



국민은행(060000)

은행업

흔들리지 않는 별, KB.....?

BUY

Valuation

Target Price:

Price:

Margin of Safety:

MktCap.(100mn): 27.8조

ROE: 17.48

ROA : 1.29

PBR: 1.91

Dividend Yield: 4.37

Major Sh.Holder:

The bank of N.Y 14.67

CRMC 7.19

Foreign Shr.: 84.96

52weeks Beta: 7.19

52weeks High/Low:

89,500 / 69,800

기업분석 1팀

부은영, 이정욱, 심민규

김성진, 우승민

흔들리는 은행업

국내 주요 은행들은 2005년과 2006년에 신용 카드 대란으로 발생한 대규모 부실채권을 회수하면서 조 단위 이익 증가를 실현했다. 외환위기와 신용 카드 연체의 두 번의 위기를 넘기면서 국내 은행들의 자산건전성이나 수익성도 차츰 개선되어 미국 은행과 비교해도 뒤지지 않을 정도가 되었다.

그러나 전통적인 자금 조달원인 예금 기반이 차츰 약화되면서 수신클리블 높여 예금을 유치하고 경쟁적으로 대출을 늘리면서 예대마진은 감소하고 CD나 은행채를 통해 자금을 조달하면서 대출금리가 함께 상승하면서 위험도 높아지고 있다.

이처럼 은행의 영업환경이 악화되자 펀드나 보험 판매를 통한 수수료 수입 등으로 수익구조를 다양화하기 위해 노력하고 있지만 영업수익(대출)에서 차지하는 비중은 3%로 미미한 편인데다 온라인 등 신규 판매채널의 증가로 갈수록 경쟁이 치열해져 은행의 협상력은 감소할 것으로 예상돼 예대마진 하락의 압박에서 크게 자유롭지 못할 것으로 보인다.

은행계의 절대권주 국민은행?

자산규모 195조, ROA 1.29%, NIM 3.6%, 고정이자여신비율 1%. 2007년 1분기 국내 최고 은행으로서의 국민은행의 입지를 보여주는 수치들이다. 자산의 1%를 벌어들이는 은행업에서 200조에 가까운 자산으로 한 해 2조를 벌어들이는 국민은행은 안정성, 수익성 면에서도 단연 최고다.

은행의 평균 예대마진이 0.7% 하락한 상황에서 국민은행은 0.3%정도로 선방했고 여전히 다른 은행들에 비해 1% 높은 NIM을 유지하고 있다. 1100개에 달하는 지점의 영업력으로 펀드 판매 수익 역시 증가하고 있다.

그러나 앞서 짚어본 수신클리블 약화, 대출금리의 상승 등의 전반적인 상황으로부터 국민은행이 완전히 자유롭지는 못하다.

2007년 1분기에 이미 LG카드 매각 이익으로 작년 순이익의 절반 이익을 달성해 올 때까지는 이익증가세가 이어질 것이고, 30%의 배당성향을 유지한다면 올 해 말까지는 보유할 가치가 있다고 판단된다. 가계대출 부실화 역시 보수적인 대손충당금 설정으로 이미 회계장부에 반영되어 있다. 따라서 2007년까지 한시적 보유 후 2008년 이후 은행업의 전반적인 상황을 재검토해 매도 여부를 결정하기를 권장한다.

1. 은행업이란

은행업은 기본적으로 남의 돈을 쓰게 빌려와(예금) 이를 다시 필요한 주체에 비싸게 빌려줘(대출) 이자 비용(예금금리)과 이자수입(대출금리)의 차이(예대마진)으로 돈을 버는 사업이다. 이처럼 은행들은 남의 돈으로 장사를 하기 때문에 자기자본보다는 총자산의 규모가 훨씬 중요하고 제조업과 달리 총자산 중 부채 비율이 90%를 넘는다. 이 같은 자본구조 하에서 일반적으로 중요한 자기자본의 생산성을 나타내는 ROE보다는 총자산이익률인 ROA가 수익성의 중요한 지표가 된다. 미국 은행들의 ROA는 1.5%-2%정도이고 국내 은행들의 ROA는 2005년부터 1%를 넘어서 2006년 말 1.1%이다.

이처럼 총자산의 1%를 먹고 사는 은행들은 타업종에 비해 규모가 절대적으로 중요하다. 외환 위기 이전까지 정부의 정책금융적인 성격이 강했던 국내 은행들이 외환 위기와 함께 부실 은행이 퇴출되고 은행간 합병이 이루어지면서 현재의 국민, 신한, 우리, 하나의 4강 구도로 자리잡았다. 2006년 말 주요 은행의 자산규모는 국민은행이 195조, 우리은행이 166억조, 신한은행이 154조 정도로

은행은 고객의 지급 요구에 부응할 수 있는 준비가 되어있어야 하기 때문에 신용도가 매우 중요하다. 중앙은행은 은행의 신용도가 하락해 불안에 사로잡힌 고객들이 대규모로 예금을 인출하는 사태(Bank Run)이 일어나지 않도록 일정액의 지급준비금을 적립해놓도록 요구하고, 금융감독원 등 정부 기관에서 부채가 대부분인 자산이 부실화되지 않도록 지속적으로 감독한다. 따라서 은행업은 제조업과 달리 수익성 외에도 안정성 지표라는 것이 있는데 대표적 것이 BIS자기자본비율, 고정이하여신비율 등이다.

- BIS자기자본 비율

국제결제은행에서 은행의 안전성과 건전성을 제고하고 은행간 경쟁에 형평을 기하기 위해 총자산 중 자기자본 비율을 8% 이상으로 유지하도록 권고하고 있다. 우리나라 은행들의 BIS자기자본 비율은 2006년 12%대를 유지하고 있다.

- 고정이하여신비율

보통 은행의 여신을 정상, 주의, 고정, 회수 의문, 추정손실의 5단계로 구분하는데 담보 처분을 통해 회수 가능할 것으로 예상되는 고정, 손실이 예상되는 회수 의문, 회수불능이 확실해 손실 처리해야 하는 추정손실 여신을 합해서 고정이하여신, 혹은 부실채권(NPL = Non Performing Loan)이라고 한다. 총 여신 중 고정이하여신의 비율이 높을수록 위험하다. 국내 은행의 NPL비율은 꾸준히 감소해 2006년 말 1%로 자산건전성이 많이 개선되었다.

2. 은행업의 현황 및 전망

1) 전통적 수신키반의 감소

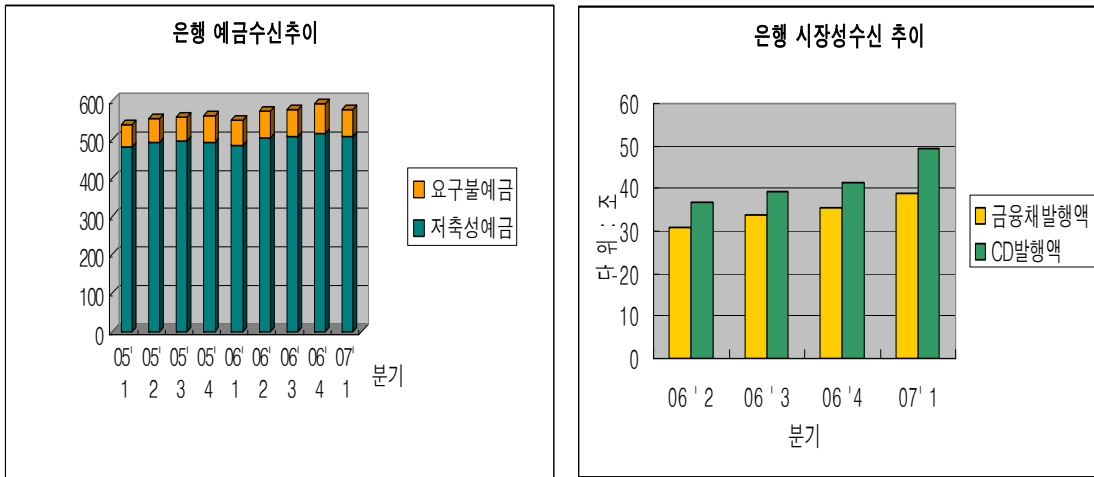
얼마 전 금융감독원과 한국은행에서 은행들의 자금조달 행태를 비판하며 예금을 늘리거나 대출을 줄일 것을 주문했다. 은행들이 대출을 경쟁적으로 늘리고 있는 상황에서 예금증가폭이 둔화되자 CD와 은행채 발행을 통해 자금을 조달하고 있는 것이다.

실제로 은행의 예금수신이 550조 위아래를 넘나들고 있고 2006년 4분기 593조에서 2007년 1분기에 577조로 16조가 감소한 반면 비은행 기관수신은 2006년 한 해 동안 분기당 평균 26.8조의 가파른 증가세를 나타냈다. 은행의 CD발행 평잔액은 2007년 1분기까지 한 해 동안 12조 증가했다.

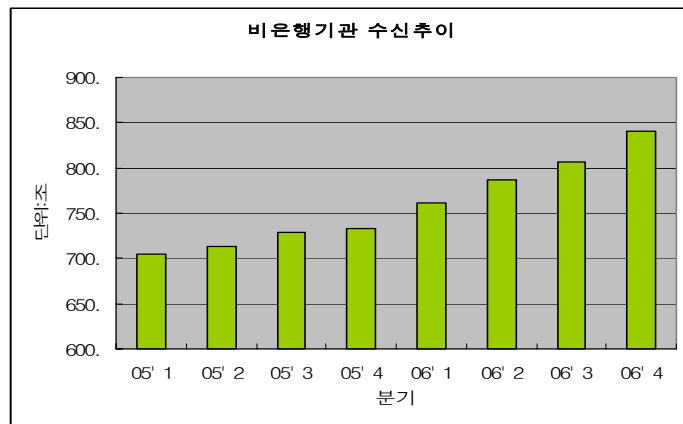


CD와 은행채를 통한 자금 조달은 곧 조달금리의 상승을 의미한다. 연 1-2%의 이자만 지급하면 되는 예금과 달리 CD 금리는 현재 5%까지 상승했다. 또 외국의 주택자금 대출이 고금리인데 반해 우리나라는 CD금리에 연동되는 변동금리로 이루어지기 때문에 대출금리도 함께 상승하게 되고, 가계의 이자부담이 커지게 되고 여기에 부동산 가격이 하락할 경우 가계대출 자산이 부실화될 위험이 높아지고 은행채 역시 예금과 달리 만기가 한꺼번에 도래할 경우 지급결제의 위험이 높아진다.

<차트 1> 은행 예금수신 추이 및 시장성수신 추이



<차트 2> 비은행기관 수신 추이'



2) 예대마진의 축소

국내 은행들의 주된 수익원은 크게 이자수익, 수수료 수익, 기타 수익으로 나눌 수 있다. 기타 수익원으로 배당금, 자본법 평가이익 등이 있으나 그 비중은 미미한 편이다. 기타영업수익의 거의 대부분을 차지하는 것이 외환거래수익과 파생금융 상품 관련 수익인데 비용 계정의 외환거래 손실과 파생금융 상품 관련 수익과 상계되어 0에 가까워진다. 이는 모든 은행에 있어 공통된 사항으로 결국 은행의 당기순이익에 영향을 주는 것은 이자수익과 수수료 수익이다.

' 한국은행

<표 1> 국민은행 주 수익원

영업수익	19,308,604,000
이자수익	12,062,887,000
수수료수익	1,341,814,000
기타영업수익	5,494,049,000

표 2에서는 국내은행의 총 영업수익에서 대출을 통한 이자수익이 차지하는 비중을 보여주고 있다. 모든 은행에서 50%~70에 이르는 높은 비중이 이자수익이라는 것을 알 수 있다. 즉 은행의 이익은 예대마진에 크게 영향을 받는다.

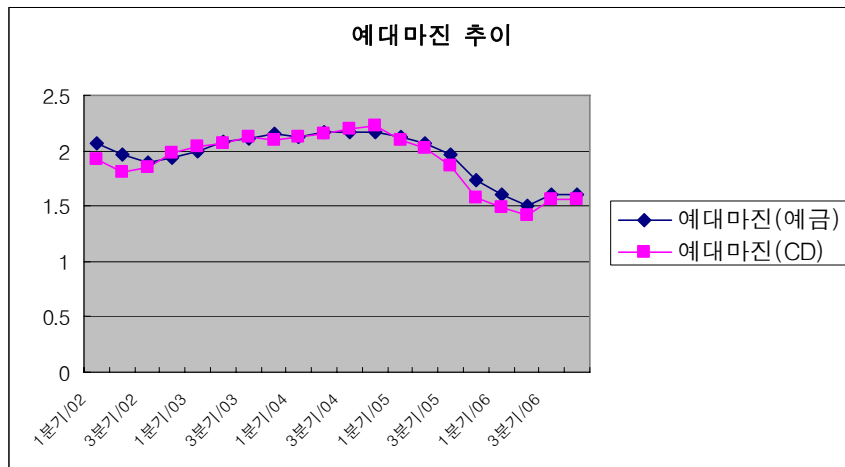
<표 2> 시중은행의 이자수익비율

은행	국민은행	신한은행	우리은행	하나은행
이자수익/영업수익	62.47%	52.52%	55.40%	73.37%

2005년 이후 이 예대마진이 조금씩 감소하고 있는데, 이는 앞서 설명한 CD, 은행채 발행과 은행간 경쟁으로 인한 예금 금리 상승 등으로 인한 조달금리의 상승과 경쟁적 대출에 따른 대출금리의 하락으로 인한 것이다.

2006년 들어 은행들의 자산건전성이 높아지고 안정화되자 본격적인 외형 성장에 돌입해 자산규모를 늘리기 위해 이익률을 희생하면서 5%의 이자를 주는 특판 예금 등의 유치로 수신금리는 상승하고 대출을 늘리면서 대출금리가 소폭 감소해 예대마진이 감소했다.

<차트 3> 시중은행 예대마진 추이



3) 주택담보대출의 부실화 우려

앞서 말한 대출금리의 상승과 부동산 가격 하락에 대한 우려는 은행권의 가계자산 대출이 부실화될 것이라는 우려를 낳고 있다. 은행의 원화 대출 중 주택담보대출의 비율은 국민은행 19.5%, 신한은행 ()%, 우리은행 ()%의 비율을 차지하고 있다.

<표 3> 주요 은행 주택담보대출 금리

주요 은행 주택담보 대출 금리(단위:연%)	
국민은행	5.66~7.26
우리은행	5.86~7.16
신한은행	5.96~7.06
하나은행	6.27~6.97
외환은행	5.81~6.81

지난 10월 국민은행의 주택담보 대출 금리가 5.38~6.58% 이었던 것을 감안하면 위의 우측 표에서 보이는 현 은행의 주택담보 대출 금리가 1% 정도 상승했다. 대출금리의 상승은 곧 가계의 이자부담 증가로 이어진다.

그러나 아직까지는 가계대출의 연체율이 증가할 조짐이 나타나고 있지는 않다. 2007년 2월에는 0.9%로 사상 최저 수준을 기록했다. 일각에서 부동산 가격의 하락을 걱정하고 있고, 실제로 국민은행의 '전국주택가격동향조사' 자료에 따르면 지난 1월 0.9%, 2월 0.4%, 3월 0.2% 그리고 4월 0.1%로 주택가격의 상승폭은 지속적인 하락극선을 그리고 있지만 아직 가격이 떨어지고 있는 것은 아니다.

<표 4>전월 대비 주택 매매 가격의 변동률 (%)

구분	'06. 10	11월	12월	'07.1	2월	3월	4월
전국	1.3	3.1	1.9	0.9	0.4	0.2	0.1
서울 강북	1.5	4.1	3.8	2.0	0.6	0.6	0.5
서울 강남	2.3	5.4	2.2	1.1	0.2	0.2	0.0

(자료 : 국민은행 주택 가격 동향)

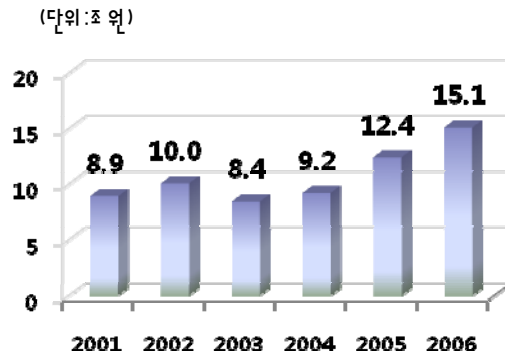
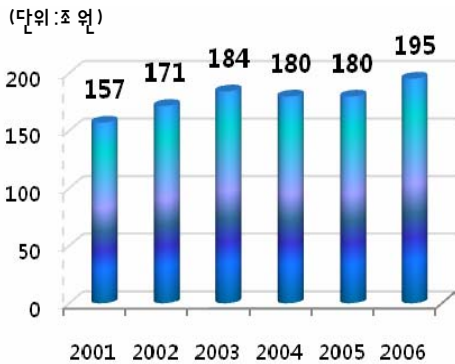
부동산 가격의 하락이 현실화될 경우 그 동안 가계대출을 많이 해 온 은행에게 악재임에 틀림없다. 그러나 최근 2-3년간 자산건전성을 개선하기 위한 은행들의 노력이 이제 결실을 거두고 있고 정부에서도 이러한 상황을 인식하고 은행의 부실화를 막기 위해 정책적 노력을 기울이고 있다. 작년 12월부터 지급준비율 인상, 담보인정비율(LTV)의 억제와 대손충당금 적립 기준의 강화 등 가계대출이 부실화를 국가적으로 예방하기 위해 노력하고 있다. 담보인정비율의 감소는 시가로 1억원의 가치를 가지는 주택을 담보로 대출을 받을 때 60%인 6000억까지 대출을 받을 수 있었던 것이 40%인 4000억 원으로 대출 한도가 낮아지게 된다.

3. 국민은행 소개

<차트 3> 국민은행 자산규모(左) 및 자기자본 규모(右) 추이²

² 국민은행 사업보고서, www.fnguide.com



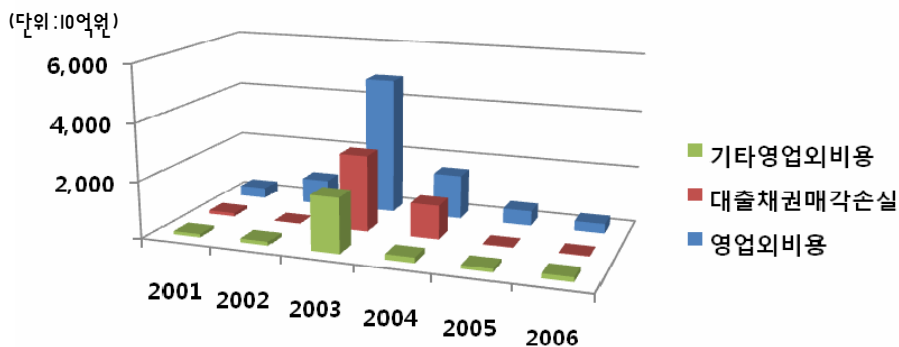


2001년 주택은행과 국민은행의 합병으로 출범한 국민은행(KB)은 출범 이후부터 지속적으로 그 자산규모 및 자기자본 규모를 늘려가며 성장해오고 있다. 특히 자기자본 규모는 2003년과 2004년 실적 부진 후 2005년부터 큰 폭으로 상승하고 있으며, 자산규모와 자기자본의 규모 모두 국내 1위의 실적을 나타내고 있다. 그러나 이러한 자산규모 및 자기자본규모의 지속적인 성장에도 불구하고, 앞서 살펴본 바와 같이 은행산업 전반에 대한 전망은 그리 밝지 못하다. 이러한 상황 속에서 국민은행의 가치를 판단하기 위해서는 국민은행이 과거의 성장 과정을 되짚어 보며, 성장과정 속 기업의 가치를 어떻게 성장시켜 왔는 지에 대한 분석이 필요하다.

1) 2003년과 2004년, 은행 본원적 경쟁력이 하락하다?

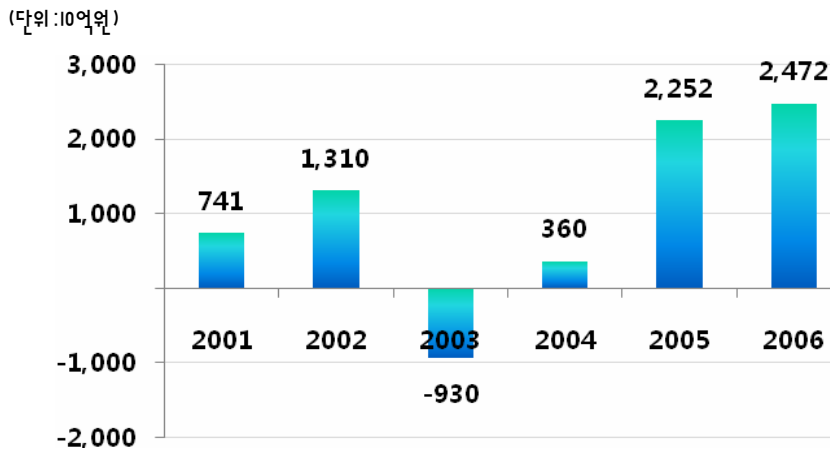
실제 2003년과 2004년 국내 은행들은 전반적으로 위기에 봉착하게 된다. 2003년 일어났던 '카드 대란'은 각 은행의 자산건전성을 크게 위협했으며, 실제로 국민은행을 비롯한 거의 모든 은행들의 영업외비용, 특히 매출채권매각손실이 크게 발생함에 따라 그 해의 순이익에서 큰 타격을 입게 되었다.

<차트 4> 국민은행의 영업외비용 추이³⁾



<차트 5> 국민은행의 순이익 추이

³⁾ 국민은행 사업보고서, www.fnguide.com



그러나 이러한 카드 대란으로 인한 영업외비용의 증가와 순이익의 감소를 국민은행을 포함한 은행의 본연적 경쟁력의 변화로 보기는 힘들다. 신용 카드의 무분별한 남용으로 인한 신용불량자의 속출과 원금 회수 능력의 하락이라는 일시적인 위기를 초래하기 하였으나, 신용 카드업을 제외한 다른 전 부분에 있어서의 큰 변화는 나타나지 않았다. 즉, 물론 2003년과 2004년 중 국민은행을 포함한 모든 은행종은 침체를 겪었으나, 이는 2003년의 영업수익과 이자수익은 2002년의 그것을 유지하거나 성장하였고, 2004년에는 영업수익과 이자수익이 모두 상승하는 등을 볼 때 기업 본연적 경쟁력의 변화라기보다는 일시적인 어려움에서 비롯된 것이라 생각된다.

오히려 카드 대란 이후 가계 신용 평가 모델의 확립 노력에 의해, 지속적으로 연체율 및 NPL비율을 낮추나가며 기업 본연적 경쟁력의 경우 오히려 긍정적인 효과를 유도했다고 볼 수도 있다.

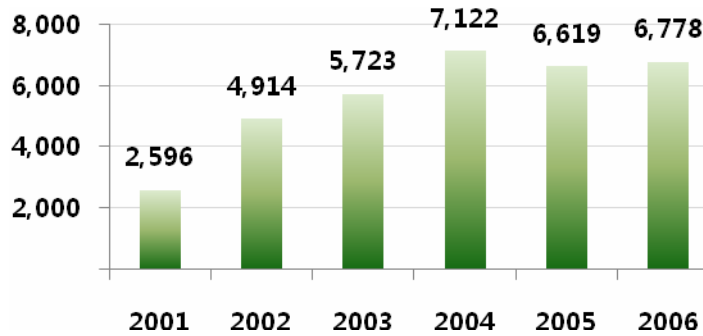
2) 2005년과 2006년 기업가치의 급성장?

2005년과 2006년은 은행 전반에 있어서 외형적인 급성장을 이루었던 해이다. 우리은행과 신한은행은 경쟁적으로 자산 규모의 확충에 나섰다. 결국 2006년 말 162조 (우리은행), 154조 (신한은행)의 자산규모를 기록하며 국민은행(195조)의 뒤를 쫓고 있다. 또한 국민은행은 안정적 수익구조 개발에 힘을 기울여 순이익(2004:3,600억 □ 2006:2조 5천억)에 있어서 괄목한 성장을 이루었다.

그러나, 이러한 자산규모 및 순이익의 성장을 모두 기업가치의 급성장으로 다루기에 무리가 있다. 우리은행과 신한은행의 자산규모 증가를 위한 공격적인 영업은 조달금리의 상승과 대출금리의 하락과 더불어 NIM의 하락을 가져왔으며, 국민은행의 순이익의 증가도, 대손상각비의 감소 및 2003년과 2004년 급증하였던 매출채권매각손실이 다시 제자리로 돌아간 것에 의존하는 바가 크다.

<차트 6> 국민은행의 순이자수익(이자수익-이자비용) 추이

(단위: 10억원)



위 차트에서 보는 바와 마찬가지로 국민은행의 실제 순이자수익은 2004년에 비해 2005년에 오히려 감소했으며, 2006년의 경우에도 2004년에 비해 높지 않음을 알 수 있다. 물론 리스크 관리 등을 통해 기업의 수익성 및 자본 건전성을 늘리기 위한 노력을 한 면도 없지 않음을 볼 수 있으나 (대손충당금의 지속적인 상승 등) 순이자수익이 감소하였음에도 당기 순이익이 늘어났음은 결국 영업외비용의 감소와 더불어 보아야 하며, 이를 기업가치의 급격한 상승이라 단정짓기는 힘들다고 생각한다.

하지만, 대손충당금 전입액의 감소와 NPL의 비중 감소 등을 볼 때 국민은행은 부실채권의 처리 및 추가적인 리스크 관리의 노력을 통해 당기순이익을 꾸준히 증가시켜왔으며, 이는 곧 자산규모 및 자기자본의 규모 증가, AOA의 증가 등으로 이어져 기업가치를 상승시켜왔음을 알 수 있다. 즉, 2005년과 2006년의 급격한 당기순이익의 증가를 기업가치의 상승으로 단순히 연결시킬 수는 없지만, 대손충당금의 감소와 NPL 등의 감소가 기업가치의 상승에 영향을 미쳤다고 볼 수 있다.

4. 국민은행의 경쟁력

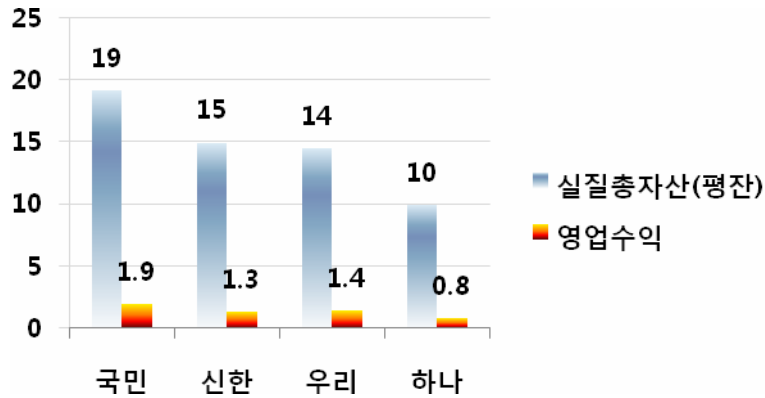
1) 수익 창출을 위한 큰 자산규모

은행업의 기본적인 Biz Model이 저가의 자금을 조달 후, 그 자금의 대출을 통해 차익을 얻는 것이라고 볼 때, Biz Model 자체에서 나오는 수익성은 크지 않다고 볼 수 있다. 실제로, 2006년 국내 은행체들의 AOA를 살펴보면 1% 근방에서 큰 차이를 보이지 않음을 알 수 있으며, 이는 곧 1%대의 AOA를 통해 충분한 이익의 확보 및 자기자본의 증가를 꾀하기 위해서는 큰 규모가 필수적임을 알 수 있다.

<차트 7> 국내 메이저 은행의 자산규모 및 영업수익 비교 (2006)⁴

(단위 : 10조 원)

⁴ 금융감독원 금융통계

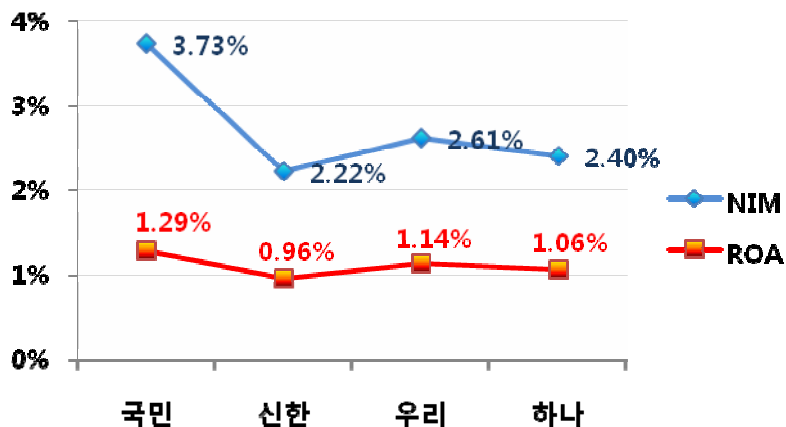


실제로 위 차트에서 보는 것과 마찬가지로 자산규모는 영업수익과 직접적인 관련을 가진다. 국민은행은 타 은행 대비 높은 자산규모를 바탕으로 그 영업수익 역시 큰 규모를 유지하고 있음을 볼 수 있으며, 이는 곧 수익 창출을 위한 국민은행의 경쟁력 우위로 볼 수 있다. 또한 앞서 살펴본 바와 마찬가지로, 국민은행의 자산규모는 저축성예금의 감소에도 불구하고 지속적으로 성장하고 있으며, 이러한 자산규모의 성장은 향후 국민은행이 가진 경쟁력의 향상으로 이어질 것으로 예상된다.

2) 수익성 위주의 전략을 통한 우수한 이익지표

앞서 살펴본 바와 같이 은행에 있어서 자산규모는 그 수익창출에 있어서 큰 영향을 미친다. 이러한 자산규모의 영향력은 우리은행 및 신한은행으로 하여금 외형적 성장위주의 전략 선택을 유도하였고, 실제 우리은행의 경우 2005년 대비 2006년 자산규모가 40조 원 증가하였으며, 신한은행의 경우 역시 2005년 대비 2006년 자산규모가 87조 원(조흥은행 인수 포함) 증가하였다. 그러나 이러한 성장위주의 전략은 대출금리가 낮은 공기업 등으로의 대출 증가, 대출금리의 인하, 저금리 특판 상품의 판매 증가 등의 공격적인 영업을 바탕으로 이루어졌으며, 이는 곧 NIM(순이자마진율), ROA 등의 이익지표가 국민은행 대비 낮은 결과를 나타내게 되었다.

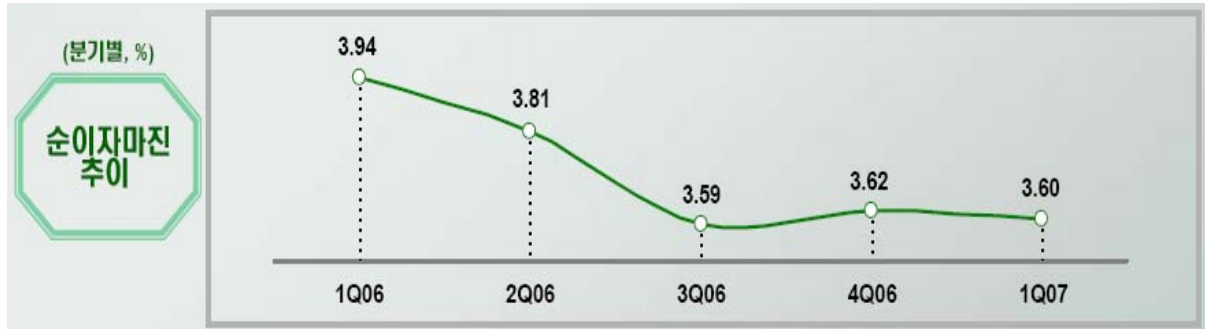
<차트 8> Major 은행의 NIM, ROA 비교 (2006 평균)⁵



⁵ 금융감독원 금융통계

이에 비해 국민은행은, 성장성보다는 수익성 위주의 전략을 통해 NIM을 경쟁사 대비 1%이상 높게 유지하고 있으며, ROA 역시 경쟁사 대비 높게 유지하고 있다. 또한, 국민은행의 NIM이 CD 발행의 증가 및 대출 경쟁 심화로 인해 하락하고 있는 것은 사실이나, 타 경쟁사 대비 그 하락폭은 적으며, 향후 예대마진의 감소로 인한 이익의 하락 시 타 경쟁사에 비해 그 충격을 완화할 수 있는 완충제로서의 기능이 더 크다고 할 수 있다.

<차트 9> 국민은행의 NIM 추이⁶

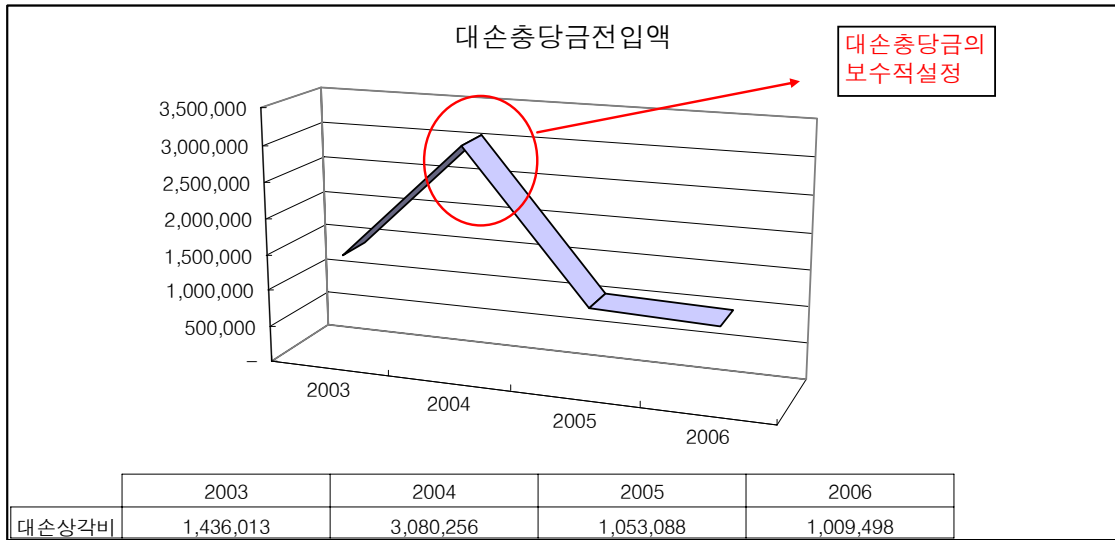


3) 보수적인 회계처리 □ 자산건전성의 개선

은행의 대출채권은 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실의 5가지 등급으로 건전성이 구분된다. 이 중 고정, 회수의문, 추정손실채권을 무수익자산, NPL(Non Performing Loan)이라고 하며 NPL에 대한 대손충당금 적립비율은 NPL Coverage Ratio라고 한다. 이 두 가지가 해당 은행의 여신건전성을 판단하는 주요 지표가 된다. 국민은행의 경우 2004년 이후로 두 지표가 일관적으로 개선되고 있다. 은행업 전반적으로 공통된 사항이긴 하지만 국내 최대 자산규모를 지닌 국민은행은 타은행에 비하여 자산규모 확충보다 건전성 개선에 힘쓸 수 있다고 볼 수 있다. 특히 2003년의 카드 대란과 현 정권의 지속적인 주택담보규제 노력으로 인하여 정부당국이 대손추정을 보수적으로 요구함으로써 2004년부터 상당한 금액의 대손예을 추가적으로 설정하였다. 이러한 노력이 있기 때문에 영업기반을 확충하여도 수익원에서의 Risk는 크지 않다고 볼 수 있다.

<차트 10> 국민은행의 4년간 대손상각비 전입액 추이

⁶ 2007 1분기 국민은행 실적보고 자료



국민은행의 자체적인 대손충당금 설정기준 자체도 계속적으로 강화되고 있다. 아래의 표를 참조하면 건전한 자산에 대해서도 회수율을 보수적으로 가정하고 있다. 회수 의문의 경우 설정율이 감소하고 있는 데 이는 대손 설정기준을 완화시키는 것이 아니라 3년간 회수 의문 채권을 계속적으로 매각하여 채권잔액이 감소함에 따라 실질적인 채권회수 가능성이 늘어났기 때문으로 보인다.

〈표 5〉 국민은행의 자산건전성 분류 별 대손충당금 설정기준

	정상	요주의	고정	회수 의문	추정손실
2004	0.67	9.43	21.1	66.35	100
2005	0.68	10.57	21.4	64.38	100
2006	0.91	11.83	22.86	64.53	100

〈표 6〉 국민은행의 자산건전성 지표 추이

	2004년	2005년	2006년	2007년 1분기
NPL Ratio	2.64	1.70	1.03	1.00
NPL Coverage Ratio	87.6(%)	105.6	150.8	155.2

4) 안정적인 자금 여력 □ 배당 or M&A

국민은행은 1사분기에 1조 1825억 원의 당기순이익을 발표하였다. 2006년의 당기순이익이 2조 4721억 원이었던 것을 생각한다면 분기에 전년도 순이익의 48%를 달성한 셈이다. 이는 LG카드의 매각이익 4320억 원이 분기에 실현되었기 때문이다. 이로써 국민은행의 주주들은 Fundamental의 변화가 크지 않은 한 2007년도에 최소한 2006년도 이상의 배당가능이익을 확보할 것이라고 기대할 수 있다. 2006년의 이익잉여금 계산서를 살펴보면 2조 4705억 원의 처분전이익잉여금 중에서 현금으로 1조 2277억 원을 배당하였다. 약 50%의 배당성향과 4.87%의 배당수익률을 주주에게 가져다 준 것이다. 게다가 국민은행의 경영진은 앞으로도 30% 이상의 배당성향을 유지하기로 결정하였다. 만약 최소 30%의 배당성향을 가정한다면 LG카드 매각으로 인한 2007년의 비정상적인 예상초과이익에서 안정적인 배당수익률을 기대

할 수 있을 것이다.

- 현재 주가 82,900원에 매입, 06년 주당배당금인 3650원 가정 시 배당수익률: 4.4%

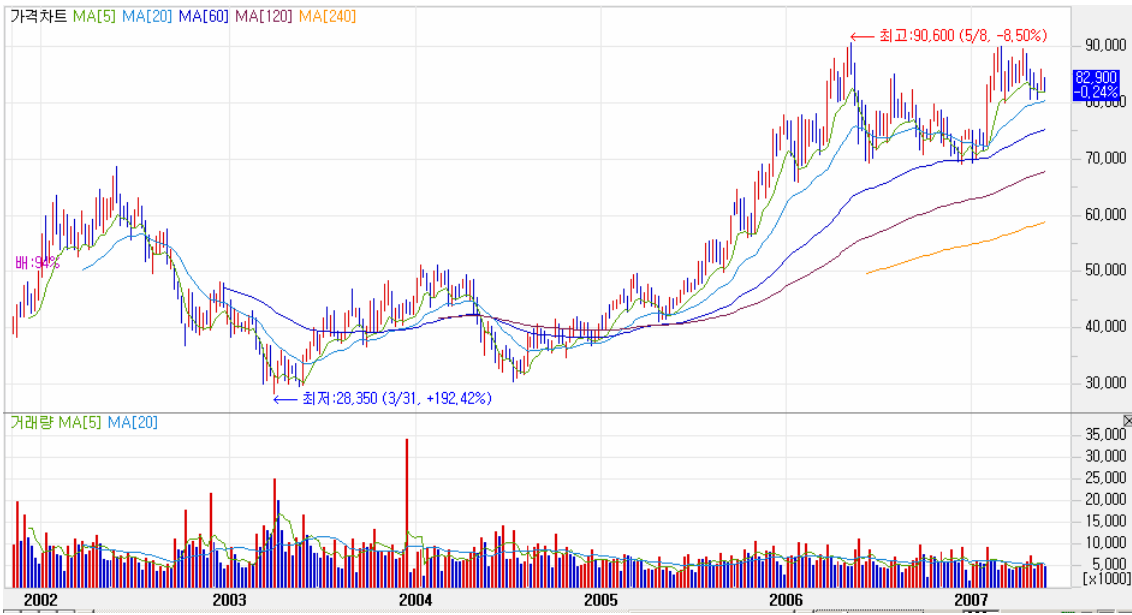
07년 초에 국민은행 시장의 예상을 50% 상회하는 배당금을 지급할 수 있었던 것은 외환은행 인수 가론스타의 계약파기로 실패하였기 때문이다. 올해 초의 주주총회 등에서 강경원 행장이 지속적으로 밝힌 바에 따르면 국민은행은 외환은행을 인수하려고 시도할 것이다. LG카드 매각으로 인한 자금의 추가여력이 설령 배당으로 가지 않는다 하더라도 그 자금이 외환은행 인수 전에 사용된다면 배당수익률의 감소는 주가상승으로 충분히 보상받을 수 있을 것이다. 국민은행이 소매금융에 강점을 가지고 있는 반면 외환은행은 기업, 외환업무에 강점을 가지고 있고 총자산의 규모가 300조까지 급성장할 수 있어 여타 금융지주회사를 제칠 수 있으며 외환은행의 글로벌 지점망을 통하여 포화된 국내시장의 성장한계에서 탈피할 수 있는 장점이 있기 때문이다.

5. Conclusion

2007년 1분기를 지난 현재, 국민은행은 1분기 1조 2천억원의 순이익을 기록하였음에도, 주가의 상승은 여전히 이루어지지 않고 있다. 은행업은 저원가의 핵심자산인 전통적 수신기반이 약화되고 있고, 조달금리의 인상 및 대출금리의 하락으로 인해 예대마진이 줄어들고 있으며, 부동산 가격하락으로 인한 가계대출 부실화 위험까지 우려됨으로 인해서 전망에 있어서 좋은 평가를 받고 있지 못하다. 이러한 전반적인 은행업의 평가과정속에서, 국민은행은 1분기 순이익이 삼성전자를 넘어섰음에도 그 가치의 평가를 온전히 받지 못하고 있는 것으로 생각된다.

물론, 은행업 전반에 미치는 업황의 전망이 국민은행에 영향을 미치지 않는다고 볼 수는 없으나, 업계 1위의 자산규모를 갖추고, 타 업계 대비 NIM이 1%이상 높으며, ROA 역시 업계 내에서 최고를 유지하고 있는 국민은행에게 있어서 수신기반의 약화 및 예대마진의 감소로 인한 수익 및 이익의 감소는 큰 영향을 미치지 못할 것으로 생각된다. 또한, 보수적인 회계처리를 통한 지속적인 자산건전성의 개선과 주택담보대출 관련 정부 규제에 긍정적인 효과(은행 리스크의 감소)로 인해 부동산 가격의 하락으로 인한 자산부실화에 대한 리스크 역시 크지 않은 것으로 생각된다.

그리고, 2007년 1분기에 이미 2006년 당기순이익의 절반에 해당하는 1조 2천억원의 순이익을 달성한 점을 미루어 볼 때 주식을 통한 배당수익은 2007년 더 늘어날 것으로 보이며, 2006년 50%에 달하는 배당성향을 미루어 볼 때 이는 매력적인 투자자가 될 수 있다. 또한, 외환은행 인수 등의 추가적인 주가 상승 여력이 충분히 존재한다고 생각하여, Research 팀은 국민은행 주식에 있어 올해 말까지 보유할 가치가 있다고 판단하여 Buy를 추천한다. 그러나 2007년 이후 주식의 가치에 대한 추가적인 분석 및 은행 전반 상황 등을 고려하여 주식보유에 대한 판단을 다시 하는 것을 추천한다.



이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.