



증권시장의 달인 **성병수**입니다.

(02)3770-3477

byungsoo.sung@tongyang.co.kr



KB금융 (105560)

M&A는 성장 둔화의 돌파구

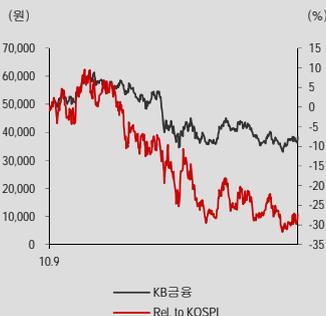
투자의견: BUY (M)
목표주가: 48,000원 (M)

은행

주가	38,250원
자본금	19,318억원
시가총액	147,780억원
주당순자산	59,319원
부채비율	1,101.75%
총발행주식수	386,351,693주
60일 평균 거래대금	471억원
60일 평균 거래량	1,285,951주
52주 고	45,000원
52주 저	33,000원
외인지분율	64.15%
주요주주	국민연금공단 7.22%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	0.4	(6.5)
상대	2.3	4.4	5.2
절대(달러환산)	7.5	4.1	(11.3)



자료: Datastream



Why This Report

지난 금요일 ING생명 인수협상 타결이라는 기사가 나온 이후 아직은 아니라는 해명도 있었습니다. 정황으로 볼 때 인수협상이 막바지 국면이 아닌가 추정됩니다. 성장모멘텀이 극히 약화된 은행주에서 M&A 뉴스는 실적에 미치는 영향에 비해서 주가에 미치는 영향이 더 클 것으로 예상됩니다. 굳이 결과에 베풀지 않더라도 최근 주가 하락으로 매수에 전혀 부담이 없는 가격이 아닌가 생각됩니다.

Investment Point

ING 생명 인수 성공은 긍정적인 뉴스

- ▶ KB 금융, ING 생명 한국법인을 적정 가격에 인수하면 시너지효과 기대할 수 있어서 장기적으로 긍정적
- ▶ ING 생명(2012.3월 기준 자산 25.4조원, 순이익 2,556억원)과 KB 생명(자산 5.6조원, 순이익 186억원)의 단순 합산 기준으로 보면 자산규모는 업계 5위 수준으로 부상
- ▶ ING 생명 인수 시 2013년 순이익은 약 8% 내외 증가할 것 예상. KB 국민은행의 지점망 이용한 방카슈랑스 성장 잠재력 감안하면 동사의 이익성장률과 기업가치 상승은 좀 더 가파르게 나타날 것으로 판단

3Q12 Preview: 기대감은 크지 않지만 안정감은 향상

- ▶ 3분기 순이익, 전년동기대비 4.9% 감소한 5,504억원 기록할 전망. 순이자이익은 전년동기대비 1.6% 감소할 것 예상. 주로 NIM 하락에 기인. 상반기 대출성장 저조한 데 이어 7~8월 성장도 여전히 낮은 수준
- ▶ 3분기에도 대손비용은 크게 증가하지 않을 전망. 최근 3년간 보수적인 대출태도에 따른 저성장 기조로 잠재부실은 크게 증가하지 않았다고 판단. 향후 대출성장 어느 정도 회복되면 소폭이나마 이익 증가 추세 유지될 것 예상

투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 유지

- 국내외에서 은행주에 우호적인 환경 형성된 반면 주가 하락으로 valuation 매력은 커진 상태
- ING생명 인수하면 ROE 개선과 동시에 valuation 매력이 더욱 커질 것으로 판단

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
총전영업이익	2,940	4,911	4,459	4,677	4,919
영업이익	193	3,398	2,897	2,955	3,071
증가율	-70.4	1,663.1	-14.7	2.0	4.0
세전이익	19	3,261	2,880	2,937	3,053
순이익	88	2,373	2,163	2,217	2,305
EPS	257	6,142	5,597	5,739	5,967
EPS 성장률(%)	-84.3	2,586.9	-8.9	2.5	4.0
PER	233.0	5.9	6.4	6.2	6.0
BPS	46,449	59,319	64,216	68,955	73,822
PBR	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	0.5	11.6	9.1	8.6	8.4

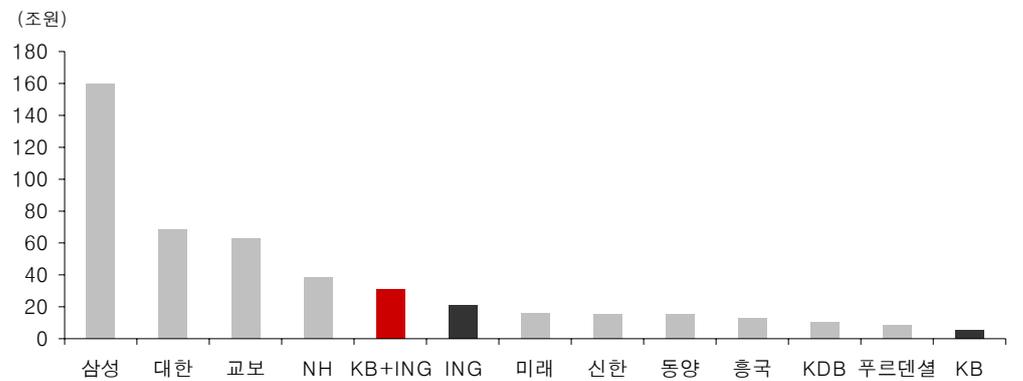
자료: 동양증권

ING 생명 인수 성공은 긍정적인 뉴스

KB 금융의 ING 생명 인수 여부가 단기적인 관심 대상이 되고 있다. ING 생명의 순이익 규모는 2천 억원대로 인수에 성공할 경우 동사의 수익구조에 미치는 영향이 매우 큰 것은 아니다. 따라서 지나치게 높은 가격에 인수할 의도는 없는 것으로 보인다. 적절한 가격에 인수하면 시너지효과를 기대할 수 있기 때문에 장기적으로 긍정적인 영향을 기대할 수 있다. 최근 언론 보도에 따르면 ING와의 인수 협상이 마무리 국면인 것으로 파악된다. 회사측도 협상이 순조롭게 진행되고 있다고 밝히고 있으며 특별한 이변이 없는 한 조만간 인수 여부가 확정될 것으로 예상된다.

ING 생명은 2012년 3월 현재 자산규모 25.4조원(특별계정 포함), 2011회계연도 순이익은 2,556 억원을 기록하였다. KB 생명은 자산규모 5.6조원, 순이익 186억원을 기록하였다. 두 회사의 단순 합산 기준으로 보면 자산규모는 업계 5위 수준이다. 동사가 ING 생명 인수에 성공할 경우 2013년 순이익은 약 8% 내외 증가할 것으로 예상된다. ING의 연간 순이익에서 인수자금에 대한 이자비용을 기회비용으로 고려할 경우 실질적으로 증가하는 이익은 1,800억원 내외로 예상된다. 이 수치는 현재 기준으로 계산된 것이고 KB 국민은행의 지점망을 이용한 방카슈랑스 성장 잠재력을 감안하면 동사의 이익성장률과 기업가치 상승은 좀 더 가파르게 나타날 것으로 판단된다. 실제로 2001년 신한지주 설립 이후 신한생명의 성장은 업계 평균 대비 초과 성장을 지속한 바 있다. 물론 중소기업의 특성도 있지만 신한생명의 경우 신한은행의 판매채널을 적극 활용한 케이스에 해당한다. ING 생명의 경우에도 KB 국민은행의 판매력을 감안하면 향후 성장 잠재력은 매우 높다고 판단된다.

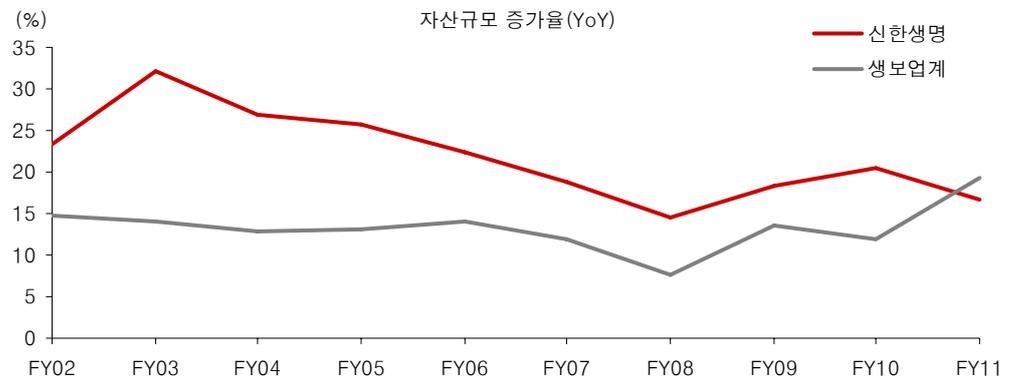
그림 1. 생명보험사 자산규모 현황



주. 자산규모는 특별계정 포함된 수치(2012.3 월 기준)

자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

그림 2. 업계 평균 대비 신한생명의 자산 고성장 추이



자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

3Q Preview: 기대감은 크지 않지만 안정감은 향상

KB 금융의 3분기 순이익은 전년동기대비 4.9% 감소한 5,504억원을 기록할 전망이다. 순이자이익은 전년동기대비 1.6% 감소할 것으로 예상된다. 이는 주로 순이자마진 하락에 기인한다. 상반기까지 NIM은 전년동기에 비하여 이미 10bp 이상 하락한 상태이며 3분기에도 기준금리 인하 영향으로 2~3bp의 마진 하락이 예상된다. 상반기 대출성장이 저조한 데 이어 7~8월 성장도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다. 상반기는 SOHO 중심의 기업대출이 양호한 성장을 지속하였으나 하반기에는 보수적인 태도를 유지하고 있어 성장 추세가 다소 둔화될 전망이다. 가계대출은 주택경기 침체 지속으로 저성장 기조가 지속될 전망이다. 특히 최근 주택금융공사의 적격대출 취급이 기존대출의 감소 요인이 되고 있어 당분간 가계대출 성장은 회복이 어려울 전망이다. 적격대출 대행으로 수수료수익이 증가하고 대손비용 부담이 없다는 점은 장점이나, 은행의 대출잔액으로 계상되지 않기 때문에 대출성장 측면에서는 긍정적이지 않다. 자체상품보다는 전체적인 수익성이 크지 않지만 고정금리 대출 비중 확대 차원에서 당분간은 증가 추세가 예상된다.

3분기에도 대손비용은 크게 증가하지 않을 전망이다. 최근 가계대출과 SOHO 대출 등의 연체율 상승 추세가 나타나고 있으나 경기 둔화에 따른 자연스러운 추세로 판단된다. 최근 3년간 보수적인 대출태도에 따른 저성장 기조로 인하여 잠재부실은 크게 증가하지 않았다고 판단된다. 따라서 경기 둔화에 따른 기업대출 연체 증가는 아직 관리 범위 내에 있으며, 주택담보대출은 집단대출 등에서 연체가 발생하고 있으나 전체적으로 안정감을 유지하고 있다. 향후 은행부문의 순이익이 크게 증가할 요인은 없어 보이지만 수익성이 추가로 악화될 요인이 크지 않기 때문에 대출성장이 어느 정도 회복되면 소폭이나마 이익 증가 추세는 유지될 것으로 예상된다.

표 1. 분기실적 전망 (단위: 십억원, 원, %)

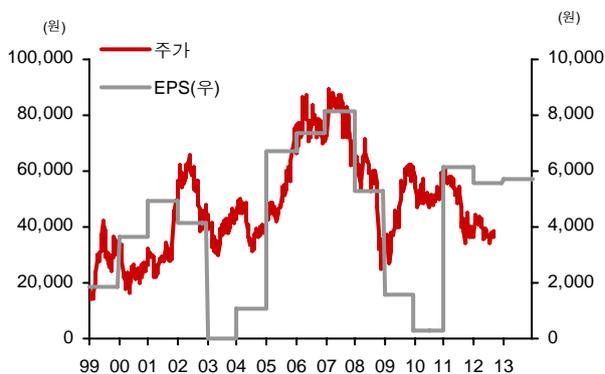
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
순이자이익	1,673.3	1,743.6	1,804.4	1,883.2	1,797.0	1,787.7	1,776.1	1,788.8	7,104.5	7,149.6
비이자이익	617.0	720.5	231.0	170.1	379.1	303.4	361.7	373.8	1,738.6	1,418.0
총영업이익	2,290.3	2,464.1	2,035.3	2,053.4	2,176.1	2,091.1	2,137.8	2,162.6	8,843.1	8,567.6
판관비	875.1	1,005.2	967.2	1,084.2	974.9	990.9	1,006.6	1,136.4	3,931.8	4,108.7
대손상각비	414.5	303.6	288.2	506.8	389.6	364.3	394.5	413.1	1,513.0	1,561.5
영업이익	1,000.7	1,155.3	780.0	462.4	811.6	736.0	736.7	613.1	3,398.3	2,897.4
세전이익	1,016.5	1,085.6	782.8	375.9	806.3	730.0	732.2	611.1	3,260.8	2,879.6
순이익	757.6	817.3	579.1	219.1	603.2	547.5	550.4	461.5	2,373.0	2,162.6
EPS	7,843	8,462	5,995	2,268	6,245	5,668	5,699	4,778	6,142	5,597
ROE	16.0	16.3	10.7	3.8	10.5	9.3	9.1	7.5	11.6	9.1

자료: 동양증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 유지

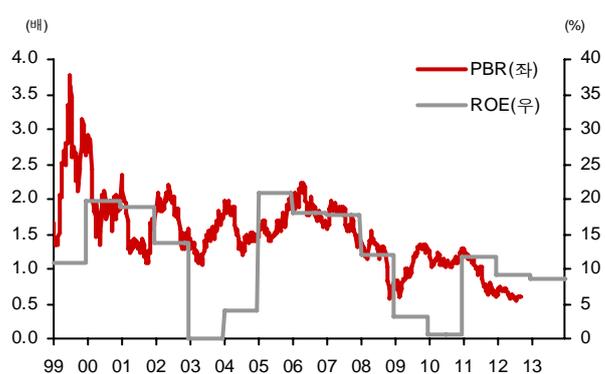
동사에 대한 투자의견은 BUY, 목표주가 48,000원을 유지한다. 최근 국가 신용등급 상향, ECB의 무제한 국채 매입 결정 등 유로존 불확실성 완화 기대감이 커지는 등 은행주에 우호적인 외부환경이 형성된 반면 최근 주가 하락으로 은행주의 valuation 매력이 커져 있는 상태이다. 여기에 동사는 ING 생명 인수협상이 막바지라는 언론 보도가 있었다. ING 생명 인수가 조만간 확정될 것으로 예상되며 인수 발표 이후 비은행 부문의 성장 기대감이 커질 것으로 예상된다. 이는 은행주가 외부환경 개선에 따른 동반 상승 이후 동사가 업종 내에서 차별화되는 이슈로 작용할 전망이다. 현 주가는 PBR 0.6배, PER 6.7배로 Valuation 매력이 큰 상태이다. 여기에 ING 생명을 인수하면 ROE 개선과 동시에 valuation 매력이 더욱 커질 것으로 판단된다. 현 주가 수준에서는 적극적인 매수 관점의 접근이 유효하다는 판단이다.

그림 3. EPS와 주가 추이



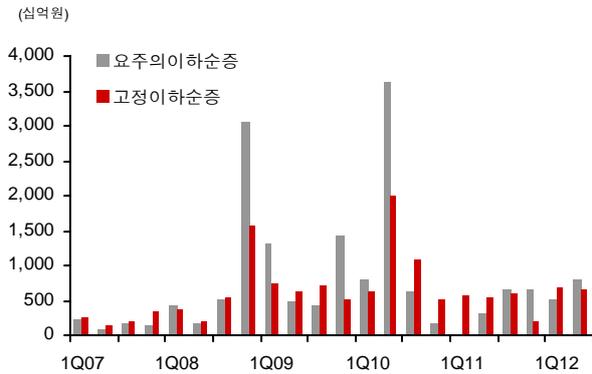
자료: 동양증권 리서치센터

그림 4. ROE와 PBR 추이



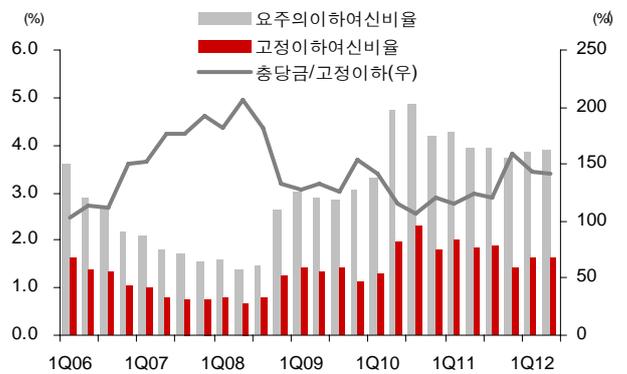
자료: 동양증권 리서치센터

그림 5. (은행기준) 실질 NPL 증가규모 안정적인 수준 유지는 긍정적



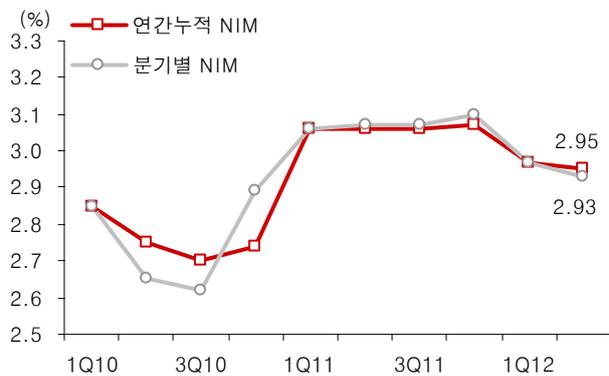
자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

그림 6. (은행기준) NPL 비율 안정적인 수준 유지 중



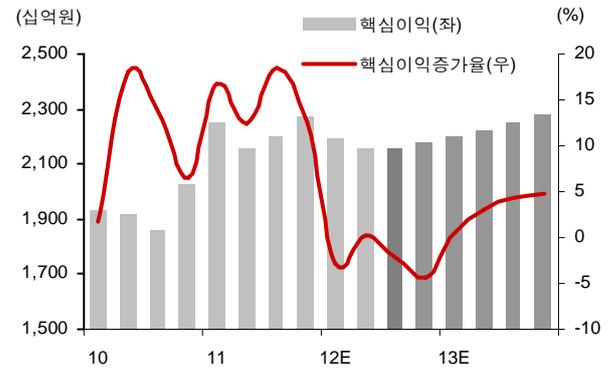
자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

그림 7. (그룹기준) 순이자마진 소폭 하락... 하반기에도 마진하락 예상



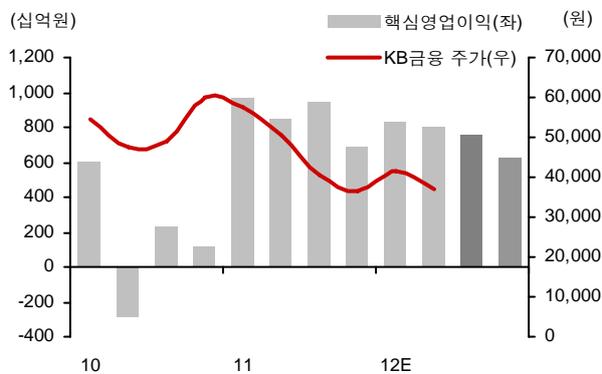
자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

그림 8. NIM 하락에 따른 순이자이익 감소로 핵심이익 축소



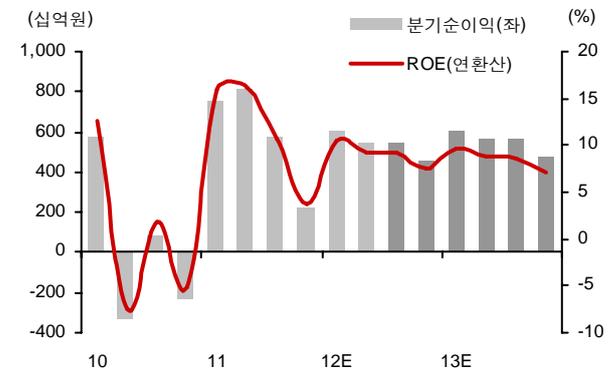
자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

그림 9. 핵심영업이익과 KB 금융 주가 추이



자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

그림 10. 분기순이익과 ROE 추이



자료: KB 금융, 동양증권 리서치센터

KB 금융 (105560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과예치금	7,039	9,178	11,276	11,840	12,432
유가증권	43,526	42,076	44,061	45,589	47,172
단기매매증권	5,270	5,751	6,470	6,794	7,133
투자유가증권	38,256	36,324	37,591	38,795	40,039
대출채권(net)	196,545	212,107	221,652	231,626	242,049
유형자산	3,212	3,238	3,205	3,173	3,141
기타자산	11,686	11,002	14,853	16,339	17,972
자산총계	262,008	277,601	295,047	308,566	322,767
예수부채	184,667	190,338	203,661	213,844	224,536
차입부채	42,615	43,894	43,546	43,720	43,963
차입금	13,065	16,824	18,506	19,432	20,403
사채	29,550	27,070	25,040	24,288	23,560
기타부채	16,286	20,270	22,841	24,165	25,544
부채총계	243,568	254,501	270,048	281,730	294,043
자본금	1,932	1,932	1,932	1,932	1,932
보통주	1,932	1,932	1,932	1,932	1,932
우선주	0	0	0	0	0
자본잉여금	16,429	15,842	15,842	15,842	15,842
자본조정	-2,919	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	1,313	192	192	192	192
이익잉여금	1,192	4,953	6,845	8,676	10,556
소수주주지분	495	182	189	196	203
자본총계	18,440	23,100	24,999	26,837	28,724
*지배회사지분	17,946	22,918	24,810	26,641	28,521

결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업수익증가율	-16.0	-15.9	-3.4	0.4	3.6
순이자이익증가율	12.9	-1.8	0.6	4.1	4.7
수수료이익증가율	-23.0	258.7	-14.0	-1.2	4.0
핵심이익증가율	9.6	15.0	-2.3	3.2	4.6
총영업이익증가율	7.9	21.6	-3.1	4.5	4.6
판매비증가율	14.4	-9.2	4.5	4.0	4.0
총전영업이익증가율	-0.3	67.0	-9.2	4.9	5.2
대손상각비증가율	19.5	-44.9	3.2	10.3	7.2
영업이익증가율	-70.4	1,663.1	-14.7	2.0	4.0
세전이익증가율	-96.5	16,890.4	-11.7	2.0	4.0
순이익 증가율	-83.6	2,586.9	-8.9	2.5	4.0
EPS 증가율	-84.3	2,586.9	-8.9	2.5	4.0
총자산증가율	-0.1	6.0	6.3	4.6	4.6
이자부자산증가율	0.2	6.7	5.0	4.3	4.3
대출채권증가율	0.9	7.2	4.5	4.4	4.4
이자부부채증가율	0.2	3.1	5.5	4.2	4.2
예수부채증가율	7.1	3.1	7.0	5.0	5.0
자기자본증가율	1.8	25.3	8.2	7.4	7.0

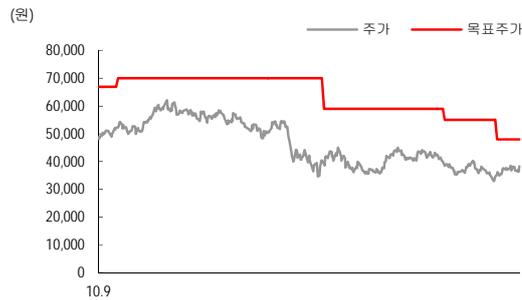
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
요주의이하여신비율	4.2	3.7	4.0	3.8	3.7
고정이하여신비율	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4
총당금/고정이하여신	119.9	158.9	155.7	149.8	152.3
단순자기자본비율	7.0	7.6	7.8	8.0	8.0
BIS 자기자본비율	13.1	13.1	13.8	13.7	14.0
Tier I	9.7	10.1	10.5	10.7	10.9
Tier II	3.4	3.0	3.3	3.0	3.1

결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업수익	25,582	21,506	20,768	20,849	21,605
영업비용(대손제외)	22,642	16,595	16,309	16,172	16,687
이자수익	14,283	13,956	14,261	14,361	14,972
이자비용	7,045	6,852	7,111	6,916	7,175
순이자이익	7,238	7,105	7,150	7,444	7,796
수수료수익	1,449	2,830	2,731	2,675	2,782
수수료비용	949	1,035	1,188	1,150	1,196
수수료이익	500	1,795	1,543	1,525	1,586
핵심이익	7,739	8,899	8,692	8,969	9,382
기타영업수익	9,850	4,720	3,776	3,814	3,852
기타영업비용	10,319	4,776	3,901	3,833	3,871
기타비이자이익	-469	-56	-125	-19	-19
총영업이익	7,270	8,843	8,568	8,950	9,363
판매비와 관리비	4,330	3,932	4,109	4,273	4,444
총당금적립전영업이익	2,940	4,911	4,459	4,677	4,919
대손상각비	2,747	1,513	1,562	1,722	1,847
영업이익	193	3,398	2,897	2,955	3,071
영업외수익	136	-138	41	42	42
영업외비용	310	0	59	60	60
세전계속사업이익	19	3,261	2,880	2,937	3,053
법인세비용	-81	832	708	711	739
소수주주지분순이익	12	56	9	9	9
당기순이익	88	2,373	2,163	2,217	2,305
총당금적립전이익	2,767	4,774	4,441	4,659	4,901

결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
순이자마진(NIM)	2.6	3.0	2.8	2.7	2.7
대손전입후 NIM	1.8	2.2	2.1	2.1	2.0
순이자이익/총자산	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5
수수료이익/총자산	0.2	0.7	0.5	0.5	0.5
핵심이익/총자산	3.0	3.3	3.0	3.0	3.0
기타비이자이익/총자산	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
총영업이익/총자산	2.8	3.3	3.0	3.0	3.0
판매비/총자산	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
Cost/Income Ratio	59.6	44.5	48.0	47.7	47.5
총전영업이익/총자산	1.1	1.8	1.6	1.5	1.6
대손상각비/총자산	1.0	0.6	0.5	0.6	0.6
영업이익/총자산	0.1	1.3	1.0	1.0	1.0
핵심영업이익/총자산	0.3	1.3	1.1	1.0	1.0
총당금전 ROA	1.1	1.8	1.6	1.5	1.6
세전 ROA	0.0	1.2	1.0	1.0	1.0
ROA	0.0	0.9	0.8	0.7	0.7
자산/자본 leverage	14.6	12.1	11.9	11.6	11.3
ROE	0.5	11.6	9.1	8.6	8.4

결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS (원)	257	6,142	5,597	5,739	5,967
BPS (원)	46,449	59,319	64,216	68,955	73,822
DPS (원)	107	720	700	1,000	1,100
PER (배)	233.0	5.9	6.4	6.2	6.0
PBR (배)	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5
배당성향 (%)	46.6	11.7	12.5	17.4	18.4
배당수익률 (%)	0.2	2.0	2.0	2.8	3.1

KB 금융 (105560) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012/07/30	BUY	48,000원
2012/04/30	BUY	55,000원
2011/10/04	BUY	59,000원
2010/11/29	BUY	70,000원
2010/10/11	BUY	70,000원
담당자변경		

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 성병수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 KB 금융중목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/~20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.