의 공격을 받으면서 공장 가동이 중단되었다. 마리우폴은 러시아군의 집중 포격이 있던 곳으로 도시의 90%가 파괴되었으며 대부분의 통신이 끊겼다. 오데사는 현재 러시아군이 집중공격하는 지역으로 인프라 시설들을 지속해서 파괴시키고 있다.

그 결과 지난 3월 이후 마리우폴과 오데사 내 모든 공장의 네온가스 생산은 중단된 상태이며, 실제로 현재 네온가격은 전년대비 6배까지 상승했다. 전쟁이 장기화될 시 네온을 구할 수가 없어 반도체 생산을 하지 못할 위험이 있다. 네온가스 생산업체들이 생산능력을 확장한다 할지라도 최소 9개월에서 2년의 시간이 지나야 생산량을 대량으로 늘리는 것이 가능하다.

2.2. 반도체만 말썸인 줄 알았지?

올해 1분기 글로벌 신차 판매량은 지난해 대비 17% 감소했다. 차량용 반도체 공급문제가 장기화되고 전쟁으로 불확실성도 커졌지만, 작년 대비 수급 불균형은 어느정도 감소하였는데 어떻게 된 것일까? 차량용 반도체 공급이 완화됐더라도 1) 중국의 코로나19로 인한 도시 봉쇄와 2) 전쟁으로 인한 러시아 공장 가동 중단으로 인해 신차 생산을 가로막는 추가적인 변수들이 등장했기 때문이다.

2.2.1. 중국의 극단적 봉쇄정책

중국 봉쇄로 인한 차량공급 감소

우선 1)의 관점에서, 중국이 코로나19 확산 지역에 극단적 봉쇄 정책을 취하며 완성차 및 부품 공장들의 가동이 중단되고 있다. 실제로 창춘시의 폭스바겐과 아우디, 상하이의 테슬라, 선양시의 BMW 공장은 조업에 차질이 생겨 가동을 중단하였고 상하이의 폭스바겐 공장은 감산에 들어섰다.

설상가상으로 차량 내 전자부품을 이어주는 필수 부품 ‘와이어링 하네스’ 공급까지 부족해진 상황이다. 와이어링 하네스는 자동차의 전반적인 구동을 위한 배선을 하나로 묶은 배선장치이다. 해당 부품은 기술력이 요구되지 않고 노동집약적으로 생산되기 때문에 인건비가 저렴한 중국에서 대부분이 생산되고 있다.

현대자동차그룹의 와이어링 하네스 중국 의존도는 60%에 달한다. 와이어링 하네스를 납품하는 현지 협력사들이 공장을 가동을 하지 못하면서 제품 출하가 중지되고 있다. BMW, 폭스바겐, 포르쉐 등 유럽업체들은 우크라이나에서 와이어링 하네스를 공급받지 못하고 있어 주요 공장이 문을 닫았다.

2.2.2. 러시아내 완성차 공장, 가동 중단

다음으로 2)의 관점에서, 러시아에 위치한 대부분의 완성차 업체들도 공장 가동을 중단하고 있는 상황이다. 반도체를 비롯한 차량용 부품에 대한 대러시아 수출 제한조치가 이루어지고 있다. 러시아 점유율 1위 기업인 라다는 차량 생산에 필요한 부품 중 20%를 수입하고 있고 토요타는 40%를 수입하고 있다. 자동차와 그 부품은 러시아의 수입품목 중 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 대러시아 수출제재는 러시아내 완성차 공장들의 가동을 불가능하게 만들었다.

특히 현대차와 기아차는 오래 전부터 러시아 시장을 집중 공략하여 상트페테르부르크 공장에서 연간 23만대의 차량을 생산해왔기에 큰 어려움을 겪고 있다. 실제로 현대차의 2022년 3월 국내 신차 판매량은 전년 대비 28.4% 감소한 52,888대에 그쳤다. 올해 3월을 기준으로 현대·기아차가 주문을 받고 생산하지 못한 백오더 물량은 100만대를 넘었다.

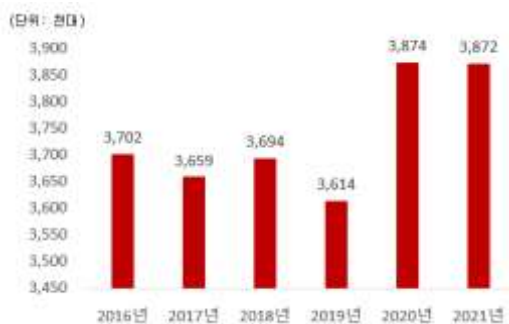
후결하자면, 2022년 안정화가 기대되던 신차 공급난은 1) 여전히 해결이 묘연한 차량용 반도체 수급 문제와 2) 예상치 못한 지정학적 상황으로 더해진 원재료 수급 문제, 그리고 3) 그에 따른 완성차 및 부품 공급난으로 최소한 2023년까지 이어질 수밖에 없는 것이다.

2.3. 그래 알겠는데, 그게 중고차랑 무슨 상관인데?

그런데 신차 공급이 지연되고 있다는 점이 도대체 왜 중요할까? 이는 신차가 출고될 때까지 대기 기간이 길어지고 신차 가격이 상승함에 따라, 중고차 및 렌탈 시장에 전례 없는 호황이 닥쳐오고 있기 때문이다.

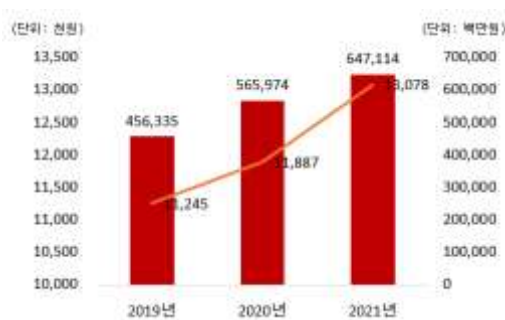
우선 신차 공급이 지연됨에 따라 자동차 구매에 대한 수요가 대체재인 중고차와 렌탈 시장으로 이동하고 있다. 현재 신차 주문부터 출고까지 소요되는 기간은 차종별로 적게는 1개월부터 많게는 16개월까지 매우 길며, 실제로 인기 차량들인 EV6, 아이오닉5, GV 시리즈는 차량을 받아보기까지 기본 10개월 이상이 걸리고 있는 상황이다. 이에 신차를 구하지 못한 사람들이 중고차와 장기 렌탈 시장으로 몰려들어 국내 2019년 대비 2020~2021년의 중고차 거래건수는 20만건 이상, 동사 기준 평균 매각 금액은 단위당 120만원 이상 상승하였다.

그림 2-1. 국내 중고차 연간 총 거래수



출처: 통계청, SMIC 3팀

그림 2-2. 롯데렌탈 중고차 매출&경매가격



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

물론 '신차를 구입 → 렌탈 서비스를 제공 → 서비스가 완료된 차를 중고로 매각'하는 동사의 입장에서 신차 가격의 상승은 비용 증가처럼 보일 것이다. 그러나 이는 사실이 아니다. 렌탈 및 중고차 산업은 비용에 일정한 수준의 마진을 붙이는 구조로, 비용 상승분의 가격 전가가 매우 용이하기 때문이다. 즉, 신차가격이나 금리인상에 따라 비용이 증가하더라도 동사의 마진은 유지되거나 오히려 향상되는 것이다.

실제로 본 보고서가 중고차 플랫폼을 통해 임의의 차량을 선정하여 가격을 살펴본 결과, 현재 중고차 가격은 신차 가격과 이례적으로 적은 격차를 보이고 있다. 2020년 2월에 출시된 K5 3세대 모델의 중고판매 가격은 3,030만원으로 책정되었다. 해당 차종의 과거 신차 출고 가격은 3,200만원이다. 2년이 지난 중고 차량은 감가가 거의 되지 않았고 94.7%의 높은 가격 방어율을 나타냈다. 2018년 기준 출시된 지 6개월된 차량의 잔존가치를 분석한 결과 80~85%의 가격 방어율을 보인 것과 비교하면 매우 이례적인 상황이다.

정리하자면 차량용 반도체 부족과 지정학적 요인들로 촉발된 신차 공급난은 최소한 2023년까지 완전히 해소되지 못할 것이며, 이러한 상황에서 현재 중고차 및 렌탈 업계는 신차 공급난 및 출고 지연으로 인해 증가하는 수요와 높아진 단가를 동시에 누리고 있는 상황이다. 이것만으로도 동사의 2021년 매출은 7.6%, 영업이익은 53.5% 상승하였다.

그런데 정말 중요한 사실은, 2021년에 관찰된 이 정도의 수익성 개선이 앞으로 맞이할 2022년부터의 폭발적인 성장에 비하면 빙산의 일각에 불과하다는 점이다. 도대체 뭐가 더 남았을까? 동사가 몸 담고 있는 중고차 및 렌탈 시장에 어떤 지각변동이 닥쳐오고 있는 것일까? 다음 절에서 그 필연적 변화의 정체가 무엇인지 알아보자.

투자포인트 1. 중고차의 팔문개방(八門開放), Q와 P가 폭발한다

앞 절에서 신차 지연이 당분간 이어질 것임을 증명하였으나, 실제로 중고차 가격 피크아웃 우려는 꾸준히 제기되어 왔다. 그런데 신차 지연으로 인한 중고차 가격 상승이 지금 끝자락에 와있다고 해도, 시장에 찾아온 본질적인 변화로 인해 훨씬 더 큰 수혜를 앞두고 있다면 어떨까? 본 보고서는 앞으로의 한국 중고차 시장이, 그 중에서도 특히 동사가 지금까지 한번도 경험해보지 못한 폭발적인 양적, 질적 성장을 이뤄낼 것이라 확신하며, 현대차 진입 이후 근본적으로 달라져 과거의 억눌려 있던 성장률에서 벗어나 제 궤도에 오른 중고차 시장에서 동사는 무엇 하나 빼앗기는 부분 없이 오롯이 수혜를 입을 것임을 증명하고자 한다.

3.1. 3년만에 드디어! 생계형 적합업종 지정취소

지난 3월 17일, 생계형 적합업종 심의위원회가 ‘중고자동차판매업’을 생계형 적합업종에서 미지정하기로 결의하면서 N년만에 드디어 대기업 중고차 시장 진출의 문이 열렸다. 이는 드디어 현대차, 기아차 등 완성차 업체들과 동사와 같은 대기업이 딜러들이 아닌 소비자에게 직접 차량 매물을 판매할 수 있게 되었음을 의미한다. 이에 현대차는 발 빠르게 ‘인증중고차’를 골자로 하는 구체적인 중고차 사업 BM을 제시하며 2022년 4분기부터 시장에 진입하겠다고 밝혔다. 소비자가 중고차 구입을 꺼리는 핵심 원인이었던 판매자와 소비자간 정보의 비대칭 해소에 기여하는 역할을 맡겠다는 것이다.

3.2. 인증 중고차, 그리고 한국의 중고차 시장

그렇다면 인증 중고차 제도란 도대체 무엇일까? 그리고 이 제도의 도입이 어떻게 국내 중고차 시장의 고질적인 불신 문제를 해결할 수 있을까?

현대차의 인증 중고차 제도란 1) 5년, 10만km 이내 자사 브랜드차량을 대상으로 2) 중고차 품질검사 및 인증체계(매집점검-정밀진단-인증검사)와 수리를 거친 매물을 3) 정비와 내외관을 개선하여 중고차의 상품성을 신차 수준으로 높이고 4) 차량가치를 객관적으로 평가해 5) 판매가격을 소비자들에게 투명하게 제시하는 중고차 품질 인증의 토털 종합 솔루션이다.

진단 및 수리 절차를 거치기 때문에 일반적인 중고차보다 가격이 높으나, 소비자의 중고차 시장에 대한 신뢰도를 대폭 상승시키는 효과가 있다. 실제로 본 보고서는 중고차 시장이 선진화된 독일과 미국은 인증 중고차의 판매 비중이 각 17%와 6%로 한국의 3%보다 눈에 띄게 높음을 확인하였다. 완성차 업체들을 비롯한 여러 플레이어들이 시장의 투명성을 제고하고, 소비자도 이러한 업체들을 통해 거래한 결과이다.

물론 국내 중고차 시장의 고질적인 문제를 해결하고자 하는 문제는 이번이 처음이 아니다. 과거 2010년경 중고차 거래의 온라인화, 2014년 거래실명제 등 여러 제도와 트렌드가 시도되었으나, 그럼에도 불구하고 중고차 시장의 양적, 질적 지표는 눈에 띄게 낙후되어 있었다.

실제로 20년 한국의 신차 대비 중고차 판매량 계수는 1.55로 중고차 시장이 활성화 되어있는 영국(2.9) 미국(2.4) 독일(1.9)에 비해 훨씬 낮다. 여기에 중고차 시장의 인프라 및 투명도를 보여주는 정량적 지표인 개인 간 직거래 비율에서도 53.5%로 미국(33%) 독일(29%)에 비해 월등히 높다. 딜러를 신뢰하지 못해 판매자와 구매자가 만나서 거래하는 비중이 무려

국내 중고차 시장의 절반을 넘어선 것이다.

실제 전경련에서 실시한 '중고차 시장에 대한 인식' 설문조사에서는 중고차시장이 불투명/혼탁/낙후하다는 의견이 2019년 76.4%에서 20년 80.5%로 증가하였고, 투명/선진화되었다는 의견은 2019년 17.5%에서 2020년 11.8%로 감소하였으며, **시장 참여자인 소비자와 판매자 모두 중고차 시장의 개선 필요성에 공감하고 있다.**

본 보고서는 역대 한국 중고차 시장의 성장 기울기가 기형적으로 낮았다고 진단한다. 한국의 중고차 판매량 계수를 독일과 동일한 1.9로 증가시킨 뒤 성장분이 모두 '사업자 대상 중고차 시장'으로 흘러 들어간다고 가정하여 당사자 거래 비율을 계산한 결과 46.1%라는 수치가 도출되었는데, 이는 선진국 대비 여전히 높은 값이다.

앞으로 중고차 시장에 대한 인식이 크게 개선되어 성장분이 전부 다 사업자에게 돌아감에도 불구하고 당사자간 거래 비율이 선진국들의 평균 수치보다 높다는 것은, **과거 한국 중고차 시장의 성장 기울기가 평균 대비 압도적으로 저조했다는 의미이다.**

또한 당사자 거래 비율이 굉장히 높다는 사실, 즉 중고차 시장에 대한 소비자들의 강한 불신이 이러한 낮은 성장 기울기에 지대한 역할을 했다는 것을 유추할 수 있다. 중고차 판매량 계수도 타 국가 대비 저조한 모습인데, 이를 통해 시장의 불투명성이 중고차 시장의 질적 성장과 양적 성장 모두를 강하게 억누르고 있었다는 결론을 내릴 수 있다.

그림 3-1. 신차 판매량, 중고차 판매량 및 중고차 판매 방식별 통계

계수	승용차+승합차 내수 판매량	중고차 실질 등록수	사업자 대상 중고차 시장규모	당사자 거래 규모	당사자 거래비율
1.55	1,480,198	2,587,253	1,291,800	1,295,453	50.1%
1.90	1,480,198	2,812,376	1,516,923	1,295,453	46.1%
2.40	1,480,198	3,552,475	2,257,022	1,295,453	36.5%

*계수 증가로 인한 중고차 등록수 증분이 사업자 대상에 전량 더해진다고 가정

출처: SMIC 3팀

3.3. 중고차 시장, 이제 좋아질 일만 남았다

그렇다면 이렇게 기형적인 국내 중고차 시장에, 대기업이 들어온다고 대체 무엇이 달라질 수 있을까? 후술하겠지만, 대기업 진출은 시장의 규모와 질을 근본적으로 변화시킨다. 이는 1) 신뢰도 높은 플레이어의 존재가 시장의 근본적인 불신을 해소하여 기존에는 중고차를 구입할 생각조차 없었던 신규 수요를 유입시키며, 2) 동시에 P까지 상향 안정화시키기 때문이다.

그런데 인증 중고차 제도가 정말 그렇게 중요할까? 말로만 변한다고 하고, 실제로는 도입 전 후에 아무런 차이도 발생하지 않는 건 아닐까? 선결하자면, 이는 사실과 전혀 다르다.

인증 중고차 제도가 실제로 시장에 얼마나 큰 변화인지 확인하기 위해, 이미 해당 제도가 운영되고 있는 수입 중고차 브랜드의 거래량 추이를 이정표 삼을 수 있다. 본 보고서가 이미 인증 중고차 제도를 운영하고 있는 수입차 브랜드들의 거래량 추이를 분석한 상단의 자료를 보자. 인증 중고차의 성장률이 비인증 중고차에 비해 압도적으로 압도적으로 높다.

그림 3-2. 신차와 인증 중고차의 판매 성장률 대비

	2017	2018	2019	2020	2021	성장률
수입 중고차 전체						
합계	389,204	422,523	391,789	432,989	484,372	124%
주요 브랜드 신차						
BMW	59,624	50,524	44,191	65,682	65,669	
벤츠	68,861	70,798	78,133	76,879	76,152	
아우디	962	12,450	11,930	25,513	21,242	
폭스바겐	0	15,390	8,510	17,615	13,444	
렉서스	12,603	13,334	12,241	8,911	9,752	
볼보	6,604	8,524	10,570	12,800	15,053	
포르쉐	2,789	4,285	4,262	7,779	8,413	
합계	151,443	175,305	169,837	215,179	209,725	138.5%
주요 브랜드 인증 중고차						
BMW	8,955	8164	8,521	10848	12,305	
벤츠	3,780	4640	6,450	7760	9,700	
아우디	1,800	5148	1,963	4415	4,600	
폭스바겐	447	1620	813	2657	1,979	
렉서스	364	741	780	1148	1,306	
볼보	0	242	476	633	1,030	
포르쉐	209	250	320	555	822	
합계	15,555	20,805	19,323	28,016	31,742	204.1%

출처: SMIC 3팀

수입 인증 중고차의 사례에서 엿볼 수 있듯, 이제야 마침내 가능해진 중고차 시장의 대기업 진출은 현대차 인증 중고차 수요가 폭증하고 → 이에 맞추어 기존 기업들도 고품질의 자체 인증 중고차 및 제반 인프라를 제공하며 → 전반적인 중고차의 신뢰도가 상승하고 신규 수요가 생겨나는 선순환의 시작인 것이다.

3.4. 얼마나 좋아질까?

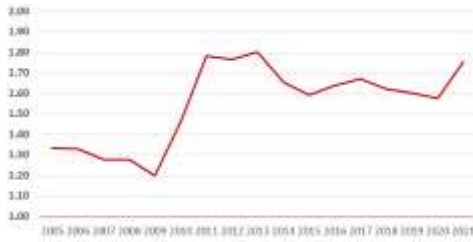
좋다, 대기업 진출에 따라 국내 중고차 시장이 변화의 초입에 도달했다는 건 알겠다. 그런데, 그 변화의 규모는 도대체 얼마나 될까? 작은 물결에 불과할까, 아니면 거대한 파도가 될까?

그렇다면 2021년 기준 신차 시장의 1.55배에 불과한 중고차 시장이 앞으로 얼마나 커질 수 있을지 가능해보자. 이를 추정하기 위해서는 ‘시장의 성장을 가로막는 부정적인 인식의 개선’ 효과를 계량화해야 하며, 달리 말하면 ‘시장의 인식이 긍정적으로 전환되는 사건’이 과거에도 존재했는지 살펴봐야 한다. 이 시기의 중고차 시장이 현재와 유사한 이유, 즉 전반적인 시장의 투명화와 수요 증가를 바탕으로 성장했다면 당시의 변화를 참고할 수 있기 때문이다. 본 보고서는 이러한 조건을 만족하는 시기로 2010~2013년을 제시한다.

당시 중고차 시장의 변화를 이끌 것으로 기대되었던 트리거는 중고차 온라인 거래의 활성화였다. 온라인거래가 활성화되면 시장과 장소의 제약 없이 전국의 중고차 정보를 확인 및 주문할 수 있으며, 훨씬 많은 매물 정보를 얻을 수 있고 딜러의 관여 정도가 적어 시장이 투명해진다는 장점이 있다.

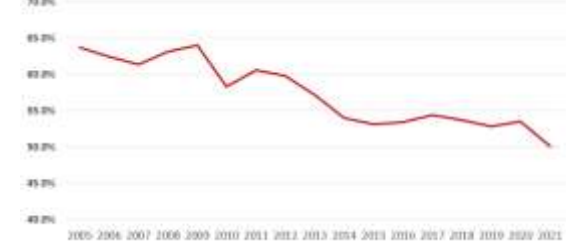
실제로 업계 1위 업체였던 SK엔카는 등록대수 2010년 약 50만대에서 2013년 약 65만대로 차량대수 및 거래액이 대폭 증가하였다. 중고차 판매 계수 역시 연달아 2년 동안 22%씩 상승하였고, 당사자 거래 비율도 64.0%에서 58.3%로 급감하였다. 중고차 시장이 인식 개선 효과의 기대감을 오롯이 누리던 시기였던 것이다.

그림 3-3. 중고차 거래 계수



출처: SMIC 3팀

그림 3-4. 당사자 거래비율



출처: SMIC 3팀

그러나 이러한 시도는 얼마 가지 못해 좌절되었다. 중고차 온라인 거래의 활성화가 기대한 효과를 거두지 못했기 때문이다. 바로 온라인 허위 매물의 급증 때문이었다. 2013년 6월 경기도청이 온라인 중고차 사이트와 자동차등록원부를 대조해 허위매물 여부를 조사해본 결과, 온라인 중고차 매물 70%가 허위매물이었을 정도였다.

이러한 온라인 허위 매물의 급증으로 2014년 인감실명제가 시행되었고 이로 인한 매물의 투명성 증가로 당사자 거래 비율이 감소했으나 중고차 판매 계수 역시 크게 감소하여 시장의 성장이 정체하게 된다. 본 보고서가 집계한 수치에 따르면 2005년부터 2009년까지 5년간 중고차 등록은 17.6% 상승한 반면, 이후 2014년부터 2020년까지 7년간은 10.9% 상승한 것에 그치는 것으로 나타났다.

그러나 앞으로 중고차 시장이 맞이할 구조적인 성장은 온라인화처럼 일시적이지도 않으며, 인감실명제처럼 어느 한쪽에 부정적인 영향을 야기하지 않는다. 오히려 중고차 시장의 성장을 규모에서도, 퀄리티 측면에서도 모두 막고 있던 '시장에 대한 부정적인 인식'을 걷어내어 폭발적인 성장이 가능한 미래이다. **대기업 진출을 앞둔 지금, 2022년 중고차 시장의 변화는 2010~2013년의 상황과는 질적으로 다른 것이다.**

이에 본 보고서는 성장의 기울기가 적어도 과거 온라인화 및 인감실명제를 실시했을 때와 유사하다고 가정하여 미래의 중고차 시장 규모와 당사자 거래 비율을 도출하였다. 23년 이후 국내 승용차 판매량은 과거 15년간의 평균 성장률을 적용해 계산하였고, 중고차 판매 계수는 신차 래깅과 현대차 진입의 효과를 복합적으로 고려하여 추정하였다.

그림 3-5. 신차 판매량과 중고차 실질 등록수 계수 대비

연도	국내 국산+수입 승용차 판매량	중고차 실질 등록수	계수	YoY 계수 성장률	
2005	944,451	1,258,380	1.33		
2006	976,211	1,299,738	1.33		
2007	1,039,806	1,329,268	1.28		
2008	1,020,502	1,304,930	1.28		
2009	1,235,736	1,479,724	1.20		
2010	1,308,326	1,916,270	1.46	22.3%	
2011	1,316,321	2,348,160	1.78	21.8%	
2012	1,306,749	2,308,260	1.77		
2013	1,293,524	2,328,934	1.80		
2014	1,410,302	2,333,925	1.65	-8.1%	
2015	1,570,676	2,501,811	1.59		
2016	1,568,658	2,570,089	1.64		
2017	1,529,992	2,554,739	1.67		
2018	1,558,642	2,526,082	1.62		
2019	1,536,715	2,459,629	1.60		
2020	1,642,374	2,587,253	1.58		
2021	1,480,198	2,596,333	1.75	11.3%	
2022	1,480,100	2,890,716	1.95	11.3%	신차 래깅 증가 등 반도체공급난 심화 고려
2023	1,532,470	3,245,574	2.12	8.4%	현대차가 들어와서 증가하는 효과 22.3%와
2024	1,586,694	3,643,994	2.30	8.4%	코로나 기저 11.3%의 상승효과를 함께 고려해 성장률 도출
2025	1,642,835	3,467,933	2.11	-8.1%	차량 판매량은 22년은 1분기*4
2026	1,700,964	3,590,638	2.11	0%	23년 이후는 코로나 이전 15년간의 평균 판매량 성장률 적용

출처: SMIC 3팀

당사자 거래 비율 추정에서는 현대차가 점유율을 상승시키는 24년까지는 시장 전반의 구조적인 투명성 및 인식 개선의 효과가 지속될 것이기에 동일한 성장률을 적용하였으며 이후에는 flat 처리하였다. 2024년 기준 거래 계수는 2.3으로 미국과 동일한 것에 비해 당사자 거래 비율은 여전히 선진국들의 수치를 크게 미치지 못하는 것으로 미루어 보아, 당사자 거래의 감소세는 본 보고서 추정치보다 가파르거나 혹은 과거와는 다르게 중장기적으로 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

3-6. 중고차 실질 등록수, 중고차 사업 거래 등록수, 중고차 당사자거래 등록수

연도	중고차 실질 등록수	중고차 사업자거래 등록수	중고차 당사자거래 등록수	당사자거래 비율	
2005	1,258,380	456,740	801,640	63.7%	
2006	1,299,738	487,658	812,080	62.5%	
2007	1,329,268	514,043	815,225	61.3%	
2008	1,304,930	481,109	823,821	63.1%	
2009	1,479,724	532,073	947,651	64.0%	
2010	1,916,270	798,875	1,117,395	58.3%	온라인 도입으로 인한 거래비율 변화
2011	2,348,160	924,815	1,423,345	60.6%	91.1%
2012	2,308,260	927,077	1,381,183	59.8%	
2013	2,328,934	997,434	1,331,500	57.2%	중고차 실명제로 인한 거래비율 변화
2014	2,333,925	1,074,125	1,259,800	54.0%	94.4%
2015	2,501,811	1,172,811	1,329,000	53.1%	
2016	2,570,089	1,195,689	1,374,400	53.5%	
2017	2,554,739	1,165,239	1,389,500	54.4%	
2018	2,526,082	1,168,382	1,357,700	53.7%	
2019	2,459,629	1,160,329	1,299,300	52.8%	
2020	2,587,253	1,202,453	1,384,800	53.5%	반도체 수급난이 야기한 거래비율 변화
2021	2,596,333	1,296,333	1,300,000	50.1%	93.5%
2022	2,890,716	1,536,702	1,354,014	46.8%	반도체 수급난의 심화, 21년과 비율 적용
2023	3,245,574	1,861,398	1,384,177	42.6%	온라인 도입으로 인한 거래비율 변화를 적용
2024	3,643,994	2,228,983	1,415,011	38.8%	온라인 도입으로 인한 거래비율 변화율 적용
2025	3,467,933	2,121,288	1,346,644	38.8%	
2026	3,590,638	2,196,346	1,394,293	38.8%	

출처: SMIC 3팀

그럼 동사에게 돌아오는 수혜는 무엇일까? 본 보고서가 자체 추산한 동사의 판매량 점유율을 분석한 결과 다음과 같이 동사의 롯데렌탈 중고차 판매량이 2019년부터 2024년까지 점차 증가했다. 이후 2025년을 기점으로 중고차 판매시장이 성숙하여 사업자 거래대수가 일시적으로 다소 감소할 것이나, 해당 시점을 기준으로 롯데렌탈의 Guidance인 M/S 10%를 달성한다고 가정하면 롯데렌탈은 연간 약 8만여대의 중고차를 판매할 수 있을 것이다.

그림 3-7. 롯데렌탈 중고차 판매량 예상치

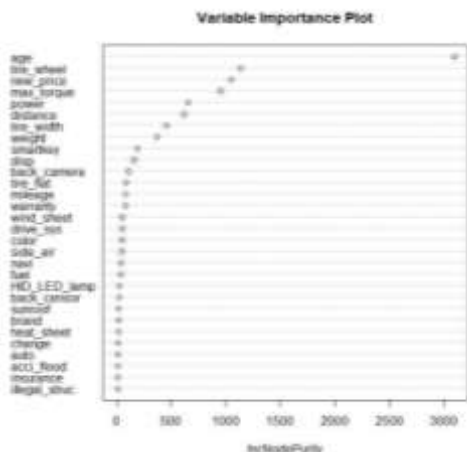
연도	사업자 거래대수	롯데렌탈 중고차 판매량	판매량 점유율	롯데렌탈 Guidance
2019	1,160,329	40,582	3.50%	
2020	1,202,453	47,611	3.96%	
2021	1,296,333	49,482	3.82%	
2022	1,536,702	57,749	3.76%	74,626
2023	1,861,398	69,952	3.76%	115,002
2024	2,228,983	83,765	3.76%	175,202
2025	2,121,288	79,718	3.76%	212,129
2026	2,196,346	82,539	3.76%	2025년 M/S 10%

출처: SMIC 3팀

3.5. 그림 가격은 (P) 얼마나 오르는데?

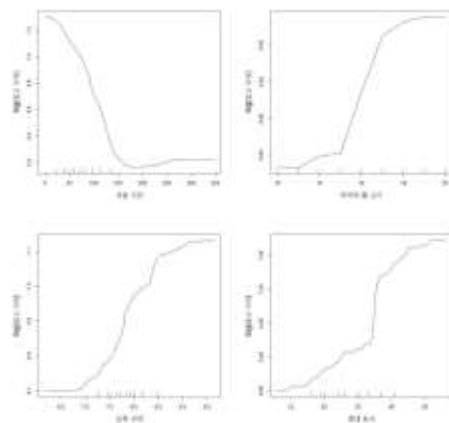
그렇다면 과연 가격은 얼마나 상승할까? 중고차 시장의 가격 상승분을 추정하기 위해서는 1) 중고차 가격을 결정짓는 변수들에 무엇이 있는지를 파악하고 2) 이러한 변수들이 현대차 진입에 따라 어떻게 변화할 것인지 추이를 분석하는 과정이 요구된다. 결론부터 말하자면, 가격 상승의 연쇄 작용이 중고차 시장에 도래할 예정이다.

그림 3-8. 중고차 가격 예측 모형 변수 중요도 그림



출처: 조수진(2019), 국산 중고차 가격 예측 및 영향요인 분석, 이화여자대학교 대학원, SMIC 3팀

그림 3-9. 중고차 가격 예측 모형 변수 별 가격 영향



출처: 조수진(2019), 국산 중고차 가격 예측 및 영향요인 분석, 이화여자대학교 대학원

우선 중고차 가격의 결정 변수를 파악하기 위해 위의 자료를 보자. 중고차 가격 예측에 가장 중요한 요소는 차량 연식이며, 그 다음으로 타이어휠 크기, 신차 가격, 최대 토크, 마력, 주행 거리이다. 이를 3가지 layer로 다시 분류한다면 1) 차량이 얼마나 오래 됐는가 2) 차량의 스펙(타이어 휠, 토크, 마력), 3) 그 해의 신차 가격에 따라 중고차의 가격이 결정된다고 할 수 있다. 직관적으로 생각해봐도 차량의 연식과 스펙, 그리고 그 해의 신차 가격이 중고차 가격

을 결정한다는 가정에는 무리가 없다.

한편 ‘중고차의 평균 가격 상승률’을 도출하는 것이 목적이기에 위의 3가지 변수에서 앞의 2가지는 자연스럽게 배제된다. 1) K-car의 차량 연식별 판매량 통계에 따르면 매출 비중은 매년 대동소이하고, 2) 매년 판매되는 중고차의 평균 스펙이 1~2년 사이에 크게 달라질 것이라 판단하기 어렵기 때문이다. 즉 중고차의 평균 가격은 그 해에 팔리고 있는 신차들의 평균 가격에 직결된다는 결론을 얻을 수 있다.

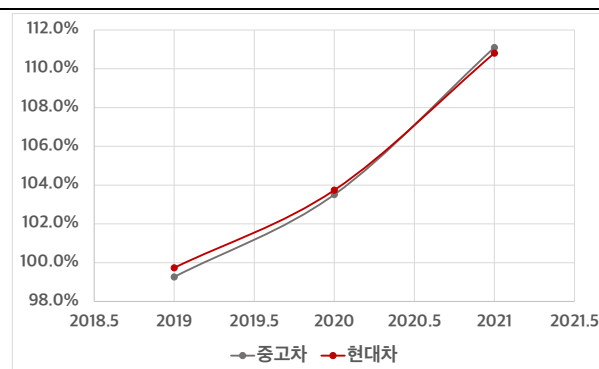
실제로 현대차 사업보고서상 16~21년 국내 승용차 평균 가격과 K-car의 매출액 중 화물차 및 기타 매출을 제외하여 산출한 중고차 평균 가격의 상승률을 비교 분석한 결과, 신차와 중고차의 가격 상승률은 1년의 시차를 두고 거의 동일하게 나타났다. 이는 ‘신차’가 ‘중고차’가 되기까지의 시간이 반영된 결과라고 판단되는데, 차가 출시된 그 해에 곧바로 되파는 비중이 작기 때문이다. 실제로 K-car의 1년 이하 연식 매출액 비중은 6~7% 수준으로, 연식이 낮은 매물의 가격이 더 높다는 사실을 함께 고려하면 매우 작다.

그림 3-10. 중고차 가격 예측 모형 변수 중요도 그림

	2018	2019	2020	2021
	비중	비중	비중	비중
10년 초과	0.02	0.02	0.02	0.02
9년 초과~10년 이하	0.01	0.02	0.02	0.02
8년 초과~9년 이하	0.03	0.03	0.03	0.03
7년 초과~8년 이하	0.05	0.05	0.05	0.04
6년 초과~7년 이하	0.07	0.06	0.06	0.06
5년 초과~6년 이하	0.09	0.09	0.1	0.1
4년 초과~5년 이하	0.13	0.14	0.16	0.16
3년 초과~4년 이하	0.2	0.2	0.2	0.2
2년 초과~3년 이하	0.2	0.19	0.17	0.17
1년 초과~2년 이하	0.14	0.13	0.12	0.12
1년 이하	0.07	0.07	0.06	0.07
합계	1	1	1	1

출처: 케이카, SMIC 3팀

그림 3-11. 연도별 신차 대비 중고차 가격 상승률



출처: SMIC 3팀

3.6. 상생인 듯 아닌 듯

현대차가 판매하는 ‘양질의 중고차’는 전체 시장 대비 아주 큰 규모는 아니지만, 동사와 같이 시장을 리드하는 업체들에게 있어서 결코 무시할 수 없는 존재이다. 현대차와 유사한 수준의 서비스를 제공하지 않는다면 기존 소비자들의 이탈뿐만 아니라 신규 수요의 창출 역시 부진할 수 밖에 없기 때문이다.

이에 제반 시설을 구축할 인력과 자금이 부족한 기존 영세업자들은 이러한 양질의 중고차 수급에 어려움을 겪을 것으로 판단된다. 앞으로의 중고차 시장 성장이 ‘근본적인 투명성 개선’에 기인하는 것을 상기하면, 단순히 인증 중고차 급의 양질의 상품을 취급하지 못한다는 사실 자체로 영업에 큰 타격이 올 가능성이 높다.

또한 현대차의 인프라와 A/S 노하우를 거친 중고차는 일반 중고차보다 가격이 높게 형성될 것이 자명한데, 실제로 수입 브랜드들의 인증 중고차들은 일반 중고차보다 5~10% 이상 높게 책정되어 있다. 동사를 비롯한 시장의 주요 플레이어들은 현대차와 동등하거나 그 이상의 서비스를 제공하는 대가로 높은 가격을 책정하는 것이 합리화되지만, 포지셔닝이 애매한 다수의 사업자들은 그렇지 못하다. 중고차 판가가 선도 업체들에 의해 점차 인상될수록 중고차의 가치가 상승하고, 자연스레 매입가도 소폭이나마 상승할 수 밖에 없으며 이 과정에서 대다수의 영세업자들의 비용 부담이 가중될 것으로 판단한다.

이러한 일련의 흐름은 앞서 분석한 3) 신차 가격 외에도 1) 차량 연식과 2) 중고차의 스펙에도 영향을 주어 중고차 가격을 연쇄적으로 상승시킬 것이다. 첫째로, 중고차의 매입가가 상승한다는 것은 연식에 따른 감가율도 소폭이나마 개선이 된다는 것을 의미하고, 일정 수준의 가격을 인정받는 연식의 범위가 늘어날 개연성이 충분하기 때문이다. 둘째로, 선도 업체들의 A/S, 품질보증, 부품교체 등의 서비스를 통해 중고차의 꾸준한 스펙업이 가능해 제공하는 서비스가 늘어나면 늘어날수록 가격 인상의 가속도는 더 증가할 것으로 판단된다.

3.7. 현대차가 들어와서 나빠지는 건 없어?

이처럼 동사 중고차의 Q와 P가 동반 상승할 것이 명확해졌다. 그렇다면 이제 다음 질문을 던져야 할 시점이다. 현대차가 자체 중고차 사업을 시작하면 1) 중고차 물량 확보에 어려움이 생기거나, 2) 현대차에 고객들을 빼앗기거나, 3) 경쟁이 심화되며 가격 경쟁이 시작되는 건 아닐까? 결론부터 말하자면, 이는 전혀 걱정할 필요가 없다.

그림 3-12. 중고차 실질 등록수, 중고차 사업 거래 등록수, 중고차 당사자거래 등록수

연도	중고차 실질 등록수	현대차+기아량 Captive 물량	전체 수요 대비 현대차 점유율
2021	2,596,333		
2022	2,890,716	125,000	4.3%
2023	3,254,564	180,000	5.5%
2024	3,654,088	255,000	7.0%

*현대차: 중고차 250만대 기준 시장점유율 22년 2.5%, 23년 3.6%, 24년 5.1% 제시, 기아도 동일한 점유율 가정

출처: SMIC 3팀

그림 3-13. 중고차 실질 등록수, 중고차 사업 거래 등록수, 중고차 당사자거래 등록수

연도	인증중고차(고품질 중고차) 대수	고품질 중고차 잔여 대수	필요 외부조달 물량	외부조달/잔여대수
2021	1,038,533	1,038,533	4,948	0.48%
2022	1,156,286	1,031,286	5,775	0.56%
2023	1,298,230	1,118,230	6,995	0.63%
2024	1,457,598	1,202,598	8,377	0.70%

*외부 조달 비중 10%가 전부 인증중고차라고 가정

출처: SMIC 3팀

동사 Q에 대한 우려의 목소리는 중고차의 매입과 매도 측면으로 나누어볼 수 있다. 크게 1) 양질의 중고차(인증 중고차)를 보유한 고객들이 현대차에 물량을 우선적으로 넘길 가능성이 크고, 2) 인증 중고차를 새로 사려는 고객들도 현대차를 통해 신뢰도 높은 물량을 얻고 싶어 할 것이기에 동사에게 떨어질 판매량 증가분은 생각보다 적을 것이라는 주장이다. 왜 이러한 우려가 불필요한지 차례대로 살펴보자.

먼저 첫째, 소비자들이 인증 중고차를 동사에게 우선적으로 공급해주지 않아도 전혀 무관하다. 동사는 신차를 대량으로 구매하고 → 렌터카로 운영한 뒤 → 4년가량 지난 차량을 중고차로 판매하는, 자체 공급 비율이 90%에 달하기 때문이다. 나머지 10%를 외부의 경매장 및 고객으로부터 직매입 하고 있는데, 설령 이 물량이 모두 '고객으로부터 매입하는 인증 중고차'라고 가정해도 24년 기준 시장에 풀린 인증 중고차 물량의 0.7%만 확보할 수 있다면 된다.

그림 3-14. 중고차 업체 매출액 규모별 이익율

매출액규모별	사업체수	중사자수	매출액 (백만원)	영업비용 (백만원)	영업이익 (백만원)	이익율
50 백만원 미만	396	567	19,831	21,724	-1,893	-9.5%
50~100 백만원	395	827	65,666	51,091	14,575	22.2%
100~500 백만원	1,141	2,504	342,332	337,199	5,133	1.5%
500~1,000 백만원	1,136	3,484	1,052,469	1,029,731	22,738	2.2%
1,000~5,000 백만원	2,519	13,660	4,887,729	4,838,726	49,003	1.0%
5,000~10,000 백만원	697	5,454	3,724,035	3,684,565	39,470	1.1%
10,000~20,000 백만원	43	820	607,198	602,549	4,549	0.7%
20,000~30,000 백만원	18	481	414,557	404,914	9,643	2.3%
30,000 백만원 이상	17	710	1,307,847	1,289,612	18,235	1.4%
총계(평균)	6,361	28,508	12,421,665	12,260,211	161,454	1.3%

출처: SMIC 3팀

그림 3-15. 중고차 실질 등록수, 중고차 사업 거래 등록수, 중고차 당사자거래 등록수

연도	연매출 10억 미만 영세업체 물량	고품질 중고차 수요 증가분 - 현대차 물량
2021	123,763	
2022	122,899	-7,247
2023	133,260	-38,057
2024	143,314	-95,632

출처: SMIC 3팀

둘째, 앞서 언급했듯이 현대차가 야기하는 전반적인 업계의 서비스 품질 향상과 중고차 가격 상승의 트렌드는 동사와 같은 시장 지배 사업자들에게 우호적이다. 영세한 업체들이 별도의 인증 제도를 운영하며 양질의 중고차를 공급하기에 어려운 환경이 조성될 가능성이 높다. 매출액 10억 미만의 영세 중고차 사업자들의 부분만 시장에 폴리더라도 현대차로 인한 물량 감소의 효과를 상쇄하고도 남는다.

3.8. P와 수익성에 대한 의문

위와 같이 Q는 보존되더라도, 중고차 업계의 경쟁강도 증가로 경쟁업체들의 치킨게임이 펼쳐져 P가 떨어져 동사의 수익성이 훼손되는 것 아닐까? 본 보고서는 그렇지 않음을 본 절에서 분명히 하고자 한다. 현대차의 중고차 시장 진출은, '중고차 시장 자체'를 통한 수익원 확보가 주목적이 아니다. 현대차가 그리는 큰 그림을 살펴보자.

앞서 본 보고서가 추정한 결과에 기반하면, 24년 기준 현대차그룹은 전체 중고차 시장의 7%를 차지할 것으로 판단된다. 10만 km 이하 주행한 양질의 중고차로 한정해도 10% 수준이다. 기존의 주요 사업자들을 위협하면서 시장점유율을 가져가려는 의도라기엔 현대차의 내수 시장에서의 지배력을 감안하면 터무니없이 낮다.

그렇다면 현대차의 중고차 시장 진입 목적은 무엇일까? 바로 중고차 가격으로 인한 신차 구매 유도 및 감가율 방어이다. 신차 구매 시 소비자들이 크게 고려하는 요소 중 하나는 중고차 감가율이다. 향후 새 차를 구입하기 위해서 중고차를 매각해야 하는데, 이 때 제 값을 받지 못하면 신차 구매에 큰 부담으로 작용하기 때문이다. 이 때 중고차의 감가율이 높으면 중고차 판매 시 제 값을 받지 못하고, 이로 인한 기대심리 하락이 신차 가격에 영향을 미쳐 신차 업체가 신차 판매 시 할인 및 프로모션을 진행해야 한다. 그 후 낮아진 신차 가격은 또다시 중고차 가격을 하락시키는 순환이 일어나게 된다.

실제로 인증중고차 제도를 실시하고 있는 수입 인증중고차 가격을 분석해본 결과, 메르세데

스-벤츠 차량이 할인 프로모션 폭이 큰 BMW, 아우디보다 비슷한 연식 및 주행거리에서 훨씬 잔존율이 높고 높은 가격대를 형성하고 있는 것으로 조사됐다. 특히 신차의 할인율이 높았던 아우디 A6 40 TDI의 경우 주행거리, 연식 대비 특히 잔존율이 낮아 신차 가격이 중고차 가격에 영향을 준다는 것을 확인해볼 수 있었다.

그림 3-16. 수입차 차종별 잔존율

차종	신차가격	연식	주행거리	중고차가격	잔존율
벤츠 E300 메틱 익스클루시브	8230만원	2019년 12월식	12490km	7100만원	86.3%
BMW 520D 럭셔리 플러스	6780만원	2020년 8월식	9009km	4900만원	72.3%
아우디 A6 40 TDI	6925만원	2020년 6월식	12913km	4500만원	65.0% 신차 할인율 높았음
벤츠 E300 4메틱 익스클루시브	8230만원	2020년 9월식	2241km	7000만원	83.4%
벤츠 E300 4메틱 AMG	8110만원	2020년 6월식	6200km	7100만원	87.5%
벤츠 E300 4메틱 아방가르드	7510만원	2018년 10월식	34337km	5100만원	67.9%
BMW 520D 럭셔리 플러스	6780만원	2020년 8월식	5680km	5000만원	73.7%
BMW 520D M 스포트 플러스	7200만원	2017년 11월식	35869km	4100만원	56.9%
아우디 A6 45 TFSI 콰트로 프리미엄	7144만원	2021년 2월식	150km	5400만원	75.6%

출처: SMIC 3팀

즉, 완성차 업체 입장에서는 수익율을 극대화하기 위해 신차 가격과 중고차 감각율을 방어해야 한다. 현대차가 막대한 투자를 하면서까지 중고차 시장에 진출하고자 하는 이유는 바로 여기에 있다. 인증 중고차 제도를 실시함으로써 자사의 중고차 가격을 전반적으로 상승시켜 신차 가격을 방어하려는 목적을 갖고 중고차 시장에 진입하는 것이다.

실제로 이는 현대차가 시장 내 점유율 CAP을 스스로 설정했다는 명확히 드러난다. 그렇다면 만약 현대차가 약속한 점유율 제한을 지키지 않을 가능성은 없을까? 본 보고서는 아래의 이유로 현대차가 그러한 선택을 할 가능성이 거의 없음을 직접 확인하였다.

첫째, 생계형 적합업종 지정 취소는 조건 없이 영구적으로 지속되는 면죄부가 아니다. 2013년 중고차 산업이 생계형 적합업종으로 지정되며 본래 진출해있던 대기업들이 시장에서 철수할 수밖에 없었던 것처럼, 현대차가 제시한 합의안을 지키지 않을 경우 4년 뒤인 2026년 생계형 적합업종으로 재지정될 위험이 있다. 생계형 적합업종 지정 시 심사 항목으로 '대기업 등에 대한 사업참여 승인 절차'를 거치기 때문이다. 중고차 시장 진입에 막대한 투자를 시작한 현대차의 입장에서, 자발적으로 제시한 점유율 제한을 지키지 않음으로써 투자자의 과실도 누리지 못하고 물러나는 것은 득보다 실이 많은 선택이다.

둘째, 현대차의 주목적은 무조건적인 시장 점유율 확대에 있지 않다. 상술하였듯 중고차 시장으로의 진입은 신차 판매 시 더 높은 가격을 책정할 수 있게 하기 위한 선순환의 시작이다. 목표한 바가 중고차 시장 내에서의 무자비한 성장이 아닌 상황에서, 자신이 판매하지 못하는 물량은 현대글로벌비스를 통해 B2B로 판매함으로써 손쉽게 추가 수익을 올릴 수 있는 현대차가 약속된 제한을 어겨가며 무리한 전략을 펼칠 이유가 없다.

여기에 만약 현대차가 상생안의 시장점유율을 준수하지 않을 경우에는 업계 반발을 야기하여 브랜드 이미지에 악영향을 끼칠 것이므로 중고차 시장 진입의 취지와 반대되며, 먼저 점유율 상방을 제시한 현대차 입장에서 굳이 감수할 위험도 아니다. 이러한 이유로 현대차의 중고차 시장 독과점 우려는 기우에 불과하며, 본 보고서는 동사가 중고차 시장에서 그 지위를 계속 영위할 수 있을 것으로 판단하였다.

후결하자면, 현대차가 중고차 시장에 진입하면서 시장이 개방되어 중고차 시장 P와 Q가 동반 상승해 동사는 이로 인한 수혜를 가져갈 것이라고 판단된다.

시너지 탈탈 뺏어져 나오는 렌탈

앞선 절에서는 ‘안 그래도 수익성 좋은’ 동사의 중고차 사업부가 시장의 근본적인 변화로 인해 실적의 규모와 질, 두 마리 토끼를 모두 잡으며 ‘전보다도 더 수익성이 좋은’ 사업부로 변모해가는 과정을 살펴보았다. 그런데 동사의 중고차 사업부만이 아니라 영업이익률이 상대적으로 떨어졌던 렌탈 사업부마저 체질 개선에 나섰다면 어떨까? 장기 개인 렌탈 비중의 가파른 증가에 따라 자체적인 수익 구조 개선과 중고차 사업부의 수익성까지 책임지는, 더없이 매력적인 동사의 차량 렌탈 사업을 알아보자.

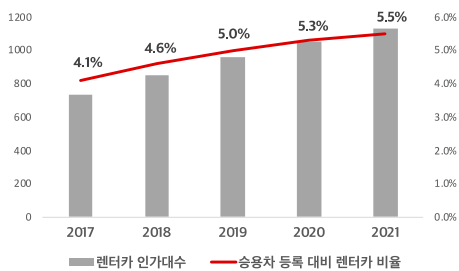
4.1. 렌탈, 너까지 좋아지면 어쩌자는 거야?

4.1.1. 동사의 차량 렌탈업, 어떻게 하고 있을까?

동사가 제공하는 렌터카 서비스는 크게 단기 대여와 장기 대여로 나뉜다. 우선 1) 단기 대여는 대여 기간이 1년 미만인 차량 렌탈을 의미한다. 만 21세 이상 개인, 혹은 업무를 위해 단기간 비정기적으로 차량을 사용하는 법인 등이 주 고객층이다. 반면 2) 장기 대여는 대여 기간이 1년 이상인 차량 렌탈로, 이는 다시 법인 장기 대여와 개인 장기 대여로 구분된다. 최근에는 차량관리 편의성 등으로 개인 장기대여 계약이 증가하고 있으며, 장기대여 기간이 종료된 중고차는 동사의 중고차 경매장인 롯데오토옥션을 통해 매각된다. 렌터카 시장의 규모가 성장하는 상황에서 브랜드 인지도와 영업망, 차별화된 부가서비스를 제공하는 **대형업체 중심**으로 시장 재편이 이루어지고 있다.

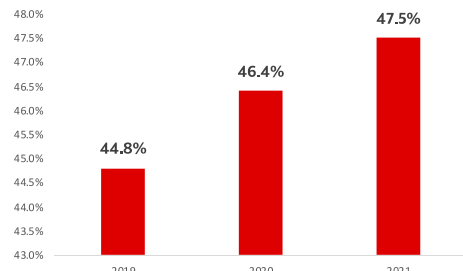
그림 4-1. 국내 렌터카 시장의 성장

(단위: 천대, %)



출처: 국토교통부, 한국렌터카사업조합연합회, SMIC 3팀

그림 4-2. 렌터카 상위 3사 점유율 증가 추세

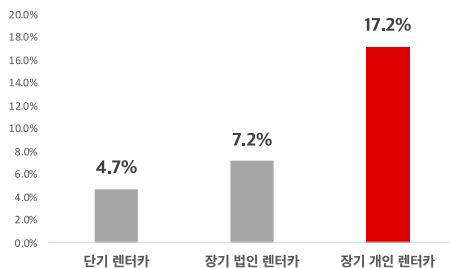


출처: 한국자동차대여사업조합연합회, SMIC 3팀

4.1.2. 렌탈의 알짜배기, ‘장기’ ‘개인’ 렌탈

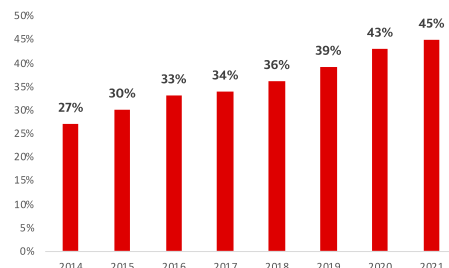
상술하였듯 동사의 차량 렌탈 사업은 크게 단기 렌탈 / 장기 법인 렌탈 / 장기 개인 렌탈로 나뉜다. 이 중 단기 보다는 장기, 장기 중에서는 개인 렌탈의 비중이 가파르게 증가 중이다.

그림 4-3. 동사 차량 렌탈 유형별 매출 CAGR (최근 3개년)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

그림 4-4. 동사 장기 개인 렌탈 비중 추이



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

이는 1) 차량용 반도체 수급난으로 인한 신차 래깅 문제가 지속되고 있고, 2) 소비자 입장에서 신차 구매보다 장기 렌탈을 할 경제적 유인이 존재하며, 결정적으로 3) 장기 법인 렌탈이 이미 포화상태에 도달했기 때문이다.

첫째, 앞서 언급하였듯 차량용 반도체 수급난으로 신차 생산 래깅 문제가 지속되고 있다. 이는 여행이나 출장과 같은 이유의 비정기적인 단기 렌탈에 대한 수요 촉진과는 관련이 없지만, 신차 구매와 관련된 “장기 개인 렌탈” 수요를 촉진시킨다. 소비자들이 신차를 구매할 경우 차량을 인도받기 까지 평균 1년, 인기 차종의 경우 평균 9개월을 대기해야 하는 상황인데, 이 기간을 기다릴 수 없는 사람들이 생겨나기 때문이다. 렌터카 업체는 고객으로부터 원하는 사양의 차량을 주문 받은 다음 완성차 업체로부터 모델을 구입하여 고객에게 대여하는데, 보통 수요가 많거나 선호도가 높은 차량을 미리 구매해 놓아 바로 출고가 가능하여 빠르게 인도하고 있다.

둘째, 소비자 입장에서 신차 직접 구매보다 장기 개인 렌탈이 더 합리적인 선택이다. 렌터카 업체에서도 장기 렌탈 고객에게 신차를 제공하기 때문에 실질적으로 소비자가 누리는 차량의 품질은 똑같다. 그런데 비용적 측면에서 렌탈이 신차 구매보다 저렴할 수 있다. 그 이유는 렌터카 업체에서는 완성차 업체로부터 차량을 한번에 대량 구매하고 있기 때문에 개인이 구매하는 것보다 더 저렴한 가격으로 인도받고, 렌터카 반납을 받은 후에는 해당 차량을 중고차로 매각한다. 이러한 점으로 렌터카 업체에서는 더 저렴하게 차량 제공이 가능하다.

셋째, 장기 법인 렌탈의 성장이 정체되어 있다. 장기 법인 렌탈 수요 증가에 영향을 미치는 새로운 요인이 부재한 상황으로 법인 재계약 물량만 발생하고 있기 때문이다. 반면 장기 개인 렌탈은 그 상방이 열려있는 상태로 현재 수주량이 가파르게 상승하고 있는 상황이다. 앞으로 장기 렌탈 내에서도 개인 비중이 증가할 수밖에 없는 것이다.

그림 4-5. 인기차량 최대 지연 출고 기간(22년 2월 기준)

회사	모델	출고기간
현대	쏘나타	5개월
	아반떼	7개월
	그랜저	6개월
	코나	7개월
	투싼	9개월
기아	싼타페	8개월
	쏘렌토	16개월 이상
제네시스	스포티지	16개월 이상
	G90	9개월
	GV60	12개월
	GV70	6개월
	GV80	9개월

출처: 현대차, SMIC 3팀

그림 4-6. 장기 개인 렌탈과 할부구매 비용 비교 (쏘나타 2.0 기준)

항목	렌터카 (인수형)	할부구매
초기비용	보증금(30%) 764만원	선수금(30%) 992만원 (취등록세 등 포함)
월 할부금	51만원(36개월 1836만원)	53만원(36개월 1908만원)
유지비용	없음	564만원(보험료 및 자동차세 등)
정산비용	776만원(명의변경시 세금 포함)	중고차가 1650만원
총비용	3361만원	3475만원

출처: 동사, 현대차 홈페이지, 보배드림, 손해보험협회,, SMIC 3팀

그런데 여기에서 진짜 주목해야 할 점은, 장기 렌탈 내에서도 개인 렌탈이 법인 렌탈에 비해 수익성이 좋다는 사실이다. 이는 신차 대신 렌탈을 선택한 개인들이, 영업 용도의 차량을 구하는 법인보다 고가 대형 모델의 차량을 선호하기 때문이다.

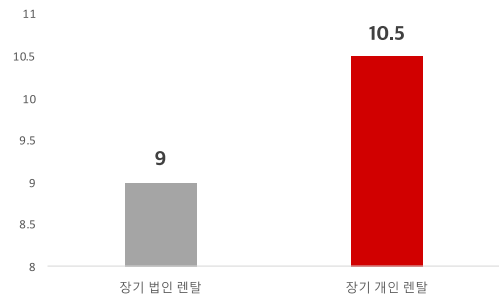
실제로 본 보고서가 확인한 바에 따르면 법인 업무용 렌탈 인기 차량은 아반떼, 코나, 레이 등 준중형 세단과 SUV가 절반 이상을 차지했다. 반면 장기 개인 렌탈 인기 차량은 카니발, 아반떼, 그랜저로 나타났다. 해당 모델들의 차량가 차이는 아래 그림에 제시하였다.

그림 4-7. 법인 렌탈과 개인 렌탈 선호 차종과 차량가

법인 렌탈 Top 3	차량가 (단위: 원)	개인 렌탈 Top 3	차량가 (단위: 원)
아반떼	19,010,000	카니발	33,750,000
코나	24,810,000	아반떼	19,010,000
레이	14,425,000	그랜저	33,650,000
평균	19,415,000	평균	28,803,333

출처: 동사, 현대차, SMIC 3팀

그림 4-8. 장기렌탈 부문별 영업이익률 분석 결과(단위:%)



출처: SMIC 3팀

지금까지는 장기 개인 렌탈의 비중이 증가할 수밖에 없는 상황에서, 이러한 현상이 동사의 안정적인 매출확보와 수익성 개선에 기여한다는 점을 확인하였다.

그렇다면 개인 렌탈이 법인 렌탈에 비해 정확히 얼마나 더 유리한 것일까? 본 보고서는 상단의 [그림4-8]에서 렌탈 사업 부문별 매출 추이와 렌탈업 전체의 이익률 및 단기렌탈과 B2B 렌탈 이익률 지표를 동사로부터 확인하여 각 유형별 이익률을 분석하였다. **비중은 크고 수익성을 높이는 어려운 렌탈 부문 내에서, 영업이익률이 1.5%가량 높은 개인 렌탈이, 단순히 비중만 늘어나는 것이 아니라 절대적인 규모부터 성장하고있다는 사실에 주목할 필요가 있다.**

덧붙여 장기 개인 렌탈 비중의 확대는 렌탈 서비스를 제공하는 기업에 내재하는 불안정한 수익구조 해결의 KEY가 된다. 동사의 단기렌탈은 1년 이내로 최대 가동률이 30% 대 수준이다. 즉, 단기 렌탈의 수익성은 높더라도 기업의 안정적인 펀더멘탈 확립에 기여할 수 없다.

반면, 동사에 따르면 장기 렌탈의 경우 99% 이상의 가동률을 유지하며, 한 번의 계약으로 3-5년 꾸준한 매출을 발생시키기 때문에 장기적 관점에서 기업의 실적 안정성에 기여한다. 보유차량의 가동률이 높을수록 이자비용, 인건비, 판관비 등 대당 고정비가 낮아지기 때문이다. 특히 장기 렌탈 내에서도 개인의 계약기간은 4~5년으로 법인 평균인 3년에 비해 긴 것으로 나타난다.

정리하자면 수익성 개선과 안정적인 매출 발생에 가장 유리한 ‘장기’ ‘개인’ 렌탈이 그 규모와 비중을 폭발적으로 늘려가면서, 중고차 사업부보다 영업이익률이 상대적으로 낮았던 렌탈 부문에서조차 수익성 개선 효과가 나타나고 있는 것이다.

Why 롯데렌탈?

지금까지 논의한 내용을 정리하면 다음과 같다.

- 1) 현재 동사의 시장은 신차 지연으로 중고차와 렌탈의 P와 Q가 전반적으로 증가하고
 - 2) 안 그래도 수익성이 좋던 중고차 사업부는 대기업의 진입으로 시장 자체의 사이즈가 폭 발함과 동시에 P도 상향 안정화됨으로써 마진이 더욱 높아지며
 - 3) 비교적 이익률이 낮았던 렌탈 역시 '개인' '장기' 렌탈의 증가로 수익성이 개선되고 있다.
- 위의 내용을 모두 검토한 후 남는 최종적인 질문은 바로 한 가지이다. 이러한 전방에 해당하는 여러 기업들 중 왜 굳이 동사에 주목해야 할까?

5.1. 중고차가 좋으면 중고차 원툴 사면 되지, 왜 렌탈까지?

우선 첫 번째로, 어쨌든 중고차 매각이 렌탈보다 수익성 좋은 사업부라면 왜 중고차 사업만을 영위하는 기업이 아니라 렌탈 사업까지 함께 달려있는 동사를 보아야 할까? 이는 동사의 중고차 매각 마진이 이렇게 높을 수 있는 이유가 바로 렌탈 사업의 존재이기 때문이다.

앞서 언급하였듯 동사는 중고차 매각 물량의 90% 이상을 렌탈 사업부에서 서비스했던 차량으로 자체 조달하고 있다. 렌탈에서 활용되던 차량을 직접 연계하여 매각할 경우 1) 중고차에서 중요한 안정적 수급에 용이하며 2) 중고차 매매 시 차량의 히스토리를 쉽게 파악하여 차량 품질 판정과 차량 보증에 용이하다. 즉, 중고차를 직매입해서 매각하는 것보다, 렌탈에 활용되던 차량을 중고차로 매각하는 것이 유리한 것이다.

그림 5-1. 동사와 렌탈 전 케이카 중고차 사업부 이익률 비교

	롯데렌탈 중고차 사업부	케이카 중고차 사업부 (렌탈 사업 전)
중고차 경매장 소재지	안성	오산
주요 물량	자사, 위탁, 매입	위탁, 매입
평균 출품대수(20년)	1119대	908대
낙찰률(20년)	71.8%	70.8%
중고차 사업부 이익률(20년)	8.1%	2.8%

출처: 동사IR,SMIC 3팀

실제로 렌탈 없이 중고차 매매만 하는 업체와 둘 모두를 영위하는 동사의 수익성을 비교해보면 이를 가시적으로 확인할 수 있다. 렌탈업 유무를 제외하고 동사와 가장 유사한 중고차 매매업을 했던 업체는 2020년의 케이카로, 렌탈 사업에 본격적으로 뛰어들기 전 동사와 마찬가지로 중고차 경매장을 운영하면서 온라인 중고차 플랫폼을 운영했다. 케이카는 경매장보다 이익률이 높은 온라인 플랫폼도 함께 운영했음에도 자체 공급하는 중고차 물량이 없었다.

이는 케이카의 동사보다 낮은 이익률로 이어졌다. 또한 추가적으로, 케이카가 2021년 본격적으로 렌탈업을 시작하면서 중고차 사업부 이익률도 2.8%에서 3.4%로 성장했다. 중고차 사업부가 진가를 발휘하기 위해서는 렌탈 사업의 든든한 뒷받침이 필요한 것이다.

5.2. 똑같은 전방이라도, SK렌터카보다 크게 웃는 동사

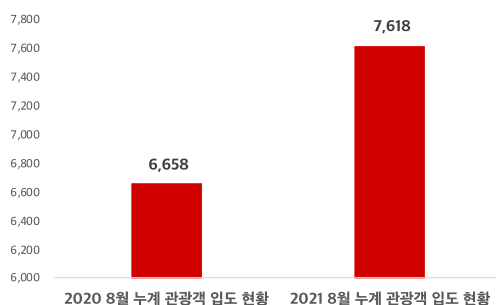
그렇다면 이제 남은 질문은 하나뿐이다. 렌탈과 중고차 사업부를 모두 잡고 있는 핵심 경쟁사, SK렌터카보다 동사에 주목해야 하는 이유는 무엇일까? 간단하다. 양사는 동일한 전방 상황 속에서 본 보고서가 제시한 투자포인트를 공유하지만, 그 수혜 정도가 다르기 때문이다.

동사와 SK렌터카는 렌탈과 중고차 사업을 모두 영위한다는 점, 렌탈 비중이 중고차보다 높다는 점, 경매장을 통한 b2b 거래를 한다는 점, 하반기부터 중고차 b2c 시장에 진입할 계획이라는 점을 포함하여 차량의 매입과 판매, 보유 대수와 점유율 등 사업 전반에 걸쳐 매우 유사한 BM을 가지고 있다. 그러나 이러한 사업적 동질성에도 불구하고 현재 SK렌터카는 동사보다 높은 멀티플에 거래되고 있다.

그렇다면 SK렌터카가 현재 동사보다 비싸게 거래되고 있는 이유는 무엇일까? 이는 최근 코로나19로 인해 국내 단기 렌탈 수요가 증가한 상황에서, 제주도 지역 내 점유율이 동사에 비해 높은 SK렌터카가 장기 렌탈보다 마진이 높은 단기 렌탈을 통해 일시적으로 수익성을 개선하였기 때문으로 파악된다.

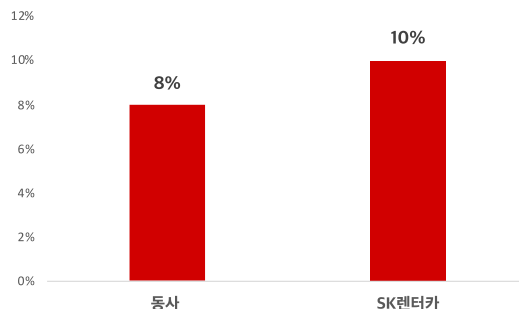
그림 5-1. 제주도 관광객 증가 현황

(단위: 천 명)



출처: 동사IR, SMIC 3팀

그림 5-2. 제주도 단기 렌터카 점유율



출처: 동사, 현대차, SMIC 3팀

또한 SK렌터카가 높은 멀티플을 받았던 두번째 이유는 최근 렌터카 기업 중 가장 가파르게 렌터카 차량 보유 대수를 늘리며 점유율을 증가시켰기 때문이다. 그러나 SK렌터카가 보유 차량 대수를 높일 수 있었던 이유는 SK네트웍스로부터 20년부터 장기 렌탈 계약이 끝난 차량을 이관 받았기 때문이다. 1년에 18000대 이상의 물량을 이관 받은 것으로 파악되며, 장기 렌탈의 계약이 끝난 물량을 받는 것이므로 22년과 23년에도 비슷한 물량을 이관 받을 것으로 보인다. 그렇다면 길어야 23년에는 차량 이관이 끝나게 되고, 이후에는 과거만큼의 외형 확장이 어렵다.

즉, 코로나19가 회복세에 접어든 지금의 상황에서 제주도 여행 수요 증가에 따른 단기 렌탈 수익은 계속해서 높은 멀티플을 부여 받을 근거로 불충분하다. 또한 외형 확장도 장기적으로 유지되기 어렵다. 따라서 사업 구조와 전방에 거의 차이가 없는 동사와 SK렌터카가 본 보고서가 제시한 투자포인트의 수혜를 유사하게 받는다면, 곧 희석될 요인으로 더 비싸게 거래되고 있는 SK렌터카를 선택할 이유가 없다.

여기에 1) 동사의 중고차 매각사업 노출도가 SK렌터카에 비해 5~10% 더 높고 2) 안정화 되었던 시장 내 점유율이 최근 다시 2~3% 더 벌어져 동사에 우호적으로 작용하고 있으며 3) 렌탈 부문 수익성 향상의 핵심이 되는 장기 렌탈 비중 성장률이 동사가 SK렌터카에 비해 훨씬 높다는 점을 고려하면 동사는 단순히 상승 여력만 큰 것이 아니라 본 보고서가 제시한 투자포인트의 수혜를 가장 온전히 받을 수 있는 기업이다.

Valuation

6.1. 매출 추정

6.1.1. 중고차 매출 추정

단위: 대, 백만	롯데렌탈 중고차 판매량	롯데렌탈 중고차 평균 판가	가격 변화율	중고차 매출액
2019	40,582	11.2		456,335
2020	47,611	11.9	105.7%	565,974
2021	49,482	13.1	110.0%	647,114
2022	57,749	14.9	113.8%	859,315
2023	69,952	16.9	113.8%	1,184,336
2024	83,765	17.9	105.7%	1,499,267
2025	79,718	18.9	105.7%	1,508,372
2026	82,539	20.0	105.7%	1,650,996

앞서 동사의 중고차 판매량에, 평균 판매단가를 추정하여 매출액을 추정하였다. 보고서 논리에 따라 20년 → 21년 현대차 승용차의 평균 판매단가 변화율 113.8%은 21년 → 22년 동사 중고차의 평균 판매단가 인상율과 거의 동일하다. 이에 22년 가격은 해당 비율을 적용하였다.

현대차가 이르면 내년 3월 사업을 개시할 것으로 추정되는 바, 23년 이후의 가격 인상은 신차 가격 외에도 중고차 자체의 품질과 단가 상승이 함께 견인할 것으로 판단된다. 그러나 이러한 효과를 합리적으로 정량화 하는 것은 불가능하거나 그 결과가 자의적일 가능성이 높다.

이에 과거 15년 → 20년 5년간의 현대차 승용차 가격 평균 상승률인 5.7%을 가격 변화율로 설정하여 보수적으로 추정하되, 실제 투자 집행 시에는 현대차의 중고차 시장 진출 직후부터 발표되는 현대차의 신차 가격 상승률과 동사 및 경쟁사들의 중고차 평균 판매단가를 지속적으로 트래킹하는 것을 권장한다. 보고서 논리에 따르면 중고차 가격의 상승률이 지금까지의 궤도보다 더 가파를 것이기에, 이를 계량화해 비교 분석하는 것 또한 유의미할 것이다.

6.2. 렌터카 매출추정

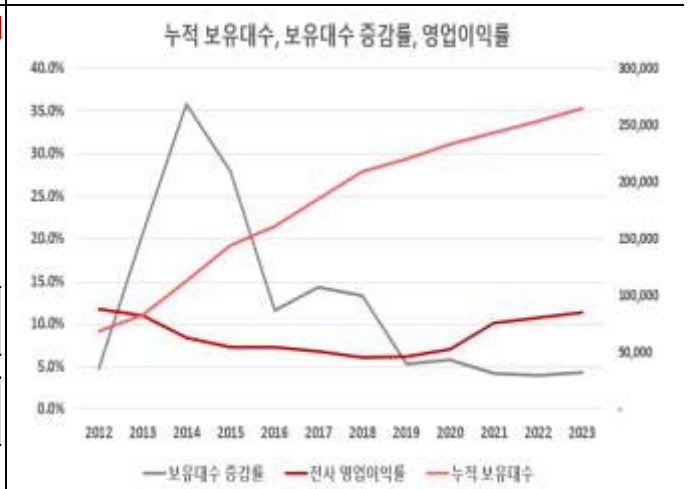
6.2.1. 렌터카 Q 추정

그림 5-1. 추이

연도	렌터카 등록수	롯데렌탈 점유율	롯데렌탈 보유대수	보유대수 증감률
2010	257,751	22.8%	58,767	
2011	288,634	22.8%	65,809	12.0%
2012	325,334	21.2%	68,971	4.8%
2013	371,856	22.4%	83,296	20.8%
2014	459,028	24.7%	113,150	35.8%
2015	543,657	26.6%	144,776	27.9%
2016	638,050	25.3%	161,554	11.6%
2017	731,864	25.3%	184,796	14.4%
2018	853,000	24.6%	209,497	13.4%
2019	959,057	23.0%	220,583	5.3%
2020	1,051,280	22.2%	233,870	6.0%
1Q21			235,723	0.8%
2Q21			235,336	-0.2%
3Q21			240,401	2.2%
2021			243,010	4.0%
1Q22			245,489	1.0%
2Q22			247,993	1.0%
3Q22			250,522	1.0%
2022E			253,078	4.0%
2023E	1,236,666	21.3%	263,295	4.0%

출처: SMIC 3팀

그림 1-2. 영업이익률 추이



전체 렌터카 등록 수에서 동사의 점유율을 곱하여 동사 렌터카 보유 대수를 추정하였다. 동사는 11년 14.0%의 전사 영업이익률을 기록한 뒤 지속적으로 하락하다가 18년 이후 렌터카 매입의 속도를 조절하며 수익성을 개선하고 있는 모습이다. 이를 반영하여 2020년~2021년 4개 분기의 QoQ 보유대수 증가율의 평균치를 활용, 2022년 각 분기에 적용하였다. 이후 23년은 flat 처리하였다.

5.2.2. 렌터카 매출액 추정

그림 1-3. 롯데렌탈

연도	롯데렌탈 보유대수	단기렌탈 차량 대수	단기렌탈 비율	평균가격/일	가동률	매출액	매출액 내 단기렌탈의 비중	렌탈 총 매출액
2018	209,497				37.0%	133,400		
2019	220,583	31,537	14.3%	32,282	34.5%	128,200	9.3%	1,385,723
2020	233,870	32,514	13.9%	30,133	30.9%	110,500	7.5%	1,470,571
2021 1H	117,668	12,578	10.7%	33,446	36.6%	56,200	7.5%	749,390
2021	243,010	25,156	10.4%	37,017	36.6%	124,401	8.0%	1,556,459
2022E	253,679	25,709	10.1%	44,603	36.6%	153,184	8.6%	1,776,659
2023E	264,547	26,259	9.9%	46,285	40.9%	181,282	9.3%	1,959,495

* 2021 1H까지의 Data는 투자설명서에 모두 기재된 fact data, 이를 활용해 2022년과 2023년 추정

* 2021 1H의 보유 대수는 0.5 곱하여 산출

단위: 원	2021			2022			
	차종	주중	주말	가중평균 가격	주중	주말	가중평균 가격
올뉴모닝(휘발유)	35,360원~	51,200원~		39,886	44,140원~	57,330원~	47,909
더뉴레이(휘발유)	36,750원~	53,450원~		41,521	45,960원~	60,480원~	50,109
모닝어반(휘발유)	36,750원~	53,450원~		41,521	45,960원~	60,480원~	50,109

*가중평균: (주중*5일 + 주말*2일) / 7일

출처: SMIC 3팀

앞서 구한 동사의 렌터카 보유 대수에, 단기 렌탈의 각종 지표와 보고서 논리를 활용하여 전체 렌터카 매출액을 추정하였다. 신뢰 가능하면서 유의미한 data로는 동사 투자 설명서에 기재된 수치를 활용하였다.

1) 20년에서 21년 상반기까지 단기렌탈 차량의 가동률과 평균 가격이 상승하는 반면, 동사가 보유한 전체 렌탈 차량에서 단기렌탈의 비중은 감소했다. 이는 신규 차량 매입이 장기렌탈에 쏠려서 발생한 현상으로, 가동률에 따라 수익성이 크게 영향을 받는 단기렌탈 차량의 비중을 낮추어 수익성을 개선하기 위한 움직임이라고 해석할 수 있다.

2) 이를 반영해 21, 22, 23년의 단기렌탈 차량 대수를 추정한다. 먼저 21년 하반기에는 단기렌탈 차량의 신규 매입이 없었다고 가정하여 단순 2배를 계상해 차량 숫자를 도출하였다. 이후 22년과 23년에는 전체 보유대수 증가율의 절반 수준으로 단기렌탈 차량의 보유 대수가 증가한다고 설정했다.

3) 22년의 단기렌탈 평균 가격은 21년과 22년 쏘카의 1일 단기렌탈 가격을 상승률을 직접 조사하여 반영하였다. 수요 증가, 신차 가격의 상승, 고금리 등의 영향으로 경차에서만 평균 20.5% 인상된 것으로 파악된다. 이를 22년의 가격으로 반영하고, 23년에는 중고차 P 선정 논리와 유사하게 15~20년의 현대차 가격의 평균 상승률을 적용해 추정하였다.

4) 19년 → 20년의 코로나로 인한 가동률 하락과 20년 → 21년 상반기 기저 효과로 인한 가동률 상승을 복합적으로 고려해 21년 전체 가동률을 도출했다. 지속적인 여행 수요 및 반도체 수급 영향으로 22년 가동률과 23년 가동률 역시 상승할 가능성이 존재하지만, 합리적 추정이 어려워 flat 처리하였다.

5) 이러한 단기렌탈 가격의 폭발적인 상승과는 달리, 장기 렌탈의 가격은 상승폭이 상대적으로 작은 편이다. 수익성 개선 차원에서 전체 차량의 매입을 크게 늘리지 않는 상황이라면, 가격 인상폭이 큰 단기렌탈의 매출 비중이 상승하는 것이 타당하다. 이에 23년에는 코로나 이전의 단기렌탈 매출 비중을 보일 것이라 설정해도 무리가 없다는 판단이다. 22년은 21년과 23년의 평균을 산출하여 매출 비중을 구하였고, 최종적으로 전체 렌탈 매출액을 추정했다.

6.2. 영업비용 추정

영업비용 추정							
(단위: 천 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
급여	73,469,278	80,401,461	88,186,668	95,364,967	106,863,601	115,572,984	124,992,183
퇴직급여	8,061,302	6,893,032	6,985,283	8,884,949	8,712,260	10,401,569	11,249,296
복리후생비	12,599,655	13,419,976	14,784,148	15,315,895	16,122,494	18,684,244	23,439,969
여비교통비	2,070,293	1,937,049	1,833,004	1,328,464	1,323,926	2,261,610	2,837,260
통신비	3,985,854	4,344,990	4,507,622	4,961,101	5,181,198	5,893,494	7,393,573
수도광열비	715,919	725,055	668,197	705,384	799,900	803,658	1,008,215
세금과공과	11,991,582	12,983,953	14,069,422	14,499,763	14,413,611	14,499,763	14,499,763
임차료	24,957,876	27,190,695	16,037,540	17,175,849	19,267,842	19,267,842	19,267,842
감가상각비	687,192,811	730,018,685	823,520,167	890,365,795	910,552,865	957,817,950	1,123,453,065
사용권자산상각비	0	0	47,987,985	40,870,710	41,155,529	43,338,075	43,338,075
무형자산상각비	8,395,072	11,576,339	8,322,225	7,497,873	8,982,006	8,954,703	8,954,703
수선유지비	8,489,196	8,182,562	7,491,237	9,398,988	10,335,624	11,251,216	14,115,003
보험료	101,036,489	111,110,216	124,838,007	146,735,251	162,999,169	169,737,532	176,247,169
집대비	376,856	373,526	468,864	445,451	510,451	535,772	672,143
광고선전비	17,046,870	17,074,047	29,732,736	18,027,069	14,707,513	25,181,293	31,590,721
운반및보관료	9,565,930	11,477,765	12,015,852	11,844,591	10,650,489	14,462,166	18,143,239
소모품비	1,058,664	1,214,720	1,567,186	2,055,729	1,401,101	1,875,203	2,352,501
차량관리비	112,374,559	123,769,475	133,865,997	131,032,797	143,582,336	149,518,010	155,252,204
지급수수료	101,381,813	130,480,489	87,850,667	79,794,874	85,712,136	128,602,501	161,335,864
도서인쇄비	341,705	325,233	336,062	238,873	224,189	535,772	672,143
교육훈련비	1,175,846	1,168,502	1,213,033	938,046	1,164,550	26,788,610	33,607,150
포상비	60,551	84,479	96,823	59,955	66,049	107,154	134,429
협회비	804,588	824,750	930,939	831,388	987,077	1,071,544	1,344,286
대손상각비	9,501,839	7,381,502	16,391,215	16,533,425	12,404,272	12,442,451	12,442,451
중고차판매원가	404,369,644	408,156,746	423,424,277	519,311,017	531,274,327	588,864,232	917,293,105
상품판매원가	8,980,359	17,711,281	24,143,783	26,899,386	40,533,078	23,653,577	23,653,577
할부판매원가	38,016,865	4,510,551	7,368,698	9,029,522	10,479,822	13,881,092	13,881,092
차입이자비용	11,405,797	15,231,468	18,292,826	15,159,731			
재고자산평가손실	854,612	431,790	147,547	647,201			
기타영업비용	5,519,848	4,901,912	7,600,392	6,169,887	16,756,574	26,947,335	33,806,275
합계	1,655,985,578	1,753,901,249	1,924,678,402	2,092,123,931	2,177,163,989	2,392,951,354	2,976,977,295

- ① 급여는 차량렌탈과 일반렌탈의 부문별 직원수와 1인평균급여액 자료를 바탕으로, 연평균 임금상승률과 평균승급률을 반영하여 추정해주었다. 도출된 값의 매출액 대비 비중을 확인한 결과 과거 추이와 어긋나지 않는 합리적인 수치로 판단된다.
- ② 임차료는 2019년 이후 그 값과 매출액 대비 비중이 크게 감소하는 모습을 보인다. IFRS 회계처리 기준 변경으로 인한 변화로 확인되어 2021년의 값을 flat 처리해주었다. 수선유지비의 경우 일반렌탈 부문에서 주로 발생하는 금액으로, 해당 부문의 매출액 대비 일정 비중을 유지하므로 이를 고려하여 구해주었다. 운반 및 보관료는 중고차 해외수출 과정에서 차량을 운반 및 보관하기 위해 지출되는 비용으로 추정된다. 그 비중이 일정하게 유지되는 경향을 보이므로 매출액과 연동하여 추정해주었다.
- ③ 감가상각비의 경우 단기렌탈의 내용연수는 5년, 장기렌탈의 내용연수는 3~4년으로 차이가 있다는 점을 함께 고려하여 별도 추정한 값을 적용해주었다. 동사 IR을 통해 확인한

결과 타당한 수치로 판단되어 그대로 사용하였다. 사용권자산상각비는 부동산, 오토렌탈, 일반렌탈의 모든 부문에서 매년 유사한 수준의 금액이 발생하므로 평균 처리해주었다. 한편 무형자산상각비가 2018년 소폭 증가한 이유는 소프트웨어 부문의 상각비가 일시적으로 증가했기 때문이다. 이를 제외하면 이후 영업권, 소프트웨어, 기타무형자산의 모든 부문에서 매년 유사한 수준의 금액이 발생하므로 역시 평균 처리해주었다.

- ④ 보험료는 렌탈해주는 차량에 대한 보험료를 일컬으며 동사의 차량보유대수와 관련 깊어 해당 수치를 참고하여 구해주었다. 차량관리비는 동사가 렌탈 및 판매하는 차량 매물에 대한 관리비로 추정되어, 역시 차량보유대수와 연동하여 구해주었다. 지급수수료의 경우 경매 및 판매 과정에서 차량을 운반하기 위해 외부업체에 지불하는 수수료가 대부분을 차지한다. 매출액과 연동하여 추정해주었다.
- ⑤ 중고차판매원가는 장기렌탈 계약기간 동안 상각이 완료된 차량의 잔존 액수가 잡히는 구조이다. 따라서 중고차판매원가와 렌탈 부문 감가상각비의 합산 금액을 차량보유대수 및 신차 가격을 고려하여 추정한 뒤, 해당 값에서 다시 렌탈 부문 감가상각비를 감하여 추정해주었다. 도출된 값의 매출액 대비 비중을 확인해도 이전의 추이에서 어긋나지 않으므로 합리적인 수치라고 판단하였다. 상품판매원가와 할부판매원가의 경우 일반렌탈 부문에서 규칙성 없이 발생하는 금액으로 타당한 추정이 불가능하여 평균 처리해주었다.
- ⑥ 한편 2021년 기타영업비용의 갑작스러운 급증은 차입이자비용과 재고자산평가손실 항목이 해당 항목으로 합쳐졌기 때문으로, 2022년부터는 세 계정의 합산 금액을 기준으로 매출액에 연동하여 추정해주었다.
- ⑦ 나머지 계정의 경우 매출액과 일정한 비율을 유지하며 동행하거나 타당한 추정이 불가능해 평균 또는 flat 처리해주었다.

6.3. 금융손익 추정

금융손익 추정							
(단위: 천 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
이자수익	3,544,961	7,432,588	3,897,974	1,219,223	1,320,100	3,029,313	3,029,313
외환차익	80,712	362,520	465,852	669,625	1,113,189	538,380	538,380
외화환산이익	916,986	728,272	1,003,750	3,875,842	13,301	1,307,630	1,307,630
당기손익-공정가치측정 금융상품 평가이익		2,770,443	5,748,444	3,166,258	4,068,773	3,938,480	3,938,480
파생상품 거래이익					3,016,344	0	0
파생상품 평가이익			1,311,651		6,507,137	0	0
금융이익	4,542,658	11,293,823	12,427,671	8,930,948	16,038,844	8,813,802	8,813,802
이자비용	70,765,811	83,122,818	98,055,128	95,649,561	92,303,229	89,956,855	89,956,855
외환차손	99,174	135,323	323,664	263,419	3,490,895	862,495	862,495
외화환산손실	1,312,783	33,473	1,247,808	985,907	8,004,423	2,316,879	2,316,879
당기손익-공정가치측정 금융상품 평가손실				4,372,218	389,924	0	0
파생상품 평가손실				3,715,609		0	0
기타금융상품처분손실		243,890				0	0
현금흐름위험회피 평가손실		318,421				0	0
당기손익인식금융부채평가손실	210,029			3,715,609		0	0
금융원가	72,387,796	83,853,925	99,626,600	104,986,714	104,188,471	93,136,229	93,136,229

외환차익과 외환차손은 해외 수출 과정에서의 환율 변동에 의해 발생하며, 현 시점에서 합리

적인 추정이 불가능하므로 평균 처리하였다. 외화환산이익과 외화환산손실은 해외 법인에 매물을 넘길 때에 발생하는 금액으로, 역시 현 시점에서 자의적인 추정이 무의미하므로 평균 처리해주었다. 이자수익은 이자발생금융자산에 2021년 유효이자율을 곱해 추정해주었다.

한편 동사의 기업신용등급은 AA-(부정적)에서 AA-(안정적)으로 상향되었으며, 그 과정에서 이자비용 절감효과가 발생할 것으로 기대되는 상황이다. 여기에 전체 차입금 중에서 5, 7년물 고정금리의 장기 차입금이 70% 이상을 차지함을 고려하면 현재 우려되는 금리 인상의 영향 역시 미미할 것으로 판단된다. 나아가 IPO 공모자금이 차입금 상황에 투입되며 20년말 3.85조 규모였던 순차입금은 21년말 대폭 축소되었다. 이러한 사실들을 고려하여 2017~2021년보다 소폭 감소한 유효이자율을 적용, 최고치였던 2019년의 이자발생금융부채 금액에 해당 수치를 곱해 이자비용을 추정해주었다. 도출된 값은 동사의 신용등급 상황에 따라 이자비용이 약 100억원 가량 절감될 것이라는 설명을 감안할 때 합리적인 수준으로 판단된다.

이외의 항목들은 타당한 추정이 불가능하거나 일회성으로 발생하는 금액이므로 평균 또는 0 처리해주었다.

6.4. 기타영업외손익 추정

기타영업외손익 추정							
(단위: 천 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
임대수익	12,130	41,297	13,656	49,477	30,094	29,331	29,331
로열티수익						0	0
유형자산처분이익	100,781	614,493	530,309	593,428	877,554	543,313	543,313
유형자산손상차손환입		87,779	156,201			0	0
대손충당금환입	15,235				18,900	0	0
잡이익	1,872,805	2,512,052	5,415,334	3,087,800	3,357,723	3,249,143	3,249,143
기타수익 합계	2,000,951	3,255,621	6,115,500	3,730,705	4,284,271	3,821,787	3,821,787
유형자산처분손실	3,004,292	3,550,476	4,020,459	5,443,582	3,624,793	3,928,720	3,928,720
유형자산손상차손	14,422		25,016	874,826	370,665	321,232	321,232
무형자산처분손실			40,225	150,131	13	63,456	63,456
무형자산손상차손	6,351,367			959,003	392,000	2,567,457	2,567,457
기타의대손상각비	4,258	13,099	150,000		1,398	42,189	42,189
기부금	841,029	624,444	1,218,206	891,977	1,381,252	991,382	991,382
잡손실	322,176	307,000	345,325	1,659,395	5,367,231	1,600,225	1,600,225
기타비용 합계	10,537,544	4,495,019	5,799,231	9,978,914	11,137,352	9,514,661	9,514,661

잡이익은 세부 항목의 파악이 어렵고 비정기적인 사건 발생에 따라 튀어오르는 금액이므로 합리적인 추정이 불가능해 평균 처리해주었다. 잡손실의 경우 위약금, 면직금을 포함하여 사고 및 해지 위약금 등 비정기적인 사건 발생에 따라 증가하는 금액이므로 역시 타당한 추정이 어렵다고 판단하여 평균 처리해주었다. 로열티 수익은 해외 법인으로부터 수취하는 금액으로 사실상 거의 발생하지 않으므로 0 처리해주었다. 나머지 항목들은 합리적 추정이 불가능하거나 일회성으로 발생하여 평균 또는 0 처리해주었다.

6.5. 법인세 추정

법인세 추정							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
법인세비용차감전순이익	53,339	38,553	39,036	57,645	150,415	218,343	286,463
법인세비용	18,307	8,523	10,187	16,130	36,836	61,136	80,210
유효법인세율	34%	22%	26%	28%	24%	28%	28%

2017년의 법인세율 비중 증가는 일시적인 사건 때문이었으며, 2018년 이후로는 유효법인세율이 꾸준히 20%대 수준으로 유지되고 있다. 따라서 2017년을 제외하고 2018~2020년의 유효법인세율과 법정법인세율 구간을 고려하여 상단인 28%를 부여해주었다.

6.6. Valuation: Peer PER Method

6.6.1. Valuation Method 선정 논리

동사가 영위하는 렌탈사업의 핵심은 규모의 경제 실현과 조달 금리로, 단기적인 이익보다는 자산 확대에 따른 시장 점유율 확보가 중시된다. 또한 주요 영업자산인 렌터카의 감가상각비가 비용에서 매우 큰 비중을 차지하는 산업 특성상, 상이한 상각 기준의 영향을 제거하고 자산 확대에 따른 잠재적인 성장성을 반영하는 EV/EBITDA 멀티플을 부여하는 것이 타당하게 느껴질 수 있다. 그러나 1) 매우 큰 비중을 차지하는 2022과 2023년 동사의 순차입금을 추정하는 것은 현실적으로 어려우며 설령 가정을 덧붙여 추정한다고 해도 그 왜곡의 정도가 심하고, 2) 주요 업체들의 점유율 변동이 작아지고 동사와 주요 경쟁사가 유사한 규모의 신차 매입 전략을 펼치고 있는 상황에서 안정적인 조달과 비용 효율화를 통한 수익성 유지가 자산 확대만큼이나 중요해졌을 뿐만 아니라 3) 동사는 중고차 시장의 근본적인 변화에 따라 구조적인 수혜를 앞두고 향후 성장성이 가시화되는 시점에 있다. 때문에 앞으로 이어질 큰 폭의 실적 향상을 반영할 수 있는 PER Method가 동사의 가치 산정에 적합하다고 판단하였다.

렌탈과 중고차 사업부를 분리하여 각각의 가치를 합산하는 방식 또한 고려하였으나 시장이 동사 및 경쟁사에 부여해온 멀티플 구간의 상방이 명확한 상황에서 SOTP Method를 통해 과대계상된 가치에 멀티플을 부여할 경우 시장이 납득 가능한 수준보다 높은 수치가 도출될 것을 우려하였으며, 비용 구조를 알지 못하는 상황에서 합리적인 추정이 어렵다고 판단하였다. 또한 시장이 집중하고 있는 중고차 사업부의 경우 수익이 나지 않는 신사업이 아니라 이미 수익이 발생하며 가파른 성장성이 더해지고 있는 상황이므로 그 성장의 과실을 충분히 반영할 수 있으리라 판단되어 PER Method를 Valuation Method로 선정하였다.

6.6.2. Target PER Multiple 선정 논리

본 보고서는 동사의 Target PER Multiple로, 현재 동사가 받고 있는 PER 11배를 그대로 부여한다. 이는 동사가 받고 있는 멀티플에 이미 중고차 시장 진출에 대한 기대감이 반영된 상태라고 판단하였기 때문이다. 생계형 적합업종 지정취소에 따라 대기업이 중고차 시장에 진출하게 된 지 다소 시간이 흘렀고, 그에 따라 현재 동사를 포함해 중고차 사업을 영위하는

업체들은 이미 해당 기대감을 받아 전반적으로 멀티플 상향을 경험하였다. 실제로 과거 8배 수준의 멀티플을 부여 받던 동사는, 현재 중고차 B2C 사업 진출에 대한 기대감으로 12~15배 사이의 멀티플을 부여 받고 있는 상황이다. 때문에 이를 고려하면, **동사가 받고 있는 멀티플에 중고차 시장에 대한 기대감이 반영되지 않았다고 말할 수 없으며, 따라서 앞으로의 주가 상승은 멀티플 변동 없이 실적의 개선에서 찾는 것이 타당하다고 판단하였다.**

다만 해당 멀티플이 중고차 시장의 기대감을 반영하지 못한다고 가정하고 Peer PER Valuation을 함께 수행하였다. 본 보고서에서 추정된 동사의 2023년 렌탈 : 중고차 매출 비중은 6 : 4이나, 각 사업부의 영업이익률을 적용하여 계산하면 이익단에서 양 사업부의 비중이 거의 동일하게 맞추어진다. 본 보고서 논리의 핵심은 렌탈 사업만 부각되던 동사가 중고차 시장의 양적, 질적 성장으로 '렌탈 + 중고차' 업체가 된다는 점으로써, 이때 동사가 받는 멀티플은 '중고차를 할 것으로 기대되는' 시점의 멀티플이 아니라 '이미 해당 사업을 진행하고 있는' 시점의 멀티플이다. **따라서 현재 렌탈과 중고차 사업을 각각 '영위하고 있는' Peer들이 받고 있는 멀티플을 이익단의 비율로 평균하여 멀티플 18배를 도출하였다.**

다만 이는, 앞서 서술한 이유로 이미 동사의 주가 상승에 중고차 시장에 대한 기대감이 충분히 반영되고 있다고 판단되는 상황에서, 시장이 납득하고 있는 수준에 비해 과도하게 높은 멀티플이라 판단되어 실제로 적용하지 않고 참고로만 덧붙인다. 또한 동사와 사업 구성이 매우 동질적인 SK렌터카의 PER을 부여할 수도 있겠으나, 이는 과도한 순환참조로 판단되어 역시 적용하지 않았다.

6.6.3. 목표 주가 및 투자 의견

Valuation - PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	211,574
유통가능주식수 (단위: 주)	36,634,063
2023E EPS (단위: 원)	5,775
Target PER	11.0x
목표주가 (단위: 원)	63,529
현재주가 (단위: 원)	47,650
상승여력	33%

이러한 논리로 동사의 멀티플에는 이미 시장의 기대감이 반영되어 있다고 판단, 향후 주가 상승은 멀티플 리레이팅보다 실적의 개선에 따라 견인될 것으로 기대하며 2023년 목표 주가 63,529원, Target PER 11배, 상승여력 33%로 투자의견 BUY를 제시한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이다, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.