

## 우리은행의 계열사로 성장동력을 얻은 (구)한미캐피탈

NR

## Valuation

Target Price:	NR
Price:	12,050
Margin of Safety:	NR

MktCap.(100mn): 2044.4

ROE: 5.7%

ROA: 1.0%

Op.Magin: 3.8%

PER: 26.54

PBR: 1.61

Dividend Yield: 2.9%

Major Sh.Holder:

우리금융지주(주): 50.1%

기업분석 2팀

박수영, 이종민

옥태종, 이호진

- 안정적 Cash Cow – 할부, 리스 사업

리스와 할부 사업은 우리금융지주에 합병되기 이전부터 상당한 시장점유율을 보유하고 있는 사업이다. 우리파이낸셜은 특히 자동차 할부 및 리스, 의료기기 리스에 사업을 집중하고 있다. 이 시장은 현재에도 빠른 속도로 성장하고 있으며, 우리파이낸셜은 사업의 네트워크와 노하우를 축적해왔기 때문에 할부와 리스 사업은 안정적인 Cash Cow로 작용할 것으로 예상된다.

- 우리금융지주의 든든한 지원

우리파이낸셜은 2007년 9월에 우리금융지주에 합병되었고, 이로 인한 상당한 시너지 효과가 기대된다. 우선 안정적인 자금조달과 신용등급 상승으로 인한 자금조달비용 감소효과가 발생할 것이다. 또 우리금융지주 내 계열사들과의 역할분담을 통해 우리파이낸셜은 주요 사업에 역량을 집중시킬 수 있게 되었다.

- 사업 다각화와 규모증대

우리파이낸셜은 2006년 말에 쌍용캐피탈을 인수하면서 할부사업을 시작하였다. 그리고 2008년에는 소비자 금융 사업을 새로이 시작하고 기존에 거의 이루어지지 않았던 기업여신 부문을 증대하고 있다. 이와 같이 우리파이낸셜은 최근 2년 동안 빠르게 사업 다각화를 이루었고 총 자산 규모는 무려 4.5배가 증가하였다.

- Risk

1. 할부, 리스 시장은 성장하고 있지만 경쟁 또한 치열한 상황이어서 추가 성장을 기대하기 힘들다.
2. 여신전문기업으로 등록되어 있으면서 할부, 리스 외에 사업부문 확장에 제한이 있을 수 있다.
3. 소비자금융 사업은 기존의 대부업체들과 최근 시장에 진입하고 있는 상위 금융권 사이의 치열한 경쟁이 예상된다.
4. 부채비율이 급격히 증가함에 따라 기대수익성과 이자비용, 위험요소가 같이 증가하였고 높은 수준의 위험관리 능력이 요구되고 있다.

## I. 여신전문금융업이란?

여신업은 돈을 빌려서 신용으로 돈을 빌려주고 회수한다.

### 1. 여신전문금융업

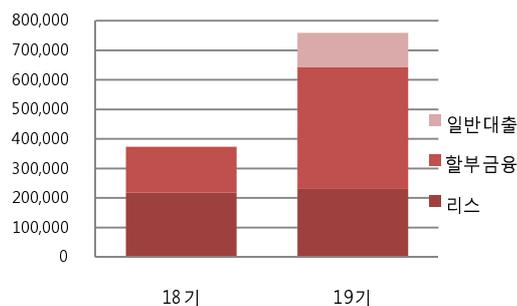
금융업은 기본적으로 싸게 자금을 조달해와서 비싼값에 자본을 대여하며, 이 과정의 이익을 취하는 사업이다. 금융업의 각 영역은 자금을 어떻게 조달하고, 어떻게 유용하느냐에 따라 나뉠 수 있다. 여신업은 첫째, 은행과는 달리 수신기능(예금자가 예치하는 돈을 자금원으로 사용)이 없다. 따라서 유상증자나 차입, 회사채 발행 등으로 자금을 조달하게 되기에 회사의 신용도가 중요하다. 둘째로, 여신사는 주로 할부/리스/신기술금융/카드업으로 자금을 유용한다. 특히 우리파이낸셜은 할부와 리스 및 소비자 금융, 기업여신을 주로 취급한다. 셋째로, 고객의 신용만으로 돈을 빌려주는 여신전문 업체는 고객의 신용 평가를 정확하게 할 수 있는 능력이 매우 중요하다.

우리파이낸셜은 우리금융그룹 내에서 시너지 효과를 기대하고 있다.

### 2. M&A를 통한 사업 포트폴리오의 확장

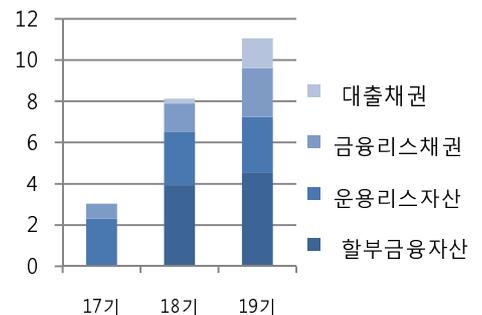
여신증권업은 할부금융, 리스업, 신기술금융업 그리고 신용카드업으로 구성된다. 우리파이낸셜의 전신인 한미캐피탈은 과거 수입신차리스 및 의료기리스 부문을 주력으로 하고 있었으나 2006년 12월 쌍용캐피탈의 할부영업부문 인수를 통하여 국산 신차 및 중고차시장에 신규 진출할 수 있었다. 2007년 9월부터 우리금융지주가 최대주주로 전환됨에 따라 브랜드를 우리파이낸셜로 개칭하고 우리금융지주 산하 계열사와의 시너지를 기대할 수 있게 되었다.

그림 1. 상품별 실행실적



자료: 우리파이낸셜

그림 2. 상품별 자산 비중



자료: 우리파이낸셜, Research 2 team

## II. 한미캐피탈, 우리파이낸셜의 전신

### 1. 리스업

리스는 금융리스와 운용리스로 분류된다.

#### 리스시장 현황

리스란 시설임대를 전문으로 하는 사업주체가 일정한 설비를 구입하여 그 이용자에게 일정기간 대여하고 그 사용료(리스료)를 받는 것을 목적으로 하는 물적금융 행위이다.

리스는 조건에 따라 금융리스와 운용리스에 의해 달라진다 (표 1 참조). 운용리스는 취득 자산에 대해 회계 처리를 할 경우 자산에 대한 감가상각을 계상하지 않고 자산의 이용에 따른 리스료를 전액 비용 처리 하기 때문에 회계처리를 할 경우 세금혜택을 얻을 수 있다. 그리고 초기 투자 금액이 적게 들기 때문에 회사의 입장에서 설비 투자를 할 경우 유동성을 확보하고 남는 현금성 자산의 운용에 따른 기회비용을 획득할 수 있다.

2005년부터 회계기준이 강화되어 운용리스의 규제가 엄격한 규제를 받게 되었다.

운용리스의 세제혜택 효과에 힘입어 2005 년까지 많은 인기를 누렸으나 그 해부터 리스사의 회계기준이 강화되어 운용리스가 더욱 엄격한 규제를 받게 되었다. <그림 4>의 상품별 리스 실행액 추이를 보면 2002 년부터 꾸준한 증가추세를 나타내고 있다. 이러한 추세는 IMF 직전 13 조 규모의 리스 시장이 급격하게 축소된 이후 다시 증가세를 보여 2007 년 10 조에 육박하는 규모로 다시 성장한 것이다. 그런데도 불구하고 <그림 5>를 보면 2005 년까지는 운용리스의 리스 전체 비중이 증가하다가 회계기준이 강화된 2005 년 이후부터 지속적으로 감소하는 것으로 나타난다.

그림 3. 리스의 기본 구조

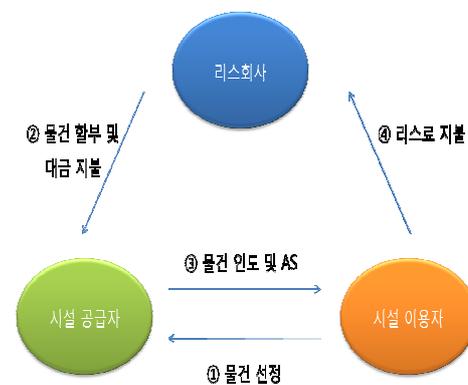


표 1. 금융리스와 운용리스 비교

구분	금융리스	운용리스	비고
분류기준	1. 리스종료시 소유권 이전 2. 임가구매 선택권 3. 리스기간이 내용 연수 75% 이상 4. 기본리스료 현가의 90%이상 회수	-	소유에 따른 Risk, Benefit의 부담 및 향유 정도
기간	12개월~60개월	12개월~44개월	자동차의 경우
회계처리	장부에 계상 (감가상각+지급이자)	리스료 전액 비용 처리	
기간종료시 처리	재리스 또는 양도	재리스, 양도, 반환	잔가/보증금
잔가리스크 부담	고객부담	리스회사 부담	중고차

자료: Research 2 Team

자료: 여신금융협회

**외제차 리스 시장은 완전경쟁시장이다.**

**자동차 리스 중 60%는 수입차 리스이다.**

**외제 자동차 리스 시장**

우리파이낸셜은 외제차 시장에서 약 8%의 시장점유율을 차지 하는 것으로 추정된다. 외제차시장의 주요 경쟁자들은 현대캐피탈(20%), LG카드(20%), 대우캐피탈(14%), 삼성카드(8%), 등이 있다. 최근 외제 자동차의 시장 점유율이 지속적으로 성장하고 있다.

자동차 리스 중 60%는 수입차 리스가 차지한다. 수입차의 국내 시장 점유율이 약 5% 정도인 것을 감안하면 이는 외제차를 사는 사람들 중 다수가 리스를 이용한다는 것을 알 수 있다. 최근 여러 종류의 외제차가 늘어나고 있어 리스 이용자가 늘어날 것으로 보이지만 새로 들어오는 모델 중 다수가 중저가 차량이기 때문에 단순히 외제차의 판매량에 비례해서 외제차 리스 시장이 증가할 것이라고 볼 수 없다. 그리고 BMW, 벤츠 등 자체 여신사를 가지고 있는 외제차 captive 시장의 비중이 확대되고 있는 추세이기 때문에 외제차 non-captive인 우리파이낸셜이 향후 크게 성장할 것이라고 판단되지 않는다.

우리파이낸셜이 Non-captive 시장에서도 병행수입으로 차량을 들여와서 AS를 제공하는 업체들과 제휴를 맺고 차량 정비 및 보험까지 포괄하는 복합상품을 내놓고 있지만 이러한 마케팅 또한 진입장벽이 크게 높지 않고 경쟁사들이 모두 새로운 상품을 내놓고 있어 경쟁은 계속해서 더 치열해질 것으로 보인다.

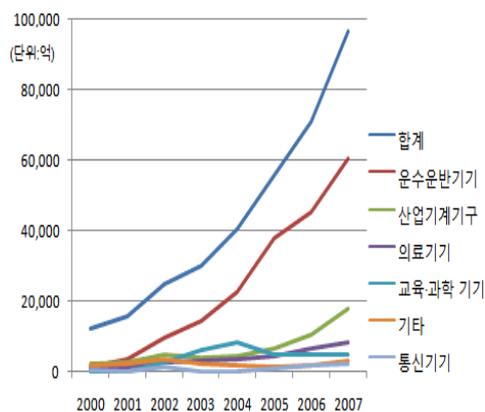
그러나 수입차 리스 시장이 지속적으로 성장하고 있으며 향후 몇 년간 지속될 것으로 예상되고 있기 때문에 우리 파이낸셜은 우리은행과의 연계 상품과 지속적인 상품 개발을 통하여 현재의 시장점유율을 유지할 전망이다.

**의료기기 리스 시장**

**의료기기 시장은 계속해서 성장하고 있으며, 여전사는 이 중 의원급 병원에 대한 리스 서비스를 제공한다**

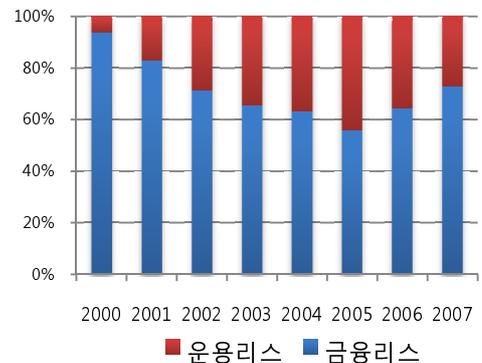
고령화 사회와 한미 무역협정(FTA)의 특수로 의료기기 시장은 지속적으로 성장하

그림 4. 리스시장 상품별 실행액 추이



자료: 여신금융협회, 자체제작

그림 5. 운용 및 금융리스 비중 (계약액 기준)



자료: 여신금융협회, 자체제작

고 있다. 초고령화 사회로의 진입은 그만큼 의료기기에 대한 수요증가를 의미하며, 특히 의료부문 서비스의 상당부분은 의료기기에서 비롯되기 때문에 의료기기 시장이 성장하고 있다. 또한 한미 FTA 를 통해 의료기기 시장은 개방될 것이며, 컴퓨터 단층촬영(CT)나 MRI 와 같이 수억~수십억에 달하는 고급 의료기기의 가격이 다소 낮아질 것으로 전망한다.

의료기기 시장에서는 리스를 통해 의료기기를 조달하는 것이 유리하다. 일단 고가의 기기를 구입한다는 것은 운영상 매우 큰 리스크를 부담하게 된다. 병원에서의 서비스 능력이 첨단 장비의 능력에 많이 좌우하는 현재 시점에서 각 병원은 더 좋은 기기를 더 많이 보유하고 있을수록 양질의 서비스를 제공함과 동시에 매출의 증가를 도모할 수 있다. 따라서 엄청난 기기 구입 비용을 줄일 수 있는 리스는 병원의 입장에서는 매우 매력적인 상품이 아닐 수 없다. 또한 의료기기는 오랜 시간을 두고 보유하기보다는 더 좋은 기기로 교체를 하는 것이 훨씬 중요하기 때문에 완전 소유권을 획득하기 보다는 임대권을 부여 받는 것이 경영상 도움이 된다. 따라서 의료기기 시장의 성장과 함께 의료기기 리스 시장은 동반 성장할 것이다.

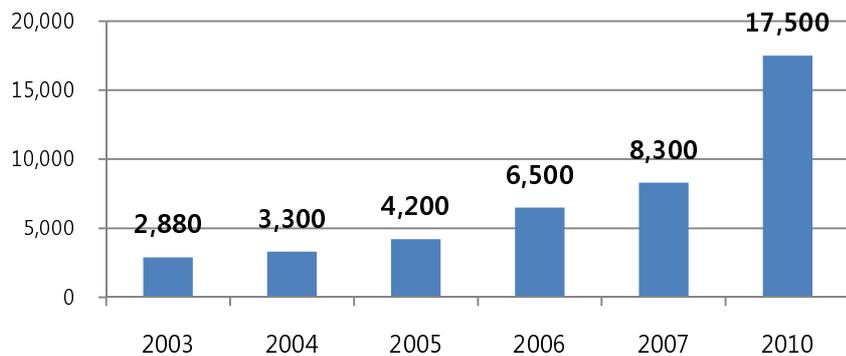
의료기기 리스 시장은 2007 년 8300 억원 규모였으며, 2008 년에는 1 조원 시장으로 성장할 것이라 기대한다. 기기 리스 시장은 중대형급 병원 시장 및 의원급 병원 시장으로 나눌 수 있으며, 각각의 시장 규모는 전체의 50%씩 차지하고 있다. 중대형급 병원 시장은 은행에서 리스를 전문적으로 수행하고 있으며, 우리 파이낸셜과 같은 여전사에서 의원급 병원에 대한 리스 서비스를 제공하고 있다.

의원급 병원 리스시장의 60% 점유하고 있으며, 향후 안정적인 수준 유지가 전망됨

**의료기기 리스 시장 내 우리 파이낸셜**

우리 파이낸셜의 의료기기 리스 시장 매출 비중은 전체 리스 매출의 40%에 달하며, 2006 년 기준으로 전체 의료기기 리스 시장 매출에서 30%의 M/S 를 점유하고 있다. 이는 우리 파이낸셜이 사업을 영위하고 있는 의원급 병원 시장 내에서는 60%

그림 6. 의료기기 리스 시장규모 (단위: 억 원)



자료: 금융당국

에 달하는 규모이며, M/S 1 위를 지키고 있다. 2 위 기업은 CNH 캐피탈로서 20%정도의 시장 점유율을 차지하고 있다. 애초에 우리 파이낸셜의 기본 사업부문을 구성하고 있었기 때문에 그만큼 많은 노하우와 네트워크가 형성되어 있으며, 관련 시장 내에서 선도적인 지위를 점하고 있다. 의료기기 리스 시장이 성장해감에 따라 관련 시장에 대한 경쟁상황이 심해질 것으로 전망하지만, 관련 시장에서의 선두주자인 우리 파이낸셜의 경우 기존의 네트워크 인프라를 바탕으로 현재의 지위를 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

2. 할부시장

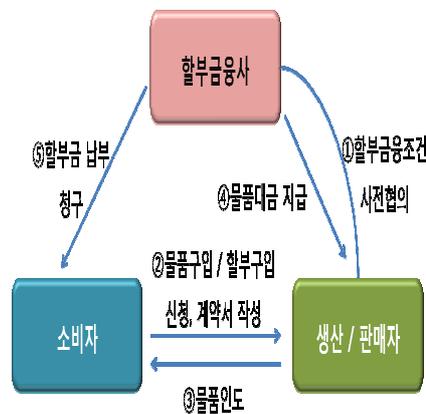
할부금융은 생산/판매자에게 동시 편익을 제공한다

할부금융의 기본 개념 및 구조

할부금융은 자동차 및 주택 등 소비자가 일시불로 구입하기 어려운 고가 상품을 구입 시 필요한 자금을 할부금융사 측에서 판매사에 일시불로 지급하고, 소비자는 이를 분할하여 상환하는 제도를 말한다. <그림 7>은 할부 금융의 기본 구조를 나타낸 그림이다. 할부금융사는 실질 재화나 서비스의 이동에는 관여하지 않지만, 매개자의 역할을 수행하면서 할부금에 붙게 되는 이자를 통해 수익을 창출한다.

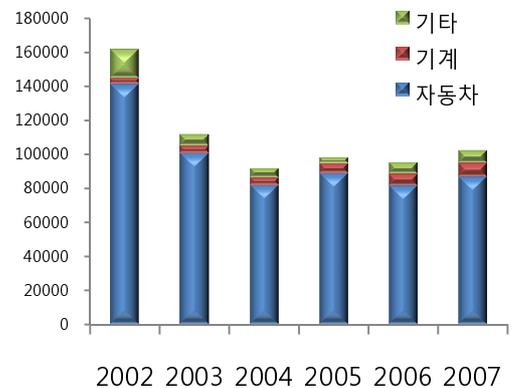
할부금융은 소비자나 생산/판매자 모두에게 편익을 제공한다. 소비자의 입장에서는 미래소득의 현재화가 가능해져서 생활 수준의 향상을 꾀할 수 있고, 계획적인 소비지출계획이 용이해 질 수 있다. 생산/판매자의 입장에서는 현금으로 일시불을 지급받을 수 있기 때문에 자금의 유동성이 증대되고, 할부 금융상품을 통해 비수기에도 상품의 매출 증대 및 재고감소의 효과를 기대할 수 있으며, 채권회수 및 채권 조직관리의 부담이 할부금융사로 넘어가게 된다는 측면에서 유리하다.

그림 7. 할부금융의 기본 구조



자료: Research 2 Team

그림 8. 국내 할부금융 규모 추이



자료: 여신금융협회

**할부금융 시장은 소폭 성장하고 있다**

할부금융 시장은 크게 자동차, 기계, 가전 및 기타 분야로 나눌 수 있다. 이중 가장 많은 부분을 차지하고 있는 분야가 바로 자동차 할부 시장이며 전체 할부금융 시장의 87% 정도에 해당한다.

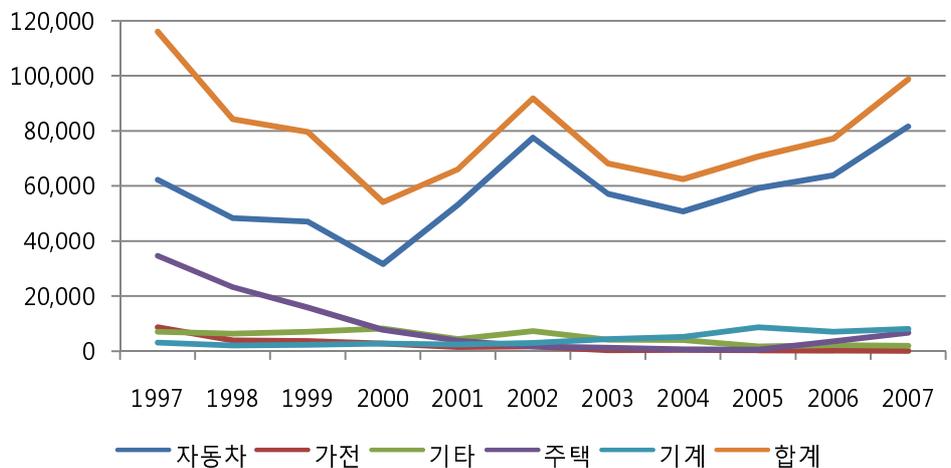
<그림 9>은 취급실적을 기준으로 한 국내 할부금융의 규모 추이를 나타낸 그래프이다. 2002년에 할부 취급액이 매우 높았던 것으로 나타나는데, 이는 2002년 월드컵을 통한 시장의 호황으로 소비심리가 매우 활성화되었기 때문에 자동차 시장에서의 할부구입 건수가 매우 많았기 때문으로 분석한다. 이러한 추세는 2003년을 기점으로 급격히 감소해서 2004년 최하치를 기록하였다가 점차 그 추세가 안정적으로 증가하여 작년에는 10조 규모의 시장을 형성하였다.

중고차 할부에 힘입은 할부금융시장의 성장

최근 자동차 할부 시장의 성장은 중고할부금융 시장의 성장에 힘입은 바 크다. 소비자의 니즈로 중고차 구매시 할부율이 증가하며 외제중고차 구매성향도 빠르게 성장하기 때문이다. 이에 더해 신차 할부금융 시장에 비해 낮은 중고차 시장의 진입장벽으로 관련 할부금융 시장이 2004년 이후 CAGR 23% 속도로 급속하게 성장하고 있다. 하지만 자동차 관련 상품의 포화상태가 점차 진행중에 있기 때문에 앞으로의 성장률은 과거에 비해 낮을 전망이다. 이뿐 아니라 법적인 면에 있어서도 관련 시장의 성장을 가져오고 있다. 여신금융전문업법이 시행되면서 과거 허가제였던 할부 시장이 등록제로 바뀌었다. 따라서 자동차 등 소비자 대상의 할부금융 시장에 대한 진입장벽이 낮아지고 점차 활성화되어 시장규모의 증가추세의 요인이 되고 있다.

경쟁또한 치열함

그림 9. 세부 항목별 할부시장 규모 추이



자료: 여신금융협회, 자체제작

Non-Captive로써 입  
지가 좋지 않음

**신차 할부시장**

자동차 신차 할부시장은 Captive와 non-captive로 나뉜다. 자동차회사를 계열사로 둔 Captive는 non-captive에 비해 확실한 매출처가 있기 때문에 시장점유율이 높다. 현재 자동차 할부금융 시장은 현대 캐피탈과 대우 캐피탈 양사가 주도하고 있는데, 현대캐피탈은 현대의 Captive 회사로 전체 시장의 50% 이상을 차지하고 있다. 현재 대우자동차는 우리캐피탈이 Captive로 취급하고 있으나, non-captive인 대우캐피탈은 오랜 기간동안 구축된 영업 네트워크를 발판으로 M/S 2위를 보이고 있다. 우리파이낸셜 또한 non-captive로써 지난 해 매출 기준 4124억으로(시장규모 연 12조원) 전체 시장의 3%가량의 점유율을 보이고 있다.

후발 주자로 뛰어난 삼성, LG카드의 경우 자산 확대를 위해 관련 시장에 공격적으로 진출하였으나, 기존의 확고한 네트워크의 장벽을 넘지 못하고 고전 중에 있다.

할부금융 분야의 경우, 거대 기업의 과점체제가 확고해진 상황이기 때문에 관련 시장에서의 M/S를 안정적으로 확보한다는 것이 매우 어려운 일이다. 시장은 점진적으로 소폭 성장하고 있으나, 관련 시장 내의 경쟁은 점차 치열해지고 있기 때문이다.

**중고차 및 외제차 시장에서의 기회 포착**

중고차 시장에 중점  
진출

현재 신차 할부금융 시장은 Captive 여신전문금융사의 과점현상으로 인해 매우 진입이 어렵고, 시장 자체가 포화상태에 이르렀기 때문에 관련 시장 안에서 non-captive인 우리 파이낸셜이 가져갈 수 있는 성장 여력은 높지 않다고 판단한다. 하지만 현재 성장추세를 꾸준히 이어나가고 있는 중고차 및 외제차 시장의 경우 계열사를 보유하지 않고서도 충분히 진입이 가능한 시장이다. 또한 중고차 할부금융의 이익률이 신차 할부금융 이익률보다 높기 때문에 우리파이낸셜은 수입차 및 중고차 시장에서의 M/S를 높여나가는 것을 주 목표로 하고있다. 현재 중고차 시장의 규모는 연 3조원 규모로, 우리파이낸셜은 13%, 2위의 시장점유율을 보이고 있다.



### III. 우리금융지주 자회사로서의 이점

국고채 수익률과 기업의 신용도가 자금조달의 핵심

#### 1. 용이해진 자금조달

캐피탈사의 자금조달은 주로 자기자금, 유상증자, 회사채 혹은 CP 로 이루어 지는데, 우리파이낸셜의 자금조달 현황은 아래와 같다. 우리파이낸셜은 40%를 회사채로 충당하고 있으며, 높은 신용도를 지렛대 삼아 2007 년, 평균 이자율 5%대의 낮은 비용으로 자금을 조달해왔다. 캐피탈사의 이윤은 대출이자율 - 조달이자율에서 얻어지기 때문에 조달금리를 낮추는 것은 대출이자율을 높이기 위해 노력하는 것만큼 중요하다. 여전사가 발행하는 회사채의 금리는 기본적으로 국고채 수익률에 각각의 신용등급에 맞는 spread 가 더해져 산출된다. 한미캐피탈에서 우리금융지주의 일원으로 편입되면서, 우리파이낸셜의 credit rating 은 BBB+에서 A 로 두 단계가 상승하였고 현재 A+의 높은 신용도를 기록하고 있다. 우리 파이낸셜의 규모 및 업계 순위를 생각했을 때 조달 금리측면에서는 양호한 성적을 보이고 있다.

자금조달 시장이 원활하지는 않으나 선전하는 중

최근 캐피탈사의 회사채 발행이 난항을 겪고 있다. 여신업의 PF 관련 익스포져와 국제 금융시장 불안 등으로 조달시장 여건이 여전히 개선되지 않은 가운데 만기상환 자금을 갚기 위해 금리부담을 안고 발행에 나서고 있기 때문이다. 부동산 PF exposure 가 낮은 우리파이낸셜의 경우는 이런 리스크에서 벗어나 있지만, 시장이 실제 PF exposure 여부에 관계없이 여신전문회사를 위협하게 여기는 경향이 있어 어느 정도 영향을 받는 것으로 보인다. 심지어 최근 은행채들의 만기가 도래해 신규 은행채가 발행되면서 상대적으로 위험성이 있는 캐피탈 회사채의 매력도가 떨어지는 실정이다. 자금조달 압박이 더해지는 가운데, 여전사는 채권의 만기를 줄인

표 2. 우리파이낸셜의 자금조달 추이(FY07)

조달항목	평균잔액	비중	이자율
자기자본	170,360	17%	
자본금	82,846		
자본잉여금	40,503		
자본조정	-3,420		
기타포괄손익누계액	745		
이익잉여금	29,686		
리스 및 렌탈 보증금	89,195	9%	
사채	389,710	40%	5.3%
기타차입금	293,343	30%	7%
총당금	622	0%	
퇴직급여충당금	622		
기타	32,512	3%	
합계	975,741	100%	4.2%

출처: 우리파이낸셜 사업보고서



장기적인 관점에서 모 기업의 지원 기대

1년짜리 단기 채권으로 3년 이상의 대출을 감행하는 등 maturity mismatch의 정도가 심해지고 있다. 이런 시장 상황에서 우리 파이낸셜은 이번에 1300억 원의 회사채를 2년 만기로 6.6%에 발행하였다 자금조달 시장의 상황은 호의적이지 못하지만 우리금융지주라는 든든한 모기업과 높은 신용도로 자금 조달에는 큰 무리가 없는 것으로 보인다. 자금조달표의 기타채무는 차입부채를 제외한 나머지 금액으로, 미지급금, 리스보증금 등이다.

우리파이낸셜의 부채비율 545%로 상위 15개 업체 평균(우리파이낸셜 포함) 815%로 양호한 편이다(여신전문업은 자기자본의 최대 10배까지 회사채를 발행할 수 있다). 또한 우리금융지주에 계열사로 편입됨에 따라 모기업의 후원으로 자기자금을 조달하기가 상대적으로 수월해 졌으나 즉각적인 유상증자 등의 활동을

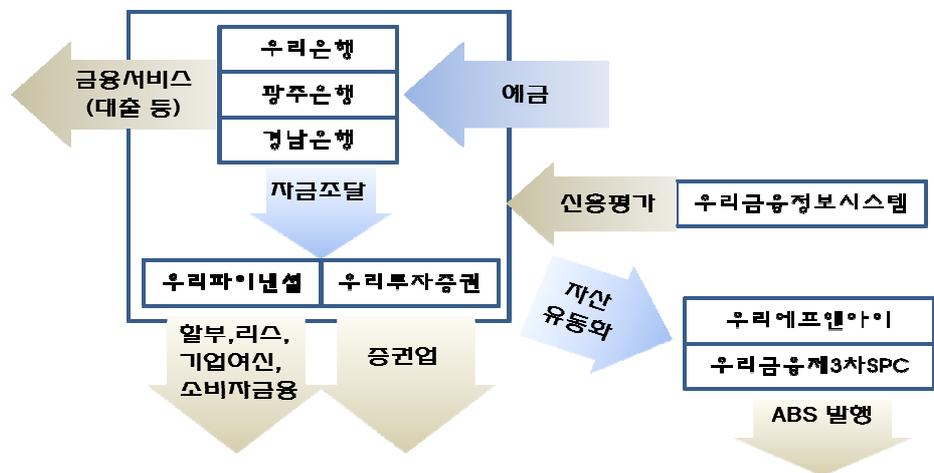
기대할 수는 없다. 자회사에게 무조건적인 지원을 하는 신한금융지주와는 달리 정부가 지분을 가진 우리금융지주는 기민한 정책 대응이 어렵고, 자금 지원시에도 부실 자회사 위주의 지원정책을 가지고 있기 때문이다. 하지만 점차 비은행권의 업무 영역이 넓어지며 금융지주의 성장도 비은행권 회사의 성장에 기대는 측면이 커졌다. 현재 신한외 자회사 의존 이익률은 30%가 넘는 반면 우리금융지주는 7%만을 기록하고 있어 비은행권 성장에 대한 요구가 커지고 있다.이에 더해, 최근 광주은행 경남은행에 1800억 원대의 유상증자를 지원하는 등 자회사에 대한 지원이 강화되는 경향이 보인다. 이를 통해 장기적인 관점에서 우리금융지주를 통한 재무적 지원을 기대해 볼 수 있다.

우리금융지주 내에서 리스, 할부, 기업여신, 소비자금융 담당

1. 기타 계열사들과의 연계 구조

우리파이낸셜이 2007년에 우리금융지부에 합병되면서 계열사들간 역할분담을 통해 상당한 비용절감 효과가 발생할 것이라 기대된다. <그림 10>은 우리금융지주 내 다른 계열사들과 우리파이낸셜의 역할분담 구조를 보여주고 있다. 은행 계열사

그림 10. 우리금융지주 내의 연계구조



자료: Research 2 team

**우리금융지주의 지원  
으로 역량집중 가능**

들은 고객들의 예금을 통해 자금을 조달하여 대출 등 전반적인 금융 서비스를 제공한다. 그리고 은행 외의 계열사들이 규제 문제, 사업의 효율성, 규모 문제 등으로 은행이 실행하기 힘든 사업부문을 담당한다. 우리파이낸셜은 기존의 리스, 할부 금융 부문을 담당하면서 기업여신, 소비자 금융을 새로이 실행함으로써 우리금융지주의 사업부문 다각화에 일조하고 있다.

우리파이낸셜은 단순히 사업부문만 확대된 것은 아니다. 우리금융지주의 다른 계열사들의 지원을 받으면서 자신들의 역량을 할부, 리스, 기업여신, 소비자 금융의 핵심사업에 집중시킬 수 있게 되었다. 앞에서 언급했듯이 우리파이낸셜은 신용등급의 상승과 은행사의 지원으로 안정적인 자금조달이 가능해졌다. 또 그 동안 우리파이낸셜의 중요한 업무 중 하나였던 신용조회 서비스 부문을 우리금융정보시스템에 위탁함으로써 비용절감을 이룰 수 있다. 자산유동화 업무도 우리에프앤아이와 우리금융 제3차 SPC가 대신 수행해주면서 우리파이낸셜의 힘을 덜어줄 것이다.

이처럼 우리파이낸셜은 우리금융지주에 소속되면서 다양한 지원을 통해 그들의 핵심역량을 새로운 사업부문에 집중시킬 수 있을 것으로 예상된다.

## IV. 신사업분야

### 1. 기업 여신

**기업여신으로 사업영역  
확장을 위한 모기업의  
전폭적인 지지**

우리금융지주 안에서의 우리파이낸셜은 기존 계열사들이 접근하지 못하는 금융영역을 커버하고 새로운 사업분야를 추진하는 역할을 맡는다. 그 결과 추가되는 기능으로는 기업여신과 소비자 금융이 있다.

기업여신 부문은 그룹 계열사의 덕을 톡톡히 보게 된다. 현재 우리금융지주의 제2금융권 기업여신은 우리투자증권에서 일임하고 있다. 우리투자증권은 보유한 기업여신 거래에 필요한 라이선스가 만료되는 1년 반 후, 재신청을 하지 않고 기업여신 파트를 우리파이낸셜로 이전하기로 결정했다. 그룹차원에서 포트폴리오 분배를 위해 기업여신 전체를 우리파이낸셜이 담당하게끔 하는 것이다. 기존에 우리투자증권에서는 기업여신 1팀과 2팀이 이 분야를 담당해 왔으며 현재는 기업여신 2팀 전체가 우리파이낸셜로 옮겨왔다. 1팀은 잔여 계약을 처리하기 위해 우리투자증권에 남았으며, 라이선스가 만료되는 대로 이전할 것이다. 즉, 우리파이낸셜에게 기업여신부분은 신규시장이나, 모기업에서 이미 완성된 부분을 들여오는 것이기에 성공이 보증된 부분이다. 우리투자증권의 기업여신 분야 규모는 750억정도로, 우리투자 증권에의 입장에서는 3퍼센트만을 차지하는 작은 규모라 부서를 옮긴다 해

서 기업의 펀더멘털에 크게 영향을 미치지 않는다. 하지만 우리파이낸셜의 현재 영업수익이 1100억원대임을 감안했을 때, 신규 유입되는 기업여신 분야는 큰 성장 동력으로 작용할 수 있다.

기업 여신에 있어 중요한 사이즈는 중요한 요소가 된다. Balance sheet이 클수록 투자 기회를 놓치지 않고 리스크를 분산시키기에 용이하기 때문이다. 우리투자증권의 지원은 우리파이낸셜에게는 순조로운 시작이 될 수 있다.

또한 우리은행으로부터 기업 고객 기반을 물려받아 한미캐피탈일 때는 불가능했던 강한 고객 네트워크를 갖추게 될 전망이다. 기존의 우리투자증권 또한 우리은행의 고객 네트워크의 수혜를 받아왔다. 우리은행 실무자와 함께 현장 실사를 가거나, 우리은행 측에서 직접 deal을 연결해 주는 등 적극적인 지원을 아끼지 않았기 때문이다. 우리파이낸셜이 우리금융지주의 또 다른 축을 담당할 것으로 보여지는 만큼, 해당 분야에 있어서 계열사간의 적극적인 시너지가 기대된다.

**2. 소비자 금융**

자금조달력, 상품전략, 리스크관리 능력이 중요

소비자금융은 신용도가 낮은 개인을 대상으로 하는 대출 서비스를 의미한다. 그동안 은행들은 자산의 건전성과 평판 위험 때문에 소비자 금융 사업을 꺼려해왔다. 그래서 대부분의 소비자 금융 서비스는 3 금융권인 대부업체들에 의해 실행되어왔다. 하지만 최근 정부가 서민형 금융 서비스 확대 계획을 강하게 추진하면서 은행과 기타 금융업체들도 소비자 금융에 진출하는 추세이다. 이처럼 기존의 대부업체들이 주를 이루던 소비자 금융시장에 저축은행과 여신업체, 1 금융권인 은행들까지 진출하면서 향후 경쟁 악화가 예상되고 있다. 우리파이낸셜도 이제까지 소비자금융 서비스를 제공하지는 않았지만 올해 5월부터 소비자 신용대출 서비스를 실행할 계획이다.

향후 소비자 금융시장에서는 자금조달과 금리문제, 상품전략 및 리스크 관리 등이

**표 3. 1, 2 금융권의 소비자 금융시장 진출 현황**

구분	일시	기관
1 금융권	2007.7.	전북은행
	2008.1.	경남은행
	2008.4.	부산은행
2 금융권	2007~2008.4.	HK, 모아, 동부, 고려 저축은행 하나, 우리 캐피탈
	2008.5.	우리 파이낸셜
	2008.6.	기온 캐피탈

자료: Research 2 team

주요 경쟁력으로 작용할 것으로 보인다. 우선 경쟁이 심해지면서 경쟁사들 사이에 저금리 대출 경쟁이 일어날 것으로 예상된다. 이에 따라 안정적인 자금조달과 낮은 조달비용이 금융업체의 수익성의 key factor로 작용할 것이다. 우리파이낸셜은 앞에서 설명한 우리금융지주 내에서의 시너지 효과로 자금조달 측면에서는 강점을 가질 것으로 기대된다.

소비자 금융 시장은 신용도가 낮은 고객을 대상으로 하는 만큼 금융기관이 떠안는 위험도 크다. 주요 위험은 신용위험과 평판위험이 있다. 금융업체가 신용위험을 줄이고 대출의 회수율을 높이려고 노력할수록 기업의 평판이 훼손될 수 있다. 그러므로 신용위험과 평판위험에는 어느 정도의 trade-off가 존재한다. 때문에 대출이 발생하기 전에 신용위험을 줄이려는 노력이 필요하며 이는 기업의 신용측정능력에 의해 결정된다고 할 수 있다. 우리파이낸셜은 그 동안 업계평균과 비교했을 때, 낮은 수준의 대출 연체율을 유지해왔다. 신용측정능력 또한 우리금융지주에 합병되면서 우리금융정보시스템에 위탁함으로써 기능이 향상될 것으로 예상된다.

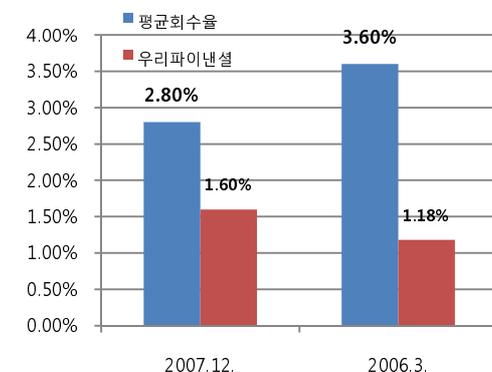
최근에는 소비자 금융 상품을 다양화, 고객 맞춤화하는 추세이다. 그럼으로써 심리적 마케팅 효과를 얻음과 동시에 상품별 위험관리를 함으로써 위험관리의 효율을 높일 수 있다. 따라서 상품 전략과 사후 관리 능력이 중요해질 전망이다.

특히 최근에는 상위 금융권에서 '환승론' 상품을 판매하면서 대부업계의 시장을 잠식하고 있다. '환승론'이란 높은 이자율의 대출에서 낮은 이자율의 대출로 전환을 가능하게 해주는 서비스이다. 정부가 서민층의 금융확대를 위해 '환승론'을 적극 장려하고 있으며, 향후 보조금 지급을 검토 중이다.

**향후 시장 내 경쟁상황, 은행지주의 태도가 중요함**

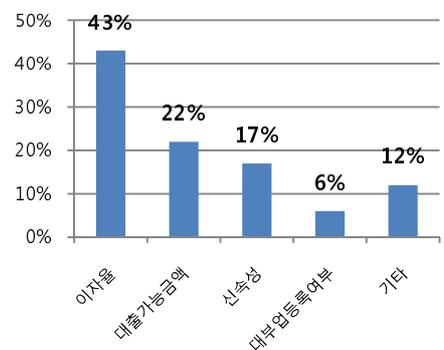
우리금융지주는 정부가 상당량의 지분을 소유하고 있기 때문에 정부의 정책의지에 맞추어 적극적인 소비자 금융 시장 진입이 예상된다. 우리파이낸셜은 기존의 우리은행이나 우리투자증권과는 다른 고객층과 상품군을 지니고 있기 때문에 우리금융지주의 소비자 금융시장 진출에 한 축을 담당할 것으로 보인다. 이에 따라 우리파

그림 11. 대출 연체율 비교



자료: 금융정보시스템, 여신전문협회

그림 12. 소비자 금융 선택시 고려사항



자료: 금융감독원 - 비은행감독국

이낸셜은 소비자 금융을 위해 1000억 원의 자금을 공급할 계획이다. 그리고 저축

은행, 여전사를 통틀어서 2200여 억 원의 자금이 소비자 금융 시장에 공급될 전망이다. 하지만 이는 대부시장 대출잔액인 6조 원에 크게 못 미치는 것이다. 따라서 서민층의 금융소외를 완화하고자 하는 정부의 정책 효과가 금방 나타날 것으로 보이지 않는다. 다른 은행 업계 또한 평판 위험과 자산의 건전성 유지 문제 때문에 향후 소비자 금융 시장에 적극적으로 참여할지는 아직 의문이다. 따라서 우리파이낸셜의 소비자 금융 부문은 향후 대부업계와 은행업계의 경쟁 상황과 다른 은행업계들의 의중에 크게 영향을 받을 것으로 예상된다.



## V. RISK

### 1. 상장폐지? 루머일 뿐이다.

상장폐지에 대한 위험은 존재하지 않는다

한미캐피탈이 우리금융지주에 편입되면서 상장폐지를 통해 사기업화를 추진할 것이라는 예측이 있었다. 하지만 인수일인 2007년 9월 이후 우리은행의 추가적인 지분 매입이 없었다는 점으로 적극적인 주식 매집은 일어나지 않았음을 알 수 있다. 또한 전환사채등을 발행해 지분율을 높일 가능성에 대해서는 우리파이낸셜측이 전혀 검토한 적이 없음을 밝혔으며, 상장폐지에 대한 루머를 일축했다.

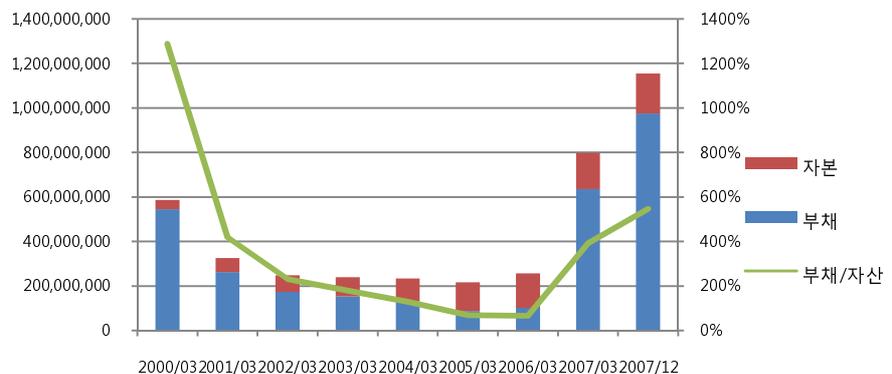
### 2. 부채비율의 급증

부채비율 증가로 위험, 이자부담, 기대수익성 동시에 증가

우리파이낸셜(한미캐피탈)은 2006년 이후 자산이 급격히 증가했는데, 대부분이 부채 차입에 의한 것이었다. 최근 2년 동안 자본은 약 240억 원(15%)이 증가한 것에 비해 부채는 무려 8700억 원(85%)이 증가하였다. 그래서 부채/자산 비율이 2006년 3월에 66%에서 2007년 12월에 546%로 증가하였다. 이는 최근 할부, 소비자 금융, 기업여신으로 사업부문을 확장하면서 필요한 자금을 차입을 통해 조달하였기 때문이다. 이처럼 갑작스럽게 부채비율을 높이는 것은 이자비용이 갑자기 증가하기 때문에 절대적인 위험이 증가한다고 볼 수 있다. 하지만 스프레드와 요금 수익이 전체 수익의 대부분을 차지하는 금융업체의 특성상 546%의 부채비율은 높은 편이라고 할 수 없다. 부채 자금을 조달하는 것이 자기자본보다 자금조달비용이 적게 들기 때문이다. 즉, 부채비율의 증가는 곧 기대수익성의 증가를 의미한다. 따라서 급증하는 이자비용을 감당할 수 있는 자금력과 위험관리능력만 갖추고 있다면 어느 정도 수준의 부채비율 증가는 긍정적으로 바라볼 수 있다.

앞에서 설명했듯이 우리파이낸셜의 위험관리능력은 우리지주 계열사들의 지원을 받게 되면서 상당히 향상되었다. 또 실제로 여신전문 금융협회에 등록된 36개 업체의 평균 부채비율은 516%로 우리파이낸셜과 크게 차이가 없다. 따라서 우리파

그림 13. 자본, 부채비율 변동



자료: Research 2 team

신사업부문의 자산규모의 성장에 따라 여전사 등록을 포기할 리스크가 있다

이낸셜의 최근 부채비율 증가는 위험증가보다는 수익성향상에 더 비중을 두어 바라보아야 한다.

### 3. 여전사에 대한 제약문제

우리파이낸셜의 경우 여전법의 제약을 받게 된다. 여전 법에서는 할부금융과 리스 금융의 자산 잔액합계 이상 기타 대출에서 가져갈 수 없다는 제약을 두고 있다. 앞에서 설명했다시피 우리파이낸셜은 새로운 사업부문으로 기업여신 및 소비자 금융을 꼽고 있으며, 우리파이낸셜이 여전사로 등록이 되었을 경우 결국 신 사업부문의 자산합계가 기존 사업부문의 자산합계를 넘을 수 없게 된다. 여전법은 여전업의 범위 내에서 특례를 인정하는 부분들이 있는데, 사채 발행한도가 자기자본의 10배라든가, 할부금융을 할 수 있다든가, 리스실행 시 이용자 명의로 물건을 등록할 수도 있고 리스사 명의로 등록할 수도 있다. 이러한 특례들이 과연 새로 커나갈 신사업 영역의 규모가 기존 업무 규모를 넘을 수 없다는 제한보다 더 나은 지는 미지수이다. 특히 지금은 신사업부문에서의 매출규모나 자산규모가 작고, 기존 사업부문의 규모에 다다르기까지는 어느 정도 시간이 필요할 것으로 예상되기 때문에 큰 문제가 되지 않지만 현재 할부나 리스 영역에서의 더딘 성장추세 및 기타 업무에서의 성장 가능성을 고려해 보았을 때 이후 우리파이낸셜이 현재의 기타영역, 즉 수익성이 좋은 소비자 금융 및 기업여신에 대한 매출규모를 높이기 위해 여전사 등록을 포기할 가능성도 있다. 현재 할부+리스업에 대한 자산규모는 8000억원 규모이며, 기타업무에서의 자산규모가 1400억 정도이다.



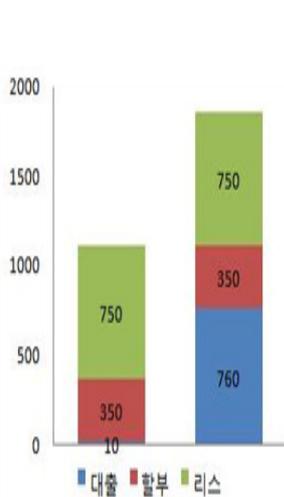
## VI. Valuation

상장회사 중 우리파이낸셜과 재무구조나 영업구조가 유사한 기업이 없었기 때문에, 우리파이낸셜의 밸류에이션을 하는 것은 쉽지 않다. 또한 신규 진출하는 시장의 특성과 MACRO 변수를 예측하기가 어렵기 때문에 DCF로 산출한 밸류에이션 값을 신뢰하기도 어렵다고 Research team 2는 판단했다.

우리금융지주에 편입되기 전 한미캐피탈의 적정주가를, M&A 한달전 가격인 8700원이라고 가정한다면 주가는 현재 12050원으로 1.39배 성장했다. M&A에 대한 효과는 한때 20550선에서 거래되었을 때를 정점으로 해서 현재는 그 효과에 대한 기대심리가 많이 가신 주가라고 보여진다. 주가가 1.39배 상승했을 때 총 매출에 해당하는 영업수익이 1.39배 이상으로 상승했다면 그 주가 상승분은 기업가치 상승에 의해 상쇄된다고 볼 수 있다. 이 논리에 입각하여 우리파이낸셜의 주가를 살펴보자. 가장 보수적으로 보았을 때 앞에서 살펴본 바와 같이 할부와 리스에서는 큰 변동이 없고, 우리투자증권의 종합금융사업부를 인계받는 매출 구조를 들 수 있다. 이렇게 된다면 영업수익은 1.68배 증가하게 된다.

이 정보는 시중에 공개된 것이니 만큼, 주가에 반영되어 있어야 마땅하지만 현재 주가가 오직 1.39배라는 것을 보았을 때, 아직은 저평가 되어있다고 보여진다. 그리고 앞에서 보여졌듯 신규 시장 진출은 충분히 기대할 만 하다. 하지만 정확한 미래의 주가를 예측하기가 어렵기 때문에 Research team 2는 Not Rated로 최종 평가를 내린다.

그림 14. 영업수익 구성



자료: 우리파이낸셜 사업보고서

그림 15. 우리파이낸셜 주가 추이



자료: 자체제작

## VII. Conclusion

우리파이낸셜의 경우 핵심 문제는 바로 우리금융지주의 자회사 전환이다. 자금조달이 용이성, 신용등급의 상향조정 및 계열사와의 연계를 통한 시너지 창출은 기존의 우리파이낸셜이 가질 수 없었던 엄청난 장점으로 작용할 것이라 생각된다. 기존의 사업 영역은 일부 빠른 성장세를 보이고 있으나 전체 규모로 보았을 때 현재의 저성장 추세가 장기간 지속 될 것으로 예상된다. 따라서 신 사업영역에서의 가능성과 지주회사 편입 효과가 우리파이낸셜에 대한 주요 이슈가 될 것이다.

우리파이낸셜이 우리금융지주로 전환됨에 따라서 얻을 수 있는 가장 큰 소득은 바로 안정적인 Financing이 가능해졌다는 점과, 계열사에서 파생될 수 있는 여러 수익 창출의 기회를 가질 수 있다는 점이다. 신 사업영역, 즉 기업 여신 부분에서는 우리금융지주의 클라이언트를 그대로 받을 수 있기 때문에 안정적인 성장동력이 확보된 상태이며, 소비자 금융에서도 안정적인 자금전달능력이 매우 중요한 이슈인데, 우리금융지주로의 전환이슈는 관련 문제에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

하지만 정확한 향후 기업주가의 방향을 예측하기 어려운 점들이 있기 때문에 Not Rated로 결론을 내린다. 사업 영위 과정에서 신 사업영역 부문의 자산규모 성장에 따른 여전사 관련 이슈를 충분히 살펴보고 소비자 금융 시장에서의 우리파이낸셜의 매출규모 추이를 유심히 체크하면서 관련 주식의 매입 여부를 결정하길 권한다.

