

2017. 4. 17



## ▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 61,000 원

현재주가 (4.14) 48,250 원

상승여력 26.4%

KOSPI 2,134.88pt

시가총액 201,739억원

발행주식수 41,811만주

유동주식비율 82.28%

외국인비중 65.05%

52주 최고/최저가 51,900원 / 31,800원

평균거래대금 513.0억원

## 주요주주(%)

국민연금공단 9.85

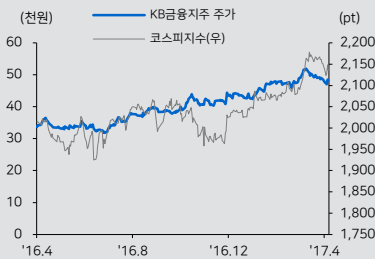
JP Morgan Chase Bank 6.95

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.49 23.24 43.39

상대주가 -5.65 17.95 47.79

## 주가그래프



## KB금융 105560

## 리딩뱅크의 귀환

- ✓ KB금융 이사회, KB손해보험, KB캐피탈 완전자회사 추진 발표
- ✓ 미보유 지분에 대해 100% 공개매수 진행, 잔여지분은 KB금융 자사주와 스왑 예정
- ✓ 공개매수 가격은 현 주가대비 17.9%, 7.8% 할증된 33,000원, 27,500원
- ✓ 완전자회사로 인한 순이익 증가 규모는 2,500억원, ROE 개선효과는 0.8%p로 추정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 61,000원, 업종 내 Top pick 유지

## KB 손보, KB 캐피탈 완전자회사 추진 발표

지난 14일, KB금융 이사회는 KB손보와 KB캐피탈에 대한 완전자회사 편입 계획을 발표했다. 미보유 지분 60.2%, 48.0%에 대해 100% 공개매수를 진행한 뒤, 잔여 지분은 KB금융의 자사주와 스왑(교환비율 1:0.57, 1:0.52)할 예정이다. 공개매수 가격은 주당 33,000원, 27,500원으로 현 주가대비 각각 17.9%, 7.8% 할증된 수치이다. 총 소요 자금은 1,600억원으로 예상되며, 높은 공개매수 가격을 감안시 자사주 스왑 가능성은 낮아 보인다.

## 업종 내 최고 수준의 이익체력과 수익성 확보

경상적인 이익체력이 지속적으로 상승하고 있다. 대규모 구조조정에 따른 영업 레버리지 효과 및 KB증권 이익개선과 함께 하반기에는 KB손보, 캐피탈의 이익도 100% 반영될 예정이다. 두 회사의 완전자회사 편입으로 인한 순이익 증가 규모는 단순 계산시 약 2,500억원으로, '17년 KB금융 예상 순이익 2,500억원의 10%에 해당한다. ROE 개선 효과는 약 0.8%p로 추정되며, 경상 ROE도 8%대로 상향 조정될 전망이다. 업종 내 최고 수준의 이익체력, 수익성, 비은행 포트폴리오를 확보하였으며, 경쟁 업체와의 PBR spread 축소 과정에서 점진적인 주가 상승이 기대된다.

## 은행업종 Top pick 지속 추천

압도적인 자본비율 경쟁력을 바탕으로 한 외형확대 전략이 마무리 단계에 접어들었다. 당분간 추가적인 M&A 가능성이 낮아진 만큼 Inorganic growth가 아닌 비은행 부문을 중심으로 한 Organic growth 창출에 집중할 필요가 있다. 100% 지분 인수가 확정되는 시점에 실적 추정치를 상향 조정할 예정이며 적정주가 61,000원, 업종 내 Top pick 투자의견을 유지한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2015	7,382	2,858	1,821	1,698	4,396	21.2	74,234	7.5	0.4	6.1	0.5
2016	7,445	2,216	1,677	2,144	5,459	24.2	77,815	7.8	0.6	7.2	0.6
2017E	8,559	4,201	3,325	2,501	5,981	9.6	85,196	8.1	0.6	7.8	0.7
2018E	8,879	4,451	3,540	2,663	6,368	6.5	90,371	7.6	0.5	7.8	0.7

표1 공개매수 및 주식교환 관련 Summary

(단위: 원, %, 억원)	KB손해보험	KB캐피탈
1) 공개매수		
공개매수 가격 (A)	33,000	27,500
현주가 (04/14)	28,000	25,500
공개매수 Premium	17.9	7.8
공개매수 수량 (B)	40,027,241	10,311,498
소요 자금 (AXB)	13,209	2,836
공개매수 기간	'17.04.17 ~ '17.05.12	
2) 주식교환		
교환 비율	1:0.572870	1:0.521639
교환 · 이전계약일	'17.04.14	
주주확정 기준일	'17.04.24	
주주명부 폐쇄기간	'17.04.25 ~ '17.04.27	
합병 반대이사 통지기간	'17.04.27 ~ '17.05.11	
교환 · 이전일	'17.07.03	
신주권 교부예정일	'17.07.13	
신주의 상장예정일	'17.07.14	

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 장부가치 및 시장가치 대비 인수가격

(단위: 억원, 배)	KB손해보험	KB캐피탈
총 인수 금액	23,746	5,634
'16년말 자본총계	24,356	8,066
장부가치 대비	1.0	0.7
현재 시가총액(04/14)	18,620	5,480
시장가치 대비	1.3	1.0

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 KB손해보험 지분 인수 History

(단위: 주, 억원)	KB손보 발행주식수	KB금융 취득주식수	취득가액	누적 지분율	비고
2015.06	60,000,000	11,682,580	6,514	19.47%	LIG손해보험 인수
2015.11	60,000,000	8,290,179	2,316	33.29%	자사주 매입
2016.12	66,500,000	6,500,000	1,706	39.81%	3자배정 유상증자
2017.04	66,500,000	40,027,241	13,209	100.00%	공개매수

주: 잔여지분은 전액 공개매수(주당 33,000원)를 통한 인수 가정

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 KB캐피탈 지분 인수 History

(단위: 주, 억원)	KB캐피탈 발행주식수	KB금융 취득주식수	취득가액	누적 지분율	비고
2014.03	21,492,128	11,180,630	2,799	52.02%	우리파이낸셜 인수
2017.04	21,492,128	10,311,498	2,836	100.00%	공개매수

주: 잔여지분은 전액 공개매수(주당 27,500원)를 통한 인수 가정

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 KB금융 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	7.7
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	9.8
Risk Free Rate	%	C	1.9
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	1.3
COE 조정계수	%	F	3.0
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	12.8
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.61
Premium/Discount	%	J	15.0
Target PBR	배	$K=I \times (1+J)$	0.70
12M Fwd BPS	원	L	86,900
적정주가	원	$M=K \times L$	61,000
현재가(04/14)	원	N	48,250
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	26.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표6 KB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	FY16	FY17E
순이자이익	1,506	1,545	1,601	1,751	1,736	1,760	1,785	1,788	6,403	7,070
이자수익	2,466	2,465	2,482	2,609	2,633	2,670	2,708	2,724	10,022	10,735
이자비용	960	920	881	859	896	909	923	936	3,619	3,665
순수수료이익	368	364	376	477	453	459	465	468	1,585	1,846
수수료수익	720	760	777	894	850	861	873	877	3,151	3,462
수수료비용	351	396	401	417	397	402	407	409	1,566	1,616
기타비이자이익	-34	-20	-66	-423	-88	-89	-90	-90	-542	-357
총영업이익	1,841	1,889	1,911	1,805	2,102	2,131	2,160	2,166	7,445	8,559
판관비	1,054	1,069	995	2,111	1,073	1,077	1,001	1,207	5,229	4,358
총전영업이익	787	820	916	-306	1,029	1,054	1,159	959	2,216	4,201
총당금전입액	119	195	194	32	200	216	219	241	539	877
영업이익	668	625	721	-337	829	838	940	718	1,677	3,325
영업외손익	52	125	40	734	-11	11	-23	11	952	-11
세전이익	720	750	762	397	818	849	917	729	2,629	3,314
법인세비용	166	155	184	-67	188	195	211	168	438	762
당기순이익	554	595	577	463	630	654	706	561	2,190	2,552
지배주주	545	580	564	454	617	641	692	550	2,144	2,501
비지배지분	9	15	13	9	13	13	14	11	46	51

자료: KB금융, 메리츠종금증권 리서치센터

## KB 금융 (105560)

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	16,316	17,885	18,949	20,081
대출채권	245,005	265,486	275,279	286,168
금융자산	54,327	78,159	81,042	84,247
유형자산	3,287	3,627	3,761	3,910
기타자산	10,130	10,517	10,905	11,336
<b>자산총계</b>	<b>329,065</b>	<b>375,674</b>	<b>389,936</b>	<b>405,742</b>
예수부채	224,268	239,730	253,998	269,169
차입부채	16,241	26,251	24,275	22,502
사채	32,601	34,992	32,357	29,994
기타부채	27,053	43,439	46,024	48,773
<b>부채총계</b>	<b>300,163</b>	<b>344,412</b>	<b>356,654</b>	<b>370,439</b>
자본금	1,932	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	15,855	16,995	16,995	16,995
자본조정	0	-722	-722	-722
기타포괄손익누계액	430	405	512	528
이익잉여금	10,464	12,229	14,126	16,114
비지배지분	222	263	280	297
<b>자본총계</b>	<b>28,903</b>	<b>31,261</b>	<b>33,282</b>	<b>35,303</b>

## Key Financial Data I

	2015	2016	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	4,396	5,459	5,981	6,368
BPS	74,234	77,815	85,196	90,371
DPS	980	1,250	1,560	1,740
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	7.5	7.8	8.1	7.6
PBR (배)	0.4	0.6	0.6	0.5
배당수익률	3.0	2.9	3.2	3.6
배당성장	22.3	23.2	24.2	25.3
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE	6.1	7.2	7.8	7.8
ROA	0.5	0.6	0.7	0.7
Credit cost	0.4	0.2	0.3	0.3
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	109.2	110.7	108.4	106.3
C/I Ratio	61.3	70.2	50.9	49.9

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	6,203	6,403	7,070	7,330
이자수익	10,376	10,022	10,735	11,213
이자비용	4,173	3,619	3,665	3,883
순수수료이익	1,535	1,585	1,846	1,919
수수료수익	2,971	3,151	3,462	3,599
수수료비용	1,436	1,566	1,616	1,680
기타비이자이익	-356	-542	-357	-370
총영업이익	7,382	7,445	8,559	8,879
판관비	4,524	5,229	4,358	4,428
총전영업이익	2,858	2,216	4,201	4,451
총당금전입액	1,037	539	877	911
영업이익	1,821	1,677	3,325	3,540
영업외손익	344	952	-11	-12
세전이익	2,165	2,629	3,314	3,528
법인세비용	437	438	762	811
당기순이익	1,727	2,190	2,552	2,717
지배주주	1,698	2,144	2,501	2,663
비지배지분	29	46	51	54

## Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	15.5	15.3	15.5	15.8
Tier 1 Ratio	13.6	14.4	14.7	15.0
CET 1 Ratio	13.5	14.2	14.5	14.9
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	1.2	0.9	1.0	1.0
Precautionary Ratio	2.4	2.1	2.3	2.4
NPL Coverage	161.1	200.3	179.7	178.5
<b>성장성</b>				
자산증가율	6.7	14.2	3.8	4.1
대출증가율	5.9	8.4	3.7	4.0
순이익증가율	21.2	26.2	16.7	6.5
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.9	1.7	1.8	1.8
비이자이익	0.4	0.3	0.4	0.4
판관비	-1.4	-1.4	-1.1	-1.1
대손상각비	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 은경완)

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

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## KB 금융(105560) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.10.23	기업브리프	Buy	49,000	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	49,000	박선호	
2016.01.19	기업브리프	Buy	49,000	박선호	
2016.02.02	산업브리프	Buy	49,000	박선호	
2016.02.05	기업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.03	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.11	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.03.16	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	46,000	박선호	
2016.04.22	기업브리프	Buy	46,000	박선호	
담당자변경					
2016.08.16	산업분석	Buy	50,000	은경완	
2016.10.21	기업브리프	Buy	50,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	52,500	은경완	
2017.01.04	기업브리프	Buy	52,500	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	52,500	은경완	
2017.02.10	기업브리프	Buy	61,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	61,000	은경완	
2017.04.17	기업브리프	Buy	61,000	은경완	