

Redcap Tour (038390 KQ, KRW 11,000, Not Rated, TP – NA)

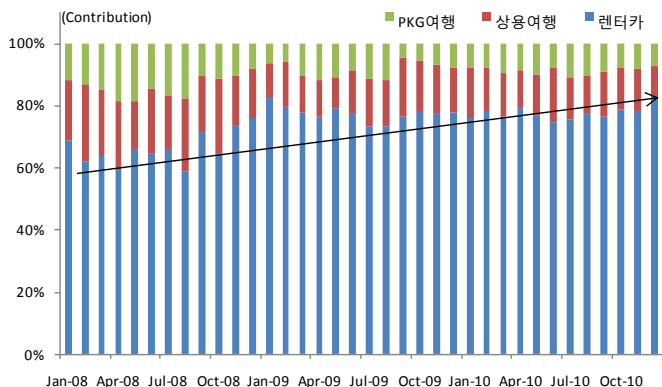
Summary

렌터카 사업의 업황 개선 및 여행 비즈니스의 turnaround 에 근거하여 레드캡투어의 지속적인 실적 개선을 기대함. 손실 폭이 컸던 비영업부문은 최악의 상황은 지난 것으로 평가되며, 2011년부터 손실 폭을 감소해 나갈 것으로 예상함. 향후 Captive market 에 대한 의존도 감소 및 여행사업에서의 예상보다 빠른 turnaround 가 레드캡투어 주가의 catalyst 가 될 것임.

렌터카 사업의 긍정적인 업황 개선

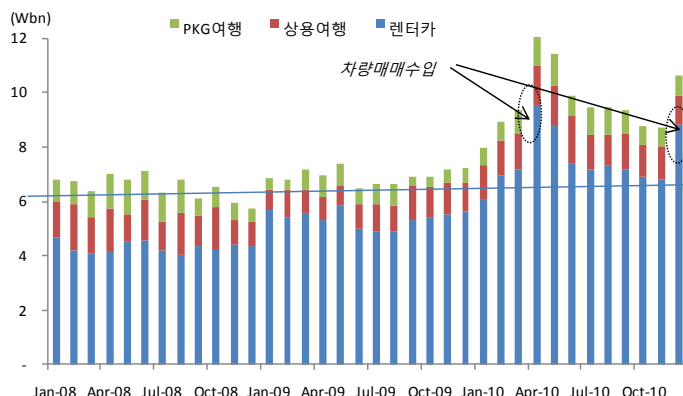
레드캡투어는 주요 렌터카사업자이며 상용여행 및 패키지여행사업도 병행하고 있음. 올해 매출은 전년대비 39.6% 증가한 1,161 억원을 기록할 것으로 예상하며 영업이익은 181 억원 수준일 것. 렌터카사업은 2010년 6월말 기준 전체매출의 77.7%를 차지하고 있으며, 시장 점유율은 6.5%임. 렌터카사업이 주요 성장동력이며 기타 여행서비스 사업이 나머지 부문을 차지하고 있음.

Chart 1. 렌터카사업의 매출 비중 확대



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

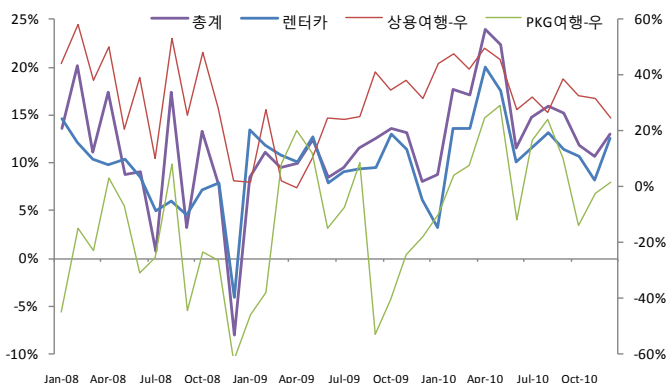
Chart 2. 사업부문별 매출액 - 렌터카사업이 성장 동력



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

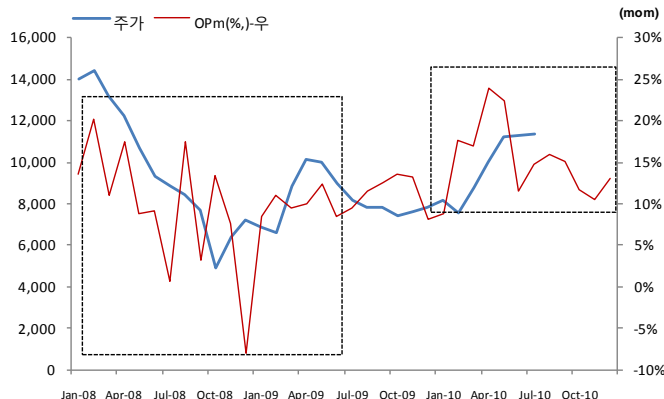
렌터카사업이 영업이익 기여도가 62.3%로 가장 크며, 상용여행 부문은 높은 영업이익률로 인해 영업이익의 다른 한 축을 차지함 (32.5%). 비교적 단순한 사업구조로 인해 전체 영업이익률 개선에 주가가 탄력적으로 반응하고 있는데, 이는 영업이익률 방향성을 결정하는 렌터카사업의 업황 개선이 레드캡투어의 key investment theme 임을 시사함.

Chart 3. 렌터카사업이 전체 영업이익률 swing factor



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

Chart 4. 주가는 영업이익률 개선에 탄력적으로 반응



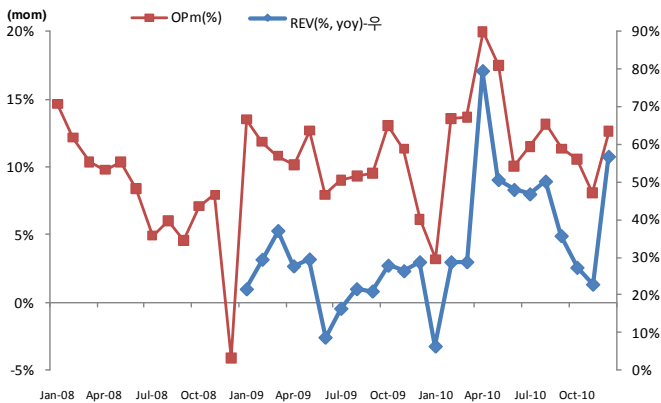
*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

수익성 개선 및 안정적인 captive market

회사 자료에 따르면 2010년 영업이익률은 2008년 9.9%, 2009년 10.7% 대비 크게 개선된 14.5%를 기록할 것으로 예상됨. LG/GS/LS 그룹의 렌터카 수요 확대에 힘입어 레드캡투어 전체매출이 과거 2년간 대폭 확대되었음. Fnguide consensus 에 의하면 범 LG 그룹의 매출은 2010년 17.2%, 2011년 6% 성장할 것으로 예상됨. 전체 렌터카사업 매출 중 그룹계열사 물량이 40% 수준임을 고려하면, 레드캡투어의 렌터카 매출도 2011년 24.1%, 2012년 +25% 이상 성장할 수 있을 것으로 기대.

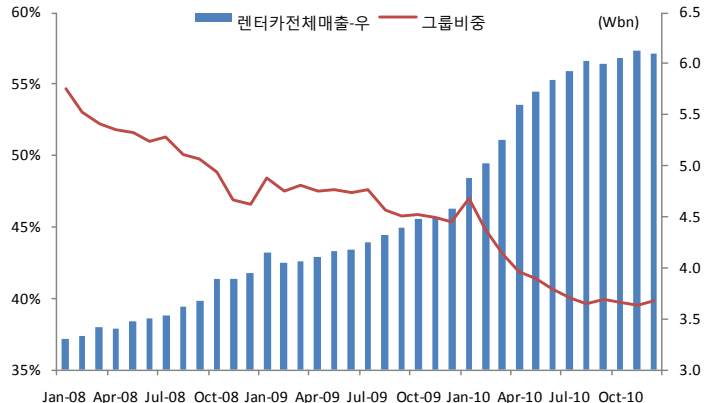
영업 레버리지 효과 수혜로 렌터카사업의 2010년 영업이익률은 2009년 대비 2%p 상승한 12.5%를 기록할 것으로 예상됨. 일반적으로 렌터카사업은 push market 임에 따라 보유차량 확대→매출액 증가→영업이익률 상승의 선순환 구조임. 2010년 상반기중 1,263대의 차량을 추가로 구입했으며 이는 2009년 688대 대비 공격적인 수준임.

Chart 5. 렌터카사업 매출 증가율 및 영업이익률 추이



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

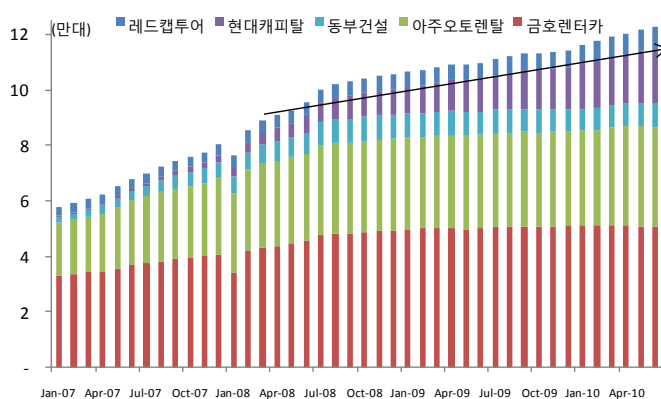
Chart 6. 렌터카사업은 captive market 의존도를 줄여나감



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

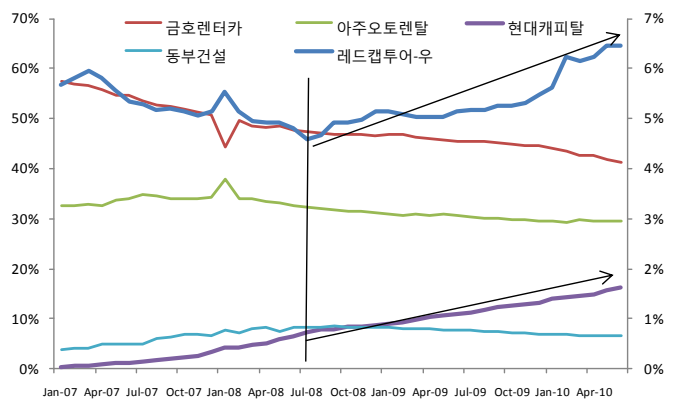
서브프라임 사태를 거치며, 레드캡투어(5위) 및 현대캐피탈(3위) 양사가 시장점유율 확대에 가장 적극적 이었으며 금호렌탈(1위), 아주오토렌탈(2위), 동부건설(4위)은 보수적인 영업 전략을 고수했음. 2010년 6월 현재 레드캡투어의 시장점유율은 6.5%로 4위 동부건설(M/S 6.7%)을 2010년 중 추월할 것으로 예상됨.

Chart 7. 금융위기에도 견조한 성장세 유지



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

Chart 8. 지속적으로 시장점유율도 확대



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

또한 금융권 매출 마케팅 확대 등으로 그룹계열 의존도를 2008년 1월 54.7%에서 2010년 6월 40.6%까지 낮췄음. 렌터카 매출처 다변화 및 시장점유율 4위 확보 가능성은 레드캡투어의 수익기반이 안정화되고 있음을 시사함.

Chart 9. 그룹매출 증가율 vs 렌터카매출 증가율

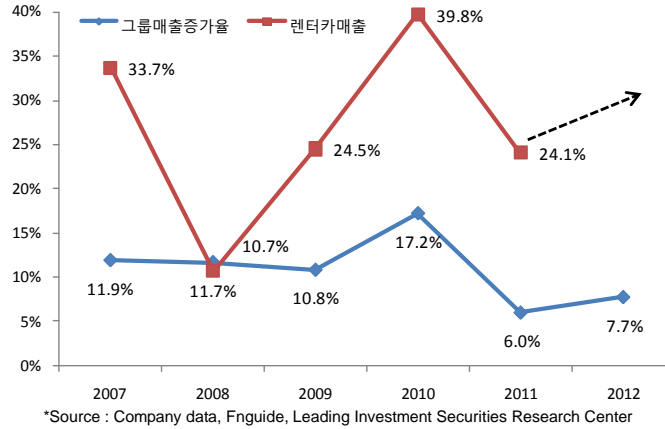
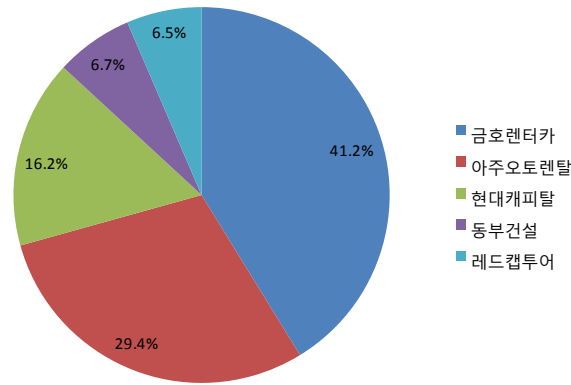
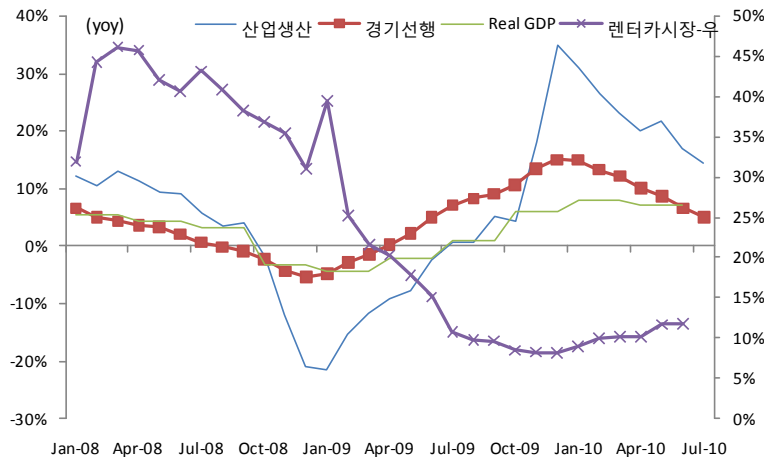


Chart 10. 렌터카 사업자별 M/S - 동부건설(4 위) M/S 에 근접



마지막으로, 렌터카사업은 기업의 판관비 관련 고정비지출을 outsourcing 하는 역할을 담당함에 따라 경기 상황과 부(-)의 상관관계를 가짐. 우리나라 주요 경기지표 및 렌터카시장 규모의 증감을 추이를 보면, 렌터카시장 성장률과 경기선행지표 변화가 반대로 움직이는 모습을 보임 (상관관계 -0.69). 이는 현재 경기가 빠른 회복세를 보이고 있으나 회복세가 둔화되고 있는 상황에서 렌터카사업의 지속적인 성장세를 기대할 수 있는 대목임.

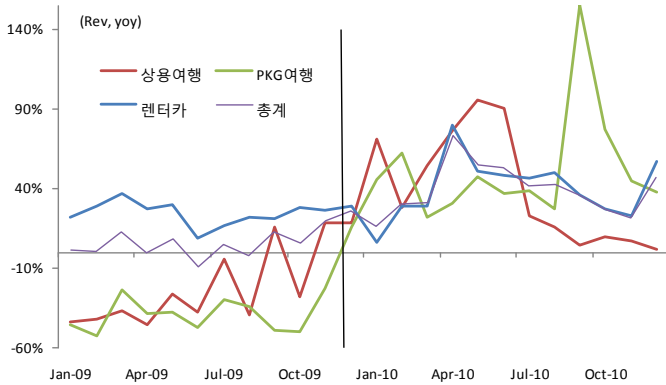
Chart 11. 주요 경기지표 vs 렌터카시장 규모 - 경기선행 지수와 부(-)의 상관관계



여행사업의 turnaround 가능성

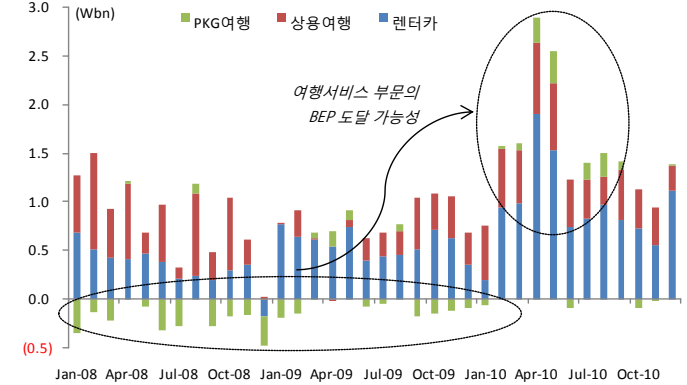
2010년부터 상용여행 및 패키지여행 사업부문이 회복세를 보이고 있으며 FY10 여행사업은 68억원의 영업이익을 기록할 것으로 예상됨 (상용여행 58억원, 패키지여행 9억원). 렌터카사업처럼 상용여행 부문은 범 LG 그룹의 업황 개선에 수혜를 보는 구조이며, 37.3%의 높은 영업이익률을 유지하며 또 다른 cash cow 역할을 하고 있음. 장기간 손실을 기록했던 패키지여행 부문도 마케팅비용 절감 등 사업부문 조정을 통해 올해는 BEP를 달성할 것으로 예상됨.

Chart 12. 사업부문별 월별 실적 - 여행사업은 회복세 지속



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

Chart 13. 사업별 영업이익 기여 - 여행사업 turnaround



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

비영업손익: 향후 보다 안정화된 bottom-line 기대

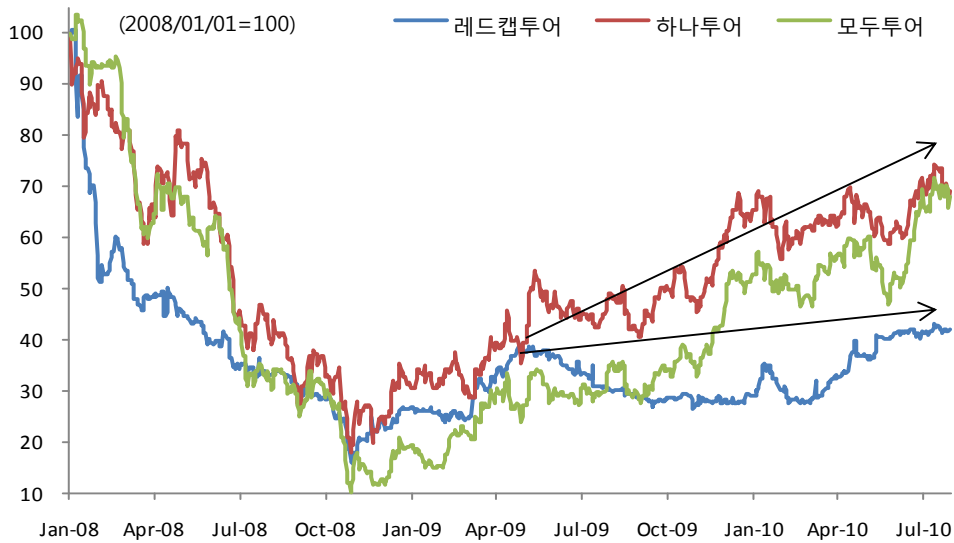
2010년 상반기중 top-line 에서의 실적 개선에도 불구하고 레드캡투어는 대규모 영업외비용이 발생했음. 2010년 2분기중 액티팩스 주식매각 관련 39억원의 대손충당금을 설정했으며, OK 투어 및 인도네시아법인의 손실은 장부가가 0에 근접함에 따라 최대 4억원 수준에서 제한될 것으로 예상됨. 비영업부문 손익은 올해 67억원 외에 추가적인 손실이 발생할 가능성은 낮다고 판단되나, 보수적인 관점에서 내년에는 34억원 손실 수준으로 안정화 될 것으로 가정함.

Table 1. 레드캡투어 earnings breakdown

(Wmn)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	FY08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	FY09	1Q10	2Q10	3Q10(E)	4Q10(E)	FY10(E)	FY11(E)
매출	19,924	20,913	19,270	18,218	78,325	20,854	20,806	20,203	21,280	83,143	26,266	33,397	28,275	28,129	116,067	138,746
렌터카	12,953	13,271	12,588	12,988	51,800	16,707	16,154	15,062	16,578	64,501	20,238	25,729	21,684	22,507	90,158	111,896
상용여행	4,347	4,069	3,774	3,390	15,580	2,572	2,525	3,280	3,299	11,676	3,841	4,729	3,726	3,507	15,803	16,413
PKG여행	2,624	3,573	2,908	1,840	10,945	1,575	2,127	1,861	1,403	6,966	2,187	2,939	2,865	2,115	10,106	10,437
비중																
렌터카	65.0%	63.5%	65.3%	71.3%	66.1%	80.1%	77.6%	74.6%	77.9%	77.6%	77.1%	77.0%	76.7%	80.0%	77.7%	80.6%
상용여행	21.8%	19.5%	19.6%	18.6%	19.9%	12.3%	12.1%	16.2%	15.5%	14.0%	14.6%	14.2%	13.2%	12.5%	13.6%	11.8%
PKG여행	13.2%	17.1%	15.1%	10.1%	14.0%	7.6%	10.2%	9.2%	6.6%	8.4%	8.3%	8.8%	10.1%	7.5%	8.7%	7.5%
성장 (yoy)						4.7%	-0.5%	4.8%	16.8%	6.2%	26.0%	60.5%	40.0%	32.2%	39.6%	19.5%
렌터카						29.0%	21.7%	19.7%	27.6%	24.5%	21.1%	59.3%	44.0%	35.8%	39.8%	24.1%
상용여행						-40.8%	-37.9%	-13.1%	-2.7%	-25.1%	49.3%	87.3%	13.6%	6.3%	35.3%	3.9%
PKG여행						-40.0%	-40.5%	-36.0%	-23.8%	-36.4%	38.9%	38.2%	53.9%	50.7%	45.1%	3.3%
영업이익	2,995	2,462	1,431	866	7,754	2,024	2,153	2,259	2,467	8,903	3,874	6,595	4,324	3,348	18,141	20,069
렌터카	1,618	1,261	647	471	3,997	2,017	1,677	1,401	1,682	6,777	2,123	4,186	2,603	2,396	11,308	13,333
상용여행	2,079	1,568	1,247	1,031	5,925	301	301	1,018	1,153	2,773	1,717	1,903	1,224	1,048	5,892	5,813
PKG여행	-702	-367	-463	-636	-2,168	-294	175	-160	-368	-647	34	506	497	-96	941	923
비중																
렌터카	54.0%	51.2%	45.2%	54.4%	51.5%	99.7%	77.9%	62.0%	68.2%	76.1%	54.8%	63.5%	60.2%	71.6%	62.3%	66.4%
상용여행	69.4%	63.7%	87.1%	119.1%	76.4%	14.9%	14.0%	45.1%	46.7%	31.1%	44.3%	28.9%	28.3%	31.3%	32.5%	29.0%
PKG여행	-23.4%	-14.9%	-32.4%	-73.4%	-28.0%	-14.5%	8.1%	-7.1%	-14.9%	-7.3%	0.9%	7.7%	11.5%	-2.9%	5.2%	4.6%
영업이익률	15.0%	11.8%	7.4%	4.8%	9.9%	9.7%	10.3%	11.2%	11.6%	10.7%	14.7%	19.7%	15.3%	11.9%	15.6%	14.5%
렌터카	12.5%	9.5%	5.1%	3.6%	7.7%	12.1%	10.4%	9.3%	10.1%	10.5%	10.5%	16.3%	12.0%	10.6%	12.5%	11.9%
상용여행	47.8%	38.5%	33.0%	30.4%	38.0%	11.7%	11.9%	31.0%	34.9%	23.7%	44.7%	40.2%	32.9%	29.9%	37.3%	35.4%
PKG여행	-26.8%	-10.3%	-15.9%	-34.6%	-19.8%	-18.7%	8.2%	-8.6%	-26.2%	-9.3%	1.6%	17.2%	17.3%	-4.5%	9.3%	8.8%
영업외수익	11,586	665	354	710	13,315	2,553	359	345	276	3,533	221	67	216	216	720	2,126
이자수익	244	162	137	394	938	296	228	195	289	1,008	162	50	216	216	644	826
유가증권관련수익	11,161	8	0	0	11,170	2,105	0	0	0	2,105	0	0	0	0	0	1,053
지분법이익	26	280	0	199	506	0	0	0	0	0	0	17	0	0	17	9
기타	154	214	217	117	702	152	132	149	-13	420	59	0	0	0	59	239
영업외비용	3,832	2,346	1,028	6,464	13,670	1,752	689	690	531	3,662	789	4,924	856	856	7,425	5,544
이자비용	1,985	654	466	548	3,653	1,497	582	596	506	3,180	667	1,062	856	856	3,441	3,311
유가증권관련손실	2	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	3,862	0	0	3,862	1,931
지분법손실	369	408	499	317	1,592	152	94	92	38	376	110	0	0	0	110	243
기타	1,477	1,284	63	5,600	8,424	103	13	2	-12	106	12	0	0	0	12	59
영업외손익	7,753	-1,681	-674	-5,754	-355	801	-330	-345	-255	-129	-568	-4,857	-640	-640	-6,706	-3,417
세전이익	10,748	781	757	-4,888	7,399	2,825	1,823	1,914	2,212	8,774	3,306	1,738	3,684	2,708	11,435	16,652
법인세	2,639	437	265	-1,167	2,174	341	360	486	591	1,780	800	437	891	655	2,767	4,030
Effective tax rate	24.6%	55.9%	35.0%	23.9%	29.4%	12.1%	19.8%	25.4%	26.7%	20.3%	24.2%	25.1%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	8,109	344	492	-3,721	5,224	2,484	1,463	1,428	1,621	6,995	2,506	1,301	2,792	2,052	8,651	12,622
성장 (yoy)						-69.4%	324.6%	190.0%	-143.5%	33.9%	0.9%	-11.1%	95.6%	26.7%	23.7%	45.9%

*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

Chart 14. 여행업 주가 추이 - 레드캡투어는 2010년 상반기 랠리에서 소외됨



*Source : Company data, Fnguide, Leading Investment Securities Research Center

Valuation

올해 87 억원, 내년 126 억원의 당기순이익을 예상하며, 12 개월 forward EPS 1,288 원 PER 8.9 배를 전망함. 하나투어 및 모두투어가 각각 17.9 배, 14.9 배로 거래되고 있음을 감안하면 레드캡투어는 저평가 국면에 있는 것으로 판단됨. 향후 여행사업으로의 지속적인 수익원 다변화 노력을 통해 discount gap 을 메워나갈 필요. 다만 글로벌 렌터카업체인 Hertz, Dollar Thrifty, Avis Budget 의 대비 장기 성장성, 실적 개선도, valuation 모든 측면에서 투자 merit 가 있는 있으며, 렌터카 사업이 규모의 성장을 통해 시장지배력을 추가적으로 확대할 수 있을 지가 관건임.

Table 2. Peer group analysis

(Wbn, %)	Company	M'Cap	60D TO	Price(Won)	3M Perf(%)	6M Perf(%)	12M Perf(%)
A038390	레드캡투어	97	0.1	11,500	13.5%	39.4%	38.4%
A039130	하나투어	613	6.5	53,700	3.7%	23.2%	42.7%
A080160	모두투어	302	3.6	36,050	14.5%	30.9%	101.1%
					10.6%	31.2%	60.7%

(x, %)	Company	PER(09)	PER(10)	PER(11)	12M PER	ROE(10)	ROA(10)	Div Yd(10)
A038390	레드캡투어	14.1	11.3	7.8	8.9	14.0%	8.0%	2.9%
A039130	하나투어	nm	21.8	15.9	17.9	29.1%	16.0%	1.4%
A080160	모두투어	249.5	17.7	13.4	14.9	29.0%	17.7%	0.7%
		131.8	16.9	12.4	13.9	24.0%	13.9%	1.7%

(Wbn, %)	Company	REV(10)	OP(10)	NP(10)	Opm(10)	Opm(11)
A038390	레드캡투어	116	18	9	15.6%	14.5%
A039130	하나투어	211	36	29	16.9%	18.8%
A080160	모두투어	113	21	17	18.4%	19.7%
					17.0%	17.6%

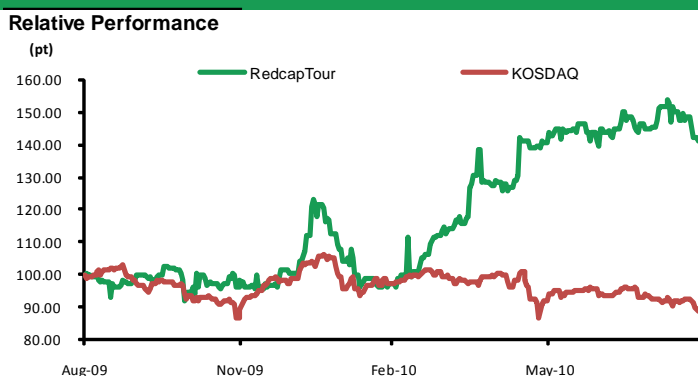
(%)	Company	REVg(10)	REVg(11)	OPg(10)	OPg(11)	NPg(10)	NPg(11)	Dbt Ratio(09)	Dbt Ratio(10)
A038390	레드캡투어	39.6%	19.5%	103.7%	10.6%	23.7%	45.9%	75.1%	106.1%
A039130	하나투어	70.6%	22.2%	8330.5%	35.6%	nm	37.3%	78.5%	85.2%
A080160	모두투어	84.5%	23.2%	8744.9%	31.4%	1313.1%	31.9%	71.5%	58.1%
		64.9%	21.7%	5726.4%	25.8%	668.4%	38.4%	75.0%	83.1%

(US\$mnn, %)	Company	M'Cap	REV(10)	OP(10)	NP(10)	Opm(10)	REVg(11)	NPg(11)	12M PER
HTZ US	Hertz	4,764	7,544	756	198	10.0%	4.8%	58.3%	34.0
DTG US	Dollar Thrifty	1,439	1,574	157	97	10.0%	4.3%	-22.4%	14.6
CAR US	Avis Budget	1,275	5,168	336	112	6.5%	4.8%	33.2%	49.7
		2,493	4,762	416	136	8.8%	4.6%	23.0%	32.8

*Source : Company data, Fnguide, Bloomberg, Leading Investment Securities Research Center

COMPANY SUMMARY

Sector	Consumer Services		
Market Capitalization	KRW 94.5bn/USD 79.3mn		
Shares Outstanding	8,589,480		
Shareholders	(%)		
Bumhan Pantos, etc	67.67		
KIND EXPRESS LIMITED	10.48		
ESOP	0.83		
Foreign	12.5		
52-week high/low	KRW 12,000 / KRW 7,170		
60-day avg volume	3,158		
Performance(%)	1M	6M	12M
Absolute	-3.08	45.12	41.03
Relative	0.11	53.19	51.43



(W bn, %)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	FY09	1Q10	2Q10E	3Q10E	4Q10E	FY10E	FY11E
Sales	20.9	20.8	20.2	21.3	83.1	26.3	33.4			103.6	113.1
yoy	4.7	-0.5	4.8	16.8	6.2	26.0	60.5			24.6	9.2
OP	2.0	2.2	2.3	2.5	8.9	3.9	6.6			12.3	13.5
yoy	-32.4	-12.5	57.6	185.9	14.9	91.4	206.3			38.1	9.8
NP	2.5	1.5	1.4	1.6	7.0	2.5	1.3			10.0	11.4
yoy	-69.4	324.7	190.0	TB	33.9	0.9	-11.1			43.0	14.0
EPS	289.2	170.3	166.2	188.7	814.3	291.7	151.5			1,164.2	1,327.2
P/E					9.6					9.5	8.3
ROE	3.8	2.2	2.1	2.3	10.3	3.5	1.8			14.0	
Debt Ratio	83.9	75.7	72.8	75.1	75.1	125.9	131.5				

This report was produced by Leading Investment & Securities Co., Ltd. 4th Floor, W Bank Bldg., 90-7, Nonhyeon-Dong, Gangnam-Gu, Seoul 135-818, Korea. Tel: +82 2 2009 7184

This Security Research Document is independent and covered by the Security Research Conflict Management Policy of **Leading Investment & Securities Co., Ltd.**

This report has been prepared by **Leading Investment & Securities Co.** and is for information purposes only. This report does not constitute an offer, invitation or inducement to invest in securities or other investments or otherwise engage in investment activity. This report does not make recommendations or give advice to potential investors in relation to buying, selling, subscribing for, underwriting or exercising any rights in relation to particular securities or other investments. Neither the information contained in this report nor any further written or oral information made available in relation thereto will form the basis of any contract.

This report does not purport to be comprehensive or to contain all the information on which a prospective investor may need in order to make an investment decision. The information contained herein is based upon publicly available information and sources which we believe to be reliable, but we do not represent it as accurate or complete. The recipient of this report must make its own investigation and assessment of the information presented herein. The information contained herein is believed to be accurate as at the date of this report but no representation, warranty or undertaking, express or implied, is or will be made or given and no responsibility or liability is or will be accepted by **Leading Investment & Securities Co.** or any of its directors, officers, employees, agents or advisors, in relation to the accuracy or completeness of this report or any other written or oral information made available in relation thereto. Any responsibility or liability for any such information is expressly disclaimed.

This report is private and is being made available to the recipient on the understanding that it will be kept confidential and that the recipient shall not copy, reproduce, distribute or pass this report to third parties in whole or in part at any time. This report is only intended for clients of **Leading Investment & Securities Co.** and is not for publication in the press nor is it being issued or distributed to persons who are private customers. In furnishing this report, **Leading Investment & Securities Co.** undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information, or to update, or to correct any inaccuracies which may become apparent in this report.

Leading Investment & Securities Co. is authorised and regulated by the Financial Services Authority in the conduct of its designated investment business in Korea.