

# SBI모기지 (950100)

**BUY (Maintain)**

주가(8/7) 14,800원  
 목표주가 22,000원

2013. 8. 8

**준비된 자에게 위기는 기회이다!!**

SBI모기지는 일본 내에서도 가장 창의적이며 혁신적인 금융회사이다. 주력 시장에 대한 정부의 지원이 종료되자 신상품 출시를 통해 시장 지배력을 높였으며 금리가 하락하면서 고정금리 상품에 대한 수요가 줄어들자 고객에 대한 차환 서비스를 강화해 매출을 급격히 늘렸다. 즉 동사는 위기(시장 축소)를 시장지배력을 확대하는 기회로 활용하고 있다는 설명이다. 이제 보여줄 것은 시장이 도와주는 일 밖에 없다!!



**금융**

Analyst 서영수

02) 3787-5111

ysyoung@kiwoom.com

**키움증권**

## SBI 모기지 (950100)



### Stock Data

KOSPI (8/7)	1,878.33pt		
시가총액	3,514억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	15,950원	5,990원	
최고/최저가 대비 등락율	-7.2%	147.1%	
수익률	절대	상대	
	1M	1.4%	-1.9%
	6M	17.0%	53.3%
	1Y	70.1%	148.5%

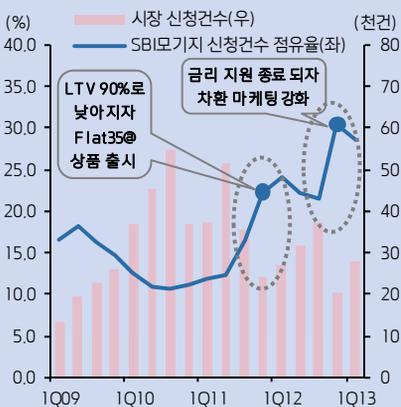
### Company Data

발행주식수(천주)	23,741천주
일평균 거래량(3M)	58천주
BPS(13E)	8,699 원
배당수익률(13E)	3.3%
주요 주주	SBI홀딩스의 11인 71.9%

### Price Trend



### 위기를 점유율 확대의 기회로 삼는 SBI모기지



## Contents

<b>Summary</b>	<b>3</b>
> 목표주가 22,000원, 투자의견 Buy 제시	3
> 주주가치 제고 중심의 경영, Re-Rating의 주요 요인	3
> 고정금리 모기지 시장 성장의 수혜를 입을 시점	3
<b>I. 투자의견 및 요약</b>	<b>4</b>
> 일본 내 가장 혁신적인 모기지 بانک	4
<b>II. 매력적인 Valuation</b>	<b>5</b>
> 성장성, 밸류에이션 감안 시 현 주가 수준은 저평가된 상태	5
> 아베 정부의 정책, 동사 주가에는 부정적 측면이 많음	6
<b>III. 회사 개요</b>	<b>7</b>
> 주택금융상품 판매를 주력으로 하는 일본 모기지 은행	7
<b>IV. 시장 지배력 확대, 성장성 지속의 주요인</b>	<b>8</b>
> 시장 여건 악화를 점유율 확대의 기회로 삼는 SBI모기지	8
> 서비스 및 채널 경쟁력 제고, 시장 지배력 확대의 주요인	9
> 차별화된 상품 개발 능력, 동사의 핵심 경쟁력	10
> 변동금리 모기지 시장 진출, 매출 확대의 동인이 될 전망	11
<b>V. 부동산 시장 회복의 수혜주</b>	<b>12</b>
> 부동산 시장 호전, 동사 주가에 호재로 작용할 전망	12
> 향후 고정금리 모기지 시장은 점진적으로 성장할 전망	13
<b>VI. 1분기 실적 및 향후 분기 실적 전망</b>	<b>14</b>
> 차환 상품, 변동금리 상품, 매출 증가의 핵심 변수	14
<p>&gt; 당사는 8월 7일 현재 'SBI모기지 (950100)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.</p> <p>&gt; 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</p> <p>&gt; 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</p> <p>&gt; 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.</p>	

# Summary

## >>> 목표주가 22,000원, 투자의견 Buy 제시

- 1) FY13, FY14 예상 PER이 각각 9.2배, 6.6배로 높은 EPS 성장률, 낮은 경영 위험 등을 감안할 때 밸류에이션 측면에서 매우 매력적이라는 점
- 2) 시장 환경 변화를 기회로 삼아 지속해서 점유율을 늘림으로써 고정금리 모기지 시장내 독점적 지위를 강화하고 있는 일본 내 가장 창의적이며 혁신적인 기업이라는 점
- 3) 아베 정부 출범 이후 지속해서 위축되었던 고정금리 모기지 시장이 점차 개선될 것으로 예상되는 점이 주요 투자 포인트임.

## >>> 주주가치 제고 중심의 경영, Re-Rating의 주요 요인

일본 금융회사라는 점이 이제는 할인 요인에서 프리미엄으로 인식될 시점이다. 한국 회사와 달리 정부 규제의 영향이 거의 없으며 소액주주의 이익을 무시하는 대주주의 전횡도 없음. 경영 투명성이 뛰어난 데다 30%이상의 배당성향을 지속해서 유지하는 등 주주 가치 제고 중심의 기업 문화가 정착되어 장기 투자가 가능한 점은 분명히 프리미엄 받아야 할 요소임.

## >>> 고정금리 모기지 시장 성장의 수혜를 입을 시점

지금까지 동사에 비우호적이었던 고정금리 모기지 시장 여건도 점차 긍정적으로 바뀔 것으로 예상됨. 부동산 시장이 호전되면서 전체 모기지 수요가 늘어나고 있으며 시장 금리가 상승하면서 고정금리 모기지에 대한 수요도 점차 증가할 것으로 예상되기 때문임. 꾸준한 판매 채널 확대, 변동금리 상품에 대한 라인업 확대, 모기지 판매 시스템을 강화한 동사는 향후 주택 모기지 시장 성장의 수혜를 가장 많이 입을 것으로 예상됨.

투자지표 (단위 십억원, %, 배)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
총전총이익	58.8	68.8	88.7	113.5	132.5
증감율(%YoY)	-2.8	17.0	28.9	28.0	16.7
영업이익	35.5	44.5	61.7	85.1	102.0
당기순이익	19.9	26.5	38.0	52.6	63.0
증감율(%YoY)	-12.4	33.2	43.1	38.4	19.9
EPS	999	1,130	1,603	2,219	2,660
증감율(%YoY)	-12.4	13.1	41.9	38.4	19.9
BPS	6,763	7,353	8,699	10,918	13,578
PER	12.6	11.2	9.2	6.6	5.5
PBR	1.86	1.71	1.69	1.35	1.08
ROE	15.8	17.3	20.0	22.6	21.7
ROA	2.2	2.7	4.0	5.3	6.1
배당수익률	0.0	5.3	3.3	4.4	5.1

주: 100엔=1,133.64원(8월 6일 기준), 8월 6일 주가 기준

# I. 투자의견 및 요약

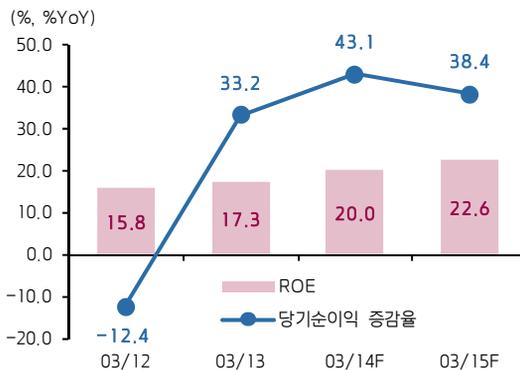
## >>> 일본 내 가장 혁신적인 모기지 은행

현 추가 수준에서 SBI모기지에 투자의견 “BUY”와 목표주가 22,000원을 유지한다. 중소형 금융주 내에서는 투자 매력도는 가장 높은 것으로 판단한다. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 다음과 같다.

- 1) FY13, FY14 예상 PER이 각각 9.2배, 6.6배로 밸류에이션 측면에서 매우 매력적이라는 점 때문이다. 높은 EPS 성장률, 낮은 경영 위험 등을 감안할 때 적정 PER은 15배~20배까지 가능할 것으로 판단한다.
- 2) 시장 환경 변화를 기회로 삼아 지속해서 점유율을 늘림으로써 고정금리 모기지 시장 내 독점적 지위를 강화하고 있는 일본 내 가장 창의적이며 혁신적인 모기지뱅크라는 점이다.
- 3) 아베 정부 출범 이후 지속해서 위축되었던 고정금리 모기지 시장이 점차 개선될 것으로 예상되는 점이다. 정부 정책의 영향으로 부동산 시장이 호전되고 있으며 시장금리도 상승 기조가 지속, 고정금리 모기지 상품에 대한 수요가 늘어날 것으로 예상되기 때문이다.
- 4) 일본 금융회사라는 점이 할인 요인에서 프리미엄으로 인식될 가능성이 높아졌다는 점이다. 경영 투명성이 뛰어난 데다 30% 이상의 배당성향을 지속해서 유지하는 등 한국 금융회사와 달리 정부 규제가 적고 기업 문화가 우수해 주주가치 제고 중심의 경영을 할 수 있다는 장점이 주목받을 것으로 예상된다.

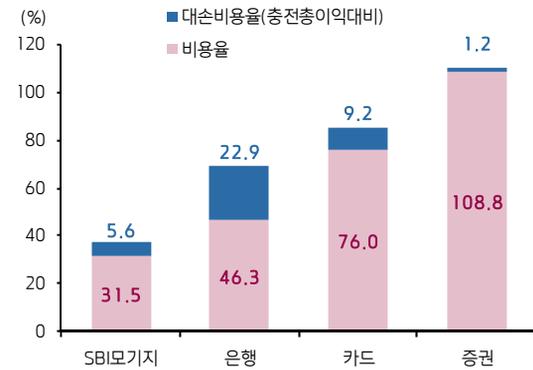
다만 동사에 대한 FY13, FY14 순이익 추정치를 각각 14.6%, 4.0% 하향 조정한다. 최근 차환 수요가 증가하지만, 당사가 예상했던 수준 보다는 적은 데다 변동금리 대출인 “Freedom”의 매출 정상화가 다소 늦어지고 있기 때문이다. 그러나 고정금리상품과 변동금리상품을 통합 판매 관리하는 시스템을 도입하는 등 상품 판매 체계를 변경할 계획이어서 ‘14회계연도부터 당사가 예상했던 수준의 매출과 순이익을 기록할 것이다. 목표주가 22,000원은 FY14~FY15 실적 개선 요인, 이익의 안정성 등을 고려하여 변경하지 않았다.

### 높은 이익률과 성장률을 기록하는 SBI모기지



자료: SBI모기지, 키움증권 리서치센터

### SBI모기지, 고정비용이 매우 적은 금융상품 유통회사



주: SBI모기지, 키움증권 리서치센터

## II. 매력적인 Valuation

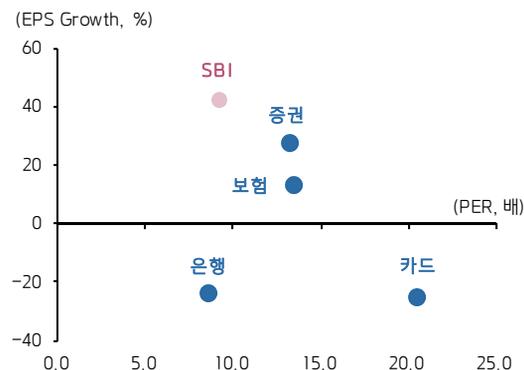
### >>> 성장성, 밸류에이션 감안 시 현 주가 수준은 저평가된 상태

상대적으로 양호한 주가 상승에도 현 주가 수준에서 SBI모기지는 밸류에이션 관점에서 투자 매력도가 매우 높은 기업으로 평가한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 동사의 높은 성장률, 이익의 안정성 등을 고려해 볼 때 동사의 PER 수준은 여전히 낮다는 점이다. 동사의 '12회계년도 순이익은 33.2% 증가하였으며 이번 회계연도에도 40% 이상의 높은 증가율을 달성할 것으로 예상된다. 장기간의 높은 성장률을 고려해 볼 때 FY13 PER 9.2배는 매우 저평가된 것으로 평가할 만하다. 둘째, 일본 주택 고정금리 모기지 시장의 시장 지배적 사업자로 동사의 시장 지배력이 지속해서 확대되고 있다는 점이다. 금융 및 유통시장에서 시장 점유율을 확대하면서 독점적 지배력을 확보하는 회사의 경우 상대적으로 높은 프리미엄이 부여되는 것이 일반적이다. 셋째, 일본 회사라는 점이 할인 요인에서 프리미엄으로 인식될 가능성이 높다는 점이다. 경영 투명성이 뛰어난 데다 30% 이상의 배당성향을 지속해서 유지하는 등 한국 금융산업과 달리 정부 규제가 적고 기업 문화가 우수해 주주 가치 제고 중심의 경영을 할 수 있다는 장점이 부각될 것으로 예상된다. 넷째, 성장성, 독점적 시장 지배력을 배제하더라도 사업의 특성을 고려해 볼 때 높은 Valuation 프리미엄이 적용될 수 있다는 점이다. 금융상품 유통 중심의 매출 구조로 신용위험이 매우 적은 데다 직영 채널보다는 프랜차이즈 채널 중심으로 판매망을 구축해 영업위험도 매우 적다. 같은 이익에도 상대적으로 경영 위험이 적은 기업에 높은 프리미엄을 부여하는 것은 당연하다. 영업적 측면에서 볼 때 동사의 Valuation 비교 대상은 GS리테일 등과 같은 유통회사가 될 것이다.

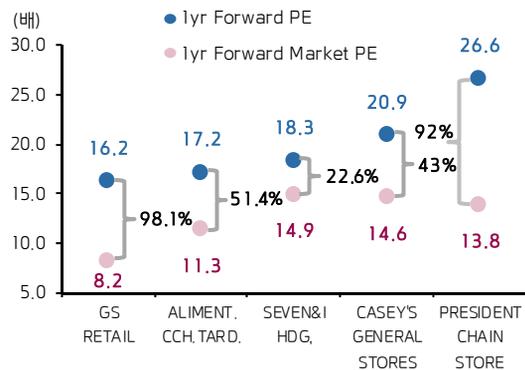
따라서 높은 이익 성장성과 시장 지배력, 그리고 유통회사 수준의 낮은 경영 위험 등을 고려해 볼 때 동사에 장기적으로 적용되어야 할 적정 PER은 15배~20배가 되어야 할 것으로 판단한다. 다만 보수적으로 동사에 대한 목표 PER 13.7배를 적용하여 목표주가를 22,000원으로 제시한다.

#### 이익 성장률을 고려해 볼 때 밸류에이션 매력도 높음



자료: 키움증권 리서치센터, 주: 8월 6일 종가 기준

#### 장기적으로 유통회사 수준의 밸류에이션 프리미엄 적용 가능



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

## >>> 아베 정부의 정책, 동사 주가에는 부정적 측면이 많음

한편 경기 부양을 위한 아베 정부의 경제 정책은 부동산 경기 회복이라는 측면에서 긍정적인 측면이 많지만 부정적 측면도 혼재되어 있어 투자 매력도를 약화시킬 수 있다는 지적이 적지 않다. 그러나 아베 정부 경제 정책의 영향은 우려와 달리 제한적인 것으로 판단한다. 구체적으로 정리하면

첫째, 통화당국의 확장적 통화정책으로 인한 저금리 가속화로 고정금리 모기지 시장이 위축될 것이라는 지적이다. 실제 아베 정부 출범 이후 고정금리 모기지 시장은 위축되었지만 동사는 차환 고객에 대한 마케팅 강화를 통해 위기를 점유율 확대의 기회로 활용하고 있다. 둘째, 엔화 가치 하락으로 원화 환산 성장률이 떨어지는 데다 기업가치 하락과 배당수익률의 하락을 초래할 수 밖에 없다는 지적이다. 환율 문제는 근본적으로 극복할 수 없는 문제이지기는 하지만 엔화가치가 100엔당 1,000원 또는 900원 수준으로 하락하더라도 FY13 PER은 각각 10.4배, 11.5배로 동사의 성장성을 고려해 볼 때 여전히 투자 매력도가 높은 것으로 판단한다. 현 시점에서 환율 문제가 주가 상승의 제약 요인으로 작용하기는 어렵다는 설명이다.

한편 아베 정부의 경기 부양책이 가시화되면서 우려했던 금리, 환율 등 제반 경제 여건이 크게 변화하고 있다. 급격한 약세를 보였던 엔화 가치는 강제로 전환되었으며 시장 금리 역시 상승 추세로 반전하고 있다. 만일 시장금리가 하락 추세에서 상승 추세로 반전, 지속된다면 신규 고객의 고정금리 모기지에 대한 수요가 증가할 것이며 나아가 변동금리 대출자의 차환수요도 늘어나면서 고정금리 모기지 시장 성장에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

### 환율 시나리오에 따른 FY13, FY14 순이익과 밸류에이션 분석

FY13F						FY14F					
환율 (원=100 엔)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	환율 (원=100 엔)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)
900	30.2	1,273	11.5	2.05	19.6	900	41.9	1,767	8.3	1.56	21.3
1000	33.5	1,414	10.4	1.88	19.8	1000	46.5	1,960	7.5	1.46	21.9
1100	36.9	1,555	9.5	1.73	20.0	1100	51.0	2,154	6.8	1.37	22.5
1200	40.2	1,696	8.7	1.61	20.1	1200	55.6	2,348	6.3	1.30	22.9
1300	43.5	1,837	8.0	1.50	20.3	1300	60.2	2,541	5.8	1.22	23.3

자료: 키움증권 리서치센터, 주 8월 6일 주가 기준

### 엔화 가치 하락, 일단락 된 것으로...



자료: Datastream

### 엔화 가치 하락, 주가에 악재로 작용하지 않아...



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

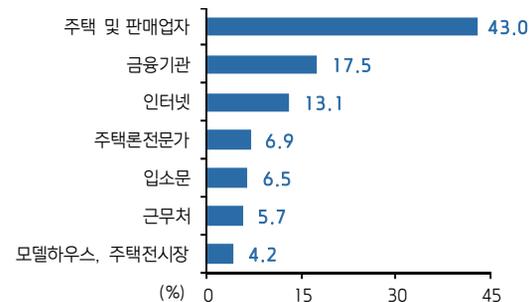
### III. 회사 개요

#### >>> 주택금융상품 판매를 주력으로 하는 일본 모기지 은행

SBI모기지지는 일본 내에서 고정금리 주택 모기지 상품인 Flat35 판매를 주력으로 하는 전문 모기지 뱅크이다. 고정금리 모기지 시장에서는 지배적 사업자이지만 전체 주택금융시장에서의 점유율은 2.5%로 6위권의 중소형 사업자라고 할 수 있다. 일본 전체 주택금융 시장 내 지배적 사업자는 한국과 같이 미쓰비시 UFJ 등 대형은행으로 상업은행이 전체 시장의 70.7%를 차지하고 있다. 한편 주택시장의 특성, 채무자의 법적 보호 범위 등의 요인으로 일본 주택금융 시장은 한국과 다른 특징을 지니고 있다.

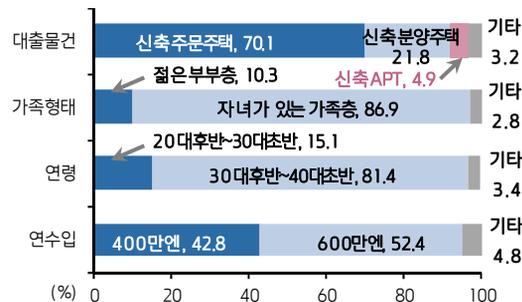
첫째, 일본은 한국과 달리 시장 지배력을 결정짓는 요소가 다르다는 점이다. 한국은 가격(금리)적 요소가 상대적으로 중요한 반면 일본은 대출 승인 여부, 대출 한도, 대출 심사 기간 등 비가격적 요소가 더 중요하다. 여신 만기가 길고 주택 가격 하락이 일반적인데다 별제권 제한 등 채무자를 위한 법적 보호 장치가 잘 갖추어져 있어 부동산 담보의 유효성이 상대적으로 떨어지기 때문이다. 이에 따라 주택 모기지 신청 후 대출 심사기간이 매우 길며 거절률도 높다. 참고로 Flat35의 승인율은 50~70%에 불과하고 심사기간도 2주 이상 걸리며 일부 은행은 1개월 이상인 걸리는 것으로 알려져 있다. 둘째, 일본에서는 모기지 상품의 결정 주체가 주택구매자보다 주택 사업자일 경우가 많다는 점이다. 이는 국내 집단대출과 마찬가지로 전체 주택 거래에서 신규 주택이 차지하는 비중이 높기 때문이다. 즉 신규 주택의 경우 주택사업자가 주택구매자에게 주택 구매를 권유하면서 모기지 상품도 함께 권유한다.

주택론 대출 결정시 가장 영향이 큰 주요 매체



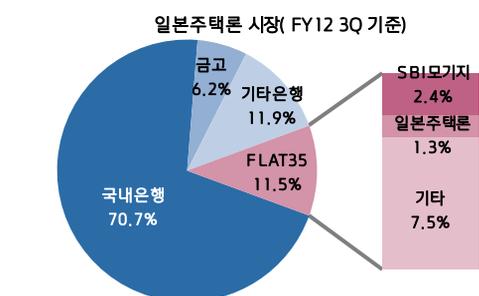
자료: SBI모기지, 주: 복수답변가능

주택론 사업자 대상 주택론 타겟층 조사



자료: JHF(일본주택금융지원기구)

SBI모기지, 전체 모기지 시장에서는 중소형 사업자



자료: JHF, SBI모기지, 키움증권 리서치센터  
주: 실행금액 기준

SBI모기지, 혁신 경영을 통해 점유율 확대



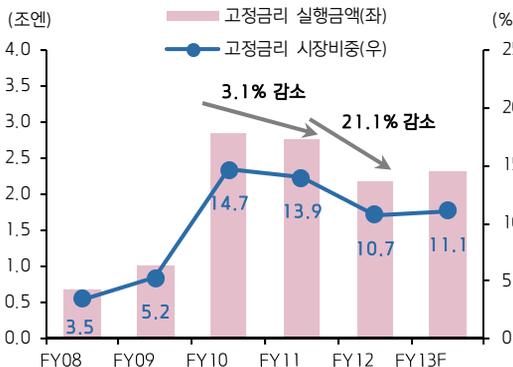
자료: SBI모기지, 키움증권 리서치센터  
주: 실행금액 기준

## IV. 시장 지배력 확대, 성장성 지속의 주요인

### >>> 시장 여건 악화를 점유율 확대의 기회로 삼는 SBI모기지

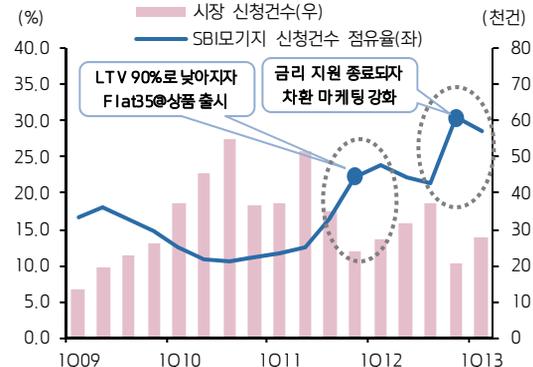
SBI모기지는 아직 외형은 작지만, 지속적인 경영 혁신을 통해 가장 빠르게 성장함으로써 고정금리 모기지 시장 내에서 독점적 사업자의 지위를 유지하고 있는 일본 내 대표적인 모기지뱅크이다. 정부의 고정금리 모기지시장에 대한 정책적 지원 중단에 따른 시장 위축에도 동사만이 지속적인 경영 혁신을 통해 시장 지배력을 확대하고 있다. 실제 FY11, FY12 각각 고정금리 모기지 시장은 실행금액 기준으로 3.1%, 21.1% 감소하였지만 같은 기간 0.9%p, 7.4%p 점유율이 늘어난 SBI모기지는 3.1%, 26.6% 성장하였다. 동사의 시장 지배력 확대는 최근까지 지속, '13년 1/4분기 점유율은 25.2%(신청 건수 기준 28.5%)까지 상승한 것으로 분석된다. 무엇보다 동사의 시장 지배력 확대는 정부 정책 변화와 같은 시장 여건의 변화 시점에 두드러지게 나타난다. 이는 동사가 혁신적 경영 전략 전개를 통해 향후 여건 변화에 선제로 대응, 시장지배력 확대 수단으로 이용하고 있기 때문으로 동사가 향후에도 높은 성장을 지속할 수 있는 핵심적 요인이라 할 수 있다. 실제 동사의 점유율이 매우 증가한 '12년 1/4분기는 정부가 Flat35 상품에 대한 LTV를 100%에서 90%로 하향 조정한 시점이며 최근 점유율이 급증한 '12년 4/4분기 역시 '12년 10월 정부의 금리 지원이 종료된 시점과 일치한다.

정부 지원 중단 이후 고정금리 모기지시장 위축



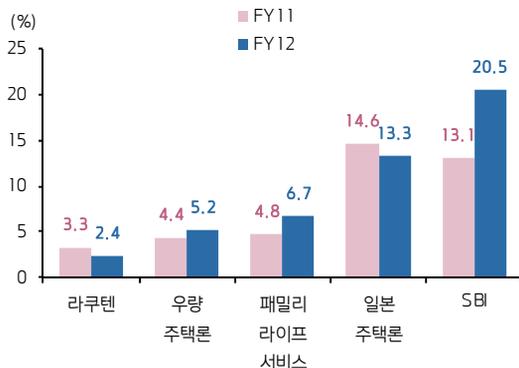
자료: JHF, SBI모기지, 키움증권 리서치 센터

위기를 점유율 확대의 기회로 삼는 SBI모기지



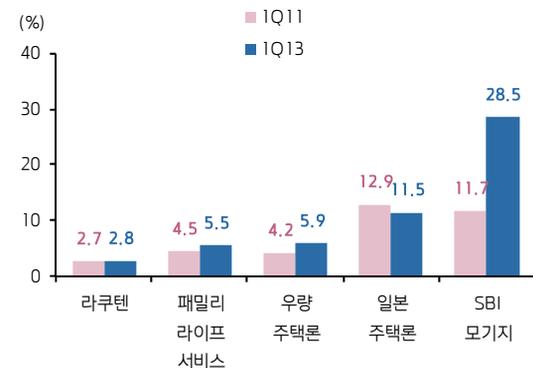
자료: SBI모기지, 키움증권 리서치 센터

시장 여건 악화, 점유율 확대의 기회로 삼음



자료: SBI모기지, 주: 실행금액 기준

시장 여건 악화, 점유율 확대의 기회로 삼음



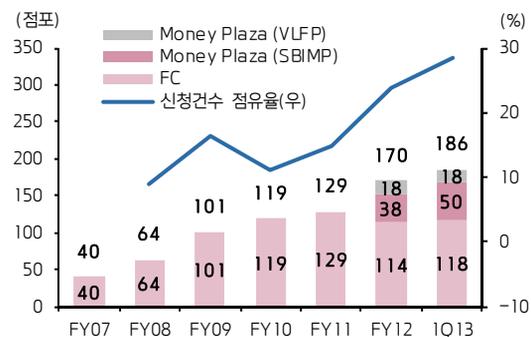
자료: SBI모기지, 주: 신청건수 기준

## >>> 서비스 및 채널 경쟁력 제고, 시장 지배력 확대의 주요인

동사가 고정금리 모기지 시장에서 시장 점유율을 확대하고 있는 이유는 첫째, 핵심 경쟁력을 가격 경쟁력 중심에서 서비스 중심으로 전환, 서비스 측면에서 경쟁력을 확보했기 때문이다. 온라인 중심의 채널 구조를 Off-line 중심으로 변경함으로써 서비스의 질을 제고하는 한편, 심사 기간 단축을 통해 주택 구매자뿐만 아니라 주택 판매자의 만족도를 크게 높였다. 대출 승인 여부가 주택 구매의 가장 중요한 요소인 점을 고려해 볼 때 심사기간 단축은 주택 구매자뿐만 아니라 주택 판매자의 SBI모기지에 대한 충성도를 높이는 데 결정적 기여를 하고 있다. SBI모기지는 BPO 센터를 설립, 심사 및 관리 기능을 일원화하는 한편 시스템 확충을 통해 심사기간을 최대 2~3일 이내로 단축하는 방안을 마련하는 등 서비스의 질 제고를 위한 노력을 기울이고 있다.

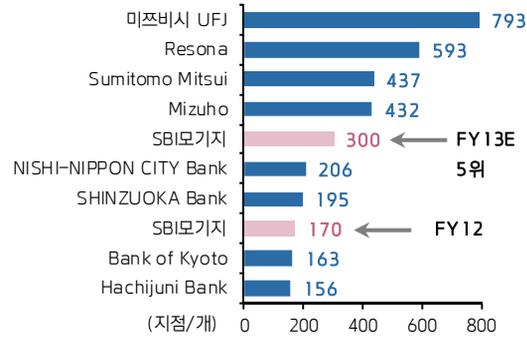
둘째, FC 채널, 제휴 채널 등 혁신적인 네트워크를 구축함으로써 단기간 내에 저렴한 비용으로 고객 수요 확대에 대응할 수 있는 전국적인 판매망을 구축하고 있다는 점이다. 실제 '12년 3월 119개에 그쳤던 지점들 '13년 6월 186개로 늘렸으며 '13회계연도 말까지 300개까지 늘릴 것을 계획하고 있다. 한편 300개의 점포를 연내에 확보하면 일본 내에서 5번째로 많은 채널을 가진 주택금융회사로 부상, 채널 측면에서는 확고한 경쟁 우위를 점유하게 된다. 동사가 단기간 내에 채널을 확대할 수 있는 이유는 전속 조직보다는 상대적으로 비용이 적게 드는 프랜차이즈, 제휴 업체 중심으로 채널을 확대했기 때문이다. 특히 소비자와의 접근성이 뛰어난 머니프라자 형태의 제휴 채널은 은행과 경쟁, 차환 중심의 은행 고객을 흡수할 수 있는 유효한 수단이 될 것이다.

### 채널 확대, 매출 확대의 주요인



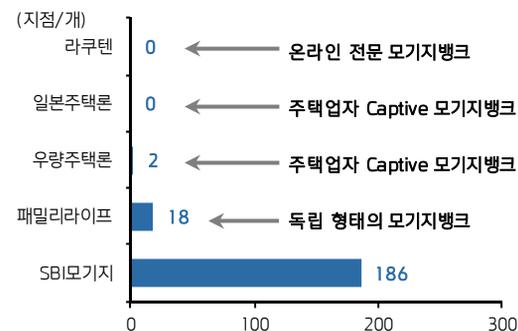
자료: SBI모기지

### 제휴 채널 확대 통해 은행 고객 확보에 주력



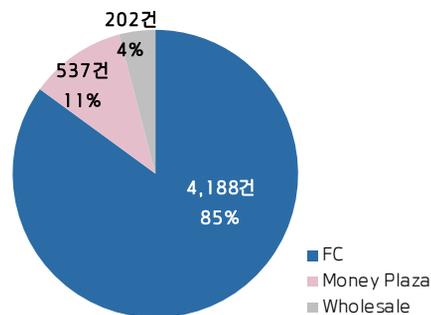
자료: SBI모기지

### 모기지 은행 중에서는 채널 경쟁력이 우위



자료: SBI모기지, 각 은행

### 제휴채널, 매출 확대에 기여하기 시작해



자료: SBI모기지, 주: FY1Q13 기준

## >>> 차별화된 상품 개발 능력, 동사의 핵심 경쟁력

가격, 심사 기간(서비스의 질) 못지않게 시장 지배력 확대에 필요한 핵심 경쟁력은 모기지 은행의 상품 개발 능력이다. 고객의 수요와 여건에 맞는 적절한 상품의 공급 여부가 대출의 승인율을 결정짓는 중요한 변수가 되기 때문이다. 한국과 달리 일본 주택 모기지 상품의 경우 부동산 담보의 채무 보전 능력 떨어져 일반적인 신용여신과 마찬가지로 신용도에 따른 금리 차이가 클 수밖에 없다. 따라서 표준화된 적격 상품을 판매하는 모기지 은행 입장에서 볼 때 개인의 신용도에 맞는 다양한 상품을 구비해야 만 주택 모기지 상품의 승인율을 높일 수 있다. 바꾸어 말하면 주택판매업자 등 핵심 고객은 다양한 모기지 상품을 확보해 대출 승인율을 높일 수 있는 모기지 은행을 상대적으로 더 선호할 수밖에 없다.

한편 SBI모기지는 일본 모기지뱅크 내에서 상품 및 서비스 개발 능력이 가장 뛰어난 회사로 평가된다. 실제 주택금융지원기구가 프로모션 차원에서 한시적으로 시행했던 LTV 100% 한도를 '12년 4월 축소하자 신청금액이 크게 줄어들자 동사는 가장 먼저인 '12년 1월부터 100%까지 대출이 가능한 Flat 35+@ 상품을 개발, 공급함으로써 점유율을 늘렸다. 동 상품이 점유율 증가에 기여한 이유는 상품의 이용률이 높기 때문이기보다 주택 판매자에게 대출 집행기관의 거절률을 낮출 수 있다는 기대를 심어 줌으로써 SBI모기지에 대한 충성도를 높일 수 있었기 때문이다.

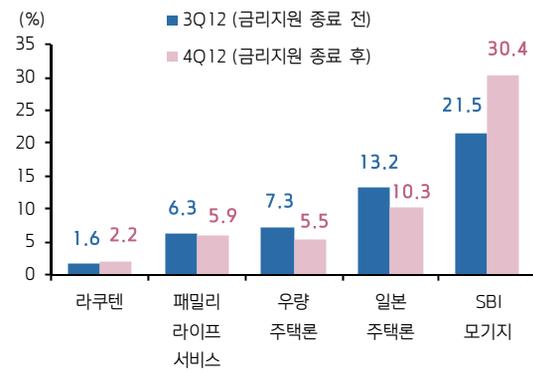
아울러 최근 정부의 신 경제정책에 따른 차환 수요 증가에 대비해 은행 차환 고객을 흡수할 수 있는 제휴 채널을 확대하는 한편 온·오프라인 차환 서비스의 수준을 크게 높였다. 특히 8월부터는 주택론 차환 시점을 자동으로 알리는 이메일 자동 알림 서비스를 모기지 은행 내 처음으로 도입, 실시하고 있다. 실제 동사의 선제 차환 수요 흡수를 위한 노력에 힘입어 차환 실행 건수는 '13년 1/4분기 전체 Flat 35 실행 건수의 21.3%까지 차지해, 점유율 증가의 결정적인 요인으로 작용하였다. 반면 여타 모기지뱅크는 차환 수요 증가에 소극적으로 대응한 결과 점유율이 큰 폭으로 하락한 것으로 나타났다.

차환 실행건수 증가, 매출 증가의 결정적 요소로 작용



자료: SBI모기지

차환 수요 증가, SBI모기지만 적극 활용해...



자료: SBI모기지, 각 사, 주: 신청건수 기준

## >>> 변동금리 모기지 시장 진출, 매출 확대의 동인이 될 전망

특히 주목할 점은 은행과 제휴해 전체 주택금융시장의 90%를 차지하는 변동금리 모기지 시장에 진출 하였다는 점이다. 이미 지난 1월 일본 S은행과 제휴를 통해 변동금리 모기지 상품을 출시하였으며 연 내 최대 3개 은행과 제휴를 확대해 다양한 금리의 변동금리 상품을 출시할 예정이다. 변동금리 모기지 시장 진출이 향후 동사 매출 증가에 결정적인 기여를 할 것으로 예상하는 이유는 다음과 같다.

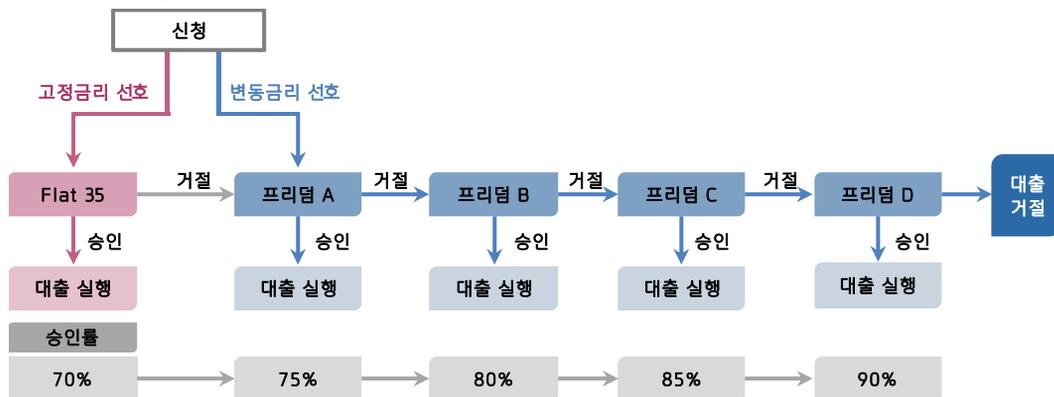
첫째, 기존 Flat35 주택 모기지 상품을 신청한 고객의 승인율을 높일 수 있다는 점이다. 주택금융지원 기구의 Flat35는 적격대출 상품으로 금리 등 조건이 단일화되어 있어 거절비율이 30~50% 수준으로 매우 높다. 따라서 신용도에 차등을 둔 다양한 변동금리 상품을 출시하게 되면 주택금융지원기구의 심사 에 탈락한 고객을 변동금리 상품으로 유도해 실행비율을 높임으로써 매출 증가에 적지 않은 기여를 할 것이다. 실제 모기지금융 신청 고객의 승인율을 10%p 높이면 FY14 기준 실행건수와 순이익을 각 각 전년 대비 9.5%, 8.8% 늘릴 수 있을 것으로 추정한다. 둘째, 일본 내 주력 모기지 시장인 변동금리 모기지 시장에 진출, 변동금리를 선호하는 고객까지 확보함으로써 매출 확대에 적지 않은 기여를 할 것이라는 점이다. 변동금리 모기지 상품의 대출금리가 고정금리 상품 대비 50~80bp 정도 낮아 수요가 상대적으로 많은 점을 고려해 볼 때 변동금리 모기지 상품의 판매는 향후 동사의 향후 성장에 가장 중 요한 변수가 될 것이다. 한편 동사는 늦어도 4/4분기부터는 Flat 35 상품과 3~4개의 변동금리 상품에 동시에 가입할 수 있는 시스템을 도입하기로 하였다. 이는 주택금융지원기구로부터 대출 승인이 거절 되면 자동으로 개인의 신용도에 맞는 변동금리 상품을 제공할 수 있게 하는 구조로 모기지 금융상품의 승인율을 높이는 데 적지 않은 기여를 할 것으로 예상된다.

변동금리 상품 판매 비중에 따른 시나리오 분석 (FY14 기준) (단위: %, 배)

	실행건수 증가율	실행금액 증가율	당기순이익 증가율	EPS 증가율	PER 순증
5%p	-4.7	-3.8	-4.4	-4.4	0.3
10%p	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
15%p	4.7	3.8	4.4	4.4	-0.3
20%p	9.5	7.6	8.8	8.8	-0.5

자료: 키움증권 리서치센터

### SBI모기지의 대출 신청 프로세스



자료: 키움증권 리서치센터

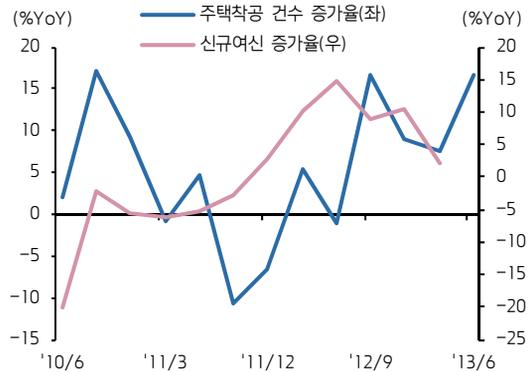
## V. 부동산 시장 회복의 수혜주

### >>> 부동산 시장 호전, 동사 주가에 호재로 작용할 전망

그동안 SBI모기지는 악화하는 시장 환경하에서 혁신적인 경영 전략을 전개, 점유율을 지속해서 확대함으로써 성장해 왔다. 그러나 향후에는 정부의 긍정적 경제정책으로 인해 전체 모기지 시장 성장의 수혜를 입으면서 동사의 성장률을 높여 나갈 것으로 판단한다. 구체적인 내용을 정리하면 다음과 같다.

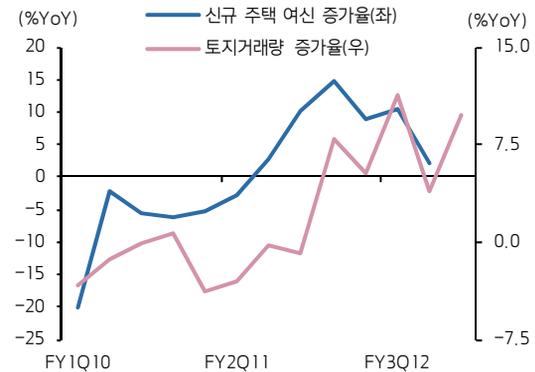
첫째, 아베 정부의 경기 부양책의 영향으로 그 동안 마이너스 성장 추세를 기록하였던 주택착공 건수, 토지거래가 증가 추세로 반전, 주택관련 여신 증가를 유도하고 있다는 점이다. 실제 주택금융 수요에 가장 밀접한 영향을 미치는 민간 주택착공 건수(6월 기준)와 토지 거래량(5월 기준)은 각각 전년 동기 대비 16.7%, 9.7% 증가하였다. 아베 정부의 정책 영향으로 당분간 부동산 시장 호조 추세가 지속될 것으로 예상되는 점을 고려해 볼 때 전체 모기지 시장 성장 추세는 향후에도 지속할 것으로 예상된다.

주택 착공건수 증가, 주택금융시장 성장 요인



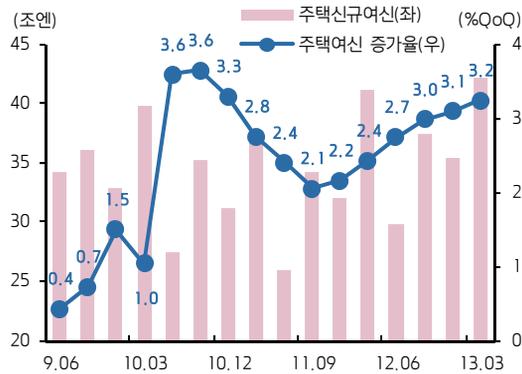
자료: CEIC, 주: 여신은 일본 상업은행 기준

토지 거래 증가, 주택금융시장 성장 요인



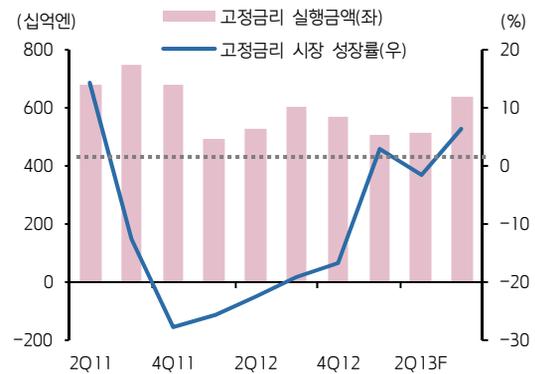
자료: CEIC

부동산 시장 호조로 신규 여신 증가 추세 지속



자료: CEIC

고정금리 모기지 시장도 플러스 성장세로 반전



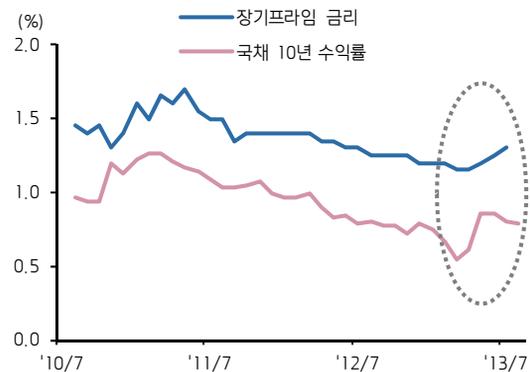
자료: SBI모기지

## >>> 향후 고정금리 모기지 시장은 점진적으로 성장할 전망

둘째, 정부의 지원 정책 종료 이후 위축되었던 고정금리 모기지 상품에 대한 수요가 점차 회복, SBI모기지 성장에 긍정적인 기여를 할 것으로 예상된다.

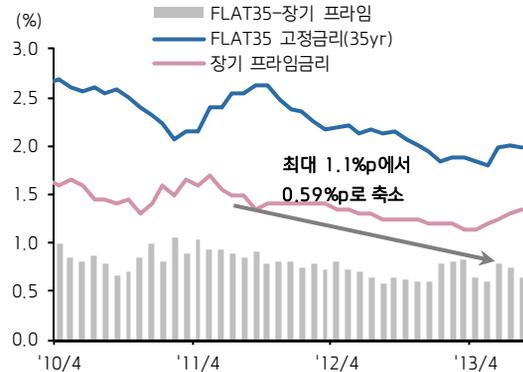
한편 고정금리 모기지 수요가 점차 증가할 것으로 예상하는 이유는 첫째, 정부의 인플레이션 정책으로 국채 금리가 상승하면서 고정금리 모기지 상품에 대한 수요가 점차 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 향후 금리 상승 기대감이 확산될 경우 채무 불이행 위험이 큰 변동금리 보다는 고정금리 대출을 선호할 가능성이 높다. 아울러 중도상환 수수료가 적은 반면 향후 금리 상승에 따른 이자 부담 증가를 우려해 기존 변동 및 고정금리 주택론을 금리가 낮은 새로운 고정금리 상품으로 전환하는 가계가 늘어날 가능성이 높다. 실제 최근 동사의 차환 대출 수요, 특히 변동금리 대출이 고정금리로 교체되는 수요가 늘어나는 점은 주목해야 할 부분이다. 둘째, 정부의 고정금리 모기지 시장 활성화를 정책적 지원도 재개될 수 있다는 점이다. 시장 금리 상승 가능성이 높아지는 가운데 고정금리 모기지 비중은 오히려 '13년 1/4분기에 9.8%까지 하락, 가계의 채무 불이행 위험은 보다 더 높아지고 있다. 금리가 상승하면서 시중은행이 3년, 5년 고정금리 상품을 대체 상품으로 제시하고 있지만 금리 상승 위험은 장기적으로 더 클 수 있어 장기적으로 정책적 지원의 재개는 불가피 해 보인다.

### 국채 금리 상승하면서 대출금리도 동반 상승



자료: Datastream

### 장기 프라임 금리 상승으로 Flat35 금리 매력도 개선



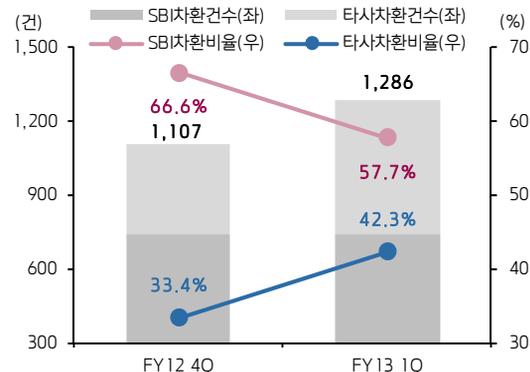
자료: Datastream, SBI모기지

### 금리 하락, 차환 수요 증가의 주요인으로 작용



자료: Datastream, SBI모기지

### 금리 상승하면서 변동금리의 전환 수요가 증가함



자료: SBI모기지

## VI. 1분기 실적 및 향후 분기 실적 전망

### >>> 차환 상품, 변동금리 상품, 매출 증가의 핵심 변수

동사는 지난 1/4분기에 전년 동기 대비 50.2% 증가한 66억 원(5.8억 엔)의 매우 양호한 실적을 시현하였다. Flat35 시장이 전년 동기 대비 2.8% 성장하였지만 동 기간 점유율을 5.1%p 확대한 결과 실행 금액이 전년 동기 대비 30.9% 성장한 점이 실적 개선의 주된 요인이다. 높은 영업수익 증가에도 판매 관리비는 전년 동기 대비 5.0% 증가에 그쳤다. TV 광고 등 비용 증가에도 판매 비용의 증가에도 프랜차이즈 중심의 채널을 강화한 결과 영업비용 증가 폭이 크지 않았기 때문이다.

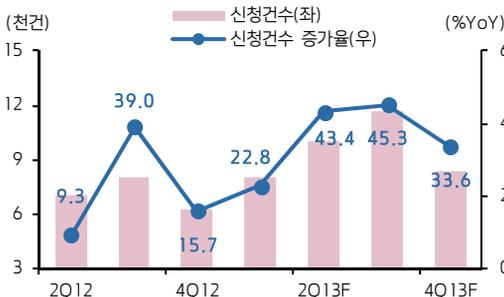
한편 1/4분기 신청건수가 가파르게 성장한 점을 고려해 볼 때 2/4분기에도 양호한 실적을 시현할 것으로 예상된다. 더욱이 2/4분기 이후에는 차환 수요 증가와 더불어 연초 출시된 변동금리 모기지 상품 판매 증가가 전체 실적 증가를 견인할 것으로 예상된다.

SBI모기지 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	4Q12	1Q13	%QoQ	%YoY	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E	%YoY
총전총이익(단독기준)	18.3	17.6	-3.8	26.0	19.6	24.9	26.7	88.7	28.9
a. 이자순이익	4.2	3.2	-23.3	6.2	3.3	3.4	3.4	13.3	-11.0
b. 비이자이익	14.0	14.3	2.1	31.6	16.3	21.5	23.3	75.4	39.9
수수료수익	32.6	34.6	5.9	32.0	39.3	51.9	56.3	182.0	44.5
수수료비용	18.6	20.3	8.8	32.2	23.0	30.4	33.0	106.6	48.0
판매관리비	5.7	6.4	12.4	17.8	6.4	6.7	6.3	25.8	19.0
영업이익	12.2	10.9	-10.5	31.7	12.8	17.9	20.1	61.7	38.7
당기순이익	7.5	6.6	-12.5	50.2	7.9	11.1	12.4	38.0	43.1
EPS(원)	1,271	1,112	-12.5	45.0	1,339	1,866	2,093	1,603	41.9
순수입 수수료율	1.03	1.03	0.01	0.00	1.03	1.03	1.03	1.03	-0.02
총 수입수수료율	2.39	2.50	0.10	0.00	2.50	2.50	2.50	2.50	0.03
총 수수료비용율	1.37	1.46	0.10	0.00	1.46	1.46	1.46	1.46	0.05
비용율	31.0	36.2	5.22	-2.52	32.9	26.9	23.6	31.5	-4.66
ROE (%)	17.8	15.2	-2.66	3.02	17.8	23.8	25.1	20.0	2.79
대손비용율(총전총이익대비)	3.17	2.60	-0.6	-0.38	2.25	1.64	1.48	1.89	-3.7
신청건수 점유율	30.4	28.5	-1.9	4.6	30.0	31.5	32.5	30.6	6.9
실행금액 점유율	21.0	23.7	2.7	5.1	26.4	27.6	28.3	26.7	6.2

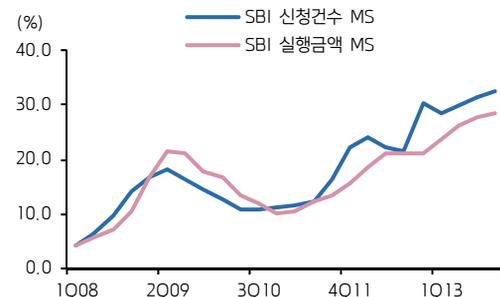
자료: SBI모기지, 키움증권 리서치센터 \*100엔=1,133.64 (8월 6일 기준), IFRS 별도

FY13 1/4분기 이후 신청건수 급증 예상



자료: SBI모기지, 키움증권

신청건수 MS 뒤따라 실행 금액 MS도 상승



자료: SBI모기지, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>이자수익</b>	11.6	14.9	13.3	14.5	16.1
이자수익	28.5	30.7	27.0	28.0	29.3
이자비용	16.9	15.8	13.7	13.5	13.2
<b>비이자이익</b>	47.2	53.9	75.4	99.0	116.5
수수료	101.9	126.0	182.0	238.9	281.2
수수료비용	54.7	72.1	106.6	140.0	164.7
<b>총전영업이익</b>	58.8	68.8	88.7	113.5	132.5
<b>판매관리비</b>	21.3	21.7	25.8	27.2	29.2
인건비	16.8	16.5	17.0	18.0	19.4
광고선전비	0.7	1.1	4.3	4.5	5.1
기타 일반관리비	3.8	4.1	4.4	4.6	4.8
<b>총전영업이익</b>	37.6	47.1	62.9	86.3	103.3
대손상각비	2.1	2.6	1.2	1.2	1.3
영업이익	35.5	44.5	61.7	85.1	102.0
영업외이익	-0.7	-1.5	-0.3	0.0	0.0
경상이익	34.8	43.0	61.5	85.1	102.0
법인세	14.9	16.4	23.5	32.5	39.0
세울	42.7	38.2	38.2	38.2	38.2
<b>당기순이익</b>	19.9	26.5	38.0	52.6	63.0
총당금적립전이익	37.8	45.8	63.9	86.3	103.3

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>자산총계</b>	1035.9	989.5	958.2	1001.5	1042.0
현금및현금성자산	108.3	94.0	32.7	32.9	33.4
매출채권	2.6	3.3	3.2	3.3	3.5
대출채권	794.2	788.1	804.9	841.7	875.9
후순위수익권	11.0	9.1	9.6	10.8	11.9
기타금융자산	96.9	69.5	81.9	85.6	89.1
저장품	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	5.9	4.8	4.7	4.9	5.1
무형자산	16.8	20.6	21.1	22.1	23.0
<b>부채총계</b>	901.0	816.7	752.1	742.7	720.2
예수금	35.8	17.0	20.5	21.4	22.3
차입금	843.4	770.0	706.6	695.2	670.7
기타금융부채	7.5	9.6	9.6	10.1	10.5
총당부채	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6
금융리스부채	5.3	7.4	7.4	7.8	8.1
기타부채	2.1	2.4	2.6	2.7	2.8
<b>자본총계</b>	134.9	172.8	206.2	258.8	321.8
납입자본	70.2	90.5	90.5	90.5	90.5
이익잉여금	64.7	82.2	115.6	168.2	231.3
이자수익자산	1010.4	960.6	929.1	971.0	1010.3
이자수익부채	884.5	794.3	734.5	724.4	701.1

주요지표 I

(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>시장점유율(%)</b>					
실행금액 점유율	14.8	23.8	30.6	33.4	33.4
실행건수 점유율	13.1	21.7	28.4	32.2	32.2
신청건수 점유율	13.1	20.5	26.7	30.2	30.2
<b>실행관련 자료</b>					
실행금액	4,186	5,112	7,296	9,577	11,269
(%YoY)	5.6	22.1	42.7	31.3	17.7
FLAT 35	4,432	4,932	7,591	8,800	9,629
변동금리 상품	0	0	491	1,185	1,711
<b>효율성 및 생산성(%)</b>					
비용률	36.2	31.5	29.1	23.9	22.1
총전이자비/순수수료수익비중	80.3	78.3	85.0	87.2	87.9
지점당 실행금액 (십억원)	35.2	30.1	31.6	33.0	35.2
지점당 실행건수	37.2	29.0	35.0	34.4	35.4
직원생산성(a/b*100,%)	223.7	285.3	370.2	478.6	533.7
a. 1인당총이익(백만원)	144.4	179.2	230.4	310.5	358.6
b. 1인당인건비(백만원)	64.5	62.8	62.2	64.9	67.2
<b>성장성(%)</b>					
자산증가율	18.0	-4.5	-3.2	4.5	4.0
대출자산증가율	9.9	-0.8	2.1	4.6	4.1
이자순이익증가율	8.3	29.0	-11.0	9.4	10.4
순수수료수익증가율	-1.2	23.6	44.5	31.3	17.7
순이익증가율	-12.4	33.2	43.1	38.4	19.9
EPS 증가율	-12.4	13.1	41.9	38.4	19.9

주요지표 II

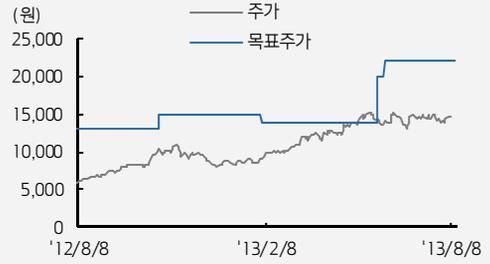
(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>주당지표(원)</b>					
주당순이익	999	1130	1603	2219	2660
주당총당금적립전이익	1,893	1,949	2,695	3,643	4,358
주당순자산	6,763	7,353	8,699	10,918	13,578
주당배당금	0	665	480	640	750
배당성향	0.0	59.4	29.9	28.8	28.2
<b>수익성 (%)</b>					
총마진 (총자산대비)	6.5	7.0	9.4	11.5	12.9
순이자마진	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
비이자마진	5.2	5.5	8.0	10.1	11.3
대손상각비/평균총자산	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
일반관리비/평균총자산	2.4	2.2	2.7	2.8	2.8
영업이익/평균총자산	3.9	4.5	6.6	8.7	9.9
ROA	2.2	2.7	4.0	5.3	6.1
ROE	15.8	17.3	20.0	22.6	21.7
<b>수익성 II (%)</b>					
NIM	1.24	1.51	1.41	1.53	1.62
NIS	0.98	1.24	1.06	1.10	1.10
이자자산 운용수익률	3.06	3.12	2.85	2.95	2.96
이자부채 조달비용	2.09	1.88	1.79	1.85	1.86
순수입 수수료율	1.13	1.05	1.03	1.03	1.03
총 수입수수료율	2.44	2.46	2.50	2.50	2.50
총 수수료비용율	1.31	1.41	1.46	1.46	1.46
이자자산대비 대손비용율	0.20	0.28	0.13	0.13	0.13

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
SBI모기지 (950100)	2012/07/04	BUY(Initiate)	12,000원
	2012/07/27	BUY(Maintain)	13,000원
	2012/09/11	BUY(Maintain)	13,000원
	2012/10/26	BUY(Maintain)	15,000원
	2012/11/21	BUY(Maintain)	15,000원
	2013/02/05	BUY(Maintain)	14,000원
	2013/05/28	BUY(Maintain)	20,000원
	2013/06/04	BUY(Maintain)	22,000원
	2013/06/12	BUY(Maintain)	22,000원
	2013/08/08	BUY(Maintain)	22,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		