아주캐피탈 (033660)

2대주주 동반매도권 행사가능성 보도. 투자심리 약화 예상

김한이
769.3789
haneykim@daishin.com

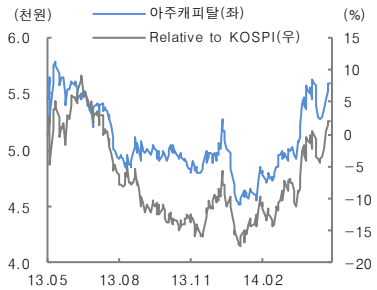
최정욱, CFA
769.3837
cuchoi@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	6,700 유지
현재주가 (14.05.12)	5,600

기타금융

KOSPI	1,964.94
시가총액	322.3십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	287.7십억원
52주 최고/최저	5,800원 / 4,105원
120일 평균거래대금	97.3백만원
외국인지분율	0.03%
주요주주	아주산업 68.94% 신한은행 12.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	16.7	16.3	6.7
상대수익률	2.2	15.0	16.2	5.6



투자의견 매수, 목표주가 6,700원 유지

- 목표주가는 2014년말 추정 BPS 12,499원대비 목표 PBR 0.54배를 적용하여 산출
- 전일 언론보도에 따르면 아주캐피탈 매각작업 본격화(한국경제 홈페이지, 5/12). 전주 최대주주인 아주산업과 매각주관사인 씨티증권이 국내외 금융사와 기업 등에 티저레터 발송한 것으로 알려져
- 다음주 투자설명서(IM) 발송 후 6월 중하순 경 예비입찰 실시 계획. 인수후보 윤곽 드러날 전망
- 2대주주인 신한은행은 동반매도권(tag-along) 행사할 가능성 높은 것으로 알려졌다고 보도
- 언론사 1곳에서 보도했을 뿐 사실여부에는 불확실성 상존하나 일시적 투자심리 약화가 불가피할 전망. 최근 주가반등이 신한지주로의 피인수가능성에 대한 기대에서 비롯되었다고 판단되기 때문
- P/B 0.4배는 절대적으로 낮은 valuation이나 취약한 수익성에 기인. 2013A ROE는 2.7%에 불과
- 이는 건전성 관리노력에 따른 전년도 보수적 성장정책 때문이라고 해석. 1분기 실적에서 영업력 회복여부(영업수익 개선)와 건전성 안정세의 지속가능성(NPL비율 및 연체율 하향) 확인이 관건
- 보수적으로도, 독자적 실적개선 가능성이 입증된다면 M&A 모멘텀은 계속 유효할 수 있다고 판단

신한지주는 동반매도권 행사할 가능성이 높은 것으로 보도. 투자심리 약화될 것으로 예상

- 신한지주의 신한은행은 2013년말 기준 아주캐피탈 지분 12.85%를 보유한 2대 주주. 2005년 아주산업이 대우캐피탈(현 아주캐피탈)을 인수할 당시 재무적 투자자로 참여하여 지분 보유
- 신한지주는 동반매도권(tag-along)을 행사하여 보유지분을 매각할 가능성이 높은 것으로 보도
- 최대주주의 아주캐피탈 지분매각 가능성이 첫 보도된 3월 31일 이후 주가는 10% 상승하며 전고점 5,750원에 근접. 그러나 금번 보도로 주가 상승세 정체 및 일시적인 투자심리 약화 예상
- 최근 주가상승은 신한지주로의 피인수 이후 조달비용 하락기대감에 기반했다고 판단되기 때문
- 불확실한 요인들이 많았으나 매각 공시 이후 KB금융의 우리파이낸셜(현 KB캐피탈) 인수를 사례로 제시하며 2대주주인 신한지주가 유력한 인수후보로 거론된다는 뉴스플로우가 지속

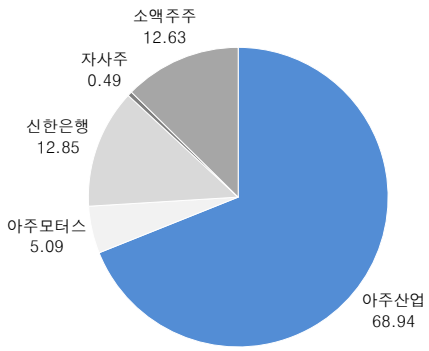
PBR 0.45배는 절대적으로 낮은 수준이나 저평가 여부는 실적으로 판가름해야 한다고 판단

- 아주캐피탈은 현 PBR 0.45배에 거래. 낮은 PBR은 취약한 수익성에 기인. 2013년 연결기준 ROE는 2.7%, 매각대상인 별도기준으로도 2.4%에 불과. 영업수익 부진과 대손상각비 증가 때문
- 우리는 2013년 아주캐피탈의 실적부진을 건전성 관리를 위한 보수적인 성장정책으로 해석하는 관점을 유지하며 자동차금융 시장규모 확대, 경쟁완화에 따른 이익증가(별도기준 +63%)를 예상
- 또한 2014년 연결 및 별도 ROE를 각각 4.2%(+1.5%p), 3.8%(+1.4%p)로 다소 긍정적으로 전망
- 긍정적 관점을 유지하기 위해서는 1분기 실적에서 영업수익 개선세를 통한 영업력 회복 및 NPL 비율과 연체율이 건전성 안정화 추세의 지속가능성을 뒷받침할 수 있어야 한다고 판단
- 우리 논리대로 영업수익 개선 및 건전성 안정화 가능성이 확인되어 2014년 큰 폭의 이익개선에 무리가 없을 경우 주가조정 이후 valuation 매력에 따른 매수 관점의 대응이 가능하다는 의견

독자적 실적개선 가능성이 입증된다면 M&A 모멘텀은 계속 유효할 수 있다고 판단

- 신한지주의 인수가능성이 catalyst로 작용한 이유는 이자비용 절감 가능성 때문. 모기업의 재무여력에 기반하여 신용등급 상승이 가능하고 조달이 불리했던 동사에 대한 주가할인요인도 해소가능
- 보수적인 관점에서 은행계 금융지주사로의 피인수가 불가능해진다 하더라도, 신용등급 상승 없이도 독자적인 실적개선 가능성이 입증된다면 M&A 모멘텀은 계속 유효할 수 있다고 판단
- 아주산업이 동사의 주요 사업영역인 자동차금융업 및 일반 금융업과 교집합이 거의 없는 건자재 중심의 기업임을 감안시 현 모기업과의 시너지 및 연계영업이 거의 없다고 볼 수 있음. 따라서 시너지 창출 및 연계영업이 가능한 인수자로 피인수시 top-line 확대 기대 가능
- 자동차금융업의 특성상 매각 이후에도 제휴 판매망은 유지 가능할 것으로 전망

그림 1. **아주캐피탈 주주현황**



자료: 아주캐피탈, 대신증권 리서치센터

표 1. **아주캐피탈 연결기준 실적전망** (단위: 십억원,%)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
실적추정					
영업수익	611.8	627.7	684.7	758.8	851.3
할부금융수익	167.6	144.8	127.7	135.4	148.3
일반대출채권수익	261.8	280.5	331.4	378.8	425.2
리스이익	57.1	53.2	50.8	45.2	47.6
기타영업수익	12.5	14.9	17.5	19.9	23.0
영업비용	600.1	599.8	641.1	708.3	786.1
이자비용	259.1	239.0	248.7	274.7	306.2
대손상각비	141.9	167.8	180.0	194.1	214.0
일반관리비	131.0	132.2	141.8	160.1	175.9
기타영업비용	68.2	60.7	70.6	79.4	90.0
영업이익	11.7	28.0	43.6	50.5	65.3
지배지분순이익	5.3	16.3	28.6	32.7	42.6
YoY					
영업수익	10.8%	2.6%	9.1%	10.8%	12.2%
할부금융수익	7.3%	-13.6%	-11.8%	6.1%	9.5%
일반대출채권수익	16.3%	7.1%	18.2%	14.3%	12.2%
리스이익	-9.1%	-6.7%	-4.5%	-11.0%	5.1%
영업비용	20.3%	-0.1%	6.9%	10.5%	11.0%
이자비용	0.6%	-7.7%	4.0%	10.5%	11.5%
대손상각비	80.1%	18.3%	7.3%	7.8%	10.2%
일반관리비	13.0%	1.0%	7.2%	12.9%	9.8%
영업이익	-78.2%	139.3%	56.0%	15.7%	29.4%
지배지분순이익	-90.9%	208.2%	75.1%	14.3%	30.4%
ROA	0.05%	0.32%	0.47%	0.51%	0.63%
ROE	0.4%	2.7%	4.2%	4.7%	5.9%

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 아주캐피탈 별도기준 실적전망 (단위: 십억원,%)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
실적추정					
영업수익	494.0	468.9	489.0	526.4	575.0
할부금융수익	167.6	145.2	128.1	136.0	148.9
일반대출채권수익	217.4	223.3	261.0	295.2	325.8
리스이익	57.2	53.4	51.1	45.5	47.9
기타영업수익	51.8	46.9	48.8	49.6	52.4
영업비용	463.6	448.5	455.1	487.8	524.3
이자비용	228.8	193.2	192.4	208.0	227.1
대손상각비	98.0	118.7	119.7	122.3	128.7
일반관리비	106.8	106.0	109.5	121.9	130.5
기타영업비용	30.1	30.6	33.6	35.5	38.0
영업이익	30.4	20.4	33.8	38.6	50.7
당기순이익	24.1	15.7	25.7	29.3	38.5
YoY					
영업수익	-0.6%	-5.1%	4.3%	7.6%	9.2%
할부금융수익	7.3%	-13.4%	-11.7%	6.1%	9.5%
일반대출채권수익	-3.4%	2.7%	16.9%	13.1%	10.4%
리스이익	-9.7%	-6.6%	-4.4%	-10.9%	5.2%
영업비용	2.5%	-3.3%	1.5%	7.2%	7.5%
이자비용	-5.7%	-15.5%	-0.4%	8.1%	9.2%
대손상각비	32.0%	21.2%	0.8%	2.2%	5.2%
일반관리비	-1.3%	-0.8%	3.4%	11.3%	7.1%
영업이익	-31.7%	-32.9%	65.9%	13.9%	31.4%
당기순이익	-54.7%	-34.9%	63.5%	13.9%	31.4%
총자산대비 수익성					
영업수익	9.9%	9.0%	9.1%	9.5%	9.8%
할부금융수익	3.4%	2.8%	2.4%	2.4%	2.5%
일반대출채권수익	4.4%	4.3%	4.9%	5.3%	5.5%
리스이익	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%
영업비용	9.3%	8.6%	8.5%	8.8%	8.9%
이자비용	4.6%	3.7%	3.6%	3.7%	3.9%
대손상각비	2.0%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
일반관리비	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%
영업이익	0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%
당기순이익(ROA)	0.48%	0.32%	0.48%	0.53%	0.65%
ROE	3.7%	2.4%	3.8%	4.2%	5.4%

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 자동차 판매대수 추정

(단위: 대)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
신차판매대수	1,454,989	1,555,906	1,579,532	1,541,715	1,539,320	1,585,500	1,653,676	1,719,823
증가율	19.6%	6.9%	1.5%	-2.4%	-0.2%	3.0%	4.3%	4.0%
국산차	1,394,000	1,465,426	1,474,637	1,410,857	1,382,823	1,394,304	1,422,554	1,468,800
증가율	20.7%	5.1%	0.6%	-4.3%	-2.0%	0.8%	2.0%	3.3%
수입차	60,989	90,480	104,895	130,858	156,497	191,195	231,122	251,023
증가율	-0.9%	48.4%	15.9%	24.8%	19.6%	22.2%	20.9%	8.6%
중고차판매대수	1,964,754	2,730,237	3,257,287	3,220,856	3,308,121	3,423,905	3,560,861	3,721,100
증가율	11.4%	39.0%	19.3%	-1.1%	2.7%	3.5%	4.0%	4.5%
전체 차판매대수	3,419,743	4,286,143	4,836,819	4,762,571	4,847,441	5,009,405	5,214,538	5,440,923
증가율	14.7%	25.3%	12.8%	-1.5%	1.8%	3.3%	4.1%	4.3%
실질 GDP 성장률	0.3%	6.3%	3.7%	2.0%	2.8%	4.0%	3.6%	

자료: 국토교통부, KARI, KAIDA, 대신증권 리서치센터 추정

표 4. 자동차금융 시장규모 추정

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
신차금융	11,621	15,033	15,610	15,063	15,580	16,242	17,344	18,363
증가율		29.4%	3.8%	-3.5%	3.4%	4.3%	6.8%	5.9%
중고차금융	2,587	4,725	4,837	4,704	4,735	4,901	5,122	5,379
증가율		82.6%	2.4%	-2.7%	0.7%	3.5%	4.5%	5.0%
전체 자동차금융	14,208	19,757	20,447	19,767	20,315	21,143	22,466	23,742
증가율		39.1%	3.5%	-3.3%	2.8%	4.1%	6.3%	5.7%

주: 자동차금융 시장규모는 개별회사 점유율을 바탕으로 역산 및 조정한 추정치. 자동차 할부금융, 리스, 오토론 포함
자료: 대신증권 리서치센터 추정

아주캐피탈 연간 이익추정치 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업수익	778.2	792.1	835.9	894.5	984.9
영업이익	11.7	28.0	43.6	50.5	65.3
총당기순이익	2.9	19.1	29.7	34.0	44.2
지배지분순이익	5.3	16.3	28.6	32.7	42.6
EPS (원)	92	284	497	568	740
증감률 (%)	-90.9	208.2	75.1	14.3	30.4
Adj. BPS	12,041	12,145	12,498	12,927	13,533
PER (배)	43.6	17.7	11.3	9.9	7.6
PBR (배)	0.33	0.41	0.45	0.43	0.41
ROE (%)	0.4	2.7	4.2	4.6	5.8
ROA (%)	0.05	0.32	0.47	0.51	0.62

주: 5월 12일 종가 기준, 연결기준
자료: 아주캐피탈, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

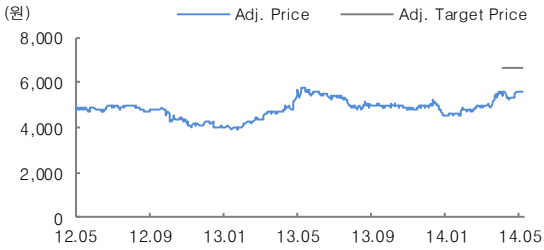
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김한이)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

아주캐피탈(033660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	14.05.13	14.04.17
투자의견	Buy	Buy
목표주가	6,700	6,700
제시일자		
투자의견		
목표주가		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
제시일자		
투자의견		
목표주가		

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상