

케이비캐피탈 (021960)

김한이
769,3789
hane.kim@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

목표주가 **28,000**
유지

현재주가 **20,550**
(14.11.17)

가치금융

대규모 총당금은 아쉬우나 이익창출력 개선을 기대할 수 있는 실적

투자 의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

- 목표주가 28,000원은 2015년 BPS 22,786원에 목표 PBR 1.22배를 적용하여 산출
- 10월 24일 영업실적 잠정공시에 이어 전일 분기보고서 공시를 통해 3분기 실적 세부사항 확인 대규모 대손충당금 전입으로 경상수준 130억원의 절반 수준인 70억원을 시현한 점은 아쉬우나
- 영업수익률 전분기대비 12bp 개선, 이자비용률은 7bp 하락하여 운용-조달 스프레드 개선 확인 총당금 전입이 마무리되면 top-line 증가를 견인할 수 있는 원동력이 될 전망
- 할부자산 잔액이 7천억원가량 감소했으나 카드구매자금 할부채권을 일반대출로 분류변경한 효과. 영업자산은 3조 8천억원으로 전분기 대비 2.4% 증가
- 금년 들어 건전성지표가 상승세를 나타내는 점은 우려요인 3분기 연체율은 2.92%, NPL비율은 3.23%로 각각 작년말 대비 80bp, 39bp 상승
- 일반대출이나 리스자산에 비해 할부자산 부문의 NPL비율, 연체율이 상승. 이는 경상수준의 대손충당금이 분기당 140억원 내외였으나 더 증가할 수 있음을 의미

대손상각비전입액 222억원, 3년래 최대치, 영업수익률 개선은 top-line 증가의 원동력

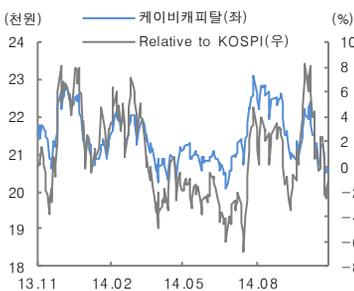
- 영업수익은 833억원(-1.5% QoQ, -1.7% YoY)으로 경상수준을 소폭 하회. 하락세를 지속해오던 영업수익률이 12bp 개선된 점은 긍정적
- 이자비용이 전분기대비 8.7%, 전년동기대비 9.1% 감소. 시장금리 하락에 따라 평균조달비용이 하락하는 가운데 차입부채의 규모도 점점 줄어들고 있기 때문에 판단. 차입확대에 기반한 자산 성장보다는 고수익자산 중심의 자산포트폴리오 개편으로 수익성 개선을 도모하는 동사의 전략이 잘 나타나는 부분
- 대손상각비는 222억원 전입. 7~80억원의 추가총당금이 전입되었던 1분기보다 전입규모가 컸음. 이번에도 특정 여신에서의 이벤트 발생으로 인한 추가총당금이 있었을 것으로 생각되나 할부자산 NPL비율 및 연체율 증가에 따른 경상수준의 대손상각비 증가가 수반되었을 것으로 추정
- 분기당 140억원 내외였던 경상수준 대손상각비가 150~160억원이상 증가하는 점은 분명 부담 요인. 금년 대규모 총당금 전입을 통한 자산클린화가 향후 부실흡수여력을 증대시킬 수 있을 전망
- 영업수익률이 개선되고 조달비용률이 하락하는 현 추세가 지속된다면 KB캐피탈이 향후 마힌드라 JV 영업 개시, 크로스 셀링을 통한 자산확대시 강한 top-line 증가세를 나타낼 수 있을 것으로 예상. 이익창출력의 개선을 의미

본격적 이익개선은 2015년부터, 지금은 호재를 기다리며 체력을 비축하는 시기

- 마힌드라파이낸셜과의 JV(쌍용차 전담 캐피탈사) 영업 개시, 고수익 신용대출 확대 등 이익개선에 대한 확실한 기여가 예상되는 호재들이 있었으나 계속 지연되어 왔음
- 소개영업 실적도 분기 200억원 하회하는 것으로 추정되어 기존 예상보다 증가속도가 부진할 전망. 우리금융 산하에서의 월 240억원 달성을 위해서는 시간이 다소 필요할 전망
- 우리는 2015년 순이익 649억원(+72% YoY), ROE 14.0%(+5.2%p YoY) 예상
- 이는 1) 마힌드라 JV가 1월부터 본격 영업을 시작하여 쌍용차 할부금액 월 1천억원 중 50%를 점유, KB캐피탈의 할부금융자산 증가분이 연 3천억원 수준에 도달하며 2) 개인신용대출이 1천3백억원 증가(2015년 총자산 추정치 4.5조원 대비 증가한도 100% 에 해당) 한다는 가정에 기반
- 현 시점에서는 달성 가능한 목표라고 판단되나 상기 2가지 호재가 지연될 경우 2015년 이익증가 폭은 하향이 불가피함. 이익개선에 대한 믿음 확대를 위해서는 호재들이 빠르게 가시화되어야 함
- LG유플러스와 알뜰폰 할부채권 유통화 지원 등은 고객 숫자 증가에 긍정적. 향후 신용대출 크로스 셀링의 기반이나 대출실적 증가로 이어지기까지는 시간이 필요해 보임. 2015년 긍정적인 전망을 유지하되 구체적인 수치가 뒷받침되기까지는 1~2개 분기 이상이 소요될 것으로 생각됨

KOSPI	1,945.14
시가총액	442십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	108십억원
52주 최고/최저	23,100원 / 20,100원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	3.88%
주요주주	KB금융지주 52.02% KB자산운용 19.05%

주기이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	-5.1	-11.0	-3.1	-4.9
상대이익률	-5.9	-5.6	0.2	-3.8



케이비캐피탈 상세 실적 추이

(단위: 십억원 %)

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	(QoQ,%)	(YoY,%)
영업수익	832	856	844	828	833	-1.5	-1.7
할부금융수익	39.8	36.8	34.6	25.9	29.9	15.4	-25.0
일반대출채권수익	30.6	35.1	36.2	37.3	36.3	-2.8	18.5
리스이익	9.3	9.5	10.8	12.1	14.2	2.9	30.9
기타영업수익	3.5	4.1	2.8	7.5	3.0	-60.7	-14.9
영업비용	67.8	62.9	80.0	67.7	73.9	8.9	8.8
이자비용	31.9	31.9	32.0	31.8	29.0	-8.7	-9.1
대손상각비	16.5	8.8	21.7	14.4	22.2	54.3	34.7
판매관리비	14.6	11.1	19.3	14.8	14.5	-1.6	-0.6
기타영업비용	4.7	11.1	7.0	6.8	8.1	16.9	66.3
영업이익	168	243	61	168	93	-44.4	-44.6
당기순이익	128	16.9	4.6	128	7.0	-45.0	-45.2

주: 3Q14는 영업수익, 영업비용, 영업이익, 당기순이익만 잠정 발표치이며 나머지는 대신증권 추정치
 자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터 추정

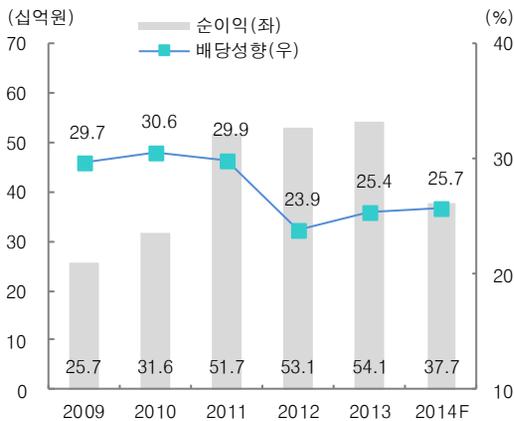
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업수익	3,476	3,380	3,437	3,804	4,284
영업이익	701	738	520	875	979
당기순이익	531	541	377	645	724
EPS (원)	2,469	2,519	1,754	3,000	3,367
증감률 (%)	-19.0	2.0	-30.4	71.1	12.2
Adj. BPS	17,312	19,182	20,486	22,767	25,314
PER (배)	6.8	8.9	11.7	6.8	6.1
PBR (배)	0.97	1.17	1.00	0.90	0.81
ROE (%)	16.5	13.8	8.8	13.9	14.0
ROA (%)	1.58	1.45	0.94	1.49	1.51

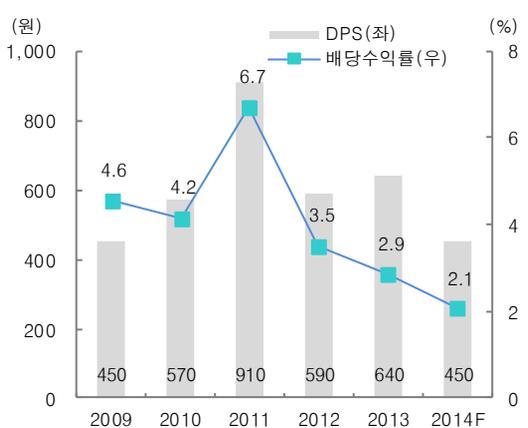
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터 추정

그림 1. KB 캐피탈 순이익과 배당성향 추이



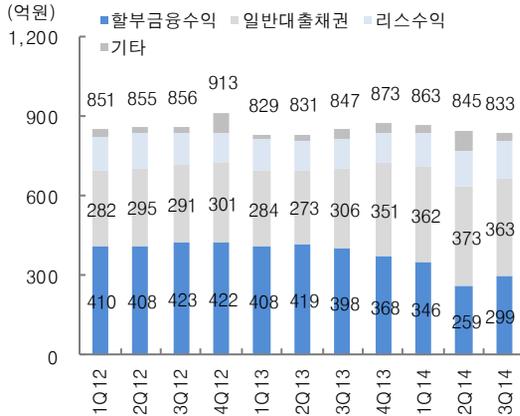
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 2. DPS와 배당수익률 추이



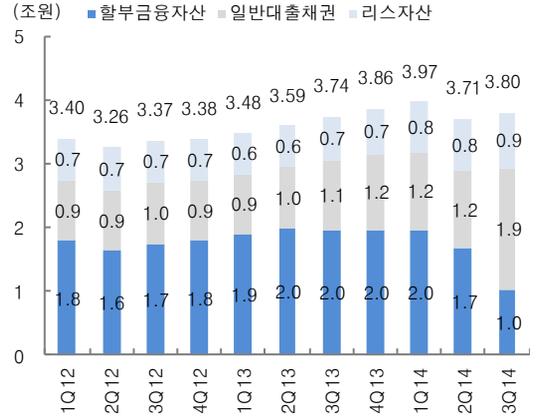
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 3. 분기별 영업수익 추이



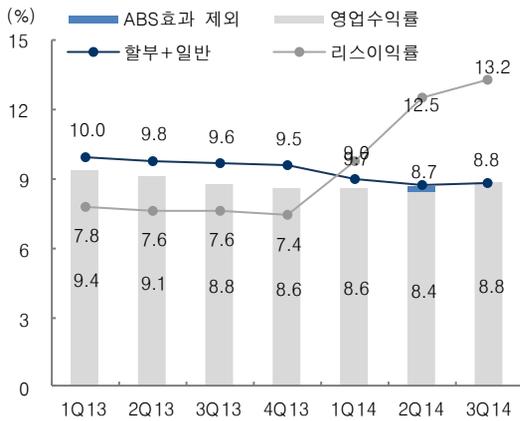
주: 분기 기준 기준
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 4. 영업자산 추이



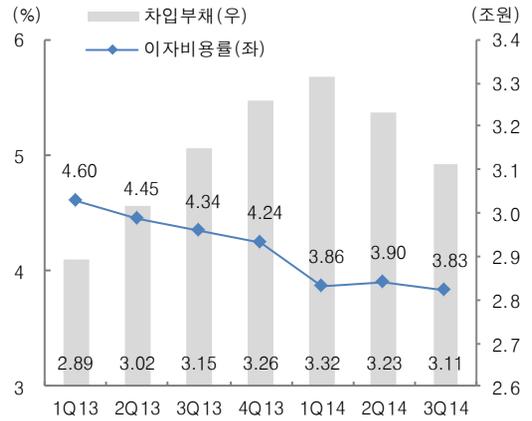
주: 2Q14 ABS 0.28조원 발행으로 영업자산규모 감소
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 5. 전체 영업수익률 및 부문별 수익률 추이



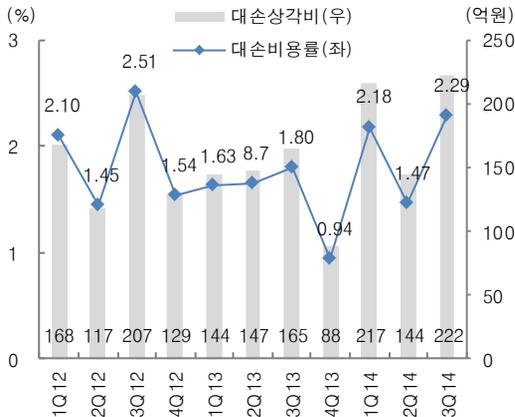
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 6. 차입부채 및 이자비용률 추이



주: ABS 발행에 따른 차입금 상환으로 2분기 차입부채규모 일시적 감소 추정
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 7. 대손상각비와 대손비용률 추이



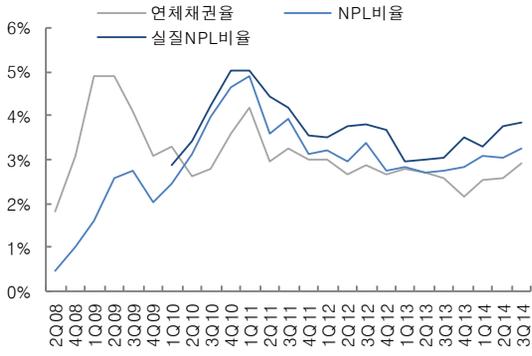
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 8. 부문별 연계영업 추이

(억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
합부자산	-	-	-	-	-	-
대출채권	144	352	255	331	66	20
개인금융	144	352	255	331	66	20
우리모두론	-	0	0	0	0	1
우리모두홈론	351	408	325	339	248	96
기업금융	172	200	163	194	96	75
리스자산	46	134	3	9	-	-

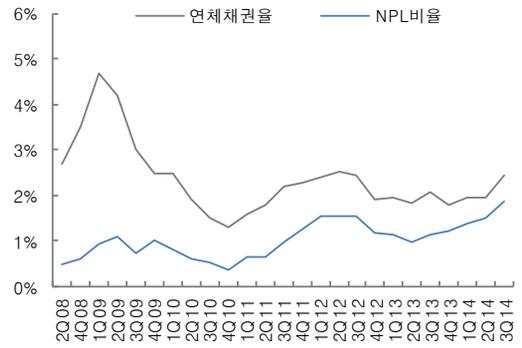
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 9. NPL 및 연체율, 실질연체율 추이



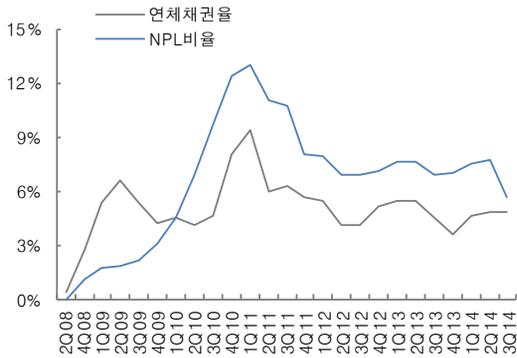
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 10. 할부자산 NPL 및 연체율 추이



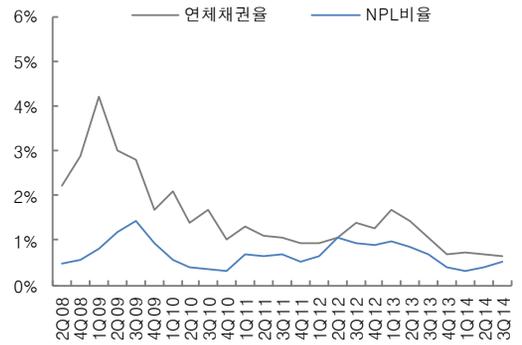
자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 11. 일반대출채권 NPL 및 연체율 추이



자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

그림 12. 리스자산 NPL 및 연체율 추이



자료: 케이비캐피탈, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
자산총계	35,376	39,399	40,896	45,394	50,388
현금 및 예치금	1,256	410	613	454	252
유가증권	81	62	64	71	79
금융채권	33,455	38,016	38,740	42,805	47,467
할부금융채권*	17,854	19,579	17,802	19,938	22,463
일반대출채권	9,414	11,865	13,052	14,096	14,597
투자대출채권	0	0	0	0	0
금융리스채권	6,187	6,572	7,886	8,771	10,406
리스자산	372	608	1,216	1,353	1,605
유형자산	126	134	139	155	172
기타자산	86	168	187	628	892
부채총계	31,655	35,276	36,493	40,497	44,943
차입부채	29,067	32,577	32,364	35,768	39,748
예수보증금	186	144	2	2	2
미지급금	24	35	50	50	50
기타부채	2,378	2,518	4,077	4,677	5,143
자본총계	3,721	4,123	4,403	4,897	5,445
자본금	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
자본잉여금	840	840	840	840	840
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	3	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	1,804	2,227	2,507	3,001	3,549

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
수익성 (%)					
ROE	16.5	13.8	8.8	14.0	14.0
ROA	1.58	1.45	0.94	1.50	1.51
성장성 (%)					
총자산	11.9	11.4	3.8	11.0	11.0
영업자산	8.5	14.2	3.4	10.5	11.1
금융채권	8.5	13.6	1.9	10.5	10.9
할부금융채권	17.8	9.7	-9.1	12.0	12.7
일반대출채권	1.8	26.0	10.0	8.0	3.6
금융리스채권	(3.9)	6.2	20.0	11.2	18.6
차입부채	9.9	12.1	-0.7	10.5	11.1
효율성 (%)					
대손비용률	1.85	1.46	1.83	1.49	1.57
판관비/영업수익	16.3	16.3	20.0	18.1	17.8
조달비용률	5.1	4.19	3.70	3.70	3.8
레버리지(배)	9.5	9.6	9.3	9.3	9.3

자료: 대신증권 리서치센터

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업수익	3,476	3,380	3,437	3,804	4,284
할부금융수익	1,663	1,594	1,178	1,151	1,293
일반대출채권수익	1,168	1,215	1,557	1,805	2,023
투자대출채권수익	0	0	0	0	0
리스수익	504	448	580	720	839
기타영업수익	141	123	122	128	130
영업비용	2,775	2,642	2,917	2,924	3,305
이자비용	1,412	1,292	1,201	1,260	1,425
리스비용	77	70	99	133	153
수수료비용	29	24	27	29	32
대손상각비	621	544	735	641	753
일반관리비	567	552	688	687	762
기타영업비용	70	161	167	174	181
영업이익	701	738	520	880	979
영업외이익	0	(21)	(21)	(21)	(21)
법인세차감전이익	701	717	499	859	958
법인세비용	170	175	122	210	234
당기순이익	531	541	377	649	724
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	531	541	377	649	724

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS(원)	2,469	2,519	1,754	3,020	3,367
BPS(원)	17,312	19,182	20,486	22,786	25,334
DPS(원)	590	640	450	720	820
PER(배)	6.8	8.9	11.7	6.8	6.1
PBR(배)	0.97	1.17	1.00	0.90	0.81
배당수익률(%)	3.5	2.9	2.1	3.3	3.8
배당성장률(%)	23.9	25.4	25.7	23.8	24.4
건전성(%)					
대손비용률	1.85	1.46	1.83	1.49	1.57
요주의이하여신비율	6.64	5.66	5.80	5.80	5.80
고정이하비율	2.75	2.84	3.20	3.20	3.20
NPL 커버리지	73.1	63.6	71.0	69.0	69.0

[Compliance Notice]

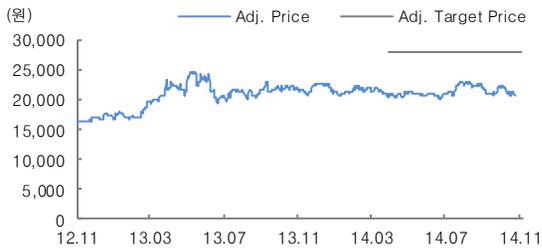
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 있습니다. 당사는 KNB금융과 KJB금융 분할재상장 주선인입니다. 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김한이)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

케이비캐피탈(021960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	1411.17	141027	1408.18	1405.21	1404.28	1404.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

투자등급관련사항

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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