



실적리뷰

KB금융 (105560)

3분기, 기대이상의 실적을 시현했지만...



정부의 시장 개입 영향으로 성장과 마진이라는 두 마리 토끼를 잡기가 쉽지 않다. 더욱이 우량 기업, 우량 가계(모기지) 여신을 늘리기 위해서는 마진 하락이라는 희생이 불가피하다. 정부의 시장 개입이 줄어들지 않는 한 당분간 은행의 이자이익, 수수료 수익의 개선은 쉽지 않아 보인다.

Marketperform(Maintain)

목표주가: 42,000원
주가(10/25): 42,000원
시가총액: 162,268억원

금융(은행/증권)

Analyst 서영수

02) 3787-5111 ysyong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/25)	2,034.39pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	44,250원	31,100원
등락률	-5.1%	35.0%
수익률	절대	상대
1M	8.8%	7.3%
6M	17.5%	10.8%
1Y	11.3%	4.7%

Company Data

발행주식수	386,352천주
일평균 거래량(3M)	1,214천주
외국인 지분율	64.2%
배당수익률(13E)	1.2%
BPS(13E)	66,263원
주요 주주	국민연금공단 8.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
총진총이익(연결)	8,843.1	7,877.8	7,134.6	7,031.9
증감율(%YoY)	15.3	-10.9	-9.4	-1.4
당기순이익	2,373	1,769	1,359	1,345
증감율(%YoY)	2,586.5	-25.4	-23.2	-1.1
EPS	6,141	4,579	3,518	3,481
증감율(%YoY)	2,586.5	-25.4	-23.2	-1.1
경상 EPS	5,234	4,848	3,518	3,481
증감율(%YoY)	-614.	-7.4	-27.4	-1.1
K-BPS	55,816	59,985	62,638	65,855
경상 PER	7.1	7.8	11.9	12.1
PBR	0.62	0.60	0.63	0.60
K-PBR	0.66	0.63	0.67	0.64
경상 ROE	9.9	8.3	5.7	5.4
ROA	0.9	0.6	0.5	0.4
배당수익률	1.9	1.6	1.2	1.4

Price Trend



>>> 목표주가 소폭 상향, 투자 의견은 "Marketperform" 유지

1) 최근 주가 상승으로 밸류에이션 매력도가 다소 약화되어다는 점임. 동사의 2013 예상 K-PBR은 0.67배에 달하며 경상 2014 예상 PER도 12.1배로 추정됨. 2) 정부 규제 강화에 따른 비우호적인 영업환경 지속으로 2014년에도 수익성 부진이 지속될 것으로 예상된다는 점임. 마진 회복을 위해 성장률 목표 하향 조정 등 적극적인 조치가 있을 것으로 예상되지만 현실적으로 순이자마진이 가파르게 상승하기는 어려움. 만일 정부가 경기부양을 위해 정책금리를 인하한다면 순이자마진은 보다 더 하락할 수도 있음. 3) 대손비용도 2014년에는 전년 동기 대비 증가할 가능성이 높다는 점임. 대기업 부실화 우려가 높아지고 있는 데다 가계부채 위험도 올해보다 높아질 가능성이 높기 때문.

>>> 대기업 리스크는 상대적으로 적은 금융그룹

2008년 금융위기 이후 보수적인 여신전략을 지속한 점이 이자부문 이익 감소 폭을 키우는 요인으로 작용하였지만 향후 대기업 부실화에 따른 영향은 상대적으로 적을 것으로 판단함. 실제 동사는 30대 그룹 중 A 이하 등급을 받은 기업의 익스포져, 재무구조가 좋지 않은 8대 대기업 그룹의 익스포져가 대형 시중은행 가운데 가장 적은 것으로 나타남. 가계 부문 역시 여신관리를 강화함에 따라 향후 가계 부채 리스크 현실화 시 손실 폭도 우려와 달리 제한적일 것으로 판단함. 이는 향후 시장 위험 증가 시점에서 상대적으로 차별화될 수 있는 계기가 될 수 있을 듯

>>> 3/4분기, 비경상적 이익으로 기대 이상의 실적 시현

비경상적인 요인을 제외하면 3/4분기에도 실적 부진이 지속됨. 그 이유는 그룹 순이자마진이 2.55%로 전 분기 대비 10bp나 하락함에 따라 이자부문 이익이 감소하였음. 성장이 순이자마진에 부정적인 영향을 미치는 이유는 생애최초 주택자금 대출 등 정부의 모기지 상품이 낮은 금리로 과도하게 공급됨에 따라 은행이 성장을 위해서는 불가피하게 대출금리를 낮출 수 밖에 없기 때문. 4/4분기 이후 마진 관리에 역점을 둘 것으로 예상, 성장률을 낮출 것으로 예상되지만 구조적인 문제가 해결되지 않는 한 순이자마진 회복은 2014년에도 쉽지 않을 듯.

3/4분기 비경상적 요인으로 기대치보다 좋은 실적을 시현

KB금융지주는 3/4분기에 전년 동기 대비 12.9% 증가한 4,629억 원의 지배주주순이익을 시현하였다. 시장의 기대치보다는 좋았지만 원화절상에 따른 평가이익 증가액 610억 원, 현대상선 유가증권 매각이익의 600억 원을 제외할 경우 시장 기대치에 근접한 실적으로 평가된다. 동사의 실적 부진이 지속된 이유는 다음과 같다.

첫째, 그룹 순이자마진이 2.55%로 전 분기 대비 10bp나 하락함에 따라 이자부문 이익이 크게 감소하였다. 비우호적인 영업환경 하에서 주택관련 대출과 우량 중소기업 대출을 늘린 점이 순이자마진 하락 폭이 상대적으로 큰 요인으로 추정된다. 실제 동사는 가계부문에서 전 분기 대비 1.8%, 중소기업 부문에서 1.5% 성장, 1.3%의 원화대출금 성장률을 시현하였다. 성장이 순이자마진에 부정적인 영향을 미치는 이유는 생애최초 주택자금 대출 등 정부의 모기지 상품이 낮은 금리로 과도하게 공급됨에 따라 은행이 성장을 위해서는 불가피하게 대출금리를 낮출 수 밖에 없기 때문이다. 참고로 정부 모기지 대출이 2013년 전체 모기지 대출 순증금액의 70%를 차지하고 있다. 둘째, 대손비용이 전 분기 대비 15.7% 증가, 비교적 많이 증가했다는 점이다. 그러나, 집단 대출 상각에 따른 충당금 반영분 600억 원을 제외하면 전 분기와 비슷한 수준이다. 다만 가계 부문과 신용카드 부문의 충당금이 점진적으로 증가하고 있는 점은 향후에도 지속적으로 관찰이 필요해 보인다. 한편 적극적인 비용 절감 노력으로 판매비가 적절히 통제, 비용률이 전 분기 대비 소폭 하락한 점은 긍정적이다.

KB금융지주 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	%QoQ	%YoY	4Q13E	2013E	%YoY
총전총이익 (연결기준)	1,776.4	1,719.3	1,916.7	11.5	-1.9	1,722.2	7,134.6	-9.2
a. 이자순이익	1,650.1	1,617.9	1,591.3	-1.6	-10.6	1,585.9	6,445.2	-9.4
b. 비이자이익	126.3	101.4	325.4	221.0	87.7	136.3	689.4	-7.3
판매관비	944.2	977.0	925.0	-5.3	-11.1	973.3	3,819.5	-1.7
영업이익	597.0	513.5	697.1	35.8	29.9	493.8	2,301.4	-7.5
국민은행	296.0	48.6	338.2	595.9	3.7	234.0	916.8	-37.5
KB카드	96.0	108.0	112.0	3.7	41.8	85.0	401.0	37.2
KB투자증권	7.0	3.0	2.0	-33.3	-33.3	3.0	15.0	2.8
KB자산운용	11.0	13.0	13.0	0.0	18.2	6.0	43.0	37.7
기타	9.6	3.1	2.3	-25.8	187.5	3.0	18.0	-62.5
지배주주순이익	411.5	163.5	462.9	183.1	12.9	321.1	1,359.0	-22.7
경상 순이익	411.5	163.5	462.9	183.1	-10.0	321.1	1,359.0	-26.7
EPS(원)	4,260	1,693	4,793	183.1	12.8	3,325	3,518	-22.4
ROE(%)	6.7	2.6	7.4	-1.0	-1.9	5.0	5.4	-1.9

자료: KB금융지주, 키움증권 리서치센터

국민은행 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, IFRS)	1Q13	2Q13	3Q13	%QoQ	%YoY	4Q13E	2013E	%YoY
총전총이익	1,474.6	1,418.7	1,602.8	13.0	1.1	1,458.4	5,954.5	-8.7
이자순이익	1,313.5	1,281.3	1,254.7	-2.1	-14.5	1,249.3	5,098.8	-13.3
비이자이익	161.1	137.4	348.1	153.3	196.3	209.1	855.7	33.4
판매관리비	841.7	874.5	822.5	-5.9	-7.8	870.8	3,409.5	1.7
영업이익	376.0	293.7	464.0	58.0	14.0	310.8	1,444.5	-23.0
당기순이익	295.9	48.8	338.2	593.0	3.7	234.0	916.9	-33.7
EPS(원)	2,927	483	3,345	593.0	3.7	2,315	2,268	-33.7
ROA Breakdown(%,%p)								
총마진	2.26	2.15	2.39	0.24	0.02	2.15	2.22	-0.24
대손상각비	0.39	0.38	0.47	0.09	0.04	0.41	0.41	-0.08
일반관리비	1.29	1.33	1.23	-0.10	-0.10	1.28	1.27	0.01
영업이익	0.58	0.45	0.69	0.25	0.08	0.46	0.54	-0.17
ROA(%)	0.41	0.07	0.46	0.39	0.01	0.31	0.34	-0.18
ROE (%)	4.77	0.78	5.42	4.64	0.00	3.73	4.51	-2.56
순이자마진	2.04	1.96	1.85	-0.11	-0.27	1.83	1.92	-0.26

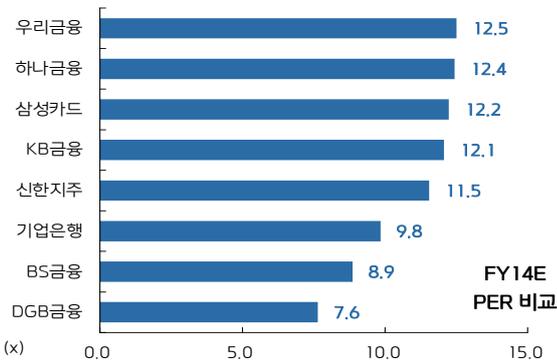
자료: KB금융지주, 키움증권 리서치센터

목표주가를 42,000원으로 상향 조정, 투자 의견 Marketperform 유지

은행 부문의 수익성 부진 지속에도 카드부문의 양호한 수익성 지속 요인을 고려해 2013년과 2014년 수익추정을 각각 2%, 4% 상향 조정한다. 아울러 증시 여건 개선에 따른 자기자본 비용 요인 등을 고려해 목표주가를 42,000원으로 상향 조정한다. 다만 최근 주가 상승으로 인한 밸류에이션 매력도 약화를 반영해 투자 의견 “Marketperform” 유지한다. 전반적으로 동사에 대해 보수적 관점에서 투자 의견을 제시하는 이유는 다음과 같다.

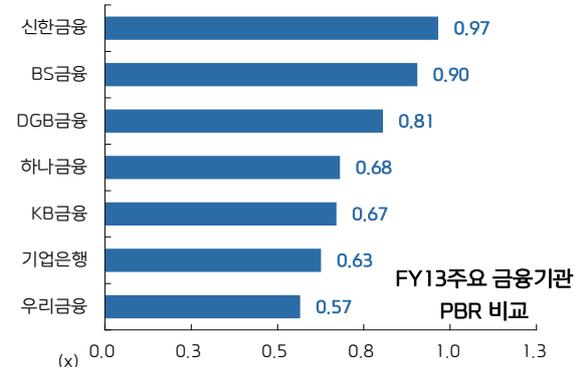
첫째, 최근 주가 상승으로 밸류에이션 매력도가 다소 약화되었다는 점이다. 동사의 2013 예상 K-PBR은 0.67배에 달하며 경상 2014 예상 PER도 12.1배로 추정된다. 둘째, 정부 규제 강화에 따른 비우호적인 영업환경 지속으로 2014년에도 수익성 부진이 지속될 것으로 예상된다는 점이다. 마진 회복을 위해 성장을 목표 하향 조정 등 적극적인 조치가 있을 것으로 예상되지만 현실적으로 순이자마진이 가파르게 상승하기는 어렵다. 만일 정부가 경기부양을 위해 정책금리를 인하한다면 순이자마진은 보다 더 하락할 수도 있다. 셋째, 대손비용도 2014년에는 전년 동기 대비 증가할 가능성이 높다는 점이다. 대기업 부실화 우려가 높아지고 있는 데다 가계부채 위험도 올해보다 높아질 가능성이 높기 때문이다. 다만 2008년 금융위기 이후 보수적인 여신 관리를 전개한 결과 여타 은행 대비 대손비용 변동 폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 실제 동사가 보유한 저신용도 기업에 대한 익스포저는 타사대비 상대적으로 적은 것으로 추정된다.

KB금융, PER 기준으로는 매력도 높지 않아



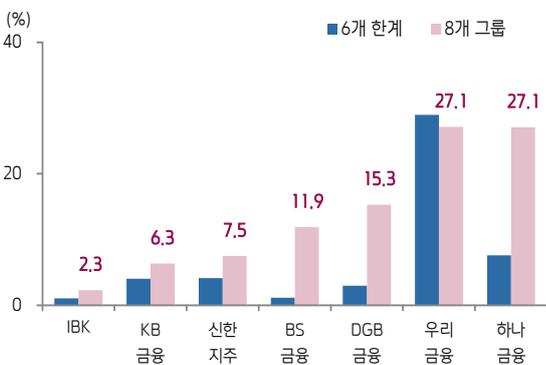
자료: 키움증권

KB금융, PBR 기준으로는 매력도 높지만.



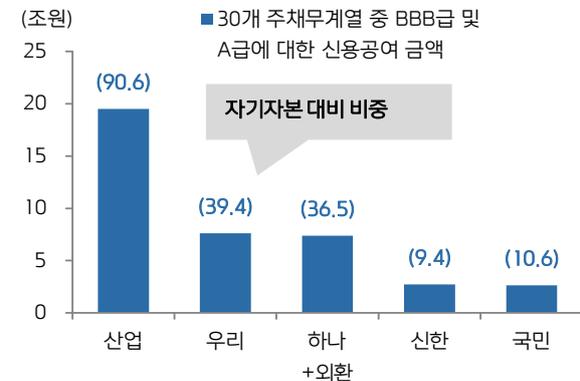
자료: 키움증권

KB금융, 상대적으로 대기업 부실화 위험은 적음



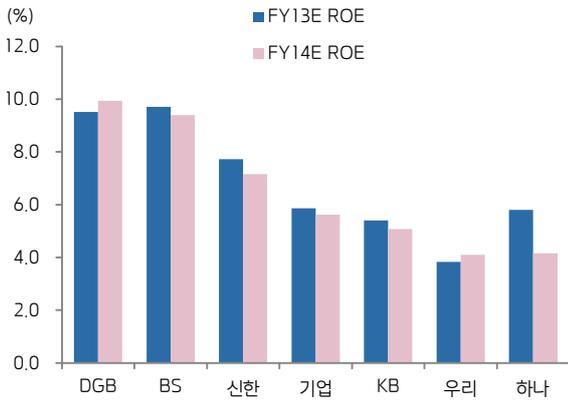
자료: KIS LINE, 각사, 키움증권
주: 자기자본대비 은행 신용공여 비율

KB금융, 상대적으로 대기업 부실화 위험은 적음



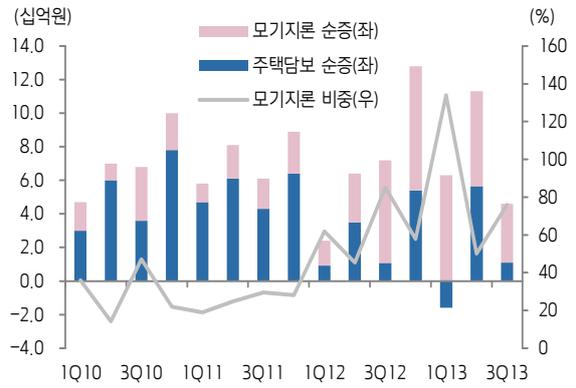
자료: KIS LINE, 한신평자료 재인용
주: 신용공여금액

ROE 회복, 향후 주가 리레이팅의 선결요건



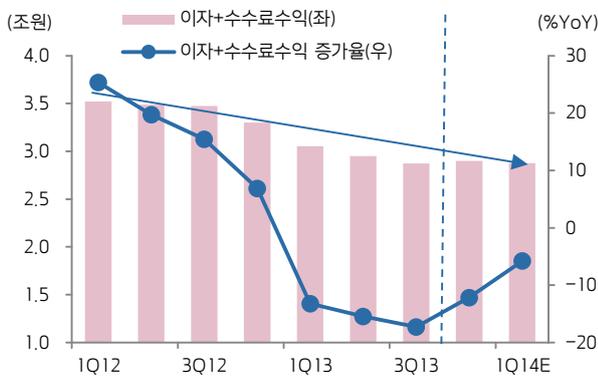
자료: 키움증권

정부의 시장 개입, 은행 성장 제약 요인



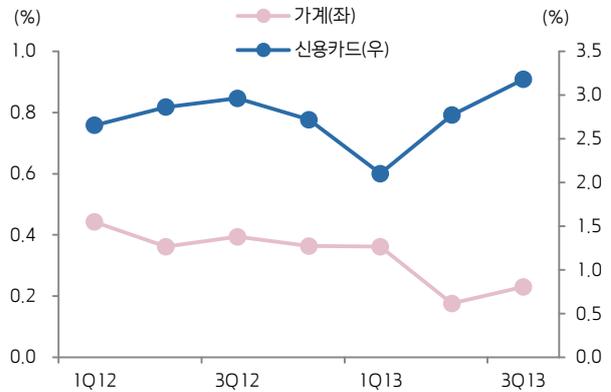
자료: 한국은행

정부 규제 영향으로 핵심이익 감소 지속



자료: KB금융, 키움증권

가계 및 신용카드 대손비용률 상승 반전



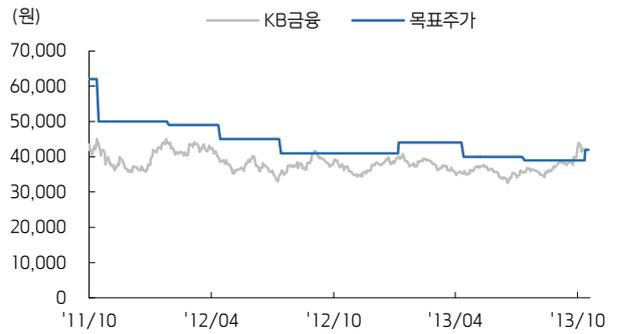
자료: KB금융, 키움증권

- 당사는 10월 25일 현재 'KB금융' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
KB금융 (105560)	2011/08/01	Outperform(Maintain)	62,000원
	2011/10/31	Outperform(Maintain)	50,000원
	2011/11/09	Outperform(Maintain)	50,000원
	2012/02/13	Outperform(Maintain)	49,000원
	2012/04/30	Outperform(Maintain)	45,000원
	2012/07/30	Outperform(Maintain)	41,000원
	2012/10/29	Outperform(Maintain)	41,000원
	2013/01/22	Outperform(Maintain)	44,000원
	2013/04/29	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/07/11	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/07/29	Marketperform(Downgrade)	39,000원
	2013/10/28	Marketperform(Maintain)	42,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상