

## KB금융

BUY(유지)

105560 기업분석 | 은행

목표주가(유지)	46,400원	현재주가(04/10)	33,650원	Up/Downside	+37.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 04. 13

## 부담스럽지만, 대안 없음

## News

**KB금융, 푸르덴셜 인수:** KB금융이 푸르덴셜을 인수하기로 했다. 가격은 기존에 언론에서 보도했던 2.2조원 수준인 22,650억원으로 2019년말 순자산가치 2.9조원 대비로 낮고 2019년 당기순이익 1,408억원 대비 PER 16배 수준이다. 8월말로 예상되는 딜 종결 이후 수익추정에 반영할 계획이다.

## Comment

**CET1비율 하락, 대형 M&A 여력 소진:** 12월말 125.96%였던 이중레버리지비율의 상승이 예상되는 데(137%), 회사측은 130%는 유지하겠다는 입장이다. 신종자본증권 발행과 자회사 배당을 통한 자금조달이 예상되고, 13.58%였던 CET1비율 88bp 기량 하락 효과를 추정한다. (회사측 70~80bp 예상) 당장에 살만한 매물도 없지만, 자회사 단에서 추진하는 소규모 해외 M&A와 지주사가 추진하는 대형 M&A의 여력은 일단 소진되었다고 판단한다. 부채 공정가치 평가 이후 염가매수차액은 2천 억원 정도이며, 부의 영업권은 IFRS17 시행 전까지 매분기 400억원 수준으로 흡입될 예정이다.

## Action

**부담스럽지만, 대안 없음:** KB금융 측의 평가에도 불구하고 우리는 KB금융의 푸르덴셜생명 인수가 주주가치에 보탬이 되기 쉽지 않고 리스크를 확대시킬 수도 있는 부담스러운 면이 강하다고 본다. 다만 일단 당기순이익이 늘어나고 KB금융 기업가치에서 리스크 정도가 감내할만한 수준이라고 판단해 목표주가와 투자의견, 그리고 Top Pick 의견은 유지한다. 대형 금융지주회사 경영진들이, 한국에서는 유통의 롯데쇼핑 같은 모델이 우세하고 역시나 규모가 중요하다고 결론을 내렸다면 그것도 현실이니 받아들일 수밖에 없다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)		Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	26,050/50,000원	
순영업수익	10,859	11,432	11,042	11,294	11,754	KOSDAQ /KOSPI	616/1,836pt	
(증가율)	6.5	5.3	-3.4	2.3	4.1	시가총액	135,138억원	
세전이익	4,301	4,534	4,089	4,270	4,650	60일-평균거래량	1,926,381	
(증가율)	3.9	5.4	-9.8	4.4	8.9	외국인지분율	66.6%	
자배주주순이익	3,061	3,312	3,024	3,159	3,438	60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p	
수정EPS	7,321	7,944	7,241	7,564	8,237	주요주주	국민연금공단 10.0%	
수정BPS	85,413	92,673	97,490	103,423	109,168	(천원)	(pt)	
PER (H/L)	9.5/6.0	6.4/4.8	4.5	4.3	4.0	KB금융(회)		
PBR (H/L)	0.8/0.5	0.5/0.4	0.3	0.3	0.3	KOSPI지수대비(우)		
수정ROA	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	100	200	
수정ROE	8.8	8.9	7.6	7.5	7.7	0	0	
					주가상승률	1M	3M	12M
					절대기준	-7.5	-30.1	-27.5
					상대기준	-1.6	-16.8	-12.5

## 재무적 영향, 보통주자본비율 하락이 가장 크다

KB금융이 푸르덴셜을 인수하기로 했다. 가격은 기준에 언론에서 보도했던 2.2조원 수준인 22,650억 원으로 2019년말 순자산가치 2.9조원 대비로 낮고 2019년 당기순이익 1,408억원 대비 PER 16배 수준이다. 일견 가격이 싸 보이지만, 생보사의 부채 평가가 적정한지 문제와 향후 역마진 부담이 가중될 수 있다는 점을 고려하면 곁보기만으로 평가할 상황은 아닌 것 같다.

재무적 영향은 다음과 같다. ① 12월말 125.96%였던 이중레버리지비율이 137%까지 상승할 수 있으므로 회사채발행 등 외에도 신종자본증권 발행과 자회사 배당을 통한 자금조달이 예상된다. 회사측에서는 130%는 유지하겠다는 입장이다. 은행의 내부 유보를 강조하는 상황에서 자회사 배당을 어느 정도로 가져갈 수 있는가에 따라 신종자본증권 발행 규모가 달라질 것이다.

② 2019년말 기준으로 13.58%였던 보통주자본비율이 88bp 정도 하락할 것으로 추정한다. 회사측에서는 70~80bp 정도로 하락폭을 예상했다. 12%대까지 떨어질 수준은 아니라고 언급한 것은, 딜 종료 때까지 내부 유보를 통한 개선폭을 감안한 숫자이다. ③ 당장에 추진할만한 매물은 없지만, 자회사단에서 추진할 소규모 해외 M&A와 지주사가 추진할 대형 M&A의 여력은 일단 소진되었다고 판단한다.

④ 염가매수차익은 부채 공정가치평가 이후 약 2천억원이 예상된다고 한다. 공정가치 평가시 인식할 부의 영업권은 총 1.6조원 수준으로 추정되는데, IFRS17 시행 전까지 분기당 약 400억원씩 환입되어 이익으로 인식될 것이다. 잔여금액은 IFRS17 시행 시점에 이익잉여금으로 일시에 인식될 될 예정이다.

## 종합적 평가, 리스크요인이 만만찮다

우리는 KB금융의 푸르덴셜생명 인수가 주주가치에 보탬이 되기 쉽지 않고 리스크를 확대시킬 수 있는 부담스러운 면이 강하다고 본다. 다만 일단 당기순이익이 늘어나고 KB금융 기업가치에서 리스크 정도가 감내할만한 수준이라고 판단해 목표주가와 투자의견, 그리고 Top Pick 의견은 유지한다. 대형 금융지주회사 경영진들이, 한국에서는 롯데쇼핑 같은 모델이 우세하고 역사나 규모가 중요하다고 결론을 내렸다면 그것도 현실이니 받아들일 수밖에 없다.

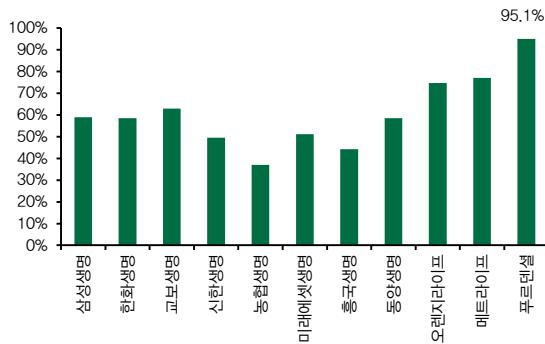
푸르덴셜생명 인수 관련 리스크 요인은 다음과 같다. 1) 생보사 확정금리 부채의 대규모 리스크를 새로이 떠안게 된다는 점, 2) 현재 금리상황을 근거로 판단할 때 향후 푸르덴셜의 이익체력이 약화될 우려가 있다는 점, 그리고 3) 최근의 불확실한 자금시장 환경에서 신종자본증권을 발행하고 계열사 배당으로 주주배당 여력을 줄인다는 점이다.

## 푸르덴셜 생명에 대한 질적 측면의 개괄

푸르덴셜생명의 월납초회보험료는 13~18억원 수준으로 23개 생보사 중 18위 수준이다. 하지만 판매 상품에서 확정금리형 종신보험이 80% 이상을 차지하는 구조로 사차이익률은 높다. 위험보험료에서 사망담보가 대부분이어서 60%대의 안정적인 손해율을 유지하고 있다.

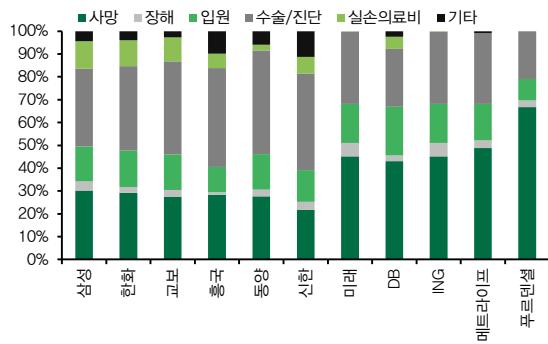
하지만 평균 부담금리 5% 내외의 높은 확정금리부채의 만기가 길기 때문에 자산운용이익률이 하락할 경우 매우 취약한 모습을 보이게 된다. 동사의 확정금리부채 리스크는 준비금 규모 대비 매우 크다. 저금리 현상이 심화되어 자산운용이익률이 하락할 경우 부담이 크게 늘어날 수 있다. KB금융이 인수 시 사용한 가정은 UFR(Ultimate forward rate) 3.5% 수준으로 현재 생보사들의 LAT 평가에 반영된 것에 비해서는 매우 보수적이지만, 저금리 상황의 경제적 실질을 완전히 반영한 것으로는 보기 어렵다.

도표 1. 주요 생보사 확정금리 부채 비중 (2019.6월말)



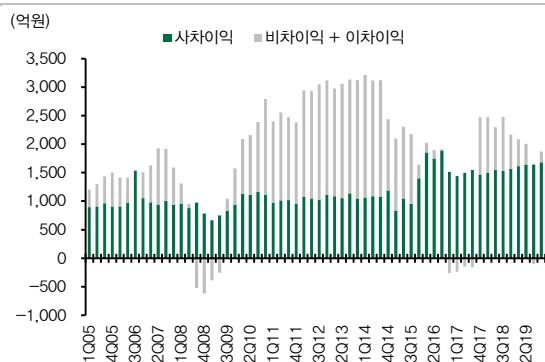
자료: 공시자료, DB금융투자

도표 2. 보유 위험보험료 구성비 (2019.6월말 기준 직전1년)



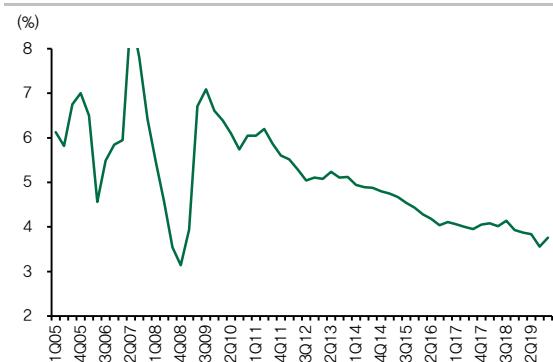
자료: 공시자료, DB금융투자

도표 3. 푸르덴셜생명 세전이익 추이 (4개 분기 이동평균)



자료: 금감원, DB금융투자

도표 4. 푸르덴셜생명 자산운용이익률 추이



자료: 금감원, DB금융투자

## 대차대조표

	손익계산서											
12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
현금및예치금	20,275	20,838	20,687	21,417	22,174	순영업수익	10,859	11,432	11,042	11,294	11,754	
유기증권	113,157	126,083	138,516	143,023	147,714	순이자이익	8,904	9,196	8,906	9,125	9,484	
대출채권	301,848	322,815	321,095	332,425	344,182	비이자이익	1,955	2,235	2,135	2,168	2,270	
신용카드채권	17,354	16,869	17,396	18,002	18,675	판관비	5,919	6,271	6,229	6,327	6,463	
유형자산	6,392	7,895	7,895	7,895	7,895	신용소설변영전 영업손익	4,942	5,160	4,812	4,965	5,291	
무형자산	2,756	2,738	3,075	3,412	3,750	신용소설총당금잔액	674	670	875	846	796	
기타자산	15,781	18,257	18,257	18,257	18,257	영업이익	4,267	4,490	3,939	4,119	4,495	
<b>자산총계</b>	<b>479,601</b>	<b>518,573</b>	<b>530,124</b>	<b>547,766</b>	<b>566,116</b>	영업외손익	34	44	149	152	154	
예수부채	276,770	305,593	303,374	314,079	325,187	세전이익	4,301	4,534	4,089	4,270	4,650	
차입부채	32,930	37,819	39,354	40,952	42,615	중단사업이익	0	0	0	0	0	
사채	53,279	50,936	50,936	50,936	50,936	당기순이익	3,062	3,313	3,026	3,161	3,441	
기타부채	78,000	82,168	92,321	95,069	98,130	지배주주지분순이익	3,061	3,312	3,024	3,159	3,438	
<b>부채총계</b>	<b>443,881</b>	<b>479,454</b>	<b>489,000</b>	<b>504,173</b>	<b>520,132</b>	수정지배주주순이익	3,061	3,303	3,011	3,145	3,425	
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091	비자배주주지분순이익	0	0	0	0	0	
신종자본증권	0	0	0	0	0	증감률(%YoY)						
자본잉여금	17,122	17,123	17,123	17,123	17,123	순영업수익	6.5	5.3	-3.4	2.3	4.1	
이익잉여금	17,290	19,710	22,112	24,579	26,968	신용소설변영전 영업손익	8.3	4.4	-6.7	3.2	6.6	
자본조정	-969	-1,136	-1,136	-1,136	-1,136	세전이익	3.9	5.4	-9.8	4.4	8.9	
기타포괄손익누계액	178	348	348	348	348	수정지배주주순이익	-7.6	7.9	-8.8	4.5	8.9	
비자배주주지분	9	585	587	589	590	EPS	-7.6	8.2	-8.2	4.5	8.8	
<b>자본총계</b>	<b>35,721</b>	<b>39,119</b>	<b>41,124</b>	<b>43,593</b>	<b>45,984</b>	수정EPS	-7.6	8.5	-8.8	4.5	8.9	
<b>수정자본총계</b>	<b>35,712</b>	<b>38,534</b>	<b>40,537</b>	<b>43,004</b>	<b>45,393</b>	자산총계	9.8	8.1	2.2	3.3	3.3	

## 비율분석

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Dupont Analysis</b>											
순이자이익률	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	EPS	7,321	7,924	7,273	7,597	8,268
비이자이익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	수정EPS	7,321	7,944	7,241	7,564	8,237
Credit Cost	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	BPS	85,413	92,673	97,490	103,423	109,168
수정 ROA	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	<b>Multiple(배)</b>					
수정 Equity Multiplier	13.1	13.4	13.3	12.9	12.6	P/E	6.4	6.0	4.5	4.3	4.0
수정 ROE	8.8	8.9	7.6	7.5	7.7	P/B	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>자본적정성</b>											
Core Tier1 비율	13.1	13.0	13.5	13.9	14.2	DPS	1,920	2,210	2,000	2,200	2,400
Double leverage	125.6	124.3	123.1	121.8	120.6	배당성향	24.8	26.0	25.7	27.1	27.1
<b>자산전진성</b>											
순상체권비율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	배당수익률	4.1	4.6	6.1	6.7	7.3
						Cost-income ratio	54.5	54.9	56.4	56.0	55.0

자료: KB금융, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

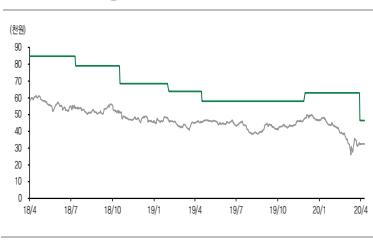
## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석팀당지와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 「독점구제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 원전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) – 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
▪ Buy: 초과 상승률 10%p 이상	▪ Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
▪ Hold: 초과 상승률 -10~10%p	▪ Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
▪ Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	▪ Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## KB금융 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/01/02	Buy	84,800	-29.3 / -19.1				
18/07/20	Buy	79,000	-33.7 / -28.9				
18/10/26	Buy	68,500	-31.1 / -24.7				
19/02/11	Buy	63,800	-30.5 / -27.4				
19/04/25	Buy	58,000	-24.8 / -19.0				
19/12/09	Buy	63,000	-34.2 / -20.6				
20/04/08	Buy	46,400	-				

주: \*표는 당당자 변경주, \*표는 당당자 변경