

투자 본질에 대한 집중

"철저한 분석을 바탕으로 투자원금의 안정성과 적당한 수익성을 보장하는 것." 투기와 명확히 구분되는 투자의 정의이다. 그렇다면 그 구체적인 방법은 무엇인가? 분석은 그 해답으로 '좋은 기업을 싸게 사는 것'을 제시한다. 언뜻 들으면 다소 진부할 수 있으나, 모든 진리는 기본 속에 있다. 흔들리는 시장 속, 저평가의 영역을 걷고 있는 고려신용정보는, 투자자에게 편안한 보유와 명확한 보상을 제공할 것이다.

고려만의 高-퀄리티

동사는 채권추심업이라는 다소 낯선 업종에서 누구보다 익숙하게 정답을 적어온 기업이다. 그럼에도 불구하고 어떠한 시기에서도 동사만의 퀄리티 있는 비즈니스로 지속적인 성장을 거듭해 왔다. 업계 최대이자 유일의 플랫폼형 추심사로 자리잡으며, 채권자와 채권 추심인 모두에게 러브콜을 받고 있는 독보적 위치에 홀로 선 동사. 단순한 추심업이 아닌, '사람이 곧 해자'가 되는 산업 속에서 동사는 어떻게 경쟁우위를 쌓아 왔을까? 동사만의 高-퀄리티 요소들을 하나하나 파헤쳐 본다.

성장 둔화는 고려하지 마세요

경기가 호황이든 불황이든 멈추지 않는 동사, 불황엔 수입 쓸림으로, 호황엔 회수율 개선으로 앞서나간다. 채권추심 '산업'이 발걸음을 멈춰도 동사는 매출 성장을 이어가며 홀로 달린다. 성숙기에 접어들었다는 오해, 그러나 동사는 성장기를 지나면서 언젠가 실적을 따라갈 주가를 기다린다. 꾸준히 늘어나는 현금흐름, 그리고 대부업, AMC의 바통 터치와 현금배당을 기반으로 스노우볼은 굴러갈 준비를 마쳤다.

Valuation - Historical PER Method

동사의 2027E EPS 1,515원에 Target PER 12.3x를 적용한 목표주가 18,600원, 상승여력 78.85%, 투자 의견 Buy를 제시한다. 튼튼한 본업은 지속적으로 성장 중이며, 동사 혼자 활약할 환경은 다가온다. 그때까지, 압도적인 배당이 책임진다.

고려신용정보 포괄손익계산서 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
영업수익	133,209	145,222	146,767	158,214	171,309	42,647	175,113	180,522	226,185
YoY(%)	14.39%	9.02%	1.06%	7.80%	8.28%	2.75%	2.22%	3.09%	25.29%
채권추심	118,852	130,783	132,060	141,324	153,440	38,253	156,511	161,240	205,811
신용조사	8,646	8,369	8,343	9,762	10,809	2,676	10,809	10,809	10,809
기타수익	5,712	6,071	6,363	7,128	7,060	1,718	7,060	7,060	7,060
영업비용	123,216	132,763	134,776	145,144	155,999	39,321	157,033	162,456	201,542
영업이익	9,993	12,459	11,991	13,070	15,310	3,325	18,081	18,066	24,642
OPM (%)	7.50%	8.58%	8.17%	8.26%	8.94%	7.80%	10.33%	10.01%	10.89%
금융손익	239	(99)	74	395	687	112	717	888	1,204
기타손익	195	325	(658)	619	215	(14)	(6)	(6)	(6)
법인세비용차감전순이익	10,427	12,686	11,407	14,084	16,212	3,423	18,792	18,948	25,840
법인세비용(수익)	134	2,835	814	2,315	2,974	679	3,448	3,476	4,741
당기순이익	10,293	9,851	10,592	11,770	13,237	2,744	15,344	15,471	21,099
NPM (%)	7.73%	6.78%	7.22%	7.44%	7.73%	6.43%	8.76%	8.57%	9.33%

Rating

Buy

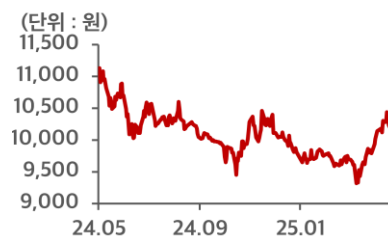
현재주가: 10,400 원

목표주가: 18,600 원

상승여력: 78.85%

12M 주가추이

시가총액 1,487억 원



Key Metrics

EPS(26E)	₩1,111
EPS(27E)	₩1,515
TTM PER	10.4x
자산 총계	1,011억 원
부채 총계	488억 원
자본 총계	523억 원

주요 주주

윤의국 외	39.5%
고려휴먼스(주)	9.4%
자사주	2.6%

SMIC 2 팀

- 팀장 50 기 오태한
- 팀원 50 기 김남호
- 50 기 노현성
- 51 기 김동혁
- 51 기 박민성

CONTENT

1. High Quality & Low Price - 투자 아이디어	3
2. 버림받은 채권의 마지막 수호자 - 산업, 기업분석	4
3. 고려만의 高-퀄리티 - 투자포인트 1	9
4. 성장 둔화는 고려하지 마세요- 투자포인트 2	16
5. Valuation	23
6. Appendix	32

1. 투자 아이디어 - High Quality & Low Price

시장이 흔들릴수록, 투자의 본질은 더 단순한 진실에 수렴한다. **좋은 기업을 싸게 사야한다는 것이다.** 시장에서는 무엇을, 언제 살 것인가를 논함에 있어 수많은 전략과 지표, 테마가 난무하고 있다. 하지만 투자의 기본은 변하지 않는다. 좋은 기업은 시간을 아군으로 만들고, 싼 가격은 리스크를 통제하며 안전마진을 확보할 것이다. 두가지 요건이 교집합을 이루는 지점에서야, 투자자는 시장의 변동에 흔들리지 않고 편안히 주식을 보유하며 안정적인 수익을 거둘 수 있다.

그렇다면 **좋은 기업**이란 무엇인가? 이를 **우수한 비즈니스 모델과 성장 잠재력을 갖춘 기업으로 정의한다.** 우수한 비즈니스 모델이 무엇인가에 대해 다양한 관점이 있을 수 있으나, 투자자는 이를 자본을 적게 쓰고도 많은 이익을 남길 수 있는지, 그리고 경쟁사가 쉽게 모방할 수 없는 핵심 역량을 지녔는지의 여부로 판별한다. 즉, **우수한 비즈니스 모델은 높은 ROE와 경쟁우위를 통해 그 모습을 드러내는 것이다.** 더불어, ROE는 성장 없이는 장기적으로 유지될 수 없기에, 이익의 질과 함께 **성장의 지속성까지 평가해야 진짜 '좋은 기업'을 식별할 수 있다.**

본서는 고려신용정보가 이러한 기준을 충족하는 **'좋은 기업'**이며, 현재의 시장 가격은 그 가치에 비해 저평가되어 있다는 점에서 **'지금 이 싸게 살 수 있는 구간'**임을 주장한다.

좋은 기업은 흔히 시장 내 관심을 덜 받는 산업 속에 그 진가를 감춘 재 존재한다. 동사가 바로 그러한 사례이다. [산업, 기업분석]에서는 신용정보업, 채권추심업이라는 다소 생소한 산업 분야를 파헤치며, 업에 대한 오해와 편견을 걷어내고 산업의 특성과 구조, 그리고 그 속에서 동사의 위치와 역량을 객관적으로 바라보고자 한다.

[투자포인트 1]에서는 **'동사가 좋은 기업' 그 자체**임을 논한다. 동사는 가치투자자가 추구하는 이상적 조건, 즉 **자본 효율성, 리스크 방어력, 경쟁 우위, 그리고 장기 수익 성장의 구조적 기반**까지 모두 갖춘 **엄친아** 같은 존재이다. 지난 20년간 동사는 수적와 주가로 이를 입증해왔으며, 전후방과의 구조적 관계를 바탕으로 앞으로도 성장을 멈추지 않을 것임을 증명하고자 한다.

[투자포인트 2]에서는 **지금 주가가 싸다는 것을 주장한다.** 채권추심업 자체가 정체되었다는 고정 관념 속, 동사의 주가 또한 저평가의 영역을 걷고 있다. 그러나 수년간 주요 경쟁사들이 역성장하거나 실적이 부진했던 것과 달리, 동사는 지속적으로 실적과 점유율을 끌어올렸다. 더욱 주목해야 할 것은 현재 사이클은 동사에게 불황기라는 점이다. 업황이 반등할 때 동사의 레버리지 효과는 더욱 두드러질 것이며, 동사의 추심 수익은 비약적으로 확대될 것이다. 그 과정을 낱알이 밝히며, **밸류에이션 논의에 이르기 전부터 독자와 동사의 저평가에 대해 합의하고자 한다.**

지금의 고려신용정보는 가치와 가격 사이에 괴리가 벌어진, 보기 드문 구간에 놓여 있다. 탄탄한 비즈니스 모델과 구조적 경쟁력을 갖춘 **'좋은 기업'**임에도 불구하고, 시장은 산업에 대한 오해 속에 동사의 진가를 반영하지 못하고 있는 것이다. 여기에 동사는 장기투자를 위한 기반까지 갖추었다. **추심이라는 본업의 방어력, 산업 내 리더십, 순현금 기반의 건전한 재무구조, 그리고 4~5%에 달하는 배당수익률은 장기 보유를 위한 방패와도 같다.** 변화는 시간이 걸리지만, 그 방향은 명확하다. 시장이 본질을 되새기는 순간, 동사의 밸류는 제자리를 찾아갈 것이다. **그리고 그 순간을 앞서 인식한 투자자만이, 진짜 수익의 과실을 누릴 수 있다.**

2. 산업, 기업분석 - 버림받은 채권의 마지막 수호자

채권추심업
바로알기

채권추심은 **정당한 권리 회복을 위한 최후의 구조대이다**. 영화와 드라마가 만들어낸 불법적이고 난폭한 이미지와 언론에서 부각하는 일탈 사례는 채권추심업에 대한 부정적 이미지를 형성하였다. 그러나 억울하게 돈을 떼인 수많은 개인과 기업에게 채권추심은 법적인 테두리에서 기댈 수 있는 마지막 희망이다. 그리고 동사는 대한민국 1위의 채권추심 전문기업으로, 30년 간 간절한 이들의 정당한 권리를 되찾아주기 위한 분투를 지속해왔다. 투자포인트를 알아보기 전, **부정적인 이미지에 가려진 채권 추심이라는 산업의 실체와 그 속에서의 동사의 위치를 확인해보자.**

2.1 고려신용정보, 신용정보업계 대표주자

신용정보업 산하
채권추심업

채권추심을 이해하려면 **상위 범주인 신용정보업에 대해 이해해야 한다**. 신용정보업은 과거 '흥신소', '심부름센터' 등으로 대표되는 사적 정보조사업체의 불법적인 활동을 단속하고 이를 법적 테두리 안에서 정당하게 활용하기 위한 목적으로 시작되었다. 95년 1월 관련 법령이 제정되었으며, 신용정보업은 채권추심, 신용조사, 신용조회, 신용평가 업무로 세분화되었다.

1) 채권추심업
2) 신용조사업

동사는 그 중 **채권추심과 신용조사 업무를 영위한다**. 채권추심은 채권자의 위임을 받아 정당한 절차와 법적 기반 하에 연체자에 연락, 상환 독촉, 회수를 수행하는 업무이며, 신용조사는 채권 조사를 위한 기초 작업으로 채무자의 신용, 재산, 행적을 조사하는 것이다. 즉, 연체자에 대한 신용조사를 바탕으로 채권추심에 나선다고 생각하면 이해가 편하다.

채권추심 업계
리더십

산업의 태동기부터 **채권추심을 진행해온 업계 터줏대감이 바로 동사이다**. 동사는 91년 설립 이후 신용조사 및 신용정보업을 영위하였다. 이후 98년 채권추심업 허가를 취득하며 본격적인 사업 확장에 나섰다, 02년 코스닥 시장에 상장하였다. 채권추심업계 1위를 굳건히 한 동사의 매출 비중은 24년 기준 채권추심 89.6%, 신용조사 6.3%, 민원대행업 및 대부업 4.1%로 구성된다.

승계는 진행중

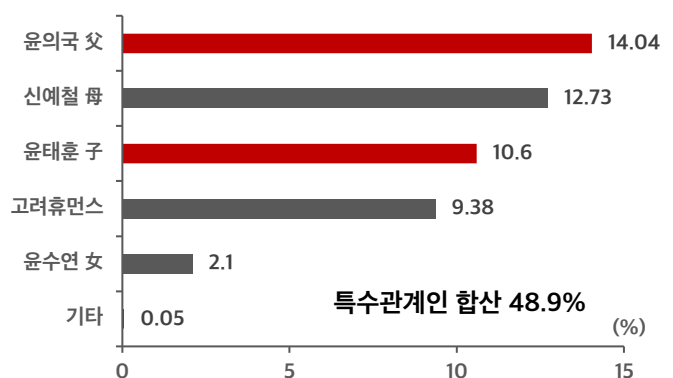
현재 2세 경영이 본격화되었으며, 지분 승계는 현재진행형이다. 설립자 윤의국 회장은 동사를 업계 1위로 성장시키는 동시에, 00년 신용정보협회를 설립해 초대 회장을 역임한 업계 자체를 이끈 인물이다. 22년 윤 회장이 경영 일선에서 퇴임한 후, 19년 간 근무하며 사내경험을 쌓은 윤태훈 대표이사가 경영을 본격화하였다. 특수관계인지분율이 48.9%이며, 윤 회장이 여전히 14.0%의 지분을 보유하여 상속 자원 확보를 위해 지속적으로 현금배당을 지급할 유인이 존재한다.

도표 2-1. 신용정보업의 업무 구분

채권추심업무	<ul style="list-style-type: none"> 연체자 재산조회로 변제 촉구 회수액의 일부를 수수료로 수취
신용조사업무	<ul style="list-style-type: none"> 타인의 의뢰를 통해 신용정보 조사 신용정보주체의 신용정보를 만들어내는 행위
신용조회업무	<ul style="list-style-type: none"> 신용정보를 수집, 처리 신용정보주체의 신용정보를 만들어냄
신용평가업무	<ul style="list-style-type: none"> 기업·채권 상환능력을 종합 평가 투자결정용 위험·등급 정보 제공

출처: 신용정보협회, SMIC 2팀

도표 2-2. 동사 주요 주주 및 지분율 현황



출처: 동사, SMIC 2팀

2.2 채권추심업이란?

BM 분석

본 보고서에서는 동사의 경쟁력을 조망하기에 앞서, 채권추심업이라는 산업 구조와 그 안에서 동사의 BM을 명확히 짚고자 한다. 이는 뒤이어 제시될 투자포인트를 더욱 논리적으로 이해하기 위한 사전 작업이며, 이 산업에 대해 갖고 있는 부정적 고정관념을 탈피하고자 하는 시도이다.

채권의 발생원인

채권은 발생 원인에 따라 이하 4가지로 구분할 수 있다. 은행, 카드사, 저축은행 등 금융기관과의 관계에서 발생하는 **금융채권**, 통신비, 렌탈료, 공과금, 보험료 등으로 발생하는 **상사채권**, 임대료 미납, 손해배상, 약정금 지급 등 민사 관계에서 발생하는 **민사채권**, 국세, 지방세 등 조세 미납에 따른 **조세채권**이 존재한다. 현재 추심업자가 대리 회수할 수 있는 채권은 금융, 상사, 민사채권이며, 미국, 일본 등에서는 조세채권추심 또한 민간이 대리할 수 있다는 점에서 향후 법령 개정에 따른 Q 확장 가능성이 열려있다.

채권추심은 채권자의 마지막 희망

추심회사에 넘어오는 채권들은 소위 '악성 매물'이며, 이러한 고난도의 업무를 수행하는 사람이 바로 채권추심인이다. 채권자가 스스로 회수를 시도하고, 연체 후 독촉하였음에도 불구하고 도저히 자체적인 역량으로 회수가 불가능하다고 판단되는 채권이 업계에 부여되는 것이다. 은행이 포기하고, 담보도 부족한 채권들이 전문가인 채권추심인에게 마지막으로 걸음을 옮긴다.

채권자 이익을 위한 모든 접근

채권추심인은 합법적인 모든 수단을 이용하여 고객의 기대에 부응한다. 채권관리사는 채무자의 소재를 파악하고, 이들의 재산을 조사한 후 직접 방문 등의 방법으로 채무변제를 촉구한다. 만일 채무자가 정말 빚을 갚을 능력이 없다고 판단할 시, 분할납부를 유도하거나 일부 채권만을 회수하는 협의안을 도출하기도 한다. 즉, 채권자의 이익을 위한 종합서비스를 제공하는 것이다.

해치지 않아요

추심 과정은 세간의 오해와 달리 엄격한 법의 테두리 내에서 이루어진다. 채무자 관계인에게 반복적 변제 요구, 야간(20~8시) 채무자 방문 등이 법적으로 금지되어 채무자의 인권을 보장하며, 채권추심의 전과정은 반드시 전산시스템에 기록, 관리되어야 한다. 이를 위반할 시 최대 5년간 추심인 등록이 불가하기에, 추심인 입장에서 불법추심을 더욱 경계하게 된다. 각 사에서도 내부 교육을 강화하는 추세이며, 동사는 최근 3년 간 불법 추심으로 제재 받은 내역이 전무하다.

추심인은 1인 1업체

추심인은 반드시 허가업체에 등록해야 하며, 등록된 1개 업체 이외의 업무는 수행할 수 없다. 추심인은 사내 정규직과 계약직 개념인 위임직 채권추심인으로 분류되는데, 위임직은 타 직종과 겸업이 가능하기에 대부분 위임직을 선호한다. 그러나, 설령 위임직이라 하더라도 등록 업체 이외의 일은 수행할 수 없으며, 개인사업자 단독으로도 활동이 불가능하다. 이는 [투자포인트]에서 후술하겠지만 동사가 업계에서 입지를 강화할 수 있는 주요 요인으로 작용한다.

도표 2-3. 동사 주요 전방 고객사



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-4. 엄격한 법이 적용되는 채권추심업

채권추심업무에 종사할 수 없는 자
1. 위임직채권추심인이었던 자로서 등록이 취소된 지 5년이 지나지 아니한 자
2. 관련 법령에 따라 해임, 면직된 후 5년이 지나지 아니한 자
3. 영업의 허가, 인가 등이 취소된 법인이나 회사의 임직원이었던 자로서 그 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 지나지 아니한 자
4. 금고 이상의 형의 집행유예를 선고받고 그 유예기간 중에 있는 자
5. 금고 이상의 실형을 선고받고 그 집행이 끝난 날부터 3년이 지나지 아니한 자
6. 미성년자, 한정치산자 또는 금지산자, 파산선고를 받고 복권되지 아니한 자

출처: 신용정보보호법, SMIC 2팀

2.3 경쟁환경과 동사 점유율

더 이상의 신규
진입은 어려워

채권추심업은 닫혀 있는 시장이다. 현재 신용정보협회에 등재된 채권추심 회원사는 총 24개이다. 은행권의 채권추심 계열사로는 신한신용정보 등 약 9개사가 있고, 동사와 같은 독립 채권추심업체가 15개사 존재한다. 동사가 상장한 02년 채권추심업체가 총 30개였고, 15년간 업체 수가 24개로 고정되어왔다는 점을 고려할 때 신규진입자가 더 이상 진입하지 않는 시장인 것이다.

금융계열사는
경쟁사가 아냐

금융계열사들은 모회사의 채권 회수가 설립목적이기에, 동사의 직접 경쟁상대가 아니다. 금융계열 채권추심업체들은 내부 거래가 주 수입원이다. 즉 외부 채권추심 수입을 위한 영업활동을 중시하지 않는다. 반면 동사는 공공기관, 민간기업, 금융사 등 다양한 고객군 대상 입찰에 특화되어 있으며, 민상사 채권에서의 매출비중도 50%에 달하기에 타겟 시장 자체가 다른 것이다.

독립 추심사 중
독보적 지위

결국 동사의 주요 경쟁사는 타 독립 채권추심업체이나, 격차는 벌어지고 있다. 동사의 점유율이 20.4%로 업계 1위를 차지하는 상황에서, 유의미한 독립 계열 경쟁사로는 점유율 9.5%로 업계 2위인 미래신용정보가 존재한다. 그러나, 동사와의 [도표 1-5]에서 확인할 수 있듯 매출액 격차는 점차 벌어지고 있다. 향후에도 경쟁사들의 추격을 뿌리치고 동사의 점유율이 지속적으로 상승할 것임을 [투자포인트]에서 후술한다.

2.4 동사 BM에 대한 이해

동사 BM에 대한 이해는 곧 산업 자체의 밸류체인에 대한 이해이자 투자포인트 논의를 위한 필수 기반이다. 다소 복잡해 보일 수 있으나 향후 논의를 위해 이를 명확히 알아보자.

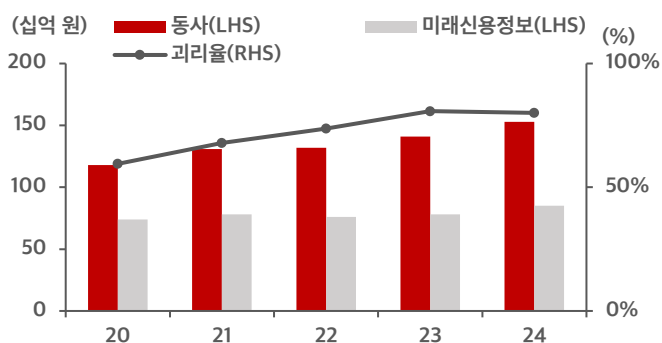
매출인식 방식

동사는 추심을 대리한 후 '부실채권 원리금 x 회수율 x 수수료율'을 매출로 인식한다. 예를 들어 채권자가 1억 원의 추심을 의뢰했고 수수료율이 20%인 상황을 가정하자. 만일 그 중 8천만원이 회수되었다면, 그 20%인 1,600만원이 동사의 매출로 인식되고 채권자는 6,400만원을 수령하는 것이다. 따라서 동사의 회수 능력과 수수료율이 매출의 핵심 요인이다. 수수료율의 경우, 평균 20% 정도이나 채권 회수 난이도에 따라 상이하게 변화한다.

비용인식 방식

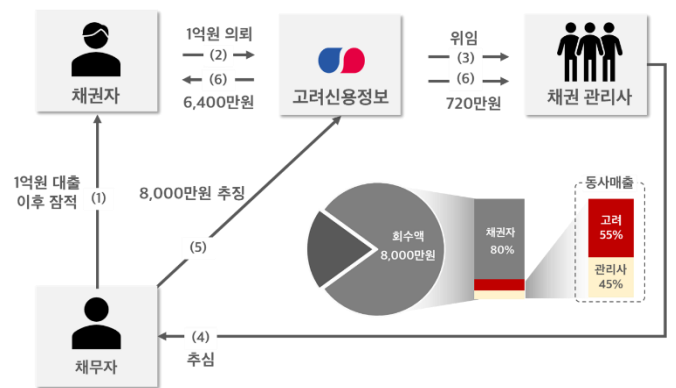
이후 동사는 인식한 매출의 45~50%를 담당 위임직 채권추심인에게 지급한다. 즉, 위 사례와 같이 1,600만이 매출로 인식되었다면 채권을 회수한 추심인에게 45%인 720만 원이 지급되며, 이는 판관비 중 판매수수료 계정으로 인식된다. 따라서, 동사 BM에서 매출원가는 존재하지 않는다.

도표 2-5. 동사, 미래신용정보 매출 추이 비교



출처: 동사, 미래신용정보, SMIC 2팀

도표 2-6. 동사 BM 도식화



출처: 동사, SMIC 2팀

인력 구성
: 위임직 위주

동사의 인력구조는 위임직 형태인 채권추심직과 영업직, 그리고 소속 직원으로 구성된다. 추심직과 영업직은 동사 직원이 아니라 프리랜서 개념으로, 100% 실적제로 운영되기에 이들에 대한 인건비는 전액 변동비적 성격을 띤다. 즉, 영업직이 전방 고객으로부터 채권을 받아오면, 추심인이 회수를 진행한다. 영업직은 회수 성공 시 3~4%의 수수료를 지급받기에, 이들이 전방에서 회수 가능성이 높은 채권을 최대한 많이 계약하는 유인으로 작용한다.

영업과 추심업 분리

영업과 추심을 분리해 운영하는 구조는 동사만의 강점이다. 타사는 추심인이 영업까지 진행하기에 추심에 온전히 집중하지 못하고 인력효율이 떨어진다. 반면 규모의 경제를 갖춘 동사는 각자의 업무에만 집중할 수 있는 구조를 형성되어 업무효율이 높다. 타사에서 영업과 추심을 병행하다 동사로 이직해 추심만을 진행하는 인력과의 인터뷰에서, 1년에 추심 성공률이 전 직장 대비 동사에서 최소 1.5배 이상 증가했다고 한다.

민상사 : 금융
5:5

동사의 채권추심 매출 비중은 민상사 채권과 금융 채권이 5:5를 유지해왔다. 민상사의 경우 전국 41개 대리점이 진행하며, 앞서 언급하였듯 프리랜서 영업직과 추심직이 그 업무를 진행한다. 반면 금융채권의 경우 본사에서 위임 영업직이 아닌 600여명의 담당 계약직들이 전방과의 업무를 담당하고, 추심은 그대로 위임직 채권추심인들이 진행한다. 1금융권의 채권도 관리하나, 통상적으로 2금융권 비중이 높으며, 금융채권의 수입은 단순 영업이 아닌 입찰제 형태로 진행된다

2.5 재무분석

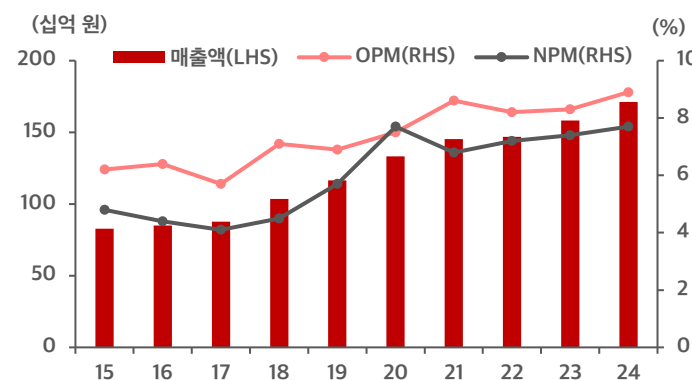
높은 자본 효율성

동사의 재무구조는 수익의 질과 자본 활용 방식에서 고도화된 효율성을 보여준다. 24년 ROE는 25.0%로 국내 상장사 평균을 크게 상회하며, 최근 10년 평균이 26.4%로 높은 ROE가 일회성이 아님을 증명한다. 부채비율 또한 20년 141.0%에서 24년 84.0%로 지속적으로 감소하고 있다. 낮은 자산투자 대비 높은 수익 회전율, 고정비를 회피하는 안정적 사업 구조에서 비롯된 결과다.

1) 꾸준한 성장
2) 적극적 환원

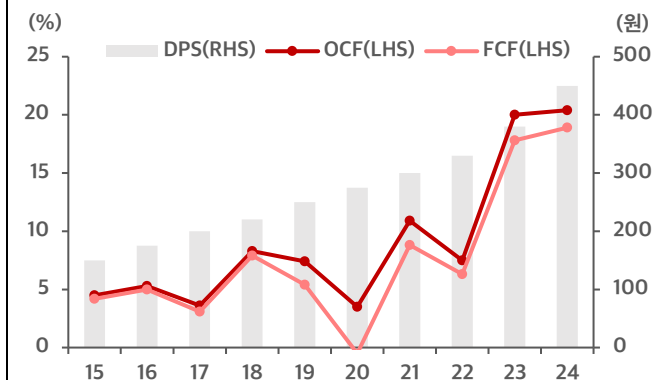
또한 동사는 ①영업현금흐름과 잉여현금흐름이 꾸준히 성장하며, ②잉여현금흐름을 적극적으로 환원하고 있는 회사이다. 현금회수에 최적화된 추심업이라는 사업모델을 바탕으로 영업현금흐름이 성장하며, CAPEX가 제한적인 구조 덕분에 대부분의 영업현금이 잉여현금흐름으로 전환된다. 이를 바탕으로 배당 또한 적극적이다. 동사는 반기배당을 실시하는 기업으로 주당 배당금은 지난 10년간 지속적으로 증가해왔다. 전년기준 배당수익률은 4.4%로, 배당주라고 부르기 손색없다.

도표 2-7. 매출액, 영업이익률, 순이익률 추이



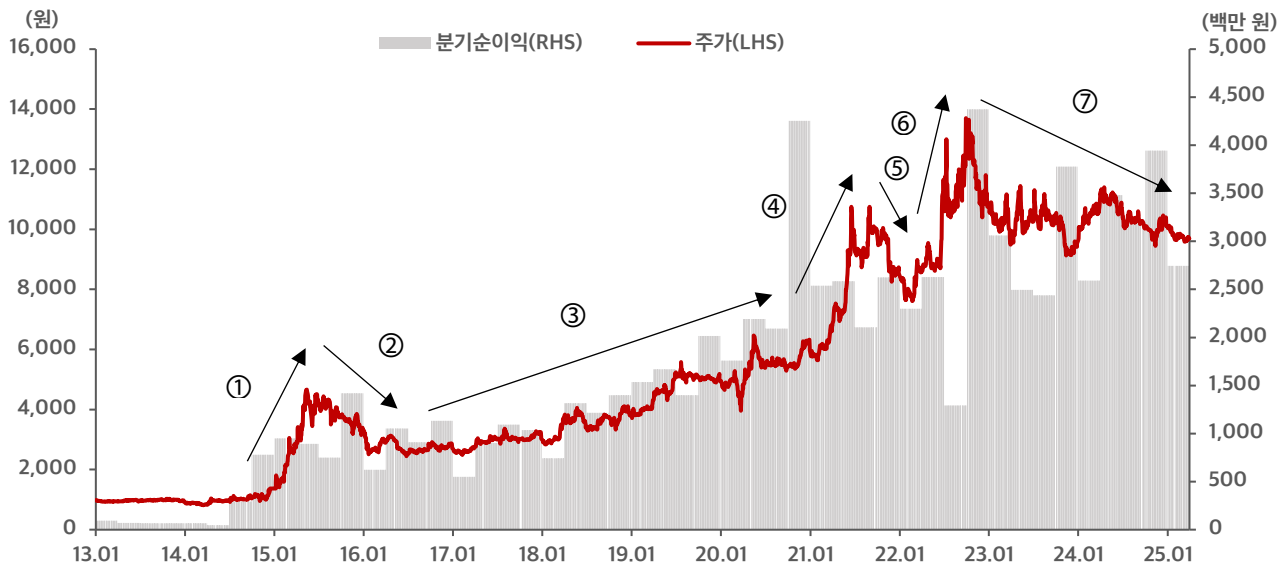
출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-8. 영업현금흐름, 잉여현금흐름, 주당 배당금 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-9 동사 주가분석



출처: KRX, SMIC 2팀

2.6 주가분석

① 14년 하반기부터 비상경영을 선포하고 강도 높은 긴축경영을 추진했다. 이에 골프단 등 불필요한 비용을 줄이고 영업 효율성을 높인 결과 영업이익과 당기순이익이 크게 증가하였다. 또한 주주친화정책을 표방하며 주당 배당금을 3배 높였고, 그 결과 주가는 6개월 간 4배 상승하였다.

② 동사는 '국장 인버스'라는 오명과 달리 경기 침체가 해소될 때 주가 상승을 보인다. 경기 침체에 증가한 부실채권이, 회복기에 채무자들의 상환 여력이 나아지며 수주 물량이 회수되면서 매출 상승으로 연결되기 때문이다. 15~16년 제조업 가동률이 IMF보다 가장 낮고 수출단가 역시 역대 최저를 기록하는 등 구조적 경기 침체 국면으로 접어들었고, 자연히 채권 회수가 어려워졌다. 이에 동사 매출 증가율은 2%대로 둔화되었고, 상승세가 꺾이자 주가는 하락하였다.

③ 17년 하반기부터 수출액이 13개월 연속 증가하는 등 경기 회복이 본격화되었다. 동사 또한 꾸준히 업계 내 점유율을 높여갔고, 주가가 실적에 연동해 점진적으로 상승한 구간이다.

④ 팬데믹 사태로 인해 부실채권이 크게 증가하였다. 해달 물량이 금리 인하와 정부 주도 재난 지원, 고용회복과 맞물려 빠르게 상환되기 시작하였고, 동사가 최대의 수혜를 보았다.

⑤ 소상공인 대출의 만기가 연장되며, 분류상 연체금은 증가하였으나 회수율은 크게 감소하였다. 또한 만기 연장을 예상하지 못하고 연체 폭증을 대비해 외근 인력을 확충한 효과로 인건비 상승했고, 추심 관련 소송 총당금으로 비용이 증가해 OPM이 감소하였다.

⑥ 팬데믹 국면이 해소되며 민간소비와 정부지출, 건설투자, 수출 등이 성장세를 이어갔다. 이제 채무자의 실제 상환능력이 가시화되었고, 동사의 회수율도 0.6%p 증가하였다.

⑦ 전반적인 성장 둔화가 발생함과 동시에, 고금리 장기화로 채무자 상환능력이 악화되었다. 또한 채무자보호법 개정 등으로 채권추심업의 성장에 대한 의구심이 확대되고 있다.

종합적으로, **설령 시장의 사이클과 함께 변동폭이 존재하더라도 동사, 그리고 주가의 성장은 멈추지 않았다.** 향후에도 의심을 떨쳐버리고 상승세를 지속할 것임을 [투자포인트]에서 만나보자.

고려만의 高-퀄리티 - Point 1.

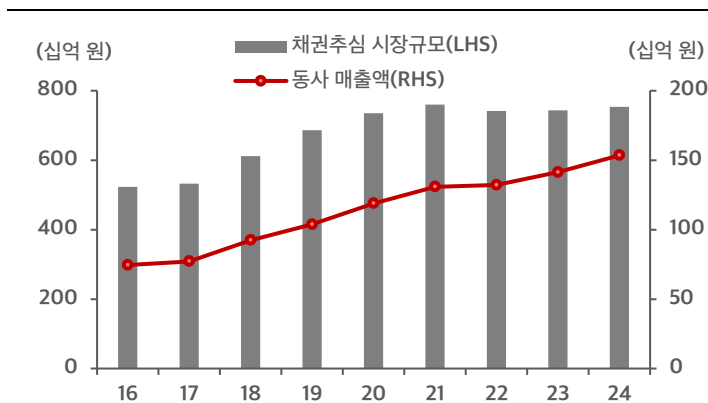
좋은 사업의 본질은 업종이 아닌, 그 사업의 '퀄리티'에 있다. 산업의 겉모습보다 중요한 것은 그 이면에 깔린 수익 구조와 내구성이다. 잘 설계된 다리는 수십 년 동안 수많은 하중을 견뎌내듯, 진짜 좋은 기업은 거친 시장의 흐름 속에서도 곳곳이 버틸 수 있는 구조적 힘을 가진 곳이다. 준수한 수익을 꾸준히 창출하고, 이를 반복 가능한 시스템으로 만들며, 이를 가능케 하는 경쟁우위가 유지된다면, 그 기업은 외풍에도 흔들리지 않는 '경제적 인프라'로 거듭날 수 있다.

본 장에서는 동사가 이와 같은 '진짜 좋은 기업'임을 주장한다. 특히, 동사의 사업이 '고퀄리티 사업'이라 불릴 수 있는 내구성과 성장성을 지니고 있는 동시에 경쟁우위로부터 기인한 퀄리티의 지속 가능성을 입증함으로써, 장기적 투자처로서 동사의 매력을 보이고자 한다.

2.1. 현상 조사: 불황에도 무너지지 않는, 동사의 구조적 퀄리티

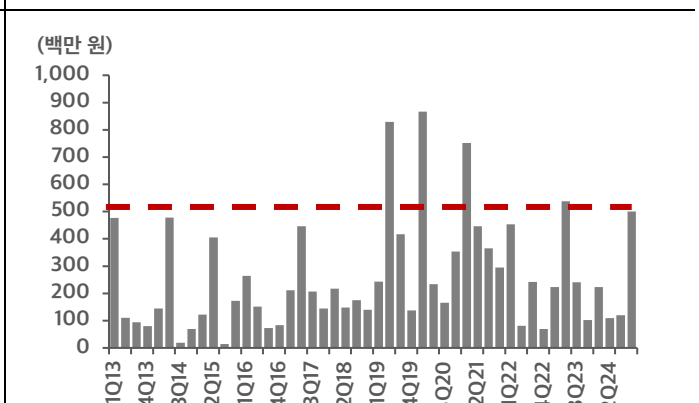
<p>동사의 강력한 내구형 비즈니스 모델</p>	<p>동사는 외형보다 구조가 강한, 내구형 비즈니스 모델을 보유한 기업이다. [투자포인트 2.]에서 자세히 서술하겠으나, 채권추심업은 흔히 '불황기 수혜 업종'으로 오해되곤 하지만, 실제로는 그렇지 않다. 추심업의 매출은 "부실채권 원리금 × 회수율 × 수수료율"의 곱으로 결정되며, 부실채권이 늘더라도 회수율이 하락하면 수익은 오히려 줄어든다. 즉, 경기 침체기에는 수임 물량이 증가하는 동시에 회수율이 급락하면서 역성장이 발생할 수 있는 구조적 이중 리스크가 존재한다.</p>
<p>꺾이지 않는 성장 전 분기 흑자</p>	<p>이러한 산업 구조 속에서도 동사는 지난 10년간 평균 연매출 성장률 7.3%, 전 분기 흑자라는 기록을 유지하며 실적을 증명해왔다. 경기 국면에 따른 수요·공급의 방향성이 엇갈리는 추심업의 사이클에서 동사는 추심역량과 관리체계를 통해 그 간극을 실적으로 메꿔낸 기업이다. 결국, 동사의 퀄리티는 '불황도 호황도 아닌 시기'에서조차 꾸준히 유지될 수 있는 진짜 내구성에 있다.</p>
<p>낮은 고정비 = 성과형 수수료 + 낮은 CAPEX</p>	<p>또한 동사는 채권 회수 실적에 따라 비용이 발생하는 성과형 수수료 체계를 바탕으로, 타 업종 대비 극히 낮은 고정비 구조를 지녔다. 이는 곧 제한적인 CAPEX를 의미하며, 회수 실적이 줄어들 경우 비용 역시 함께 줄어드는 구조 덕분에 불황 국면에서도 역레버리지 리스크가 제한적이다. 즉, 위축 국면에서도 수익성이 큰 폭으로 훼손되지 않는 '하방 안정성'을 보유하고 있다.</p>
<p>현금흐름 안정적 자본 효율적</p>	<p>물론 고정비 중심 산업에서 기대되는 폭발적 영업 레버리지는 기대하기 어렵지만, 그 대신 안정적인 현금흐름과 자본 효율성 측면의 매력이 돋보인다. 과거 일시적으로 대부업 확장기에 발생한 일부 비정형적 CAPEX를 제외하면, 동사의 본업인 채권추심 사업에서의 연간 자본 지출은 대부분 5억 원 이하 수준으로 통제되어 왔다. 이는 투자 부담이 낮고, 유지비용이 적은 구조적 특성을 바탕으로, 동사의 '적게 쓰고 오래 버티는' 내구형 비즈니스 모델을 보여준다.</p>

도표 3-1. 채권 추심 시장 규모와 동사 매출액



출처: DART, SMIC 2팀

도표 3-2. 동사 CAPEX 추이



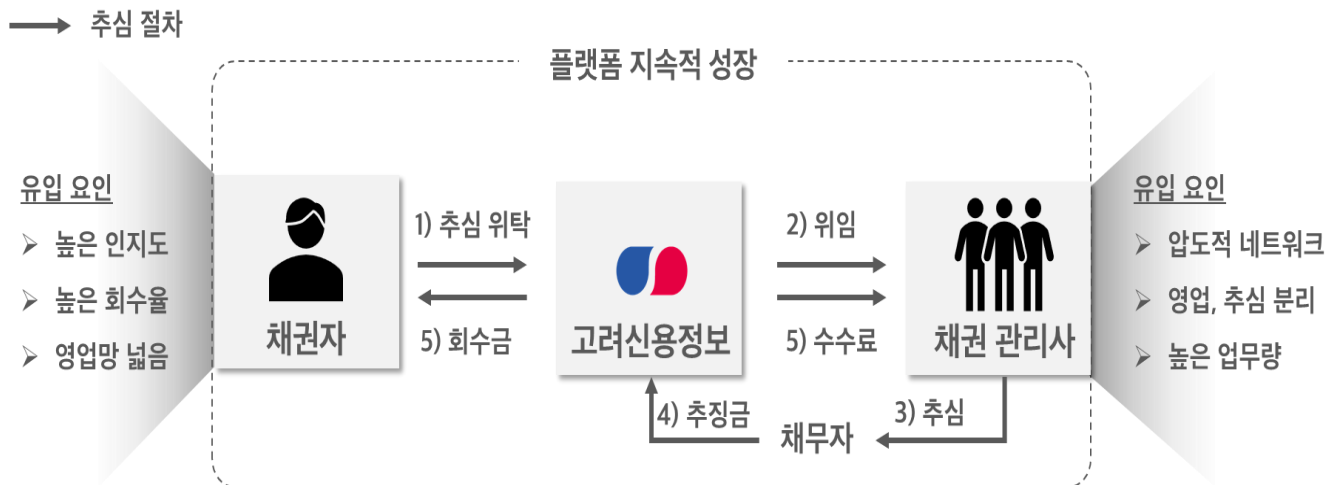
출처: FnGuide, SMIC 2팀

로우 리스크 미들 리턴	뿐만 아니라, 동사는 고위험·고수익 구조를 철저히 배제한 점에서 ‘본질적 퀄리티’를 보유한다. 일부 채권추심사는 부실채권을 직접 매입한 뒤 고수익 회수를 노리는 방식으로 운영되지만, 해당 구조는 회수 실패 시 전액 손실이 귀속되는 하이리스크 모델이다. 반면, 동사는 오직 위임 기반의 채권추심만을 고수하며, 회수 성공 시에만 수수료를 수취하는 Low-Risk & Middle-Return 사업 구조를 유지 하고 있다. 이는 자본 손실 우려가 없는 구조적이면서 내재적인 강점이다.
고객 다변화까지	고객 구성 역시 강력한 경쟁력이 된다. 동사는 민·상사 채권 45%, 금융 채권 35%, 통신 10%, 기타 10%로 매출원을 고르게 분산하고 있으며, 고객사 역시 개인뿐 아니라 무역보험공사, 주택금융공사(공공), 국민·기업은행(은행), 현대·하나카드(카드), 아주·현대캐피탈(캐피탈), 유암코(AMC) 등으로 산업군 및 기관 다변화가 잘 이뤄져 있다. 이는 특정 산업군이나 소수 대형 고객사 의존 없이, 수입 안정성과 외부 충격 회복탄력성을 동시에 확보하는 근거로 작용한다.
내구성으로 증명	결국, 동사는 외형보다 ‘내구성’으로 증명된 기업이다. 동사는 경기 사이클에 좌우되지 않는 안정적인 수익 구조, 성과형 비용 체계에 기반한 낮은 고정비, 리스크 회피적 수입 방식, 그리고 다변화된 고객 기반까지, 모든 요소가 철저히 방어적 구조로 설계된 기업이다. 시장이 흔들려도 수익성은 흔들리지 않고, 업황이 무색할 정도로 꾸준한 실적을 기록해온 이력은 동사가 단순한 추심사가 아닌 ‘내구형 고품질 사업체’임을 증명한다. 이에 더해 동사는 강력한 플랫폼으로 점진적 외형 성장까지 노리고 있다. <i>이제부터 동사의 강력한 양면형 플랫폼으로서의 지위를 살펴보자.</i>

2.2. 압도적 네트워크 효과 기반의 양면형 플랫폼

추심은 동사에 집중	채권은 흘러가지만, 추심인은 ‘고려’에 머문다. 동사는 현재 업계에서 단순 수입 1위를 넘어, 추심 인력과 채권자를 잇는 플랫폼으로 진화하고 있다. 채권자의 반복 수입과 우수 추심인의 선호가 동시에 발생하며, 수요와 공급 양면의 선순환 구조가 굳건히 작동 중이다. 이 구조 속에서 동사는 단순한 수탁사가 아닌, ‘추심 생태계의 중심 허브’로 자리 잡고 있다.
사람 기반의 해자 구축 중	채권추심업의 성과는 사람을 기반으로 한 시스템이 만든다. 실적을 내는 추심인의 선택이 한 기업에 집중될수록, 그 기업의 진입장벽은 더욱 견고해진다. 동사는 바로 그 정점에서 ‘해자 속 해자’라는 이중의 벽을 구축 중이다. 먼저, 채권자가 동사를 고려할 수밖에 없는 이유를 찾아보자.

도표 3-3. 동사의 강력한 선순환 채권추심 플랫폼 도식



(1) 동사를 고려할 수밖에 없는 자 1: 채권자

동사는 민간과 금융 채권자 모두에게 '믿고 맡길 수 있는 곳'으로 여겨진다. 동사의 주요 고객군은 크게 ① 민·상사 채권자와 ② 금융 채권자로 구분되며, 각 채권자의 위탁 기준은 상이하다. **민간은 신뢰와 접근성, 금융은 실적과 준법성이 핵심 평가 요소로 작용하며, 동사는 이러한 상이한 기대를 모두 만족하고 있다.** 본 절에서는 채권자의 유형별 위탁 기준을 살펴보고, 동사가 이를 어떤 방식으로 충족하고 있는지 확인함으로써 동사의 실질적 경쟁우위를 검증하고자 한다. 먼저 동사의 브랜드력이 민·상사 채권군에서 중요한 차별화 요인으로 작용함에 주목한다.

① 민·상사 채권자

민간: 인지도가 중요!

민간은 이름값을 본다. 브랜드 없는 추심은, 존재하지 않는다. 개인 및 개인사업자가 주를 이루는 민·상사 채권 시장은 '전문성'을 평가할 방법이 없다. 소비자가 직접 경험하기 전까지 알 수 없는 비즈니스에서, 추심업체 선택의 기준은 결국 '인지도'로 귀결된다.

마케팅 효율성의 우위

이는 동사의 압도적인 마케팅비에서 기인한다. 동사는 업계에서 브랜드 강화에 가장 과감히 투자하고 있는 기업이며, 실제로 전체 매출 대비 2% 수준의 광고선전비를 지속 집행 중이다. 반면 경쟁사 다수는 1% 미만의 비용만을 광고에 투입하고 있으며, 절대 금액 기준에서도 동사는 업계 내 압도적 수준의 마케팅비 지출을 유지하고 있다. 그 결과, 브랜드 인지도 조사에서 연속적으로 1위를 차지하며, 신뢰의 대리인으로서 민간 채권자의 선택을 이끌어내고 있다.

전국 직영점 기반
실질적 실적 전환

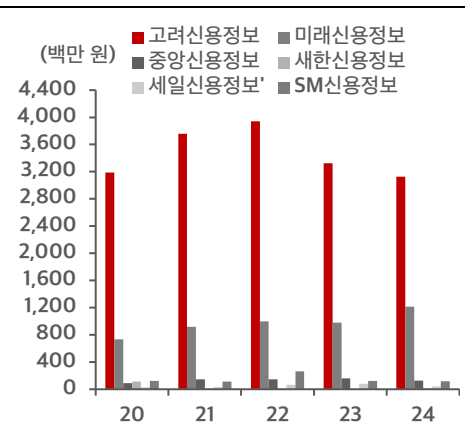
인지도를 실적 전환으로 만드는 힘, 그것이 진짜 '플랫폼 추심사'이다. 광고는 고객을 데려올 수 있지만, 실제 계약으로 전환되기 위해선 물리적 접점이 필요하다. 민·상사 채권은 채무자와의 실질 조율이 빈번히 요구되는 특성상, 오프라인 기반의 지역 커버리지가 핵심 경쟁 요소로 작용한다. 동사는 전국 41개 고객자산부 산하 직영점을 보유하고 있으며, 이는 단순 수처상의 넓은 영업망을 넘어, 실제로 계약 전환이 일어나는 '현장 추심력'의 근거로 기능한다.

영업/추심 분업 유일
→ 전문성 & 효율성

또한, 동사는 사람이 자산인 산업에서 조직이 효율을 만드는 구조를 갖추었다. 동사는 추심인력과 영업인력을 분리 운영하는 구조를 통해 업무의 전문성과 효율성을 동시에 확보해왔다. 특히 전담 임시직 영업 인력을 별도로 운영하며, 이들은 광고·홍보 채널을 통해 유입된 민간 수요에 실시간으로 대응하고 실제 추심으로 전환하는 역할을 맡는다. 즉, 동사는 단순 고객 유치를 넘어 바로 다음 단계인 실계약으로 연결되는 전환 프로세스를 촘촘히 설계한 구조까지 갖춘 것이다.

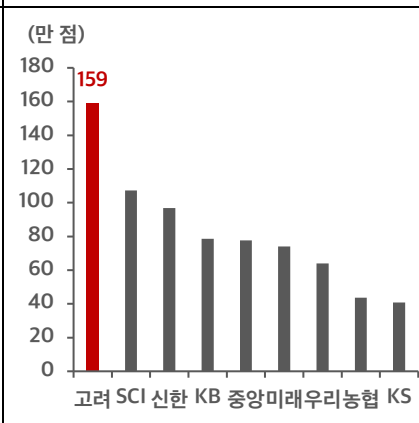
이는 동일한 마케팅 예산을 투입하더라도 경쟁사보다 더 높은 계약 성과를 도출할 수 있게 해주며, 결과적으로 동사의 고효율 플랫폼 구조를 완성하는 중요한 퍼즐 조각으로 작용하고 있다.

도표 3-4. 독립계 채권추심업체 마케팅비



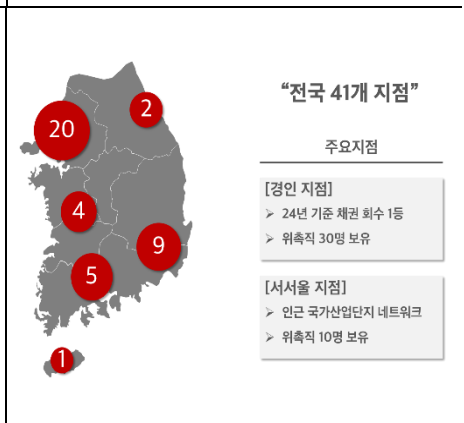
출처: 각 사 DART, SMIC 2팀

도표 3-5. 25년 채권추심 브랜드 평판



출처: 한국기업평판연구소, SMIC 2팀

도표 3-6. 동사의 전국 직영점 현황



출처: 동사, SMIC 2팀

② 금융 채권자

채권자의 요구
: 회수율 +@

금융채권자는 결국 '회수율'로 말한다. 그리고 동사는 그 말에 가장 정확히 답해왔다. 금융채권은 건당 금액이 크고 구조가 복잡해 단순 실적보다는 실질적인 회수 가능성이 핵심 평가 기준으로 작용한다. 실제 금융기관의 위탁 입찰 조건에서도 회수율 외에 인력 풀 구성, 민원 발생 이력 등이 반복적으로 언급되며, 이는 곧 실적 중심을 넘어 정밀한 역량 평가가 이뤄지고 있다는 방증이다. 단순히 많은 추심을 해본 경험보다, 결국 리스크를 관리하며 실효성 높은 회수를 집행할 수 있는 베테랑 채권 추심인을 보유한 업체가 선택을 받는 구조다. 이러한 기준에서 동사는 반복 수임을 통해 신뢰를 실적으로 전환하며, 금융기관의 우선 협상 대상으로 자리잡고 있다.

아니, 사실 민원도 최소화 부탁드려요

즉, 실적만으로는 부족하다. 민원까지 최소화해야 진짜 경쟁력이다. 법적 테두리 안에서 성과를 내야 하는 추심업의 특성상, 실무에서는 법과 감정의 경계선 위를 걷는 일이 빈번하게 벌어진다. 채무자의 회피, 감정 대응 및 지속적으로 증가하는 불법 채권추심 상담 및 신고가 증가하는 상황 속 추심인은 법적으로 문제없는 방식으로 실질적 회수를 이끌어내야 한다. 동사는 이 어려운 조건을 모두 만족시키는 몇 안 되는 기업 중 하나로, 민원을 최소화하면서도 업계 상위의 회수율을 유지하고 있다. 실적과 준법을 동시에 달성하는 이중 역량은 금융권이 동사를 장기 파트너로 채택하는 핵심 배경이며, 이는 경쟁사와의 분명한 격차를 만들어내는 요소로 작용하고 있다.

규제 강화에 따라 강화되는 경쟁력

채권추심에 따른 규제 강화는 오히려 동사의 경쟁력을 더욱 또렷하게 만든다. 24년 10월 시행된 「개인채무자보호법」에서 7일에 7회를 초과할 수 없는 추심총량제, 재난이나 사고 발생 시 일정 기간 추심을 유예하는 추심유예제 등의 내용이 추가되었다. 채권 추심 수요가 계속해서 발생하는 상황에서 채권 추심 관련 규제가 강화됨에 따라 합법적 테두리 내에서 효과적으로 채권을 회수할 수 있는 숙련된 베테랑 채권추심인의 중요성이 그 어느 때보다 커지고 있다.

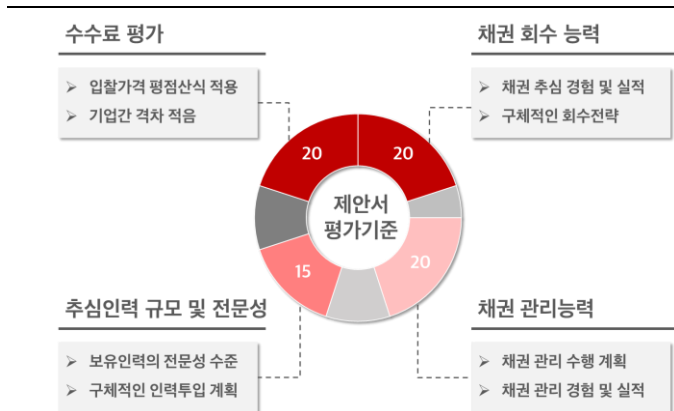
기존 무지성 추심 이젠 더더욱 안돼

이는 기존 방식의 관성적 추심이 더 이상 통하지 않는 시대가 도래했음을 의미한다. 이러한 제도 변화 속에서, 동사는 오히려 자신들의 역량을 더욱 또렷하게 입증할 수 있는 기회를 맞았다. 동사는 변화된 환경에서도 실적과 준법을 동시에 충족시키는 내부 시스템을 이미 구축하고 있었고, 이는 금융권 입장에서 '리스크 없이 맡길 수 있는' 유일한 선택지로 작용하게 된다.

사례 1:
14년 경력의 A

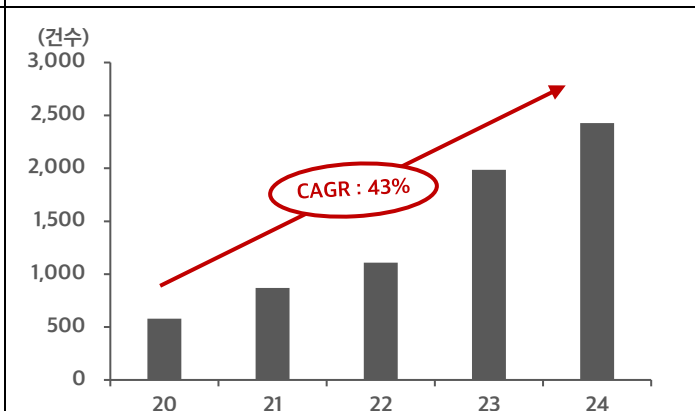
숙련된 채권추심인의 노하우는 단순한 경험의 축적을 넘어, 실제 회수율에 직결되는 핵심 역량으로 작용한다. 동사에서 14년간 근무한 한 베테랑 위임직 채권 추심인 A는 인터뷰에서 실무 사례를 공유하며, 합법적인 테두리 내에서의 다층적 추심 전략을 소개하였다. 그는 “채무자의 동선을 SNS로 파악하고, 지인 관계망까지 분석한 뒤, 실제 거주지를 특정해 잠복 후 압류까지 이끌어낸다”고 밝혔다. 즉, 그는 채권추심업이 단순 반복이 아닌, 고도의 설계업이라고 주장한다.

도표 3-7. 입찰 제안서 점수 평가 기준



출처: 조달청, SMIC 2팀

도표 3-8. 채권추심 상담&신고 건수 추이



출처: 금융감독원, SMIC 2팀

결혼식까지 가서
받아내는 베테랑

실제로, A는 5년간 연락이 끊겼던 채무자가 SNS에 결혼 소식을 업로드한 것을 포착했다. 그는 곧바로 축의금 압류 신청서를 준비해 결혼식장에 방문, 현장에서 일부 채권을 회수했다. 법의 테두리를 넘지 않으면서도 채권 회수를 성공시킨 고난도 '현장 전략'이었다. 그는 "이런 건 초보가 덤뻤다간 결혼식도 망치고 채권도 못 걷는다"고 덧붙이며, 숙련도의 중요성을 강조했다. 이처럼 고도화된 추심 기술은 오랜 실무 경험과 상황 판단 능력 없이는 구현이 어려우며, 이는 동사와 같은 베테랑 중심 조직의 경쟁력을 엿볼 수 있는 사례라고 할 수 있다.

사례 2:
25년 경력의 B

또한, 정교한 회수 전략은 단순한 법적 절차를 넘어, 채무자의 실질 상황에 대한 정밀한 분석과 시의적절한 실행에서 비롯된다. 동사에서 25년간 실무를 담당해온 베테랑 위임직 채권추심인 B는 2억 원 규모의 공사 채권 회수 사례를 통해 이러한 전략적 역량을 입증한 바 있다. 당시 해당 채무자 법인은 임금·세금·지방세 체납 등으로 심각한 경영난에 직면해 있었고, 통상적인 회수 절차를 따를 경우 후순위로 밀려 실질적인 회수가 사실상 불가능한 구조의 사건이었다.

못 받을 거
우선순위로 받아준다

하지만 B는 기존 채권 상황에 안주하지 않고, 채무자의 과거 3년간 내역을 역추적해 공공기관과의 공사계약을 통해 발생한 미수채권을 발견하였다. 이후 해당 기관을 제3채무자로 지정해 신속히 압류를 집행함으로써, 일반채권자의 후순위 지위를 선제적으로 극복하는 데 성공하였다. 단순한 '압류'가 아닌, 시점과 채권 구조를 감안한 고차원적 접근이 가능했기에 가능한 결과였다. 채권추심은 단순 수단이 아닌 정교한 설계와 판단의 연속이다. 이처럼 개별 사례별로 복합적 판단과 실행력을 요하는 채권추심 업무에서 숙련된 전문가의 존재는 점점 더 중요해지고 있다.

업계 내
압도적 인력 풀 보유

결론적으로, 동사는 양질의 채권추심 인력 확보 측면에서 업계 내 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 현재 동사는 약 1,500명에 달하는 위임직 추심 관리인을 운영 중이며, 이는 업계 최다 수준에 해당한다. 동사의 인력 규모는 지속적으로 증가하고 있다. 더욱 주목해야 할 점은 채권 관리인 계약이 6개월 단위로 계약이 갱신되는 구조임에도 불구하고 동사는 3년 이상 근속 비중이 94%, 10년 이상 근속 비중도 67%에 달하는 등 높은 인력 안정성을 유지하고 있다는 것이다.

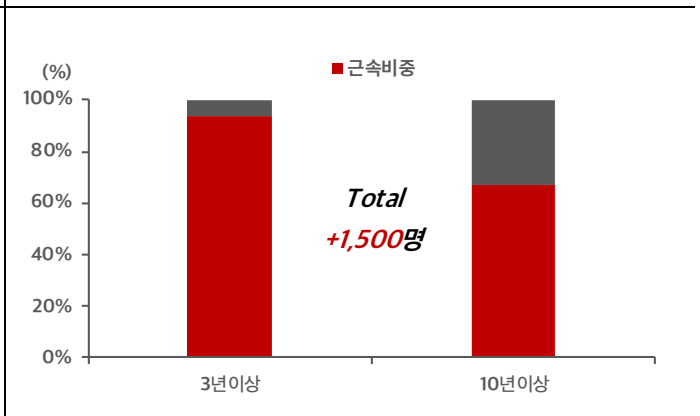
충성도 높은 추심인
= 동사의 경쟁우위

이는 채권추심인의 이탈률이 높은 산업 구조 속에서도 동사가 우수한 내부 관리 체계와 안정적인 일감 공급 기반을 통해 인력 충성도를 확보하고 있음을 보여주는 지표이다. 나아가, 이러한 베테랑 인적 인프라는 금융권 대형 채권뿐만 아니라 민·상사 채권에 이르기까지 다양한 유형의 채권에 효과적으로 대응할 수 있는 범용적 추심 역량을 가능하게 하는 토대가 된다. 동사가 말하는 '사람이 곧 해자'라는 말은 더 이상 수사적 표현이 아니다. 동 업계에서, 이 말은 곧 실적이고 경쟁력인 것이다. 그렇다면 이제부터는 위임직 채권추심인들은 왜 동사를 선택하는지 살펴보자.

도표 3-9. 14년차 동사 채권추심인의 회수 비책



도표 3-10. 동사의 위임직 채권추심인 근속 연수



출처: 인터뷰, SMIC 2팀

출처: 동사, SMIC 2팀

(2) 동사를 고려할 수밖에 없는 자 2: 채권 중심인

추심인은 한 곳에서만 일할 수 있다

위임직 채권추심인은 복수 소속이 불가능하다. 추심인의 선택은 곧 플랫폼의 증명이다. 『신용정보법』 제27조 제4항에 따라 위임직 추심인은 단 하나의 채권추심회사에만 소속될 수 있다. 곧, 특정 회사에 소속된 추심인 수는 그 기업이 시장에서 받은 '단일 선택의 결과'다. 이 같은 구조에서 동사가 업계 최대 규모의 추심인을 보유하고 있다는 사실은, 단순 숫자를 넘어 '왜 동사를 선택했는가'에 대한 정성적 질문으로 직결된다. 동사를 택한 이들은 결국, 브랜드와 일감, 그리고 구조의 차이를 선택한 것이다. 보다 구체적으로 신입과 베테랑 채권 추심인 입장에서 살펴보자.

신입에게는 기획의 장

신입 추심인에게 동사는 '기획의 플랫폼'이다. 추심인은 성과급 100% 구조이기에, 안정적인 수익을 위해선 일감 확보가 무엇보다 중요하다. 신입 추심인의 경우, 자력 영업과 성과 창출이 어렵기 때문에 인지도가 높고 배분 체계가 갖춰진 플랫폼을 선호하게 된다. 이 점에서 동사는 업계 1위의 브랜드력과 함께, 난이도 기반으로 체계적으로 분배되는 일감을 제공하고 있기에 신입 추심인에게 '안전하게 시작할 수 있는 유일한 출발지'로 간주된다. 동시에, 한 번 진입하면 빠르게 성과를 체득할 수 있는 '가파른 학습곡선'을 내재한 업무 구조를 제공한다.

일질의 일감으로 베테랑에게는 안정적

베테랑 채권 추심인도 동사를 가장 합리적인 선택지로 본다. 경험 많은 추심인에게도 중요한 건 결국 '계속되는 일감'이다. 부실채권의 평균 회수율이 10% 내외라는 점을 감안할 때, 단발적 수입보다는 연속적이고 풍부한 채권 수입이 가능해야 안정적인 실질 수익이 창출된다. 동사는 바로 이 점에서 가장 적합한 파트너이다. 신입에게는 진입 발판을 제공하고, 베테랑에게는 수익의 연속성을 보장해주기에, 모든 커리어 단계에서 가장 경쟁력 있는 선택지로 기능하고 있다. 하지만 질문은 여기서 끝나지 않는다. 그렇다면, 동사는 어쩌서 그렇게 일감이 많을까?

채권추심시장을 빠르게 선점한 동사

답은 '과거에 선점하고, 현재를 지배한' 구조적 우위에 있다. 동사는 91년 설립 이후, 약 30년 이상을 채권추심 산업과 함께 걸어온 기업이다. 특히 97년 「신용정보법」 개정에 따라 99년 11월 말부터 적용된 '신규 추심업체 자본금의 50% 이상을 금융기관이 출자해야 한다'는 조항은, 시장 진입 문턱을 사실상 봉쇄한 규제였다. 당시 동사는 기존 사업자로 등록되어 있어 소급 적용을 받지 않았고, 덕분에 상사채권 중심의 시장을 안정적으로 확보할 수 있었다. 산업 진입 구조가 제한된 가운데, '꾸준히 성장하는 일감이 있는, 진입은 막힌' 시장을 동사는 선점한 것이다.

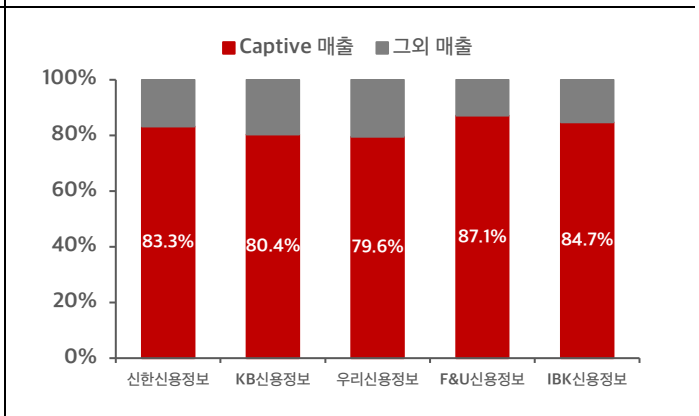
금융 계열사 중심의 제한된 채권추심시장

국내 채권추심 시장은 금융 계열사 중심의 제한된 구조에 머물러 있는 시장이다. 「신용정보법」 이후 설립된 채권추심업체 대부분 금융 계열사였고, 다수 업체는 자사 금융기관의 Captive 부실채권 회수에 집중해왔다. 목적 자체가 내부 물량 회수에 있었던 만큼, 외부 고객 유치나 채권군 확대에는 소극적이었고, 결국 채권 종류와 고객군 모두 제한된 범위에서 영업을 고착화되었다.

도표 3-11. 채권추심업체 현황 (25년 3월 기준)

회사명	설립일	대표자	주요주주 지분율 (%)
고려신용정보	1991.06.27	윤태훈	윤의국(15.1), 신예철(14.8), 고려휴먼스(9.4), 윤태훈(8.5)
미래신용정보	1998.05.21	변원석	신한카드, 하나캐피탈(각 19.0), 변원석(15.0)
세한신용정보	1968.08.20	지광윤, 양재혁	지광윤(29.3), 김순녀(21.7), 정순애(9.8)
세일신용정보	1999.09.15	전수현	전영호(47.0), 세마음고연합회(15.0), 삼성카드(10.2)
SM신용정보	1999.11.02	공문용	에스엠하이플러스(21.1), 우방산업(20.0),
중앙신용정보	1999.07.26	박철수, 손장수	박철수(30.1), 한빛인베스트먼트(20.0), 동양생명(14.9)
KB신용정보	1999.10.09	진동숙	KB금융지주(100.0)
신한신용정보	2002.07.08	정용기	신한금융지주(100.0)
IBK신용정보	2000.01.18	서재홍	중소기업은행(100.0)
F&U신용정보	1998.12.23	이규식	SK텔레콤(50.0), 하나카드(40.0), 신한카드(10.0)
우리신용정보	1991.03.15	정현욱	우리금융지주(100.0)
나리신용정보	1999.07.26	유진하	메이슨캐피탈(50.0), 알비엠금융인프라(50.0)
나이스신용정보	2010.03.05	노태성	NICE평가정보(100.0)
BNK신용정보	2003.06.17	강상길	BNK금융지주(100.0)
아이엠신용정보	2000.07.05	김성효	IM금융지주(100.0)
오케이신용정보	2008.12.12	김인범	오케이캐피탈(51.0), 아프로파이낸셜대부(49.0)
SGI신용정보	2004.01.08	남성일	서울보증보험(85.0), 삼성카드(15.0)
A&D신용정보	2002.02.28	이경복	삼성생명(19.5), 교보생명(19.5), 한화생명(19.5)
MG신용정보	2010.11.05	박준철	새마을금고중앙회(100.0)
제이엠신용정보	2008.03.24	전성수	제이엠캐피탈(63.0), 농심캐피탈(17.0)

도표 3-12. 24년 주요 금융기관 채권추심업체 Captive 비중



출처: 금융위원회 및 각 사, SMIC 2팀

출처: 각 사 DART, SMIC 2팀

다양한 채권군으로
확장해온 동사

이와 달리, 동사는 민간·금융·통신 등 다양한 채권을 넘나들며 고객군과 채권 유형 모두를 확장해왔다. MG신용정보가 마지막으로 시장에 진입한 이후 10년 넘게 구조적 변화가 없던 업계에서, 현존하는 22개 순수 채권추심사 중 동사만이 유의미한 커버리지를 확보한 유일한 독립계 사업자이다. 결국, 다양한 실무 경험을 축적할 수 있는 일감은 동사로 자연스럽게 집중되며, 이러한 구조는 다시 더 많은 추심인을 불러들이는 자생적 선순환을 형성하고 있는 것이다.

선제적인
다변화 의지
→ 매출 상승

동사는 이미 20년 전부터 채권 종류 다변화에 대한 전략적 의지를 본격화하였다. 05년 박종진 대표는 “상거래 채권에 국한되지 않고, 공정 받은 민사채권에 대해서도 조속히 추심 위임이 이뤄져야 한다”고 밝히며, 단순한 상사채권 중심 모델을 넘어 민사채권 등 다양한 채권군으로의 진입을 공표한 바 있다. 이러한 전략은 실제 사업 확장으로 이어져, 04년 금융채권, 06년 통신채권, 09년 민사채권 순으로 채권 포트폴리오가 확장되었다. 채권 종류의 확장이 이루어질 때마다 동사의 매출은 20% 이상 증가하며 매출 다각화는 곧 유의미한 매출 상승으로 이어졌다.

안정적인
사업 구조까지

동사가 선제적으로 추진한 채권종류 확대 전략이 매출 다각화는 물론, 사업 안정성 측면에서도 유의미한 성과로 연결되었다. 10년 뒤인 15년 박종진 대표는 “대표이사 취임 이전, 동사는 상거래채권 중심 구조였지만, 해당 구조가 기업 건전성을 해칠 수 있다고 판단하여 금융·통신채권 진입에 주력해왔다. 하지만 현재는 수입채권 다변화로 안정적인 매출 구조를 확보한 회사로 재편되었다”고 평가하였다. 즉, 동사는 ‘안주’에서 벗어나 ‘안정을 위한 구조적 변화’를 추구해왔다.

가장 다변화된
채권 포트 구축 완료

그 결과, 다변화된 채권 종류 확보 전략을 고수한 동사는 24년 민·상사 채권 45%, 금융 채권 35%, 통신 및 기타 채권 20% 수준으로 업계에서 가장 다변화된 채권 포트폴리오를 구축하였다. 이처럼 다변화된 안정적인 채권 커버리지는 위임직의 영업직·추심직 분리 운영 구조와 맞물려 더욱 강력한 시너지를 발휘한다. 직무 분리는 단순 역할 구분을 넘어 전문성과 효율성을 극대화하며, 안정적 일감과 함께 추심인의 장기 근속으로 이어진다. 실력 있는 베테랑 추심인을 조직 내부에서 자체적으로 양성하는 동사만의 선순환 인적 인프라를 다시 한 번 확인할 수 있다.

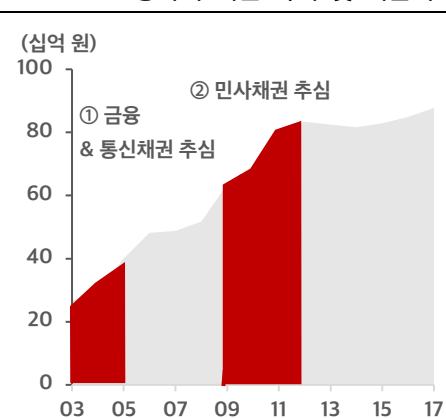
이제는
비용 통제력까지

동사는 최근 비용 통제력까지 갖추며 플랫폼으로서의 퀄리티가 더욱 높아지고 있다. 실제로 동사가 추심인에게 제공하는 판매수수료율이 점진적으로 하향되고 있음에도 불구하고, 동사의 매출은 지속적으로 성장하고 있다. 단가를 낮춰도 추심인들이 계속해서 찾는 현상은 대체 불가능한 시장 지배력의 신호이며, 이는 곧 동사가 비용 통제력까지 겸비한 진정한 플랫폼임을 의미한다.

진정한 채권추심
플랫폼으로!

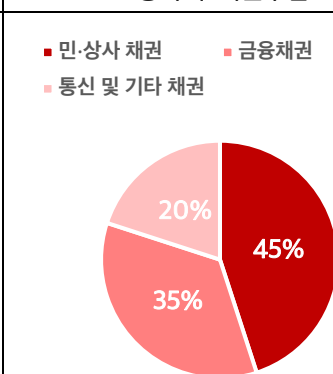
결국 동사는, 양면 네트워크가 완결된 플랫폼 기업이다. 동사는 단순 수입업체를 넘어, 채권자와 추심인을 동시에 끌어당기는 플랫폼 구조를 완성해가고 있다. 브랜드·실적·인프라에 이끌린 채권자는 반복 수입을 제공하고, 안정적 일감을 기대하는 추심인은 동사를 우선 선택하는 것이다.

도표 3-13. 동사의 채권 확대 및 매출액



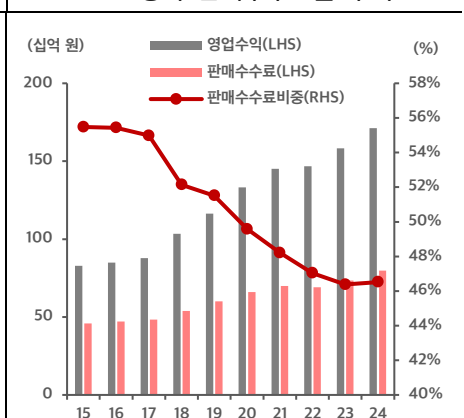
출처: 동사, SMIC 2팀

도표 3-14. 동사의 채권추심 비중



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 3-15. 동사 판매수수료율 추이



출처: DART, SMIC 2팀

성장 둔화는 고려하지 마세요 - Point 2.

좋은 비즈니스 모델을 가진 기업을 언제 저렴하게 매수할 수 있을까? 기회는 시장의 오해에서 비롯된다. 꾸준하게 성장해도 시장이 해당 업종에 대해 편견을 지니거나, 사업 내용을 오해하고 있다면 주가는 쉽게 저평가될 수 있다. 그리고 지금, 고금리·고물가라는 최악의 대외환경 속에서 오롯이 성장을 이뤄냈지만 주가에는 전혀 반영되지 않은 기업이 있다. 바로 **고려신용정보**다.

Intro. 주가는 결국 실적을 따라간다

성장에도 주가 부진

[투자포인트 1.]은 채권추심 비즈니스의 퀄리티와 동사의 경쟁우위를 논의했다. 그러나 비즈니스 모델의 퀄리티가 뛰어나더라도, 이익이 성장하지 않으면 주가는 오르기 어려울 수 있다. 다행히 동사는 23년과 24년 매출액이 각각 YoY +7.8%, +8.3% 성장했다. 24년 영업이익, 당기순이익은 각각 YoY +17.1%, +12.5% 성장했다. 그런데 동기간 주가는 1만원 안팎에서 횡보하고 있다.

‘산업’은 부진,
동사는 성장

지난 3년간 채권추심 ‘산업’은 동사와 달리 성장하지 못했다. 보통 부실채권이 늘어날수록 채권추심 업계의 수입이 늘어나 호재로 여겨지고는 한다. 그러나 22~24년의 흐름을 보면 제2금융권 고정이하여신은 22년 10조원에서 24년 20조원까지 두 배 가까이 급증했지만, 채권추심 ‘산업’의 합산 매출은 22년 YoY -2.4% 역성장, 23~24년은 현상유지에 그쳤다. 반면 동사는 경쟁사들과 달리 이 시기 오히려 꾸준히 성장했는데, 23년과 24년 동사의 채권추심 부문 매출은 각각 YoY +7.0%, +8.6% 성장하면서 업계와는 차별화된 모습을 보여주었다.

성장 지속성 의심

일각에서는 동사의 성장 지속성을 의심하기도 한다. 과거 00년대부터 10년대까지 동사는 취급하는 채권 종류를 다변화하고 지점을 일부 지역에서 전국으로 확장하면서 수평적으로 Q를 늘릴 수 있었다. 그러나 지금은 모든 종류의 채권을 수입하고, 전국적으로 영업망을 확보한 상태다.

규제 심화 우려까지

채무자에 대한 권리가 강화되면서 채권추심이 어려워진다는 우려도 있다. 불법추심 요건이 엄격해질수록 돈을 받아내기 까다로워지기 때문이다. 그렇다면 동사는 Q를 늘려갈 돌파구를 어디서 찾고 있을까? 여기서는 시장의 팽창과 점유율 확대를 성장으로 이뤄내고, 규제가 강화될수록 동사의 의존도가 높아지면서 새로운 기회를 얻어내는 동사의 성장 궤적을 추적하려고 한다.

실적이 증명할 것

주가는 장기적으로 실적을 따라간다. 지금부터는 채권추심업을 둘러싼 오해를 확인하고, 동사가 업황과는 별개로 나홀로 성장하는 근본적인 이유를 알아본다. 나아가 채권추심 규제 우려에도 동사가 성장할 수 있는 이유, 그리고 꾸준하게 늘어나는 현금흐름을 낭비하지 않고 적절히 주주 환원 또는 사업 확장에 자본을 배치하면서 스노우볼을 굴러가는 동사의 저력을 만나볼 것이다.

도표 4-1. 동사 주가 및 매출액 추이



출처: KRX, 동사, SMIC 2팀

도표 4-2. 기업유형 매트릭스



출처: SMIC 2팀

4.1. 불황에 강한 건 채권추심업이 아니라 동사

(1) 불황 수혜주라는 오명

불황 수혜주라는 오해

채권추심업에 대해 흔히 갖는 오해들 중 하나는 경기가 꺾이면 채권추심업이 호황을 누린다는 주장이다. 그러나 현실은 반대로 나타나곤 했다. 채권추심 매출은 “원리금 × 회수율 × 수수료율”이다. 수입되는 부실채권이 늘어나더라도, 회수율이 그 이상으로 떨어지면 매출은 오히려 줄어들 수 있다. 즉, **업황을 판단하려면 부실채권 규모만이 아니라 회수율까지 살펴봐야 한다.**

부실채권이 늘어도 회수율이 더 떨어져

부실채권 수입 규모와 회수율은 일반적으로 반대 방향으로 움직인다. 경기가 침체하면 연체율이 상승하면서 부실채권이 단기간에 늘어난다. 빚을 갚을 수 있지만 발뺌하는 케이스는 상대적으로 쉽게 돈을 받아낼 수 있다. 그러나 경기가 어려울 때는 채무자가 돈도 없고 돈을 빌리기도 더 어려워진 경우가 흔하다. 과거 사례를 보면 기대와는 달리 **경기가 불황일 때는 받아낼 수 있던 돈까지 받아내기 어려워지면서 채권추심 업계도 같이 불황에 빠지곤 했다.**

불황은 채권추심도 불황

연체율이 급증하면서 저축은행이 연쇄적으로 정지당했던 11~13년을 보자. 당시에 **부실채권은 늘어났지만, 채권추심 업계 합산 매출은 오히려 줄어들었다.** 글로벌 경기 악화와 맞물려 부동산 경기가 침체되자 당시 고금리 여수신을 중심으로 운영한 제2금융권이 타격을 크게 받았다. 특히, 저축은행 고정이하여신은 10년 7.0조원에서 1년만인 11년에 12.6조원으로 YoY +79.4% 급증했다.

회수율 급락으로 역성장

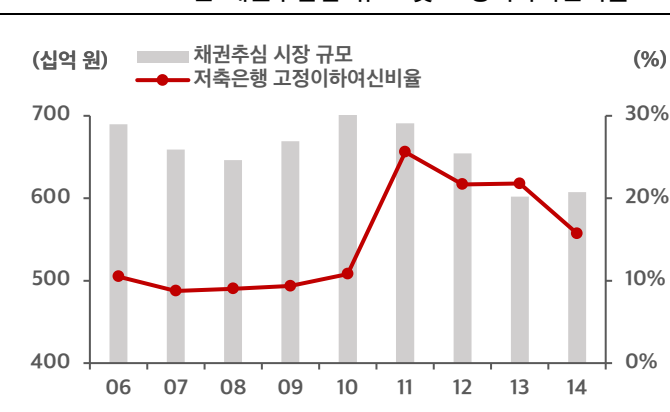
신규 대출이 끊기자 부실채권이 늘어나면서 채권추심 수입 규모도 늘어났다. 그러나 **채권추심 업계 합산 매출은 역성장했다.** 저축은행 고정이하여신비율이 10년 10.8%에서 11년 25.6%로 급증할 정도로 채무자의 **상환 여력이 바닥으로 떨어졌기 때문이다.** 손실을 감수하고 부실채권을 매각해야 하지만, 규모가 지나치게 비대해지면서 금융기관도 부실채권을 더는 내놓지 못할 정도였다. 13년부터 정부 주도로 국민행복기금 약 18조원을 조성해 시중 부실채권 매물을 흡수하면서 상황은 악화되었다. 채권추심 업계 합산 매출은 10년 7,120억원에서 13년 6,021억원으로 연평균 -5.4% 감소했다. 동기간 고정이하여신 대비 채권추심업 합산 매출 비율은 약 20%p 급락했다.

(2) 썰물에 드러나는 동사의 진가

현재는 기회가 아니라 위기

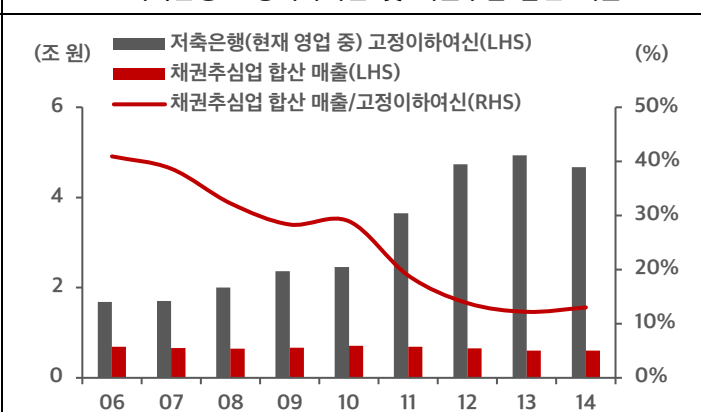
경기가 어려운 지금, 채권추심 업계는 기회가 아니라 위기를 맞았다. 기업대출 연체율은 22년 0.3%에서 24년 0.6%로 약 2배 급증했다. 24년 은행권 부실채권 매각 규모는 21년 2.9조원에서 24년 8.3조원까지 확대됐다. 부동산 PF 부진으로 저축은행의 고정이하여신비율은 22년 4.08%에서 24년 10.66%까지 급증했다. 신용이 얼어붙으면서 채권추심업 합산 매출은 22년부터 24년까지 제자리걸음 중이다. **현재는 호황이 아니라, 11~13년의 채권추심업 불황과 유사한 모습이다.**

도표 4-3. 06~14년 채권추심업 규모 및 고정이하여신비율



출처: 신용정보협회, 금융정보통계시스템, SMIC 2팀

도표 4-4. 저축은행 고정이하여신 및 채권추심 합산 매출

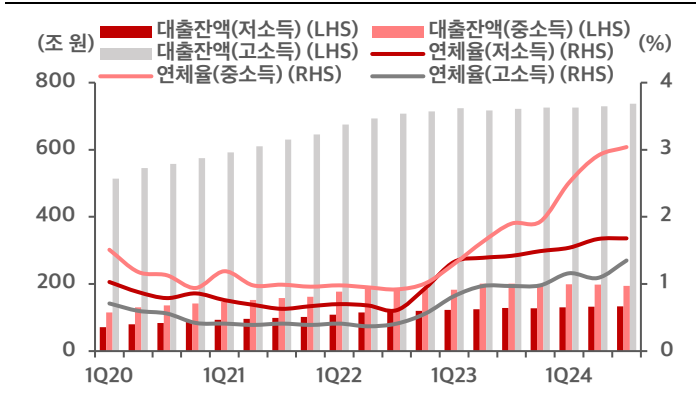


출처: 신용정보협회, 금융정보통계시스템, SMIC 2팀

곳곳에서 신용 위기

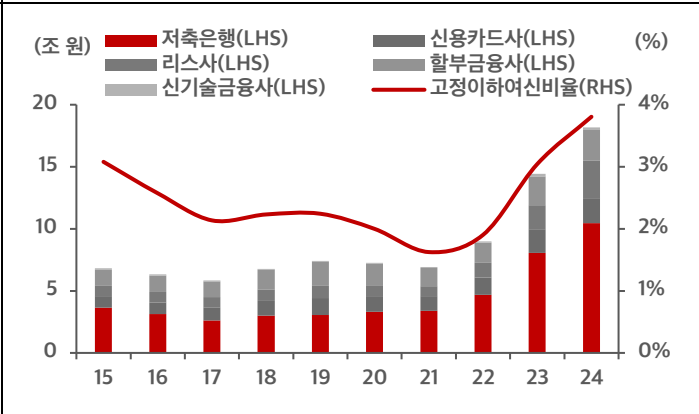
신용카드 연체율까지 급증하면서 부실은 금융권 전반으로 퍼지고 있다. 25년 2월 신용카드 대출 연체율은 3.8%로, 21년 0.8% 대비 4배 이상 급증하였다. 급전이 필요한 서민을 중심으로 4월 카드론 잔액은 역대 최고에 근접한 42.5조원까지 늘어나 건전성에 적신호가 들어왔다. 카드론 이용자 상당수는 다중채무자이므로 상당히 위험하다. 이미 자영업자 연체율 또한 1% 이내에서 현재 2~3% 수준까지 늘어나면서 경제의 약한 고리부터 무너지고 있다.

도표 4-5. 소득수준별 자영업자 대출잔액 및 연체율



출처: 국민의힘 박성훈 의원실, 한국은행, SMIC 2팀

도표 4-6. 제2금융권 고정이하여신 추이



출처: 신용정보협회, SMIC 2팀

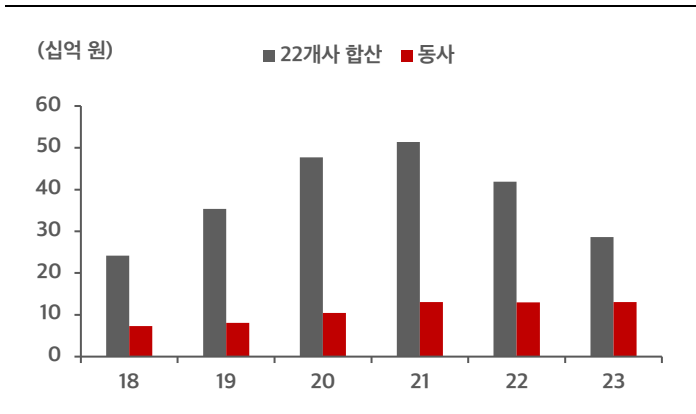
경쟁사는 불황인데
동사는 성장

채권추심 업계가 모두 비상이 걸린 상황, 그러나 동사의 매출액과 영업이익은 오히려 늘어났다. 채권추심 업체 합산 영업이익은 19년 242억원에서 21년 514억까지 늘었지만, 경기둔화로 23년 286억원으로 줄어들었다. 그러나 동사 영업이익은 18년 73억원에서 24년 153억원까지 꾸준히 성장했다. 25년 경쟁사 서울평가정보의 1Q25 채권추심 부문 매출은 YoY -10.22% 역성장했지만, 동사의 1Q25 채권추심 부문 매출은 YoY +3.5% 성장하면서 **업황이 최악이어도 동사는 나홀로 성장할 수 있다는** 저력을 보여주었다.

채권추심의 플랫폼화
점유율 확대 성장

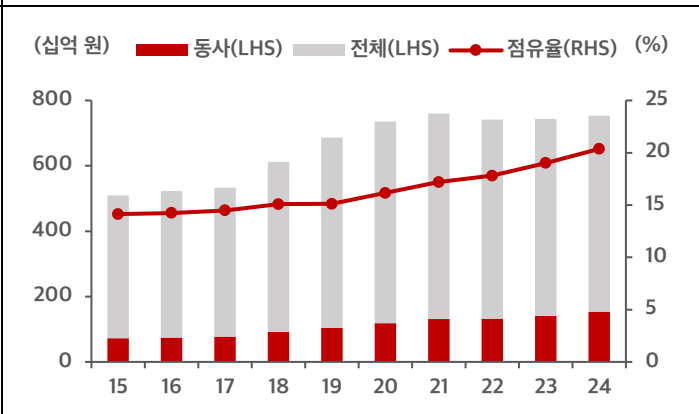
동종 업계가 힘들어도 왜 동사는 관촬을 수 있을까? B2B 성격의 금융채권 추심은 계열사나 3~4개 업체에 위탁을 나눠 맡기지만, B2C 성격의 민사채권 혹은 상사채권 추심은 인지도가 높은 동사로 **고객들이 집중될 수 있기 때문이다.** 경쟁사 대부분은 특정 금융회사 계열사로 금융채권을 주력으로 취급한다. 그러나 동사는 모든 채권을 취급하면서 개인 또는 기업을 가리지 않고 고객으로 흡수하는 플랫폼형 기업이다. **경기가 불황일 때는 경쟁사 대비 수입을 더 많이 확보하면서 점유율 확대에 따라 성장을 이뤘다.** 15~19년에는 점유율이 14~15%대에 머물렀지만, 부실채권이 급증한 20~24년에는 점유율이 16.2%에서 20.4%으로 상승하면서 동사의 성장을 이끌었다.

도표 4-7. 채권추심업 전체 및 동사 영업이익 추이



출처: 동사, 금융감독원, 신용정보협회, SMIC 2팀

도표 4-8. 채권추심업 전체 매출 및 동사 점유율 추이



출처: 동사, 신용정보협회, SMIC 2팀

4.2. 호황에는 더더욱 강합니다

(1) 연체율이 안정화되어야 업계가 성장

연체율 안정화 필요

총여신이 증가해야 채권추심 업계 또한 회복할 수 있다. 신용이 활성화되어야 이에 비례해 '회수 가능한' 부실채권도 늘어나기 때문이다. 채권추심 업계가 반등하려면 연체율이 안정화돼야 한다. 채무자는 보통 돈이 없지만, 시중 대출이 활성화되면 자금조달의 여지가 늘어나 추심 회수율이 늘어날 수 있다. 그동안 회수되지 못한 부실채권이 상황이 나아지면 다시 회수되기도 한다.

17~21년 호황은
연체율 하락 배경

17~21년은 연체율이 떨어지고 총여신이 늘어나면서 채권추심 업계가 호황을 맞았던 시기였다. 고정이하여신비율이 8%대에서 4%대까지 낮아지면서 대출이 재개되었다. 연체율이 떨어지면서 고정이하여신의 규모는 줄었지만, 1%대의 낮은 기준금리와 더불어 채무자의 상환 능력이 개선되면서 추심 회수율이 상승해 오히려 성공 수수료는 더욱 늘어났다. 채권추심 업체 합산 매출은 17년 5,327억원에서 19년 6,865억원으로 연평균 13.5%씩 상승했다.

(2) 불황에도 좋은데 호황에는 얼마나 더 좋으려고

동사는
저점 구간

현재 금융당국은 높은 연체율을 관리하기 위해 노력하는 중이다. 그러나 불황은 영원하지 않다. 경기회복 타이밍을 예측할 수는 없지만, 경기침체는 언젠가 끝난다. 한국은행이 고시하는 기준순환율을 보면 가장 길었던 경기 침체기가 32개월로 3년을 넘어간 적은 한 번도 없었다. 동사는 불황에도 개인기로 성장하고 있지만, 향후 호황을 맞아 더 높이 도약하기 위해 준비하고 있다.

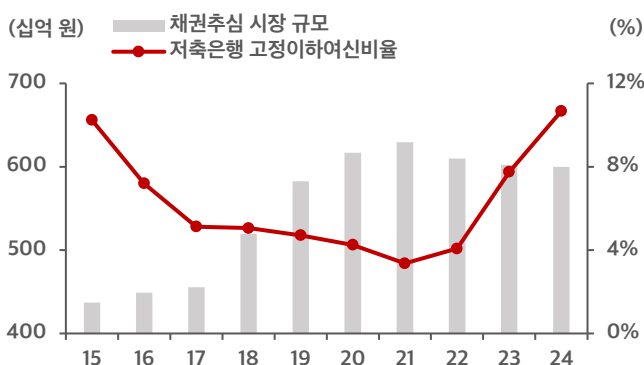
업계를 이끄는 동사

동사는 경기가 어려워도 잘하지만, 경기가 나아지면 더 잘한다. 동사는 지난 10년간 채권추심업 전체 매출 성장률을 단 한 차례도 하회한 적이 없다. 채권추심인은 더 많은 수입을 따라 동사를 찾고, 의뢰인은 높은 회수율을 따라 동사를 찾는, 승자독식 구조 덕분이다. 하위 업체를 본격적으로 따돌리기 시작한 10년대 중반부터 채권추심 플랫폼으로서 동사의 위상은 공고해졌다. [투자 포인트 1.]에서 논의한 네트워크 효과를 기반으로 동사는 산업의 성장을 선두에서 이끈다.

호황기에는
손실충당금도 준다

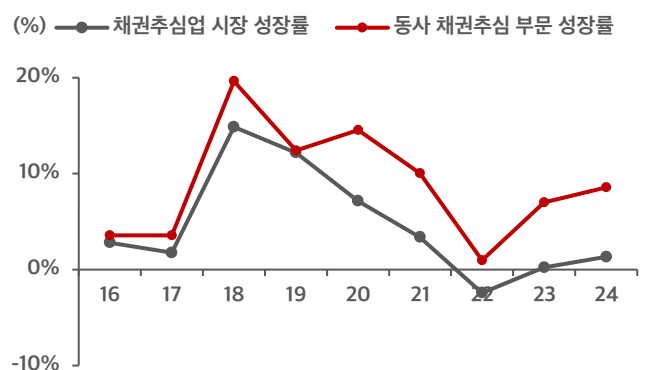
경기가 반등하면 손실충당금 부담도 줄어든다. 채권추심인이 회수에 성공해도 채무자가 의뢰인에게 현금을 직접 전달할 때가 있다. 이 때 동사는 성공 수수료를 받기 전까지는 해당 금액을 매출채권으로 인식한다. 그런데 의뢰인이 먹튀를 해 수수료를 받기 어려우면 해당 금액을 대손상각비로 인식한다. 경기가 어려울 때는 채권추심인을 상대로도 잠적해버리는 사태가 생각보다 꽤 일어난다. 13, 14년에 동사는 매출채권 대손상각비로 각각 3.3억, 7.5억원을 인식했다.

도표 4-9. 15~24년 채권추심업 규모 및 고정이하여신비율



출처: 동사, 금융통계정보시스템, SMIC 2팀

도표 4-10. 시장 성장률 vs. 동사 성장률 비교



출처: 동사, 신용정보협회, SMIC 2팀

4.3. 앞으로도 더 성장할 수 있어요

(1) 채무는 나의 힘

GDP가 성장하는 한
채권추심도 영원

채권추심업은 장기적으로 민간부채와 동행한다. 연체율에 따라 부실채권의 규모 자체는 단기적으로 등락을 반복하지만, 장기적으로는 민간부채를 따라 늘어난다. 민간부채는 GDP가 성장하는 한, 앞으로도 계속 늘어날 것이다. 오히려 명목GDP 대비 민간신용 비율은 02년 138.5에서 24년 2분기 202.7까지 증가할 정도로 부채가 소득보다 더 빠르게 늘어나기 때문이다.

중저신용자 신용대출
밀어주기

정부가 중저신용자 신용대출 확대를 정책적으로 지원하면서 기회는 더욱 늘어나고 있다. 정부는 인터넷전문은행 인가 시 심사기준으로 중저신용자 대상 신용대출 비중 분기 및 연간 기준 30% 이상을 핵심 요건으로 설정했다. 24년 기준 인터넷전문은행 중저신용자 신용대출 평균 잔액은 약 10조원 규모다. 금융당국은 분기마다 점검을 수행하고 있다. 1Q25에는 케이뱅크 중저신용자 신규취급액이 26.3%로 기준에 미달하면서 당국으로부터 경고 조치를 받았다.

(2) 규제는 동사를 막지 못한다

채권추심은
늘 규제와 함께 성장

채무자를 보호하기 위해 채권추심 규제는 늘 강화되어 왔다. 14년 불법추심 금지 행위 법제화, 16년 추심을 목적으로 한 채무자와의 접촉 1일 2회로 제한, 20년 채무자대리인 제도 시행으로 대부업자는 채무자가 변호사 선임 시 직접접촉 금지 등 채무자를 보호하기 위한 규제는 늘어났다.

엄격해질수록
노하우 쌓인 업체로

규제가 강화되었지만, 동사는 꺾이지 않고 성장해왔다. 불법추심 요건이 까다로워질수록, 처벌을 피해 원금을 회수하기 위한 노하우가 중요해지기 때문이다. 채권추심이 까다로워지면 오히려 배째라는 채무자는 늘어나고, 어떻게든 원금이라도 회수하길 원하는 고객은 늘어난다.

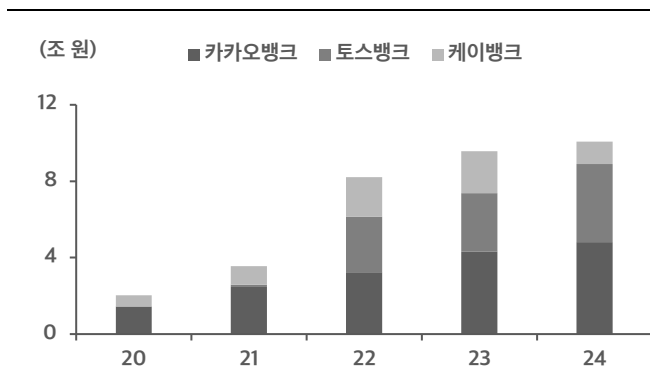
개인채무자보호법
리스크

24년 10월, 개인채무자보호법이 시행되면서 채권추심 요건이 강화되면서 우려가 불거졌다. 주요 내용 중 채권추심에 부정적인 내용은 다음과 같다. 채권별 추심 연락을 7일 7회로 제한(추심총량제), 개인채권의 3회 초과 매각 및 양도 금지, 사적 채무조정 의무화 등이다. 시장에서는 추심 요건이 까다로워지면서 회수율을 훼손시키지는 않을지 걱정하고 있다.

동사는 생각보다
걱정이 없다

그러나 영향은 미미하다고 판단한다. 현직 채권추심인은 기존에도 추심은 하루에 한 번 정도만 이뤄졌기 때문에 7일 7회 제한은 크게 체감되지 않는다고 언급했다. 동사는 확정채권을 다루기 때문에 채무조정과도 무관하고, 채권을 직접 매입하지도 않는다. 동사는 추심 사전통보, 채무자 거부시간 접촉금지 등 추가 불법추심 요건만 교육하면 된다. 오히려 고액채권 추심에 집중하는 업체나 부실채권 매입을 함께 병행하는 업체 입장에서 더욱 치명적일 수 있는 상황이다.

도표 4-11. 인터넷전문은행 중저신용자 신용대출 잔액



출처: 금융위원회, 은행연합회, SMIC 2팀

도표 4-12. 채권추심업 관련 규제 요약

시행일	규제 법령	핵심 내용
14.7.15	「채권의 공정한 추심에 관한 법률」 개정	▶ '방신주식 및 독촉' 등 5개 불공정추심행위 신설 ▶ 위반 시 징역 3년, 벌금 3천만원까지 형사처벌 강화
16.11.7	금융위 고시, 채권추심 가이드라인 개정	▶ 동일 채권에 대한 채무자 접촉 1일 2회로 제한 ▶ 추심 전 서면(문자) 통보 의무 강화
17.12.19	「대부업 감독 강화 방안」, 매입채권추심업 규제	▶ 매입추심 대부업 자기자본 요건 3~10억 ▶ 최소 추심 인력 5명, 내부통제기준 의무화 ▶ 재등록 제한 1~3년
20.1.1	채무자대리인 제도	▶ 대부업자 상대 불법추심-고금리 피해자에 변호사 무료 지원 ▶ 변호사 선임 시 대부업자-추심회사의 직접 접촉 금지
24.10.17	「개인채무자보호법」	▶ 추심총량제: 채권별 7일 7회 제한 ▶ 개인채권 3회 초과 매각-양도 금지 ▶ 금융회사 사적 채무조정 의무화 ▶ 내부기준(추심-양도-채무조정) 이사회 의결 의무

출처: 금융감독원, SMIC 2팀

4.4. 꾸준한 현금흐름, 주주가치를 높이고 있는가?

(1) 든든한 현금흐름

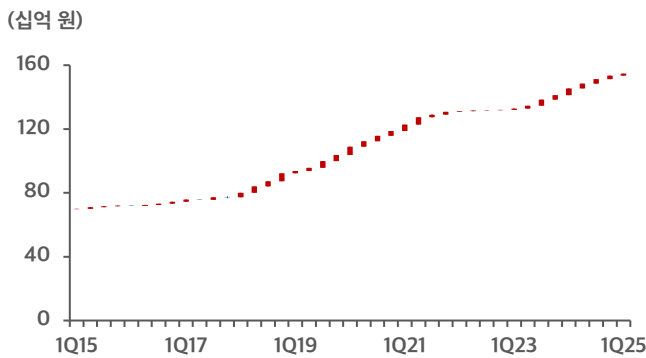
꾸준히 성장하는
OCF와 FCFF

요약하자면, 동사는 불황에도 성장하고, 호황에는 더 성장하면서 장기적으로 우상향한다. 상대적으로 저점 구간인 현재도 성장을 이뤄내듯, 동사의 **영업현금흐름은 본업이 성장하면서 꾸준히 늘어났다**. 채권추심은 유형자산이 필요하지 않기 때문에 매년 약 10억원 수준의 CAPEX를 제외한 나머지, **영업현금흐름의 약 80~90% 이상이 잉여현금흐름**으로 동사에게 유입되고 있다.

남은 건 자본배치

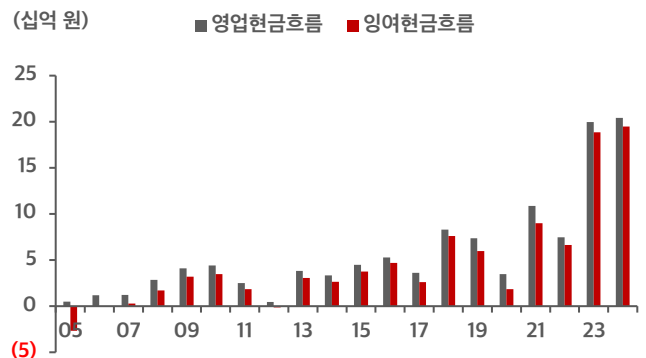
꾸준한 잉여현금흐름에 대한 의심은 없다. 관건은 **자본의 재배치**다. 이익이 늘어나더라도 단순히 **유보하는 이익은 가치로 이어지지 않기 때문이다**. 동사는 현금을 곳곳에 넣어둔 채로 방치하지 않는다. ①**수익성 있는 사업에 투자하거나**, ②**주주에게 현금배당으로 돌려주고 있다**. 지금부터는 자본배치 현황을 점검하면서 동사가 과연 스노우볼을 굴릴 수 있을지 점검해보자.

도표 4-13. 동사 채권추심 10개년 매출 V차트



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 4-14. 영업현금흐름 및 잉여현금흐름 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

(2) 가능성 높은 주자에게 바통 넘기기

본업과 연계해

가능성 높은 주자 찾기

16년 전까지 동사는 커피 전문점(고려에프앤비), 통신기기 판매(고려아이앤씨) 등 본업과 무관한 사업을 확장하면서 자본을 낭비했다. 그러나 15년 박종진 단독대표체제 변경 이후, 불필요하게 확장한 사업을 냉철하게 끊어냈다. 16년 주주총회에서 동사는 인터넷관련사업, 외식사업, 통신판매업 등 본업과는 동떨어진 사업목적을 삭제했다. 18년 대표이사로 취임한 창업주 아들 **윤태훈**은 그 기초를 이어 본업을 강화하거나 본업과 시너지가 날 수 있는 사업을 대상에만 투자하고 있다. 그리고 현재, 그 바통을 이어받을 주자들, ①**대부업**, ②**부실채권 유동화자산 관리 사업**을 보자.

① 돈 좀 빌려드릴까요 - 행복드림금융대부

첫 번째 주자
대부업

윤태훈 대표이사 취임 이후, **첫 번째 바통은 대부업**이 받았다. 동사는 19년 6월 자회사 행복드림금융대부를 설립하면서 대부업으로 새롭게 진출하였다. **행복드림금융대부는 동사가 100% 출자하여 부동산 담보대출과 부실채권 매입 및 추심을 진행하고 있다**. 동사는 행복드림금융대부를 설립하면서 30억원을 출자하였고, 이후 19년 20억원, 20년 30억원, 21년 20억원 추가 출자하여 총 100억원의 자본금으로 레버리지 기반을 만들었다.

안정적으로
이익 창출 중

행복드림금융대부는 현재 개별 기준 23년 12억원, 24년 10억원의 영업이익을 벌어들이면서 금방 수익성을 증명하였다. 21년 법정 최고금리가 연 24%에서 20%로 하향 조정되면서 신용대출 중심의 대부업체는 많이 쇠퇴했지만, 동사는 서울 및 수도권 아파트 담보대출만 취급하면서 10% 내외의 대출금리로 상대적으로 안정적인 수익을 창출하고 있다.

② 대신 관리해드립니다 - 부실채권 유동화자산 관리(AMC)

두 번째 주자
AMC

두 번째 바통은 부실채권에 대한 유동화자산 관리(AMC) 사업이 받았다. 동사는 21년 AMC 업무를 추가, 23년부터 본격적으로 사업을 시작했다. 「자산유동화에 관한 법률」에 따라 동사는 21년 금융위원회로부터 업무 경영 승인을 획득, AMC 부문 인력채용 이후 사업을 개시했다. AMC 사업 부문은 부실채권을 직접 매입하지 않고 관리, 운영만을 맡아 UAMCO, 하나F&I 등의 부실채권 전업투자사로부터 자산관리, 배당금 수령, 경매 열람 등 부수업무를 수입하고 수수료를 수취한다.

부실채권 성장과
동행

주심이 아닌 위탁운영에 따른 수수료이기 때문에 부실채권 시장 규모와 순수하게 비례하여 성장할 수 있는 분야다. 최근 국내은행 부실채권 매각 규모가 22년 2.37조원에서 24년 8.31조원까지 급증하면서 AMC 수요 또한 늘어나고 있다. 동사는 주력 사업인 채권추심과 신용조사 역량을 기반으로 시장에 성공적으로 침투하여 23년 22억원, 24년 45억원의 매출을 기록하였다.

(3) 현금배당으로 죽은 돈 살리기

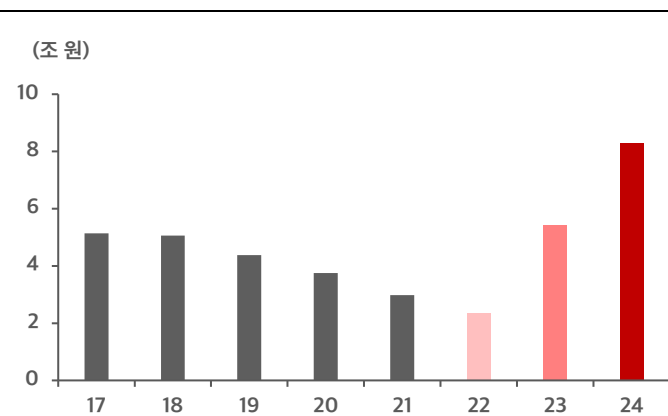
높은 배당성향
준수한 배당수익률

동사는 00년대부터 40% 이상의 배당성향을 유지해왔고, 24년 현재까지도 그 기초를 유지하고 있다. 15년 이익률이 개선되면서 EPS 280원 기준 주당배당금을 전년대비 100% 인상한 150원을 지급하였다. 이후로도 동사는 매출 성장에 비례하여 현금배당 규모를 책정하고 있다. 16~17년, 21년은 당기순이익이 전년대비 감소했지만, 배당금을 인상하면서 매출에 비례한 배당정책 기초를 다시 확인하였다. 최근 2~3년간 동사의 배당수익률은 4% 수준을 유지하고 있다. 21년부터는 현금배당을 반기마다 시행하자는 주주의 의견을 수렴하여 중간과 기말에 각각 배당을 결의한다.

지배주주는
지금도 싸다고 생각

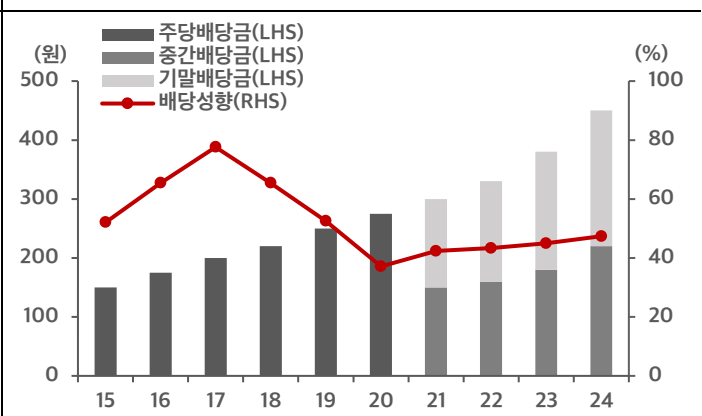
동사 대표인 윤태훈의 지분율은 10.6%로, 47년생 부친 윤의국의 14.0%, 모친 신예철의 12.7% 지분이 아직 제대로 승계되지 않은 상태다. 그렇지만 상속을 위해 의도적으로 주주가치를 훼손하는 모습은 나타나지 않는다. 오히려 최대주주 일가는 1만원 초반대의 주가를 저평가라고 보고 증여를 진행했다. 모친 신예철은 23년 12월 아들 윤태훈에게 30만주 증여, 부친 윤의국은 24년 3월 딸 윤수연에게 15만주를 증여했다. 당시 취득/처분단가는 각각 9,480원, 10,540원이다.

도표 4-15. 국내은행 부실채권 매각 규모



출처: PwC, SMIC 2팀

도표 4-16. 주당배당금 및 배당성향 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

6. Valuation

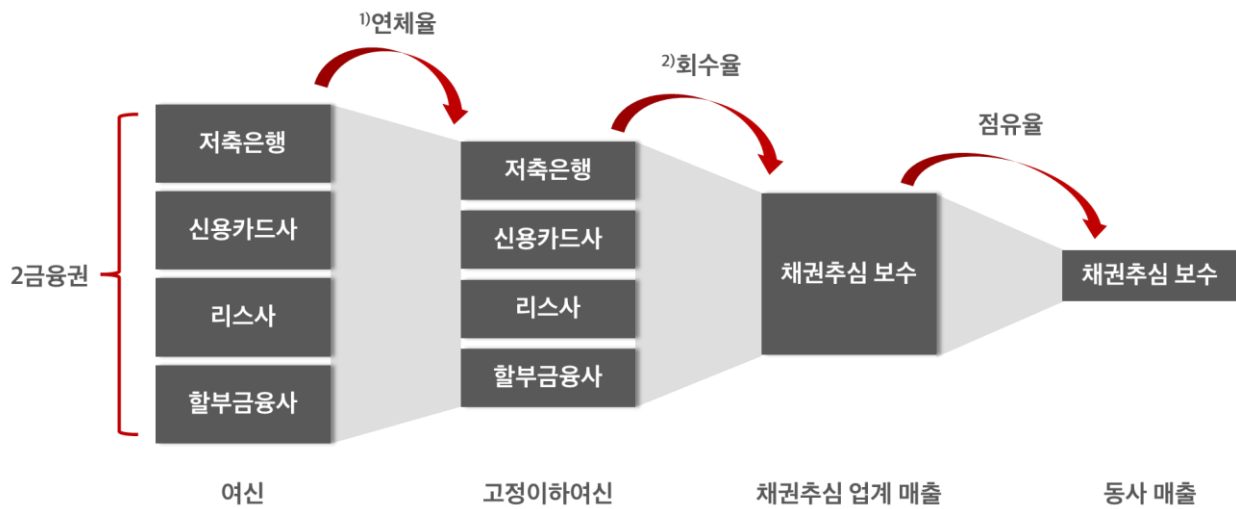
6.1 영업수익 추정

본서의 논리는 동사의 좋은 비즈니스 퀄리티에 따른 꾸준한 성장과, 채권추심 업황 변화에 따라 성장성을 가짐에 초점을 맞추고 있다. 따라서 동사의 사업부 중 절대적인 부분을 차지하는 채권추심 매출을 중심으로 엄밀하게 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

영업수익 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
영업수익	133,209	145,222	146,767	158,214	171,309	42,647	175,113	180,522	226,185
YoY(%)	14.4%	9.0%	1.1%	7.8%	8.3%	2.7%	2.2%	3.1%	25.3%
채권추심	118,852	130,783	132,060	141,324	153,440	38,253	156,511	161,240	207,658
% of sales	89.2%	90.1%	90.0%	89.3%	89.6%	89.7%	89.4%	89.3%	91.8%
신용조사	8,646	8,369	8,343	9,762	10,809	2,676	11,542	12,222	11,466
% of sales	6.5%	5.8%	5.7%	6.2%	6.3%	6.3%	6.6%	6.8%	5.1%
기타	5,712	6,071	6,363	7,128	7,060	1,718	7,060	7,060	7,060
% of sales	4.3%	4.2%	4.3%	4.5%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.1%

(1) 채권추심

도표 6-1. 채권추심 매출 추정 논리



- 1) 연체율=고정이하여신비율, 보통 고정이하여신은 3개월 이상 연체된 여신을 칭하는 말이지만 편의상 연체율로 정의
2) 회수율: 전체 고정이하여신 중 채권추심사들의 매출이 얼마나 나오는지 보여주는 지표로, 수수료율이 포함된 개념

출처: SMIC 2팀

동사의 채권추심 매출은 금융채권을 기반으로 추정하였다. 이때 개인간의 민상사 채권을 통한 매출은 지속적으로 금융채권과 동일한 규모로 발생해왔기 때문에, 금융채권을 통한 수익으로 동사의 채권추심 매출을 대표할 수 있다. 따라서 금융채권을 통해 전체 매출을 추정하였다.

금융권의 여신으로부터 3개월 이상 연체된 고정이하여신은 채권추심업체를 통해 회수되고, 이때 채권추심업체는 수수료율만큼 매출을 인식하게 된다. 본 추정에서는 채권추심으로 이어지는 부실채권과 밀접한 관계를 맺는 2금융권의 ①저축은행, ②신용카드사, ③리스사, ④할부금융사를 중심으로 여신의 규모를 추정하였다. 각 금융사의 연체율을 통해 고정이하여신을 구하고, 회수율을 통해 채권추심업계 매출을 추정한 후 동사의 점유율을 곱해 매출을 추정하였다.

고정이하여신 규모 추정								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총 여신 규모	351,201	412,280	459,525	460,207	463,068	469,165	480,097	514,311
고정이하여신비율(%)	2.0%	1.7%	1.9%	3.1%	3.9%	4.4%	4.6%	3.7%
고정이하여신 규모	7,172	6,838	8,884	14,234	18,004	20,559	22,203	18,851
저축은행	77,668	100,520	115,063	104,071	97,921	95,028	92,177	97,038
고정이하여신 규모	3,301	3,381	4,691	8,069	10,453	12,164	12,905	10,674
고정이하여신비율(%)	4.3%	3.4%	4.1%	7.8%	10.7%	12.8%	14.0%	11.0%
신용카드사	128,759	146,960	165,492	170,030	175,594	180,875	186,314	199,281
고정이하여신 규모	1,288	1,191	1,389	1,910	2,022	2,351	2,608	2,466
고정이하여신비율(%)	1.0%	0.8%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%
리스사	63,533	74,648	80,472	82,567	84,330	86,328	89,390	98,739
고정이하여신 규모	873	805	1,172	1,925	3,036	3,263	3,548	2,880
고정이하여신비율(%)	1.4%	1.1%	1.5%	2.3%	3.6%	3.8%	4.0%	2.9%
할부금융사	81,241	90,152	98,499	103,540	105,224	106,935	112,216	119,254
고정이하여신 규모	1,711	1,462	1,632	2,330	2,494	2,780	3,142	2,830
고정이하여신비율(%)	2.1%	1.6%	1.7%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	2.4%

여신 규모의 추정은 26년까지 금리는 2%수준으로 낮아질 것에 기반하여 진행하였다. 경제 둔화의 부담을 감안하여 금리인하가 지속적으로 진행되는 만큼 무리한 가정이 아니다. 다만 금리 인하로 인한 효과는 26년 안정기를 거쳐 27년부터 본격적으로 반영된다고 가정하였다. 이에 따라 고정이하여신 금액은 26년을 피크로 27년엔 하락하는 현상이 나타날 것이다.

① 저축은행 고정이하여신 규모 추정

저축은행은 중·저신용 개인, 소규모 사업자, 부동산 PF가 주요 고객으로 생계형 수요와 부동산 개발자금이 주축이 된다. 이때, 저축은행의 여신규모는 금리 인하에 따른 가계 대출 증가와 부동산 PF 감축이 동시에 작용하게 된다. 그러나 가계 대출은 DSR 3단계의 규제로 완충될 가능성이 높으며, PF 감축은 26년까지 진행될 것임을 감안하면 여신규모는 감소할 것이다. 23년에서 24년으로 오면서 감소율이 줄어들 것을 반영하여, 25,26년 총 여신은 연간 -3% 반영해주었다. 27년은 PF 발 부실채권 안정화와 가계 대출 증가 효과로 인해 10년 평균 증가율 5% 반영해주었다.

저축은행의 고정이하여신 비율은 26년까지 부동산 PF의 잔여 만기 도래에 따라 증가하다가 27년 금리 인하 효과 적용 및 부실 채권 해소로 인해 감소할 것이다. 고정이하여신비율이 연간 3%씩 가파르게 상승하고 있지만, 금융당국의 적극적인 PF 규제로 인해 증가세가 둔화될 것으로 가정하여 14%까지 점진적으로 증가한다고 가정하였다. 이후 27년은 14년의 금리하락에 따른 고정이하여신 비율 하락폭인 3%를 가져와 적용하였다.

② 신용카드사 고정이하여신 규모 추정

카드사 여신은 주로 일반 소비자와 자영업자 대상으로 사용되며, 단기 유동성보완, 채무대환이 대출목적이다. 카드사의 여신은 1금융권 대출규제에 따른 풍선효과로 인한 증가세와 3단계 스트레스 DSR 도입에 따른 대출한도 축소효과가 상충되며 25,26년엔 3%의 낮은 성장을 보일 것이다. 27년은 금리인하에 따른 소비 심리 회복으로 14년 수준의 7% 성장을 적용해주었다.

카드사의 고정이하여신 비율은 카드론의 빠른 증가에 따라 26년까지 매년 1%p 증가한다고 추정하였다. 이후 27년은 금리하락에 따른 효과를 반영하여 24년 수준인 1.2%를 적용해주었다.

③ 리스사 고정이하여신 규모 추정

리스사는 주로 중소기업이 설비투자를 대체하거나 운영자산을 확보할 때, 대출을 위해 사용한다. 따라서 설비투자에 대한 수요가 늘어날 때 여신이 증가하게 되는데, 고금리와 경기침체에 따라 25년엔 23, 24년도의 평균인 2.4%를 성장률로 적용하여 저성장 국면을 반영해주었다. 26, 27년의 성장률은 지속적인 금리인하가 이뤄졌던 13,14년의 성장률 Proxy하여 적용해주었다.

리스사의 고정이하여신비율은 상장사인 한국캐피탈의 25년 1분기 값을 대표 값으로 하여 25년엔 3.8%로 적용하였다. 이후 26년은 상승추세 반영하여 4%, 27년은 안정화 국면을 반영하여 13년도의 하락률을 적용하여 2.9%의 비율을 적용하였다.

④ 할부금융 고정이하여신 규모 추정

할부금융은 전체 여신의 90%가 자동차 관련 대출로, 자동차 판매량과 강한 상관관계를 가진다. 25년의 여신 성장률은 높은 금리에 따른 신차 판매 부진으로 24년과 동일한 1.6% 성장 적용해주었다. 이후 전기차 보조금 확대 및 금리 인하가 기대되는 26, 27년은 가파른 금리 인하가 이뤄지며 자동차 판매가 급증한 13, 14년도 성장률을 Proxy하여 적용해주었다. 할부금융의 고정이하여신비율은 25, 26년은 증가추세 반영하여 25년엔 2.6%, 26년엔 2.8% 적용해주었다. 27년은 안정화 국면 반영하여 24년 수준인 2.4%의 고정이하여신비율을 적용해주었다.

채권추심 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	118,852	130,783	132,060	141,324	153,440	38,253	156,511	161,240	207,658
YoY(%)	14.4%	10.0%	1.0%	7.0%	8.6%	3.5%	2.0%	3.0%	28.8%
고정이하여신 규모	7,172,270	6,837,694	8,884,141	14,233,587	18,004,148		20,558,670	22,203,379	18,851,201
1y lagged 회수율(%)	10.0%	10.6%	10.9%	8.4%	5.3%		4.0%	3.4%	4.0%
채권추심 전체 회수액	735,600	760,400	741,900	743,500	753,400		717,221	689,608	888,135
동사 점유율 (%)	16.2%	17.2%	17.8%	19.0%	20.4%		21.8%	23.4%	23.4%

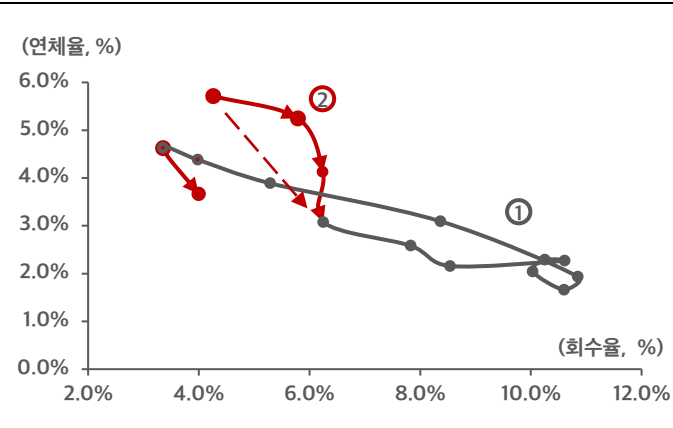
앞선 과정을 통해 구한 고정이하여신의 합계를 회수율을 통해 채권추심 전체 회수액을 구하고, 그 값에 동사의 점유율을 곱해 동사의 매출을 구할 수 있다. 동사의 점유율은 [투자포인트 1.]의 논리에 따라 꾸준히 상승할 것이다. 동사는 강력한 브랜드 파워를 바탕으로 타사 대비 압도적인 일감을 통해 좋은 채권관리사들을 지속적으로 영입하고 있다.

이는 과점화되는 채권추심업계에서 앞으로도 지속될 현상이다. 따라서 25, 26년은 24년도의 증가율인 7%를 적용해주었다. 27년은 채권추심 전체 회수액이 이전까지 감소하다가 가파르게 증가하는 시기로, 14년도와 유사하다. 당시 동사의 점유율은 0.1% 상승하였고, 이를 Proxy 해주었다.

회수율은 연체율과 음의 상관관계를 보인다. 이는 연체율이 증가하면 그만큼 사람들이 부실채권을 상환할 능력이 떨어지면서 실질적으로 회수되는 물량이 감소하기 때문에 나타나는 현상이다. 이때 회수율은 직전 년도의 고정이하여신 규모에 따른 회수율 즉, 1년 레깅된 회수율을 사용하는 게 연체율과 더 높은 상관관계를 보인다. 이는 직전 년도의 고정이하여신이 실질적으로 회수되는 것은 평균적으로 그 다음 해이기 때문이다.

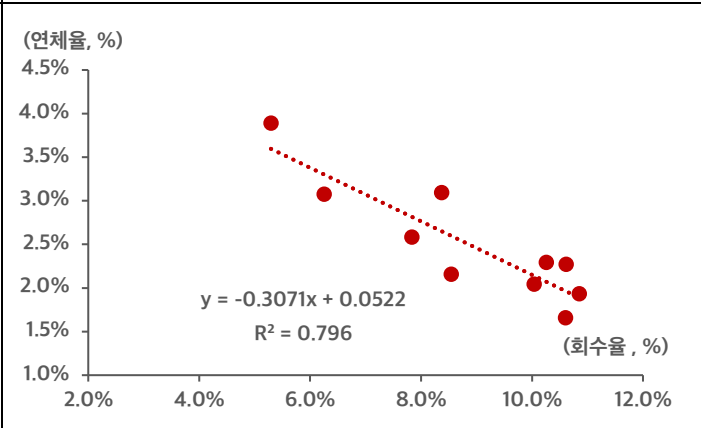
회수율과 연체율의 경로는 ①안정화 및 연체율 상승구간, ②연체율 하락 초입구간으로 나눌 수 있다. ①구간은 15 ~ 24년으로 연체율의 변동에 비해 회수율의 변동이 큰 구간이고, ②구간은 12~15년으로 연체율이 감소추세로 변하며 회수율의 변동이 상대적으로 작은 구간이다.

도표 6-2. 1년 래깅 회수율 - 연체율 변화 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 6-3. 1년 래깅 회수율 - 연체율 회귀분석



출처: 동사, SMIC 2팀

25, 26년의 회수율은 ①의 추세에 따라 회귀분석을 통해 추정하였다. 앞선 추정에 따라 25, 26년은 연체율이 지속적으로 증가하고, 회수율이 점차 낮아지는 구간이다. 따라서 25, 26년의 연체율을 15~24년의 회귀식을 대입하여 향후 회수율을 추정해주었다.

27년의 연체율은 ②의 추세에 따라 4.0%가 될 것으로 추정하였다. ②구간의 특징은 ①구간에 비해 회수율이 증가할 때 연체율이 더욱 빠르게 하락한다는 것이다. 이는 기존의 경로보다 더 아래에 새로운 점이 생긴다는 것을 의미한다. 다르게 말하면 연체율의 방향성이 감소 추세로 바뀔 때, 회수율은 기대보다 덜 상승한다는 것이다. 이것은 시장의 회복이 바로 이뤄지는 것이 아니라 12~15년과 같은 완충의 시간이 필요한 것을 보여준다.

따라서 12~15년의 회귀식을 구하고, 26년 점에 기울기만 적용하여 새로운 추세를 만들어 27년의 연체율을 대입하여 회수율을 추정하였다. 그 결과 27년의 연체율은 24년 수준인 4.0%가 되고, 이후 경로는 시간이 지날수록 다시 ①과 같은 모습을 보일 것이다.

(2) 신용조사 매출 추정

신용조사 매출추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	8,646	8,369	8,343	9,762	10,809	2,676	11,542	12,222	11,466
YoY(%)	-2.7%	-3.2%	-0.3%	17.0%	10.7%	1.8%	6.8%	5.9%	-6.2%
고정이하어신 규모	7,172,270	6,837,694	8,884,141	14,233,587	18,004,148		20,558,670	22,203,379	18,851,201
동사 점유율 (%)	16.2%	17.2%	17.8%	19.0%	20.4%		21.8%	23.4%	23.4%
동사 추심 접수 규모	1,158,831	1,176,027	1,581,401	2,705,509	3,666,785		4,486,278	5,191,447	4,407,663

신용조사 매출은 동사가 수입 받는 모든 추심의 접수 규모에 연동된다. 채권추심 위임 후 회수 여부와 상관없이 모든 건수에 대해 신용조사는 이뤄진다. 우선 전체 고정이하어신 규모에서 동사의 점유율을 곱해 총사의 추심 접수규모를 추정한다. 이후 15년~24년의 동사 추심 접수 규모와 신용조사 매출의 회귀식을 구해 25년부터 매출추정에 적용해주었다.

이외 민원, 이자수익, 기타수익으로 구성된 기타수익은 증가 추세에 있으나, 정확한 추정이 불가능하고, 그 비중이 작아 보수적 추정을 위해 24년 매출로 flat 처리하였다.

5.2. 비용 추정

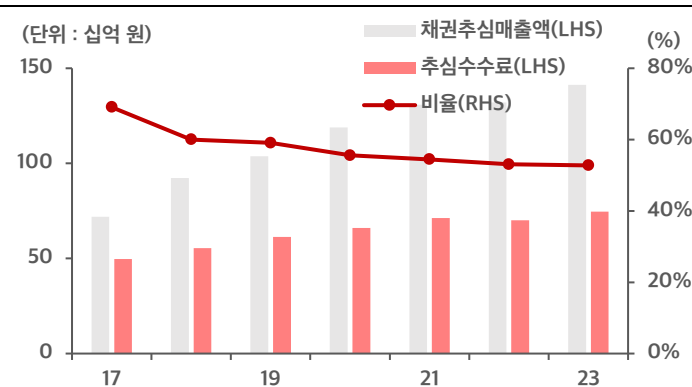
1) 영업비용 추정

고려신용정보 영업수익 및 영업비용												
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	87,787	103,511	116,457	133,209	145,222	146,767	158,214	171,309	42,647	175,113	180,522	226,185
YoY(%)	3.44%	17.91%	12.51%	14.39%	9.02%	1.06%	7.80%	8.28%	2.75%	2.22%	3.09%	25.29%
영업비용	82,798	96,187	108,381	123,216	132,763	134,776	145,144	155,999	39,321	157,033	162,456	201,542
OPM(%)	6%	7%	7%	8%	9%	8%	8%	9%	8%	10%	10%	11%
추심수수료	49,704	55,392	61,309	66,048	71,238	70,075	74,563	81,022	20,313	84,516	87,069	112,135
% of sales	56.62%	53.51%	52.64%	49.58%	49.05%	47.75%	47.13%	47.30%	47.63%	48.26%	48.23%	49.58%
광고선전비	1,353	2,042	2,463	3,189	3,756	3,942	3,326	3,124	768	3,437	3,544	5,531
% of sales	1.54%	1.97%	2.12%	2.39%	2.59%	2.69%	2.10%	1.82%	1.80%	1.96%	1.96%	2.45%
본사 인건비	17,572	23,972	28,435	35,415	36,453	38,446	43,311	47,760	12,103	46,263	47,828	61,192
% of sales	20.02%	23.16%	24.42%	26.59%	25.10%	26.20%	27.38%	27.88%	28.38%	26.42%	26.49%	27.05%
손실충당금전입	76	62	45	171	208	-	335	(241)	143	479	494	619
% of sales	0.09%	0.06%	0.04%	0.13%	0.14%	0.00%	0.21%	-0.14%	0.34%	0.27%	0.27%	0.27%
감가상각비	570	574	630	823	1,032	1,174	1,226	1,217	312	1,310	1,475	1,144
% of sales	0.65%	0.55%	0.54%	0.62%	0.71%	0.80%	0.77%	0.71%	0.73%	0.75%	0.82%	0.51%
사용권자산감가	-	-	3,753	4,215	4,225	4,604	4,806	4,975	1,239	6,020	6,721	7,422
% of sales	0.00%	0.00%	3.22%	3.16%	2.91%	3.14%	3.04%	2.90%	2.90%	3.44%	3.72%	3.28%
무형자산상각비	289	276	278	358	676	728	751	746	178	880	941	1,003
% of sales	0.33%	0.27%	0.24%	0.27%	0.47%	0.50%	0.47%	0.44%	0.42%	0.50%	0.52%	0.44%
임차료	4,826	4,974	1,971	2,030	382	400	386	427	104	427	427	427
% of sales	5.50%	4.81%	1.69%	1.52%	0.26%	0.27%	0.24%	0.25%	0.25%	0.24%	0.24%	0.19%
임차자산관리비	-	-	-	-	2,082	1,832	1,963	1,994	479	2,113	2,113	2,113
% of sales	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.43%	1.25%	1.24%	1.16%	1.12%	1.21%	1.17%	0.93%
금융업 이자비용	-	-	9	468	602	997	907	760	183	750	750	750
% of sales	0.00%	0.00%	0.01%	0.35%	0.41%	0.68%	0.57%	0.44%	0.43%	0.43%	0.42%	0.33%
기타 - 변동비	4,410	4,545	4,953	5,956	5,979	6,173	7,096	7,540	1,914	8,055	8,304	10,404
% of sales	5.02%	4.39%	4.25%	4.47%	4.12%	4.21%	4.49%	4.40%	4.49%	4.60%	4.60%	4.60%
기타 - 고정비	3,996	4,204	4,535	4,542	6,131	6,404	6,474	6,673	1,585	6,746	6,819	6,893
% of sales	4.55%	4.06%	3.89%	3.41%	4.22%	4.36%	4.09%	3.90%	3.72%	3.85%	3.78%	3.05%

본서에서 논의했듯, 채권추심업의 핵심은 이를 실행하는 인력의 양과 질이다. 이는 동사의 비용 구조에서 합산 75%의 비중을 차지하는 추심판매수수료와 인건비에서 드러난다. 따라서, 비용 추정에 있어 추심판매수수료, 본사 인건비와 특수성을 띄는 비용 항목 위주로 엄밀히 추정했다.

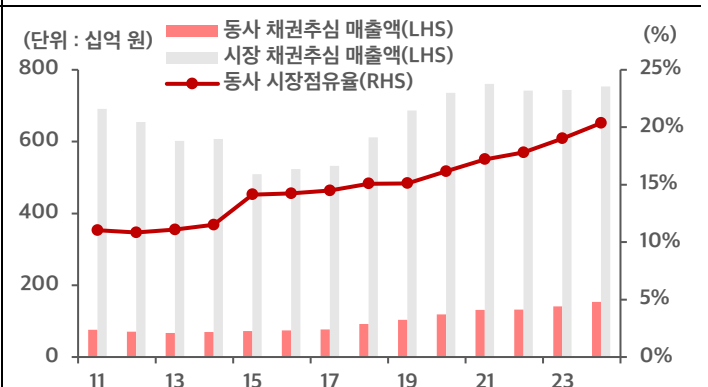
동사의 ①추심수수료는 24년 채권추심 매출액 대비 비중 53%를 적용해 추정했다. [도표 5-1]에서 확인할 수 있듯, 수수료 비중은 지속적으로 하락한다. 그럼에도 불구하고 동사의 추심시장 점유율은 오히려 상승하고 있으며, 이는 위탁추심인과의 관계에서 동사의 협상력이 강화되고 있음을 시사한다. 즉, 24년의 비용 비중을 고정하여 수수료율로 추정하는 것은 보수적이라 판단한다.

도표 5-1. 과거 추심수수료 금액 및 매출 대비 비중



출처: Dart, SMIC 2팀

도표 5-2. 동사 추심매출금액 및 시장 점유율



출처: 동사, 신용정보협회, SMIC 2팀

동사의 ㉔인건비는 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 퇴직급여로 구분할 수 있다. 급여의 경우 직원 수에 1인당 급여를 곱하여 추정한 후, 과거 괴리율을 보정하여 계산했다. 그 후, 고정급으로 지급되는 상여는 과거 3개년 평균금액을, 퇴직급여와 복리후생비는 매년 급여의 7%, 9%가 지출되는 점을 고려하여 급여에 해당 비율을 곱하여 산출했다.

본사 인건비 추정

(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총인건비	28,435	35,415	36,453	38,446	43,311	47,760	46,263	47,828	61,192
급여	23,267	29,760	29,550	32,063	36,341	39,477	38,572	39,877	51,020
상여	-	-	1,678	1,019	1,422	2,107	1,598	1,652	2,114
퇴직급여	1,764	2,144	2,317	2,221	2,423	2,704	2,700	2,791	3,571
복리후생비	3,404	3,511	2,908	3,142	3,125	3,472	3,392	3,507	4,487

급여 추정 Table

(단위:백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
급여(A)	12,484	13,814	19,419	23,267	29,760	29,550	32,063	36,341	39,477	38,572	39,877	51,020
종업원 수 * 평균급여(B)	10,161	13,745	16,618	20,443	24,376	30,393	32,704	31,084	31,798	32,873	33,986	43,482
괴리율(1-(B/A),%)	18.6%	0.5%	14.4%	12.1%	18.1%	-2.9%	-2.0%	14.5%	19.5%	17.3%	17.3%	17.3%
종업원 수	344	494	565	670	806	809	854	931	895	898	902	1,120
증감률(%)	11.7%	43.6%	14.4%	18.6%	20.3%	0.4%	5.6%	9.0%	-3.9%	0.4%	0.4%	24.2%
동사매출	84,869	87,787	103,511	116,457	133,209	145,222	146,767	158,214	171,309	175,113	180,522	226,185
증감률(%)	2.5%	3.4%	17.9%	12.5%	14.4%	9.0%	1.1%	7.8%	8.3%	2.2%	3.1%	25.3%
인당평균급여	30	28	29	31	30	38	38	33	36	37	38	39

동사의 본사 인건비는 변동비적 성격을 갖는다고 판단되며, 이에 따라 본사 직원 수는 인건비 구조를 반영하여 추정하였다. 사업보고서에 공시된 평균 근속연수가 2.5~3년으로 짧고, 연도별 인원 증감 폭이 큰 점에서 인력 회전율이 높다는 점에 의거, 인건비가 고정비보다는 매출에 연동되는 구조임을 유추할 수 있다. 실제로 동사는 매출 증감에 따라 인력을 유연하게 조정해왔다.

본서의 매출 추정 상, 26년까지 매출이 완만히 증가하다 27년에 증가폭이 확대된다. 이에, 본사 직원 수도 매출 증가폭에 맞춰 순증감율을 고려했다. 23년 10%의 인력 증가 이후 24년 조정된 점을 고려하여, 매출의 성장폭이 작은 25,26년에는 인원의 유의미한 증가가 없다 판단했다. 이에, 인원의 대규모 채용 이후 전년도 대비 3명밖에 증가 안 한 21년의 인원 증가율을 적용했다.

매출의 성장폭이 크게 증가할 것이라 예상되는 27년에는 과거 매출과 인원 모두 큰 폭으로 증가했던 17-20년의 평균 인원 증가율을 적용했다. 인당 평균 급여는 신규채용을 통해 인원을 조달하는 동사 인건비 구조 상, 최저임금 상승률을 고려하여 추정했다.

㉓광고선전비는 추심시장의 연체율과 회수율을 고려하여 추정했다. 동사는 추심시장의 회수율이 높아지던 시기에는 추가적인 추심 계약 수주가 높은 확률로 동사의 매출로 직결되기에, 이 시기에 전략적으로 추심 광고 지출을 늘리고, 반대의 경우에는 축소했다.

이에, 추심 회수율이 증가하기 전으로 추정되는 25-26년은 회수율이 하락하던 최근 기간인 23-24년의 매출액 대비 광고선전비율을, 회수율이 증가하기 시작하는 27년에는 과거 회수율의 상승 기간인 19-22년의 비율을 사용하여 광고선전비를 추정했다.

㉔감가상각비, 사용권자산상각비, 무형자산상각비는 Capex에 주의하여 추정했다. 이때, 사용권자산은 사무실 임대료에 대한 리스자산으로 3년마다 갱신한다는 점을 반영하여 25년에 취득 금액이 증가함을 고려했다. 상각비를 추정한 Table은 [Appx.2]에 반영했다.

⑤임차료와 임차자산관리비는 관계회사와 사무실 리스계약을 체결한 19년 이후 크게 감소한 점을 반영하여 미래 비용을 추정했다. 임차자산관리비는 매년 임차료에 일정 비율로 발생한다는 점을 반영했다.

⑥금융업 관련 이자비용은 전액 동사의 100% 자회사인 행복드림금융대부에서 발생한다. 자회사의 이자발생 부채는 향후에도 지속적으로 유지될 것으로 가정하였다. 24년 말 기준 회수 가능한 유동 대출채권은 256억 원으로, 모든 부채 상황에 충분한 현금 유입이 가능하다.

그러나, 동사의 이자부부채 중 2/3 가량을 임직원과 특수관계자가 매입했다. 이는 내부자를 활용해 공모자금조달보다 낮은 이자율로 자회사에 유동성을 공급하고 있음 의미한다. 따라서, 향후 사모 사채 발행을 통한 자회사 유동성 공급 기조는 미래에도 유지될거라 판단했다.

자회사의 전환사채의 상환일은 25년 6월이나, 이 역시 임직원이 매입했다는 점을 고려하여 전환되지 않고 전액 상환된다 가정했다. 또한, 전환사채가 상환됨에 따라 추가적으로 상승하는 유효이자율을 반영하여 금융업에서 발생하는 미래 이자비용을 추정했다.

금융업 이자비용 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융업 이자비용	468	602	997	907	760	183	750	750	750
사채	4,890	11,490	17,155	10,355	9,530	9,380	10,880	10,880	10,880
자회사 전환사채	-	-	-	1,495	1,513	1,517	-	-	-
차입금	4,027	1,620	-	-	-	-	-	-	-
유효이자율 (%)	7.86%	5.47%	6.59%	6.25%	6.64%	6.67%	6.89%	6.89%	6.89%

2) 영업외손익 추정

기타손익은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 flat 처리했다. 소송충당부부채 전환입은 동사의 위임추심자의 근로자 인정 여부에 대한 소송이 진행되었으나, 동사가 대법원 승소됨에 따라 24년 전액 환입되어 향후 발생하지 않는다고 가정했다.

이자손익은 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행했다. 이때, 이자부부채는 100% 리스부채로 구성된다. 따라서, 감가상각비 추정 시 고려한 사용권자산 CAPEX와 리스부채의 잔존상각액을 고려하여 리스부채의 증감분을 추정했다. 자세한 추정 Table은 [Appx.3]에 수록했다.

영업외손익 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
영업외손익	304	227	(584)	1,014	901	98	711	882	1,198
금융손익	239	(99)	74	395	687	112	717	888	1,204
기타손익	65	325	(658)	619	215	(14)	(6)	(6)	(6)

상기 논의를 모두 종합한 동사의 최종 I/S는 다음과 같다.

고려신용정보 포괄손익계산서 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
영업수익	133,209	145,222	146,767	158,214	171,309	42,647	175,113	180,522	226,185
YoY(%)	14.39%	9.02%	1.06%	7.80%	8.28%	2.75%	2.22%	3.09%	25.29%
채권추심	118,852	130,783	132,060	141,324	153,440	38,253	156,511	161,240	205,811
신용조사	8,646	8,369	8,343	9,762	10,809	2,676	10,809	10,809	10,809
기타수익	5,712	6,071	6,363	7,128	7,060	1,718	7,060	7,060	7,060
영업비용	123,216	132,763	134,776	145,144	155,999	39,321	157,033	162,456	201,542
영업이익	9,993	12,459	11,991	13,070	15,310	3,325	18,081	18,066	24,642
OPM (%)	7.50%	8.58%	8.17%	8.26%	8.94%	7.80%	10.33%	10.01%	10.89%
금융손익	239	(99)	74	395	687	112	717	888	1,204
기타손익	195	325	(658)	619	215	(14)	(6)	(6)	(6)
법인세비용차감전순	10,427	12,686	11,407	14,084	16,212	3,423	18,792	18,948	25,840
법인세비용(수익)	134	2,835	814	2,315	2,974	679	3,448	3,476	4,741
당기순이익	10,293	9,851	10,592	11,770	13,237	2,744	15,344	15,471	21,099
NPM (%)	7.73%	6.78%	7.22%	7.44%	7.73%	6.43%	8.76%	8.57%	9.33%

5.3. Valuation - Historical PER Method

본서는 동사의 Valuation을 위해 Historical PER Method를 사용하여, 2027E EPS 1,515 과거 금리 인하와 함께 쌓인 고정이하여신 추심 회수율이 높아진 기간(15년 3월부터 6월까지)에 받았던 12MF PER 평균 12.3x를 적용한다. 세부 논의에 앞서, 본서의 투자포인트를 복기한 후 Target Multiple에 대한 근거를 제시한다.

(1) Main Idea

진입장벽이 높은 채권추심업계의 1위 player로서 동사가 구축한 네트워크 효과는 채권자와 채권 추심인 등 채권추심과 관계된 인원들이 동사를 찾을 수밖에 없게 만들었다. 높은 질의 인력을 기반으로 동사는 불황일 때 넘치는 부실채권 추심 업무를 흡수했고, 쌓인 수주는 경기가 좋아질 때 Top-Line의 폭발적 성장을 야기할 것임을 논증했다. 압도적 점유율은 채권 추심 시장이 역성장하여도 Top-Line의 성장을 보장하며, 효과적인 변동비 위주의 비용 통제 능력을 바탕으로 Bottom-Line의 개선도 함께 이뤄낼 것으로 예상한다.

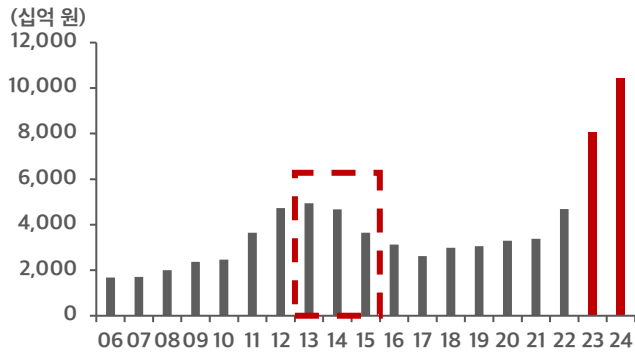
(2) Why Historical PER Method?

동사의 이익단의 지속 가능한 성장 내러티브와 경기가 개선될 때 폭발적으로 늘어날 이익의 증가를 반영하기 위해서 PER Method가 적합하다 판단한다. 동사는 채권추심업계 1위 player이자 유일무이한 상장사로 적합한 Peer가 존재하지 않는다. 종종, 서울평가정보가 Peer로 언급되기는 하지만, 채권추심 매출 비중은 5% 이하로, 동사와 사업 내용이 달라 적합한 Peer가 아니다.

(3) When?

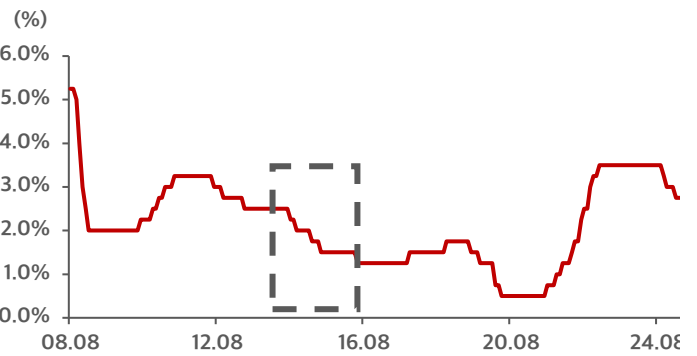
본서는 ①27년 금리 인하를 가정한 시나리오에서 ②역대 최고 고정이하 여신 규모가 하락하기 시작하여 신규 수주가 감소하고 ③기존 수주분의 회수율 증가로 인한 동사의 매출 성장을 논했다. 즉, 금리가 인하하는 동시에 꾸준히 상승하던 고정이하여신 규모가 감소하기 시작한 시기가 본서가 제시하는 27년의 상황과 유사성이 높을 것이다.

도표 5-3. 고정이하여신 규모



출처: 신용정보협회, SMIC 2팀

도표 5-4. 한국 기준 금리 추이



출처: 한국은행, SMIC 2팀

해당 조건들을 충족하는 시기로 15년 초를 제시한다. 08년 금융위기의 여파로 14년까지 고정이하여신은 금리 인하에도 불구하고 꾸준히 증가했다. 15년부터 금융위기 발 부실채권들이 본격적으로 정리되기 시작하며 고정이하여신 규모가 감소하기 시작했고, 이는 곧 추심의 신규 수주가 감소함을 의미했다. 그 결과, 추심업 전체 매출은 16.2% 역성장했으나, 동사는 3% 증가를 했다. 압도적 점유율로 과거부터 쌓아온 추심 수주가 빛을 발하던 시점이다.

27년 시나리오가 실현되면 동사의 이익 증분은 15년보다 폭발적으로 증가할 것이다. 24년 말 기준 고정이하여신의 규모는 집계 이후 최대치이며, 동사의 점유율도 15년보다 2배 증가한 20%다. 이 수치들을 통해 동사가 쌓아온 추심 수주가 얼마나 많은지 엿볼 수 있다. 신규 수주가 감소하여 경쟁사의 사다리가 건너차지면, 남은 건 동사의 이익 성장 독주 뿐이다.

(4) Good Company, Good stock

동사의 높은 배당성향은 '좋은 주식'인 이유기도 하다. 탄탄한 본업을 기반으로 추심 수주를 모아왔고, 추심의 회수율이 높아지기만 기다리고 있다. 그 기다림의 기간에는 불확실성이 존재하나, 배당이 이를 견디게 해준다. CAPEX가 필요 없는 동사의 BM과 최대주주 일가의 끝나지 않은 승계 과정에서 비롯된 배당 성향 확대에 대한 기대는 덤이다.

동사의 주가는 금리 상승 주라는 오해 때문에 억눌려 있다. 주가가 21, 22년에 3-40% 상승한 이유는 미국과 한국의 기준금리 인상에 따른 부실채권이 증가할 것이라는 사람들의 기대에서 기인했다. 그러나, 그 기대가 실적으로 이어지지 않자 주가는 3개월만에 그 상승폭을 반납했다. 이는, 상술한 14-15년 금리 하락에 따른 실적 상승에서 기인한 2배의 주가 상승폭이 10개월간 지속된 점과 대비된다. 즉, 묵묵히 본업을 잘해온 동사는 우호적 상황에서 압도적 실적을 증명하며 re-rate 될 것이며, 기다림의 과정을 배당을 통해 버틸 수 있다.

상기 논의를 종합하여 2027E EPS 1,515원에 12MF PER 12.3x를 적용한 목표주가 18,600원, 상승 여력 78.85%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Valuation - Historical PER Method

2027E 당기순이익 (단위: 백만 원)	21,099
유통주식수	13,925,616
2027E EPS (단위: 원)	1,515
Target PER Multiple	12.30x
목표주가 (단위: 원)	18,600
현재주가 (단위: 원)	10,400
상승여력	78.85%

Appendix.

Appx 1. 동사 연결재무상태표 및 현금흐름표

연결현금흐름표				
(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25
영업활동현금흐름	20,421	19,954	7,471	3,494
당기순이익	13,237	11,770	10,592	2,744
조정항목의 가감	9,211	7,873	7,549	2,543
자산부채의 증감	(2,823)	(833)	(10,814)	(1,789)
매출채권의 감소(증가)	(129)	(1,149)	(505)	(1,209)
대출채권의 감소(증가)	(563)	855	(5,622)	1,037
양수채권의 감소(증가)	-	-	-	(251)
미수금의 감소(증가)	4	128	(145)	(8)
선급금의 감소(증가)	(90)	(109)	1	(10)
선급비용의 감소(증가)	66	43	(22)	410
사외적립자산의 감소(증가)	24	(1,002)	(431)	(163)
확정급여채무의 증가(감소)	(2,824)	(2,088)	(2,158)	(332)
소송충당부채의 증가(감소)	-	-	(783)	-
미지급금의 증가(감소)	829	1,305	(1,380)	(1,730)
미지급비용의 증가(감소)	111	150	233	787
선수금의 증가(감소)	(335)	465	(106)	22
예수금의 증가(감소)	93	588	102	(342)
장기급여부채의 증가(감소)	(10)	(20)	-	-
이자 수취	4,038	4,352	3,728	965
이자 지급	(1,327)	(1,408)	(1,319)	(373)
배당금의 수취	64	102	6	18
법인세의 지급	(1,979)	(1,902)	(2,271)	(613)
투자활동현금흐름	73	(6,386)	(1,407)	(435)
단기대여금의 감소	6	-	10	3
장기대여금의 감소	-	2	9	-
단기금융상품의 감소	8,500	3,748	1,360	3,763
단기사모사채의 감소	4,280	20	1,000	-
장기공정가치측정금융자산의 감소	1,993	1,519	2,121	217
장기금융상품의 감소	1,990	23	681	300
보증금의 감소	1,569	1,310	621	111
유형자산의 감소	41	3	-	-
무형자산의 감소	20	118	-	-
단기대여금의 증가	(12)	-	-	(3)
장기대여금의 증가	(9)	(20)	-	(28)
단기금융상품의 증가	(10,578)	(3,848)	(3,039)	(4,283)
장기금융상품의 증가	(673)	(227)	(923)	(4)
단기사모사채의 증가	(3,600)	(2,100)	(1,000)	-
장기공정가치측정금융자산의 증가	(834)	(4,096)	(332)	(165)
유형자산의 증가	(952)	(1,103)	(846)	(236)
보증금의 증가	(1,053)	(724)	(752)	(85)
무형자산의 증가	(615)	(1,012)	(318)	(26)
재무활동현금흐름	(11,148)	(14,573)	(4,612)	(4,428)
사채의 발행	4,250	2,550	6,470	2,650
전환사채의 발행	-	1,500	-	-
배당금의 지급	(5,847)	(4,869)	(4,313)	(3,203)
리스부채의 상환	(4,475)	(4,404)	(4,344)	(1,075)
사채의 상환	(5,075)	(9,350)	(805)	(2,800)
단기차입금의 상환	-	-	(1,620)	-
현금의 증가(감소)	9,346	(1,004)	1,451	(1,370)
기초의 현금	10,546	11,550	10,099	19,892
기말의 현금	19,892	10,546	11,550	18,522

연결재무상태표				
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024
자산	87,235	91,177	97,365	101,127
유동자산	46,418	50,808	63,201	63,231
현금및현금성자산	11,550	10,546	19,892	18,522
기타유동금융자산	2,721	5,200	6,598	7,118
매출채권및기타유동채권	8,638	9,693	9,824	10,938
유동성대출채권	23,329	25,123	26,618	26,211
기타유동자산	181	246	270	443
비유동자산	40,817	40,369	34,164	37,896
기타금융자산	3,030	2,934	1,617	1,321
당기손익-공정가치측정금융자산	1,313	3,842	2,671	2,628
비유동성대출채권	6,372	3,490	2,329	1,899
유형자산	15,586	16,465	14,972	19,750
무형자산	4,246	4,381	4,225	4,073
기타채권	8,636	7,748	7,281	7,116
확정급여자산	72	70	156	-
이연법인세자산	1,560	1,441	912	1,111
부채	47,943	45,542	44,449	48,832
유동부채	39,497	35,277	35,753	35,427
매입채무및기타유동채무	11,117	12,406	13,346	12,404
기타유동부채	5,936	6,990	6,748	6,428
당기법인세부채	975	1,284	1,534	1,704
유동성리스부채	4,310	4,172	3,046	3,943
유동성복구충당부채	3	70	36	50
유동성장기사채	17,155	10,355	9,530	9,380
유동성전환사채	-	-	1,513	1,517
비유동부채	8,447	10,265	8,696	13,405
장기급여부채	-	106	169	946
비유동성복구충당부채	177	110	156	152
소송충당부채	829	157	-	257
기타충당부채	164	164	164	164
비유동성리스부채	7,276	8,231	8,206	11,885
전환사채	-	1,495	-	-
자본	39,292	45,635	52,916	52,295
자본금	7,150	7,150	7,150	7,150
자본잉여금	2,116	2,187	2,239	2,322
기타자본구성요소	(171)	(168)	(165)	(160)
이익잉여금(결손금)	30,196	36,466	43,691	42,982
자본과부채총계	87,235	91,177	97,365	101,127

Appx 2. 유무형자산 상각비 추정

유형자산 감가상각비 추정 - CapEx 반영 후

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
차량운반구(6년)						17	24	31
집기비품(6년)						547	598	155
시설장치(6년)						747	852	958
사용권자산(6년)						6,020	6,721	7,422
합계						7,330	8,196	8,567

무형자산 감가상각비 추정 - CapEx 반영 후

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
소프트웨어(5년)						175	191	207
개발비(6-10년)						706	751	796
합계						880	941	1,003

Appx 3. 기타/금융손익 추정

금융손익 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융손익	239	(99)	74	395	687	112	717	888	1,204
이자손익	107	(124)	147	381	644	87	663	834	1,150
배당금수익	1	1	6	102	64	18	64	64	64
금융자산평가손익	205	88	42	(48)	(16)	9	-	-	-
금융자산처분손익	7	-	(77)	-	4	-	-	-	-
기타손익	(80)	(63)	(44)	(39)	(10)	(2)	(10)	(10)	(10)

이자수익, 이자비용 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자손익	107	(124)	147	381	644	87	663	834	1,150
평균이자부자산(기초)	12,506	12,972	15,616	17,991	23,393	27,533	28,130	35,229	43,562
현금및현금성자산	8,325	10,099	11,550	10,546	19,892	18,522	19,892	35,236	50,707
기타금융자산	3,689	3,830	5,751	8,134	8,214	8,438	8,262	8,262	8,262
이자수익	217	334	475	894	1,229	285	1,347	1,687	2,085
유효이자율 (%)	1.74%	2.58%	3.04%	4.97%	5.26%	4.14%	4.79%	4.79%	4.79%
평균이자부부채(기초)	9,522	13,657	12,735	11,995	11,828	13,541	13,600	16,972	18,620
리스부채	13,429	13,884	11,586	12,404	11,253	15,829	15,948	17,997	19,244
이자비용	110	459	328	514	585	198	683	853	936
유효이자율 (%)	1.16%	3.36%	2.57%	4.28%	4.95%	5.85%	5.03%	5.03%	5.03%

기타손익 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기타손익	65	325	(658)	619	215	(14)	(6)	(6)	(6)
유형자산처분손익	(0)	(1)	-	3	(22)	-	-	-	-
소송충당부채전환입	(177)	265	(547)	671	157	-	-	-	-
유형자산폐기손실	-	-	(0)	(7)	(0)	-	-	-	-
무형자산처분손실	-	-	-	(9)	(4)	-	-	-	-
무형자산손상차손환입	377	30	-	-	-	-	-	-	-
기타손익	(134)	32	(111)	(39)	83	(14)	(6)	(6)	(6)

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.