2017. 7. 24

▲ 은행/지주
Analyst **은경완**
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

기업은행 024110

시간이 좀 더 필요하다

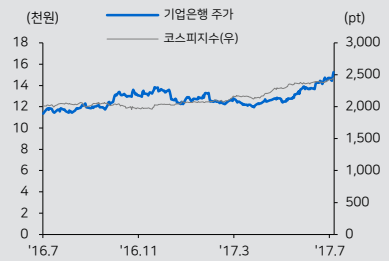
- ✓ 2Q17 Earnings 당사 추정치 및 컨센서스 각각 17.0%, 17.6% 상회
- ✓ 정체되었던 마진(+2bp) 개선과 대손비용률(-11bp) 하락이 실적 개선을 견인
- ✓ 타행대비 부족한 어닝모멘텀은 하반기에도 지속 → Valuation gap play는 시기상조
- ✓ KT&G 주식 매각에 따른 일회성 이익 사용 여부가 단기 주가 향방의 변곡점
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	**16,000 원**
현재주가 (7.21)	**15,250 원**
상승여력	**4.9%**
KOSPI	2,450.06pt
시가총액	85,397억원
발행주식수	55,998만주
유동주식비율	44.62%
외국인비중	18.62%
52주 최고/최저가	15,250원 / 11,350원
평균거래대금	224.1억원
주요주주(%)	
기획재정부	51.81%
국민연금공단	9.17%
한국산업은행(외1인)	1.91%

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	11.72	18.22	34.36
상대주가	7.90	0.48	20.95

주가그래프



2Q17 Earnings review

2Q17 지배주주 순이익은 3,552억원(+23.9% YoY, -19.0% QoQ)으로 당사 추정치와 컨센서스를 각각 17.0%, 17.6% 상회했다. 2분기 핵심예금 증대와 중금채 금리 하락에 따른 조달비용 감소로 정체되었던 마진(+2bp QoQ)은 소폭 개선 되었으며, 대손율도 63bp로(-11bp QoQ) 하락하며 실적 개선을 견인했다. 주요 일회성 요인은 1) 원화 약세에 따른 FX환산손실 86억원, 2) 초과업적성과금 685억원으로 요약된다.

차별화 된 주가 모멘텀 부재

꾸준한 이익 개선 추세를 지속하고 있으나, 시중은행 대비 부족한 어닝 모멘텀은 여전히 부담이다. 마진 개선, 견조한 성장, 비용 통제 등은 업계 전반적으로 나타나고 있는 공통적인 현상으로, 기업은행의 차별화 된 주가 모멘텀으로 작용하기엔 역부족이다. 또한 시중은행과 달리 중소기업 여신 중심의 자산 구성상 마진 개선 속도는 더딜 수 밖에 없으며, 급격한 대손비용률 하락도 기대하기 힘들다. 수익성('17년 예상 ROE 7.6%)대비 현저한 저평가(Trailing PBR 0.45배) 구간임에는 분명하나, 시중은행들과의 Valuation gap play에 대해서는 회의적인 시각을 유지한다.

Trading buy rating 유지

은행권이 가계에서 중소기업 중심 여신 성장으로의 변화의 기로에 위치하며 성장성이 부각될 수 있으나, 이를 논하기엔 아직은 시기상조이다. 이익추정치 상향을 근거로 적정주가를 16,000원으로 소폭 상향 조정하나, Trading Buy 투자의견은 유지한다. 하반기 KT&G 주식 매각에 따른 일회성 이익의 사용 여부(배당 확대, 구조조정 비용 지출 등)가 단기 주가 향방의 중요한 변곡점이 될 전망이다.

(십억원)	총영업이익	충전이익	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	5,345	3,123	1,860	1,395	2,491	20.3	33,811	6.1	0.5	7.6	0.5
2018E	5,531	3,236	1,913	1,443	2,578	3.5	35,620	5.9	0.4	7.4	0.5

MERITZ 메리츠종금증권

표1 2Q17 Earnings Summary

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,291	1,200	7.6	1,253	3.0				
총영업이익	1,328	1,272	4.4	1,455	-8.8				
판관비	589	583	1.2	504	16.9				
충전이익	738	689	7.1	951	-22.3				
충당금전입액	263	297	-11.5	373	-29.4				
지배주주순이익	355	287	23.9	438	-19.0	304	17.0	302	17.6

자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 2Q17 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
비이자손실	86	중국유한공사 관련 FX환산손실
판관비	685	초과업적성과급

자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 기업은행 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	7.5
Cost of Equity	%	B=C+(D*E)	8.5
Risk Free Rate	%	C	1.9
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	1.1
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	G=B+F	13.0
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	**배**	I=(A-H)/(G-H)	0.57
Premium/Discount	%	J	-20.0
Target PBR	**배**	K=I*(1+J)	**0.46**
12M Fwd BPS	원	L	34,900
적정주가	**원**	M=K*L	**16,000**
현재가(7/21)	원	N	15,250
Upside Potential	**%**	O=(M-N)/N	**4.9**

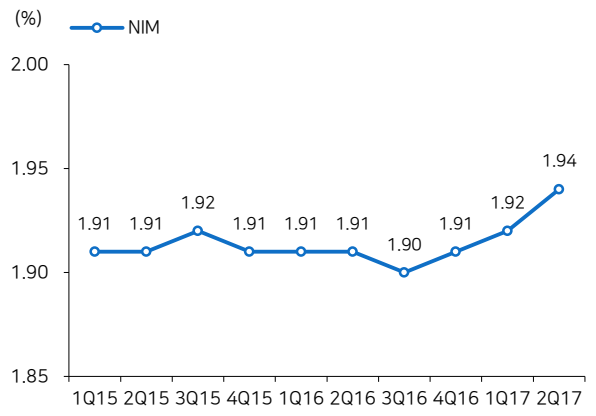
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 기업은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	FY16	FY17E
순이자이익	1,183	1,200	1,251	1,250	1,253	1,291	1,312	1,317	4,883	5,173
이자수익	1,947	1,948	1,937	1,947	1,934	1,987	2,018	2,031	7,779	7,970
이자비용	764	748	687	697	680	697	706	713	2,896	2,797
순수수료이익	95	96	91	93	92	128	96	98	375	415
수수료수익	185	196	195	199	204	235	177	180	774	796
수수료비용	90	100	104	105	111	107	81	82	399	381
기타비이자이익	21	-24	-83	-239	109	-91	-70	-191	-325	-243
총영업이익	1,299	1,272	1,258	1,105	1,455	1,328	1,338	1,224	4,934	5,345
판관비	469	583	542	561	504	589	552	576	2,155	2,221
충전영업이익	830	689	716	544	951	738	786	648	2,779	3,123
충당금전입액	349	297	335	265	373	263	338	289	1,246	1,264
영업이익	481	392	380	279	578	475	447	359	1,533	1,860
영업외손익	0	-7	-8	0	-6	-7	-7	-14	-15	-34
세전이익	481	385	372	279	572	468	440	345	1,517	1,826
법인세비용	103	96	90	63	133	110	101	79	353	424
당기순이익	378	290	282	215	439	358	339	266	1,165	1,402
지배주주	377	287	281	213	438	355	337	264	1,158	1,395
비지배지분	1	3	1	2	1	3	2	1	7	7

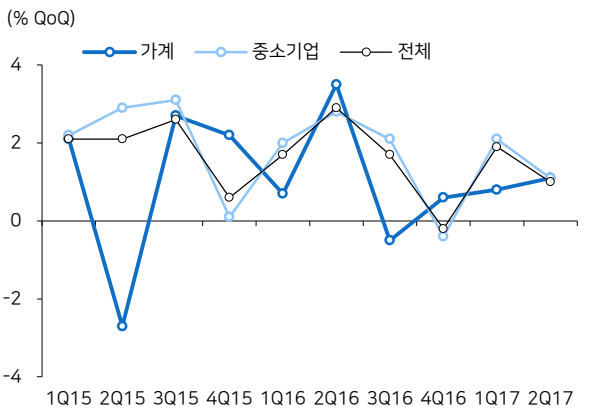
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 NIM 1.94%



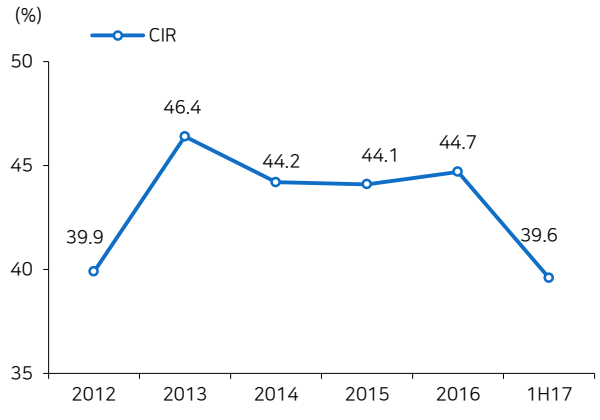
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Loan Growth 1.00%



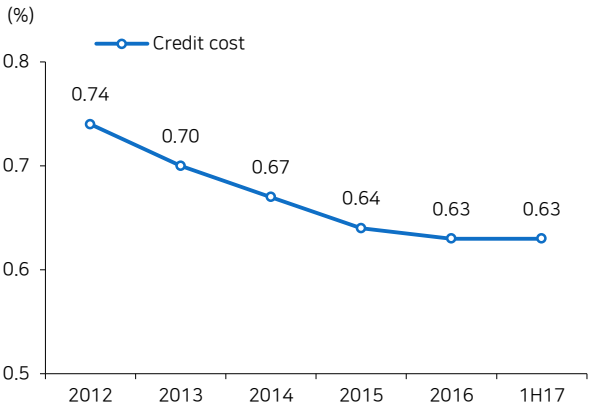
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 39.6%



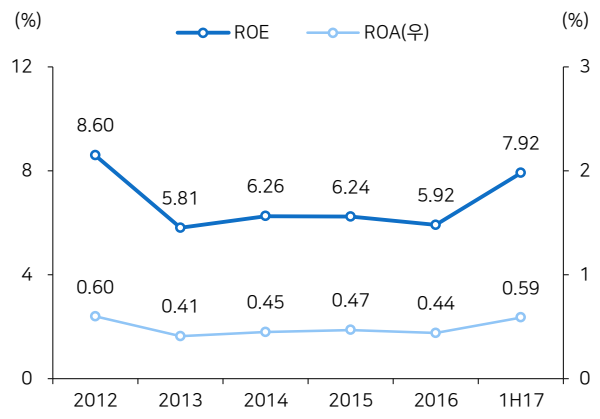
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Credit cost 0.63%



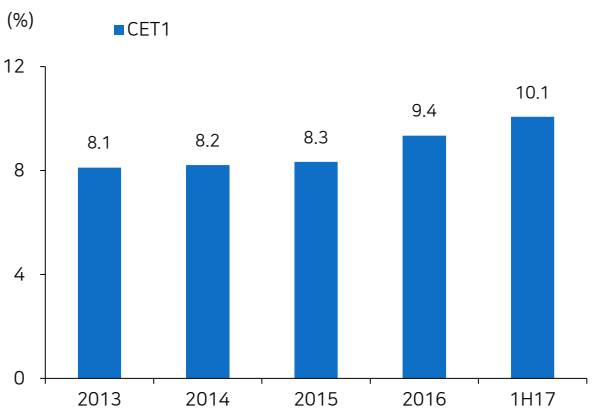
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 ROA 0.59%, ROE 7.92%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 10.1%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

기업은행 (024110)

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	10,018	11,699	15,428	16,194
대출채권	182,634	193,037	202,930	213,144
금융자산	39,271	39,970	43,882	46,091
유형자산	1,484	1,821	1,866	1,960
기타자산	6,434	10,324	7,930	8,329
자산총계	239,843	256,851	272,036	285,718
예수부채	95,285	103,984	109,549	114,992
차입부채	27,554	26,670	28,492	29,928
사채	84,251	90,863	94,745	99,523
기타부채	15,459	17,286	20,216	21,221
부채총계	222,549	238,804	253,001	265,665
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290
신종자본증권	1,399	1,398	1,698	1,698
자본잉여금	531	554	558	558
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	748	667	698	715
이익잉여금	11,254	12,041	12,690	13,686
비지배지분	91	97	101	107
자본총계	17,294	18,047	19,035	20,053

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	4,631	4,883	5,173	5,491
이자수익	7,987	7,779	7,970	8,435
이자비용	3,356	2,896	2,797	2,945
순수수료이익	406	375	415	410
수수료수익	772	774	796	754
수수료비용	367	399	381	344
기타비이자이익	-277	-325	-243	-370
총영업이익	4,759	4,934	5,345	5,531
판관비	2,097	2,155	2,221	2,295
충전영업이익	2,663	2,779	3,123	3,236
충당금전입액	1,163	1,246	1,264	1,323
영업이익	1,500	1,533	1,860	1,913
영업외손익	-30	-15	-34	-30
세전이익	1,469	1,517	1,826	1,884
법인세비용	319	353	424	433
당기순이익	1,151	1,165	1,402	1,451
지배주주	1,143	1,158	1,395	1,443
비지배지분	8	7	7	7

Key Financial Data I

	2015	2016	2017E	2018E
주당지표 (원)				
EPS	2,054	2,071	2,491	2,578
BPS	30,918	32,055	33,811	35,620
DPS	450	480	610	680
Valuation (%)				
PER (배)	6.0	6.1	6.1	5.9
PBR (배)	0.4	0.4	0.5	0.4
배당수익률	3.6	3.8	4.0	4.5
배당성향	25.8	27.3	29.0	31.0
수익성 (%)				
NIM	1.9	1.9	1.9	2.0
ROE	7.0	6.6	7.6	7.4
ROA	0.5	0.5	0.5	0.5
Credit cost	0.6	0.6	0.6	0.6
효율성 (%)				
예대율	191.7	185.6	185.2	185.4
C/I Ratio	44.1	43.7	41.6	41.5

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
자본적정성				
BIS Ratio	12.5	13.1	13.8	13.9
Tier 1 Ratio	9.4	10.6	11.4	11.6
CET 1 Ratio	8.3	9.3	10.0	10.3
자산건전성				
NPL Ratio	1.3	1.4	1.4	1.3
Precautionary Ratio	2.9	2.7	2.7	2.7
NPL Coverage	173.7	167.8	157.9	159.8
성장성				
자산증가율	9.1	7.1	5.9	5.0
대출증가율	9.6	5.7	5.1	5.0
순이익증가율	11.3	1.3	20.5	3.5
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 7월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 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 (2016 년 7 월 14 일부터 기준 변경 시행)

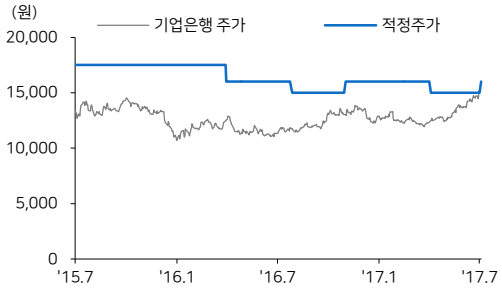
기업	향후 12 개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017 년 6 월 30 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

기업은행(024110) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
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
				담당자 변경
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
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	15,000	은경완
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	15,000	은경완
2017.07.24	기업브리프	Trading Buy	16,000	은경완

주가 및 적정주가 변동추이