

# 기업은행 (024110)

최정욱, CFA  
769,3837  
cuchoi@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

목표주가 **14,000**

현재주가 **11,000**

은행업종

# 저평가 매력 이상의 의미를 찾기는 어렵다

## 투자 의견 매수 유지, 목표주가 14,000원으로 하향

- 목표주가 하향의 배경은 비이자이익 부진과 대손충당금 불확실성 등을 반영해 수익추정치를 하향하고 지속가능ROE도 하향 적용했기 때문
- 목표주가는 2013년말 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.6배를 적용해 산출
- PBR 0.47배로 가격 매력은 상존하지만 2분기 실적이나 다소 부진할 것으로 예상되고 당분간은 약화된 수익성이 회복될 가능성이 높지 않은 데다 정부지분 매각에 따른 오버행 우려가 지속적으로 제기될 수 밖에 없다는 점에서 타행대비 투자매력은 높지 않은 편
- 4월 실시된 약 500억원 규모의 정부 출자(유상증자)에 이어 하반기 내지 내년 상반기 중 약 400억원 규모의 추가 출자 예상. 증자 규모가 크지 않아 주주 가치 희석 효과는 미미하겠지만 잦은 유상증자는 자본비율의 취약성을 반증하는 것이라는 점에서 부정적일 수 밖에 없음

## 2분기 추정 순이익은 약 2,110억원으로 컨센서스 하회 예상

- 2분기 추정 순이익은 전분기대비 17.7% 감소한 2,110억원으로 컨센서스 하회 예상
- 2분기 대출성장률은 약 1.0~1.5%, 순이자마진은 1.93%로 1분기대비 2bp 추가 하락 전망
- 지난 2년동안 80bp 넘게 하락한 NIM이 3분기를 기점으로 하락세가 멈출 것으로 예상되지만 그렇다고 당장 반등하기도 어려워 top-line 개선 기대는 아직 시기상조일 것으로 판단
- 이마트와 신세계 주가 하락으로 2분기 중 약 320억원의 감액손실 발생이 예상되고, ABS 관련익 및 대출채권 매각익도 저조해 비이자이익은 매우 부진할 것으로 추정
- 판권비는 매년 2분기에 반복되는 초과업적상여금(약 600억원 추정)으로 인해 증가 예상
- 부실업체의 정상 분류에 따른 총당금 환입으로 인해 4~5월 대손충당금은 평월 대비 낮은 수준으로 추정되지만 STX그룹 익스포져 300억원에 대한 추가 총당금과 은행의 보수적 총당금 적립 정책 실시 여부에 따라 실제 대손충당금 규모는 가변적일 듯

## 정부 지분 매각에 따른 오버행 우려 부각 중, 추가적인 정부 출자(유상증자)도 예상

- 기재부 차관이 주요 언론에 보유 중인 기업은행 지분을 연내 매각해 세수로 잡겠다는 목표를 갖고 있다고 언급하면서 오버행 우려 부각 중
- 재정부가 보유한 보통주식수는 378.8백만주로 총 보통주 발행주식수 550.2백만주 대비 68.8% 보유. 주주권 행사에 필요한 50% 제외분을 모두 매각시 103.7백만주 매각 가능. 예산안 편성 과정에서 세수로 잡아 놓은 매각대금 1.7조원을 매각가로 환산할 경우 주당 16,620원선 가격 문제를 최우선적으로 고려하지는 않는다는 입장이지만 그렇다고 하더라도 현재의 낮은 주가 수준에서 매각을 고려하지는 않을 것으로 추정
- 설비투자펀드 지원액의 과거손실률과 예상손실률을 감안해 정부가 약 900억원의 출자 계획(3년간 300억원씩)을 세워 놓았었는데 지난 4월 이 중 500억원을 출자. 잔여 400억원 규모의 정부 출자가 빠르면 하반기 내지 내년 상반기에 실시될 가능성이 높음
- 추가 출자에 따른 BPS dilution 효과는 약 1.5~2.0% 수준에 불과할 것으로 추정되지만 동사의 Tier I 비율이 8.9%에 불과해 타행대비 매우 취약한 자본비율을 지니고 있다는 점에서 잦은 정부 출자는 투자심리에 우호적으로 작용하기는 어렵다고 판단

## 2013년과 2014년 수익추정치를 각각 12.2%와 6.4% 하향

- 2분기 실적이 기대치를 하회할 것으로 예상되고 비이자이익 부진과 대손충당금 불확실성이 지속될 것이라는 점을 반영해 2013년 순이익을 9,600억원에서 8,400억원으로 12.2% 하향하고, 2014년 추정치도 6.4% 하향
- 변경된 이익 기준의 2013년 ROE와 ROA는 6.0%와 0.42%로 은행 평균을 하회할 전망

KOSPI	1,834.70
시가총액	6,052십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	3,220십억원
52주 최고/최저	13,300원 / 10,800원
120일 평균거래대금	99억원
외국인지분율	12.23%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 68.84%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.7	-14.7	-6.8	-10.6
상대수익률	-5.8	-7.4	1.0	-11.4

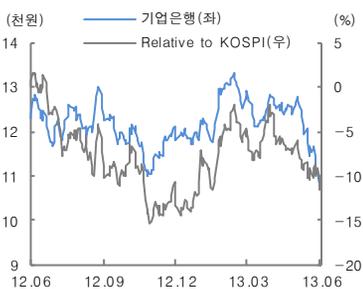
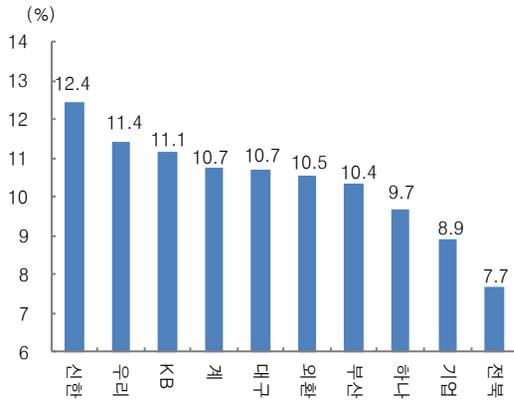


그림 1. 은행별 Tier I 비율 현황



주: 2013년 1분기말 기준  
자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 기업은행 주주 현황 (단위: 주)

	보통주	전환상환 우선주	우선주	계
재정부	378,776,962		44,847,038	423,624,000
/총발행주식수 (%)	58.4		6.9	65.4
정책금융공사	10,490,000	46,915,282		57,405,282
/총발행주식수 (%)	1.6	7.2		8.9
수출입은행	8,501,153	6,210,000		14,711,153
/총발행주식수 (%)	1.3	1.0		2.3
정부관련 지분 계	397,768,115	53,125,282	44,847,038	495,740,435
/총발행주식수 (%)	61.4	8.2	6.9	76.5
총 발행주식수	550,195,005	53,125,282	44,847,038	648,167,325

자료: 대신증권 리서치센터

기업은행 수익추정치 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
총영업이익	4,569	4,833	4,460	4,740	-2.4	-1.9
판매비	1,898	1,992	1,898	1,984	0.0	-0.4
대손상각비	1,366	1,477	1,409	1,477	3.2	0.0
세전이익	1,260	1,317	1,107	1,233	-12.2	-6.4
연결당기순이익	960	1,003	843	939	-12.2	-6.4

자료: 기업은행 대신증권 리서치센터

기업은행 2013년 2분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원 %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY(%)	QoQ(%)	2Q13F Consensus	Difference (%)
영업이익	418.6	346.3	282.0	-32.6	-18.6	NA	NA
순이익	309.1	255.9	210.7	-31.8	-17.7	327.4	-35.6

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012(%)	2013(%)		
총전영업이익	3,548.4	2,791.9	2,562.2	-21.3	-8.2	NA	NA
세전이익	1,928.4	1,530.9	1,106.7	-20.6	-27.7	NA	NA
순이익	1,449.6	1,166.2	842.8	-19.6	-27.7	1,096.7	-23.2

자료: 기업은행 WSEF, 대신증권 리서치센터

## 기업은행 2013년 2분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	(QoQ,%)	(YoY,%)
순이자이익	1,128	1,101	1,088	1,022	1,043	2.1	-7.6
순수수료이익	94	100	89	80	91	13.4	-2.8
당기 순이익(금융상품이익)	0	0	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	-55	-19	-187	13	-15	NA	NA
총영업이익	1,167	1,182	990	1,115	1,119	0.4	-4.1
판관비	502	483	488	430	472	9.8	-6.0
총잔영업이익	665	699	502	685	647	-5.5	-2.6
영업외이익	-49	3	-21	9	-32	NA	NA
대손상각비	197	385	310	348	334	-4.0	69.6
세전이익	419	317	170	346	282	-18.6	-32.6
법인세비용	109	70	30	89	72	-18.6	-33.8
비자배주주분이익	0	0	-2	2	-1	NA	NA
당기순이익	309	246	142	256	211	-17.7	-31.8

자료: 기업은행 대신증권 리서치센터

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
총영업이익	5,216	4,670	4,460	4,740	5,011
세전이익	1,928	1,531	1,107	1,233	1,316
연결당기순이익	1,450	1,166	843	939	1,002
EPS (원)	2,419	1,946	1,402	1,556	1,662
증감율 (%)	12.1	-19.6	-28.0	11.0	6.8
Adj. BPS	21,398	22,588	23,332	24,355	25,436
PER (배)	5.2	6.1	7.8	7.1	6.6
PBR (배)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	12.3	8.6	6.0	6.4	6.5
ROA (%)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4

자료: 기업은행 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

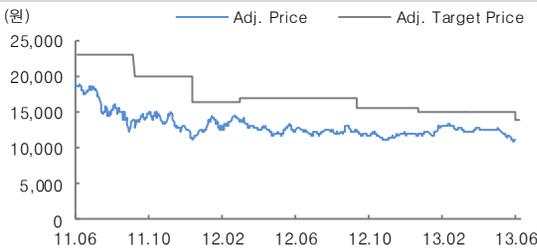
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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]

기업은행(024110) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.06.28	13.05.05	13.05.01	13.04.01	13.02.09	13.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
제시일자	13.01.01	12.11.18	12.11.03	12.10.22	12.10.08	12.09.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	17,000
제시일자	12.08.05	12.06.22	12.06.04	12.05.06	12.03.28	12.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	16,500
제시일자	12.01.15	12.01.08	11.11.27	11.11.21	11.11.12	11.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,500	16,500	20,000	20,000	20,000	20,000

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