

# KB금융 (105560)

최정욱, CFA  
769,3837  
cucho@daishin.com

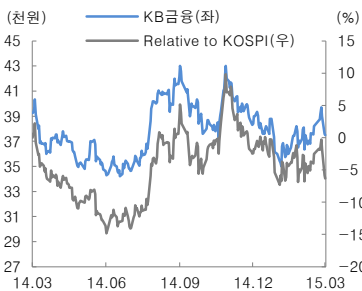
박찬주  
769,2735  
cjpark04@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
목표주가 **52,000**  
상장  
현재주가 **37,500**  
(15.03.03)

은행업종

KOSPI	2,001.38
시가총액	14,488십억원
시가총액비중	1.16%
자본금(보통주)	1,932십억원
52주 최고/최저	43,000원 / 34,200원
120일 평균거래대금	356억원
외국인지분율	69.48%
주요주주	국민연금 9.42%
	Franklin Resources Inc 외 43 인 6.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-2.3	-12.8	-4.5
상대수익률	-3.6	-3.9	-10.6	-6.2



## 할인 요인이었던 과자본이 이제는 프리미엄으로...

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 52,000원으로 상향

- 목표주가 상향의 배경은 과거 multiple 할인 요인으로 작용했던 지배구조 불안정성과 과도한 자본 보유에 따른 자본효율성 저하에 대한 우려가 점차 소멸될 것으로 예상됨에 따라 그동안 valuation에 적용했던 할인 요인을 제거했기 때문. 오히려 건실한 자본력이 이제는 프리미엄 요인으로 작용할 수 있는 시기라고 판단. 목표주가는 2015년말 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.7배를 적용해 산출
- 1%대 은행 수익공유형 모기지 도입, 변동금리상품을 저금리의 고정금리상품으로 전환해주는 안심전환대출 상품 출시 예정 등 가계부채 구조 개선 과정에서 은행의 공익 역할론이 부각되고 있고 이에 따른 수익성 악화 우려가 커지고 있는 데다 기준금리 추가 인하 우려에 따른 NIM 압박 가능성 등으로 최근 은행주 투자심리가 전반적으로 크게 위축
- 다만 KB금융의 경우 지배구조 개선에 따른 할인 요인 소멸, 건실한 자본력 보유에 따라 높아진 유기적 성장률 및 비은행 M&A 기회 제고 가능성 등을 고려할 때 최근의 초과상승 폭을 감안해도 타은행대비 상대적인 투자매력은 계속 높아질 것으로 판단. 현 PBR은 0.51배 수준에 불과
- 은행업종에 대한 보수적인 NIM 가정에도 불구하고 1분기 추정 순이익은 5,800억원. 2015년 연간 예상 순이익은 1.63조원으로 이익 개선 모멘텀도 보유. 1~2월 총대출은 약 0.5%(유동화 포함시 1.0%) 증가하고, 2월 NIM은 전월대비 상승해 NIM 하락도 멈춘 것으로 추정. ROA와 ROE도 소폭 이기는 하지만 2013년 이후 꾸준히 상향되는 추세. 은행업종 최선호주로 KB금융을 계속 유지

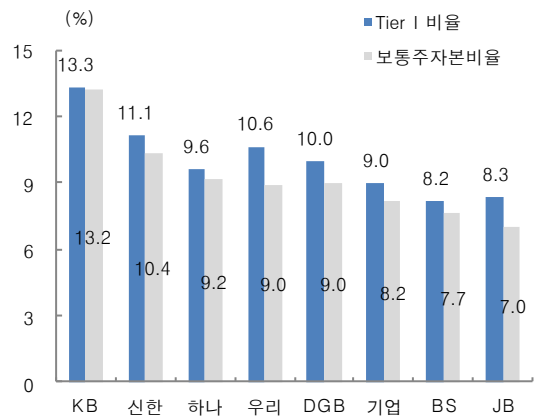
### 보통주자본비율 13.2%로 압도적인 수준, LIG손보 100% 인수 가정해도 12.8% 유지 가능

- KB금융의 2014년 보통주자본비율은 13.2%로 지주사 평균 보통주자본비율 10.3%를 크게 상회
- 자본비율 산출시 보험자산은 비연결 투자대상이기 때문에 LIG손보 인수시에도 그룹 자본비율은 LIG손보 주식 보유에 따른 위험가중자산 증가분만큼만 하락(LIG손보에 대한 위험가중치는 250%). LIG손보 지분 19.5% 인수에 따른 자본비율 하락 폭은 약 0.12% 내외로 추정되고, 잔여 지분 80.5%를 현재기에 전액 인수한다고 가정해도 보통주자본비율 12.8% 유지가 가능할 전망
- LIG손보 인수 이후에도 수익원 다각화를 위한 비은행 부문 추가 M&A에 필요한 자본 역량은 여전히 충분한 상태. 순자본 3조원 이상의 대형증권사 중 매물화 가능성이 있는 대우증권을 추가 인수한다고 가정할 경우에도 보통주자본비율은 10%를 상회할 것으로 추정
- 증권업 미래에 대한 여러 시각 차이에도 불구하고 증권사들의 판관비 절감 노력으로 인해 이전보다 ROE가 소폭 상향된 만큼 적절한 가격에만 인수할 수 있다면 부정적으로 볼 이유는 없을 듯
- 견고한 자본비율에 따라 내생적 성장을 할 수 있는 여력도 타행대비 매우 높은 편. 은행 뿐만 아니라 카드사를 비롯해 타 금융지주사 계열사 대비 성장률이 낮았던 대부분의 KB금융 계열사들이 시장지배력 확대를 위한 성장성 개선 노력에 박차를 가할 것으로 판단

### CEO 승계 프로그램이 지배구조 개선안의 핵심, 이사회회의 과감한 결단 기대

- KB금융 이사회는 최근 1) 이사회의 역할 재정립, 2) 사외이사 제도 운영 체계 개선, 3) 계열사 경영관리 체계 정비 등을 주요 골자로 하는 지배구조 개선안을 확정. 주주와의 소통 강화를 위해 모든 주주에게 사외이사 후보를 제안할 수 있는 기회 부여 및 사외이사에 대한 평가 결과를 반영해 매년 하위 2인의 사외이사는 연임 대상에서 제외하는 점 등은 파격적이고 신선한 시도들로 판단
- 다만 경영 승계 계획안은 추후 재논의하기로 했는데 CEO 승계 프로그램 정착이아말로 연임 시스템 불안정을 해소하고 경영 연속성을 확보해 회장 선임시마다 불거지는 고질적인 갈등 문제를 근본적으로 개선할 수 있다는 점에서 지배구조 개선안의 본질적인 핵심이라고 할 수 있음
- 이사회의 독립성이 확보되어야 한다는 것이 선결과제지만 굳은 이사회는 예전과는 다른 방식으로 선출된 만큼 이전과는 다른 양상일 것. 현직 회장부터 우선권을 적용하지 말자는 논란은 큰 의미가 없다고 판단. 현직 회장 프리미엄이 내부권력화로 이어질 수 있다는 우려는 우선권을 현재가 아닌 다음 회장부터 적용한다고 해도 마찬가지이기 때문. KB금융 이사회의 과감한 결단을 기대

그림 1. 은행별 Tier I 비율 및 보통주자본비율 현황



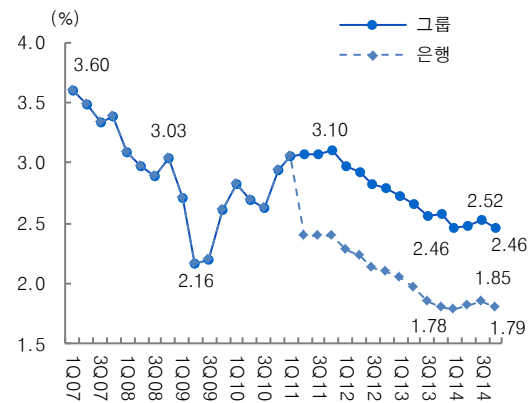
주: 2014년말 예상치 기준, 금융지주사 기준, 우리은행과 기업은행은 은행 기준  
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터 추정

그림 2. LIG 손보 인수에 따른 KB 금융 자본비율 변화

	(단위: 십억원, %)		
	KB 금융 (2014)	LIG손보 19.5% 인수시	LIG손보 100% 인수시
BIS비율	15.54	15.39	15.02
Tier I 비율	13.29	13.17	12.85
보통주자본비율	13.19	13.07	12.75
BIS자본	28,348	28,348	28,348
Tier I 자본	24,249	24,249	24,249
보통주자본	24,063	24,063	24,063
Tier II 자본	4,099	4,099	4,099
위험가중자산	182,424	184,137	188,760

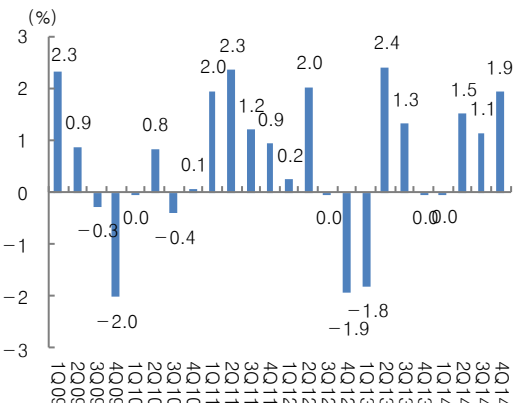
주: 19.5% 제외 잔여지분 80.5% 인수는 LIG손보 전일 종가인 24,100원에 인수 가정  
자료: 대신증권 리서치센터 추정

그림 3. KB 금융 순이자마진 추이



자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. KB 금융 대출성장을 추이



자료: 대신증권 리서치센터

KB금융 2015년 1분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	(QoQ,%)	(YoY,%)
순이자이익	1,543	1,608	1,627	1,638	1,572	-4.0	1.9
순수수료이익	313	352	351	366	358	-2.1	14.4
당기손익인식금융상품이익	0	0	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	-101	-93	-97	-311	-94	NA	NA
총영업이익	1,755	1,867	1,881	1,693	1,836	8.4	4.6
판문비	991	1,009	973	1,037	1,000	-3.5	0.9
총전영업이익	765	858	908	657	836	27.3	9.4
영업외이익	17	-3	1	-73	10	NA	-44.3
대손상각비	281	332	324	291	336	15.6	19.8
세전이익	501	523	585	292	509	74.3	1.6
법인세비용	142	124	136	85	-76	NA	NA
비배주주지분이익	0	7	4	4	4	-6.1	NA
당기순이익	359	392	446	203	581	186.2	61.8

자료: KB금융, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
총영업이익	7,454	7,197	7,445	7,903	8,415
세전이익	1,815	1,901	1,941	2,169	2,408
연결당기순이익	1,261	1,401	1,630	1,625	1,805
EPS (원)	3,263	3,626	4,219	4,207	4,672
증감율 (%)	-26.0	11.1	16.4	-0.3	11.0
Adj. BPS	66,398	70,700	74,139	78,346	83,018
PER (배)	12.9	10.0	8.9	8.9	8.0
PBR (배)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	5.0	5.3	5.8	5.5	5.8
ROA (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

자료: KB금융, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
순이자이익	6,523	6,416	6,408	6,725	7,087
순수수료이익	1,479	1,383	1,420	1,504	1,594
당기손익상환이익	0	0	0	0	0
기타비이자이익	-548	-602	-383	-327	-266
총영업이익	7,454	7,197	7,445	7,903	8,415
일반보반비	3,805	3,835	4,191	4,343	4,500
순영업이익	3,649	3,362	3,253	3,560	3,915
영업외손익	-212	-58	-20	-17	-14
총당금소득이익	3,437	3,304	3,233	3,543	3,901
제충당금자산이익	1,622	1,402	1,292	1,374	1,493
경상이익	1,815	1,901	1,941	2,169	2,408
법인세전순이익	1,815	1,901	1,941	2,169	2,408
법인세	552	486	295	526	584
총당기순이익	1,264	1,415	1,646	1,643	1,824
외부주주지분	3	14	16	17	19
연결당기순이익	1,261	1,401	1,630	1,625	1,805

Dupont Analysis

(단위: %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
순이자이익	23	21	20	20	21
순수수료이익	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
당기손익상환이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비이자이익	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
총영업이익	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
판관비	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
총잔영업이익	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
영업외이익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상환비	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
세전이익	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
법인세비용	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
비자비이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

Valuation

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS (원)	3,263	3,626	4,219	4,207	4,672
BPS (원)	66,398	70,700	74,139	78,346	83,018
실질BPS (원)	66,398	70,700	74,139	78,346	83,018
PER (x)	12.9	10.0	8.9	8.9	8.0
PBR (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
수장PBR (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
배당률 (%)	10.0	15.6	19.0	22.0	27.0
배당수익률 (%)	1.2	2.2	2.5	2.9	3.6

자료: 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
현금 및 예금	14,793	15,424	14,616	15,327	15,927
유가증권	44,933	46,389	44,104	45,855	47,677
대출채권	219,001	231,450	242,838	257,211	272,437
고정자산	3,061	3,083	2,749	2,780	2,811
기타자산	10,050	12,010	16,149	15,134	14,362
자산총계	291,838	308,356	320,455	336,307	353,214
예수금	200,882	211,549	222,950	233,815	245,458
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	14,101	15,865	14,241	14,937	15,685
사채	27,040	29,201	24,816	26,052	27,380
기타부채	24,162	24,229	29,592	31,002	32,367
부채총계	266,185	280,843	291,597	305,807	320,889
자본금	1,932	1,932	1,932	1,932	1,932
보통주자본금	1,932	1,932	1,932	1,932	1,932
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	15,855	15,855	15,855	15,855	15,855
이익잉여금	7,530	9,067	10,396	12,021	13,826
자본조정	336	462	462	462	462
(자기주식)		0	0	0	0
외부주주지분	0	198	214	231	251
자본총계	25,653	27,513	28,858	30,501	32,325
자본총계(외부주주지분제외)	25,653	27,315	28,644	30,269	32,074

성장성

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
총자산 증/감	3.5	5.7	3.9	4.9	5.0
총대출 증/감	3.0	5.7	4.9	5.9	5.9
총수신 증/감	3.3	5.3	5.4	4.9	5.0
당기순이익 증/감	-26.0	11.1	16.4	-0.3	11.0

효율성/생산성

(단위: %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
대출금/예수금	109.0	109.4	108.9	110.0	111.0
판관비/총영업이익	51.1	53.3	56.3	55.0	53.5
판관비/수익상환자산	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6

수익성

(단위: %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
ROE	5.0	5.3	5.8	5.5	5.8
ROA	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
ROA (총당금전)	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1

[Compliance Notice]

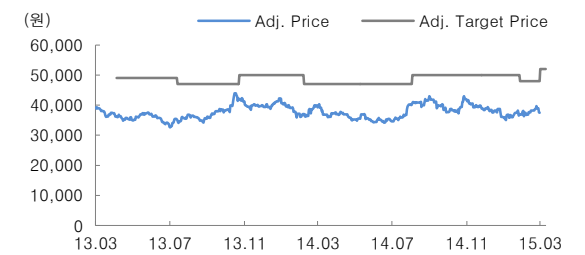
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:최정옥)

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]

KB금융(105560) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.03.04	15.03.01	15.02.27	15.02.15	15.02.06	15.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	48,000	48,000	48,000	48,000	48,000
제시일자	15.02.01	15.01.30	15.01.24	15.01.11	15.01.04	15.01.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	48,000	50,000	50,000	50,000	50,000
제시일자	14.12.28	14.12.10	14.12.07	14.11.24	14.11.23	14.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
제시일자	14.11.09	14.11.02	14.10.26	14.10.23	14.10.19	14.10.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000

투자등급관련사항

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

- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 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