

2019. 2. 11



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 58,000 원

현재주가 (2.8) 48,100 원

상승여력 20.6%

KOSPI 2,177.05pt

시가총액 201,112억원

발행주식수 41,811만주

유동주식비율 84.31%

외국인비중 68.55%

52주 최고/최저가 66,800원/44,550원

평균거래대금 568.0억원

주요주주(%)

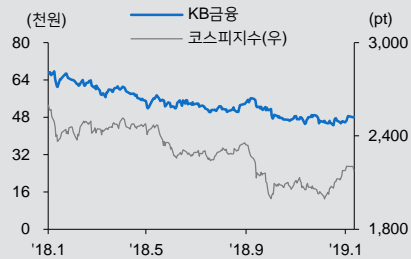
국민연금 9.50

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 5.7 -8.6 -21.7

상대주가 -1.7 -3.3 -13.4

주가그래프



KB금융 105560

4Q18 Review: 비우호적인 경영 환경과 자본에 대한 고민 필요

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 58,000원으로 하향
- ✓ 4Q18P 순이익 2,001억원(-63.9% YoY, -79.0 QoQ)으로 컨센서스 54.0% 하회
- ✓ 5천억원 이상의 대규모 일회성 비용 지출과 비은행 주력 자회사 실적 부진이 원인
- ✓ 1) NIM -2bp, 2) Loan growth +2.1%, 3) CCR 0.3%, 4) CIR 76.4% 5) CET1 14.0%
- ✓ 비우호적인 경영 환경과 자본활용에 대한 고민 필요

4Q18 Earnings review

KB금융의 4분기 지배주주순이익은 2,001억원(-63.9% YoY, -79.0% QoQ)으로 당사 추정치와 컨센서스를 각각 51.4%, 54.0% 하회했다. 1) 희망퇴직 비용 2,860억원, 2) 특별 보로금 1,850억원, 3) 세무조사 및 기부금 680억원, 4) KB증권(4Q18 324억원 적자), KB손해보험(4Q18 순이익 14억원)의 실적 부진 등이 겹친 결과다. 이외 실적 관련 주요 사항은 1) 마진 2bp 하락, 2) 원화대출성장률 +2.1% QoQ, 3) 보수적 경기 전망 반영에 따른 대손비용률(30bp) 상승, 4) FY17과 동일한 주당 배당금 1,920원(배당성향 24.7%(+1.6%p YoY)) 결정 등으로 요약된다.

비우호적인 경영 환경과 자본에 대한 고민 필요

하반기 새로운 잔액기준 COF가 도입되며, 내년엔 변경된 예대율 규제 산식이 적용된다. 리테일 여신 비중이 높은 KB국민은행의 재무적 손실을 야기시킬 수 있는 정책들이다. 설사 상기 요인들의 실질적 영향이 크지 않더라도 투자자들의 불편함은 이를 확인하는 시점까진 지속될 가능성이 크다. 비은행 자회사들의 실적 역시 카드 수수료율 인하, 자동차 보험료 인상의 레깅 효과 등을 감안시 지금 당장 급격한 개선을 기대하기 힘들다. '19년 KB금융의 순이익 전망치를 기존 3,430억원에서 3,240억원으로 조정하며, 이를 반영해 적정주가가 58,000원으로 하향한다.

최근 언론 보도에 따르면 금융당국이 은행권의 배당 확대를 자본 적정성을 해치지 않는 내에서 용인할 것이라 밝혔다. 이에 실적 발표를 마친 하나금융지주와 KB금융 모두 배당성향이 전년 대비 소폭 상향됐다. 문제는 금융당국이 검토하는 배당성향 확대 범위가 일본 27%, 미국 25% 수준이라는 점이다. 즉, 향후 시중은행의 배당성향 개선폭은 1~2%에 그칠 것이라는 의미다. 가장 높은 자본비율을 보유하고 있는 KB금융의 자본 활용(자사주 매입, M&A 등)에 대한 고민이 재차 필요하다.

| (십억원) | 총영업이익 | 총전이익 | 영업이익 | 당기순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (%) | ROA (%) |
|-------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2016 | 7,445 | 2,216 | 1,677 | 2,144 | 5,459 | 24.2 | 77,815 | 7.8 | 0.6 | 7.2 | 0.6 |
| 2017 | 10,192 | 4,564 | 4,015 | 3,311 | 7,920 | 45.1 | 85,302 | 8.0 | 0.7 | 10.2 | 0.8 |
| 2018P | 10,860 | 4,893 | 4,219 | 3,069 | 7,340 | -7.3 | 90,283 | 6.3 | 0.5 | 8.8 | 0.7 |
| 2019E | 11,271 | 5,253 | 4,431 | 3,240 | 7,749 | 5.6 | 96,674 | 6.2 | 0.5 | 8.8 | 0.7 |

| (십억원) | 4Q18P | 4Q17 | (% YoY) | 3Q18 | (% QoQ) | 당사예상치 | (% diff) | 컨센서스 | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|------|----------|
| 순이자이익 | 2,314 | 2,166 | 6.8 | 2,251 | 2.8 | | | | |
| 총영업이익 | 2,478 | 2,747 | -9.8 | 2,805 | -11.7 | | | | |
| 판관비 | 1,892 | 1,832 | 3.3 | 1,331 | 42.2 | | | | |
| 총전이익 | 586 | 915 | -36.0 | 1,475 | -60.3 | | | | |
| 총당금전입액 | 246 | 68 | 259.8 | 146 | 68.0 | | | | |
| 지배주주순이익 | 200 | 554 | -63.9 | 954 | -79.0 | 412 | -51.4 | 435 | -54.0 |

자료: KB금융, 메리츠증권증권 리서치센터

| (억원) | 금액 | 비고 |
|--------|-------|----------------------------------|
| 판관비 증가 | 4,710 | 희망퇴직 비용 2,860억원 + 특별 보로금 1,850억원 |
| 영업외 비용 | 680 | 정기세무조사 세금부과 320억원 + 기부금 360억원 |

자료: KB금융, 메리츠증권증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | FY17 | FY18P |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 순이자이익 | 1,849 | 2,068 | 2,164 | 2,166 | 2,144 | 2,196 | 2,251 | 2,314 | 8,247 | 8,905 |
| 이자수익 | 2,726 | 2,964 | 3,082 | 3,147 | 3,195 | 3,363 | 3,515 | 3,662 | 11,919 | 13,735 |
| 이자비용 | 877 | 896 | 918 | 981 | 1,051 | 1,167 | 1,264 | 1,348 | 3,673 | 4,829 |
| 순수수료이익 | 521 | 510 | 491 | 528 | 629 | 596 | 523 | 495 | 2,050 | 2,243 |
| 수수료수익 | 939 | 992 | 999 | 1,058 | 1,144 | 1,142 | 1,079 | 353 | 3,988 | 3,718 |
| 수수료비용 | 418 | 482 | 508 | 530 | 515 | 546 | 556 | -143 | 1,938 | 1,475 |
| 기타비이자이익 | -61 | -87 | -10 | 54 | 11 | 1 | 31 | -331 | -104 | -288 |
| 총영업이익 | 2,309 | 2,491 | 2,645 | 2,747 | 2,783 | 2,793 | 2,805 | 2,478 | 10,192 | 10,860 |
| 판관비 | 1,167 | 1,322 | 1,307 | 1,832 | 1,392 | 1,352 | 1,331 | 1,892 | 5,629 | 5,967 |
| 총전영업이익 | 1,142 | 1,169 | 1,338 | 915 | 1,392 | 1,441 | 1,475 | 586 | 4,564 | 4,893 |
| 총당금전입액 | 255 | 53 | 172 | 68 | 165 | 117 | 146 | 246 | 548 | 674 |
| 영업이익 | 887 | 1,116 | 1,165 | 847 | 1,227 | 1,324 | 1,328 | 340 | 4,015 | 4,219 |
| 영업외손익 | 78 | 131 | 34 | -120 | 116 | -21 | 1 | -49 | 123 | 47 |
| 세전이익 | 965 | 1,247 | 1,200 | 727 | 1,343 | 1,303 | 1,329 | 291 | 4,138 | 4,266 |
| 법인세비용 | 78 | 242 | 302 | 173 | 375 | 356 | 375 | 90 | 795 | 1,197 |
| 당기순이익 | 888 | 1,005 | 897 | 554 | 968 | 947 | 954 | 200 | 3,343 | 3,070 |
| 지배주주 | 870 | 990 | 898 | 554 | 968 | 947 | 954 | 200 | 3,311 | 3,069 |
| 비지배지분 | 17 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 32 | 1 |

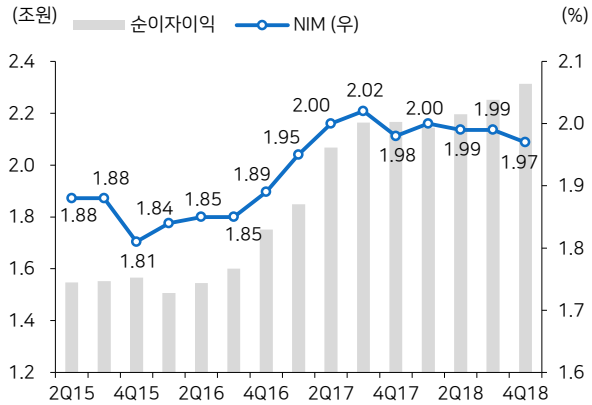
자료: KB금융, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 KB금융 Valuation

| | 단위 | 비고 | 값 |
|-------------------------|----------|-----------------|---------------|
| 12M Fwd ROE | % | A | 8.8 |
| Cost of Equity | % | $B=C+(D*E)$ | 5.7 |
| Risk Free Rate | % | C | 1.8 |
| Risk Premium | % | D | 6.0 |
| Beta | 배 | E | 0.7 |
| COE 조정계수 | % | F | 7.5 |
| Adj. Cost of Equity | % | $G=B+F$ | 13.2 |
| Eternal Growth | % | H | 0.0 |
| Adj. Fair PBR | 배 | $I=(A-H)/(G-H)$ | 0.67 |
| Premium/Discount | % | J | -10.0 |
| Target PBR | 배 | $K=I*(1+J)$ | 0.60 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 96,674 |
| 적정주가 | 원 | $M=K*L$ | 58,000 |
| 현재가(2/8) | 원 | N | 48,100 |
| Upside Potential | % | $O=(M-N)/N$ | 20.6 |

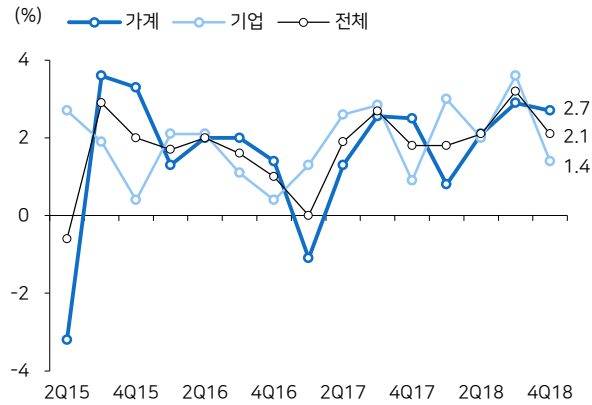
자료: 메리츠증권리서치센터

그림1 그룹 NIM 1.97%



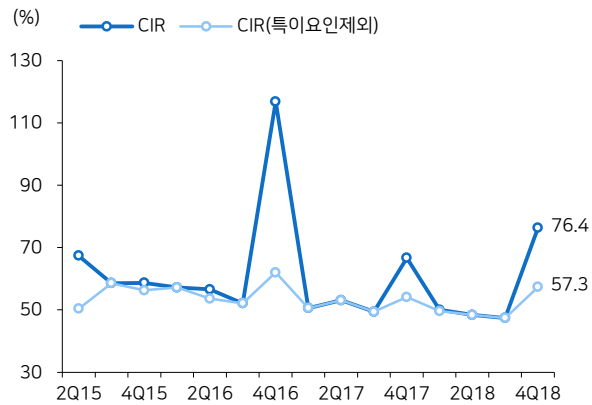
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Loan Growth +2.1%



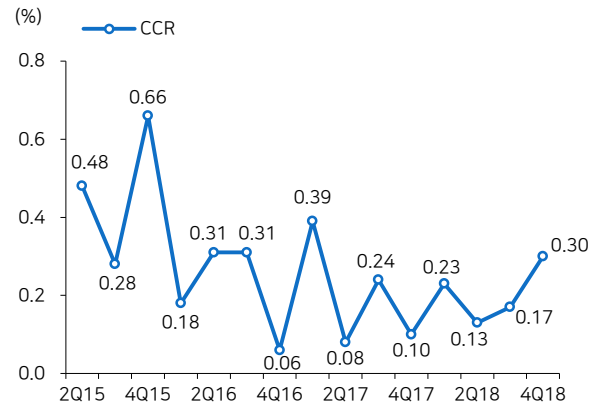
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 76.4%



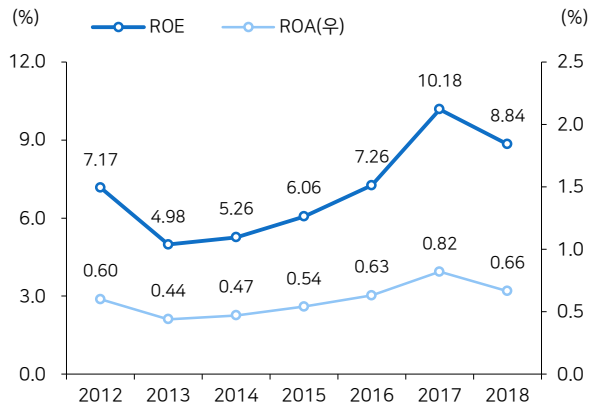
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Credit Cost Ratio 0.30%



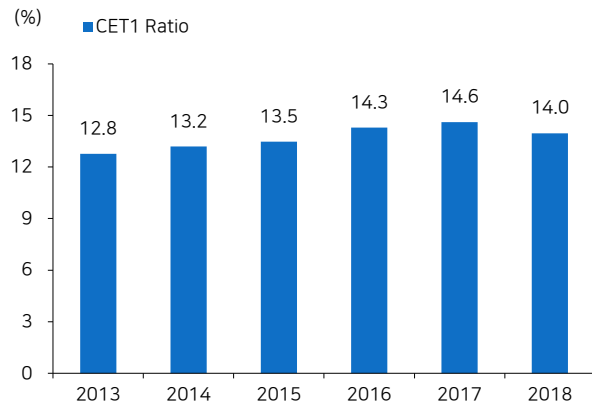
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ROA 0.66%, ROE 8.84%



자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 14.0%



자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

KB 금융(105560)

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 현금 및 예치금 | 17,885 | 19,818 | 20,275 | 19,930 |
| 대출채권 | 265,486 | 290,123 | 319,202 | 332,842 |
| 금융자산 | 78,159 | 102,481 | 115,196 | 120,119 |
| 유형자산 | 3,627 | 4,202 | 4,272 | 4,455 |
| 기타자산 | 10,517 | 20,162 | 20,656 | 21,539 |
| 자산총계 | 375,674 | 436,786 | 479,601 | 498,884 |
| 예수부채 | 239,730 | 255,800 | 276,770 | 294,503 |
| 차입부채 | 26,251 | 28,821 | 32,930 | 30,615 |
| 사채 | 34,992 | 44,993 | 53,279 | 49,534 |
| 기타부채 | 43,439 | 73,127 | 80,901 | 86,085 |
| 부채총계 | 344,412 | 402,741 | 443,881 | 460,737 |
| 자본금 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본잉여금 | 16,995 | 17,122 | 17,122 | 17,122 |
| 자본조정 | -722 | -756 | -969 | -969 |
| 기타포괄손익누계액 | 405 | 538 | 178 | 192 |
| 이익잉여금 | 12,229 | 15,044 | 17,290 | 19,702 |
| 비지배지분 | 263 | 6 | 9 | 10 |
| 자본총계 | 31,261 | 34,045 | 35,721 | 38,147 |

Key Financial Data I

| | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 (원) | | | | |
| EPS | 5,459 | 7,920 | 7,340 | 7,749 |
| BPS | 77,815 | 85,302 | 90,283 | 96,674 |
| DPS | 1,250 | 1,920 | 1,920 | 2,100 |
| Valuation (%) | | | | |
| PER (배) | 7.8 | 8.0 | 6.3 | 6.2 |
| PBR (배) | 0.6 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| 배당수익률 | 2.9 | 3.0 | 4.1 | 4.4 |
| 배당성장 | 23.2 | 23.1 | 24.7 | 25.5 |
| 수익성 (%) | | | | |
| NIM | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| ROE | 7.2 | 10.2 | 8.8 | 8.8 |
| ROA | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| Credit cost | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 효율성 (%) | | | | |
| 예대출 | 110.7 | 113.4 | 115.3 | 113.0 |
| C/I Ratio | 70.2 | 55.2 | 54.9 | 53.4 |

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 순이자이익 | 6,403 | 8,247 | 8,905 | 9,605 |
| 이자수익 | 10,022 | 11,919 | 13,735 | 15,329 |
| 이자비용 | 3,619 | 3,673 | 4,829 | 5,724 |
| 순수수료이익 | 1,585 | 2,050 | 2,243 | 2,036 |
| 수수료수익 | 3,151 | 3,988 | 3,718 | 4,200 |
| 수수료비용 | 1,566 | 1,938 | 1,475 | 2,164 |
| 기타비이자이익 | -542 | -104 | -288 | -370 |
| 총영업이익 | 7,445 | 10,192 | 10,860 | 11,271 |
| 판관비 | 5,229 | 5,629 | 5,967 | 6,018 |
| 총전영업이익 | 2,216 | 4,564 | 4,893 | 5,253 |
| 총당금전입액 | 539 | 548 | 674 | 821 |
| 영업이익 | 1,677 | 4,015 | 4,219 | 4,431 |
| 영업외손익 | 952 | 123 | 47 | 38 |
| 세전이익 | 2,629 | 4,138 | 4,266 | 4,470 |
| 법인세비용 | 438 | 795 | 1,197 | 1,229 |
| 당기순이익 | 2,190 | 3,343 | 3,070 | 3,241 |
| 지배주주 | 2,144 | 3,311 | 3,069 | 3,240 |
| 비지배지분 | 46 | 32 | 1 | 1 |

Key Financial Data II

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 자본적정성 | | | | |
| BIS Ratio | 15.3 | 15.2 | 14.6 | 14.9 |
| Tier 1 Ratio | 14.4 | 14.6 | 14.0 | 14.3 |
| CET 1 Ratio | 14.2 | 14.6 | 14.0 | 14.3 |
| 자산건전성 | | | | |
| NPL Ratio | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| Precautionary Ratio | 2.1 | 1.6 | 1.4 | 1.5 |
| NPL Coverage | 200.3 | 234.7 | 263.3 | 257.9 |
| 성장성 | | | | |
| 자산증가율 | 14.2 | 16.3 | 9.8 | 4.0 |
| 대출증가율 | 8.4 | 9.3 | 10.0 | 4.3 |
| 순이익증가율 | 26.2 | 54.5 | -7.3 | 5.6 |
| Dupont Analysis | | | | |
| 순이자이익 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 비이자이익 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 판관비 | -1.4 | -1.3 | -1.2 | -1.2 |
| 대손상각비 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.2 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 95.5% |
| 중립 | 4.5% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2017.04.10 | 산업브리프 | Buy | 61,000 | 은경완 | -20.2 | -14.9 | |
| 2017.04.17 | 기업브리프 | Buy | 61,000 | 은경완 | -20.0 | -14.9 | |
| 2017.04.21 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 은경완 | -19.0 | -16.2 | |
| 2017.05.29 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 은경완 | -20.6 | -17.0 | |
| 2017.07.10 | 산업브리프 | Buy | 70,000 | 은경완 | -20.0 | -17.0 | |
| 2017.07.21 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 은경완 | -19.0 | -14.0 | |
| 2017.09.04 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 은경완 | -19.8 | -14.0 | |
| 2017.10.10 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 은경완 | -19.5 | -14.0 | |
| 2017.10.27 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 은경완 | -19.2 | -14.0 | |
| 2017.11.29 | 산업분석 | Buy | 76,000 | 은경완 | -17.8 | -10.9 | |
| 2018.01.16 | 산업분석 | Buy | 85,000 | 은경완 | -22.2 | -19.3 | |
| 2018.02.09 | 기업브리프 | Buy | 85,000 | 은경완 | -25.5 | -19.3 | |
| 2018.04.12 | 산업분석 | Buy | 75,000 | 은경완 | -20.7 | -20.0 | |
| 2018.04.20 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 은경완 | -21.7 | -18.3 | |
| 2018.05.28 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 은경완 | -22.6 | -18.0 | |
| 2018.07.10 | 산업분석 | Buy | 69,000 | 은경완 | -21.3 | -19.7 | |
| 2018.07.20 | 기업브리프 | Buy | 69,000 | 은경완 | -23.6 | -18.6 | |
| 2018.10.15 | 산업분석 | Buy | 69,000 | 은경완 | -23.8 | -18.6 | |
| 2018.10.26 | 기업브리프 | Buy | 69,000 | 은경완 | -24.6 | -18.6 | |
| 2018.11.13 | 산업분석 | Buy | 61,000 | 은경완 | -22.9 | -19.8 | |
| 2019.01.15 | 산업분석 | Buy | 61,000 | 은경완 | -23.0 | -19.8 | |
| 2019.02.11 | 기업브리프 | Buy | 58,000 | 은경완 | - | - | |