

KB금융
(105560)

예상했던 수준의 무난한 실적

최정욱, CFA 769,3837
cuchoi@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

은행업종

현재가 40,000원

목표주가
▲ 40%

56,000

KOSPI	1,975.35
시가총액	15,454 십억원
시가총액비중	1.4%
자본금(보통주)	1,932 십억원
52 주 최고/최저	57,500 원 / 34,600 원
120 일 평균거래대금	632 억원
외국인지분율	65.1%
주요주주	국민연금공단 7.2%
	Franklin Resources Inc
	외 49 인 5.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.2	-8.0	-5.8	-27.8
상대수익률	-2.2	-5.0	-6.3	-19.3



투자포인트

- 1분기 순이익은 전분기대비 175.3% 증가한 6,032억원으로 우리예상치와 컨센서스에 부합
- NIM 1분기에 급락했고, 2분기에도 소폭의 추가 하락 불가피. 다만 3분기 이후 안정화 예상
- 신규 NPL 순증 규모 커졌지만 이는 건전성 분류상의 현실화 과정. 건전성은 양호한 수준
- ING생명에 대한 과도한 기대는 경계. 이익안정성과 가격수준 고려시 장기투자매력은 여전

Comment

투자의견 매수, 목표주가 56,000원 유지

KB금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 56,000원을 유지한다. 목표주가는 2012년 추정 BPS 64,627원 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출한 것이다. 1분기 순이익은 전분기대비 175.3% 증가한 6,032억원으로 우리예상치에 부합했다. 순이자마진이 전분기대비 13bp 하락한 점을 제외하고는 대손충당금이 낮은 수준을 유지하고, 판관비도 예상치에 부합해 전반적으로 무난하고 양호한 실적으로 평가된다. 2분기에도 소폭의 순이자마진 추가 하락은 불가피하겠지만 분기당 6,000억원 이상의 경상 수익성 시험은 무리가 없을 전망이다. 현 PBR이 0.62배에 불과해 valuation 매력이 매우 높지만 당장 주가 반등을 이끌만한 촉매가 없다는 점은 다소 아쉬운 요인이다. 결국 과자본을 해소하고 ROE를 제고시킬 수 있을 지의 여부가 관건일텐데 현재 진행되고 있는 ING생명 인수건으로는 주주가 치 제고 효과가 크지 않을 것으로 예상된다. 향후의 전략적 행보에 대해서 좀더 지켜볼 필요가 있다.

2분기에도 소폭의 순이자마진 하락 불가피. 다만 3분기 이후 안정화 예상

1분기 순이자마진은 2.97%로 전분기대비 13bp 하락해 은행 중 마진 하락 폭이 가장 클 것으로 예상된다. 이러한 마진 약세의 배경은 1) 은행간 대출금리 경쟁에 따라 동사 주택관련대출이 감소하면서 관련 수익이 감소했고, 2) 정기예금이 늘어나면서 예대율이 97%대로 하락했는데 이는 조달비용 상승을 수반했으며, 3) 현금성자산이 약 3.9조원 증가하고 저금리의 예보 관련 대출로 운용수익률이 크게 저하된데다 4) 동사의 자산·부채 금리변경주기 구조상 NIM 흐름이 타은행을 후행하는 구조를 보여 왔는데 이러한 점이 1분기에 반영된 점 등 때문으로 추정된다. 기준금리 동결 이후 은행 순이자마진에 미치는 부정적 효과가 예상보다 빠르게 진행되고 있는 점을 고려할 때 은행 전반적으로 2분기에도 추가 약세가 불가피하고, 동사도 그 범주에서 벗어나기는 어렵지만 잉여 현금성자산의 포트폴리오 변화, 저원가성 예금 유치 및 가계대출 유지 노력 등으로 추가 마진 하락 폭은 3~4bp 내외에 그칠 전망이다. NIM은 3분기 이후에는 하락 압력이 완화되면서 안정화될 것으로 예상된다.

신규 NPL 규모 커졌지만 이는 건전성 분류상의 현실화 과정. 이를 제외시 평분기 수준

1분기 중 상각, 매각 전 실질 연체와 고정이하여신은 전분기대비 각각 7,870억원과 8,260억원 순증해 신규 NPL 발생이 크게 증가했지만 이는 기존에 부실로 인식하고 충당금을 보수적으로 적립했던 임광토건(집단지음 포함), 오리엔탈조신, 우림건설 계열사 등의 여신 3,750억원이 자산건전성이 고정이하로 하향됐기 때문이다. 이를 제외한 경상 순증액은 약 4,500억원으로 평분기보다는 소폭 낮은 것으로 추정된다(상기 여신의 경우 기존의 보수적 적립으로 금번 추가 충당금 적립 없었음). 가계

대출의 경우 신규 부실이 소폭 증가하고는 있지만 임광토건 관련 집단대 750억원을 제외하면 규모가 크지 않고, 신용카드도 연체 발생 규모가 증가하고는 있지만 아직 급격한 악화 징후는 나타나지 않고 있는 것으로 추정된다. 가계와 신용카드 부문의 총당금 증가에도 불구하고 기업 부문의 총당금 감소로 1분기 대손충당금은 약 3,900억원에 그쳤다(총자산대비 0.55% 수준). 신용위험 증가에 대한 우려 높지만 2분기 이후에도 대손상각비율은 현 수준을 크게 벗어나지 않을 것으로 추정된다.

리스크 관리 강화로 인해 신용카드 자산 규모는 추가 축소 예상

최근 업계 전반적으로 신용카드 연체율이 상승하고, 다중채무자 카드로 이용 우려 등이 부각되면서 KB 카드의 경우 1분기부터 한도를 축소하는 등 리스크 관리 강화 노력을 기울이고 있는 것으로 추정된다. 카드로 뿐만 아니라 현금서비스 자산도 크게 감소해 대출성자산에 대해 전반적인 리스크 관리가 이루어지고 있다. 따라서 신용판매 부문은 견조하겠지만 대출성자산 감소로 인해 2분기에도 카드 자산 규모는 추가적으로 축소될 것으로 예상된다. 자산 축소, 가맹점수수료 인하와 더불어 신용 판매 관련 마케팅비용 증가, 대손충당금 증가 등으로 1분기 카드사 순이익이 711억원에 불과해 상당히 저조했는데 수익 개선 효과를 기대하기 어렵고 대손충당금 등의 비용 요인도 급감하기는 쉽지 않을 것으로 예상되어 당분간 카드사의 이익 개선은 크게 기대하기 어려울 것으로 전망된다.

ING 생명 인수시 주주가치 제고 효과는 제한적일 듯, 장기투자매력은 여전하다고 판단

자본비용이 견고하다는 점은 M&A 여력이 높다는 점을 의미하기 때문에 긍정적 요인으로 볼 수 있지만 한편으로는 과자본을 수반한다는 점에서 자본효율성에 대한 우려가 커지는 양면성을 지닌다. ROE가 높아지기 어렵다는 측면 때문에 지금까지 동사의 과자본은 주가에 부담이 되어 왔다. 그러나 최근 KB 금융이 ING 생명 인수에 관심을 보이면서 과자본 해소, 자본효율화에 대한 기대감이 커지고 있는데 우리는 동사가 ING 생명을 인수한다고 해도 주주가치 제고 효과는 제한적일 것으로 판단한다. 그 이유는 현재의 경쟁 상황을 고려시 저가 인수는 쉽지 않을 것이고, 이 경우 투자자본이익률(ROIC)이 조달코스트와 영업권상각 등을 고려한 비용률보다 충분히 높지는 않을 것으로 추정되기 때문이다. 또한 ING 생명 인수 후에는 추가적인 M&A 여력이 거의 소진된다는 점도 기대감 소멸 요인이다. 그러나 보수적인 총당금 적립, 건전성 관리 능력 향상 등으로 인해 과거에 비해 이익안정성이 매우 높아진데다 현 PBR이 역대 최저 multiple 수준인 0.6 배에 불과해 가격 매력이 높기 때문에 장기투자매력은 크다고 판단된다. 또한 동사가 ING 생명 외 다른 전략적 선택을 할 가능성도 얼마든지 열려 있기 때문에 KB 금융측의 향후의 행보를 조금 더 지켜볼 필요가 있다.

KB금융 1분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	(QoQ, %)	(YoY, %)
순이자이익	1,678	1,739	1,804	1,883	1,797	-4.6	7.1
순수수료이익	579	419	402	396	397	0.5	-31.3
당기손익인식 금융상품이익	298	307	105	326	190	-41.7	-36.2
기타비이자이익	-263	-2	-276	-551	-208	NA	NA
총영업이익	2,291	2,463	2,035	2,053	2,176	6.0	-5.0
판관비	875	1,005	967	1,084	975	-10.1	11.4
총전영업이익	1,416	1,458	1,068	969	1,201	23.9	-15.2
영업외이익	16	-70	3	-86	-5	NA	NA
대손상각비	416	302	288	507	390	-23.1	-6.3
세전이익	1,017	1,086	783	376	806	114.5	-20.7
법인세비용	237	255	192	148	199	34.3	-15.9
비지배주주지분이익	22	14	12	8	4	-56.2	-83.1
당기순이익	758	817	579	219	603	175.3	-20.4

주: 2010년은 K-GAAP, 2011년 이후는 K-IFRS 연결 기준

자료: KB금융, 대신증권 리서치센터

KB금융 1분기 실적 항목별 특이 요인

항목	비고
기타비이자이익	배당수익 400억원, 파생상품 CVA 평가익 300억원(상동조선), 그외 마사용한도 충당금 환입 및 주식형펀드 매각익 260억원
영업외이익	유압코 및 BCC 지분법 평가익 90억원

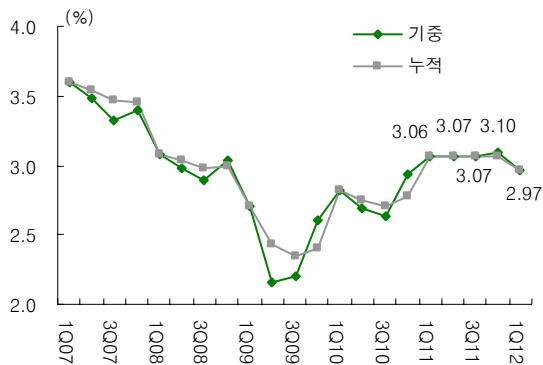
자료: 대신증권 리서치센터

2012년 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치		직전추정치		컨센서스	대신증권 추정치		
	1Q11	4Q11	1Q12(A)	Yy	QoQ	1Q12		2Q12(F)	Yy	QoQ
총전영업이익	1,416.3	969.1	1,201.2	-15.2	23.9	1,211.9	NA	1,290.9	-11.4	7.5
세전이익	1,016.5	375.9	806.3	-20.7	114.5	780.5	NA	842.4	-22.4	4.5
순이익	757.6	219.1	603.2	-20.4	175.3	602.8	598.6	613.7	-24.9	1.7

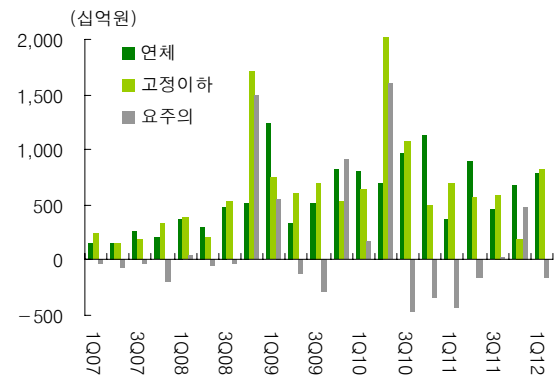
그림 1. 순이자마진 추이



주: 카드포함 순이자마진 기준

자료: KB금융, 대신증권 리서치센터

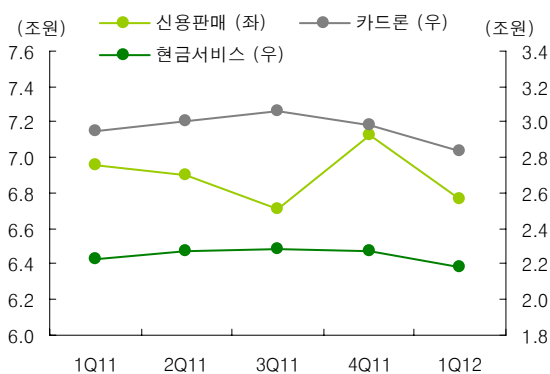
그림 2. 실질 연체 및 고정이하어신 순증액 추이



주: 상각, 매각 전 실질 순증액 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

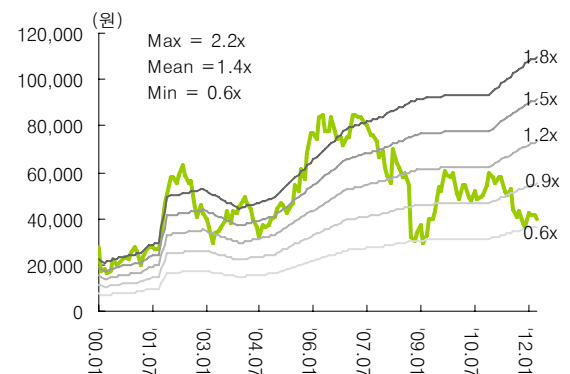
그림 3. KB카드 상품자산 추이



주: 상품자산 잔액 기준

자료: KB금융, 대신증권 리서치센터

그림 4. KB금융 PBR 추이



주: Trailing PBR 기준

자료: 대신증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
총영업이익 (십억원)	7,366	8,843	8,947	9,520	10,077
세전이익 (십억원)	19	3,261	3,170	3,369	3,566
연결당기순이익 (십억원)	88	2,373	2,339	2,483	2,625
EPS (원)	229	6,142	6,053	6,428	6,795
증감율 (%)	-83.6	2,586.9	-1.4	6.2	5.7
Adj. BPS (원)	52,012	59,319	64,625	69,953	75,148
PER (배)	262.5	5.9	6.6	6.2	5.9
PBR (배)	1.2	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	0.4	11.0	9.8	9.6	9.4
ROA (%)	0.0	0.9	0.8	0.8	0.8

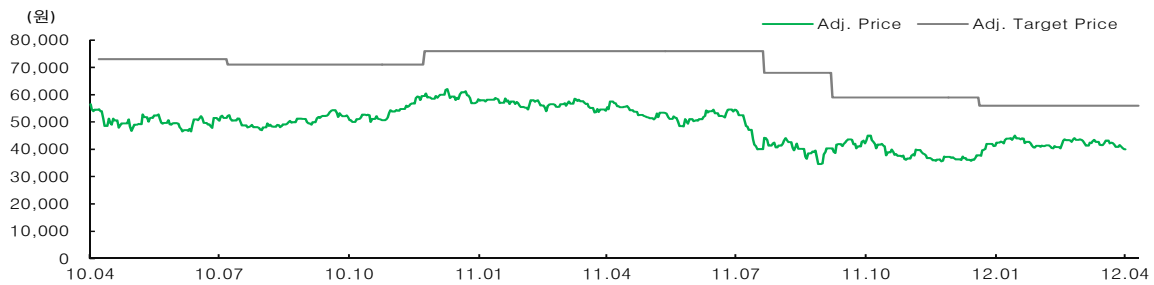
자료: KB금융, 대산증권 리서치센터

▶ 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: 최정욱).

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



제시일자	12.04.30	12.04.03	12.03.28	12.02.10	12.02.06	12.01.15	11.12.13	11.11.21	11.11.12	11.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	56,000	56,000	56,000	56,000	56,000	56,000	59,000	59,000	59,000	59,000
제시일자	11.10.03	11.08.16	11.08.01	11.07.18	11.07.11	11.07.06	11.06.30	11.06.23	11.06.02	11.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	59,000	68,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000
제시일자	11.04.24	11.04.07	11.03.25	11.03.02	11.02.27	11.01.30	11.01.05	10.12.19	10.11.12	10.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	71,000	71,000

▶ 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