

기업은행(024110)

매수(분석재개) / TP: 17,000원

주가(3/20, 원)	12,650
시가총액(십억원)	7,084
발행주식수(백만)	560
52주 최고/최저가(원)	13,850/11,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,582
유동주식비율(%)	44.6
외국인지분율(%)	18.0
주요주주(%) 대한민국정부(기획재정부) 외 2인	55.2
국민연금	9.2

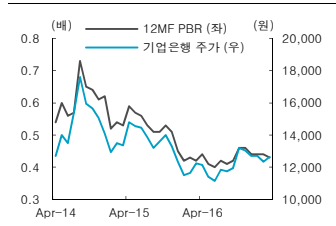
	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,770	2,644	1,143	1,859	9.9	27,523	6.6	0.45	0.47	7.2	3.6
2016A	4,933	2,763	1,158	1,852	(0.4)	28,683	6.9	0.44	0.43	6.8	3.8
2017F	5,331	3,077	1,249	1,999	8.0	30,216	6.3	0.42	0.44	7.0	4.4
2018F	5,398	3,061	1,161	1,842	(7.9)	31,498	6.9	0.40	0.38	6.1	4.4
2019F	5,627	3,194	1,188	1,888	2.5	32,829	6.7	0.39	0.38	6.0	4.6

녹록하지 않은 환경이지만 배당주 매력은 유효

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	6.3	2.4
상대주가(%p)	(1.9)	(0.2)	(5.8)

12MF PBR 추이



상대적으로 쉽지 않은 상황: 기업은행에 대해 투자자의 ‘매수’와 목표주가 17,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 2016년 BPS에 목표 PBR 0.58배를 적용해 도출했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자본비용, 성장률은 각각 6.8%, 10.3%, 2.0%다. 2016년 4분기 실적발표 후 기업은행의 주가는 타은행 대비 부진했다. 양호한 실적에도 불구하고 대출채권의 상매각액을 제외한 실질적인 대손율과 고정이자여신비율이 상승하는 모습을 보였기 때문이다.

실제로 기업은행은 중소기업 금융지원이라는 설립목적 상 ‘비율 때 우산을 빼앗지 않는’ 경기역행적 대출을 공급한다. 따라서 가계부채에 대한 우려가 제기될 때에는 상대적으로 프리미엄을 받지만 현재와 같이 중소기업대출에 대한 우려가 큰 상황에서는 반대로 할인 받게 된다. 또한 기업은행은 만기가 짧은 중금채(중소기업금융채권)를 통한 조달비중이 높아 금리상승 시 조달비용이 타행 대비 빠르게 상승하면서 NIM 상승 효과가 상대적으로 제한된다.

현 주가는 과도하게 할인된 수준: 다만 기업은행 측에 따르면 현재 중소기업대출이 시설자금 40%, 운전자금 60%로 구성되어 있는데, 중기적으로 시설자금 비중을 60%로 늘려 건전성 악화를 방어한다는 계획이다. 또한 현재 기업은행의 듀레이션갭은 -0.05년인데 중금채의 듀레이션을 더 늘려 금리상승 효과를 누린다는 계획이다.

시중은행들이 가계와 소호 중심으로 대출 성장을 지속하고 있는 상황에서 기업은행의 상대적인 건전성 악화는 피할 수 없겠지만 중소기업 중심 대출 포트폴리오의 높은 예대마진과 낮은 이익경비율에 기반한 양호한 ROE도 고려해야 한다.

한편 단기적인 이익변수는 KT&G 지분 6.9%의 연내 매각 여부다. 연초 신임 행장은 언론을 통해 KT&G 지분의 연내 매각을 재확인했다. 경상 연간이익이 1.1조원 수준인데 매각이익이 7,000억원대에 달할 전망이다. 2017년 실적은 크게 늘어날 개연성이 크다. 현재 실적 추정에는 1,000억원 정도의 매각이익이 반영되었는데 지분매각이 예상보다 커질 경우 이익버퍼가 마련되어 비용효율성 제고나 배당 재원으로 사용될 수 있다. 낮은 자본비율에도 불구하고 KT&G 지분 매각 시 2017년 주당 배당금은 560원 이상이 가능한데, 현재 전망에 기초한 배당수익률 4.4%도 배당주로서의 매력을 부각시키기에 충분하다.

〈표 24〉 기업은행 ROE 분해(1)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE(AxB)	13.5	9.2	6.1	7.2	7.2	6.8	7.0	6.1	6.0
레버리지(A, 배)	17.0	15.4	15.5	16.3	15.4	15.7	16.0	15.9	15.8
ROA(B)	0.79	0.59	0.39	0.44	0.47	0.43	0.44	0.38	0.38
이자부자산비율 = IEA/총자산(C)	89.9	92.7	92.4	92.5	93.2	92.1	91.5	91.4	91.5
RoIEA [B/(C/100)]	0.88	0.64	0.42	0.48	0.51	0.47	0.48	0.42	0.41
순이자이익률 = NII / IEA	3.06	2.59	2.32	2.29	2.26	2.21	2.15	2.16	2.16
비이자이익률 = Non-NII / IEA	0.19	0.13	0.07	0.02	0.07	0.03	0.11	0.04	0.04
대손상각비율 = Provisioning / IEA	(0.90)	(0.71)	(0.67)	(0.59)	(0.57)	(0.56)	(0.60)	(0.62)	(0.63)
판관비율 = G&A / IEA	(1.09)	(1.08)	(1.10)	(1.02)	(1.02)	(0.97)	(0.96)	(0.95)	(0.95)
기타이익률 = Other income / IEA	(0.37)	(0.30)	(0.20)	(0.23)	(0.23)	(0.22)	(0.23)	(0.21)	(0.21)

자료: 한국투자증권

〈표 25〉 기업은행 ROE 분해(2)

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (NP / CET1) (AxBxCxD)				9.0	9.2	8.7	8.5	7.5	8.0
총자산 / 기본자본 (A, 배)	15.7	16.4	16.6	16.7	16.3	16.1	15.4	15.4	16.6
기본자본 / 보통주자본 (B, 배)				1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
순이익 / RWA (RoRWA) (C)	1.26	1.00	0.67	0.76	0.79	0.76	0.79	0.71	0.70
RWA / 총자산 (D)	67.3	63.6	63.4	63.8	65.4	63.8	61.3	61.3	61.3

자료: 한국투자증권

기업개요

기업은행은 중소기업은행법에 따라 1961년에 설립되었으며 정부 손실보전조항이 있는 특수은행이다. 설립목적이 중소기업 금융지원으로 대출의 대부분을 중소기업들에게 공급한다. 또한 다른 시중은행들과 다르게 예금의 절반 가량을 중소기업금융채권(중금채)을 통해 조달한다. 현재 기업은행은 IBK캐피탈, IBK투자증권, IBK연금보험, IBK저축은행 등을 계열회사로 두고 있다.

- RoIEA: 이자부자산 대비 순이익으로 정의. 각각의 수익과 비용 항목들을 이자부자산 대비 비율로 표현한 순이자이익률, 비이자이익률, 대손상각비율, 판관비율, 기타이익률의 합과 일치
- RoRWA: 위험조정 자산수익률을 의미하여 ROA의 대용치. 위험이 낮은 자산 위주 성장은 순이익(분자) 감소효과보다 RWA/총자산 비율이 낮아지는 RWA(분모) 감소효과가 더 커서 RoRWA를 개선시킴

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	239,843	256,851	268,289	278,888	287,277
현금 및 예치금	10,018	11,699	12,047	12,514	12,906
유가증권	39,059	39,871	42,306	43,719	44,924
대출채권	182,634	193,044	202,477	210,698	217,304
유형자산	1,484	1,821	1,576	1,595	1,632
투자부동산	92	89	89	89	89
관계기업투자	213	98	105	106	106
무형자산과 영업권	303	258	357	379	391
기타자산	6,040	9,971	9,332	9,788	9,926
총부채	222,549	238,804	249,379	259,257	266,897
예수금	95,285	103,984	104,755	108,490	111,827
당기손익인식지정금융부채	1,456	1,234	1,309	1,403	1,431
단기매매금융부채	186	2,621	2,780	2,981	3,039
차입부채	27,554	26,670	28,886	30,165	31,123
사채	84,251	90,863	95,322	99,174	102,280
기타부채	13,818	13,431	16,327	17,044	17,197
자기자본	17,294	18,047	18,910	19,631	20,381
(지배주주지분)자기자본	17,203	17,950	18,809	19,526	20,272
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290	3,290
보통주자본금	2,782	2,800	2,800	2,800	2,800
신종자본증권	1,399	1,398	1,398	1,398	1,398
자본잉여금	531	554	554	554	554
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	748	667	667	667	667
이익잉여금	11,254	12,041	12,900	13,618	14,363

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	4,770	4,933	5,331	5,398	5,627
순이자이익	4,631	4,876	5,061	5,300	5,517
이자수익	7,987	7,772	8,049	8,554	9,128
이자비용	3,356	2,896	2,987	3,253	3,611
비이자이익	140	56	270	98	110
순수수료 수익	406	375	382	399	414
유가증권 처분/평가	515	275	551	373	395
기타비이자이익 항목	(781)	(594)	(664)	(675)	(698)
대손상각비+총당부채순전입액	1,174	1,246	1,417	1,518	1,614
순영업수익	3,596	3,687	3,914	3,880	4,013
판관비	2,097	2,155	2,253	2,336	2,432
인건비	1,184	1,234	1,282	1,333	1,386
각종 상각비	191	183	199	202	213
고정비상 경비	312	333	342	358	371
변동비상 경비	409	404	431	442	463
영업이익	1,500	1,533	1,661	1,544	1,581
영업외이익	(30)	(15)	(1)	(1)	(1)
(총당금적립전이익)	2,644	2,763	3,077	3,061	3,194
법인세비용차감전계속사업이익	1,469	1,517	1,660	1,543	1,579
법인세비용	319	353	402	373	382
(실효세율)(%)	21.7	23.2	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	1,151	1,165	1,258	1,170	1,197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,151	1,165	1,258	1,170	1,197
(지배주주지분)당기순이익	1,143	1,158	1,249	1,161	1,188

주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
수익성(%)					
ROE	7.2	6.8	7.0	6.1	6.0
ROA	0.47	0.43	0.44	0.38	0.38
순이자마진(NIM)	1.88	1.86	1.83	1.84	1.85
예대금리차(NIS)	2.01	2.03	2.01	2.01	2.01
Cost-income ratio	44.0	43.7	42.3	43.3	43.2
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	11.3	1.3	7.9	(7.1)	2.4
대출채권 증가율	9.6	5.7	4.9	4.1	3.1
총전이익 증가율	5.4	4.5	11.4	(0.5)	4.3
대손비용 증가율	0.9	6.1	13.8	7.1	6.4
총자산 증가율	9.1	7.1	4.5	4.0	3.0
대출채권/예수금	191.7	185.6	193.3	194.2	194.3
자산건전성(%)					
NPL(고정비하여신) 비율	1.31	1.35	1.28	1.17	1.04
NPL 커버리지 비율	162.2	167.9	174.6	182.5	195.2
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	12.5	13.1	13.2	12.4	12.5
보통주자본비율(CET1)	8.7	9.3	9.4	8.7	8.9
기본자본비율(Tier 1 ratio)	9.7	10.6	10.6	9.8	10.0

주: K-IFRS (연결) 기준

Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당 지표(원)					
BPS(KIS 기준)	27,523	28,683	30,216	31,498	32,829
EPS(KIS 기준)	1,859	1,852	1,999	1,842	1,888
DPS	450	480	560	560	580
PPEPS(KIS 기준)	3,969	4,076	4,530	4,552	4,770
주가 지표(배)					
P/B	0.45	0.44	0.42	0.40	0.39
P/E	6.6	6.9	6.3	6.9	6.7
P/PPE	3.1	3.1	2.8	2.8	2.7
배당수익률(%)	3.6	3.8	4.4	4.4	4.6
배당성향(%)	21.9	23.2	25.1	27.0	27.3
ROE 분해(%)					
레버리지(배)	15.4	15.7	16.0	15.9	15.8
이자부자산 비율	93.2	92.1	91.5	91.4	91.5
순이익/이자부자산	0.51	0.47	0.48	0.42	0.41
순이자이익률	2.26	2.21	2.15	2.16	2.16
비이자이익률	0.07	0.03	0.11	0.04	0.04
대손상각비율	(0.57)	(0.56)	(0.60)	(0.62)	(0.63)
판관비율	(1.02)	(0.97)	(0.96)	(0.95)	(0.95)
기타이익률	(0.23)	(0.22)	(0.23)	(0.21)	(0.21)

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 20일 현재 우리은행 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 2017년 3월 20일 현재 기업은행, 신한지주, KB금융, BNK금융지주, DGB금융지주, JB금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 우리은행, 신한지주, KB금융 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 기업은행 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.