

기업은행 (024110/KS)

낮은 배당소득 분리과세 관련 불확실성

SK증권 리서치센터

매수(상향)

목표주가: 23,000 원(상향)
현재주가: 18,520 원
상승여력: 24.2%

투자의견 매수 및 목표주가 23,000 원으로 상향

기업은행의 목표주가를 1) 무위험수익률 조정, 2) 할인율 조정 등을 반영하여 23,000 원으로 상향하며 투자의견도 매수로 변경한다. 목표주가는 25E BVPS 39,535 원에 Target PBR 0.57배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 경기 둔화로 인한 건전성 부담 악화, 2) 상대적으로 제한적인 자사주 매입 소각 등을 제시한다.

배당소득 분리과세 관련 불확실성은 제일 작음

지난 4 월 발의된 소득세법 개정안은 배당성향 35%를 초과하는 상장사의 배당 소득에 대해 별도 분리과세를 적용하는 내용을 담고 있다. 다만 동사를 제외한 시중은행지주의 경우 전체 주주환원을 기준으로 대체로 35%를 상회하고 있으나 배당성향의 경우 대부분 30%보다 낮은 상황이다. 현재 자사주 포함 여부가 불투명한 만큼 향후 법안 통과 이후 주주환원 방법에 있어 변동이 발생할 가능성이 존재한다. 특히 해당 법안에 따른 영향이 없는 외인 투자자의 경우 배당보다 자사주 매입/소각을 선호하는 경향이 강하다는 점을 감안했을 때 수급 측면의 불확실성이 높다고 판단한다. 다만 동사의 경우 지속적으로 현금배당 중심 주주환원 정책을 시행했으며 연결 기준 35%를 상회하는 배당성향이 예상되는 만큼 관련 불확실성은 가장 작다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	79,743 만주
시가총액	14,768 십억원
주요주주	
기획재정부(외2)	68.54%
국민연금공단	5.45%

Stock Data

주가(25/06/26)	18,520 원
KOSPI	3,079.56 pt
52주 최고가	18,790 원
52주 최저가	12,910 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 지배순이익 7,167 억원(+17.9% YoY) 예상

기업은행의 2Q25 지배순이익은 7,167 억원(+17.9% YoY)로 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. NIM은 코리보 금리 하락 등 영향으로 -7bp QoQ 하락이 예상되나 중소기업 대출 중심으로 원화대출이 약 1.3% QoQ 증가하며 이자이익을 방어할 것으로 전망한다. Credit Cost는 지속적인 선제적 충당금 적립 등 버퍼를 확보한 만큼 이전보다 부담이 줄어들며 0.5%(-13bp YoY)로 개선될 전망이다. CET1 비율에 있어 타행과 달리 스트레스 완충자본 등 자본 규제 관련 부담이 적은 점도 강점이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	7,828	8,575	8,134	8,140	8,219	8,419
영업이익	십억원	3,647	3,432	3,594	3,672	3,734	3,796
순이익(지배주주)	십억원	2,668	2,670	2,645	2,796	2,800	2,863
EPS(계속사업)	원	3,346	3,348	3,316	3,507	3,511	3,590
PER	배	2.9	3.5	4.3	5.3	5.3	5.2
PBR	배	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
배당성향	%	28.7	29.4	32.1	35.5	37.3	37.9
ROE	%	10.8	10.1	9.3	9.1	8.6	8.4

목표주가 변경 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	8.7%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	50.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.57
목표주가	2025F BPS 39,535 원에 Target PBR 적용	23,000
현재가		18,520
Upside / Downside		24.2%
투자 의견		Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		49%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	9.7%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.70
목표주가(Bull case)	2025F BPS 39,535 원에 Target PBR 적용	27,600
Downside case		-24%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	7.7%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-65.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.35
목표주가(Bear case)	2025F BPS 39,535 원에 Target PBR 적용	14,000

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	8,134	8,140	8,219	8,419
	수정 전		8,240	8,418	8,737
	증감률(%)		-1.2	-2.4	-3.6
총당금 적립전 영업이익	수정 후	5,321	5,215	5,209	5,320
	수정 전		5,314	5,407	5,638
	증감률(%)		-1.9	-3.7	-5.6
세전이익	수정 후	3,568	3,732	3,782	3,866
	수정 전		3,660	3,789	3,997
	증감률(%)		2.0	-0.2	-3.3
지배지분 순이익	수정 후	2,645	2,796	2,800	2,863
	수정 전		2,743	2,805	2,960
	증감률(%)		1.9	-0.2	-3.3

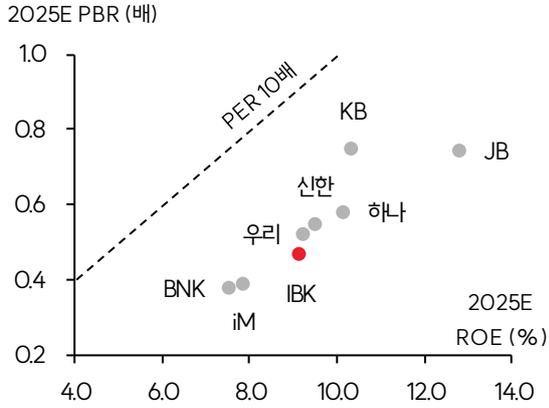
자료: SK 증권 추정

기업은행 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	QoQ	YoY
총영업이익	2,051	2,170	1,852	2,081	2,114.4	1,927	1.6	3.1
순이자이익	1,975	1,957	1,982	1,921	1,880.1	1,864	-2.1	-4.8
비이자이익	76	213	-130	160	234.3	64	46.7	210.0
수수료이익	130	121	123	94	125.2	119	33.6	-3.9
기타비이자이익	-55	92	-254	66	109.1	-55	65.3	흑전
판관비	735	639	743	748	756.3	657	1.1	2.8
총전이익	1,315	1,531	1,110	1,333	1,358.2	1,270	1.9	3.2
대손충당금 전입액	488	405	499	309	412.2	391	33.5	-15.5
영업이익	828	1,126	611	1,024	945.9	879	-7.6	14.3
세전이익	825	1,085	631	1,049	966.9	878	-7.8	17.2
당기순이익	610	804	457	814	719.4	653	-11.6	18.0
지배순이익	608	801	454	809	716.7	650	-11.4	17.9
그룹 대출채권	327,600	329,985	343,900	347,464	352,120	355,954	1.3	7.5
그룹 예수금	155,941	148,882	158,256	161,935	164,622	167,719	1.7	5.6
(%, %p)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	QoQ	YoY
NIM	1.71	1.67	1.67	1.63	1.56	1.53	-0.07	-0.15
CIR	35.9	29.4	40.1	35.9	35.8	34.1	-0.17	-0.09
Credit Cost	0.63	0.52	0.63	0.38	0.50	0.47	0.12	-0.13
NPL 비율	1.30	1.31	1.32	1.34	1.37	1.41	0.03	0.07
BIS 비율	15.0	16.3	14.7	14.7	14.6	14.7	-0.10	-0.34
CET1 비율	11.6	12.8	11.3	11.4	11.5	11.6	0.09	-0.09

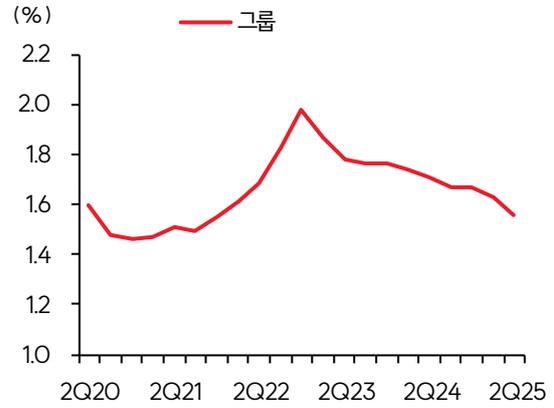
자료: SK 증권 추정

은행 PBR-ROE Matrix(2025E)



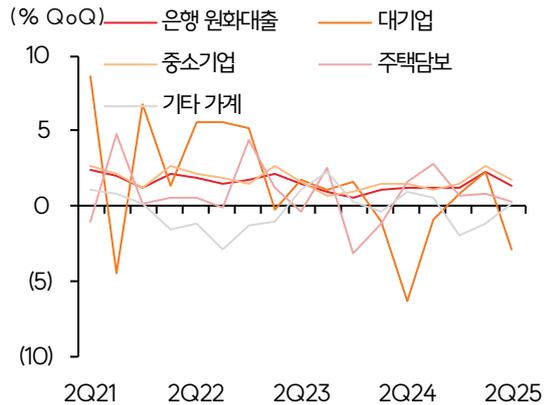
자료: FnGuide, SK 증권 추정

기업은행 - NIM 추이



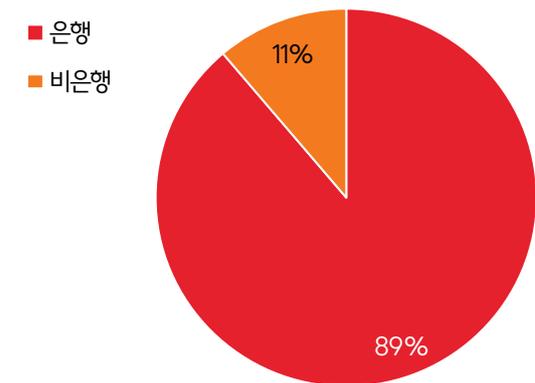
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - 은행 원화대출 성장률



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - 순영업수익 Breakdown(2Q25E)



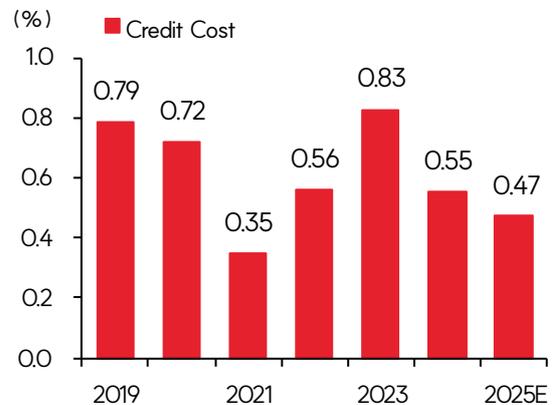
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - CIR 추이 및 전망



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - Credit Cost 추이 및 전망



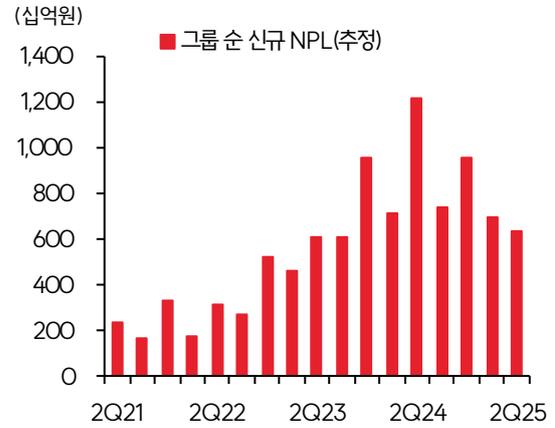
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - NPL 비율 추이



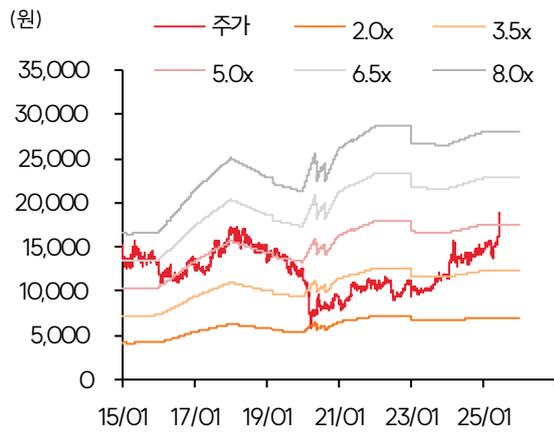
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - 신규 NPL 추이(추정치)



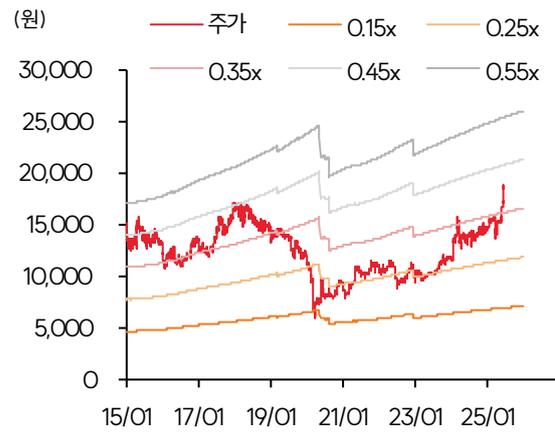
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - PER 밴드



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 - PBR 밴드



자료: 기업은행, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금및예치금	28,039	18,083	18,925	18,180	17,463
유가증권	85,974	94,706	100,955	105,054	109,319
대출채권	315,883	343,900	358,364	380,105	402,582
대손충당금	4,580	4,846	5,111	5,265	5,341
유형자산	2,331	2,566	2,657	2,764	2,877
무형자산	296	348	370	385	401
기타자산	15,904	12,616	14,561	14,810	14,962
자산총계	448,427	472,220	495,831	521,297	547,604
예수부채	154,045	158,256	170,780	182,934	195,997
차입성부채	223,231	237,928	247,454	258,521	270,099
기타금융부채	4,122	6,947	5,709	5,770	5,749
비이자부채	35,212	34,858	35,595	35,973	35,842
부채총계	416,611	437,989	459,539	483,198	507,687
지배주주지분	31,657	33,947	36,009	37,816	39,634
자본금	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211
신종자본증권	4,133	4,313	4,483	4,483	4,483
자본잉여금	1,178	1,170	1,173	1,173	1,173
이익잉여금	21,890	23,593	25,507	27,314	29,132
기타지분	244	659	635	635	635
비지배주주지분	160	284	283	283	283
자본총계	31,817	34,231	36,292	38,099	39,917

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
총영업이익	8,575	8,134	8,140	8,219	8,419
이자이익	7,927	7,892	7,531	7,523	7,765
이자수익	18,364	18,955	17,697	17,680	18,246
이자비용	10,437	11,063	10,166	10,157	10,481
비이자이익	649	242	609	696	654
금융상품관련손익	1,087	666	990	955	925
수수료이익	477	472	461	509	515
보험손익	35	30	37	33	33
기타이익	-951	-925	-878	-800	-820
신용충당금비용	2,457	1,727	1,542	1,474	1,524
일반관리비	2,686	2,813	2,926	3,011	3,099
총업원관련비용	1,354	1,430	1,479	1,516	1,553
기타판관비	1,331	1,384	1,446	1,495	1,546
영업이익	3,432	3,594	3,672	3,734	3,796
영업외이익	61	-27	60	48	70
세전이익	3,493	3,568	3,732	3,782	3,866
법인세비용	818	913	922	968	990
법인세율 (%)	23.4	25.6	24.7	25.6	25.6
당기순이익	2,675	2,654	2,810	2,814	2,876
지배주주순이익	2,670	2,645	2,796	2,800	2,863
비지배주주순이익	5	10	14	14	14

주요투자지표 I

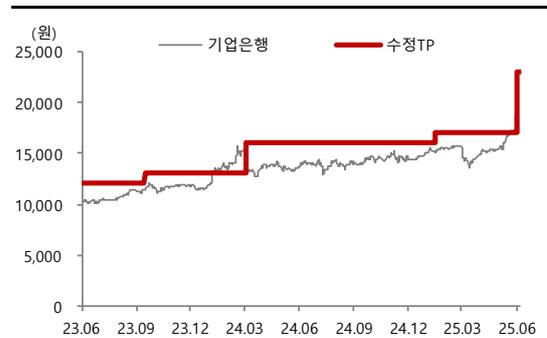
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
수익성지표					
수정 ROE	10.1	9.3	9.1	8.6	8.4
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
NIM(순이자마진)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
대손비용률	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
Cost-Income Ratio	31.3	34.6	35.9	36.6	36.8
ROA Breakdown					
총영업이익	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
이자이익	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
비이자이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
신용충당금비용	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
총영업이익 구성비					
이자이익	92.4	97.0	92.5	91.5	92.2
비이자이익	7.6	3.0	7.5	8.5	7.8
수수료이익	5.6	5.8	5.7	6.2	6.1
기타	2.0	-2.8	1.8	2.3	1.6
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.3	11.3	11.7	11.5	11.3
Total BIS 비율	14.9	14.7	14.8	14.4	13.9
NPL 비율	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
총당금/NPL 비율	143.5	115.5	108.0	99.2	92.1

자료: 기업은행, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	4.0	5.3	5.0	5.1	5.0
대출증가율	2.6	8.9	4.2	6.1	5.9
부채증가율	3.7	5.1	4.9	5.1	5.1
BPS 증가율	8.0	7.7	6.4	5.7	5.5
총영업이익증가율	9.5	-5.1	0.1	1.0	2.4
이자이익증가율	6.5	-0.4	-4.6	-0.1	3.2
비이자이익증가율	68.8	-62.7	151.7	14.3	-6.1
일반관리비증가율	2.8	4.8	4.0	2.9	2.9
지배주주순이익증가율	0.1	-0.9	5.7	0.1	2.2
수정 EPS 증가율	0.1	-0.9	5.7	0.1	2.2
배당금증가율	2.5	8.2	16.9	5.2	3.8
주당지표 (원)					
EPS	3,348	3,316	3,507	3,511	3,590
수정 EPS	3,348	3,316	3,507	3,511	3,590
BPS	34,515	37,161	39,535	41,801	44,081
주당배당금	984	1,065	1,245	1,310	1,360
배당성향 (%)	29	32	36	37	38
Valuation 지표					
수정 PER(배)	3.5	4.3	5.3	5.3	5.2
PBR(배)	0.34	0.39	0.47	0.44	0.42
배당수익률 (%)	8.3	7.4	6.7	7.1	7.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.06.27	매수	23,000원	6개월		
2025.02.11	중립	17,000원	6개월	-8.68%	10.53%
2024.11.04	중립	16,000원	6개월	-8.22%	-2.94%
2024.03.29	매수	16,000원	6개월	-13.68%	-8.00%
2023.11.09	중립	13,100원	6개월	-3.05%	19.85%
2023.10.10	매수	13,100원	6개월	-11.64%	-7.79%
2023.07.26	매수	12,000원	6개월	-9.97%	-4.17%
2023.01.13	담당자 변경				



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 27일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------