



## ▲ 은행/지주

Analyst 윤경완  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

**Buy**

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| <b>적정주가 (12개월)</b> | <b>18,000 원</b> |
| <b>현재주가 (7.25)</b> | <b>13,700 원</b> |
| <b>상승여력</b>        | <b>31.4%</b>    |
| KOSPI              | 2,074.48pt      |
| 시가총액               | 78,767억원        |
| 발행주식수              | 57,494만주        |
| 유동주식비율             | 43.46%          |
| 외국인비중              | 23.56%          |
| 52주 최고/최저가         | 15,750원/13,300원 |
| 평균거래대금             | 83.7억원          |
| <b>주요주주(%)</b>     |                 |
| 대한민국정부(기획재정부) 외 2인 | 56.36           |
| 국민연금공단             | 7.94            |

| <b>주가상승률(%)</b> | <b>1개월</b> | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 절대주가            | -1.8       | -1.4       | -13.0       |
| 상대주가            | 0.4        | 3.5        | -4.7        |

**주가그래프**

| (십억원) | 총영업이익 | 총전이익  | 영업이익  | 당기순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (%) | ROA (%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2017  | 5,600 | 3,411 | 2,028 | 1,501 | 2,681   | 29.4    | 35,175  | 6.1     | 0.5     | 8.0     | 0.6     |
| 2018  | 6,259 | 3,960 | 2,396 | 1,754 | 3,133   | 16.8    | 37,471  | 4.5     | 0.4     | 8.6     | 0.6     |
| 2019E | 6,370 | 3,968 | 2,467 | 1,809 | 3,231   | 3.1     | 35,216  | 4.2     | 0.4     | 8.9     | 0.6     |
| 2020E | 6,688 | 4,202 | 2,588 | 1,876 | 3,351   | 3.7     | 37,641  | 4.1     | 0.4     | 9.2     | 0.6     |

**기업은행 024110****2Q19 Review: 하반기 마진 흐름 주목**

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 18,000원 유지
- ✓ 2Q19P 순이익 4,270억원(+1.3% YoY, -22.8% QoQ)으로 컨센서스 4.9% 하회
- ✓ 1) NIM -1bp, 2) Loan growth +2.1%, 3) CCR 0.57%, 4) CIR 39.6%, 5) CET1 10.5%
- ✓ 중금채 조달의 강점 + 가계 관련 규제 영향 제한적 → 하반기 마진 방어력 부각
- ✓ 현 주가 기준 배당수익률 5.5%로 추가 하방 강력히 지지

**2Q19 Earnings review**

기업은행의 2분기 지배주주순이익은 4,270억원(+1.3% YoY, -22.8% QoQ)으로 당사 추정치와 컨센서스를 각각 6.2%, 4.9% 하회했다. 우선 마진의 경우 높은 자산 성장(+2.1% QoQ)과 시중금리 하락에도 핵심예금 비중 확대 등의 노력으로 전분기 대비 1bp 하락하는데 그쳤다. 중소기업대출 시장 경쟁 격화 우려에도 우량 담보자산 중심으로 꾸준히 점유율(22.8%)을 올려나가는 모습이 고무적이다. 견조한 Top line과 달리 비용단은 다소 아쉬웠다. 초과업적성과급 지급 등의 판관비 부담과 함께 1) 기업 신용위험 재평가, 2) 상각 규모 증가 등의 영향으로 표면 대손비용률도 소폭 악화됐다. 다만 상기 요인 모두 일회성에 가깝다는 점에서 하반기엔 재차 하향 안정화될 것으로 예상된다.

**하반기 마진 흐름 주목**

은행권의 마진 하락 압력이 커지고 있다. 기정 사실화된 추가 기준금리 인하와 예대율 산식 변경 대응, 새로운 잔액기준 코픽스 도입, 제2안심전환대출 출시 등의 정책 부담이 기증된 탓이다. 반면 기업은행의 경우 2분기 실적에서 확인할 수 있듯이 상기 요인들에 비교적 자유롭다. 중금채 중심의 자금 조달로 금리 하락기에 마진 방어력이 높고 가계대출 규제와는 거리가 멀다. 연초 상생 포용이라는 대의 아래 취급했던 소상공인 저리대출도 대부분의 물량을 마진 훼손 없이 소화한 상태다. 하반기 기업은행의 차별화 된 마진 흐름에 주목할 시점이다.

**투자의견 및 적정주가 유지**

기업은행의 FY19E 지배주주순이익과 ROE를 각각 1.8조원(+3.1% YoY), 8.9%로 전망한다. 보수적 배당성향 상향을 가정해도 현 주가 기준 배당수익률이 5%를 훌쩍 넘어선다. 그럼에도 낮은 변동성을 유지하며 좁은 박스권의 주가 흐름이 지속되는 건 정부은행인 기업은행을 바라보는 투자자들의 막연한 우려 때문이다. 이를 극복할 방안은 부재하나, 적어도 하반기엔 1) 차별화 된 마진 흐름, 2) 높은 배당수익률에 기댄 업종 내 Outperform은 가능해 보인다. 투자의견 Buy, 적정주가 18,000원을 유지한다.

**표1 2Q19 Earnings Summary**

| (십억원)   | 2Q19P | 2Q18  | (% YoY) | 1Q19  | (% QoQ) | 당사예상치 | (% diff) | 컨센서스 | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|------|----------|
| 순이자이익   | 1,471 | 1,401 | 4.9     | 1,407 | 4.5     |       |          |      |          |
| 총영업이익   | 1,599 | 1,566 | 2.1     | 1,608 | -0.6    |       |          |      |          |
| 판관비     | 654   | 624   | 4.8     | 580   | 12.7    |       |          |      |          |
| 충전이익    | 945   | 942   | 0.3     | 1,028 | -8.1    |       |          |      |          |
| 충당금전입액  | 368   | 352   | 4.7     | 284   | 29.9    |       |          |      |          |
| 지배주주순이익 | 427   | 422   | 1.3     | 553   | -22.8   | 455   | -6.2     | 449  | -4.9     |

자료: 기업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 2Q19 주요 일회성 요인 Summary**

| (억원)   | 금액  | 비고       |
|--------|-----|----------|
| 판관비 증가 | 805 | 초과업적 성과급 |

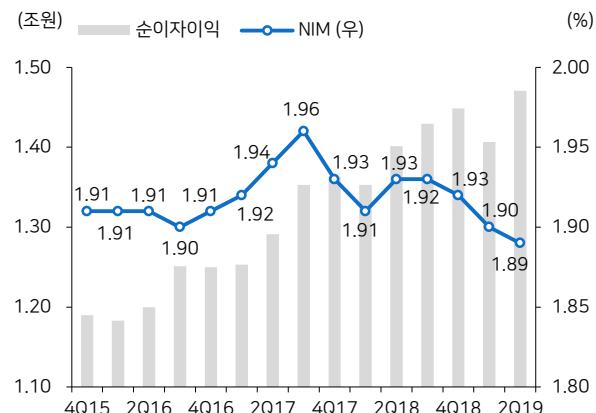
자료: 기업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 기업은행 분기 실적 추이 및 전망**

| (십억원)       | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18       | 1Q19       | 2Q19P      | 3Q19       | 4Q19       | FY18         | FY19E        |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 순이자이익       | 1,353      | 1,401      | 1,429      | 1,449      | 1,407      | 1,471      | 1,485      | 1,495      | 5,632        | 5,857        |
| 이자수익        | 2,127      | 2,232      | 2,316      | 2,366      | 2,352      | 2,416      | 2,436      | 2,454      | 9,041        | 9,658        |
| 이자비용        | 774        | 830        | 886        | 918        | 946        | 945        | 951        | 959        | 3,408        | 3,801        |
| 순수수료이익      | 110        | 128        | 96         | 118        | 111        | 128        | 102        | 97         | 451          | 437          |
| 수수료수익       | 230        | 238        | 211        | 229        | 206        | 217        | 194        | 179        | 908          | 796          |
| 수수료비용       | 120        | 110        | 115        | 112        | 95         | 89         | 92         | 82         | 457          | 359          |
| 기타비이자이익     | 103        | 37         | 68         | -33        | 91         | 0          | 16         | -32        | 175          | 75           |
| 총영업이익       | 1,566      | 1,566      | 1,593      | 1,534      | 1,608      | 1,599      | 1,602      | 1,560      | 6,259        | 6,370        |
| 판관비         | 540        | 624        | 530        | 605        | 580        | 654        | 547        | 621        | 2,299        | 2,402        |
| 충전영업이익      | 1,025      | 942        | 1,064      | 929        | 1,028      | 945        | 1,055      | 939        | 3,960        | 3,968        |
| 충당금전입액      | 328        | 352        | 362        | 522        | 284        | 368        | 335        | 514        | 1,564        | 1,500        |
| 영업이익        | 698        | 590        | 702        | 407        | 744        | 577        | 720        | 426        | 2,396        | 2,467        |
| 영업외손익       | 1          | -3         | -1         | 6          | 13         | 15         | -1         | 5          | 3            | 32           |
| 세전이익        | 698        | 587        | 701        | 413        | 758        | 592        | 719        | 431        | 2,399        | 2,499        |
| 법인세비용       | 185        | 163        | 178        | 109        | 201        | 163        | 198        | 118        | 635          | 680          |
| 당기순이익       | 513        | 424        | 523        | 304        | 557        | 429        | 521        | 312        | 1,764        | 1,819        |
| <b>지배주주</b> | <b>510</b> | <b>422</b> | <b>520</b> | <b>302</b> | <b>553</b> | <b>427</b> | <b>518</b> | <b>310</b> | <b>1,754</b> | <b>1,809</b> |
| 비지배지분       | 3          | 3          | 3          | 2          | 4          | 2          | 3          | 2          | 10           | 10           |

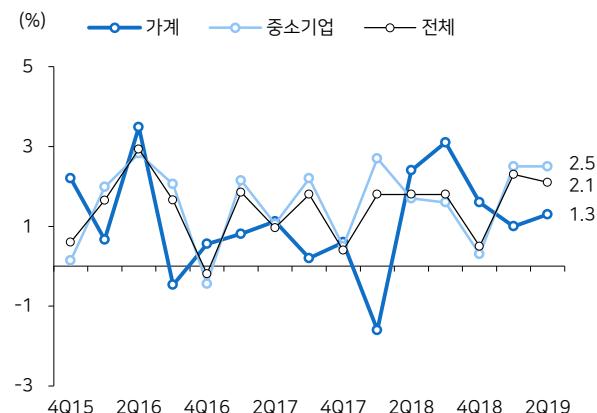
자료: 기업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 NIM 1.89%



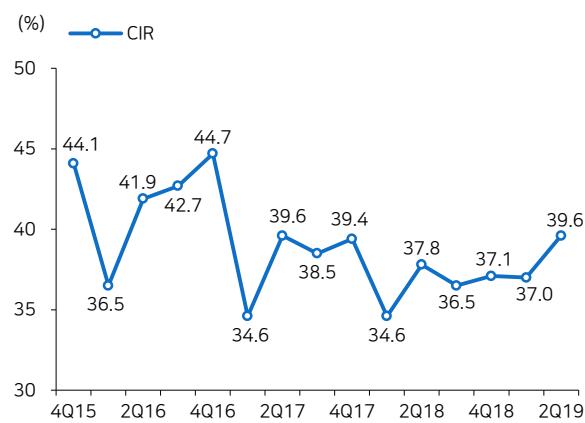
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Loan Growth +2.1%



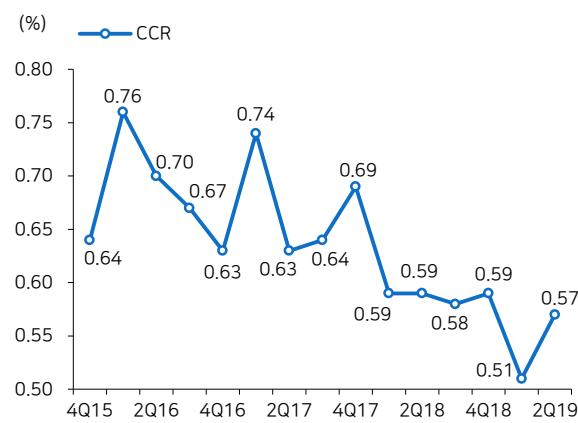
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 39.6%



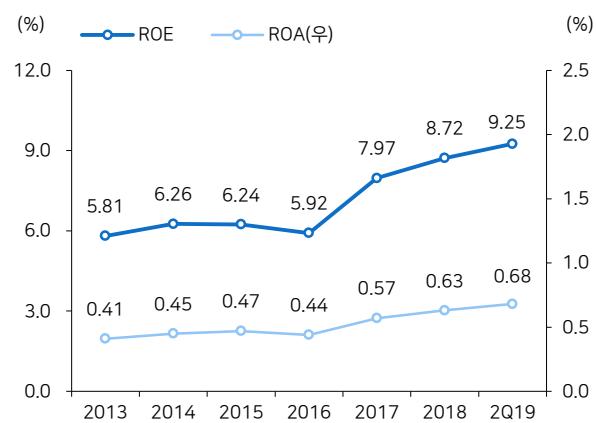
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Credit Cost 57bp



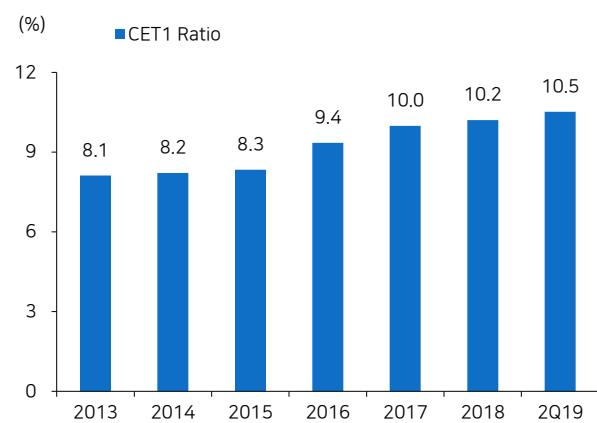
자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 ROA 0.68%, ROE 9.25%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 10.5%



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

## 기업은행 (024110)

## Balance Sheet

| (십억원)       | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 현금 및 예치금    | 12,906         | 14,628         | 12,955         | 13,494         |
| 대출채권        | 202,916        | 214,523        | 228,226        | 238,461        |
| 금융자산        | 48,186         | 51,184         | 56,940         | 59,493         |
| 유형자산        | 1,835          | 1,883          | 2,086          | 2,179          |
| 기타자산        | 8,227          | 7,291          | 9,594          | 10,025         |
| <b>자산총계</b> | <b>274,070</b> | <b>289,509</b> | <b>309,801</b> | <b>323,652</b> |
| 예수부채        | 112,591        | 109,556        | 114,207        | 118,960        |
| 차입부채        | 27,340         | 28,051         | 31,742         | 33,151         |
| 사채          | 94,201         | 109,979        | 119,723        | 125,036        |
| 기타부채        | 20,137         | 20,829         | 24,298         | 25,309         |
| <b>부채총계</b> | <b>254,268</b> | <b>268,415</b> | <b>289,971</b> | <b>302,456</b> |
| 자본금         | 3,290          | 3,290          | 3,365          | 3,365          |
| 신증자본증권      | 2,032          | 2,381          | 0              | 0              |
| 자본잉여금       | 559            | 551            | 677            | 677            |
| 자본조정        | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 기타포괄손익누계액   | 661            | 508            | 566            | 575            |
| 이익잉여금       | 13,156         | 14,253         | 15,112         | 16,462         |
| 비지배지분       | 104            | 111            | 111            | 118            |
| <b>자본총계</b> | <b>19,802</b>  | <b>21,094</b>  | <b>19,830</b>  | <b>21,196</b>  |

## Income Statement

| (십억원)   | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E  |
|---------|-------|-------|-------|--------|
| 순이자이익   | 5,260 | 5,632 | 5,857 | 6,161  |
| 이자수익    | 8,076 | 9,041 | 9,658 | 10,104 |
| 이자비용    | 2,816 | 3,408 | 3,801 | 3,943  |
| 순수수료이익  | 407   | 451   | 437   | 415    |
| 수수료수익   | 849   | 908   | 796   | 759    |
| 수수료비용   | 442   | 457   | 359   | 344    |
| 기타비이자이익 | -68   | 175   | 75    | 112    |
| 총영업이익   | 5,600 | 6,259 | 6,370 | 6,688  |
| 판관비     | 2,189 | 2,299 | 2,402 | 2,485  |
| 총전영업이익  | 3,411 | 3,960 | 3,968 | 4,202  |
| 총당금전입액  | 1,383 | 1,564 | 1,500 | 1,614  |
| 영업이익    | 2,028 | 2,396 | 2,467 | 2,588  |
| 영업외손익   | -75   | 3     | 32    | 14     |
| 세전이익    | 1,954 | 2,399 | 2,499 | 2,602  |
| 법인세비용   | 445   | 635   | 680   | 716    |
| 당기순이익   | 1,509 | 1,764 | 1,819 | 1,887  |
| 지배주주    | 1,501 | 1,754 | 1,809 | 1,876  |
| 비지배지분   | 7     | 10    | 10    | 10     |

## Key Financial Data I

|                      | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표 (원)</b>      |        |        |        |        |
| EPS                  | 2,681  | 3,133  | 3,231  | 3,351  |
| BPS                  | 35,175 | 37,471 | 35,216 | 37,641 |
| DPS                  | 617    | 690    | 750    | 800    |
| <b>Valuation (%)</b> |        |        |        |        |
| PER (배)              | 6.1    | 4.5    | 4.2    | 4.1    |
| PBR (배)              | 0.5    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| 배당수익률                | 3.8    | 4.9    | 5.5    | 5.8    |
| 배당성향                 | 27.0   | 25.9   | 27.3   | 28.0   |
| <b>수익성 (%)</b>       |        |        |        |        |
| NIM                  | 1.9    | 2.0    | 1.9    | 1.9    |
| ROE                  | 8.0    | 8.6    | 8.9    | 9.2    |
| ROA                  | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| Credit cost          | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| <b>효율성 (%)</b>       |        |        |        |        |
| 예대율                  | 180.2  | 195.8  | 199.8  | 200.5  |
| C/I Ratio            | 39.1   | 36.7   | 37.7   | 37.2   |

## Key Financial Data II

| (%)                    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자본적정성</b>           |       |       |       |       |
| BIS Ratio              | 14.2  | 14.5  | 14.8  | 15.2  |
| Tier 1 Ratio           | 11.6  | 11.9  | 12.6  | 13.1  |
| CET 1 Ratio            | 10.0  | 10.2  | 10.9  | 11.4  |
| <b>자산건전성</b>           |       |       |       |       |
| NPL Ratio              | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| Precautionary Ratio    | 2.7   | 2.8   | 2.9   | 2.9   |
| NPL Coverage           | 164.4 | 167.6 | 163.4 | 163.7 |
| <b>성장성</b>             |       |       |       |       |
| 자산증가율                  | 6.7   | 5.6   | 7.0   | 4.5   |
| 대출증가율                  | 5.1   | 5.7   | 6.4   | 4.5   |
| 순이익증가율                 | 29.7  | 16.8  | 3.1   | 3.7   |
| <b>Dupont Analysis</b> |       |       |       |       |
| 순이자이익                  | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 1.9   |
| 비이자이익                  | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 판관비                    | -0.8  | -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 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 26일 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 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 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |  |
|------------------------------|--|---------------------------------------|--|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>증가대비 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<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |  |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |  |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |  |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 97.0% |
| 중립   | 3.0%  |
| 매도   | 0.0%  |

2019년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**기업은행 (024110) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | -20.8   | -18.3  |                |
| 2019.04.26 | 기업브리프    | Buy         | 18,000      | 은경완 | -21.3   | -18.3  |                |
| 2019.06.07 | 산업분석     | Buy         | 18,000      | 은경완 | -21.8   | -18.3  |                |
| 2019.07.26 | 기업브리프    | Buy         | 18,000      | 은경완 | -       | -      |                |