

기업은행
(024110)당장 후행적 반등 기대를 하기에는
다소 아쉬운 펀더멘털최정욱, CFA 769.3837
cuchoi@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

은행업종

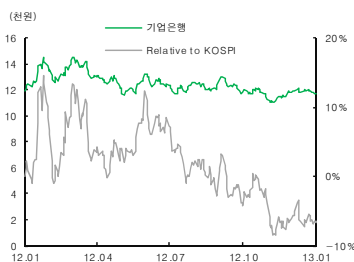
현재가 11,700원

목표주가
(하향)

15,000

KOSPI	1,974.27
시가총액	6,388 삼억원
시가총액비중	0.6%
자본금(보통주)	27,300 삼억원
52 주 최고/최저	14,500 원 / 11,000 원
120 일 평균거래대금	109 억원
외국인지분율	12.8%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 68.6%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-1.7	-0.8	-1.3	-2.1
상대수익률	-0.1	-0.4	-2.2	-6.1



투자포인트

- 4분기 추정 순이익 950억원. NIM과 비이자, 대손비용 등 모든 부문에서 저조한 실적 예상
- NIM은 적어도 2분기까지는 추가 하락 예상. 2013년 이익추정치의 신뢰도도 높지 않은 편
- 최근 은행 반등 국면에서 소외. 가격 매력 높고 후행적 상승 기대감 크지만 기대치 낮춰야

Comment

투자의견 매수 유지, 목표주가 15,000원으로 하향

기업은행에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 15,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 계속되는 마진 급락을 반영해 수익추정치를 하향하고, 지속가능 ROE를 하향 적용했기 때문이다. 목표주가는 2013년말 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.6배를 적용해 산출한 것이다. 4분기 순이익은 전분기 대비 61.5% 감소한 약 950억원으로 컨센서스를 크게 하회해 부진할 것으로 예상된다. 4분기 중 대출성장률이 0.5% 역신장하는데다 NIM도 10bp 하락해 순이자이익 감소세가 지속되고, 대출채권매각은 발생으로 비이자이익도 부진하며 대손상각비도 예상치를 상회할 것으로 추정되기 때문이다. 최근 2개월 추가상승률이 3.5%로 가장 저조해 모처럼의 은행주 반등 국면에서 크게 소외되었고, 현재 PBR이 0.5배를 하회하는 등 가격 매력은 높기 때문에 후행적 상승 기대감이 크다. 그러나 top-line 부진이 상반기 내내 지속될 수 밖에 없고, 이익추정치의 신뢰도도 낮은 데다 특수은행으로서의 사회적 책임 역할 자처라는 불확실성도 크다는 점에서 기대치는 다소 낮춰야 할 필요가 있다고 판단된다.

상반기까지는 NIM 추가 하락 요인 더 많은 편. 더 이상 계속 재연되기는 어려운 우산론

은행측은 2013년에 연간 NIM 2.0% 유지를 목표로 하고 있지만 전 은행권에서 발생하고 있는 기준금리 인하에 따른 압박 외에도 1) 이란중앙은행의 원화결제계좌 금리 인상 2) 대출최고금리 추가 인하 3) 가산금리 폐지 등 자체적인 추가 하락 요인이 약 7~8bp에 달한다는 점에서 상반기까지는 추가 하락을 피할 수 없을 것으로 예상된다(기업은행은 2년간 NIM이 약 80bp 가까이 하락). 또한 대통령 당선자의 중소기업 지원 의지 등을 감안할 경우 과거 2009년 이후처럼 동사 대출성장률이 타행보다 크게 높아질 수 있을 것이라는 기대감이 크지만 상대적으로 취약한 자본비율과 최근 커지고 있는 건전성 악화 우려 등을 감안시 더 이상 우산론이 계속 재연되기는 어려울 전망이다. 게다가 지금은 시중은행들도 정부 정책에 호응하겠다는 입장이어서 성장을 독려했던 과거와는 사뭇 분위기가 다르다.

2013년 추정 순이익 1.0조원. 총자산대비 대손비용률 가정 70bp는 보수적이지 않은 수치

2013년 추정 순이익은 약 1.0조원으로 ROA와 ROE는 각각 0.5%와 7.2%를 시현할 것으로 예상된다. 우리는 동사의 올해 총자산대비 대손비용률을 70bp(약 1.4조원)로 가정하고 있는데 이는 보수적인 수치가 아니다. 최근 경상 대손상각비가 상승 추세에 있는 데다 설령 향후 경기가 완전한 회복세를 보인다고 해도 여신포트폴리오의 대부분을 차지하고 있는 소규모 중소기업으로까지 수혜가 확대되기 위해서는 다소간의 시차가 존재할 수 밖에 없어 대손충당금이 빠르게 하락하기는 어려울 것으로 전망된다. 오히려 올해 실제 충당금은 우리의 예상치를 상회할 가능성이 더 높다고 판단된다.

기업은행 2012년 4분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		대신증권 추정치			컨센서스
	4Q11	3Q12	4Q12(F)	YoY	QoQ	4Q12
총영업이익	882.4	698.7	547.8	-37.9	-21.6	NA
세전이익	56.0	316.7	125.7	124.3	-60.3	NA
순이익	41.7	246.3	94.9	127.6	-61.5	223.1

기업은행 4분기 예상 실적

(단위: 십억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	(QoQ, %)	(YoY, %)
순이자이익	1,143	1,151	1,128	1,101	1,068	-3.0	-6.6
순수수료이익	149	112	94	100	101	0.5	-32.5
당기손익인식 금융상품이익	1	0	0	0	15	NA	2,159.0
기타비이자이익	80	69	-55	-19	-140	NA	NA
총영업이익	1,373	1,332	1,167	1,182	1,043	-11.7	-24.0
판관비	491	405	502	483	496	2.6	0.9
총전영업이익	882	927	665	699	548	-21.6	-37.9
영업외이익	24	5	-49	3	-1	NA	NA
대손상각비	850	306	197	385	421	9.4	-50.4
세전이익	56	625	419	317	126	-60.3	124.3
법인세비용	19	154	109	70	31	-56.2	59.0
비지배주주지분이익	-5	2	0	0	0	-84.8	NA
당기순이익	42	469	309	246	95	-61.5	127.6

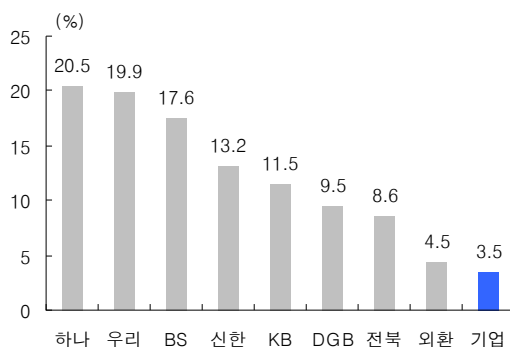
자료: 기업은행, 대신증권 리서치센터

기업은행 수익추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

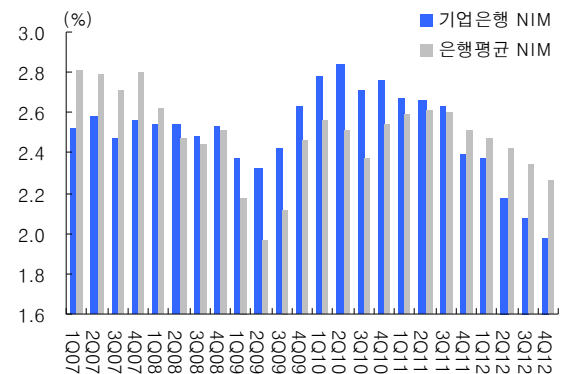
구분	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
총영업이익	4,797	4,829	4,724	4,688	-1.5	-2.9
판관비	1,878	1,954	1,886	1,907	0.4	-2.4
대손상각비	1,285	1,388	1,309	1,388	1.9	0.0
세전이익	1,592	1,453	1,486	1,358	-6.6	-6.5
순이익	1,202	1,097	1,119	1,022	-6.9	-6.8

그림 1. 은행별 주가상승률 현황



주: 2012년 11월 19일부터 2013년 1월 17일까지 2개월간의 주가상승률
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 기업은행과 은행평균 NIM 추이



주: 분기 기준 기준, 은행평균은 대신증권 유네버서은행 기준
 자료: 대신증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
총영업이익 (십억원)	4,781	5,216	4,724	4,688	4,917
세전이익 (십억원)	1,711	1,928	1,486	1,358	1,403
연결당기순이익 (십억원)	1,290	1,450	1,119	1,022	1,056
EPS (원)	2,158	2,419	1,868	1,707	1,763
증감율 (%)	65.9	12.1	-22.8	-8.6	3.3
Adj. BPS (원)	16,997	21,398	22,553	23,707	24,949
PER (배)	8.7	5.2	6.3	6.9	6.6
PBR (배)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	13.1	12.3	8.3	7.2	7.1
ROA (%)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5

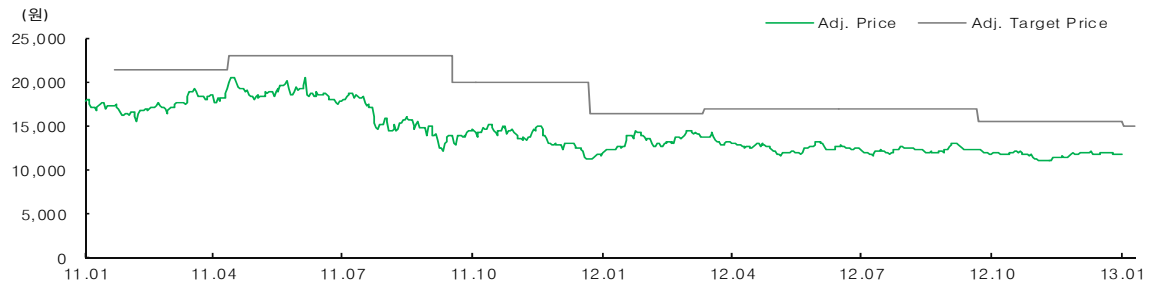
자료: 기업은행 대손증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 최정욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.01.18	13.01.01	12.11.18	12.11.03	12.10.22	12.10.08	12.09.23	12.08.05	12.06.22	12.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	17,000	17,000	17,000	17,000
제시일자	12.05.06	12.03.28	12.02.19	12.01.15	12.01.08	11.11.27	11.11.21	11.11.12	11.11.05	11.10.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	17,000	16,500	16,500	16,500	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
제시일자	11.08.08	11.07.11	11.06.30	11.06.23	11.06.02	11.04.28	11.04.07	11.03.02	11.02.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	21,500	21,500	21,500	

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상