



▲ 은행/지주

Analyst 윤경완
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	18,000 원
현재주가 (2.11)	13,900 원
상승여력	29.5%
KOSPI	2,180.73pt
시가총액	77,837억원
발행주식수	55,998만주
유동주식비율	44.64%
외국인비중	23.88%
52주 최고/최저가	17,200원/13,300원
평균거래대금	136.8억원
주요주주(%)	
기획재정부 외 2 인	55.20
국민연금	8.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	-8.6	-11.5
상대주가	-3.1	-4.3	-4.0

주가그래프



(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2016	4,934	2,779	1,533	1,158	2,071	0.8	32,055	6.1	0.4	6.6	0.5
2017	5,600	3,411	2,028	1,501	2,681	29.4	35,175	6.1	0.5	8.0	0.6
2018P	6,259	3,960	2,396	1,754	3,133	16.8	37,471	4.5	0.4	8.6	0.6
2019E	6,590	4,184	2,511	1,814	3,240	3.4	39,839	4.3	0.3	8.4	0.6

기업은행 024110

4Q18 Review: 직관적 우려의 극복 필요

- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 18,000원으로 하향
- ✓ 4Q18P 순이익 3,021억원(+18.1% YoY, -41.9% QoQ)으로 컨센서스 5.5% 상회
- ✓ 1) NIM Flat, 2) Loan growth +0.5%, 3) CCR 0.59%, 4) CIR 37.1%, 5) CET1 10.2%
- ✓ 과거대비 높아진 이익안정성과 타행대비 조달 부담이 덜하다는 점은 긍정적
- ✓ 반면 국책은행으로서의 정책 부담, 불확실해진 배당 정책 등은 풀어야 할 숙제

4Q18 Earnings review

기업은행의 4분기 순이익은 3,021억원(+18.1% YoY, -41.9% QoQ)으로 당사 추정치에 부합했다. 마진은 전분기와 동일한 1.95%를 기록했으며, 연말 매/상각 규모 증가에도 대손비용률은 60bp 이내에서 관리되며 안정세를 이어갔다. 대출성장률의 경우 +0.5% 수준이나 운전자금(-1.3%)과 대기업·공공·기타(-1.4%)는 감소하고 시설자금(+2.2%) 중심으로 성장했다는 점에서 긍정적으로 평가 가능하다. 실적 특이 요인으로는 1) 일회성 총당금 전입액 812억원, 2) 기부금 316억원이 발생했다.

높아진 이익안정성과 마진 관리에 용이한 환경

중소기업 경기둔화에도 적극적인 부실자산 정리와 고신용 차주, 담보 및 보증서 대출 중심의 여신 포트폴리오 변화로 과거대비 이익안정성이 크게 개선됐다. 또한 타행이 잔액기준 COFIX 도입, 예대율 산식 변경 등의 조달 부담을 안고 있는 것에 비해 상대적으로 마진 관리도 유리한 상황이다.

반면 직관적 우려의 극복은 필요

그럼에도 기업은행의 '19년 주가 전망은 밝지 않다. 소상공인과 자영업자를 위한 초저금리 대출(1.8조원 규모) 공급에 따른 수익성 악화 우려, 국책은행 배당 축소 관련 보도 등이 주가에 부담이기 때문이다. 여기에 시중은행의 본격적인 중소기업 대출시장 진출로 M/S 하락 가능성도 존재한다. 상기 요인이 모두 기우에 그칠지라도 당장 국책은행으로서의 정책 부담, 불확실해진 배당 정책 등은 투자심리를 훼손시킬 수 밖에 없는 요인들이다. 이익 추정치 변화가 미미함에도 할인율 확대를 근거로 적정주가를 기준 19,000원에서 18,000원으로 소폭 하향한다.

표1 4Q18 Earnings Summary

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,449	1,363	6.3	1,429	1.3				
총영업이익	1,534	1,362	12.6	1,593	-3.7				
판관비	605	567	6.6	530	14.2				
총전이익	929	795	16.8	1,064	-12.7				
총당금전입액	522	408	28.0	362	44.3				
지배주주순이익	302	256	18.1	520	-41.9	302	0.1	287	5.5

자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 4Q18 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
총당금전입	812	1월 부도차주 총당금 선반영 364억원 + 연도말 상각 증가로 인한 총당금 전입액 448억원
영업외비용	316	은행권청년창업재단 등 기부금

자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 기업은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	FY17	FY18P
순이자이익	1,253	1,291	1,353	1,363	1,353	1,401	1,429	1,449	5,260	5,632
이자수익	1,934	1,987	2,062	2,093	2,127	2,232	2,316	2,366	8,076	9,041
이자비용	680	697	709	730	774	830	886	918	2,816	3,408
순수수료이익	92	128	110	77	109	128	96	118	407	451
수수료수익	204	235	218	192	230	238	211	229	849	908
수수료비용	111	107	109	115	120	110	115	112	442	457
기타비이자이익	109	-91	-8	-78	104	37	68	-33	-68	176
총영업이익	1,455	1,328	1,454	1,362	1,566	1,566	1,593	1,534	5,600	6,259
판관비	504	589	527	567	540	624	530	605	2,189	2,299
총전영업이익	951	738	927	795	1,025	942	1,064	929	3,411	3,960
총당금전입액	373	263	339	408	328	352	362	522	1,383	1,564
영업이익	578	475	588	387	698	590	702	407	2,028	2,396
영업외손익	-6	-5	-2	-61	1	-3	-1	6	-75	3
세전이익	572	470	586	326	698	587	701	413	1,954	2,399
법인세비용	133	110	135	68	185	163	178	109	445	635
당기순이익	439	360	451	258	513	424	523	304	1,509	1,764
지배주주	438	358	450	256	510	422	520	302	1,501	1,754
비지배지분	1	2	1	2	3	3	3	2	7	10

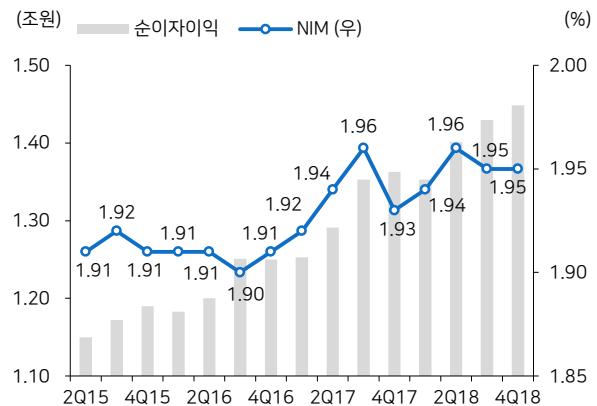
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 기업은행 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	8.4
Cost of Equity	%	B=C+(D*E)	5.6
Risk Free Rate	%	C	1.8
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	0.6
COE 조정계수	%	F	7.5
Adj. Cost of Equity	%	G=B+F	13.1
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	I=(A-H)/(G-H)	0.64
Premium/Discount	%	J	-30.0
Target PBR	배	K=I*(1+J)	0.45
12M Fwd BPS	원	L	39,839
적정주가	원	M=K*L	18,000
현재가(2/11)	원	N	13,900
Upside Potential	%	O=(M-N)/N	29.5

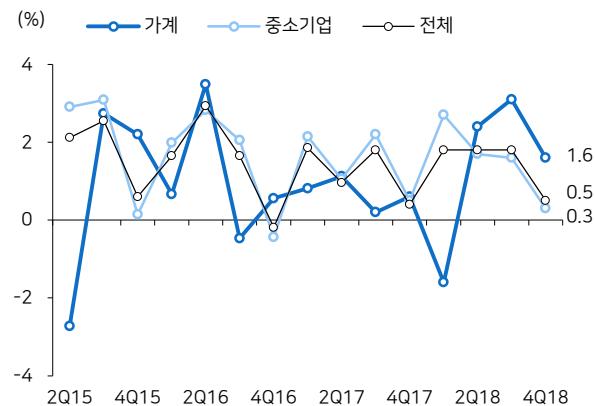
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 NIM 1.95%



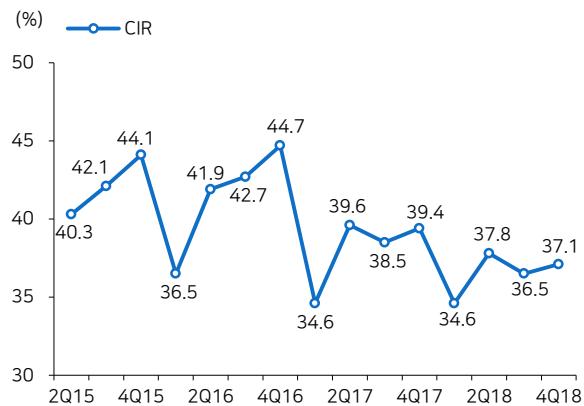
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Loan Growth +0.5%



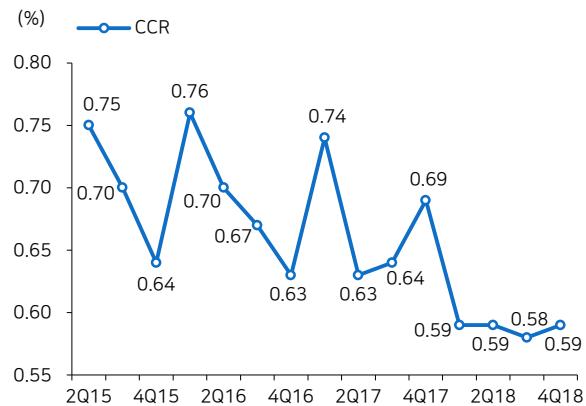
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 37.1%



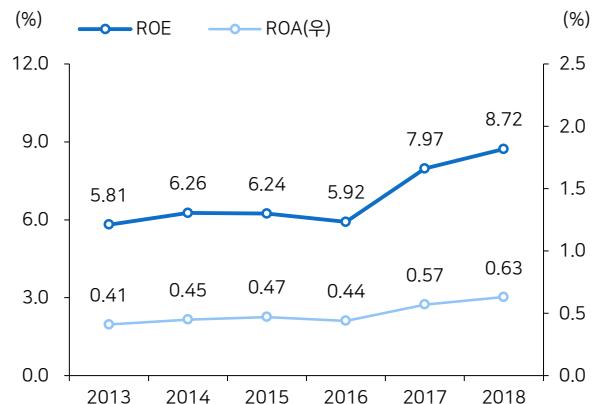
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Credit Cost 59bp



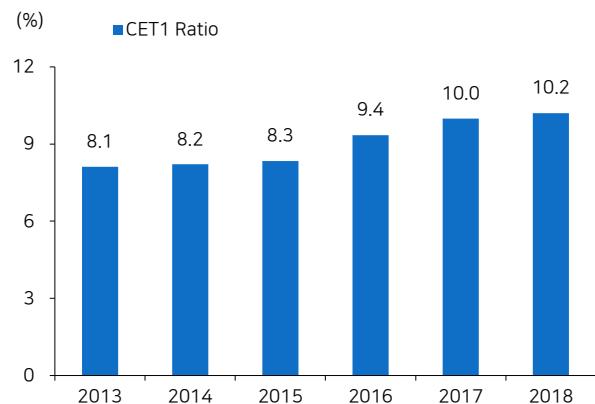
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 ROA 0.63%, ROE 8.72%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 10.2%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

기업은행 (024110)

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E
현금 및 예치금	11,699	12,906	14,628	15,237
대출채권	193,037	202,916	214,523	224,064
금융자산	39,970	48,186	51,184	53,460
유형자산	1,821	1,835	1,883	1,967
기타자산	10,324	8,227	7,291	7,616
자산총계	256,851	274,070	289,509	302,343
예수부채	103,984	112,591	109,556	114,116
차입부채	26,670	27,340	28,051	29,285
사채	90,863	94,201	109,979	114,819
기타부채	17,286	20,137	20,829	21,696
부채총계	238,804	254,268	268,415	279,916
자본금	3,290	3,290	3,290	3,290
신증자본증권	1,398	2,032	2,381	2,381
자본잉여금	554	559	551	551
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	667	661	508	520
이익잉여금	12,041	13,156	14,253	15,567
비지배지분	97	104	111	118
자본총계	18,047	19,802	21,094	22,427

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E
순이자이익	4,883	5,260	5,632	6,012
이자수익	7,779	8,076	9,041	9,816
이자비용	2,896	2,816	3,408	3,805
순수수료이익	375	407	451	469
수수료수익	774	849	908	943
수수료비용	399	442	457	474
기타비이자이익	-325	-68	176	109
총영업이익	4,934	5,600	6,259	6,590
판관비	2,155	2,189	2,299	2,406
총전영업이익	2,779	3,411	3,960	4,184
총당금전입액	1,246	1,383	1,564	1,673
영업이익	1,533	2,028	2,396	2,511
영업외손익	-15	-75	3	3
세전이익	1,517	1,954	2,399	2,514
법인세비용	353	445	635	691
당기순이익	1,165	1,509	1,764	1,823
지배주주	1,158	1,501	1,754	1,814
비지배지분	7	7	10	9

Key Financial Data I

	2016	2017	2018P	2019E
주당지표 (원)				
EPS	2,071	2,681	3,133	3,240
BPS	32,055	35,175	37,471	39,839
DPS	480	617	720	760
Valuation (%)				
PER (배)	6.1	6.1	4.5	4.3
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.3
배당수익률	3.8	3.8	5.1	5.5
배당성향	27.3	27.0	27.0	27.5
수익성 (%)				
NIM	1.9	1.9	2.0	2.0
ROE	6.6	8.0	8.6	8.4
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.6	0.7	0.7	0.7
효율성 (%)				
예대율	185.6	180.2	195.8	196.3
C/I Ratio	43.7	39.1	36.7	36.5

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018P	2019E
자본적정성				
BIS Ratio	13.1	14.2	14.5	14.7
Tier 1 Ratio	10.6	11.6	11.9	12.2
CET 1 Ratio	9.3	10.0	10.2	10.6
자산건전성				
NPL Ratio	1.4	1.4	1.3	1.3
Precautionary Ratio	2.7	2.7	2.8	2.8
NPL Coverage	167.8	164.4	167.6	161.6
성장성				
자산증가율	7.1	6.7	5.6	4.4
대출증가율	5.7	5.1	5.7	4.4
순이익증가율	1.3	29.7	16.8	3.4
Dupont Analysis				
순이자이익	1.9	1.9	1.9	2.0
비이자이익	0.0	0.1	0.2	0.2
판관비	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
대손상각비	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

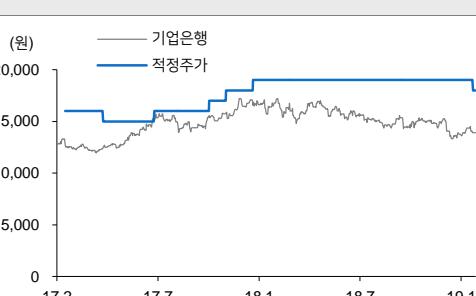
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-22.7	-20.0	
2017.04.24	기업브리프	Buy	15,000	은경완	-15.7	-14.3	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	15,000	은경완	-11.7	-3.7	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	15,000	은경완	-10.1	1.7	
2017.07.24	기업브리프	Trading Buy	16,000	은경완	-4.2	-1.6	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완	-6.5	-1.6	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완	-6.8	-1.6	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	17,000	은경완	-9.3	-7.1	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	18,000	은경완	-9.5	-4.4	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-12.7	-10.0	
2018.02.12	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.5	-9.5	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-14.6	-9.5	
2018.04.27	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.2	-9.5	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-14.8	-9.5	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-15.1	-9.5	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-16.7	-9.5	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-17.1	-9.5	
2018.10.26	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-17.3	-9.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	19,000	은경완	-18.3	-9.5	
2019.01.15	산업분석	Buy	19,000	은경완	-18.4	-9.5	
2019.01.16	1년 경과				-26.6	-23.7	
2019.02.12	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-	-	