

KB금융(105560)

매수(유지)

목표주가: 66,000원(상향)

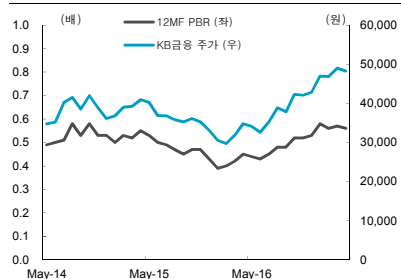
Stock Data

KOSPI(4/14)	2,135
주가(4/14)	48,250
시가총액(십억원)	20,174
발행주식수(백만)	418
52주 최고/최저가(원)	51,900/31,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	46,966
유동주식비율/외국인지분율(%)	82.3/65.1
주요주주(%)	국민연금 9.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.5)	23.2	43.4
상대주가(%p)	(6.5)	17.7	37.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

손해보험과 캐피탈을 발판으로 종합금융그룹으로 도약

KB손해보험과 KB캐피탈의 완전자회사 방안에 따라 목표주가를 10% 상향

KB금융은 지난주 금요일 KB손해보험과 KB캐피탈을 완전 자회사로 편입하는 방안을 발표했다. KB손해보험과 KB캐피탈의 잔여 지분(각각 60.2%, 48.0%)에 대해 현금을 지급하는 공개매수를 우선적으로 진행한 다음, 공개매수에 응하지 않는 주식들은 KB금융과의 주식교환을 추진할 예정이다. 이번 자회사 지분 확대 방안은 성사될 것으로 보고 KB금융의 2017년 지배순이익을 2,74조원으로 기존 전망 대비 9% 증액한다. 이에 따라 목표주가도 66,000원으로 10% 상향한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.84배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 지속가능 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 8.2%, 9.4%, 2.0%다.

공개매수와 주식교환이라는 두 가지 옵션을 부여

공개매수 가격은 KB손해보험은 33,000원, KB캐피탈은 27,500원으로 2016년 trailing PBR로는 각각 0.90배, 0.73배 수준이다. 이는 각 회사들의 52주 최고가 수준으로 KB손해보험과 KB캐피탈의 현재 주가보다 각각 17.9%, 7.8% 프리미엄이 부여됐다(표2). 주식교환의 경우, KB손해보험과 KB캐피탈의 주식 1주가 각각 KB금융 주식 0.572주, 0.520주로 바뀌게 된다(표3).

손해보험과 캐피탈 주주 입장에서 주식교환이 더 유리하려면 KB금융 주가가 현재보다 각각 19%, 10% 상승해야 한다(표4). 결국 자회사의 소액주주들은 공개매수기간(4월 17일~5월 12일) 동안 KB금융의 주가 추이를 보면서 공개매수와 주식교환이라는 두 가지 선택지 중에 하나를 고를 것이다. 다만 소액주주들의 상당수가 공개매수를 택할 것이기 때문에 남은 지분에 대한 주식교환은 작년부터 KB금융이 매입한 자사주 8,000억원으로 충당이 가능하다. 따라서 이번 자회사 지분 확대 방안으로 인한 희석효과는 미미하다.

수익성 높은 비은행 자회사 지분 확대로 그룹 ROE도 개선

이번 지분 확대로 KB금융의 ROE는 0.7%p 상승한다. 현재 KB금융의 정상적 ROE는 7% 수준인데 KB손해보험과 KB캐피탈은 모두 13% 수준이기 때문이다. 구체적으로 보면, 지배순이익 기준으로 KB손해보험에서 1,800억원(연간이익 3,000억원 x 60%), KB캐피탈에서 480억원(연간이익 1,000억원 x 48%)이 새롭게 추가된다. 반면 지배 자기자본은 100% 공개매수된다는 가정 아래 KB손해보험에서 영업매수차익 1,450억원, KB캐피탈에서 3,870억원(총자본 8,070억원 x 48%)이 추가되는데 그친다. 정상적 지배순이익이 2,300억원 추가됨에 따라 KB금융의 정상적 ROE는 7% 초반에서 8%로 상승하게 된다.

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	7,382	3,202	1,698	4,396	21.2	74,234	7.5	0.45	0.55	6.2	3.0
2016A	7,445	3,168	2,144	5,381	22.4	77,815	8.0	0.55	0.65	7.5	2.9
2017F	9,348	4,565	2,744	6,920	28.6	84,611	7.0	0.57	0.73	8.9	3.4
2018F	9,830	4,554	2,615	6,594	(4.7)	89,555	7.3	0.54	0.64	7.8	3.4
2019F	10,366	4,985	2,786	7,027	6.6	94,932	6.9	0.51	0.65	7.8	3.7

지분 확대 관련 불확실성 해소는 주가에 긍정적

그동안 KB손해보험과 KB캐피탈의 완전 자회사 추진이라는 방향성 자체는 널리 공감되었지만, 소액주주와의 이해상충 우려와 IFRS 17 도입으로 인한 KB손해보험의 자본적정성 이슈로 인해 지분 확대의 시기 및 방법에 대한 불확실성은 컸었다. 이번에 예상보다 빠른 공개매수와 주식교환의 순차적 추진은 두 가지 불확실성을 모두 제거시켜주기 때문에 KB금융의 상승하는 ROE에 맞추어 주가는 다시 상승할 것이다.

우선 이해상충 문제는 소액주주들을 만족시키기에 충분한 프리미엄을 부여해 공개매수함으로써 해결했다. KB금융 주주 입장에서 프리미엄은 많이 줬지만 장부가 이하로 자회사들의 추가 지분을 매입하는 것이기 때문에 희석 효과가 제한적인 상황에서 ROE 개선으로 인한 주가 상승을 누릴 수 있다. 두 번째로 IFRS 17의 부채 시가평가로 인한 RBC 비율 하락 문제는 KB손해보험이 완전 자회사가 됨에 따라 이익의 100% 내부유보가 가능해지고 시장금리도 상승하기 때문에 별도의 유상증자 없이 해결할 수 있게 된다. KB금융의 자회사 포트폴리오 관련 불확실성 제거와 ROE 개선을 주목해야 한다.

〈표 1〉 KB금융과 KB손해보험, KB캐피탈의 주식수 현황

(단위: 천 주)

	KB 금융				KB 손해보험	KB 캐피탈
	2016.12	2017.03	공개매수	주식교환	2016.12	2016.12
발행주식수	418,112	418,112	418,112	424,859	66,500	21,492
자사주	19,701	21,546	21,546	0	0	0
유통주식수	398,411	396,565	396,565	424,859	66,500	21,492

주: 100% 공개매수를 하면 주식수 변동 없음. 100% 주식교환을 할 경우 발행주식수는 1.6%, 유통주식수는 7.1% 증가

자료: KB금융, KB손해보험, KB캐피탈, 한국투자증권

〈표 2〉 공개매수 주요 내용

(단위: 천 주, %, 원, 십억원, 배)

	KB 손해보험	KB 캐피탈	KB 금융
보유주식수(천 주)	26,473	11,181	
(지분율)	39.8%	52.0%	
매수주식수(천 주)	40,027	10,311	
(지분율)	60.2%	48.0%	
공개매수가격(원)	33,000	27,500	
매수금액(십억원)	1,321	284	
전일 증가(원)	28,000	25,500	48,250
(프리미엄)	17.9%	7.8%	
현재 trailing PBR(배)	0.76	0.68	0.62
매수 trailing PBR(배)	0.90	0.73	
4Q16 BPS(원)	36,625	37,530	77,791
임가매수차익(십억원)	145	n/a	

자료: KB금융, KB손해보험, KB캐피탈, 한국투자증권

〈표 3〉 주식교환 주요 내용

(단위: 천 주, 원)

	KB 손해보험	KB 캐피탈	KB 금융
발행주식수(천 주)	66,500	21,492	
교환가능주식수(천 주)	40,027	10,311	
교환비율	0.573	0.520	1
교환가액(원)	27,885	25,320	48,676
주식매수청구가액(원)	27,495	25,234	n/a
최대가능 KB 금융 주식교부수(천 주)	22,930	5,364	n/a

자료: KB금융, KB손해보험, KB캐피탈, 한국투자증권

〈표 4〉 주식교환이 더 유리하기 위해 필요한 KB금융 추가 상승폭

(단위: 원, %)

	KB 손해보험 추가(원)	KB 캐피탈 추가(원)	KB 금융 추가(원)	상승폭
KB 캐피탈	30,286	27,500	52,868	10%
KB 손보	33,000	29,964	57,604	19%

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 공개매수 및 주식교환의 주요 일정

항목	KB 금융	KB 손해보험	KB 캐피탈
공개매수			
공개매수기간	2017.4.17~5.12		
주식교환			
주주 확정일	2017.4.24	2017.5.23	
주주명부폐쇄기간	2017.4.25~4.27	2017.5.23~5.26	
반대의사통지기간	2017.4.27~5.11	2017.4.14~6.14	
주주총회 일자	n/a	2017.6.15	
주식매수청구권 행사기간	n/a	2017.6.15~6.26	
구주권제출기간	n/a	2017.6.22~6.30	
교환일자	2017.7.3		
신주권교부예정일	2017.7.13	n/a	n/a
신주 상장예정일	2017.7.14	n/a	n/a

자료: KB금융, KB손해보험, KB캐피탈, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

KB금융의 전신인 국민은행은 1963년 설립됐으며, 2001년 이루어진 국민은행과 주택은행의 합병은 당시 이익 규모로 1, 2위였던 은행 간의 합병으로 회자된다. 2008년 KB금융을 설립하며 금융지주사 체제를 갖췄다. 최근 몇 년간 속도감 있는 사업다각화 행보를 보이며 현재 국민은행, 국민카드, KB손해보험, KB증권, KB캐피탈 등을 계열회사로 보유 중이다.

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평균)
- 고정이하여신: 건전성에 따라 정상, 요구의, 고정, 회수의문, 추정손실로 여신 분류. 고정, 회수의문, 추정손실 합산
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 총당금 커버리지 비율: 대손충당금 / 고정이하여신
- 대손율: 대손충당금전입액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 바젤 III: 국제결제은행(BIS) 산하 바젤은행감독위원회(BCBS)가 내놓은 국제 은행 자본규제
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	329,065	375,674	411,094	430,164	448,642
현금 및 예치금	16,316	17,885	18,536	19,281	20,082
유가증권	51,791	75,027	74,320	77,922	81,520
대출채권	245,005	265,486	282,844	296,080	308,710
유형자산	3,287	3,627	3,320	3,436	3,549
투자부동산	212	755	488	455	451
관계기업투자	1,738	1,771	797	797	797
무형자산과 영업권	467	652	797	797	797
기타자산	10,249	10,471	29,993	31,396	32,736
총부채	300,163	344,412	377,540	394,650	410,995
예수금	224,268	239,730	254,199	265,685	276,941
당기손익인식지정금융부채	2,388	10,979	16,630	17,469	18,076
단기매매금융부채	587	1,144	1,732	1,819	1,883
차입부채	16,241	26,251	22,786	23,246	24,162
사채	32,601	34,992	37,881	39,737	41,446
기타부채	24,079	31,316	44,312	46,694	48,488
자기자본	28,903	31,261	33,554	35,514	37,647
(지배주주지분)자기자본	28,681	30,998	33,554	35,514	37,647
자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
보통주자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	16,423	17,563	17,563	17,563	17,563
자본조정	(569)	(1,291)	(1,369)	(1,369)	(1,369)
기타포괄손익누계액	430	405	405	405	405
이익잉여금	10,464	12,229	14,863	16,824	18,956

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	7,382	7,445	9,348	9,830	10,366
순이자이익	6,203	6,403	7,662	8,280	8,672
이자수익	10,376	10,022	11,446	12,477	13,402
이자비용	4,173	3,619	3,784	4,196	4,731
비이자이익	1,179	1,042	1,686	1,550	1,695
순수수료 수익	1,535	1,585	2,145	2,303	2,408
유가증권 처분/평가	682	548	1,351	1,363	1,440
기타비이자이익 항목	(1,038)	(1,090)	(1,809)	(2,115)	(2,153)
대손상각비+총당부채순전입액	1,037	539	953	1,131	1,338
순영업수익	6,345	6,906	8,394	8,699	9,028
판관비	4,524	5,229	5,088	5,438	5,542
인건비	3,109	3,717	3,338	3,572	3,643
각종 상각비	257	289	326	351	355
고정비성 경비	705	715	832	873	893
변동비성 경비	452	507	592	642	651
영업이익	1,821	1,677	3,306	3,262	3,486
영업외이익	344	952	306	161	161
(총당금적립전이익)	3,202	3,168	4,565	4,554	4,985
법인세비용차감전계속사업이익	2,165	2,629	3,612	3,423	3,647
법인세비용	437	438	852	808	861
(실효세율)(%)	20.2	16.7	23.6	23.6	23.6
계속사업이익	1,727	2,190	2,760	2,615	2,786
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,727	2,190	2,760	2,615	2,786
(지배주주지분)당기순이익	1,698	2,144	2,744	2,615	2,786

주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
수익성(%)					
ROE	6.2	7.5	8.9	7.8	7.8
ROA	0.55	0.65	0.73	0.64	0.65
순이자마진(NIM)	1.92	1.86	2.04	2.09	2.10
예대금리차(NIS)	2.04	2.01	2.16	2.20	2.19
Cost-income ratio	61.3	70.2	54.4	55.3	53.5
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	21.2	26.2	28.0	(4.7)	6.6
대출채권 증가율	5.9	8.4	6.5	4.7	4.3
총전이익 증가율	2.3	(1.1)	44.1	(0.3)	9.5
대손비용 증가율	(15.5)	(48.0)	76.8	18.6	18.3
총자산 증가율	6.7	14.2	9.4	4.6	4.3
대출채권/예수금	109.2	110.7	111.3	111.4	111.5
자산건전성(%)					
NPL(고정이하여신) 비율	1.17	0.85	0.66	0.54	0.48
NPL 커버리지 비율	179.0	223.5	260.5	306.9	343.5
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	15.5	15.3	15.0	14.5	14.8
보통주자본비율(CET1)	13.5	14.2	14.0	13.5	13.8
기본자본비율(Tier 1 ratio)	13.6	14.4	14.1	13.6	13.9

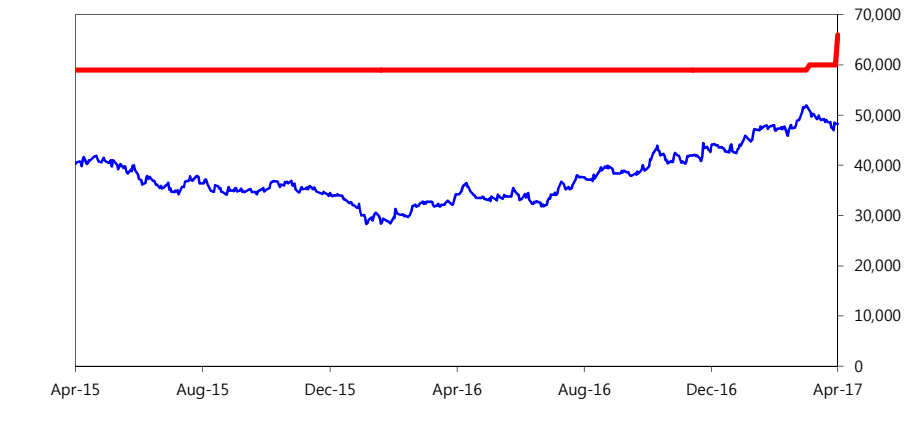
주: K-IFRS (연결) 기준

Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당 지표(원)					
BPS(KIS 기준)	74,234	77,815	84,611	89,555	94,932
EPS(KIS 기준)	4,396	5,381	6,920	6,594	7,027
DPS	980	1,250	1,650	1,650	1,800
PPEPS(KIS 기준)	7,080	6,735	9,324	9,446	10,401
주가 지표(배)					
P/B	0.45	0.55	0.57	0.54	0.51
P/E	7.5	8.0	7.0	7.3	6.9
P/PPE	4.7	6.4	5.2	5.1	4.6
배당수익률(%)	3.0	2.9	3.4	3.4	3.7
배당성장률(%)	22.3	23.2	23.8	25.0	25.6
ROE 분해(%)					
레버리지(배)	11.3	11.5	12.1	12.3	12.1
이자부자산 비율	90.8	89.2	88.5	85.2	85.2
순이익/이자부자산	0.61	0.73	0.83	0.75	0.76
순이자이익률	2.22	2.18	2.30	2.36	2.37
비이자이익률	0.42	0.35	0.51	0.44	0.46
대손상각비율	(0.37)	(0.18)	(0.29)	(0.32)	(0.37)
판관비율	(1.62)	(1.78)	(1.53)	(1.55)	(1.51)
기타이익률	(0.04)	0.16	(0.17)	(0.18)	(0.19)

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KB 금융(105560)	2015.04.29	매수	59,000 원
	2017.03.20	매수	60,000 원
	2017.04.16	매수	66,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 16일 현재 KB금융 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 KB금융 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.