GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

은행

유럽 은행을 아십니까? – 주주환원이 화룡점정을 찍는 중

- 3Q25 실적 리뷰부터 유럽의 주요 5개 은행 (Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)에 대한 업데이트를 시작.
- 이들 은행의 3Q 실적은 예상을 상회했지만, 개선 폭은 미미함. 그럼에도 불구, 시장이 주목한 것은 향후 사이클의 개선에 대한 징후와 주주환원 강화 정책의 이행.
- 유럽 은행주는 연초대비 70%대의 주가 상승률을 기록했지만, 차별화된 ROE 및 주주환원율 감안, 추가적인 개선 여력에 초점 필요.

WHAT'S THE STORY?

유럽 주요 은행 3Q 실적 컨센서스 상회 – 실적 개선은 완만하지만, 향후 개선 여력에 의미: 유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 3Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행(Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)의 합산 기준 3Q 매출액은 컨센서스 대비 1.8%, 이익은 8.4%, 그리고 EPS는 5.7% 상회. 다만, 이들 은행의 실적 개선 폭은 상당히 완만한 것으로 나타남. 그럼에도 불구, 실적 시즌 이후 주가 상승은 향후 개선 가능성에 보다 초점을 두고 있음을 시사.

3Q25 실적의 주요 시사점 – 사이클 개선 기대: 1) 은행들의 순이자이익은 은행별로 차별화된 모습을 보였으나, ECB금리 인하 효과 소멸 이후 NIM 반등에 대한 시그널을 확인. 2) 충당금은 소폭 증가했으나, 정점을 지나고 있는 것으로 생각. 3) 자본비율은 하락했지만, 주주환원 강화로 인한 것인 만큼 긍정적으로 해석. 참고로, 올해 주주환원율 컨센서스는 단순평균 기준 76.8%.

Unicredit은 22년 저점대비 7배 상승 – 유럽 은행주의 유례없는 주가 상승세의 원인 점검: 유럽 은행주는 올해 들어 72% 주가 상승세를 시현한 것은 물론, 지난 22~23년 저점대비 적게는 2배, 많게는 7배 상승한 은행들도 확인 가능. 이에 대한 원인은 1) 매크로 환경의 개선, 2) 이에 따른 은행 실적 개선, 3) 그리고 이후 가파른 주주환원 강화로 요약 가능.

추가 상승 여력 점검 – ROE와 주주환원이 핵심: 지난 2~3년간의 가파른 주가 상승으로 인해 주요 은행들의 PBR은 1배를 상회하는 수준까지 도달. 그러나, 1) 충당금 사이클은 머지 않아 개선 사이클로 들어설 가능성이 높고, 2) 유럽 은행들은 앞다퉈 70~80%에 달하는 주주환원율을 공표하고 있다는 점에 초점 필요. 즉, PBR은 미국 및 일본 주요 은행들과 유사한 수준이지만, 주주환원율은 미국과 일본에 근접 혹은 일부 상회하고 있고, ROE는 더욱 높다는 관점에서의 접근이 필요.

(다음 페이지에 계속)

이 리포트를
읽어야 하는 이유

안녕하세요 삼성증권 김재우입니다.

22년 저점대비 7배 오른 은행주를 아시나요? 바로 시총 1,060억 유로, 한화로 180.5조원 규모의 이탈리아 Unicredit입니다.

많은 투자자분들이 갖고 있는 은행주에 대한 선입견은 주가 상승 폭이 크지 않다는 것입니다. 그 이유는 성장성이 높지 않기 때문인 것으로 생각되는데요. 이 중에서도 유럽은 이미 고령화와 저성장이 고착화된 만큼, 유럽 은행주는 더더욱 기대가 낮았습니다.

특히, 글로벌 금융위기 직후 벌어진 상황은 은행주에 대한 기대보다는 우려를 키웠습니다. 2010년대 초반 중남미 유럽 국가, 소위 PIGS 국가 중심의 재정위기는 은행들의 재무건전성을 악화시켰고, 2014년부터는 사상 초유의 마이너스 금리 시대가 열렸습니다. 이는 2019년 북유럽 은행들의 마이너스 금리 모기지 대출로 이어졌죠. 은행 대출도 받고 이자도 받는… 상상도 못했던 일이 벌어진 것인데요.

결국 이는 유럽 은행들의 존립 우려를 키웠습니다. 예금대신 대출을 받으면서 이자를 받는 세상이 오면, 아무도 은행에 예금을 하지 않을 것이고, 은행은 더 이상 대출해 줄 돈이 없어지기 때문입니다. 결론적으로 돈이 없는 은행은 은행이 아니기에, 이 시기 은행주는 혹한기를 경험할 수밖에 없었습니다.

그런데, 22년부터 상황은 빠르게 개선되기 시작했습니다. 각국 중앙은행들의 가파른 금리 인상은 장단기 금리차 역전 현상을 빠르게 해소했고, 은행들의 수익성도 같이 개선되었습니다. 일례로, 이탈리아에서는 은행 이자에 부과하는 은행세 논의가 시작될 정도로 은행들의 이자이익은 빠르게 증가하였고, 은행의 대출과 주주환원의 곳간이 되는 자본비율은 빠르게 상승했습니다.

그리고, 일련의 변화는 유럽 은행주의 상승 랠리로 이어지고 있습니다. 앞서 언급된 Unicredit은 이탈리아 국채 금리 급등이 연일 기사화되던 남유럽 재정위기 당시 가장 어려움을 겪었던 은행 중 하나였지만, 이제는 가장 적극적으로 주주환원과 M&A를 통한 확장에 나서고 있는 은행이 되었습니다.

유럽 은행들의 또 다른 강점은 언어, 즉 스페인어에 있습니다. 스페인어는 전세계적으로 5.7억명이 사용하는 언어로 중국어 다음으로 가장 많이 사용되는 언어이며, 중남미 18개국의 공용어이기도 합니다. 스페인의 1, 2대 은행인 Banco Santander와 BBVA는 이를 십분 활용하여 중남미를 중심으로 글로벌 확장에 적극적으로 나서고 있고, 이는 이들 은행의 차별화된 성장성 혹은 수익성으로 드러나고 있습니다. 은행은 내수주라는 선입견을 언어의 힘으로 초월한 것입니다.

물론, 유럽 주요 은행들은 이제 PBR 1배를 완전히 넘어선 만큼, 지난 2~3년간 보였던 경이로운 상승 폭은 쉽지 않을 수 있습니다. 하지만, 유럽 경제 회복과 은행 실적 사이클을 감안할 때, 유럽 은행들의 실적 개선과 최근 발표된 파격적인 주주환원 강화 정책은 이제 태동기라는 점에 초점이 필요합니다.

금번 리포트부터 유럽의 5개 주요 은행 (Banco Santander, BBVA, Unicredit, ING, Barclays)에 대한 업데이트를 시작하려고 합니다. 여러분의 투자에 조금이라도 도움이 되었으면 하는 바람입니다.

I. 유럽 주요 은행 3Q25 실적 Review
- 당장의 실적보다는 앞의로의 개선 여력에 의미

유럽 주요 은행 3Q 실적 컨센서스 상회 – 실적 개선은 완만하지만, 향후 개선 여력에 의미

유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 3Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행(Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)의 합산 기준 3Q 매출액은 컨센서스 대비 1.8%, 이익은 8.4%, 그리고 EPS는 5.7% 상회.

다만, 이들 은행의 실적 개선 폭은 상당히 완만한 것으로 나타남. 일례로, 매출액과 당기순이익은 각각 0.5%, 0.3% y-y 소폭 증가에 그쳤음.

그럼에도 불구하고, 실적 시즌 이후 주가 상승은 지나간 실적보다는 현재 은행들이 위치한 사이클의 개선과 이에 따른 향후 주주환원 증가 여력에 보다 초점을 두고 있는 것으로 해석 가능.

은행별 매출액 vs 컨센서스

(백만 유로)	매출액	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	14,216	14,202	0.1
Unicredit	6,186	6,004	3.0
BBVA	9,103	8,920	2.1
ING	5,898	5,693	3.6
Barclays	8,270	8,068	2.5
합계	43,673	42,886	1.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 순이익 vs 컨센서스

(백만 유로)	순이익	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	3,504	3,380	3.7
Unicredit	2,664	2,386	11.7
BBVA	2,531	2,489	1.7
ING	1,787	1,653	8.1
Barclays	1,976	1,584	24.8
합계	12,462	11,491	8.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 EPS vs 컨센서스

(유로)	EPS	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	0.22	0.22	0.0
Unicredit	1.70	1.56	9.0
BBVA	0.42	0.45	(6.7)
ING	0.60	0.56	7.8
Barclays	0.12	0.11	9.1
합계	3.06	2.90	5.7

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 매출액

(백만 유로)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	14,695	14,401	15,818	14,258	14,941	17,240	15,960	14,480	14,216	(1.8)	(4.9)
Unicredit	6,099	5,991	6,516	6,365	6,161	6,031	6,571	6,150	6,186	0.6	0.4
BBVA	7,957	7,438	8,219	9,226	8,717	9,320	9,324	8,710	9,103	4.5	4.4
ING	5,842	5,408	5,583	5,716	5,908	5,406	5,637	5,703	5,898	3.4	(0.2)
Barclays	7,282	6,459	8,122	7,413	7,749	8,366	9,228	8,463	8,270	(2.3)	6.7
합계	41,875	39,697	44,258	42,978	43,476	46,363	46,720	43,506	43,673	0.4	0.5

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 당기순이익

(백만 유로)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	2,902	2,933	2,852	3,207	3,250	3,265	3,402	3,431	3,504	2.1	7.8
Unicredit	2,322	2,810	2,558	2,679	2,513	1,969	2,771	3,344	2,664	(20.3)	6.0
BBVA	2,083	2,058	2,200	2,794	2,627	2,433	2,698	2,749	2,531	(7.9)	(3.7)
ING	1,982	1,558	1,578	1,780	1,880	1,154	1,455	1,675	1,787	6.7	(4.9)
Barclays	1,784	125	2,113	1,744	2,150	1,433	2,509	2,250	1,976	(12.2)	(8.1)
합계	11,073	9,484	11,301	12,204	12,420	10,254	12,835	13,449	12,462	(7.3)	0.3

자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 1. NII (순이자이익)는 은행별 Mixed – 그러나, 추가 악화보다는 개선 기대

은행들의 NII는 3Q 중 혼재된 모습. Banco Santander와 Unicredit의 NII가 감소한 반면, BBVA, ING, Barclays 등은 개선세 시현. 1) 전반적으로 ECB가 지난 24년 6월을 기점으로 235bp 기준금리를 인하함에 따라, 이에 따른 여파가 은행 NIM에 부담으로 작용하고 있는 가운데, 2) Banco Santander는 동사가 영업을 영위하는 남미지역의 환율 약세로 인한 영향이 추가 부담으로 작용. 3) 반면, BBVA는 높은 대출성장률 및 NIM 확대가 이자이익 증가로 귀결. 4) 한편 Barclays는 전년동기대비 NII 증가율이 두드러지는데, 이는 24년 11월 Tesco Bank의 리테일 뱅킹 부문 인수에 기인하는 것으로 생각 (Tesco Bank가 보유 중인 42억 파운드의 개인 신용대출 및 42억 파운드의 신용카드 채권 인수).

참고로, 유럽 은행들의 최대 화두 중 하나는 ECB의 금리 인하에 따른 이자이익 감소 압력. 실제로 은행들의 NIM은 23년 하반기에서 1Q24를 정점으로 하락세를 시현하였고, 이는 이자이익에 대한 부담으로 작용.

다만, 3Q 실적 컨퍼런스 콜에서 일부 이자이익이 감소한 은행들은 이자이익의 저점을 지나고 있거나, 조만간 저점이 도래할 것이라 언급. 이는 1) 지난 25년 6월 이후 ECB가 금리를 인하하지 않고 있고, 2) Euribor 12개월물의 경우, 24년 5월을 기점으로 하락세가 완만하게 진행되고 있는 만큼, 은행들은 기준금리 인하에 따른 NIM 하락 영향이 어느 정도 소화된 가운데, 3) 5년 전에 취득한 초저금리 자산들의 만기 도래 및 Roll-over 과정에서 오히려 NIM 상승 압력이 작용하고 있으며, 4) 대출 성장률도 대체적을 견조한 흐름을 보이고 있기 때문.

은행별 순이자이익

(백만 유로)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	11,311	11,219	12,076	10,470	11,316	12,116	11,466	10,973	10,436	(4.9)	(7.8)
Unicredit	3,713	3,703	3,686	3,683	3,715	3,745	3,602	3,778	3,616	(4.3)	(2.7)
BBVA	6,434	5,246	6,512	6,481	5,868	6,406	6,398	6,208	6,640	7.0	13.2
ING	4,130	3,875	3,826	3,842	3,791	3,680	3,643	3,571	3,705	3.8	(2.3)
Barclays	3,778	3,622	3,589	3,582	3,915	4,205	4,210	4,127	4,322	4.7	10.4
합계	29,366	27,665	29,689	28,058	28,605	30,152	29,319	28,657	28,719	0.2	0.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 NIM 추이

(%)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (bps)	YoY (bps)
Banco Santander	2.89	2.85	3.03	2.58	2.78	2.96	2.74	2.65	2.53	(12)	(25)
Unicredit	2.00	2.05	2.03	1.99	1.98	2.00	1.94	1.92	1.75	(17)	(22)
BBVA	3.47	2.86	3.46	3.40	3.22	3.45	3.28	3.13	3.27	14	5
ING	1.76	1.66	1.61	1.58	1.54	1.48	1.44	1.38	1.41	4	(13)
Barclays	1.52	1.49	1.39	1.35	1.47	1.60	1.59	1.54	1.62	8	14

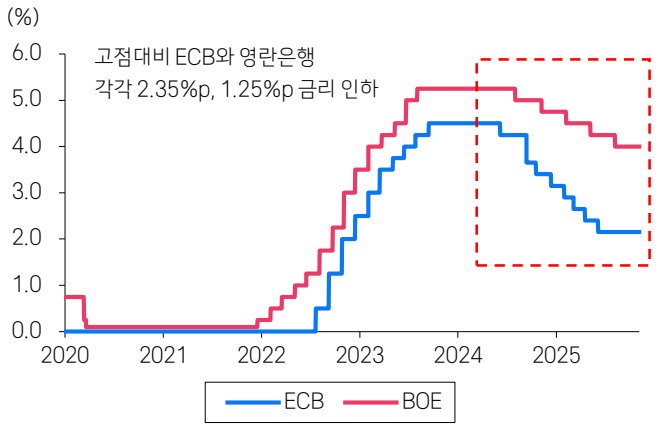
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 대출 잔액 추이

(십억 유로)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	991.0	1,135.6	975.9	911.7	984.2	937.3	1,005.0	922.8	949.6	2.9	(3.5)
Unicredit	436.5	429.5	434.8	434.0	430.9	418.4	424.3	433.2	435.9	0.6	1.1
BBVA	353.3	328.7	385.1	311.7	354.8	306.1	340.6	307.3	363.1	18.2	2.3
ING	631.9	607.1	674.3	678.1	701.3	651.0	721.1	720.7	716.2	(0.6)	2.1
Barclays	405.4	399.5	397.9	399.5	399.2	414.5	419.4	417.8	426.5	2.1	6.8
합계	2,818.2	2,900.3	2,868.0	2,735.0	2,870.4	2,727.2	2,910.4	2,801.7	2,891.3	3.2	0.7

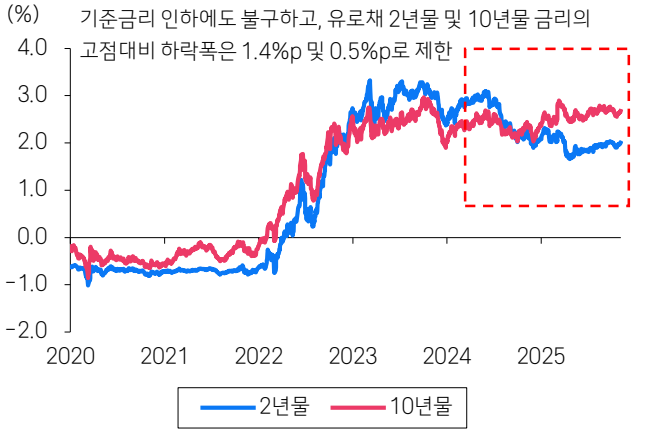
참고: 분기 평균 잔액 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

ECB vs 영란 은행 기준금리 추이



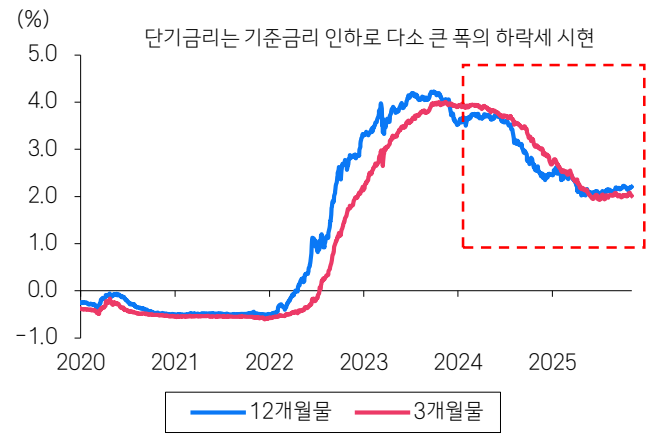
자료: Bloomberg, 삼성증권

2년 vs 10년 만기 유로채 수익률 추이



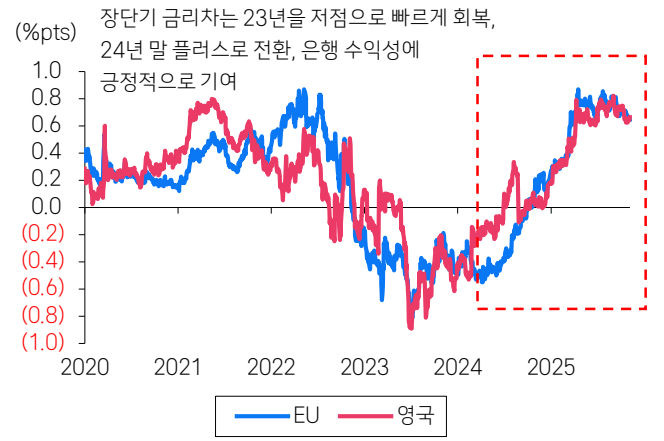
자료: Bloomberg, 삼성증권

Euribor 12개월 vs 3개월물 금리



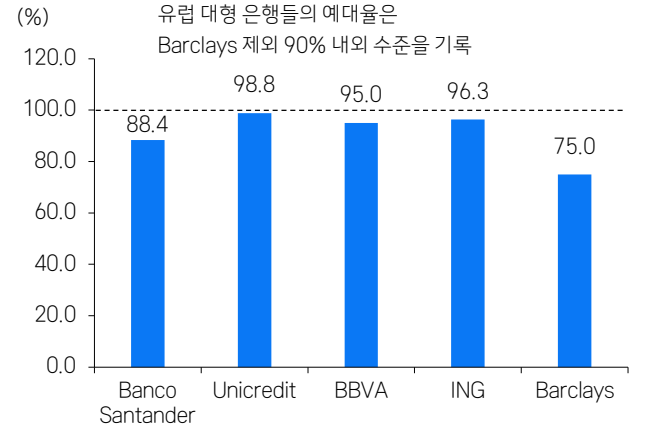
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 장단기 금리차



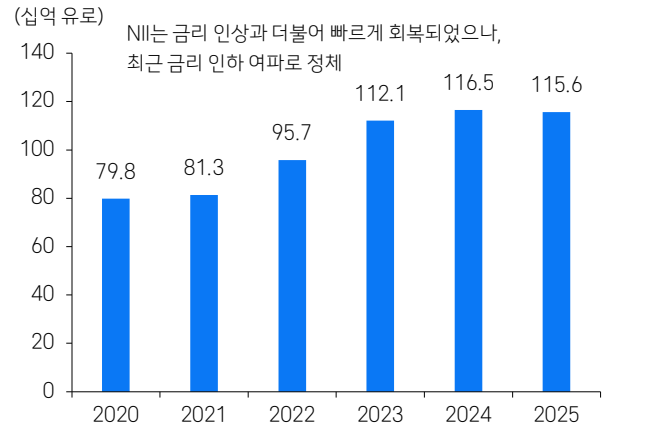
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 예대율



참고: 3Q25 기준
자료: 각 사, 삼성증권

유럽 주요 은행 순이자이익 추이



참고: 5개 은행 합산, 2025년은 3분기 누적 연율화
자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 2. 충당금 사이클 정점을 지나는 중 – 향후 하향 안정화 기대 강화

Credit cost는 아직 크게 개선되는 모습을 보이지 못하고 있음. 은행들의 3Q 충당금 부담은 8.9% q-q 감소, 3.2% y-y 증가한 것으로 나타나지만, Banco Santander를 제외하면 17.0% q-q, 14.8% y-y 증가. 특히, 3Q25 기준 Banco Santander 제외 은행들의 충당금 총액은 3년 전인 3Q22의 1.5배 수준이며 Credit cost는 77bp로 해당 시점대비 4bp 소폭 높은 수준.

Credit cost가 개선세를 보이지 못하고 있는 것은 1) 코로나19 직후 급격한 금리 상승으로 인해 빠르게 상승한 은행들의 Credit cost에 ECB 금리 인하 영향이 반영되기까지 다소 시차가 존재하고, 2) 유럽 지역 내의 경기 불확실성 증대 등에 따른 것으로 생각.

다만 은행들의 충당금은 더 이상 늘어나지 않는 정점을 지나고 있다는 점에 초점 필요. 실제로 Credit cost는 4Q24을 기점으로 추가적 상승세보다는 소폭 하락세로 전환된 것을 확인 가능.

이에 일각에서는 향후 Credit cost 사이클의 개선 시점이 도래할 경우, 은행들의 보수적 충당금 적립에 따른 환입 기대도 제기. 일례로, Unicredit의 3Q 실적 컨퍼런스 콜에서는 동사의 Credit cost가 0.1%의 낮은 수준을 이어감에 따라 기존의 추가 충당금 적립 중 일부 환입 가능성에 대한 질의가 있었음. 다만, 이에 대해 동사의 최고 경영진은 추가충당금 (overlay)은 맑은 날 비가 올 때를 대비하여 쌓아 두었다가 비가 올 때 꺼내 쓰는 것이지, 맑은 날씨에 이를 헐어내는 것은 아니라 언급. 즉, 환입보다는 CCR 사이클의 경상 수준으로 하향 안정화를 기대하는 것이 보다 합리적이라 생각.

참고로, 유로존의 경기 상황은 내년에 소폭 개선세를 보일 전망인 만큼, 은행 Credit cost 사이클에 긍정적으로 기여 기대. 일례로, 당사 Economist는 내년 유로존 경제 성장률로 1.3%를 전망하는데, 이는 25년 1.3%와 유사, 24년 0.9%대비 소폭 개선을 시사. 또한, 인플레이션은 2% 수준으로 하향안정화 추세를 이어갈 것으로 예상.

은행별 대손 충당금 추이

(백만 유로)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	3,240	3,479	3,134	3,141	2,947	3,120	3,156	3,447	2,848	(17.4)	(3.4)
Unicredit	135	311	103	15	165	357	83	109	113	3.7	(31.5)
BBVA	1,210	1,225	1,361	1,479	1,440	1,466	1,385	1,377	1,567	13.8	8.8
ING	183	86	258	300	336	299	313	299	326	9.0	(3.0)
Barclays	504	637	599	450	443	854	770	552	729	32.1	64.8
합계	5,272	5,738	5,455	5,385	5,331	6,096	5,707	5,784	5,583	(8.9)	3.2

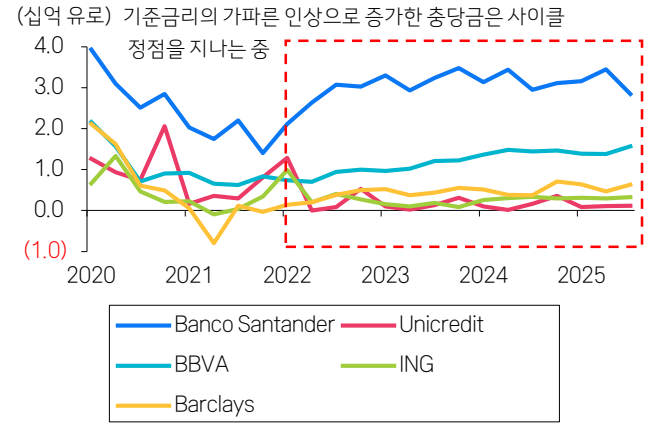
자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 CCR 추이

(%)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ (%p)	YoY (%p)
Banco Santander	1.13	1.18	1.20	1.21	1.18	1.15	1.14	1.14	1.13	(0.01)	(0.05)
Unicredit	0.12	0.28	0.10	0.01	0.15	0.34	0.08	0.10	0.10	0.00	(0.05)
BBVA	1.11	1.15	1.39	1.42	1.42	1.43	1.30	1.32	1.35	0.03	(0.07)
ING	0.11	0.05	0.16	0.18	0.20	0.18	0.18	0.17	0.19	0.02	(0.01)
Barclays	0.50	0.64	0.60	0.45	0.44	0.82	0.73	0.53	0.68	0.15	0.24

자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 충당금 전입액 추이

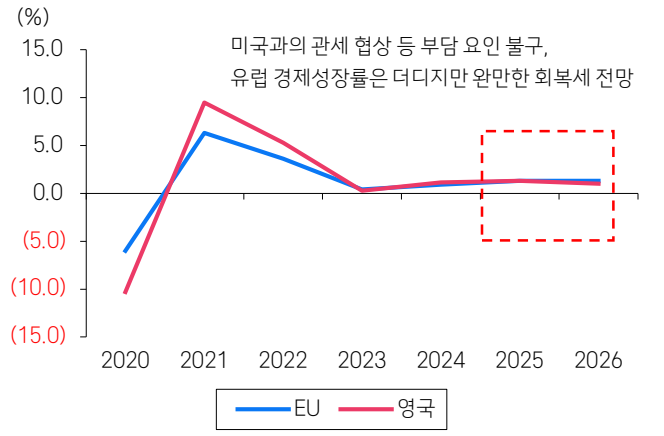


자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 합산 기준 CCR 추이

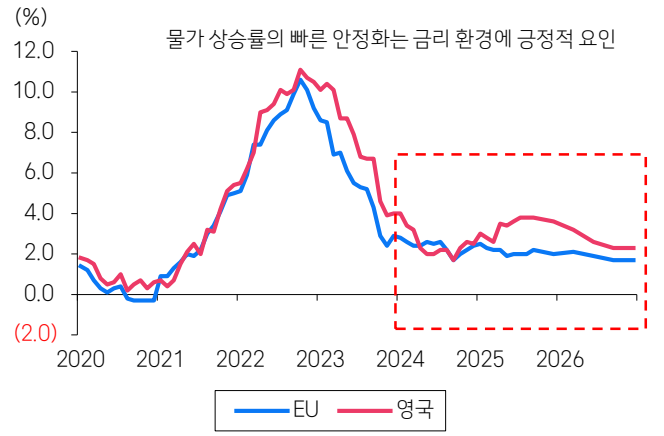
자료: Bloomberg, 삼성증권

유로존, 영국 GDP 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

유로존, 영국 인플레이션 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

시사점 3. 자본비율 하락 – 주주 환원 강화 기조는 더욱 강화

5개 은행들의 CET-1 비율은 3Q 중 16bp 하락. 평분기에 CET-1 비율 하락이 나타난 것인데, 이는 견조한 실적에도 불구, 은행들이 적극적으로 주주환원을 강화한 것에 기인하는 것으로 판단. 실제로, 3Q 중 은행들의 주주환원율은 48.7%를 기록.

은행들의 주주 환원 강화는 지속될 여지가 큰 것으로 예상. 1) 은행들의 자본비율이 목표 CET-1 비율을 상회하거나 상단에 위치함에 따라 자본비율을 낮출 의사를 분명히 하고 있고, 2) 특히, 은행들의 ROE가 12~18%로 높게 나타남에 따라 현재 수준에서 RWA 증가율이 일부 상승하더라도 여전히 충분한 재원을 확보할 수 있으며, 3) 일부 은행들은 대형 M&A가 실패로 돌아가며 기존 잉여 자본을 주주에게 환원할 것을 공표하였기 때문.

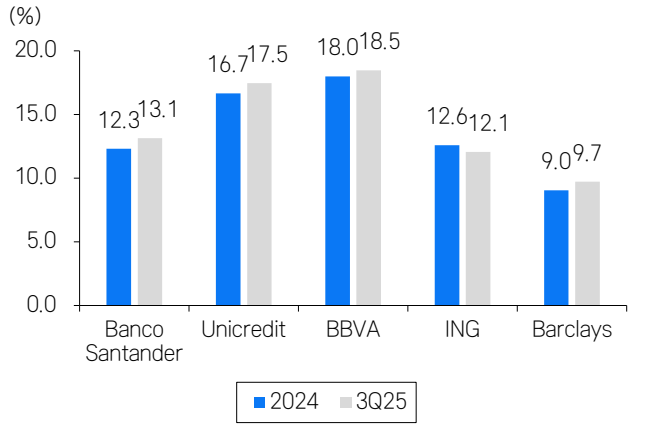
은행주 Valuation 회복의 최대 핵심은 1) ROE와 2) 주주환원율. 이러한 가운데, 3Q 실적은 전년대비 견조한 ROE 개선과 이에 기반한 주주환원율의 상승, 그리고 기준을 넘어서는 잉여 자본에 대한 주주환원이라는 확고한 경영 기조를 확인한 계기로 생각.

5개 은행 주주 환원 Breakdown (3Q25)

(백만 유로)	총 주주 환원	배당	자사주 매입	당기순이익	주주 환원율 (%)	25년 주주 환원율 컨센서스 (%)
Banco Santander	3,400	1,700	1,700	13,641	24.9	65.0
Unicredit	9,500	4,750	4,750	10,475	90.7	91.8
BBVA	2,833	1,840	993	10,516	26.9	54.5
ING	1,964	1,039	925	1,787	109.9	109.5
Barclays	3,302	1,592	1710	6,735	49.0	63.3
합계	20,999	10,921	10,078	43,154	48.7	76.8

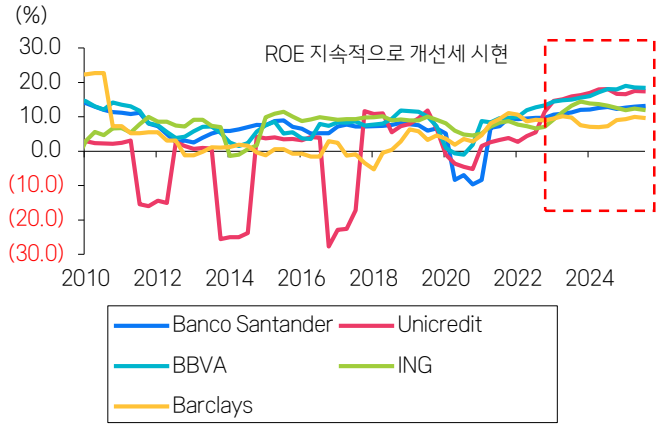
참고: Banco Santander, Unicredit, BBVA는 연간 컨센서스 및 가이던스 기준, ING는 단일 분기 기준, Barclays는 3Q 누적 기준
자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE



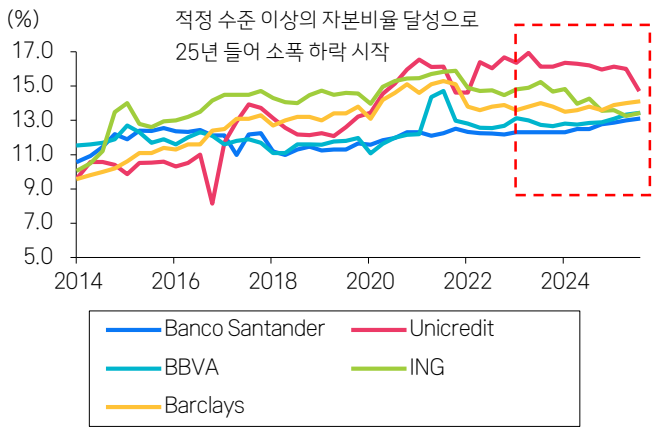
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE 추이



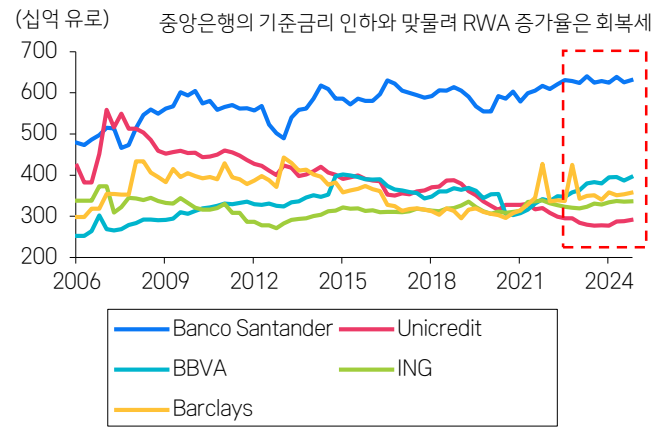
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 CET-1 비율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 RWA 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

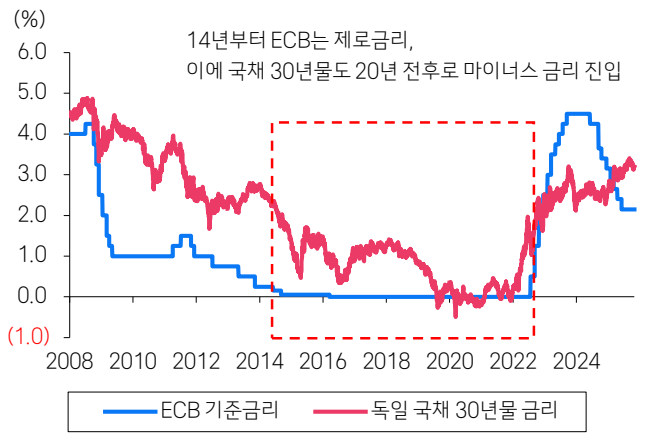
II. 유럽 은행주의 차별화된 주가 상승의 핵심 – 이익 성장과 주주환원 강화의 콜라보

유럽 은행주 – 암흑기를 거쳐 마침내 두드러지는 주가 상승세 시현

유럽 은행주는 기나긴 암흑기를 거쳐…

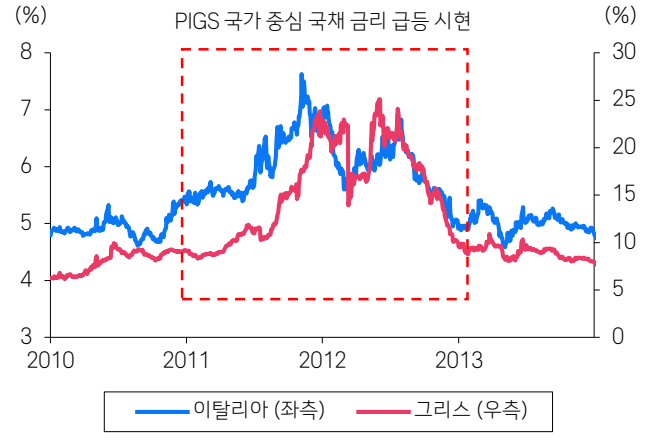
유럽 은행주는 글로벌 금융위기를 기점으로 마치 일본의 '잃어버린 10년'과 같은 긴 암흑기를 거쳐왔음. 1) 08년 글로벌 금융위기를 시작으로 2) 2010년대 초 PIGS국가를 중심으로 남유럽 재정 위기가 불거졌고, 3) 14년 ECB가 경기 부양을 위해 마이너스 금리 정책을 도입했으며, 4) 이에 일부 북유럽 은행들은 마이너스 금리의 주담대까지 출시 (이론적으로 차주 입장에서 모기지 대출을 받으면 이자도 받는 구조이지만, 실제로는 차주가 대출 상환 시 이자가 경감된 금액을 상환하는 구조)되며 2019년에는 유럽의 은행 수익 모델에 대한 구조적 의문이 제기되기까지도 하였음. 5) 코로나19 직후인 23년에는 Credit Suisse가 부실로 인해 UBS에 인수되며 재차 우려가 부각.

ECB 기준금리 vs 독일 국채 30년물 금리 추이



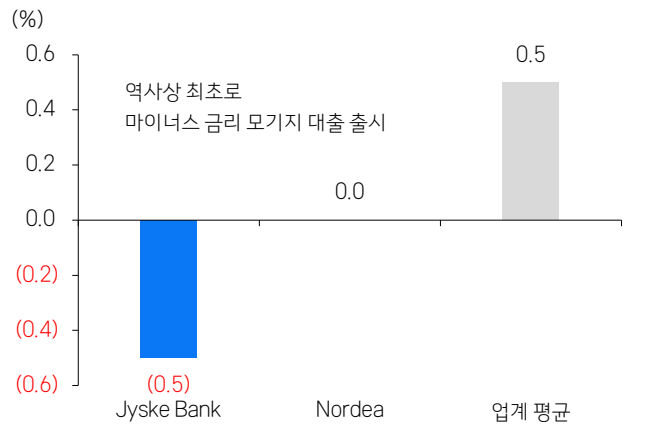
자료: Bloomberg, 삼성증권

이탈리아, 그리스 국채 30년물 금리 추이



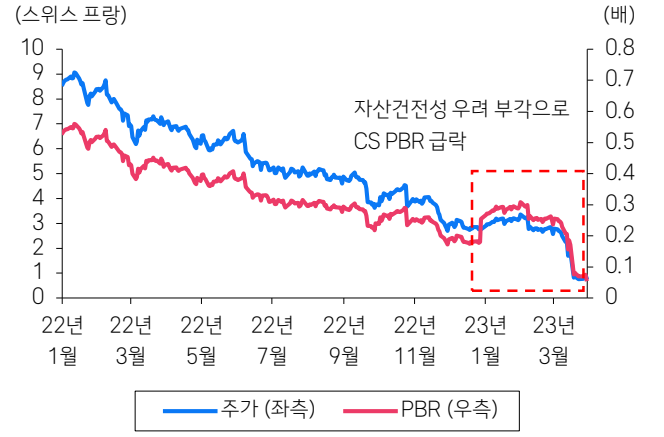
자료: Bloomberg, 삼성증권

2019년 당시 덴마크 주요 은행 모기지금리



참고: 2019년 10월 기준
자료: 언론보도, 삼성증권

Credit Suisse 주가 vs PBR 추이

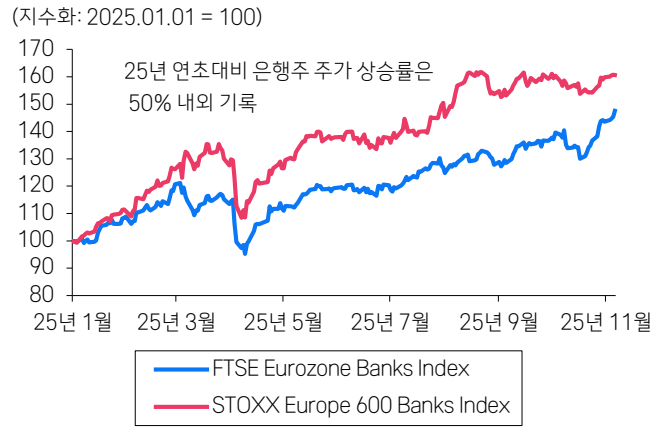


자료: Bloomberg, 삼성증권

그러나, 이제는 유례없는 주가 상승세 시현 중 – 지난 3년간 7배 오른 은행주도 있어요!

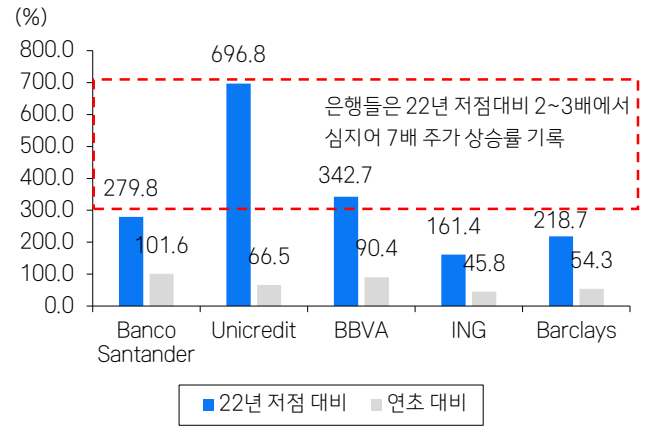
그러나, 유럽 은행주는 지난 해부터 두드러지는 주가 상승세를 시현하고 있음. 앞서 언급한 은행들의 주가 상승률은 연초대비 평균 71.7%를 기록하였고, 은행업종 지수는 54.1% 상승. 특히, 일부 은행들은 22~23년 저점대비 적게는 2배, 많게는 7배까지의 주가 상승세를 시현. 일례로, Unicredit은 22년 저점대비 7배 가까이 상승하였고, BBVA는 22년 저점대비 3.4배 상승.

FTSE, Euro stoxx 은행 업종 지수 연초 대비 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 주가 상승 폭



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행주 상승의 원인 1. 매크로 환경 개선

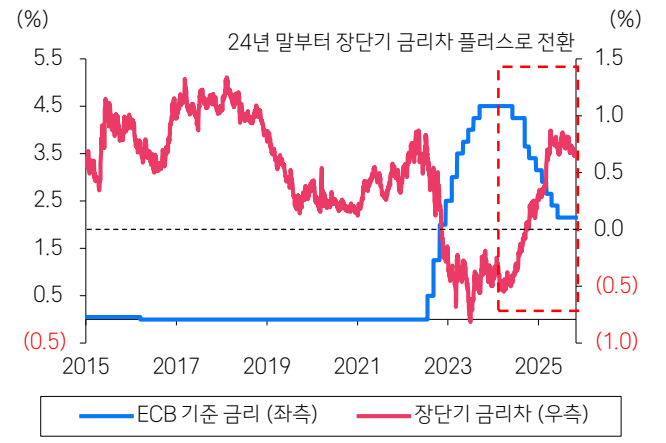
금리 환경 개선이 일등공신

유럽 은행주가 장기간 어려움을 겪었던 이유는 14년부터 지속된 마이너스 금리 영향의 지분이 크다고 생각. 실제로 이 기간 은행들은 단순히 NIM 축소를 넘어 은행이 대출에 대한 이자를 지급하는, 소위 비상식적인 현상까지 나타나며 은행의 존립 자체에 대한 의구심이 높아졌었음.

그러나, 22년을 기점으로 금리 환경은 정반대로 움직이기 시작. ECB는 22년 7월을 기점으로 18개월간 4.5%p를 인상하였고, 24년 5월부터는 2.35%p 인하를 단행. 이 과정에서 유럽의 장단기 금리차는 23년 7월을 기점으로 플러스로 전환된 후 계속해서 확대를 시현.

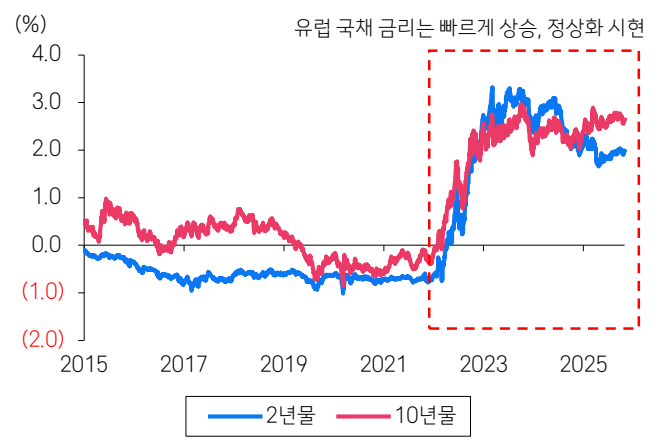
은행 입장에서는 이와 같은 장단기 금리차 확대는 긍정적. 실적 관점에서는 NIM 및 이자이익 증가에 긍정적으로 기여하는 부분도 있지만, 이전의 극단적 금리 환경 (2014년부터의 마이너스 금리 시대와 22년 이후 기준금리의 급격한 변동)의 해소는 그에 상응하는 우려의 해소로도 해석 가능하기 때문.

ECB 기준 금리 vs 유럽 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 국채 금리: 2년물 vs 10년물

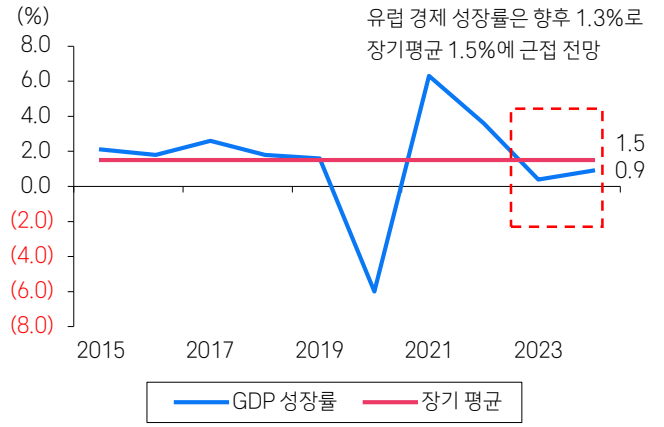


자료: Bloomberg, 삼성증권

경제 및 물가도 개선

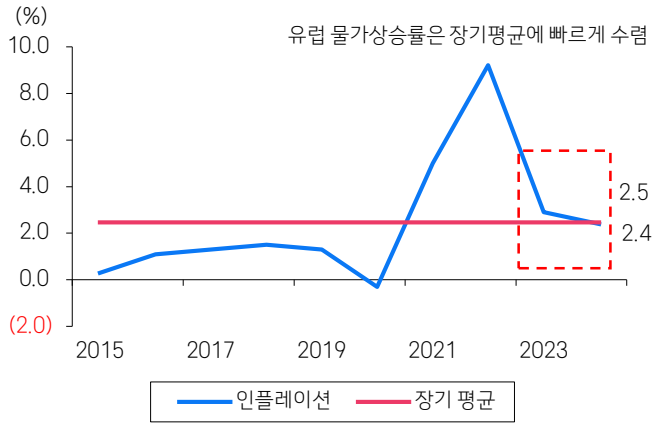
유럽의 경제 성장률 및 물가상승률도 개선. 유로존의 경제성장률은 2020년을 저점으로 올해 1.3%, 내년 1.3%로 회복세를 전망. 미국과의 관세 이슈로 여전히 장기 성장률 1.5%를 소폭 하회하는 수준이지만, 오히려 향후 우려 요인들의 완화 여부에 따라 개선의 여지가 크다는 관점에서 접근 필요. 물가상승률은 러-우 전쟁으로 인해 일시적으로 급등했으나, 현재는 2.1%로 ECB의 목표 2%로 안정화되고 있음을 확인. 이와 같은 경제 및 물가 상황은 금리 환경에 긍정적으로 기여할 것으로 예상.

유럽 GDP 성장률 vs 10년 평균



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 물가 상승률 vs 10년 평균



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행주 상승의 원인 2. 은행들의 실적 개선

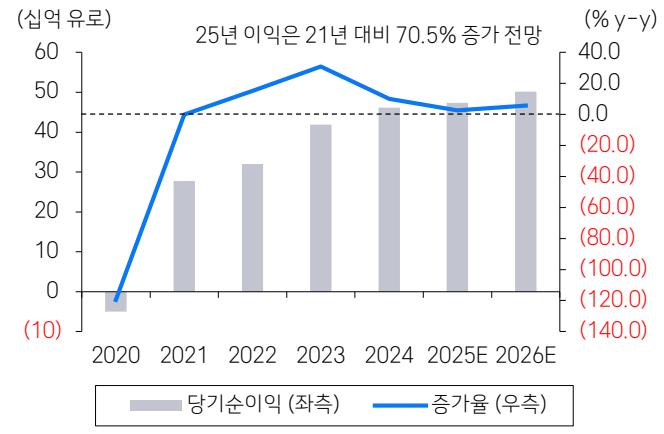
2020년을 저점으로 은행 당기순이익 70.5% 증가 - 26년에도 5.8% 증가 컨센서스

금번 리포트 내 대상 은행들을 기준으로 당기순이익은 견조한 증가세를 지속. 코로나19 직후 2020년을 저점으로 이들 은행의 25년 컨센서스 기준 당기순이익 합계는 70.5% 증가하는 것으로 나타나며, 내년에도 5.8%의 이익 성장을 시현할 것으로 전망 (Bloomberg 컨센서스 기준).

시작은 이자이익 중심 실적 개선

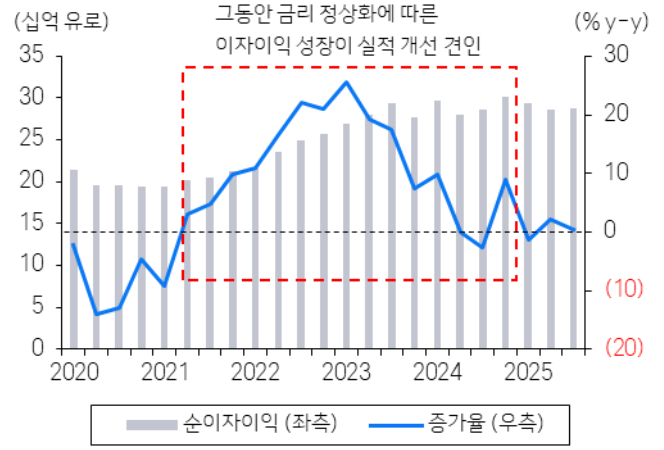
은행들의 실적 개선을 견인한 일차적 요인은 이자이익. 앞서 살펴본 바와 같이 금리 환경의 개선은 은행들의 이자이익 성장을 야기. 실제로 24년 이자이익은 지난 2020년에 비해 46.0% 증가. 해당 기간 초기에는 대출 성장률이, 중후반에는 NIM 개선이 이를 견인한 것으로 판단.

유럽 은행 당기순이익 추이 및 증가율



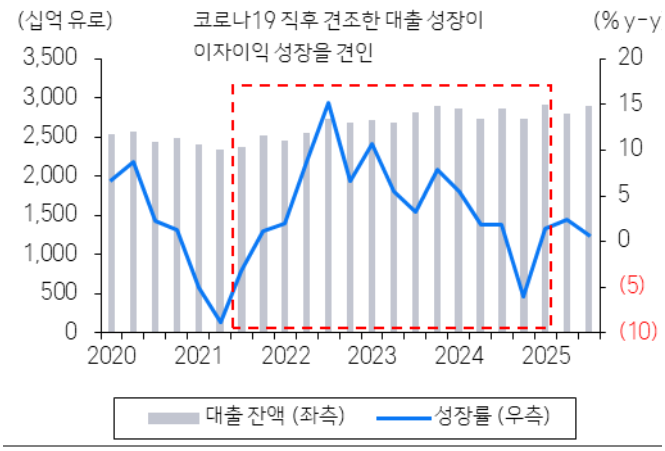
참고: 5개 은행 합산 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 순이자이익 추이 및 증가율



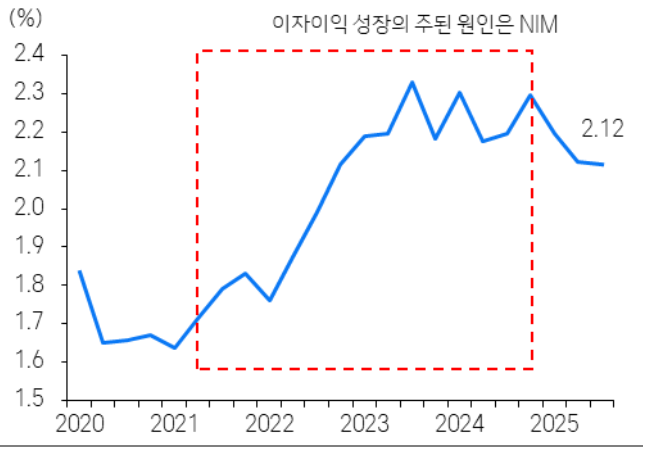
참고: 5개 은행 합산 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 대출 잔액 및 성장률 추이



참고: 5개 은행 합산 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 NIM 추이



참고: 5개 은행 단순 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

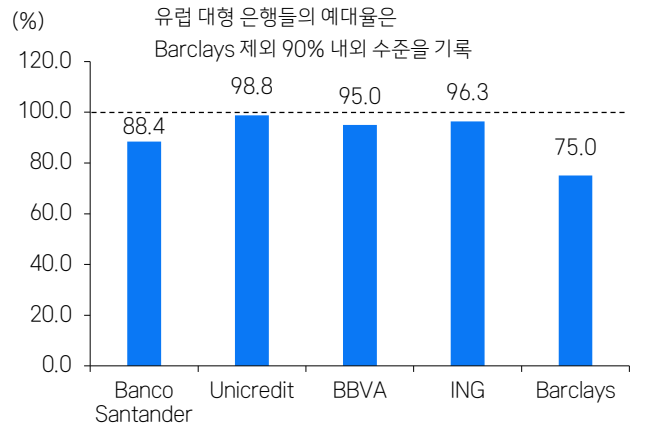
그리고 바톤을 이어받은 비이자이익

ECB의 기준금리 인하에 따른 여파로 은행들의 이자이익은 올해 들어 주춤한 모습을 보이고 있지만, 여전히 은행들의 실적 개선세는 이어지고 있음. 이를 견인하는 것은 비이자이익으로 생각. 이들 은행의 3Q25 기준 단순히 대차대조표 상 예금과 대출을 기준으로 산출한 예대율은 평균 90.7%로 이는 조달의 상당 부분이 유가증권으로 운용되고 있음을 시사. 이와 더불어 이들 은행은 수수료 수익 증대에도 노력을 기울이고 있음. 그 결과, 비이자이익은 3Q25 누적 비이자이익은 3Q23 누적대비 19.4% 증가하였고, 이 중 수수료수익은 14.5 % 늘어난 것으로 나타남.

이익 성장은 ROE의 정상화로

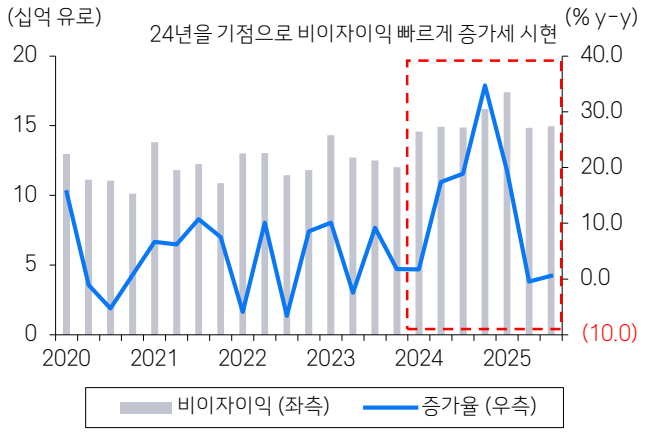
유럽 은행들의 이익 성장은 ROE의 정상화로 이어지고 있음. 지난 2020년 이들 은행의 ROE는 -1.1%로 우려를 키웠지만, 올해 및 내년 예상 ROE는 각각 14.3% 및 14.9%로 10%를 큰 폭으로 상회. 이와 같은 ROE는 유럽 주요 은행들이 현재 거래되고 있는 1배 이상의 PBR을 정당화하는 요인 중 하나.

유럽 은행 예대율



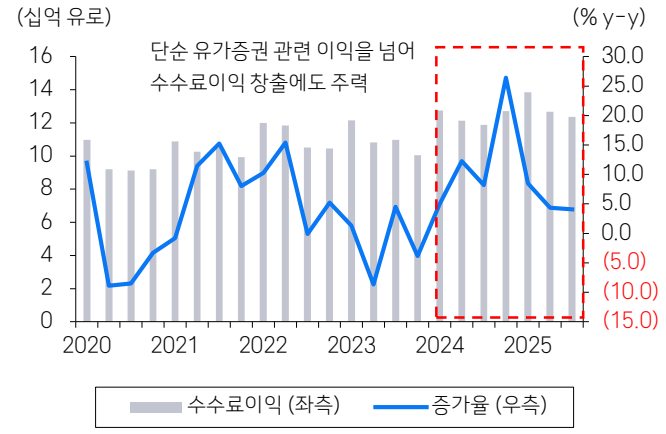
참고: 3Q25 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 비이자이익 및 증가율 추이



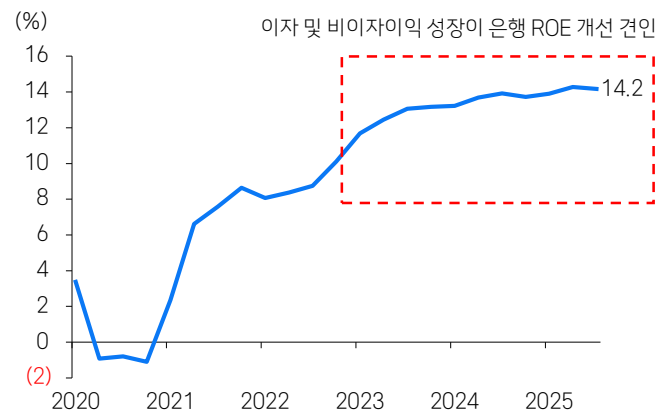
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 수수료이익 및 증가율 추이



참고: 5개 은행 합산 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 ROE 추이



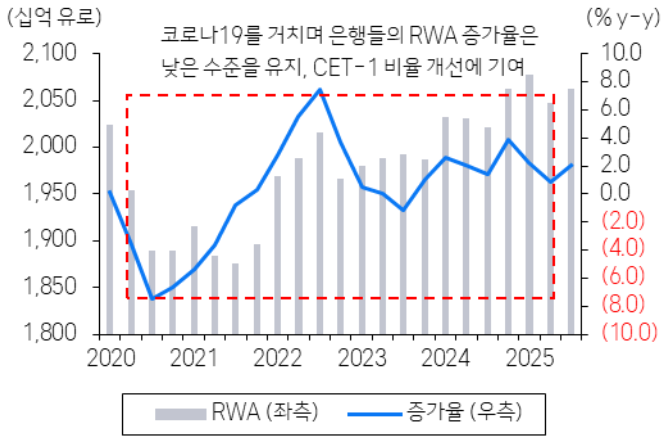
참고: 5개 은행 단순 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행주 상승의 원인 3. 가파른 주주환원 강화

실적 개선으로 인한 CET-1 비율 기반 마련

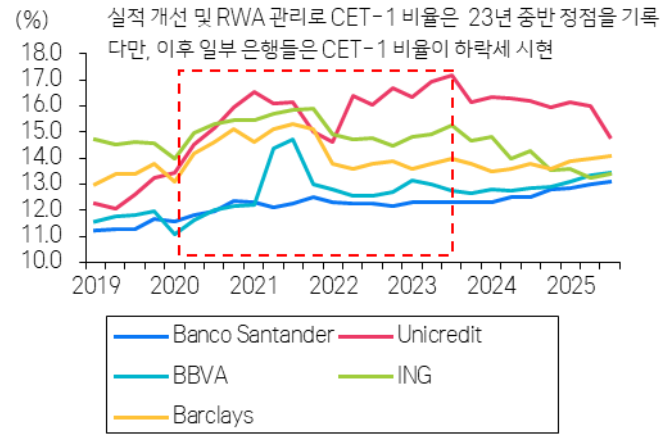
가파른 실적 개선과 더불어 은행들의 낮은 RWA 증가율은 가파른 CET-1 비율 상승으로 귀결. 실제로, 이들 은행의 RWA 증가율은 코로나19 직후 마이너스를 기록한 것은 물론, 이후 회복기에도 대체적으로 낮은 한 자릿수의 성장률을 기록. 이에 이들 은행의 CET-1 비율은 지난 19년 11~14% 수준이었으나, 23년 중에는 Unicredit과 ING가 각각 17.2% 및 15.2%까지 상승하는 등 가파른 개선세를 시현.

유럽 은행 RWA 및 증가율 추이



참고: 5개 은행 합산 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 CET-1 비율 추이



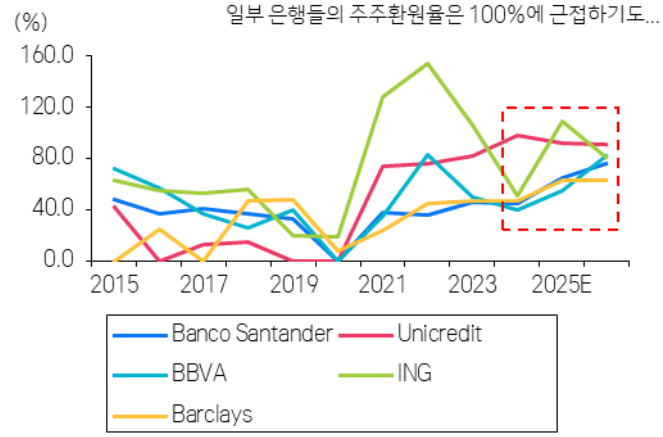
자료: Bloomberg, 삼성증권

가파른 주주환원율 상승으로 귀결

실적 개선과 CET-1비율의 상승은 이들 은행의 가파른 주주환원율 상승을 견인. 불과 5년 전인 2020년에만 하더라도 이들 은행의 주주환원율은 13.1% 수준에 머물렀지만, 지난 해 56.5%를 기록한 데 이어, 올해와 내년에는 각각 76.8%, 78.6%를 기록할 것으로 시장은 예상 (위에 언급된 5개 은행의 Bloomberg 컨센서스 상 주주환원율의 단순 평균 기준).

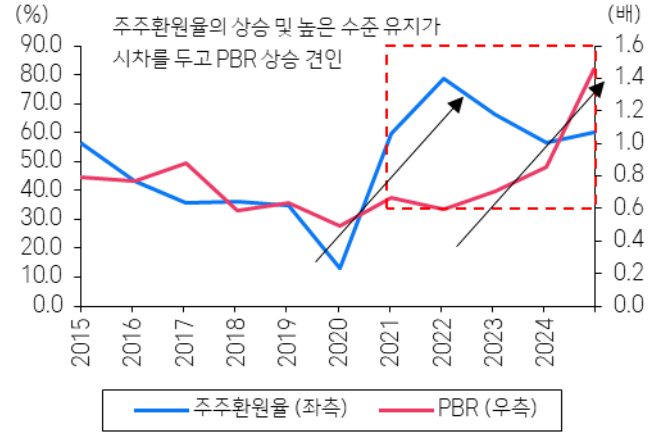
이와 같은 가파른 주주환원율 상승은 Valuation Re-rating과 궤를 같이 하는 것으로 생각. 실제로 이들 은행의 주주환원율과 PBR 상승은 높은 상관관계를 보이고 있는데, 1) 높은 주주환원율이 지속적으로 유지되며 이에 대한 지속성이 확인된 후 PBR 상승이 본격화되었고, 2) 이후 이들 은행들이 주주환원율 강화 정책을 공표할 때마다 주가는 한 단계 레벨업되는 모습을 어렵지 않게 볼 수 있음. 특히, Unicredit와 ING는 23년 이후 CET-1비율을 일부 낮추며 주주환원을 강화하며 플러스 알파를 시현.

유럽 은행 주주환원율 추이



참고: 25, 26년은 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 주주환원율 및 PBR 평균값 추이



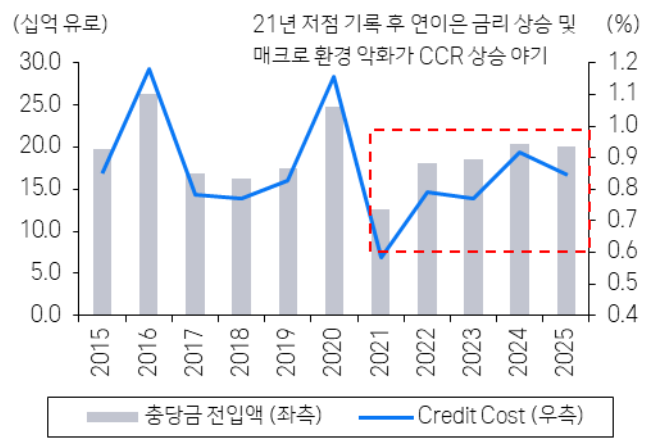
참고: 주주환원율은 5개 은행 단순 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

남은 모멘텀 1. Credit cost 개선에 따른 추가 실적 개선

유럽 은행들의 Credit cost가 개선될 경우, 이는 은행들의 추가적인 이익 성장을 견인할 수 있을 것으로 예상. 위의 언급된 은행들의 B/S 상 총 대출과 충당금 전입액을 기준으로 산출된 Credit cost는 평균 0.85%로 지난 2021년 저점 0.58% 기록 후 지속적으로 상승세를 시현해 왔음. 실제로 은행들은 ECB의 급격한 금리 인상 및 경기 관련 우려를 반영, 추가 충당금을 적립해 왔음. 즉, 기존에 실시한 추가 충당금 부담의 완화 및 경기 회복에 따라 Credit cost의 개선 기대.

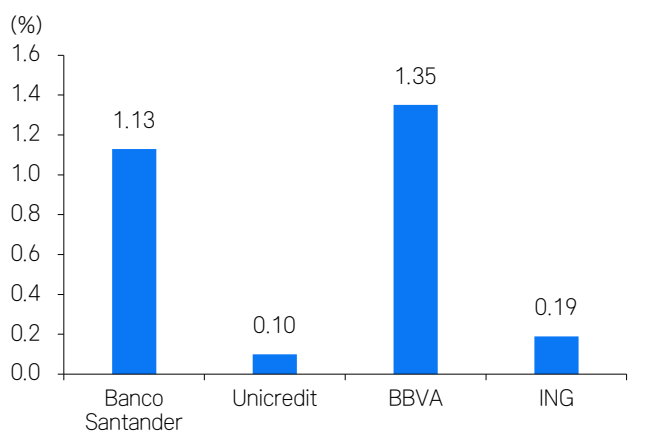
참고로, 은행별 Credit cost의 수준은 다소 편차가 크게 나타나는데, 이는 은행들의 영업 지역 특성에 기인. 일례로, Banco Santander 및 BBVA의 CCR이 이례적으로 높은 이유는 이들이 영업을 영위하는 지역 중 일부가 남미 등 상대적으로 성장성은 물론 리스크도 높은 지역이기 때문. 일례로 BBVA의 CCR은 3Q25 기준 1.35%를 기록하였지만, 동사의 25년 ROE 컨센서스는 18.1%임.

유럽 은행 충당금 전입액 vs Credit cost



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 CCR 현황



참고: 3Q25 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

남은 모멘텀 2. 주주환원 추가 개선

유럽 은행들의 추가적인 주주환원 개선도 기대 가능. 1) 위의 5개 은행 모두 관리 목표 CET-1 비율을 상회함에 따라 이에 따른 잉여 자본을 주주에게 환원할 수 있는 여력이 높아졌고, 2) BBVA는 당초 추진했던 M&A가 무산됨에 따라 기존에 추가적으로 축적해둔 자본이 오히려 잉여자본이 됨에 따라 이를 다시 주주에게 환원할 여지가 커졌으며, 3) Unicredit 또한 Commerzbank 인수가 정체됨에 따라 주주환원을 늘릴 여지가 높은 것으로 생각.

유럽 은행 CET-1 비율 현황 및 주주환원 관리 목표

	3Q25 CET-1 비율 (%)	목표 CET-1 비율 (%)	주주환원 관리 목표
Banco Santander	13.1	12.0~13.0	주주환원율 50% 목표 (주주환원 내 현금배당 및 자사주 매입 비중 각각 50%) 2026년까지 100억 유로 이상 주주환원
Unicredit	14.8	12.5~13.0	2025년 95억 유로 이상 주주환원 2026년 이후 주주환원율 80% 목표
BBVA	13.4	11.5~12.0	주주환원율 40~50% 목표 M&A 무산 이후 신규 대규모 자사주매입 실행 준비 중
ING	13.4	13.0	주주환원율 50% 목표
Barclays	14.1	13.0~14.0	2026년까지 100억 파운드 이상 주주환원

자료: 각 사, 삼성증권

BBVA 및 Unicredit M&A 관련 주요 현황

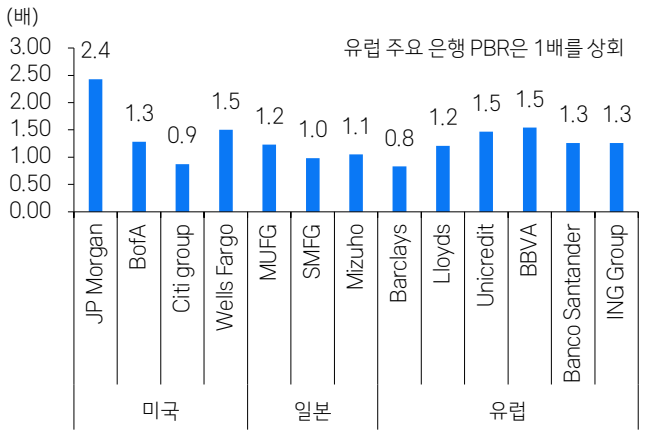
은행	대상 기업	주요 내용
BBVA	Banco Sabadell	- 2024년 4월, BBVA가 Banco Sabadell 인수 제안을 발표하고 협상을 개시했으나 Banco Sabadell 이사회는 제안 거부 - 2025년 9월 BBVA, 주식 10% 추가 및 세금 혜택 개선 등 인수 제안 조건 상향 조정 - 인수 제안 결과 25.5%로 최소 수락 기준 50%를 넘지 못하며 인수 최종 무산 - BBVA, 인수 무산 후 주주환원 정책(자사주 매입 및 배당금 지급) 재개 발표
Unicredit	Commerzbank	- 2024년 9월 Unicredit, Commerzbank 지분을 9%까지 인수한 이후 지속적으로 지분을 늘리면서 합병 논의를 추진할 의사 밝힘 - 독일 정부는 이에 대해 Commerzbank의 독립을 유지하겠다는 의사를 재확인하며 반대 입장 표명
	Alpha bank	- 2025년 8월, Unicredit이 루마니아 Alpha Bank 지분율을 20%까지 인상하며 루마니아 지역 내 은행 합병 완료 - 2025년 10월, ECB, Unicredit이 그리스 Alpha Bank 지분을 최대 29.9%까지 인수할 수 있도록 승인

자료: 각 사, 삼성증권

남은 모멘텀 3. Implied COE의 Gap 축소 기대

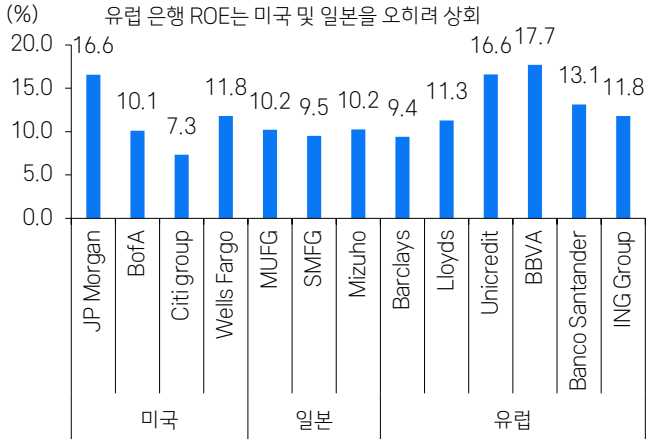
결론적으로 유럽 은행들의 ROE 상승 및 주주환원 강화는 COE의 추가 개선을 통한 PBR 상승으로 이어질 수 있을 것으로 예상. 현 시점에서 유럽 은행들의 Implied COE, 즉 현재 주가와 예상 ROE를 기준으로 산출된 COE는 미국과 일본 은행들의 COE를 크게 상회하고 있는 만큼, 추가 개선의 여지가 존재한다고 생각.

글로벌 주요 은행 25E PBR



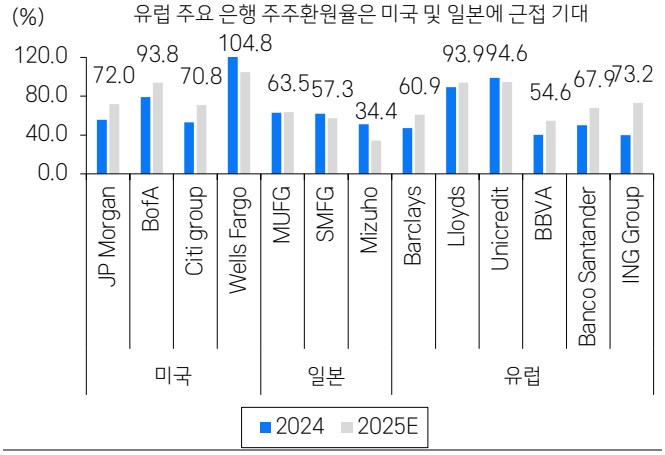
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 은행 ROE



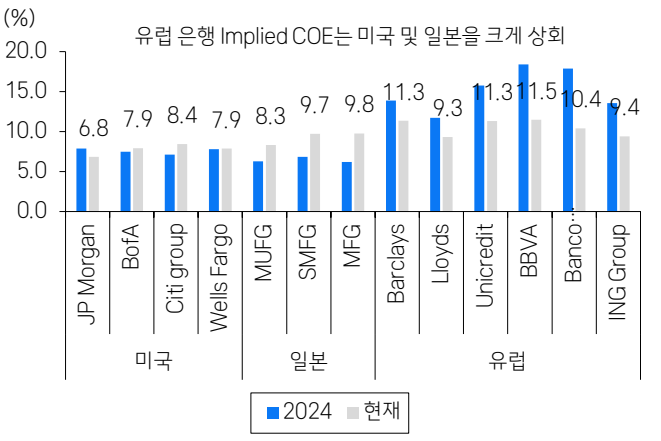
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 은행 주주환원율



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 은행 implied COE



자료: Bloomberg, 삼성증권

GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Banco Santander (SAN SM)

유로존 최대 은행 – 전세계 스페인어권 국가와 함께합니다

- Banco Santander는 유로존 내 최대 은행으로 Retail 및 Consumer banking이 전체의 70% 이상을 차지하는 전통 은행의 수익 구조를 보유
- 멕시코 브라질 등 중남미에서도 영업을 영위, 24년 기준 ROE 13.5%의 상대적으로 높은 수준 기록.
- 지난 1년간 동사 주가는 104.6% 급등, 현재 26E PBR 1.2배에 거래 중. 다만, 26E ROE 13.6% 및 25~26E 주주환원율 70% 수준 달성 여부가 향후 관건.

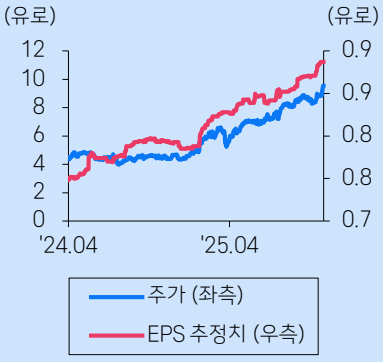
▶ 종목 정보

현재주가	9.6 EUR
블룸버그 평균목표주가	9.4 EUR
시가총액 (달러)	142.4 십억 유로
시가총액 (원)	242.4 조원
Shares (float)	14,683.6 백만주 (98.6%)
52주 최저/최고	4.3 / 9.6 유로
90일-평균거래대금	0.2 십억 유로
국가	Spain
상장거래소	Soc.Bol SIBE
산업	Banks

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
Banco Santander (%)	10.9	41.0	117.2
Euro stoxx 50 대비 (%pts)	7.0	34.1	95.1

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 유로존 최대 은행: Banco Santander는 1857년 설립된 Banco Santander와 1991년 설립된 Banco Central Hispano가 1999년 Banco Santander Central Hispano로 합병되어 설립. 이후 2007년 Banco Santander로 개명. 동사는 모든 금융 부문에 걸쳐 사업을 영위하고 있으며, 유로존 내 최대 은행.

현재 규모 – 총 자산 1.8조 유로 및 고객 1.8억명 보유: 24년 기준 Banco Santander의 자산은 총 18,371억 유로, 한화 기준 2,811조원이며, 당기순이익은 126.7억 유로를 기록. 총 1.78억명의 고객을 보유하고 있으며 이 중 active 고객 (지난 90일간 1회 이상 거래)은 1.1억명임.

수익 구성 – Retail 및 Consumer 뱅킹이 70%: 3Q25 누적 기준으로 수익의 50%는 리테일뱅킹이 차지하고 있으며, Consumer banking이 21%, CIB 14%, 결제 9%, 자산관리 6% 순으로 구성. 대출 기준 국가별 구성은 스페인, UK, 미국, 브라질, 멕시코, 포르투갈, 폴란드, 칠레, 아르헨티나 순으로 이뤄져 있으며, 이 중 스페인과 UK가 55%를 차지.

주요 지표 점검 – 차별화된 ROE: 24년 기준 ROE는 12.3%, 자산성장률은 2.2%, 이익성장률 13.5% 등을 기록, 다른 유럽 은행들에 비해 높은 수익성 및 성장성을 시현. 한편 Credit cost는 1.15%로 상대적으로 높게 나타남.

향후 관건 – PBR 1.2배까지 주가 급등한 가운데, 실적과 주주환원의 이행이 관건: Banco Santander는 26E PBR 1.2배(Bloomberg)로 ROE 13.6% 감안 여전히 이론적 가치대비 낮은 Valuation에 거래 중. 참고로, 지난 1년간 동사 주가는 104.6% 급등하였는데, 이의 핵심은 실적 개선과 주주환원 강화로 생각. 즉, 동사의 실적 및 주주환원 정책의 이행 속도 확인이 향후 관건.

(다음 페이지에 계속)

최근 이슈 점검 1. 남미 익스포져: Banco Santander는 남미에서도 상당한 규모의 상위를 영위. 특히, 비중은 크지 않지만, 동사가 영업 중인 아르헨티나는 페소화 가치 하락 문제를 겪고 있다는 점이 실적에 부담으로 작용. 아르헨티나 정부는 고정환율 정책을 시행 중인 가운데, 중앙은행이 보유 중인 달러화가 고갈된 것으로 보도, 페소화 가치 절하 및 인플레이션 상승 압력이 대두.

이에 3Q 실적 설명회에서 CEO는 아르헨티나와 관련, Credit cost가 7%에 육박하는 등 불안한 모습을 보이고 있음을 언급. 물론, 최근 말레이 정부가 중간 선거를 승리함으로써 페소화가 일부 안정을 되찾고 있지만, 여전히 리스크는 상존. 이에 동사는 보수적 접근을 유지, 에너지 중심 수출기업들을 대상으로 달러화 대출만을 취급 중인 것으로 언급.

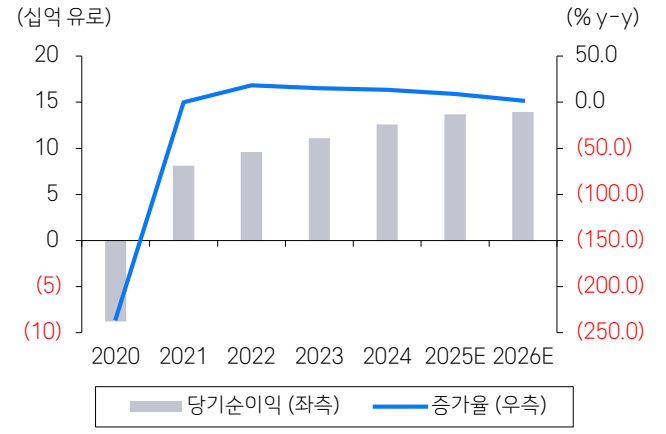
최근 이슈 점검 2. 주주환원율 70% 육박 발표: 동사는 주주환원에도 적극적. 동사는 관리 목표 CET-1 비율을 12~13%로, 주주환원은 배당성향 50%에 2025~2026년 총 자사주 매입 최소 100억 유로 계획을 이행 중. 참고로, 25 및 26년 연간 이익 컨센서스 총 276억 유로를 기준으로 이는 총 주주환원율 68%를 시사.

Banco Santander 상장 시장 및 티커

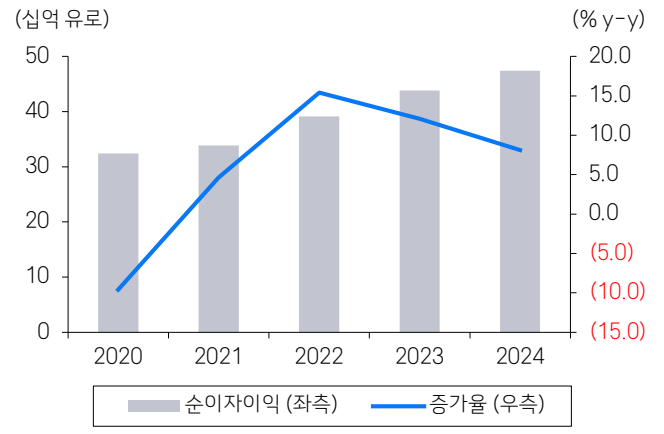
종목명	상장 시장	티커
방코 산탄데르 ADR	뉴욕	SAN US
방코 산탄데르 칠레 ADR	뉴욕	BSAC US
방코 산탄데르 브라질 ADR	뉴욕	BSBR US
방코 산탄데르	독일	BSD2 DE
Banco Santander	스페인	SAN SM
방코 산탄데르	런던	BNC LN

자료: Bloomberg, 삼성증권

Banco Santander 당기순이익 및 증가율 추이

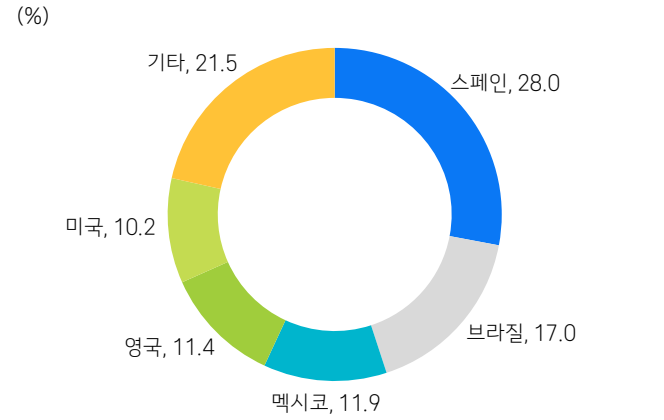


Banco Santander 순이자이익 및 증가율 추이



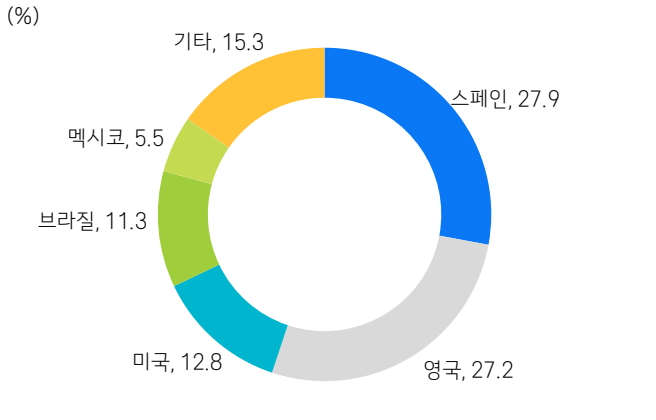
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Banco Santander 국가별 이익 비중



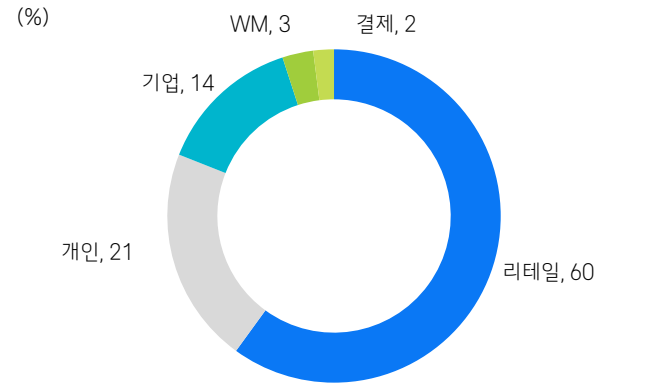
자료: Banco Santander, 삼성증권

Banco Santander 국가별 대출 비중



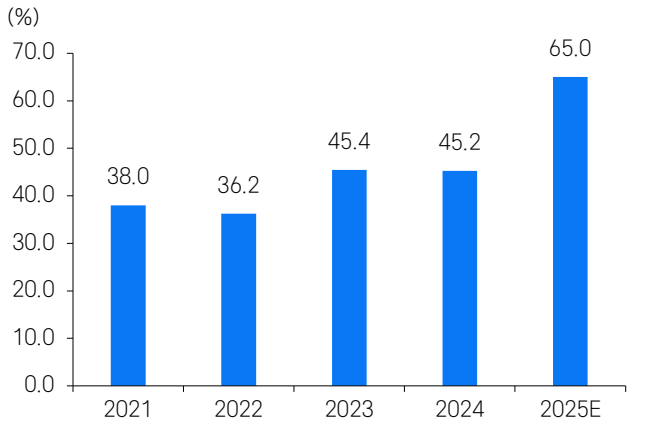
자료: Banco Santander, 삼성증권

Banco Santander 차주별 대출 비중



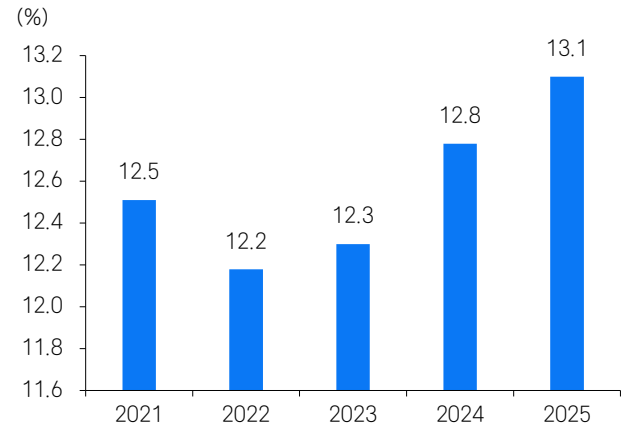
자료: Banco Santander, 삼성증권

Banco Santander 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Banco Santander, Bloomberg, 삼성증권

Banco Santander CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: Banco Santander, 삼성증권

Banco Santander 주요 지표 2025년 가이던스

	3Q25	2025년 타겟
CET-1 비율	13.1%	12-13%
주주환원	주주환원율 50%	배당성향 50% + 25-26년 최소 100억 유로 환원
RoTE	16.1%	16.5%
TNAVps + DPS	+15%	경기 사이클 전반에 걸쳐 평균 두 자릿수 성장

자료: Banco Santander, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**49,707**	**51,705**	**58,288**	**63,857**	**68,081**
순이자이익	32,385	33,883	39,107	43,832	47,382
이자수익	46,132	46,976	71,918	105,823	113,449
이자비용	(13,747)	(13,093)	(32,811)	(61,991)	(66,067)
비이자수익	17,322	17,822	19,181	20,025	20,699
비이자비용	(28,851)	(29,981)	(32,664)	(35,194)	(36,833)
대손충당금	(12,363)	(7,388)	(10,856)	(12,912)	(12,644)
충당금적립후순이자수익	20,022	26,495	28,251	30,920	34,738
영업이익	**9,332**	**14,725**	**15,716**	**16,581**	**19,916**
기타영업외이익	(11,408)	(178)	(466)	(122)	(889)
법인세차감전순이익	**(2,076)**	**14,547**	**15,250**	**16,459**	**19,027**
법인세	(5,632)	(5,076)	(4,486)	(4,489)	(5,283)
당기순이익	**(8,771)**	**8,124**	**9,605**	**11,076**	**12,574**
소수주주지분	1,063	1,529	1,159	1,133	1,170
당기순이익(GAAP)	**(8,771)**	**8,124**	**9,605**	**11,076**	**12,574**
EPS (GAAP, 유로)	(0.54)	0.44	0.54	0.65	0.79
희석 EPS (유로)	(0.54)	0.44	0.54	0.65	0.79

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	153,839	210,689	223,073	220,342	192,208
은행간 거래 자산	86,039	88,090	101,393	122,183	131,364
유가증권	316,142	283,171	330,642	323,117	350,598
대출채권	846,261	914,100	972,097	966,643	994,421
이자부자산	1,402,281	1,496,050	1,627,205	1,632,285	1,668,591
기타자산	(47,870)	(110,904)	(115,619)	(55,565)	(23,718)
자산총계	**1,508,250**	**1,595,835**	**1,734,659**	**1,797,062**	**1,837,081**
예수금	849,310	912,203	1,013,175	958,881	979,199
차입금	292,814	303,005	301,476	313,291	310,360
사채	235,269	246,163	280,339	308,579	325,521
이자부부채	1,377,393	1,461,371	1,594,990	1,580,751	1,615,080
기타부채	39,535	37,411	42,084	112,070	114,674
부채총계	**1,416,928**	**1,498,782**	**1,637,074**	**1,692,821**	**1,729,754**
우선주 및 신종자본증권	0	0	0	0	0
보통주자본 및 APIC	60,683	56,649	54,670	52,465	47,655
자사주	(69)	(894)	(675)	(1,078)	(68)
이익잉여금	56,812	68,397	40,679	50,170	58,305
기타	(35,950)	(37,222)	(5,570)	(6,134)	(7,291)
소액주주 지분	9,846	10,123	8,481	8,818	8,726
자본총계	**91,322**	**97,053**	**97,585**	**104,241**	**107,327**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	3.65	3.55	3.49	3.60	3.47
NCO rate	1.33	0.78	1.05	1.25	1.20
대출성장률	(5.6)	8.0	6.3	(0.6)	2.9
예금성장률	2.7	7.4	11.1	(5.4)	2.1
자산성장률	(0.9)	5.8	8.7	3.6	2.2
CET-1 자본비율	12.3	12.5	12.2	12.3	12.8
Tier 1 자본비율	14.0	14.2	13.6	13.8	14.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(9.0)	4.0	12.7	9.6	6.6
영업이익	(32.1)	57.8	6.7	5.5	20.1
순이익	(234.6)	(192.6)	18.2	15.3	13.5
희석 EPS	(257.5)	(181.1)	23.9	21.0	20.6
주당지표					
희석 EPS	(0.54)	0.44	0.54	0.65	0.79
BPS	4.7	5.1	5.4	6.0	6.5
DPS (보통주)	0.03	0.08	0.10	0.14	0.17
비율					
ROE (%)	(10.3)	9.0	10.3	11.5	12.3
ROA (%)	(0.6)	0.5	0.6	0.6	0.7
ROIC (%)	1.9	2.5	3.1	3.3	3.5
배당성향 (%)	N/A	18.7	17.4	21.9	21.5
주주환원율 (%)	N/A	38.0	36.2	45.4	45.2

GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Unicredit (UCG IM)

이탈리아 대표 은행 – M&A도 주주환원이다!

- Unicredit은 이탈리아 대표 은행으로 수 차례의 금융위기로 인해 긴 시간 정상화에 할애. 하지만, 이제는 적극적으로 외형 확장에 나서는 은행.
- 동사는 주주환원 중 절반은 배당에, 나머지는 타행 지분 인수를 통한 inorganic 성장을 추구하되, 남는 자금은 자사주 매입 방식으로 환원하는 독특한 정책 보유.
- 26E PBR 1.3배로 ROE 16.8% 감안 여전히 이론적 가치대비 낮은 가운데, 동사의 inorganic 성장이 포함된 주주환원 정책의 향후 성과 확인이 관건.

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 수 차례 위기를 거쳐 정상화. 그리고 이제는 적극적 확장 정책까지: Unicredit의 역사는 1870년 설립된 Banca di Genova에서 시작됨. Banca di Genova는 이후 Credito Italiano로 사명이 변경되었으며, 1998년 Unicredito와 합병이 이뤄짐. 이후 동사는 동유럽으로 확장함은 물론, 2005년 독일의 HVB, 2007년 카자흐스탄의 ATF Bank, 우크라이나의 Ukrostsbank 등 수 차례의 M&A를 통해 글로벌 확장 정책을 시행. 그러나, 글로벌 금융위기 및 유럽 재정 위기를 거치며 동사는 대규모 충당금 및 글로벌 사업 축소 등에 따른 구조조정 비용이 발생하였고, 자본비율은 ECB의 요구치를 하회, 대규모 유상증자 등을 단행. 긴 시간의 정상화를 거쳐 23년부터 동사는 재차 투자 확대에 나서고 있음.

현재 규모 – 총자산 7,840억 유로의 중소기업 중심 은행: 24년 기준 Unicredit의 자산은 총 7,840억 유로, 한화 기준 1,200조원이며, 당기순이익은 97.2억 유로를 기록. 총 2천만명의 고객을 보유하고 있음. 참고로, 동사는 중소기업 중심 은행.

수익 구성 – 기업대출이 65%: 3Q25 누적 기준 대출은 기업 65%, 리테일 35%로 구성되어 있으며, 지역별로는 이탈리아, 독일, 오스트리아, CEE 순임.

주요 지표 점검 – 낮은 CCR과 높은 ROE로 대변되는 리스크 관리 역량: 24년 기준 ROE는 16.2%, 이익성장률 2.2% 등을 기록, 1) 동사는 중소기업 중심 대출을 취급함에도 불구하고 Credit cost는 0.34%로 낮은 수준을 유지한 가운데, 2) 자산성장률 -0.1%의 역성장은 동사가 organic 성장보다는 inorganic 성장을 추구하고 있음을 시사.

향후 관건 – 차별화된 성장 전략의 효과 확인이 관건: Unicredit은 26E PBR 1.3배(Bloomberg)로 ROE 16.8% 감안 여전히 이론적 가치대비 낮은 Valuation에 거래 중. 참고로, 지난 1년간 동사 주가는 62.4% 급등하였는데, 이의 핵심은 실적 개선과 주주환원 강화로 생각. 즉, 동사의 실적 및 주주환원 정책의 이행 속도, 그리고 동사가 추구하는 inorganic 성장에 따른 펀더멘털 개선 확인이 향후 관건.

(다음 페이지에 계속)

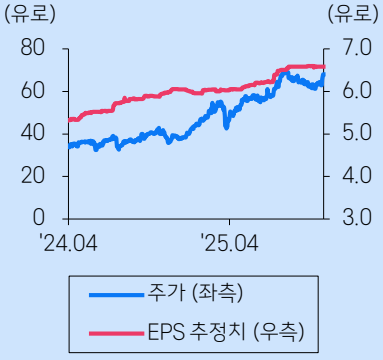
▶ 종목 정보

현재주가	68.1 EUR
블룸버그 평균목표주가	71.3 EUR
시가총액 (달러)	106.0 십억 유로
시가총액 (원)	180.5 조원
Shares (float)	1,524.8 백만주 (97.9%)
52주 최저/최고	35.5 / 69.8 유로
90일-평균거래대금	0.3 십억 유로
국가	Italy
상장거래소	Brsaltaliana
산업	Banks

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
Unicredit (%)	8.8	23.3	67.5
Eurostoxx 50 대비 (%pts)	4.9	16.5	45.4

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

최근 이슈 점검 1. Alpha Bank 및 Commerzbank 지분 확보: 동사는 현재 그리스의 Alpha bank 지분을 26%, 독일 Commerzbank의 지분을 29% 확보. Alpha Bank 지분과 관련해서는 Alpha Bank와의 협업을 위해 지분을 추가확보한 것으로 언급. 반면, Commerzbank는 Unicredit의 인수에 대해 반대 의사를 분명히 하고 있는 상황.

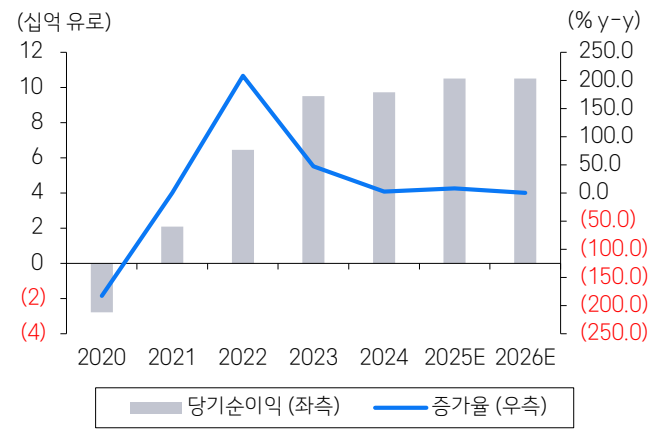
최근 이슈 점검 2. M&A도 주주환원이라는 차별화된 주주환원 정책: 동사는 주주환원에도 적극적이되 다소 차별화되는 전략을 구사. 동사는 25년 총 주주환원 규모로 95억 유로 이상을 목표로 하고 있으며, 이 중 절반은 배당에 할애하되, 나머지 절반은 자사주 매입 혹은 share buyout (주식 공개매수)을 계획하고 있음. 동사가 언급한 share buyout의 의미는 타사 지분 인수로 앞서 언급된 Alpha Bank와 Commerzbank의 지분 인수가 대표적 예시. 이는 주주환원 중 절반은 타행 지분 인수에 할애, inorganic 성장을 추구하되, 마땅한 매물이 없을 경우, 이를 자사주 매입 방식으로 주주에게 환원하겠다는 것. 참고로, 26년 주주환원율 목표는 80% 이상이며 이 중 현금 배당 비중은 50%임.

Unicredit 상장 시장 및 티커

종목명	상장 시장	티커
Unicredit	이탈리아	UCG IM
Unicredit	독일	CRIN DE

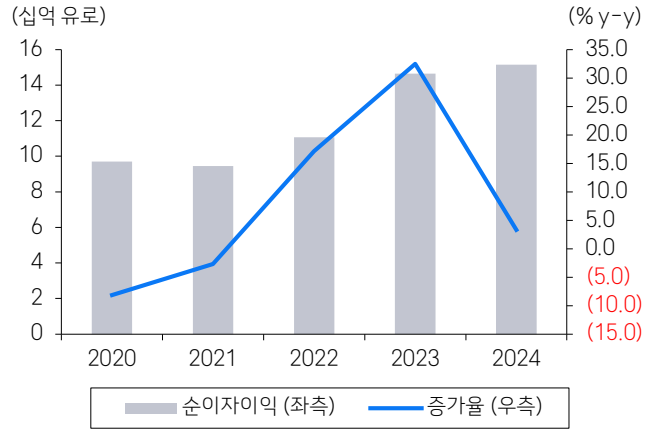
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 당기순이익 및 증가율 추이



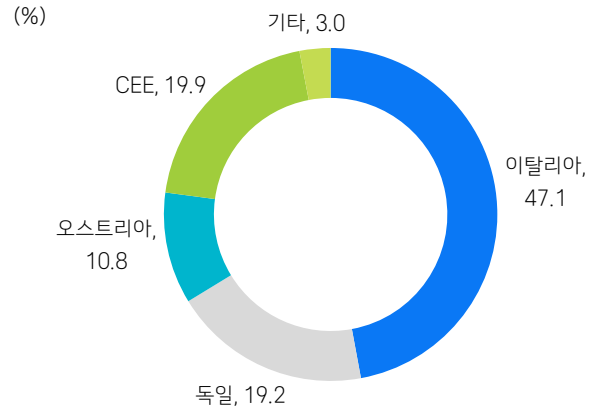
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 순이자이익 및 증가율 추이



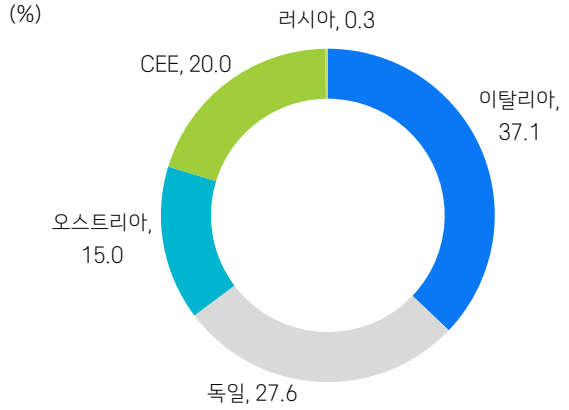
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 국가별 이익 비중



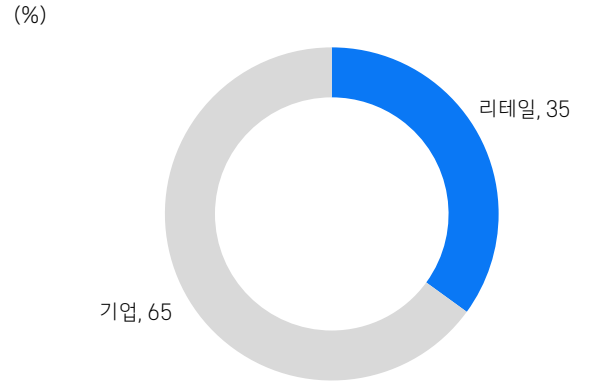
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 국가별 대출 비중



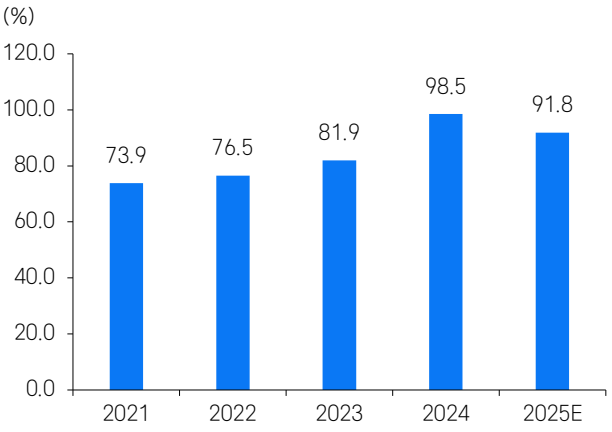
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 차주별 대출 비중



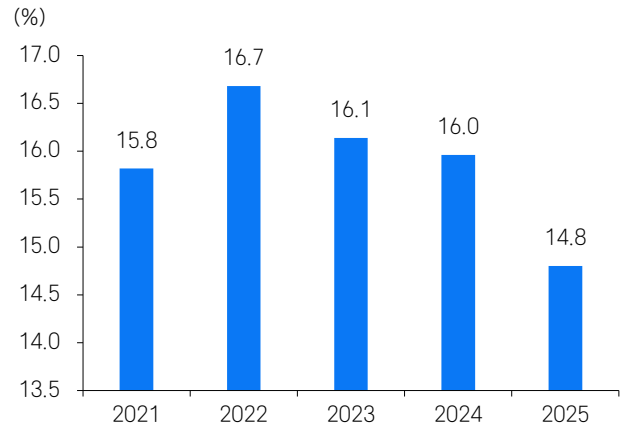
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Unicredit, Bloomberg, 삼성증권

Unicredit CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 주요 지표 가이던스

	3Q25	타겟
순이익	87억 유로	27년 110억 유로 달성
RoTE	21.7%	~ 27년 20%
EPS 및 DPS	각각 20%, 31% 성장	24-27년 성장률 두 자릿수 유지
CET-1 비율	14.8%	12.5-13.0%
주주환원	중간배당 22억 유로	25년 주주환원 95억 유로 이상 26년부터 주주환원율 80%

자료: Banco Santander, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**18,430**	**19,244**	**21,982**	**25,828**	**26,879**
순이자이익	9,705	9,442	11,061	14,653	15,139
이자수익	13,390	13,054	16,776	34,224	35,306
이자비용	(3,685)	(3,612)	(5,715)	(19,571)	(20,167)
비이자수익	8,725	9,802	10,921	11,175	11,740
비이자비용	(14,610)	(14,365)	(13,003)	(14,030)	(13,842)
대손충당금	(4,640)	(1,630)	(2,031)	(661)	(641)
충당금적립후순이자수익	5,065	7,812	9,030	13,992	14,498
영업이익	**2,941**	**6,552**	**8,227**	**14,244**	**14,996**
기타영업외이익	(5,446)	(4,773)	(938)	(2,793)	(2,136)
법인세차감전순이익	**(2,505)**	**1,779**	**7,289**	**11,451**	**12,860**
법인세	(322)	343	(819)	(1,917)	(3,086)
당기순이익	**(2,785)**	**2,096**	**6,458**	**9,507**	**9,719**
소수주주지분	7	30	15	27	55
당기순이익(GAAP)	**(2,785)**	**2,096**	**6,458**	**9,507**	**9,719**
EPS (GAAP, 유로)	(1.25)	0.93	3.09	5.11	5.84
희석 EPS (유로)	(1.25)	0.92	3.06	5.05	5.78

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	101,707	107,407	111,776	61,000	41,442
은행간 거래 자산	153,246	109,643	81,138	73,364	80,600
유가증권	172,677	186,505	159,409	174,550	189,907
대출채권	412,978	428,924	430,633	407,845	402,836
이자부자산	840,608	832,479	782,956	716,759	714,785
기타자산	(10,859)	(22,659)	(36,959)	7,194	27,777
자산총계	**931,456**	**917,227**	**857,773**	**784,953**	**784,004**
예수금	459,944	476,943	492,087	474,363	475,899
차입금	222,904	238,856	200,977	130,397	122,857
사채	104,842	97,960	86,055	91,549	92,191
이자부부채	787,690	813,759	779,119	696,309	690,947
기타부채	83,824	40,818	15,157	24,401	30,216
부채총계	**871,514**	**854,577**	**794,276**	**720,710**	**721,163**
우선주 및 신종자본증권	6,841	6,595	6,100	4,863	4,958
보통주자본 및 APIC	30,446	26,579	23,736	21,301	21,391
자사주	(3)	(200)	0	(1,727)	0
이익잉여금	(2,785)	2,096	6,458	9,507	9,719
기타	25,008	27,115	27,045	30,135	26,373
소액주주 지분	435	465	158	164	400
자본총계	**59,942**	**62,650**	**63,497**	**64,243**	**62,841**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	4.94	3.67	2.84	2.80	2.71
NCO rate	1.07	0.37	0.46	0.15	0.15
대출성장률	(2.0)	3.9	0.4	(5.3)	(1.2)
예금성장률	9.4	3.7	3.2	(3.6)	0.3
자산성장률	8.9	(1.5)	(6.5)	(8.5)	(0.1)
CET-1 자본비율	16.0	15.8	16.7	16.1	16.0
Tier 1 자본비율	18.2	17.9	18.7	17.8	17.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(9.2)	4.4	14.2	17.5	4.1
영업이익	(47.1)	122.8	25.6	73.1	5.3
순이익	(182.6)	(175.3)	208.1	47.2	2.2
희석 EPS	(182.9)	(173.9)	230.7	65.1	14.6
주당지표					
희석 EPS	(1.25)	0.92	3.06	5.05	5.78
BPS	23.6	25.3	29.7	34.8	37.3
DPS (보통주)	0.12	0.54	0.99	1.78	2.40
비율					
ROE (%)	(5.1)	3.9	11.3	16.0	16.2
ROA (%)	(0.3)	0.2	0.7	1.2	1.2
ROIC (%)	0.8	1.2	2.2	3.2	3.6
배당성향 (%)	N/A	55.9	29.9	32.5	39.1
주주환원율 (%)	N/A	73.9	76.5	81.9	98.5

GLOBAL EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

BBVA (BBVA SM)

스페인 2대 은행 – M&A 실패? 그간 아낀 돈은 주주에게

- BBVA는 스페인 2대 규모의 다국적 은행으로 기업과 가계간 균형 잡힌 포트폴리오와 높은 저원가성 수신, 스페인어권 국가 대상 영업망 등이 강점.
- 최근 Banco Sabadell 인수가 실패로 끝나자 동사는 즉각적으로 잉여자금을 주주에게 환원하기 위해 사상 최대 중간 배당을 실시하고, 추가 주주환원을 공표.
- 26E PBR 1.5배이지만 28년까지 ROTE 22%, 주주환원율 75%를 목표로 하는 만큼, 이의 이행이 향후 관건.

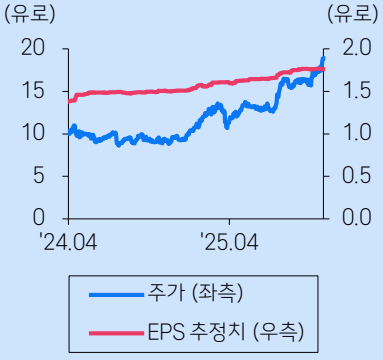
▶ 종목 정보

현재주가	18.9 EUR
블룸버그 평균목표주가	18.5 EUR
시가총액 (달러)	109.0 십억 유로
시가총액 (원)	185.5 조원
Shares (float)	5,747.1 백만주 (99.7%)
52주 최저/최고	8.7 / 18.9 유로
90일-평균거래대금	0.2 십억 유로
국가	Spain
상장거래소	Soc.Bol SIBE
산업	Banks

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
BBVA (%)	19.1	42.9	112.9
Euro stoxx 50 대비 (%pts)	15.2	36.0	90.9

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 스페인의 다국적 은행: BBVA는 스페인의 다국적 금융 서비스 기업. 동사는 1857년 설립된 Banco de Bilbao와 1901년 설립된 Banco de Vizcaya가 1988년 합병, 1989년 BBV로 Re-branding 되었음. 1991년 스페인 정부는 스페인 공공은행들을 통합, 공공은행 Argentaria를 설립, 1993~1998 기간 동안 민영화를 진행. 1999년 10월 BBV와 Argentaria는 합병을 발표하며 현재의 BBVA가 창립.

현재 규모 – 스페인 2대 은행: 24년 기준 BBVA는 Banco Santander 다음으로 스페인 내 2대 은행. 자산은 총 7,724억 유로, 한화 기준 1,182조원이며, 25개국 이상에 진출, 총 5,949개의 지점, 125,916명의 직원, 7,720만명의 고객을 보유. 당기순이익은 100.5억 유로를 기록, ROE 18.0%의 차별화된 수익성을 보유.

수익 구성 – 스페인부터 남미, 남아공까지: BBVA는 다국적 은행으로 주요 영업 국가는 스페인, 멕시코, 튀르키예, 남아공 등에서 주된 수익을 창출. 대출 시장 점유율 기준으로는 멕시코에서 1위, 튀르키예, 페루에서 2위, 스페인, 아르헨티나에서 3위의 점유율을 기록.

대출은 기업 51%, 가계 43%, 공공 및 기타 5%로 구성. 세분화된 구성은 기타 기업이 29%, CIB와 모기지 각각 23%, 개인 및 신용카드 17% 순으로 구성되어 있으며, 예금 중 76%가 요구불예금임.

주요 지표 점검 – 차별화된 ROE: 튀르키예, 남미 등에서의 비중이 높은 만큼, 동사는 유럽 은행들과는 실적의 결이 다름. 24년 기준 NPL비율과 충당금 적립률은 각각 2.8% 및 1.4%로 높았지만 ROE도 18.0%로 차별화된 수익성 시현.

향후 관건: BBVA의 실적 개선과 더불어 현재 동사 CET-1 비율은 13.4%로 목표로 하고 있는 11.5~12.0%를 넘어선 가운데, M&A가 무산됨에 따라 동사의 주주환원 강화에 대한 확인이 최대 관건이 될 전망. 참고로 동사는 Bloomberg 기준 현재 26E PBR 1.5배이지만, ROE 19.2%와 주주환원 강화 기조 고려 필요.

(다음 페이지에 계속)

최근 이슈 점검 1. Banco Sabadell 인수 실패 – 사상 최대 중간 배당 및 추가 주주환원으로: BBVA의 최근 이슈 중 하나는 M&A의 실패 및 주주환원 강화. 동사는 2020년 Banco Sabadell 인수를 추진하였으나 합의에 실패하였고, 24년 5월 동사는 Sabadell 주주를 대상으로 131.1억 달러의 인수 제안을 제시. 그러나, 10월 16일, Sabadell 주주 중 공개매수 제안에 응한 주주 비중은 25.5%에 불과, 해당 인수는 불발되었음. 이에 BBVA는 즉시 주주환원을 재개함은 물론 더욱 강화할 것을 공표. 10월 31일부터 10억 유로의 자사주 매입을 재개하며, 11월 7일 역대 최대 규모의 중간 배당을 실시하고 (주당 0.32유로, 총 18억 유로 규모), ECB로부터 승인을 받는 즉시 추가 자사주 매입을 실행할 계획임을 공표하였음.

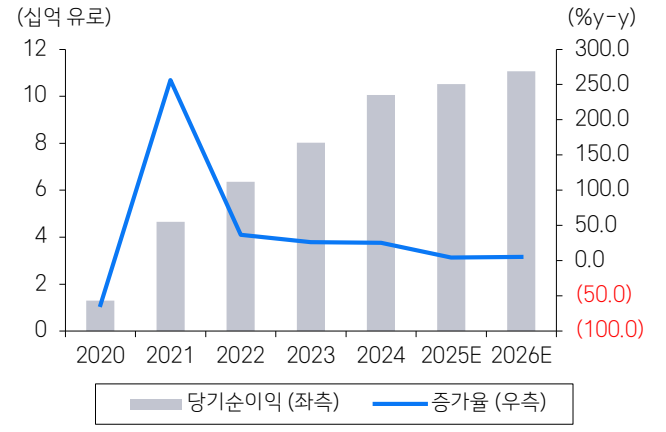
최근 이슈 점검 2. 차별화된 ROE, 그리고 이에 기반한 차별화된 주주환원율 계획: 동사가 발표한 25~28년 주요 재무 KPI에 따르면, 동사는 해당 기간 동안 ROTE 22%, 당기순이익 480억 유로, 총 주주환원 360억 유로 (주주환원율 75%)를 계획 중임.

BBVA 상장 시장 및 티커

종목명	상장 시장	티커
방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아 ADR	뉴욕	BBVA US
방코 BBVA 아르헨티나	뉴욕	BBAR US
방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아	독일	BOY DE
방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아	스페인	BBVA SM
방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아	런던	BVA LN

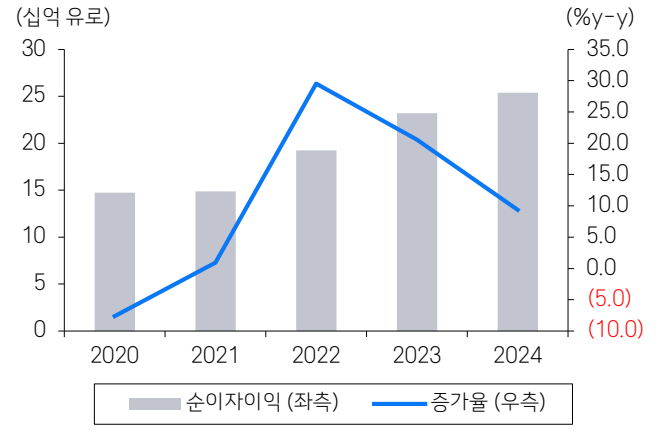
자료: Bloomberg, 삼성증권

BBVA 당기순이익 및 증가율 추이



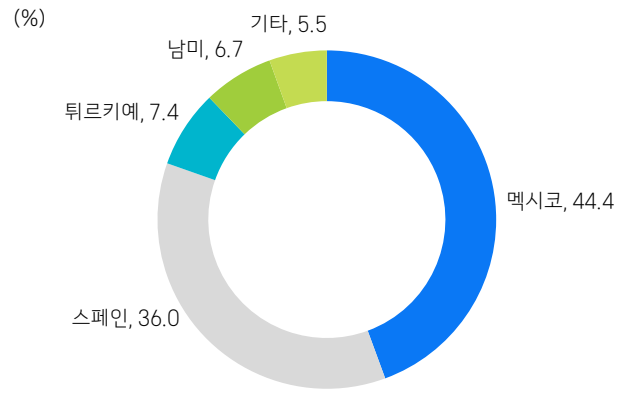
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

BBVA 순이자이익 및 증가율 추이



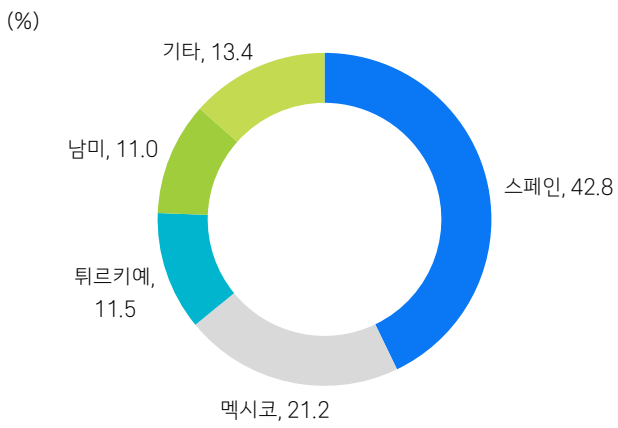
자료: Bloomberg, 삼성증권

BBVA 국가별 이익 비중



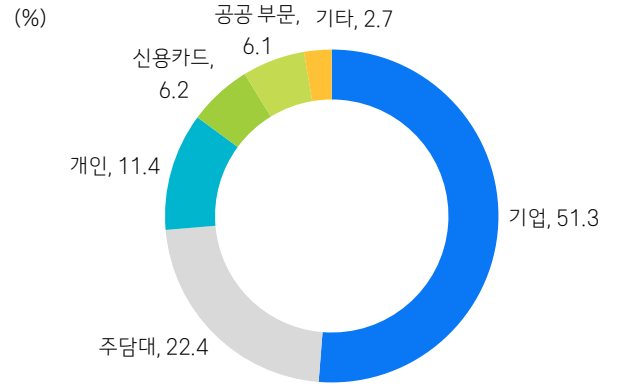
자료: BBVA, 삼성증권

BBVA 국가별 대출 비중



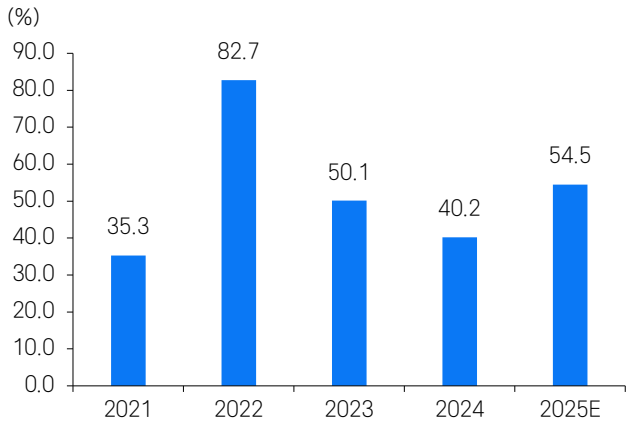
자료: BBVA, 삼성증권

BBVA 차주별 대출 비중



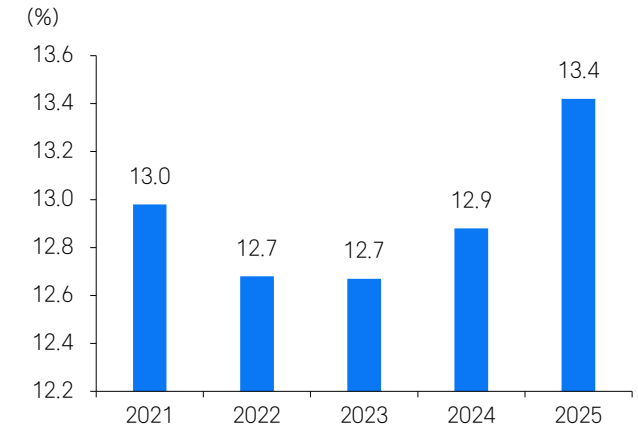
자료: BBVA, 삼성증권

BBVA 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: BBVA, 삼성증권

BBVA CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: BBVA, 삼성증권

BBVA 2025-2029년 주요 지표 타겟

	3Q25	2025-2029 타겟
RoTE	19.7%	22%
TBV + DPS	15.4% * 2024-3Q25 CAGR	10%대 중반 * 2024-2028 CAGR
C/I ratio	38.2%	35%
순이익	80억 유로	2025-2028 누적 480억 유로

자료: BBVA, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**22,023**	**23,297**	**27,633**	**33,152**	**40,528**
순이자이익	14,728	14,862	19,247	23,208	25,386
이자수익	22,526	23,190	31,555	47,968	61,780
이자비용	(7,798)	(8,328)	(12,308)	(24,760)	(36,394)
비이자수익	7,295	8,435	8,386	9,944	15,142
비이자비용	(11,691)	(12,779)	(13,881)	(16,292)	(19,439)
대손충당금	(5,179)	(3,034)	(3,379)	(4,428)	(5,745)
충당금적립후순이자수익	9,549	11,828	15,868	18,780	19,641
영업이익	**5,285**	**7,525**	**10,408**	**12,451**	**15,421**
기타영업외이익	(37)	(278)	(139)	(32)	(16)
법인세차감전순이익	**5,248**	**7,247**	**10,269**	**12,419**	**15,405**
법인세	(1,458)	(1,909)	(3,505)	(4,003)	(4,830)
당기순이익	**1,305**	**4,653**	**6,358**	**8,019**	**10,054**
소수주주지분	756	965	405	397	521
당기순이익(GAAP)	**1,305**	**4,653**	**6,358**	**8,019**	**10,054**
EPS (GAAP, 유로)	0.13	0.67	0.98	1.29	1.68
희석 EPS (유로)	0.13	0.63	0.98	1.29	1.68

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	65,520	67,799	79,756	75,417	51,145
은행간 거래 자산	20,855	18,980	20,534	24,720	31,172
유가증권	179,789	195,131	180,578	228,107	202,343
대출채권	311,079	318,916	357,249	377,550	412,215
이자부자산	577,243	600,826	638,117	705,794	696,875
기타자산	93,413	(5,740)	(5,780)	(5,653)	24,382
자산총계	**736,176**	**662,885**	**712,093**	**775,558**	**772,402**
예수금	341,916	348,494	392,145	409,283	438,438
차입금	129,043	140,505	137,902	166,761	128,101
사채	64,454	58,323	56,827	70,214	71,334
이자부부채	535,413	547,322	586,874	646,258	637,873
기타부채	150,743	66,803	74,701	74,035	74,515
부채총계	**686,156**	**614,125**	**661,575**	**720,293**	**712,388**
우선주 및 신종자본증권	0	0	0	0	0
보통주자본 및 APIC	27,259	26,866	23,811	22,630	22,008
자사주	(46)	(647)	(29)	(34)	(66)
이익잉여금	30,508	31,841	39,069	44,256	50,747
기타	(13,173)	(14,153)	(15,956)	(15,151)	(17,034)
소액주주 지분	5,472	4,853	3,623	3,564	4,359
자본총계	**50,020**	**48,760**	**50,518**	**55,265**	**60,014**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	5.40	4.68	3.92	3.94	3.50
NCO rate	1.38	1.99	0.93	1.14	1.38
대출성장률	(18.6)	2.5	12.0	5.7	9.2
예금성장률	(10.9)	1.9	12.5	4.4	7.1
자산성장률	5.5	(10.0)	7.4	8.9	(0.4)
CET-1 자본비율	12.2	13.0	12.7	12.7	12.9
Tier 1 자본비율	14.0	14.8	14.2	14.3	14.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(7.5)	5.8	18.6	20.0	22.2
영업이익	(25.4)	42.4	38.3	19.6	23.9
순이익	(62.8)	256.6	36.6	26.1	25.4
희석 EPS	(74.8)	374.1	55.6	31.6	30.2
주당지표					
희석 EPS	0.13	0.63	0.98	1.29	1.68
BPS	6.7	6.7	7.8	8.9	9.7
DPS (보통주)	0.00	0.25	0.35	0.45	0.57
비율					
ROE (%)	1.9	9.7	13.3	15.6	18.0
ROA (%)	0.2	0.7	0.9	1.1	1.3
ROIC (%)	3.4	3.3	4.0	4.6	5.7
배당성향 (%)	0.0	40.9	34.7	33.9	33.8
주주환원율 (%)	0.0	35.3	82.7	50.1	40.2

GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

ING Group (INGA NA)

네덜란드 대표 은행 – 구조조정은 end. 투자자 신뢰 회복은 ing

- ING그룹은 네덜란드 대표 은행. 다만, 글로벌 금융위기를 거치며 보험과 글로벌 Direct 뱅킹을 매각, 이제는 은행업만을 영위.
- 장기간 구조조정을 거쳐 CET-1 비율은 13%를 상회하는 등 정상화 시현. 특히, 3Q 중 CET-1 비율 13% 상회하는 잉여자본을 전액 주주에게 환원.
- 동사는 26E PBR 1.2배로 타사대비 낮은 Valuation에 거래. 결국 관건은 실적과 주주환원 강화 정책의 이행 확인을 통한 투자자 신뢰 회복이 될 전망.

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 네덜란드 대표 다국적 은행. 다만 보험과 Direct 뱅킹은 이제 없어요: ING는 네덜란드의 다국적 은행 및 금융서비스 기업. 동사의 역사는 1881년 네덜란드 정부가 근로자들의 저축을 장려하기 위해 설립한 우편저축시스템인 라이크스포트스스파르방크 (Rijkspostspaarbank)까지 거슬러 올라감. 1986년 우체국 은행서비스가 Postbank NV로 민영화되었고, 1989년 NMB은행과 합병, NMB Postbank Groep로 발전. 참고로, NMB는 1927년 네덜란드 정부가 네덜란드 은행들을 재편하여 설립한 네덜란드 중개은행 (Nederlandsche Middenstands Bank)임. 1991년 NMB Postbank Groep의 은행업과 Nationale-Nederlanden의 보험업이 합병, ING Group이 탄생하였음. 특히, 동사는 1995년, 파생상품 거래로 파산한 Barings Bank를 1파운드에 인수, 회사의 기업금융 부문을 강화하였고, 시장을 선도하는 Direct Banking 서비스를 기반으로 해외 소매 금융을 빠르게 확장.

그러나, 08년 글로벌 금융위기로 인해 동사는 정부의 공적자금 투입을 받았고, 이는 동사의 Downsizing을 초래. 2012년 동사는 미국, 캐나다, 영국 등의 ING Direct 사업을 매각하였고, 2016년에는 보험 사업을 매각함으로써 은행 사업만 담당하게 되었음.

현재 규모 – Downsizing에도 불구, 공룡은 공룡: 24년 기준 ING Group 자산은 총 10,205억 유로, 한화 기준 1,562조원이며, 총 4천만명 이상의 리테일 고객을 보유하고 있고, 당기순이익은 63.9억 유로를, ROE는 12.6%를 기록.

향후 관건 – 투자자 신뢰 제고가 Valuation 회복의 핵심: ING그룹의 ROE 목표 달성을 위해서는 실적 개선과 적극적인 주주환원 정책이 뒷받침되어야 할 것으로 생각. 동사는 글로벌 금융위기 이후 장시간 기업의 Downsizing 등을 통해 ROE 및 주주환원율이 상당히 높은 변동성을 보인 만큼, 26E PBR 1.2배(Bloomberg)로 상대적으로 낮은 Valuation에 거래. 즉, 실적을 통한 증명과 이에 기반한 투자자 신뢰 제고가 향후 관건.

(다음 페이지에 계속)

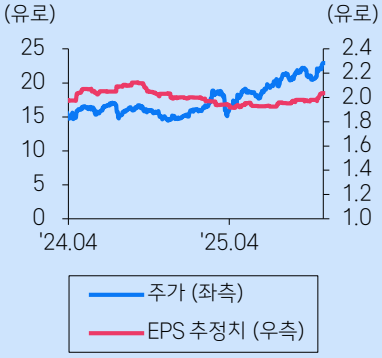
▶ 종목 정보

현재주가	22.9 EUR
블룸버그 평균목표주가	23.7 EUR
시가총액 (달러)	69.3 십억 유로
시가총액 (원)	118.0 조원
Shares (float)	2,930.7 백만주 (97.0%)
52주 최저/최고	14.1 / 23.0 유로
90일-평균거래대금	0.2 십억 유로
국가	NE
상장거래소	EN Amsterdam
산업	Banks

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
ING Group (%)	8.9	23.1	58.5
Euro stoxx 50 대비 (%pts)	4.9	16.3	36.4

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

수익 구성 – 리테일 중심 구성: ING Group은 다국적 은행으로 주요 영업 국가는 네덜란드, 독일, 벨기에, 호주, 폴란드, 스페인, 이탈리아, 튀르키예 등임.

대출은 리테일 68%, 홀세일 32%로 구성. 리테일 금융은 주거용 모기지 65%, 기업 대출 20%가 핵심이며, 홀세일 뱅킹은 58%가 대출, daily banking 및 무역금융이 25%를 차지하고 있음.

주요 지표 점검 – 유럽, 리테일 은행으로 낮은 ROE. 하지만 동시에 리스크도 낮다: 유럽을 중심으로 사업을 영위하고 있는 만큼, 24년 기준 ROE는 12.6%를 기록하였지만, 충당금 적립률은 0.2%로 낮음. 한편, 동사의 예대율은 3Q25 기준 96%의 높은 수준을 기록 중.

최근 이슈 점검 1. 러시아에서의 철수는 ING…: ING Group은 25년 1월, 러시아 시장에서의 철수를 공표. 이에 ING Bank (Eurasia) JSC의 매각을 진행 중임. 당초 해당 매각은 3Q25에 마무리될 예정이었으나, 매수자 측의 필요한 승인 절차가 아직 마무리되지 않아 추가적인 시간이 소요될 전망. 참고로, 동사는 지난 2Q25 실적에서 해당 사업 정리로 인한 실적 영향으로 8억 유로 (세후 기준)의 손실이 예상되며, 이에 따른 CET-1 비율 영향은 7bp 이내의 감소를 언급.

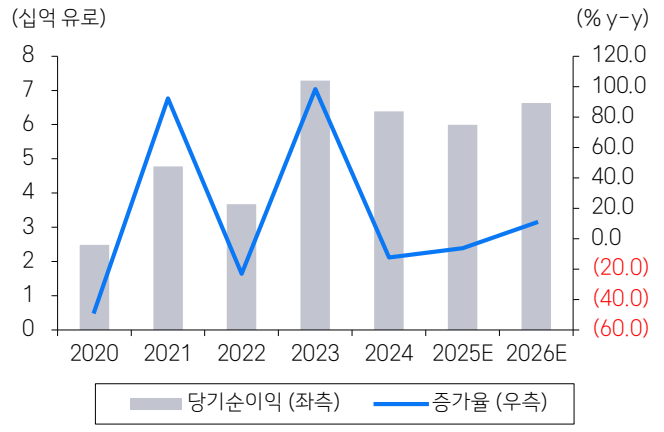
최근 이슈 점검 2. 칼 같은 주주환원 – 일단 달라진 모습은 접수. 관건은 지속성: 동사는 주주환원에도 적극적. 10월 말 동사는 16억 유로의 추가 주주환원을 발표. 이는 자사주 매입 11억 유로, 현금 배당 5억 유로로 구성되어 있으며, 3Q25 말 기준 CET-1 비율이 13.4%로 동사의 관리 목표 ~13%를 상회함에 따라 CET-1 비율 13%를 상회하는 만큼의 잉여 자본을 칼같이 주주에게 환원한 것. 즉, 금번 발표된 주주환원의 CET-1 비율 영향은 -48bp로 동사의 자본 관리 및 이를 통한 ROE 제고 의지를 명확히 한 것으로 생각 (27년 동사의 ROE 목표는 14% 이상). 다만, 관건은 이와 같은 노력의 지속성이 될 것으로 예상.

ING Group 상장 시장 및 티커

종목명	상장 시장	티커
ING 그룹 ADR	뉴욕	ING US
ING 그룹	독일	INN1 DE
ING 그룹	암스테르담	INGA NA

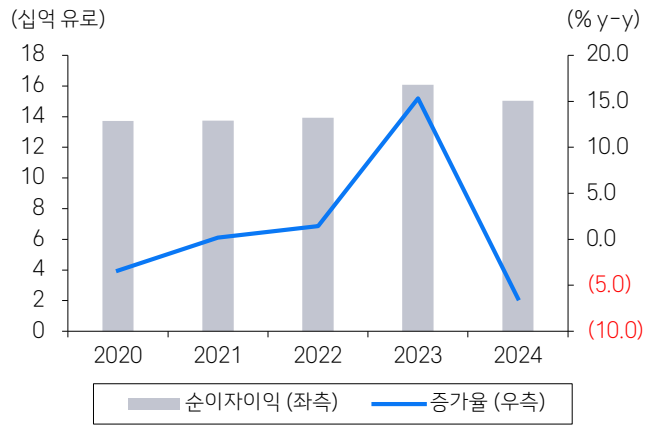
자료: Bloomberg, 삼성증권

ING Group 당기순이익 및 증가율 추이



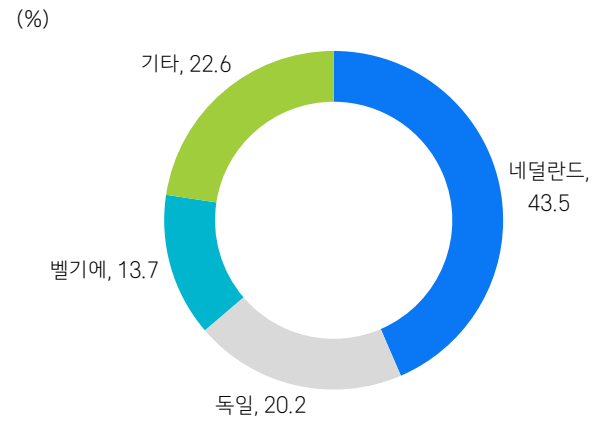
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

ING Group 순이자이익 및 증가율 추이



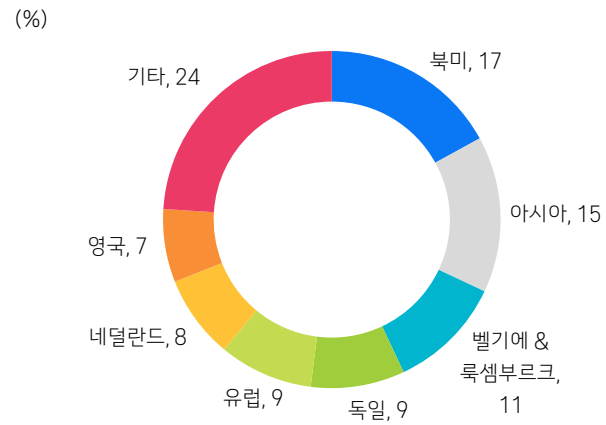
자료: Bloomberg, 삼성증권

ING Group 국가별 이익 비중



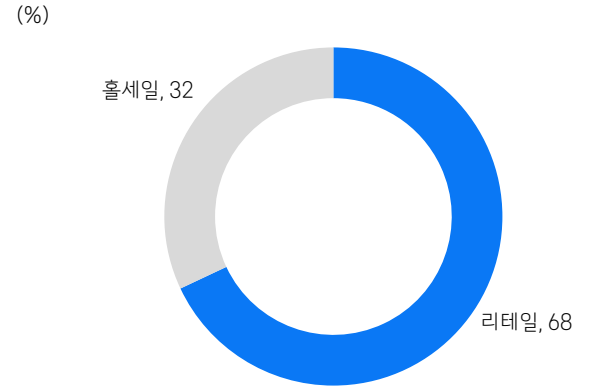
자료: ING Group, 삼성증권

ING Group 국가별 대출 비중



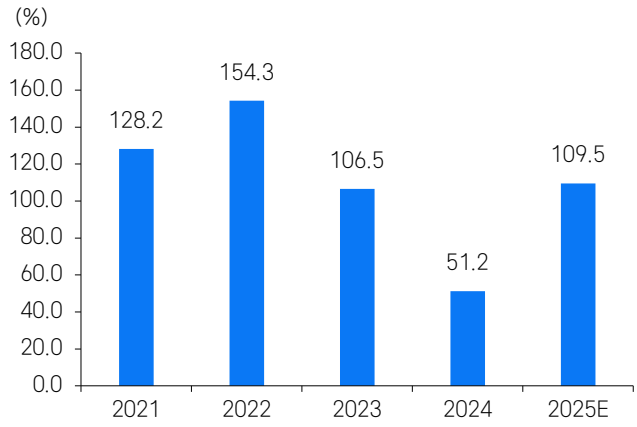
자료: ING Group, 삼성증권

ING Group 차주별 대출 비중



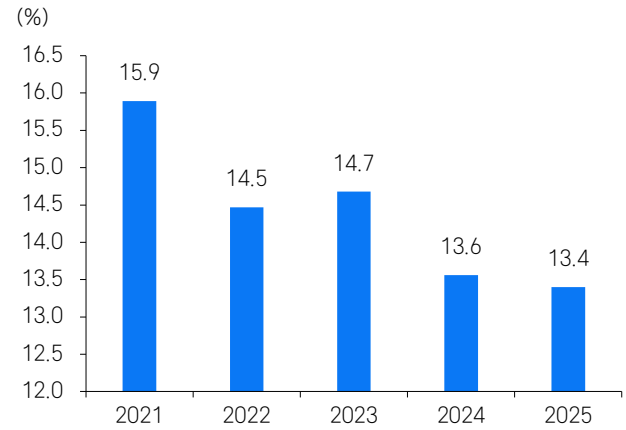
자료: ING Group, 삼성증권

ING Group 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: ING Group, 삼성증권

ING Group CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: ING Group, 삼성증권

ING Group 2025년 주요 지표 가이던스

	2025년 타겟
모바일 주거래 고객	연간 백만명 증가
총 이익	최대 228억 유로
수수료이익	10% 이상 성장
총 비용	최대 125억 ~ 127억 유로
CET-1 비율	~13%
ROE	12.5% 이상

자료: ING Group, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**19,074**	**19,837**	**19,969**	**23,941**	**24,006**
순이자이익	13,711	13,737	13,936	16,069	15,036
이자수익	22,805	21,236	28,652	52,321	58,918
이자비용	(9,094)	(7,499)	(14,716)	(36,252)	(43,882)
비이자수익	5,618	6,230	6,262	7,877	9,005
비이자비용	(12,656)	(12,680)	(12,698)	(13,078)	(13,717)
대손충당금	(2,675)	(516)	(1,861)	(520)	(1,194)
충당금적립후순이자수익	11,036	13,221	12,075	15,549	13,842
영업이익	**4,621**	**7,174**	**5,810**	**10,535**	**9,366**
기타영업외이익	(812)	(392)	(308)	(43)	(66)
법인세차감전순이익	**3,809**	**6,782**	**5,502**	**10,492**	**9,300**
법인세	(1,246)	(1,877)	(1,725)	(2,970)	(2,650)
당기순이익	**2,485**	**4,776**	**3,674**	**7,287**	**6,392**
소수주주지분	78	129	103	235	258
당기순이익(GAAP)	**2,485**	**4,776**	**3,674**	**7,287**	**6,392**
EPS (GAAP, 유로)	0.64	1.23	1.02	2.05	1.98
희석 EPS (유로)	0.64	1.23	1.01	2.04	1.98

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	111,087	106,520	87,614	90,214	70,353
은행간 거래 자산	36,935	31,689	46,142	29,329	37,274
유가증권	148,104	151,585	149,103	198,295	219,746
대출채권	597,552	627,437	634,200	641,903	676,763
이자부자산	893,678	917,231	917,059	959,741	1,004,136
기타자산	(67,490)	(72,461)	(36,855)	(74,372)	(53,944)
자산총계	**937,275**	**951,290**	**967,818**	**975,583**	**1,020,545**
예수금	609,642	617,296	640,769	650,267	691,661
차입금	85,070	93,680	64,851	37,348	25,812
사채	99,209	109,719	112,878	141,233	161,361
이자부부채	793,921	820,695	818,498	828,848	878,834
기타부채	87,695	75,941	98,907	94,551	90,402
부채총계	**881,616**	**896,636**	**917,405**	**923,399**	**969,236**
우선주 및 신종자본증권	0	0	0	0	0
보통주자본 및 APIC	17,128	17,144	17,153	17,151	17,147
자사주	(4)	(1,612)	(1,205)	(1,994)	(765)
이익잉여금	35,180	37,318	34,944	36,852	33,853
기타	2,333	1,068	(983)	(769)	79
소액주주 지분	1,022	736	504	944	995
자본총계	**55,659**	**54,654**	**50,413**	**52,184**	**51,309**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	2.10	1.82	1.76	1.78	1.93
NCO rate	0.43	0.08	0.29	0.08	0.18
대출성장률	(2.3)	5.0	1.1	1.2	5.4
예금성장률	6.1	1.3	3.8	1.5	6.4
자산성장률	5.1	1.5	1.7	0.8	4.6
CET-1 자본비율	15.5	15.9	14.5	14.7	13.6
Tier 1 자본비율	17.3	18.1	16.4	16.9	16.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(3.8)	4.0	0.7	19.9	0.3
영업이익	(36.2)	55.2	(19.0)	81.3	(11.1)
순이익	(48.0)	92.2	(23.1)	98.3	(12.3)
희석 EPS	(48.0)	92.2	(17.9)	102.0	(2.9)
주당지표					
희석 EPS	0.64	1.23	1.01	2.04	1.98
BPS	14.0	13.8	13.8	15.3	16.2
DPS (보통주)	0.12	0.89	0.56	1.11	1.06
비율					
ROE (%)	4.6	8.8	7.1	14.4	12.6
ROA (%)	0.3	0.5	0.4	0.7	0.6
ROIC (%)	2.1	2.1	2.2	3.4	3.2
배당성향 (%)	18.8	91.7	63.1	51.6	51.2
주주환원율 (%)	18.8	128.2	154.3	106.5	51.2

GLOBAL EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Barclays (BARC LN)

영국 5대 은행 – IB인데, 주주환원 강화가 주가 트리거

- Barclays는 영국 5대 은행으로 글로벌 금융위기 이후 리먼 브라더스 미국 사업부를 인수, IB부문에 보다 특화된 은행 (수익의 절반이 IB에서 창출)
- 최근 동사는 영국 자동차 금융에 대한 추가 충당금 및 IB부문의 단일 차주에 대한 거액 손실 인식 등으로 실적 개선 속도가 제한됨.
- 26E PBR 0.8배로 장부가치를 하회하는 Valuation. 다만, 그간 주가 상승 트리거는 주주환원 강화였음에 주목 필요.

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 영국 5대 은행이자 리먼 브라더스를 인수한 대표 Investment Bank: Barclays는 1690년 시작된 은행으로 1736년 James Barclays가 파트너로 들어오며 현재의 이름으로 바뀌었음. 규모의 경제를 확보하기 위해 이후 동사는 지속적으로 M&A를 거쳤고, 1920년대 들어 영국 5대 은행의 위치에 등극. 1980년대 후반 IB를 시작하였고, 08년 글로벌 금융위기 이후 리먼 브라더스의 북미 지역 사어부를 인수하며 이를 강화하였음. 08년 금융위기 이후 후속 조치로 영국 금융당국은 국내 사업과 글로벌 및 IB사업과의 분리를 실시하였고, 이에 동사는 Barclays PLC가 지주사 역할을 지속하되, 국내 금융업과 글로벌 및 IB, 그리고 지원 사업부 등 세 부문으로 재정비.

현재 규모 – 총 자산 1.5조 파운드: 24년 기준 Barclays의 자산은 총 15,182억 파운드, 한화 기준 2,810조원이며, 당기순이익은 63.1억 파운드를 기록. 영국 리테일 뱅킹 부문의 고객은 2천만명 이상, 영국 기업금융 고객은 13,000 이상이며, 미국 신용카드 고객은 2,400만명임 (신용카드 규모는 미국 내 8위).

수익 구성 – IB가 수익의 거의 절반: Barclays의 수익은 크게 IB, Barclays UK, USCB (미국 리테일뱅킹), UKCB (영국 기업금융), PBWM으로 구분. 24년 매출 기준 IB가 44%, BUK 31%, USCB 12% 등의 순으로 매출에 기여. 이익 기준으로는 IB와 BUK가 각각 47%와 44%를 차지. 참고로, IB 수수료 수익의 70%가 미국에서 창출.

주요 지표 점검 – IB인데 ROE는 낮은…: 영국을 중심으로 사업을 영위, 24년 기준 ROE는 9.0%, 자산성장률은 2.8%를 기록. 충당금 적립률은 그룹 기준 0.57%이지만, 이는 미국 리테일 뱅킹 부문이 카드 영향으로 높기 때문이며, BUK는 0.18%를 기록 (3Q25 기준). 한편, 동사의 예대율은 3Q25 기준 75.0%를 기록.

향후 관건: Barclays 그룹은 26E PBR 0.8배(Bloomberg)로 상대적으로 낮은 Valuation에 거래 중. 다만, 지난 1년간 동사 주가는 큰 폭으로 상승했는데, 이의 핵심 트리거는 실적 개선과 주주환원 강화로 생각. 즉, 동사의 실적 및 주주환원 정책의 이행 속도 확인이 향후 관건.

(다음 페이지에 계속)

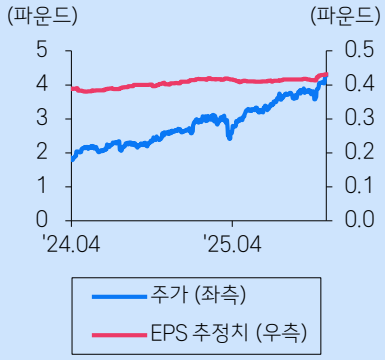
▶ **종목 정보**

현재주가	429.1 GBP
블룸버그 평균목표주가	454.5 GBP
시가총액 (달러)	59.8 십억 파운드
시가총액 (원)	115.3 조원
Shares (float)	13,919.5 백만주 (99.9%)
52주 최저/최고	223.8 / 429.4 파운드
90일-평균거래대금	9.3 십억 파운드
국가	GB
상장거래소	London
산업	Banks

▶ **수익률**

	1개월	6개월	12개월
Barclays (%)	15.2	36.9	66.6
FTSE 100 대비 (%pts)	10.2	21.7	43.2

▶ **주가 vs EPS 추정치**



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

최근 이슈 점검 1. 영국 자동차 금융 충당금 및 IB부문에서도 손실 인식이 실적 개선 속도 제한: 3Q25 실적에서 동사는 거액의 충당금 비용이 발생. 영국 자동차 금융 부문에 대한 충당금으로 2.35억 파운드가 추가되었고, IB부문에서 단일 고객과 관련 1.1억 달러의 신용 손실 충당금이 발생. 이러한 부담에도 불구하고, 이익은 20.8억 파운드로 7% y-y 감소에 그쳤으며, 올해 연간 ROTE 목표를 기존 11%에서 11% 초과로 상향조정.

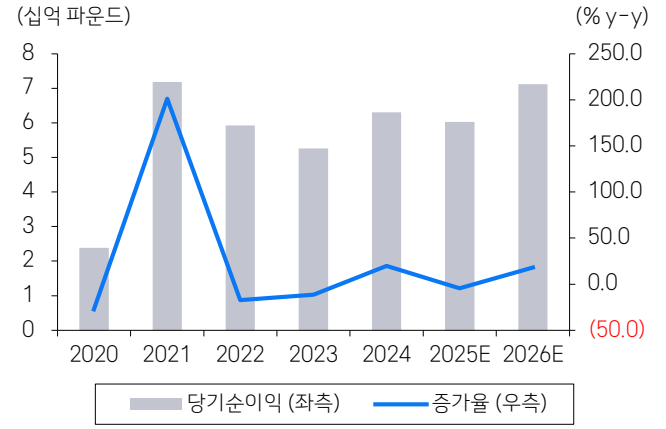
최근 이슈 점검 2. 주주환원에 적극적으로 전환: 동사는 주주환원에 적극적으로 전환. 10월 말 동사는 5억 파운드 규모의 자사주 매입을 발표했으며, 향후 자사주 매입 정책은 매 분기별로 발표될 계획이고, FY25 배당 정책은 조기 집행될 것으로 언급. 참고로 동사는 100억 파운드를 주주환원에 활용하고, 26년 ROTE 12%가 목표임.

Barclays 상장 시장 및 티커

종목명	상장 시장	티커
Barclays ADR	뉴욕	BCS US
Barclays	독일	BCY DE
Barclays	런던	BARC LN

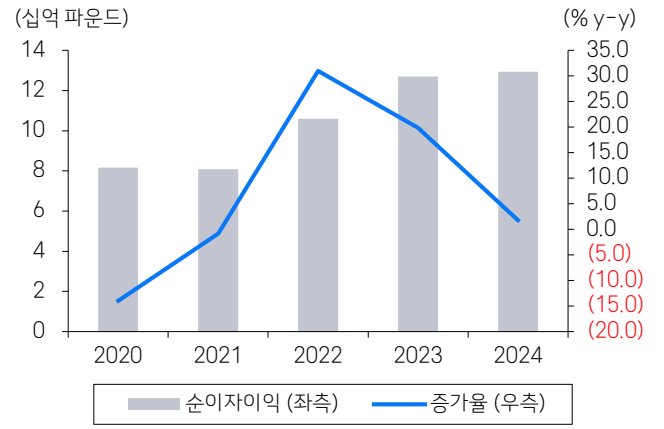
자료: Bloomberg, 삼성증권

Barclays 당기순이익 및 증가율 추이



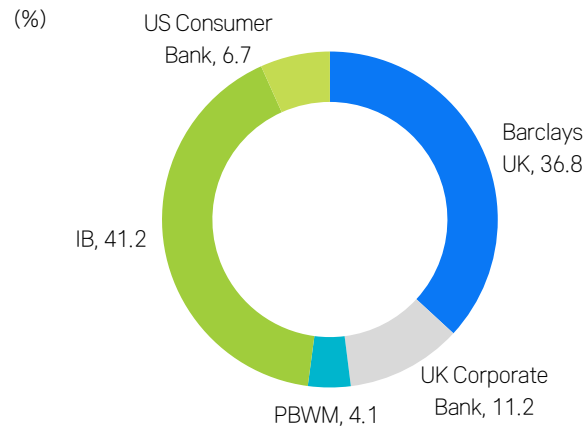
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Barclays 순이자이익 및 증가율 추이



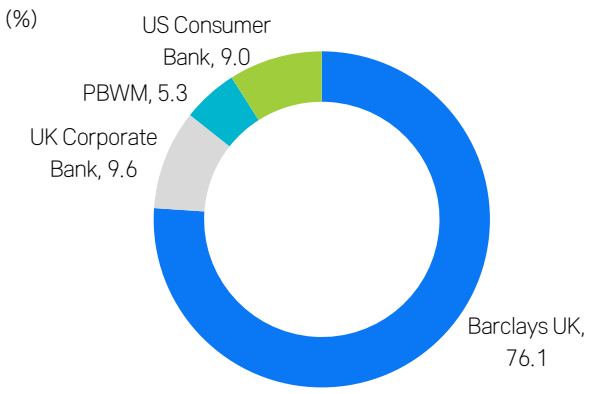
자료: Bloomberg, 삼성증권

Barclays 사업부문별 이익 비중



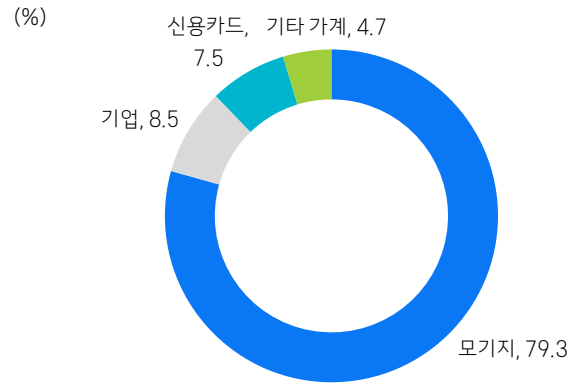
자료: Barclays, 삼성증권

Barclays 사업부문별 자산 비중



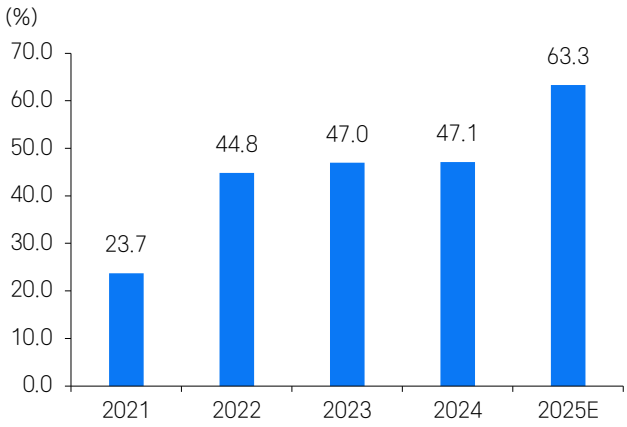
자료: Barclays, 삼성증권

Barclays 차주별 대출 비중



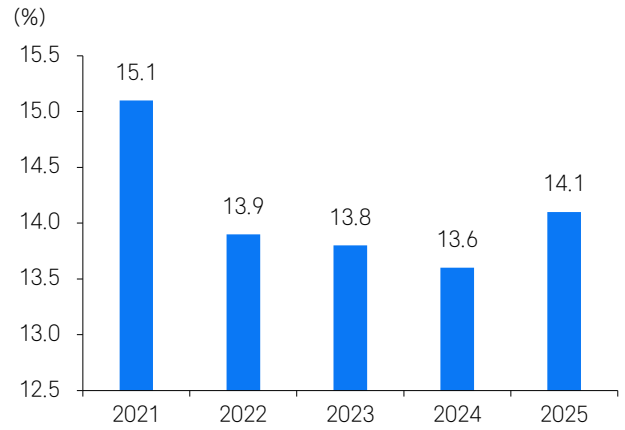
자료: Barclays, 삼성증권

Barclays 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Barclays, 삼성증권

Barclays CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: Barclays, 삼성증권

Barclays 2026년 경영 계획 목표

- 그룹 RoTE 12% 달성
- 총 100억 파운드 이상 주주 환원
- 고수익 사업부 중심의 RWA 재배분
  → IB 부문 RWA 비중 기존 58%에서 약 50% 수준으로
- 수익의 질 제고
  → 그룹 매출 약 300억 파운드, 비용 대비 수익 비율 50%대 후반 유지
- 고객 및 클라이언트 서비스 개선
  → NPS 지표 상향
- 내부 통제 환경 전반에 일관된 우수성 내재화

자료: Barclays, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 파운드)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**23,836**	**24,146**	**27,994**	**28,970**	**30,388**
순이자이익	8,159	8,093	10,603	12,709	12,936
이자수익	11,929	11,260	19,127	35,075	38,326
이자비용	(3,770)	(3,167)	(8,524)	(22,366)	(25,390)
비이자수익	15,677	16,053	17,391	16,261	16,896
비이자비용	(16,109)	(16,627)	(19,805)	(20,521)	(20,342)
대손충당금	(4,685)	635	(1,183)	(1,883)	(1,975)
충당금적립후순이자수익	3,474	8,728	9,420	10,826	10,961
영업이익	**3,395**	**9,290**	**8,665**	**7,409**	**8,041**
기타영업외이익	(330)	(876)	(1,653)	(852)	67
법인세차감전순이익	**3,065**	**8,414**	**7,012**	**6,557**	**8,108**
법인세	(604)	(1,188)	(1,039)	(1,234)	(1,752)
당기순이익	**2,383**	**7,179**	**5,928**	**5,259**	**6,307**
소수주주지분	78	47	45	64	49
당기순이익(GAAP)	**2,383**	**7,179**	**5,928**	**5,259**	**6,307**
EPS (GAAP, 파운드)	0.09	0.38	0.31	0.28	0.36
희석 EPS (파운드)	0.09	0.37	0.30	0.27	0.35

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 파운드)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	292,494	331,116	368,948	333,523	330,027
은행간 거래 자산	9,031	3,227	776	2,594	4,734
유가증권	381,789	400,760	412,443	453,092	438,246
대출채권	342,632	361,451	398,779	399,496	414,483
이자부자산	1,025,946	1,096,554	1,180,946	1,188,705	1,187,490
기타자산	31,074	(43,385)	(36,195)	(44,741)	685
자산총계	**1,349,514**	**1,384,285**	**1,513,699**	**1,477,487**	**1,518,202**
예수금	481,036	519,433	545,782	538,789	560,663
차입금	147,002	161,892	196,903	194,354	202,552
사채	93,581	112,943	125,520	108,290	105,528
이자부부채	721,619	794,268	868,205	841,433	868,743
기타부채	561,013	519,806	576,234	564,190	576,978
부채총계	**1,282,632**	**1,314,074**	**1,444,439**	**1,405,623**	**1,445,721**
우선주 및 신종자본증권	11,172	12,259	13,284	13,259	12,075
보통주자본 및 APIC	4,637	4,536	4,373	4,288	4,186
자사주	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	0	#VALUE!
이익잉여금	45,527	50,657	52,827	53,734	56,028
기타	4,461	1,770	(2,192)	(77)	(468)
소액주주 지분	1,085	989	968	660	660
자본총계	**66,882**	**70,211**	**69,260**	**71,864**	**72,481**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	2.56	1.97	1.75	1.77	1.75
NCO rate	1.31	(0.18)	0.31	0.47	0.48
대출성장률	1.0	5.5	10.3	0.2	3.8
예금성장률	15.7	8.0	5.1	(1.3)	4.1
자산성장률	18.4	2.6	9.3	(2.4)	2.8
CET-1 자본비율	15.1	15.1	13.9	13.8	13.6
Tier 1 자본비율	19.0	19.2	17.9	17.7	16.9

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(0.7)	1.3	15.9	3.5	4.9
영업이익	(45.5)	173.6	(6.7)	(14.5)	8.5
순이익	(27.2)	201.3	(17.4)	(11.3)	19.9
희석 EPS	(39.0)	325.6	(18.6)	(9.7)	29.4
주당지표					
희석 EPS	0.09	0.37	0.30	0.27	0.35
BPS	3.1	3.4	3.5	3.8	4.1
DPS (보통주)	0.01	0.03	0.07	0.08	0.08
비율					
ROE (%)	2.8	11.4	9.0	7.6	9.0
ROA (%)	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4
ROIC (%)	2.5	2.0	2.0	1.9	2.3
배당성향 (%)	11.4	7.9	22.9	28.4	22.8
주주환원율 (%)	7.3	23.7	44.8	47.0	47.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관 투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA