

기업은행 (024110)

은행



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	10,500원 (I)
현재주가 (1/8)	8,830원
상승여력	19%

시가총액	65,224억원
총발행주식수	791,789,642주
60일 평균 거래대금	246억원
60일 평균 거래량	2,731,391주
52주 고	11,250원
52주 저	5,870원
외인지분율	10.27%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 63.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.6)	8.3	(20.8)
상대	(19.1)	(17.8)	(46.0)
절대(달러환산)	(5.9)	14.7	(14.9)

위기 때 가까이 있었을 뿐

투자의견 BUY, 목표주가 10,500원으로 커버리지 개시

기업은행에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 국책은행의 역할을 수행하는 가운데 코로나19에 가장 직접적인 타격을 받아 2020년 중 수익성이 크게 하락하고 유상증자까지 단행하였으나 이는 이미 전부 주가에 반영되었다는 판단이다. 올해는 작년의 영향이 이어지며 NIM과 대손비용률이 부진하겠으나 향후 코로나19 종식으로 경기가 회복되면 추가 총당금 적립 우려도 감소할 것으로 예상하기 때문에 2022년에는 뚜렷한 회복세를 보일 수 있을 전망이다. 이 점에서 투자의견 BUY를 제시한다.

목표주가는 잔존가치모형을 사용하여 산출하였다. 2021년 ROE는 전년대비 0.4%pt 하락한 5.7%로 예상하는데, 이는 NIM 하락과 대손비용률 상승을 예상하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 1) 대출 성장에 따른 은행 이자이익 반등과 2) 비은행 자회사 성장을 통한 비이자이익 증가로 전년대비 증익은 가능할 전망이다. 적정 PBR 0.32배, 적정 PER 5.7배를 제시한다.

2021년 이익은 전년대비 3.0% 성장할 전망이다. 이자이익은 전년대비 4.3% 증가할 것으로 예상하는데, 이는 1) 은행 NIM은 전년대비 8bps 하락하겠지만 2) 원화대출금은 7.0% 증가할 전망이다. 비이자이익은 비은행 자회사 성장으로 전년대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 경비율은 전년과 유사한 40.3%를 예상하지만 대손비용률은 코로나19 관련 총당금 적립이 이어질 것으로 판단하는 만큼 전년대비 6bps 상승한 64bps를 기록할 전망이다. 다만 올해 예상되는 NIM 하락과 대손비용률 상승에 대비하는 차원에서 유상증자를 통해 자본력을 확보하였기 때문에 자본적정성에는 크게 문제가 없을 것으로 판단한다. 한편 올해 4분기에 예상대로 기준금리 인상이 이루어진다면 이는 그만큼 총당금 우려도 감소했다는 의미이기 때문에 2022년부터는 높은 증익 모멘텀이 이어질 것으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	1,481	0.9	-1.2	1,487	-0.4
총전영업이익	860	0.9	-5.9	856	0.4
영업이익	395	-0.5	-18.4	343	15.2
세전이익	398	7.0	-22.2	335	19.0
연결순이익	289	17.1	-21.3	239	21.0
지배주주순이익	283	15.7	-21.6	238	19.1

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
순영업수익	6,212	6,167	6,014	6,291
영업이익	2,396	2,228	1,967	2,093
지배순이익	1,754	1,606	1,461	1,505
PER (배)	3.7	4.1	4.5	4.3
PBR (배)	0.31	0.29	0.26	0.24
ROE (%)	8.6	7.4	6.1	5.7
ROA (%)	0.62	0.53	0.43	0.40

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 10,500원 제시

기업은행에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 국책은행의 역할을 수행하는 가운데 코로나19에 가장 직접적인 타격을 받아 2020년 중 수익성이 크게 하락하고 유상증자까지 단행하였으나 이는 이미 전부 주가에 반영되었다는 판단이다. 올해는 작년의 영향이 이어지며 NIM과 대손비용률이 부진하겠으나 향후 코로나19 종식으로 경기가 회복되면 추가 충당금 적립 우려도 감소할 것으로 예상하기 때문에 2022년에는 뚜렷한 회복세를 보일 수 있을 전망이다. 이 점에서 투자의견 BUY를 제시한다.

목표주가는 잔존가치모형을 사용하여 산출하였다. 2021년 ROE는 전년대비 0.4%pt 하락한 5.7%로 예상하는데, 이는 NIM 하락과 대손비용률 상승을 예상하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 1) 대출 성장에 따른 은행 이자이익 반등과 2) 비은행 자회사 성장을 통한 비이자이익 증가로 전년대비 증익은 가능할 전망이다. 적정 PBR 0.32배, 적정 PER 5.7배를 제시한다.

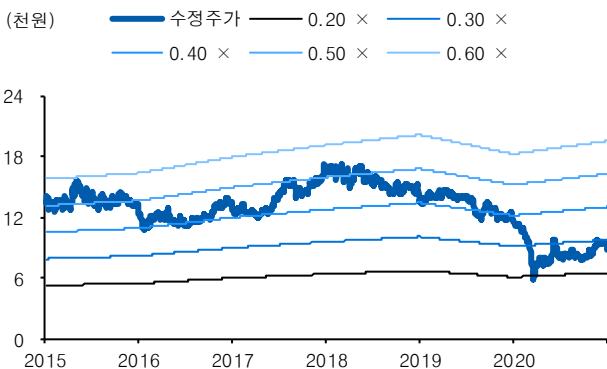
[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %, 배)

2020E BPS	30,414
2021E ROE	5.7
COE	16.5
Risk-free rate	1.7
Risk premium	19.6
Beta	0.8
Growth rate	0.0
목표주가	10,500

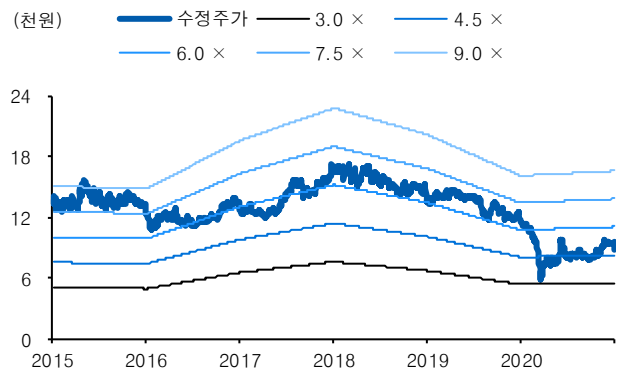
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

2021년 이익 3.0% 성장 전망

2021년 이익은 전년대비 3.0% 성장할 전망이다. 이자이익은 전년대비 4.3% 증가할 것으로 예상하는데, 이는 1) 은행 NIM은 전년대비 8bps 하락하겠지만 2) 원화대출금은 7.0% 증가할 전망이다기 때문이다. 비이자이익은 비은행 자회사 성장으로 전년대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 경비율은 전년과 유사한 40.3%를 예상하지만 대손비용률은 코로나19 관련 충당금 적립이 이어질 것으로 판단하는 만큼 전년대비 6bps 상승한 64bps를 기록할 전망이다. 다만 올해 예상되는 NIM 하락과 대손비용률 상승에 대비하는 차원에서 유상증자를 통해 자본력을 확보하였기 때문에 자본적정성에는 크게 문제가 없을 것으로 판단한다. 한편 올해 4분기에 예상대로 기준금리 인상이 이루어진다면 이는 그만큼 충당금 우려도 감소했다는 의미이기 때문에 2022년부터는 높은 증익 모멘텀이 이어질 것으로 예상된다.

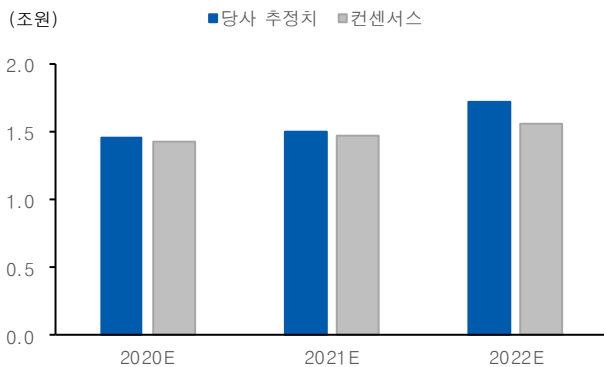
[표 2] 분기별 이익 전망 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
순영업수익	1,473	1,563	1,499	1,481	1,528	1,558	1,597	1,608
이자이익	1,403	1,423	1,377	1,370	1,404	1,439	1,479	1,488
은행 이자이익	1,289	1,308	1,281	1,290	1,324	1,358	1,394	1,403
비은행 이자이익	114	115	96	81	80	82	85	85
비이자이익	69	140	122	110	124	119	118	120
판매비와 관리비	573	647	585	620	595	645	623	674
총당금적립전 영업이익	899	915	914	860	933	913	974	934
총당금전입액	238	489	429	465	405	399	419	438
영업이익	661	427	484	395	528	514	555	496
세전이익	673	420	512	398	531	517	558	499
법인세비용	173	99	145	109	146	142	153	137
연결 당기순이익	500	321	367	289	385	375	404	362
지배주주순이익	500	317	361	283	380	369	399	357

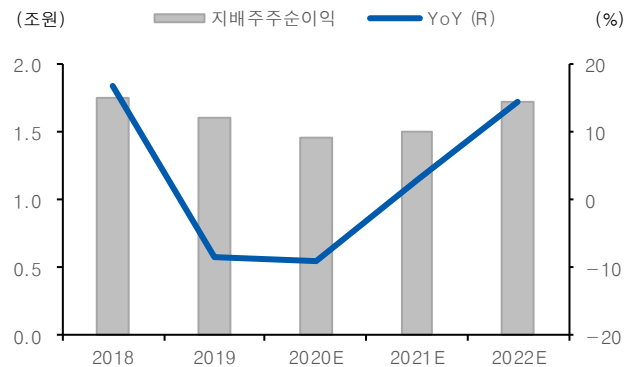
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2020E~2022E 이익 당사 추정치 vs. 컨센서스 비교



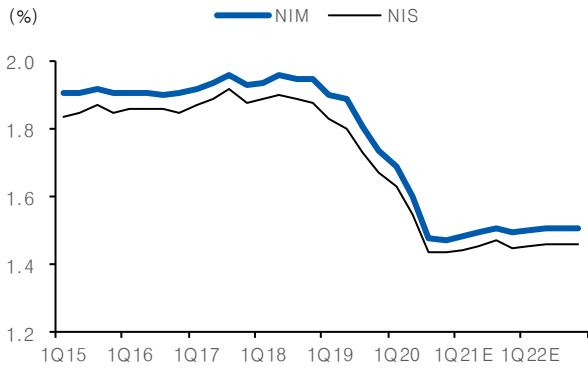
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 연간 이익 추이



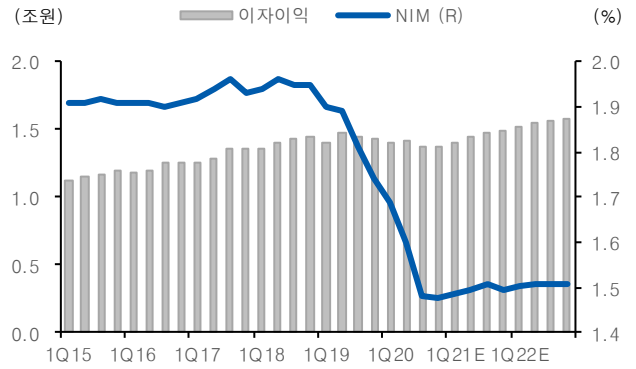
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 은행 NIM vs. NIS 추이



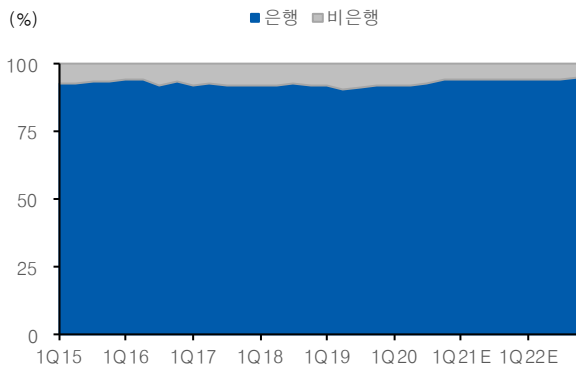
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 은행 NIM vs. 이자이익 추이



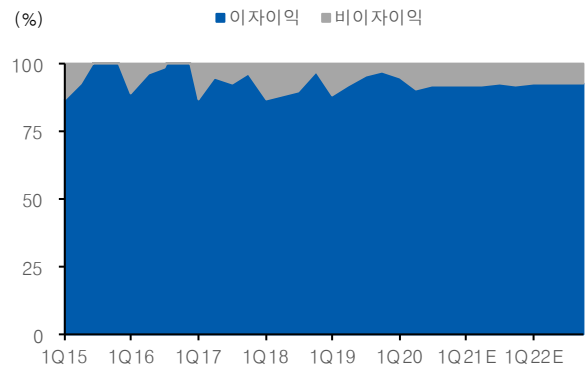
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 이자이익 구성 추이



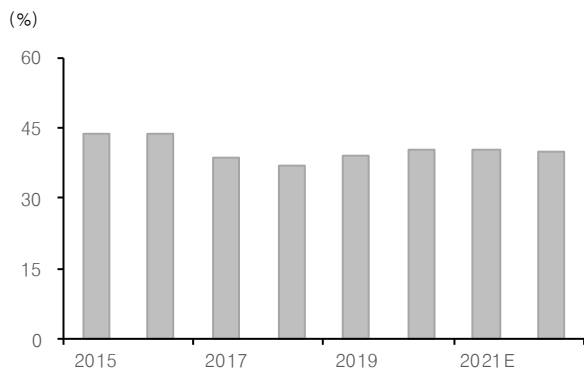
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 순영업수익 구성 추이



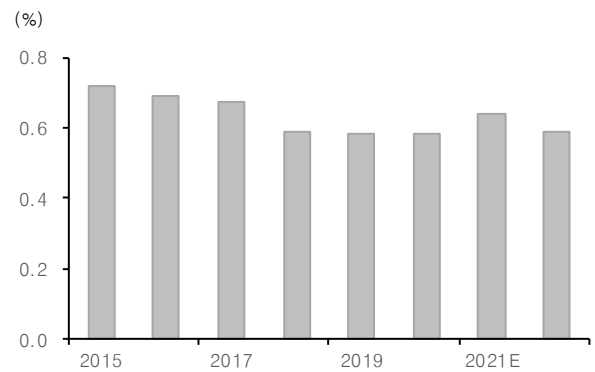
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 경비율 추이



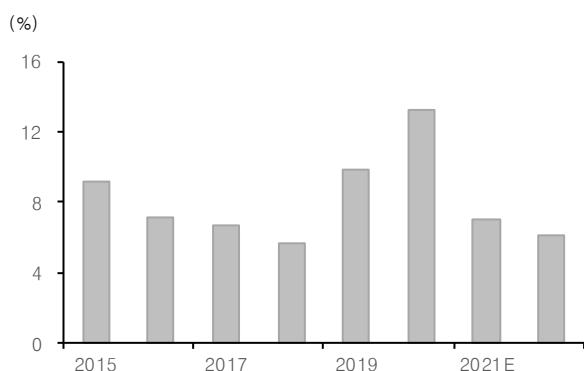
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 대손비용률 추이



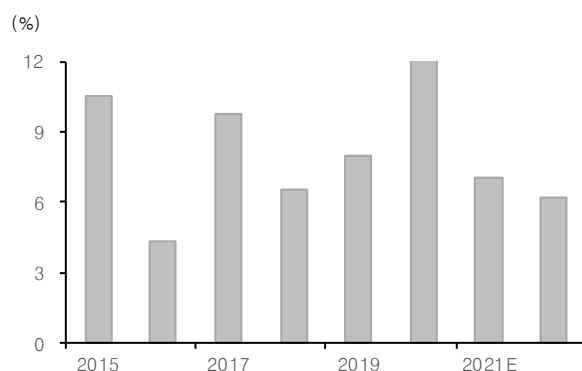
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 자산 QoQ 성장률 추이



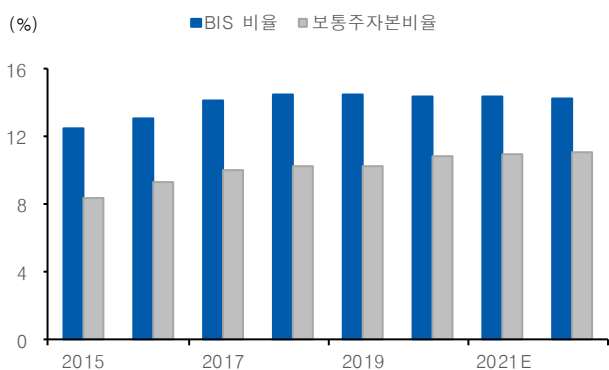
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 지배주주지분 QoQ 성장률 추이



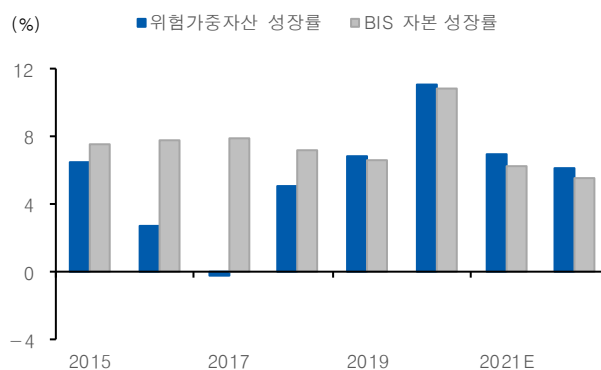
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 자본비율 추이



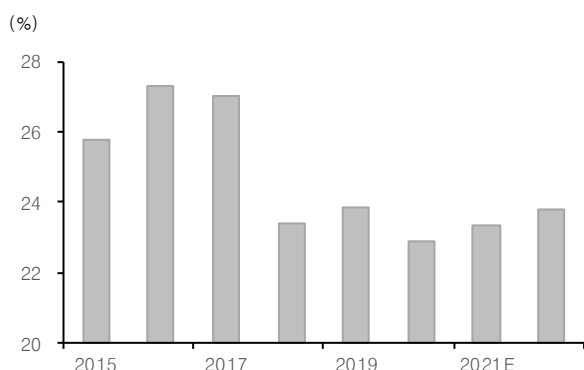
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 위험가중자산 vs. BIS 자본 QoQ 성장률 추이



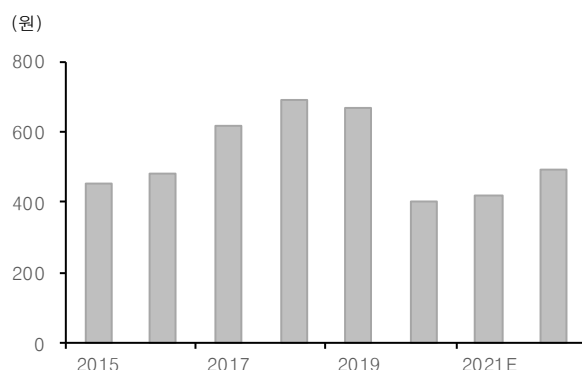
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 보통주 현금 배당성향 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 보통주 현금 DPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

기업은행 (024110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

연결 포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	6,212	6,167	6,014	6,291	6,691
이자이익	5,632	5,752	5,573	5,811	6,215
은행 이차이익	5,208	5,276	5,168	5,480	5,884
비은행 이차이익	425	476	405	331	331
비이자이익	580	416	441	480	476
판매비와 관리비	2,299	2,409	2,426	2,537	2,665
총당금적립전 영업이익	3,913	3,758	3,588	3,753	4,025
총당금전입액	1,517	1,530	1,621	1,661	1,629
영업이익	2,396	2,228	1,967	2,093	2,396
영업외손익	3	12	35	12	12
세전이익	2,399	2,240	2,003	2,105	2,408
법인세비용	635	626	526	579	662
당기순이익	1,764	1,614	1,476	1,526	1,746
지배주주순이익	1,754	1,606	1,461	1,505	1,724
비지배주주순이익	10	8	15	22	22

연결 포괄손익계산서 항목별 성장률 (단위: %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	10.0	-0.7	-2.5	4.6	6.4
이자이익	7.1	2.1	-3.1	4.3	7.0
은행 이차이익	7.2	1.3	-2.0	6.0	7.4
비은행 이차이익	6.0	12.1	-14.9	-18.3	0.0
비이자이익	49.4	-28.3	6.2	8.8	-0.9
판매비와 관리비	5.0	4.8	0.7	4.6	5.0
총당금적립전 영업이익	13.1	-4.0	-4.5	4.6	7.2
총당금전입액	6.0	0.9	5.9	2.4	-1.9
영업이익	18.1	-7.0	-11.7	6.4	14.5
영업외손익	N/A	310.7	186.1	-65.1	0.0
세전이익	22.8	-6.6	-10.6	5.1	14.4
법인세비용	42.7	-1.5	-15.9	10.0	14.4
당기순이익	16.9	-8.5	-8.5	3.4	14.4
지배주주순이익	16.8	-8.5	-9.0	3.0	14.6
비지배주주순이익	38.9	-15.9	80.5	41.8	0.0

주요 경영지표 (단위: %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
은행 NIM	1.95	1.83	1.58	1.50	1.51
은행 NIS	1.89	1.76	1.51	1.46	1.46
경비율	37.0	39.1	40.3	40.3	39.8
대손비용률	0.59	0.59	0.58	0.64	0.59
자산 성장률	5.6	9.9	13.2	7.0	6.1
지배주주자본 성장률	6.5	8.0	12.3	7.0	6.2
BIS 자본	23,920	25,515	28,284	30,067	31,746
기본자본	19,629	21,109	24,379	26,162	27,841
보통주자본	16,902	18,159	21,225	23,008	24,687
보완자본	4,291	4,406	3,905	3,905	3,905
위험가중자산	165,007	176,279	195,919	209,583	222,441
BIS 비율	14.5	14.5	14.4	14.3	14.3
기본자본비율	11.9	12.0	12.4	12.5	12.5
보통주자본비율	10.2	10.3	10.8	11.0	11.1
보완자본비율	2.6	2.5	2.0	1.9	1.8

자료: Company data, 유안타증권

연결 재무제표 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	289,509	318,111	360,231	385,355	408,998
현금성자산	14,628	11,267	15,798	16,900	17,937
유가증권	50,923	57,092	66,733	71,387	75,767
대출채권	214,523	239,321	263,577	281,960	299,259
은행 원화대출금	192,989	206,310	233,657	249,953	265,288
유형자산	1,883	2,098	2,114	2,114	2,114
기타	9,435	10,431	12,008	12,993	13,920
부채	268,415	295,334	334,664	358,004	379,969
예수부채	109,556	117,991	134,725	144,121	152,963
은행 원화예수금	86,027	94,831	111,363	119,129	126,438
차입부채	138,030	154,738	173,304	185,391	196,766
기타	20,829	22,605	26,635	28,492	30,240
자본	21,094	22,777	25,567	27,351	29,029
지배주주자본	20,983	22,662	25,446	27,229	28,907
자본금	3,290	3,376	4,183	4,183	4,183
자본잉여금	551	688	1,145	1,145	1,145
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	508	521	1,050	1,680	2,043
이익잉여금	14,253	15,347	16,007	17,161	18,475
기타자본	2,381	2,730	3,060	3,060	3,060
비지배자본	111	115	122	122	122

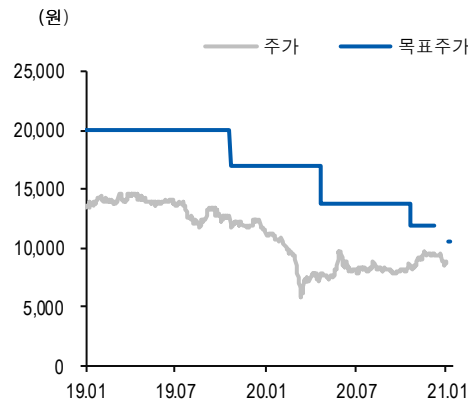
주요 투자지표 (단위: 원, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	3.7	4.1	4.5	4.3	3.8
PBR	0.31	0.29	0.26	0.24	0.22
배당수익률	7.8	7.6	4.5	4.8	5.5
주당지표					
EPS	2,531	2,242	1,788	1,841	2,110
BPS	31,891	33,567	30,414	32,546	34,551
DPS	690	670	400	420	490
성장성					
EPS 성장률	16.2	-11.4	-20.3	3.0	14.6
BPS 성장률	6.5	5.3	-9.4	7.0	6.2
수익성					
ROE	8.6	7.4	6.1	5.7	6.1
ROA	0.62	0.53	0.43	0.40	0.43
총당금전영업이익률	63.0	60.9	59.7	59.7	60.2
영업이익률	38.6	36.1	32.7	33.3	35.8
세전이익률	38.6	36.3	33.3	33.5	36.0
순이익률	28.2	26.0	24.3	23.9	25.8

주식 수와 배당성향 (단위: 백만 주, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
기말발행주식수	657,951	675,129	836,637	836,637	836,637
보통주	559,979	577,157	738,664	738,664	738,664
우선주	97,972	97,972	97,972	97,972	97,972
배당성향	23.4	23.8	22.9	23.4	23.8
보통주배당성향	19.9	20.3	20.2	20.6	21.0
우선주배당성향	3.5	3.5	2.7	2.7	2.8

기업은행 (024110) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-11	BUY	10,500	1년		
	담당자변경				
2020-10-28	BUY	12,000	1년	-23.84	-19.33
2020-04-28	BUY	13,700	1년	-39.90	-28.98
2019-10-28	BUY	17,000	1년	-40.08	-26.47
2019-01-21	BUY	20,000	1년	-31.86	-26.50
2018-04-27	BUY	21,000	1년	-27.68	-19.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	5.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.