

2017. 4. 24



▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 15,000 원

현재주가 (4.21) 12,350 원

상승여력 21.5%

KOSPI 2,165.04pt

시가총액 69,157억원

발행주식수 55,998만주

유동주식비율 44.62%

외국인비중 17.84%

52주 최고/최저가 13,850원 / 11,050원

평균거래대금 164.3억원

주요주주(%)

기획재정부 51.81

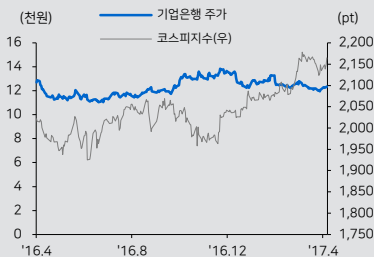
국민연금 9.21

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.59 -5.36 -2.76

상대주가 -2.74 -12.18 -6.04

주가그래프



기업은행 024110

상대적 투자 매력도 약화 국면

- ✓ 1Q17 지배주주 순이익 4,367억원(+15.9% YoY, +104.8% QoQ)으로 추정치 부합
- ✓ 대출 성장은 양호하였으나, NIM과 Credit cost는 상대적으로 부진
- ✓ 안정된 실적 흐름은 긍정적이나, 뚜렷한 변화를 기대하기 어렵다는 점이 부담 요인
- ✓ 타행대비 1) 더딘 NIM 개선 속도와, 2) 높은 Credit cost 레벨 반영해 적정주가 하향
- ✓ 다만, 1) Valuation 매력도, 2) 특별 배당 기대감 등을 감안해 Buy Rating은 유지

1Q17 Earnings 추정치 부합

1Q17 지배주주 순이익은 4,367억원(+15.9% YoY, +104.8% QoQ)으로 당사 추정치에 부합했다. 타행대비 대출 성장(+1.9% QoQ)은 양호했으나, NIM(+1bp QoQ)과 Credit cost(+11bp QoQ) 개선폭은 부진했다. 주요 일회성 요인은 1) 이마트 주식 매각이익(445억원) 및 중국유한공사 관련 환평가이익(338억원) 등 비이자이익 1,658억원 발생, 2) '17년 사내근로복지기금 조기 출연분 396억원, 3) 외국인납부세액공제 환급 123억원 등으로 요약된다.

상대적 투자 매력도 약화 국면

안정적인 실적 흐름이 지속된다는 점은 긍정적이다. 그러나 핵심지표의 뚜렷한 변화를 기대하기 어렵다는 점에서 은행주 내 상대적 투자 매력도는 낮아진 상황이다. 기업은행의 1) 중소기업 중심의 여신 포트폴리오, 2) 중금채 조달 구조 등은 금리 하락기와 같은 은행주 투자 심리가 위축되는 국면에서 장점으로 작용 가능한 부분이다.

적정주가 15,000 원으로 6.7% 하향 조정

'17년 예상 순이익과 ROE를 각각 1,38조원(+19.6% YoY), 7.5%로 추정한다. 타행대비 1) 더딘 NIM 개선 속도와 2) 높은 Credit cost 레벨을 반영해 적정주가를 기존 16,000원에서 15,000원으로 6.7% 하향 조정한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 34,000원에 Target PBR Multiple 0.44배를 적용했다. 다만 1) 업종 개선 국면에서의 낮은 Valuation(Trailing PBR 0.38배), 2) KT&G 주식(장부가 22,370원, 9,510,485주 보유) 매각에 따른 일회성 이익(예상 매각익 약 7,906억원) 및 특별 배당 기대감을 감안해 Buy rating은 유지한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2015	4,759	2,663	1,500	1,143	2,054	10.6	30,918	6.0	0.4	7.0	0.5
2016	4,934	2,779	1,533	1,158	2,071	0.8	32,055	6.1	0.4	6.6	0.5
2017E	5,311	3,195	1,845	1,384	2,471	19.3	33,749	5.0	0.4	7.5	0.5
2018E	5,356	3,205	1,853	1,393	2,487	0.6	35,479	5.0	0.3	7.2	0.5

표1 1Q17 Earnings Summary

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,253	1,182.6	6.0	1,250	0.3				
총영업이익	1,455	1,298.8	12.0	1,105	31.7				
판관비	504	468.8	7.6	561	-10.0				
총전이익	951	830.0	14.6	544	74.8				
총당금전입액	373	348.7	6.9	265	40.7				
지배주주순이익	437	376.7	15.9	213	104.8	454	-3.7	401	8.8

자료: 기업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 1Q17 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
비이자이익	1,658	부실채권 매각익 298억원 + 이마트 주식 매각이익 445억원 + 환평가이익 338억원 + 유가증권 배당수익 577억원
판관비	396	'17년 사내근로복지기금 조기 출연분
법인세	123	외국납부세액공제 환급

자료: 기업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 기업은행 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	7.4
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	8.5
Risk Free Rate	%	C	1.9
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	1.1
COE 조정계수	%	F	5.0
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	13.5
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.55
Premium/Discount	%	J	-20.0
Target PBR	배	$K=I \times (1+J)$	0.44
12M Fwd BPS	원	L	34,300
적정주가	원	$M=K \times L$	15,000
현재가(04/21)	원	N	12,350
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	21.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 기업은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	FY16	FY17E
순이자이익	1,183	1,200	1,251	1,250	1,253	1,272	1,290	1,284	4,883	5,100
이자수익	1,947	1,948	1,937	1,947	1,934	1,962	1,991	1,996	7,779	7,883
이자비용	764	748	687	697	680	691	701	711	2,896	2,783
순수수료이익	95	96	91	93	92	94	96	95	375	377
수수료수익	185	196	195	199	204	200	204	202	774	809
수수료비용	90	100	104	105	111	106	108	107	399	433
기타비이자이익	21	-24	-83	-239	110	-68	-69	-138	-325	-166
총영업이익	1,299	1,272	1,258	1,105	1,455	1,297	1,317	1,241	4,934	5,311
판관비	469	583	542	561	504	546	499	566	2,155	2,115
총전영업이익	830	689	716	544	951	751	818	676	2,779	3,195
총당금전입액	349	297	335	265	373	330	334	314	1,246	1,351
영업이익	481	392	380	279	578	422	484	362	1,533	1,845
영업외손익	0	-7	-8	0	-6	-8	-8	-14	-15	-36
세전이익	481	385	372	279	572	413	475	348	1,517	1,809
법인세비용	103	96	90	63	134	95	109	80	353	419
당기순이익	378	290	282	215	438	318	366	268	1,165	1,390
지배주주	377	287	281	213	437	317	364	267	1,158	1,384
비지배지분	1	3	1	2	1	2	2	1	7	6

자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

기업은행 (024110)

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	1,484	1,821	1,889	1,968
대출채권	6,434	10,324	7,350	7,658
금융자산	239,843	256,851	264,847	276,082
유형자산	95,285	103,984	105,893	111,475
기타자산	27,554	26,670	27,674	28,505
자산총계	84,251	90,863	91,228	93,965
예수부채	15,459	17,286	21,053	22,163
차입부채	222,549	238,804	245,847	256,107
사채	3,272	3,290	3,290	3,290
기타부채	1,399	1,398	1,698	1,698
부채총계	531	554	555	555
자본금	0	0	0	0
신종자본증권	748	667	662	672
자본잉여금	11,254	12,041	12,695	13,653
자본조정	91	97	102	107
기타포괄손익누계액	17,294	18,047	19,000	19,974
이익잉여금	1,484	1,821	1,889	1,968
비지배지분	6,434	10,324	7,350	7,658
자본총계	239,843	256,851	264,847	276,082

Key Financial Data I

	2015	2016	2017E	2018E
주당지표 (원)				
EPS	2,054	2,071	2,471	2,487
BPS	30,918	32,055	33,749	35,479
DPS	450	480	610	660
Valuation (%)				
PER (배)	6.0	6.1	5.0	5.0
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.3
배당수익률	3.6	3.8	4.9	5.3
배당성향	25.8	27.3	29.0	31.0
수익성 (%)				
NIM	1.9	1.9	1.9	1.9
ROE	7.0	6.6	7.5	7.2
ROA	0.5	0.5	0.5	0.5
Credit cost	0.6	0.6	0.7	0.6
효율성 (%)				
예대율	191.7	185.6	191.3	189.4
C/I Ratio	44.1	43.7	39.8	40.2

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	4,631	4,883	5,100	5,319
이자수익	7,987	7,779	7,883	8,257
이자비용	3,356	2,896	2,783	2,938
순수수료이익	406	375	377	395
수수료수익	772	774	809	841
수수료비용	367	399	433	446
기타비이자이익	-277	-325	-166	-358
총영업이익	4,759	4,934	5,311	5,356
판관비	2,097	2,155	2,115	2,151
총전영업이익	2,663	2,779	3,195	3,205
총당금전입액	1,163	1,246	1,351	1,353
영업이익	1,500	1,533	1,845	1,853
영업외손익	-30	-15	-36	-34
세전이익	1,469	1,517	1,809	1,818
법인세비용	319	353	419	418
당기순이익	1,151	1,165	1,390	1,400
지배주주	1,143	1,158	1,384	1,393
비지배지분	8	7	6	7

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
자본적정성				
BIS Ratio	12.5	13.1	13.5	13.5
Tier 1 Ratio	9.4	10.6	11.2	11.4
CET 1 Ratio	8.3	9.3	9.9	10.1
자산건전성				
NPL Ratio	1.3	1.4	1.4	1.4
Precautionary Ratio	2.9	2.7	2.8	2.8
NPL Coverage	173.7	167.8	157.5	157.4
성장성				
자산증가율	9.1	7.1	3.1	4.2
대출증가율	9.6	5.7	5.0	4.2
순이익증가율	11.3	1.3	19.6	0.6
Dupont Analysis				
순이자이익	1.9	1.9	1.9	1.9
비이자이익	0.1	0.0	0.1	0.0
판관비	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8
대손상각비	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 24일 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

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

기업은행(024110) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.10.12	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.11.02	기업브리프	Buy	17,500	박선호	
2015.12.03	산업분석	Buy	17,500	박선호	
2016.03.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2016.04.01	산업브리프	Buy	17,500	박선호	
2016.04.19	산업브리프	Buy	16,000	박선호	
				담당자변경	
2016.08.16	산업분석	Buy	15,000	은경완	
2016.10.31	기업브리프	Buy	15,000	은경완	
2016.11.21	산업분석	Buy	16,000	은경완	
2017.01.17	산업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.02.15	기업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	
2017.04.24	기업브리프	Buy	15,000	은경완	