WEDBUSH ×

OUTPERFORM

TP(12개월)	**$84.00**
CP(9.9)	**$60.42**

Company Information

Market Cap (M)	$8,970
Enterprise Value (M)	$26,963

REV(M) (in $)

FYE	Feb	2023A	2024A	2025E
Q1	May	7,687.1A	7,113.4A	7,546.5A
Q2	Aug	7,073.8A	7,013.6A	7,306.8E
Q3	Nov	6,148.5A	6,223.4A	6,577.5E
Q4	Feb	5,626.6A	6,003.2A	6,287.4E
YEAR*		**26,536.0A**	**26,353.6A**	**27,718.3E**

EPS (in $)

FYE	Feb	2023A	2024A	2025E
Q1	May	1.16A	0.97A	1.38A
Q2	Aug	0.75A	0.85A	1.12E
Q3	Nov	0.52A	0.81A	0.89E
Q4	Feb	0.32A	0.58E	0.71E
YEAR*		**2.74A**	**3.21E**	**4.10E**
P/E		**22.0x**	**18.8x**	**14.7x**

Pricing data provided by Thomson Reuters.

*Numbers may not add up due to rounding

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Scott Devitt가 작성한 보고서(August '25 CAF Securitization Data Trends, 9월 16일)를 번역하여 작성된 자료입니다. Wedbush의 투자의견과 목표주가가 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

Analyst 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 전종훈 jonghoonjeon@hanafn.com

2025년 9월 17일 | Global Equity

CarMax (KMX)

CAF 8월 ABS: 연체율 개선, 손실률 부담 지속

- August '25 CAF Securitization Data Trends

CAF의 8월 유동화 신탁 데이터: 악화 추세 개선

지난 월요일 CAF(CarMax Auto Finance)는 8월 기준 유동화 신탁(ABS) 데이터를 발표했다. 전반적인 지표의 전월 대비 추세는 여전히 악화된 모습이지만 그 속도는 둔화되었으며, 전년 동기 대비로는 뚜렷한 개선세를 나타냈다. 8월은 계절적 특성상 7월 대비 더 양호한 흐름을 보이는 경우가 많으며, 이번에도 연체율과 손실률은 전월 대비 상승했으나 이는 과거의 일반적인 패턴과 일치한다. 이번 달 결과는 긍정적으로 평가된다. 연체율과 연장율 모두 전년 동기 대비 하락했고, 누적 순손실률의 변동폭 역시 최근 수개월간의 추세와 일관성은 유지했다. 특히 신규 발행 유동화 상품의 연체율과 손실률은 기존 발행분보다 개선된 흐름을 보이고 있다. 당사(Wedbush)는 이러한 데이터가 대손충당금에 미치게 될 영향을 고려하여 포트폴리오 성과를 지속적으로 모니터링할 계획이다. 투자의견은 Outperform을 유지하며, 목표주가는 84달러로 제시한다.

세부 지표 분석: 연체율 하락, 손실률 소폭 상회

8월에는 연체 및 손실 지표가 전반적으로 더 우호적인 모습을 보였다. 당사(Wedbush)의 계산에 따르면, 비교 가능성을 위해 2025-A 비우량 자산을 제외한 포트폴리오 기준 연체율은 전월 대비 +9bp 상승하여 계절적 평균치인 +8bp와 유사한 수준을 기록했다. 반면 누적 손실률은 +7bp 상승하여 과거 계절적 평균치인 +3bp를 다소 상회했다. 전년 동기 대비로는 포트폴리오 연체율이 -39bp 하락하며, 직전 3개월 평균 하락폭인 -32bp 보다 개선된 모습을 나타냈다. 누적 순손실률은 +50bp 상승했는데, 이는 전월 및 직전 3개월 추세와 일치한다. 한편 8월 연장율은 0.98%로, 전월 대비 -5bp 하락해 7월의 +7bp 상승 흐름 대비 개선된 모습을 보였으며, 전년 동기 대비로도 -17bp 하락했다.

KMX 2025-3거래: 발행 규모와 주요 지표

KMX는 7월에 2025-3 유동화 거래를 성사했으며, 담보 스프레드는 약 4.8%로 직전 우량(Prime) 거래였던 2025년 4월의 2025-2(약 4.7%) 대비 10bp 미만 높은 수준을 기록했다. 이번 거래의 총 발행 규모는 15억 달러로 최근 몇 차례의 유동화 딜 규모와 대체로 유사했으나, 직전 비우량(Non-prime) 거래인 2025-A(8억 2,700만 달러)는 크게 상회했다. 가중평균 담보 쿠폰은 9.2%로, 직전 우량 거래(9.3%)와 유사했으며, 최근 비우량 거래(15.96%)보다는 낮은 수준이었다.

이번 유동화 거래와 관련해 기타 발행 조건과 세부 지표도 검토했다. 평균 최초 만기는 66.25개월로, CAF의 2025-2 유동화(66.0개월) 대비 소폭 길며, 평균 잔존 만기는 57.88개월로 2025-2 유동화(59.0개월)보다 짧았다. 이는 평균적으로 8.4개월의 대출 경과기간(Seasoning)을 의미하며, 직전 2025-2 거래의 7.0개월보다 긴 수준이다. 초과담보 비율은 초기·목표·최저 수준이 모두 0.05%로, 직전 우량(Prime) 거래의 0.75% 대비 개선됐다. 가중평균 FICO 점수는 758.0으로, 2025-A 비우량(Non-prime) 유동화(608.4) 대비 크게 높고, 2025-2 거래와 동일한 수준을 기록했다.

빈티지 성과 분석: 신용 기준 강화 효과, 최근 구조 개선에 긍정적

동일 시점에 설정된 기초자산을 기준으로 유동화 상품 간 성과를 비교하기 위해 빈티지 곡선 추세를 분석했다. 최근 5년간 각 연도의 첫 번째와 두 번째 유동화 성과를 구분해 계절성을 반영한 비교를 실시한 결과, 2023년 회사의 신용 기준 강화 이후 발행된 2023-4 및 이후 빈티지들은 2022-4, 2023-1, 2023-2, 2023-3 대비 낮은 연체율을 기록하며 긍정적인 흐름을 이어가고 있다. 또한 2024-3부터 도입된 이중 유동화 구조로 인해 새로운 우량 빈티지들은 평균적으로 더 높은 신용도의 담보를 포함하게 되었으나, 2025-2 거래는 평균 연체율 수준에서 움직이고 있다.

손실률 빈티지 곡선을 보면, 최근 발행된 유동화 빈티지들은 과거 빈티지와 비교해 대체로 유사하거나 더 높은 수준을 보였다. 2022-2는 평탄화되는 흐름을 보였으나, 2022-3부터 2024-2까지는 이러한 변화가 나타나지 않았다. 2023-4는 더 엄격한 대출 기준을 반영한 대출을 포함하고 있음에도 과거 유동화 상품 대비 개선된 성과를 보이지 못했다. 반면 2024-1과 2024-2는 각각 2023-1, 2023-2과 비교해 유사하거나 다소 개선된 흐름을 보였으나, 앞서 언급한 연체율 성과를 고려하면 기대에는 미치지 못했다. 다만 2024-3과 2024-4는 발행 초기임에도 불구하고 이중 유동화 구조를 통해 더 높은 신용도의 담보를 반영하면서 개선된 성과를 보여주고 있다.

기업 소개: CarMax (KMX)

CarMax 는 자사의 핵심 사업인 중고차 소매를 기반으로, 미국 전역 200 개 이상의 매장에서 영업을 전개하고 있으며, 소매 및 도매를 포함한 영업 부문과 오토 파이낸스(Auto Finance) 부문이라는 두 개의 사업 부문을 운영하고 있다.

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	6,893	8,028	9,222	10,470	11,896
매출총이익	4,983	5,968	6,770	8,048	9,154
판관비	4,596	5,284	5,527		
영업이익	387	684	1,243	3,064	3,550
이자 비용	27	8	3		
기타영업손익	(214)	(313)	(356)		
세전이익	566	988	1,596		
법인세	127	(1,589)	462		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	440	2,578	1,134	1,472	1,900
성장율(YoY)					
매출	25.3	16.5	14.9	13.5	13.6
영업이익	(305.1)	76.6	81.7	146.5	15.9
순이익	(264.7)	486.2	(56.0)	29.8	29.1
수익성(%)					
매출총이익률	72.3	74.3	73.4	76.9	76.9
영업이익률	5.6	8.5	13.5	29.3	29.8
순이익률	6.4	32.1	12.3	14.1	16.0

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	4,647	6,415	6,048	6,850	7,523
현금성자산	1,874	2,119	1,135	1,535	2,269
매출채권	1,240	2,143	2,463	2,619	2,965
비유동자산	5,594	5,839	8,453	13,141	16,053
투자자산	888	1,052	3,048	4,173	6,558
유형자산	581	600	618	747	734
자산총계	23,576	23,576	23,576	23,576	23,576
유동부채	5,117	8,306	7,738	7,988	7,988
비유동부채	4,361	3,737	5,015	7,139	7,764
부채총계	9,478	12,044	12,753	14,821	15,752
자본금	2,311	1,933	3,019	3,821	5,292
이익잉여금	(1,548)	(1,723)	(1,271)	1,349	2,533
자본총계	764	210	1,748	5,170	7,824

투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(USD)					
EPS	0.7	4.0	1.7	2.2	2.7
BPS	2.8	8.0	11.7	14.7	19.6
SPS	11.4	12.6	13.9	15.7	17.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER	189.3	122.8	109.9	47.3	41.6
PBR	44.1	20.4	14.8	12.0	9.0
EV/EBITDA	110.4	96.1	67.9	32.8	28.2
PSR	11.0	12.9	12.5	11.2	9.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	44.9	74.5	17.5	25.5	22.2
ROA	3.3	14.9	5.2	8.5	8.4
ROIC	9.4	16.4	23.9	-	-
부채비율	129.9	27.3	4.3	-	-
유동비율	0.8	0.9	0.9	-	-
이자보상배율(배)	14.2	82.4	414.3	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	1,503	1,985	2,778	3,258	3,716
감가/무형상각비	260	283	282	283	343
비현금자본증감	(848)	(1,449)	(1,000)	(404)	(506)
투자활동	(1,481)	(933)	(2,034)	(1,510)	(2,205)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(116)	(193)	(146)	(157)	(246)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(1,104)	(807)	(1,726)	(1,343)	(779)
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	0	(1,692)	(1,034)	0
장기부채증감	(1)	(1)	0	0	0
자본금증감	(1,074)	(756)	(14)	(283)	371
잉여현금흐름	1,387	1,792	2,631	3,101	3,470

Compliance Notice

- 본 자료는 미국 Wedbush사의 리서치 자료를 기초로 하나증권이 AI 번역 시스템을 함께 활용하여 국문 재작성 프로세스를 거친 후 발간한 리포트 입니다. Wedbush사와 하나증권이 체결한 계약에 따라 작성되었습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박승진, 전종훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박승진, 전종훈)는 2025년 9월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.