

Spot Brief (탐방노트)

Not Rated

아주캐피탈 (033660)

황석규 (은행/카드) 02-3771-9626  
hwangsk@iprovest.com

N/A  
현재가(12/23): 5,220원

저축은행 인수는 독배가 아닌 성장을 위한 보약이다

결산기	순영업이익 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	YoY (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)
2008.12	946.8	37.8	39.7	-61.5	26.6	465	-75.8	10,604	-	4.4
2009.12	642.3	-32.2	13.6	-65.8	12.5	218	-53.1	11,718	0.54	1.9
2010.12	716.9	11.6	34.9	157.2	9.0	157	-28.0	11,875	0.39	1.3
2011.12E	801.8	11.8	47.8	36.7	44.9	786	400.4	11,311	0.46	6.9
2012.12E	862.7	7.6	65.0	36.0	49.2	861	9.5	12,172	0.43	7.1

시가총액 3,004억원  
자산 2위 캐피탈회사

아주캐피탈은 시가총액 3,004억원의 캐피탈회사다. 그러나 2011년 9월말 대출규모는 4.9조원으로 현대캐피탈(22.0조원)에 이어 캐피탈 업계 2위를 기록하고 있다. 주요 사업영역은 자동차금융(83%)과 개인금융(13%)이고, 기업금융(4%)도 일부 영위하고 있다.

투자포인트  
1)저축은행 인수로 도약  
2)안정적 실적 시현  
3)배당주 매력

투자포인트는 1)최근 캐피탈 업계 최초의 저축은행 인수를 통해 성장을 위한 발판을 마련한 점, 2)안정적인 실적 개선 예상되고, 3)2011년 높은 배당수익률이 기대되기 때문이다.

하나로저축은행  
이미 구조조정  
진행되었던  
중형 저축은행

2011.12.21일 아주캐피탈은 하나로저축은행 지분 100%(저축은행중앙회 91.9%, 한신저축은행 8.1%)를 M&A 방식으로 인수하면서 800억원을 증자하기로 결정했다.

저축은행 업황 자체가 좋지 않아 추가 부실우려가 시장 전반적으로 상존해 있다. 그러나 하나로저축은행의 경우 저축은행중앙회가 지분 91.9%를 2010년 3월 인수하여 1,850억원의 증자를 통해 부실채권을 정리한 바 있고, 무리한 M&A로 부실화가 심해진 대형저축은행에 속하지 않기 때문에 일정 부분의 부실자산만 해결될 경우 정상화가 가능할 것으로 예상된다. 참고로 하나로저축은행 자산규모는 6,179억원으로 105개 저축은행 가운데 35위 이인데, 상위 20위 평균은 2.2조원에 달한다. 하나로저축은행의 PF대출은 894억원(고정 이하 68%, 충당금 356억원, NPL coverage 비율 58.6%)으로 전체 대출자산의 28.7%이다.

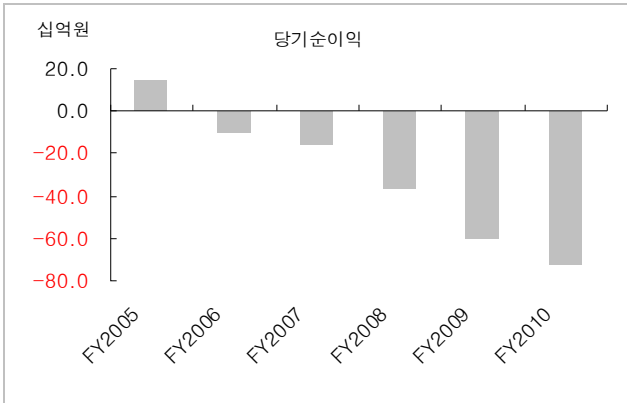
M&A 방식으로 사후정산  
부담 있으나, 선제적  
충당금 적립 인수 전에  
있었음

아울러 자산관리공사에 매각되어 사후정산 처리될 PF대출이 330억원 남아있다. 이 부분에서 추가적인 충당금 적립 가능성이 남아있지만, 이에 대해 선제적으로 402억원을 적립하는 등 아주캐피탈의 자회사로 인수되기 전에 충당금 적립이 추가적으로 진행되기 때문에 과도하게 우려할 상황은 아니다.

저축은행 인수 효과  
1) 조달안정성 확보  
2) 영업효율성  
3) 고객기반 확보

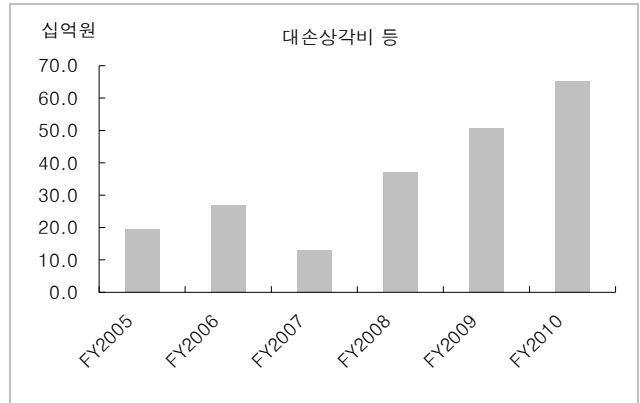
오히려 아주캐피탈이 누릴 혜택을 고려하면 저축은행 인수는 장기적으로 적절한 선택으로 판단한다. 1)그룹차원에서 볼 때 저축은행의 수신기능으로 조달의 안정성을 취하고, 조달금리 인하효과가 발생한다. 아주캐피탈의 평균 조달금리가 5.4%인데 반해 저축은행의 수신금리는 4.9% 수준으로 조달금리가 낮다. 2)기존 아주캐피탈의 초과 영업역량을 저축은행에 투입할 수 있어 효율성이 커지고, 비용 감축 효과가 발생할 것으로 예상된다. 3)캐피탈과 저축은행의 최초 결합으로 신용등급이 비슷한 고객군으로 이루어져 있어 저축은행과 아주캐피탈의 고객기반을 상호 확보할 수 있는 기회가 생기고, 수도권 지점이 1개에서 4개로 늘어나면서 안정적인 자산성장에 기여할 것이다

<도표 1> 하나저축은행 순이익 추이



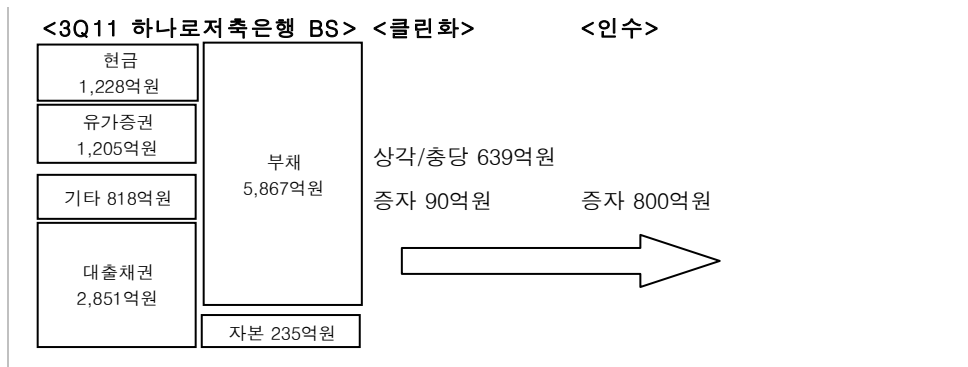
자료: 하나저축은행, 교보증권 리서치센터

<도표 2> 하나저축은행 대손상각비 추이



자료: 하나저축은행, 교보증권 리서치센터

<도표 3> 하나저축은행 클린화 작업



자료: 하나저축은행, 교보증권 리서치센터

**4Q11 아주캐피탈 순이익 125억원 전망**

아주캐피탈의 4분기 순이익 연결기준 125억원으로 전분기대비 12.4% 증가할 것으로 전망한다. 순이익 증가는 전분기 대손충당금 기저효과 때문이다. 3분기 충당금은 PF대출 관련 연체가 발생하면서 추가적으로 20억원이 증가했다. 그러나 이 부분이 1Q12 이전에 환입될 것으로 보여 일시적 순이익 증가요인으로 작용할 것으로 예상된다.

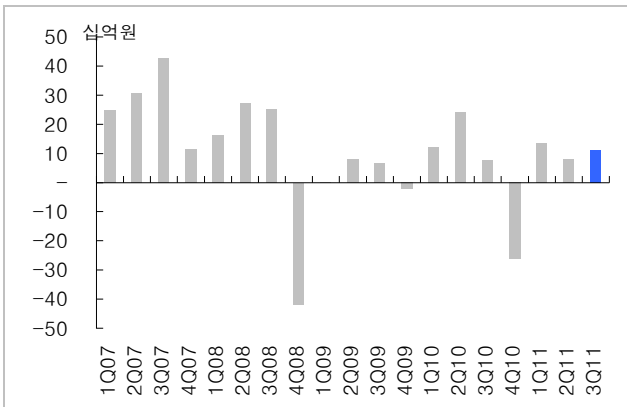
**2012년 순이익 9.5% 증가하는 492억원 전망**

한편 2012년 아주캐피탈(저축은행 연결전) 순이익은 492억원으로 2011년 450억원대비 9.5% 증가할 것으로 전망한다. 2011년상반기 2012년 실적을 추정할 당시에는 자동차금융 호황에 힘입어 자산성장이 커서 600억원대의 순이익을 전망했으나, 최근 대내외 경기둔화로 인해 신규취급액 규모가 급격하게 증가하기는 어려워 순이익 증가폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 조달금리 자회사로 편입되는 저축은행을 통해 일부 시너지 창출이 기대되고, ROA가 높은 자산으로 구성되면서 순이익 증가에 기여할 것으로 예상된다.

**저축은행 실적이 안정되는 2013년부터는 아주캐피탈 순이익이 600억원대를 상회할 전망**

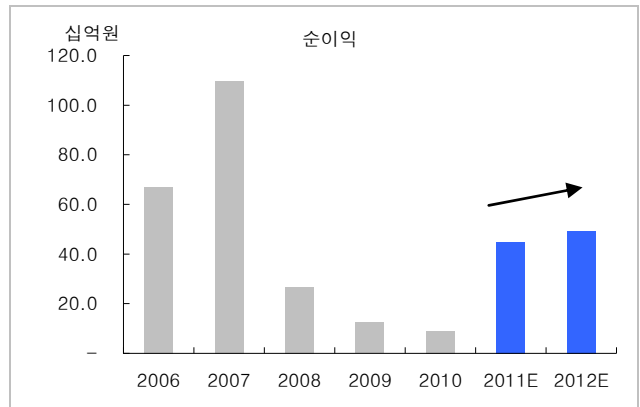
아울러 저축은행이 자회사로 추가될 경우 2012년 순이익에는 큰 영향을 주지는 않을 전망이다. 왜냐하면 인수 전에 부실자산 클린화 차원에서 충당금 추가적립을 639억원 단행했기 때문이다. 이에 따라 저축은행 연결 후 순이익도 400억원대 후반으로 예상하고, 2013년부터는 본격적인 실적개선이 발생할 것으로 예상된다.

<도표 4> 아주캐피탈 분기 순이익 추이



자료: 아주캐피탈, 교보증권

<도표 5> 아주캐피탈 연간 순이익의 전망(저축은행 제외)



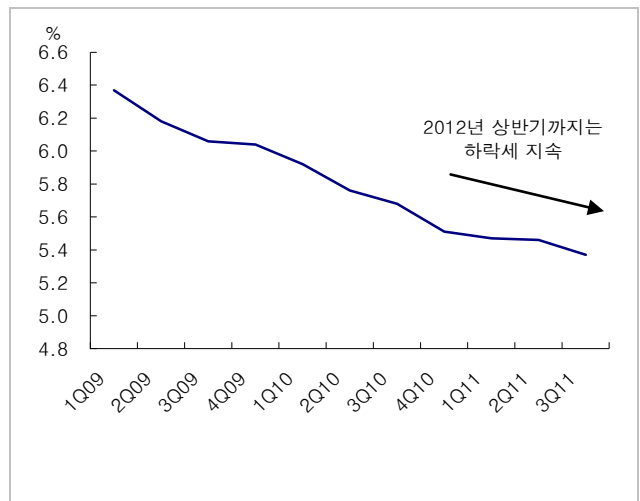
자료: 아주캐피탈, 교보증권

<도표 6> 아주캐피탈 신규취급실적 (단위: 십억원)

	2008	2009	2010	2011 3Q
<b>자산</b>	3,631	1,193	2,746	2,176
<b>자동차금융</b>	2,581	1,087	2,357	1,782
승용	1,101	549	1,344	1,036
한국GM	43	49	362	336
쌍용	433	164	345	277
국산기타	285	140	288	182
수입차	341	196	349	241
상용	431	182	315	192
산업재	477	115	149	60
중고차	572	242	550	493
<b>개인금융</b>	882	36	267	323
일반	368	30	203	245
담보대출	514	6	64	77
<b>기업금융</b>	168	70	123	71

자료: 아주캐피탈, 교보증권

<도표 7> 조달금리 하락추세



자료: 아주캐피탈, 교보증권

2011년 배당수익률 7.7%

아주캐피탈은 2011년 7월 CEO간담회에서 기타주주들에게 주당 400원의 차등배당을 할 것이라고 밝혔다. 한편 대주주 등(아주산업, 신한은행, 아주모터스)은 주당 250원의 배당을 할 것으로 알려지고 있다. 이에 따라 기타주주들의 배당수익률은 7.7%(23일 종가 기준)로 연말 가장 매력적인 배당주의 하나로 주목받을 것으로 예상되고 있다. 2011년 배당락일이 12월 28일이기 때문에 배당을 받기 위해서는 27일까지 주식을 보유하고 있어야 한다.

배당주로서의 매력 높다  
27일까지의 투자기회를 놓치지 말자

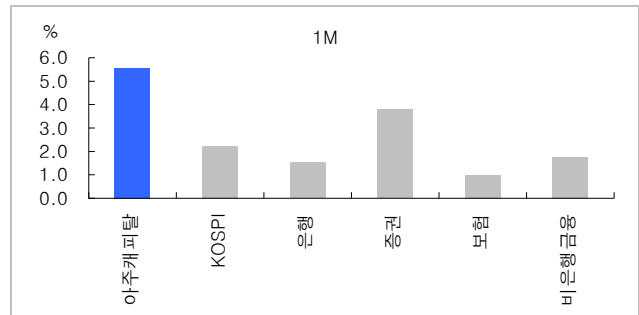
1개월 주기수익률을 감안하면 아주캐피탈의 높은 배당수익률에 대한 기대가 일부 주가에 반영된 것으로 판단하지만, 중장기 배당주로서의 매력은 계속 지속될 것으로 판단하기 때문에 26일과 27일에 배당주 투자로 고려할 만하다. 왜냐하면 정관변경을 통해 분기 배당가능성도 열어놓고 있기 때문이다.

<도표 8> 최근 3년간 배당 현황개월 주가수익률

	2009	2010	2011E
주당배당금	230원	300원	400원
배당수익률	3.50%	6.10%	7.50%
차등배당	대주주 0원 소액주주 230원	대주주 30원 소액주주 300원	대주주 250원 소액주주 400원

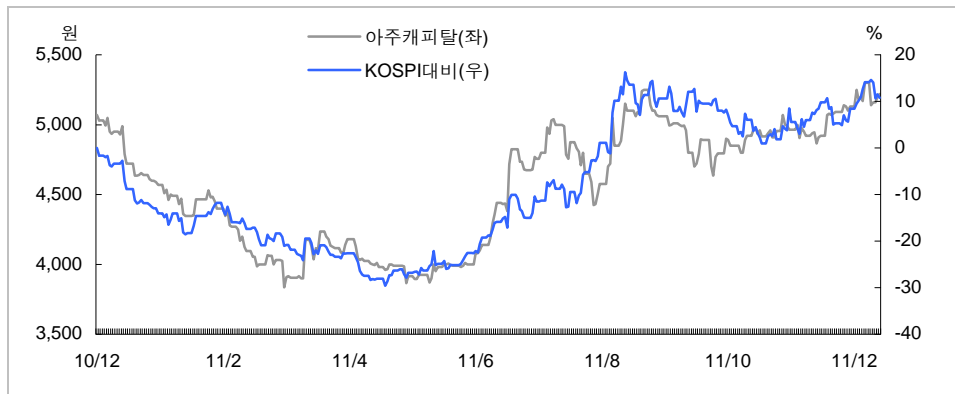
자료: 아주캐피탈, 교보증권

<도표 9> 최근 1개월 주기수익률



자료: DataGuide, 교보증권

<도표 10> 아주캐피탈 주가 추이



자료: DataGuide, 교보증권

**PBR 0.46배로 낮음**

한편 2011년말 기준 PBR은 0.46배로 금융주 가운데 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 이는 자기자본 과다에 따른 낮은 ROE와 거래량 부족에 따른 수급 난조가 영향을 미치고 있다. 2011년 기준 ROE는 6.9%로 전망되고, 유통주식수가 727만주로 전체 주식수의 12.6%에 불과하다.

**향후 저축은행 인수를 통한 시너지창출과 배당주 매력 증가하여 유통물량 늘어날 경우 주가 레벨업 가능**

그러나 저축은행 인수를 통한 시너지창출을 통해 새로운 성장을 시험하고, 배당주로서의 매력이 지속되면서 시장의 주목을 받을 경우 유통물량이 증대될 수 있는 대주주의 결단도 기대할 수 있기 때문에 매력적인 비은행금융 종목으로 기대할 만 하다.

**Compliance Notice**

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 당사와 계열회사 관계가 없으며, 전일기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행과 관련하여 최근 6개월간 당사가 주간사로 참여하지 않았습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** (향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가)  
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상  
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내  
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%