SECTOR UPDATE

2025. 11. 25

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

▶ 종목 정보

KB금융 (105560 KS, 120,300)		
목표주가	150,000원	24.7%
BUY		
신한지주 (055550 KS, 76,300)		
목표주가	94,000원	23.2%
BUY		
하나금융지주 (086790 KS, 89,500)		
목표주가	119,000원	33%
BUY		
우리금융지주 (316140 KS, 25,800)		
목표주가	32,000원	24%
HOLD		
기업은행 (024110 KS, 20,100)		
목표주가	23,000원	14.4%
HOLD		
BNK금융지주 (138930 KS, 14,810)		
목표주가	20,000원	35%
BUY		
iM금융지주 (139130 KS, 14,070)		
목표주가	19,000원	35%
BUY		
JB금융지주 (175330 KS, 23,100)		
목표주가	28,000원	21.2%
HOLD		
카카오뱅크 (323410 KS, 22,750)		
목표주가	27,000원	25%
HOLD		

삼성증권

리서치센터 리포트 바로가기

은행 (OVERWEIGHT)

26년 전망: 물 들어온다. 노를 저어라!

- 은행 26년 실적은 교육세 및 법인세 인상 불구, 사이클 개선에 따른 견조한 성장세를 보일 것으로 전망. 즉, 우호적 환경 하 주주환원 강화 이행이 차별화 전망.
- 1) 실적 및 주주환원 관련 불확실성 완화가 예상되는 가운데, 2) 은행별 주주환원율 제고 속도 및 신뢰 구축과, 3) 배당 관련 주주구성의 긍정적 변화가 관건 전망.
- KB금융의 주주환원율 차별화, 신한과 하나금융의 속도감 있는 주주환원율 catch up 기대, BNK, iM금융의 Valuation Gap Play에 초점 필요.

WHAT'S THE STORY?

I. 26년 실적 전망 – 이익 개선 사이클 지속: 26년 당기순이익은 4.3% 증가 전망. 26년 교육세 및 법인세 인상 불구 견조한 개선세 기대. 특히, 사이클 개선에 따른 이익 성장에 초점이 필요.

II. 국내 은행주의 유례 없는 주가 상승 – 그러나, 여전히 좁혀지지 않는 격차: 올해 은행주의 견조한 주가 상승에도 불구, 글로벌 은행과의 Valuation 격차는 종전과 동일한 수준을 유지, 여전히 할인 요인이 이어지고 있음을 시사. 즉, 사이클 개선이라는 우호적 환경에서 은행별 주주환원 강화 이행이 차별화된 Valuation 회복 결정 전망.

III. 관건 1. 실적과 주주환원에 대한 불확실성 – 그러나, 합리적 대안 도출 기대: 실적과 주주환원에 대한 불확실성은 여전히 할인 요인으로 작용. 다만, 은행의 유동성 공급이라는 고유 기능 강화를 위해 합리적 대안이 도출될 것으로 기대.

IV. 관건 2. 높아진 주주환원율 커트라인 – 일차적 관건은 ROE 제고 (Re-leveraging): 국내 은행들은 속도감 있게 주주환원율을 높여 왔으나, 글로벌 은행들의 주주환원율은 70~80% 수준까지 상승. 이에 50% 이상의 주주환원율 달성을 위한 ROE 상승이 일차적 관건인 가운데, 이제는 Re-leveraging도 고려 필요한 시점.

V. 관건 3. 높아진 주주환원율 커트라인 – 보다 유연한 CET-1 비율 목표 논의 필요: ROE 단기 개선 속도 감안 시, CET-1 비율에 대한 원론적 고민도 필요. 특히, 글로벌 은행들의 사례에 비춰볼 때, 핵심은 리스크 관리 및 효율적 자본 관리임에 주목 필요.

VI. 관건 4. 배당 – 핵심은 주주구성의 긍정적 변화: 은행주와 관련 감액 배당과 배당소득세 분리과세, 이에 따른 주주구성의 긍정적 변화가 향후 관건. 특히, 은행주는 Progressive 배당 정책으로 배당주 본연의 역할에 보다 충실할 수 있다는 점에 초점.

VI. 투자전략 – BVPS 증가와 주주환원율에 초점: 은행주 Valuation 회복의 핵심은 여전히 자사주 매입 및 소각에 따른 BVPS의 증가와 주주환원율의 속도감 있는 제고. KB금융의 주도적 역할 지속이 예상되는 가운데, 26년 주주환원율 50%에 근접할 것으로 예상되는 신한지주와 하나금융의 Gap 메우기를 기대. 한편, PBR 0.4배 수준에 거래 중인 BNK금융과 iM금융의 차별화된 실적 개선 전망에도 초점 필요.

I. 26년 실적 전망 – 이익 개선 사이클 지속

2026년 실적 – 세제 개편 불구, 당기순이익 4.3% 증가 전망

26년 실적 개선 – 세제 개편에도 불구하고 업황 사이클 전환에 따른 이익 개선에 초점

은행들의 2026년 당기순이익은 4.3% 증가할 것으로 전망한다. 26년 금융사들에 대한 교육세 및 법인세율 인상에 따른 실적 부담을 감안하면, 이는 견조한 실적 개선으로 판단되며, 특히 업황 싸이클 개선에 따른 실적 증가에 초점이 필요하다. 부문별로는 1) 대출성장률은 5.1%로 올해 4.1%보다 소폭 개선되고, 2) NIM은 4bp 소폭 하락에 그칠 것으로 전망, 3) 순이자이익은 3.2 % 늘어날 것으로 예상되고, 4) Credit cost는 0.39%로 12bp 개선, 하향안정화 사이클에 들어갈 것으로 기대한다. 5) 비은행 부문은 25년 호황을 누렸던 유가증권 관련 이익의 기저효과가 있지만, 충당금 부담 감소가 이를 일부 상쇄하며 개선세를 보일 것으로 기대한다.

목표주가 상향조정 – 속도감 있는 주주환원율 제고 기대

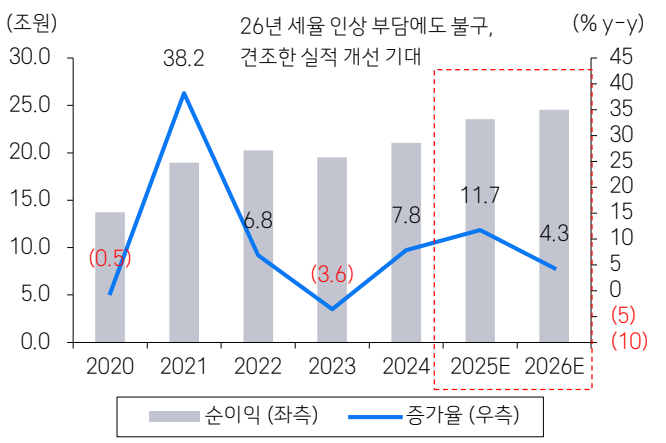
한편, 당사 커버리지 하 은행들에 대한 목표주가는 소폭 상향 조정하였다. 이는 1) 일부 은행들에 대한 26년 이익 전망 상향 조정과 더불어 2) 최근 글로벌 은행들은 주주환원율 상승이 가파르게 나타나며 PBR 상승을 견인, 미국과 일본 주요 은행들의 implied COE가 10% 이하로 낮아진 가운데, 3) 국내 은행들이 내년 초 당초 계획보다 빠른 주주환원율 상향 조정을 보일 가능성이 높아짐에 따라 국내 은행들에 적용되는 COE 또한 낮아질 것으로 예상되기 때문이다.

연간 이익 추이 및 전망

(십억원)	2024	2025E	YoY (%)	2025E 기존 추정치	차이 (%)	2026E	YoY (%)	2026E 기존 추정치	차이 (%)
KB금융	5,078.2	5,725.0	12.7	5,762.0	(0.6)	5,950.4	3.9	5,897.3	0.9
신한지주	4,450.2	5,218.8	17.3	5,193.7	0.5	5,507.2	5.5	5,366.3	2.6
하나금융	3,738.9	4,092.0	9.4	4,118.3	(0.6)	4,302.6	5.1	4,264.1	0.9
우리금융	3,086.0	3,245.4	5.2	3,251.2	(0.2)	3,377.4	4.1	3,356.6	0.6
기업은행	2,644.5	2,775.9	5.0	2,754.7	0.8	2,777.5	0.1	2,703.2	2.7
BNK금융	728.6	848.2	16.4	832.9	1.8	894.4	5.4	859.2	4.1
IM금융	214.9	472.1	119.7	468.7	0.7	513.9	8.8	486.4	5.6
JB금융	677.5	688.7	1.7	692.0	(0.5)	729.9	6.0	726.4	0.5
카카오뱅크	440.1	465.8	5.8	462.8	0.6	501.9	7.8	515.2	(2.6)
합계	21,058.8	23,532.1	11.7	23,536.3	(0.0)	24,555.1	4.3	24,174.7	1.6

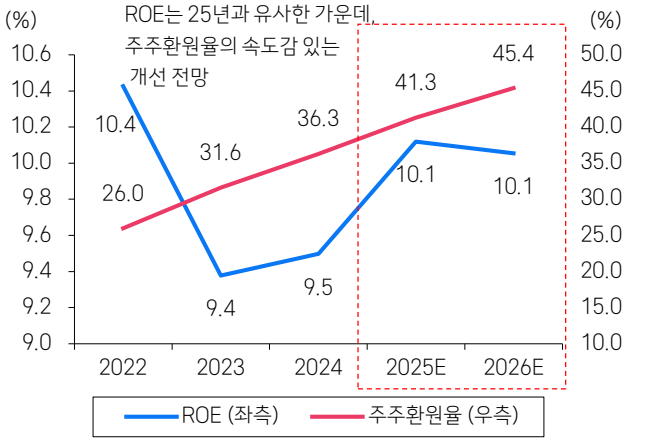
자료: 각 사, 삼성증권 추정

은행 이익 및 증가율 연간 추이



참고: 커버리지 은행 합산 기준
자료: 각 사, 삼성증권

은행 ROE 및 주주환원율 추이



참고: 커버리지 은행 가중평균 기준
자료: 각 사, 삼성증권

목표주가 변경

	투자의견	변경 전	변경 후	차이 (%)	현재가	상승 여력 (%)	목표 PBR
KB금융	BUY	143,000	150,000	4.9	120,300	24.7	0.90
신한지주	BUY	86,000	94,000	9.3	76,300	23.2	0.81
하나금융	BUY	113,000	119,000	5.3	89,500	33.0	0.78
우리금융	HOLD	32,000	32,000	0.0	25,800	24.0	0.68
기업은행	HOLD	21,000	23,000	9.5	20,100	14.4	0.59
BNK금융	BUY	19,000	20,000	5.3	14,810	35.0	0.56
IM금융	BUY	18,000	19,000	5.6	14,070	35.0	0.57
JB금융	HOLD	27,000	28,000	3.7	23,100	21.2	0.89
카카오뱅크	HOLD	28,000	27,000	(3.6)	21,600	25.0	1.76
평균							**0.78**

참고: 11월 24일 종가 기준 / 평균은 카카오뱅크 제외 기준 / 목표 PBR은 '26년 BPS 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

부문별 전망 1. 대출 성장률 – 5% 내외로 올해대비 회복 기대

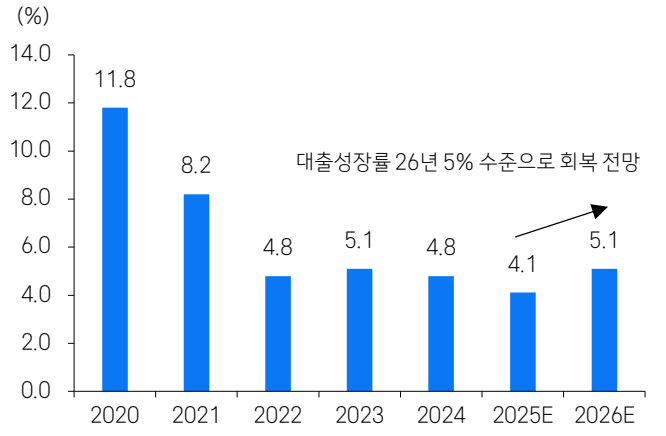
25년 대출 성장률은 4% 수준으로 더딜 전망이지만 …

아직 연말까지 2개월이 남았지만, 올해 연간 대출 성장률은 당사 커버리지 은행들을 기준으로 4%에 머물 전망이다. 1) 한국은행 발표 기준 올해 10월까지 은행 대출 성장률은 3.4% YTD로 더딘 개선세를 시현한 가운데, 2) 금융당국의 가계부채 관리강화 기조와 3) 최근 환율 상승에 따른 RWA 관리 니즈 증대, 그리고 4) 연말 계절성 요인인 대규모 매상각 가능성 등에 기인한다.

26년 대출 성장률은 5% 수준으로 회복을 기대

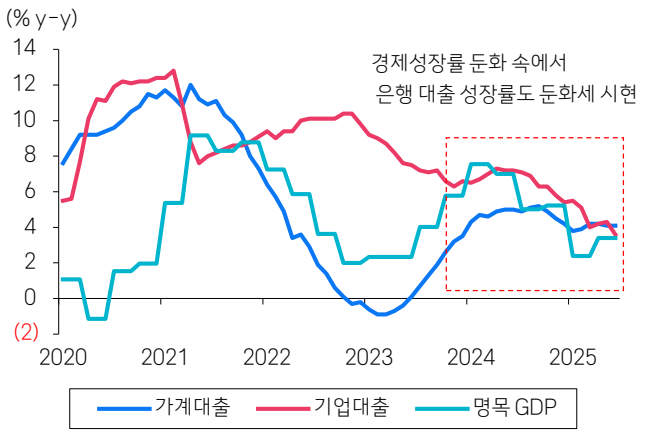
하지만, 26년 대출 성장률은 25년에 비해 회복세를 보일 것으로 전망한다. 이는 25년은 물론, 24년 4.8%에 비해서도 높은 수준이다. 1) 금융당국의 가계부채 관리강화 기조로 은행 가계대출은 내년 nominal GDP 성장률 4% 보다 낮게 관리될 전망이지만, 2) 은행들의 생산적 금융 및 포용 금융 강화와 더불어 3) 지난 2년간 은행 대출 성장률의 하락을 야기한 경기 요인이 완화될 것으로 예상되는 만큼 기업대출을 중심으로 증가세가 재차 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

연도별 대출 성장률



참고: 25년 및 26년은 커버리지 은행 추정치 합산 기준
자료: 한국은행, 삼성증권 추정

가계대출 vs 기업대출 vs 명목 GDP 성장률 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

부문별 전망 1-1. 가계대출 – Nominal GDP 성장률 이내 관리 전망

25년 하반기부터 확연히 둔화된 가계대출

25년 하반기 들어 은행 가계대출은 확연히 둔화되었다. 4~6월 월평균 5.5조원 증가하던 가계대출은 7월부터 10월까지 월평균 3.1조원으로 증가 폭이 확연히 낮아졌다. 이에 10월 기준 가계대출의 전년동기대비 증가율은 3.1%를 기록하며 지난 해 4.9%의 성장률을 크게 하회하였다.

26년에도 가계대출 증가 둔화세 지속 전망 – 주담대 금리 상승은 대출 한도에도 영향

26년에도 은행 가계대출 증가 속도는 둔화세를 이어갈 전망이다. 이는 25년 가계대출 증가율의 하락을 야기한 금융당국의 가계부채 관리강화 기조가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 1) 25년 하반기 중 여러 차례에 걸쳐 발표된 주담대 규제 강화의 영향이 지속될 전망이고, 2) 금융당국 또한 은행들로 하여금 부동산 담보대출보다는 생산적 금융으로 자금을 투입할 것을 주문하고 있는 점이 고려될 필요가 있다. 특히, 3) 최근 장기채 중심 금리 상승에 따른 주담대 금리 상승은 주담대 성장을 저해하는 요인이다. 이는 일차적으로 주담대에 대한 매력도를 낮추는 것은 물론, 금리 상승으로 월별 원리금 상환액이 늘어남에 따라 대출 한도는 줄어들기 때문이다.

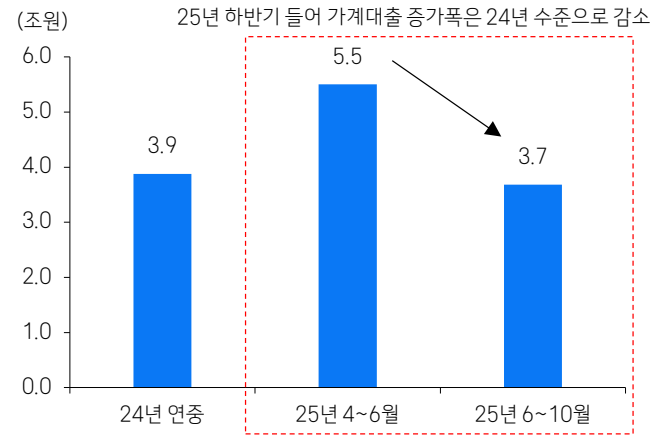
그러나 대출 절벽보다는 Nominal GDP 성장률 이내 관리 전망

다만, 은행의 가계대출 증가율은 내년 Nominal GDP 성장률 4% 이내에서 관리될 것으로 전망한다. 일각에서 제기되고 있는 가계대출의 절벽 우려가 현실화되기보다는, 정부의 가계부채 관리 방안 상 가계부채 비율의 장기적 하락을 유도하기 위해 대출 증가 속도를 이와 같이 관리할 유인이 더 크다고 판단한다. 실제로, 코로나19 이후 은행의 가계대출 증가율은 Nominal GDP 성장률을 소폭 하회하는 수준으로 관리되어 왔다.

여전히 대출 수요가 높은 점은 고려 필요

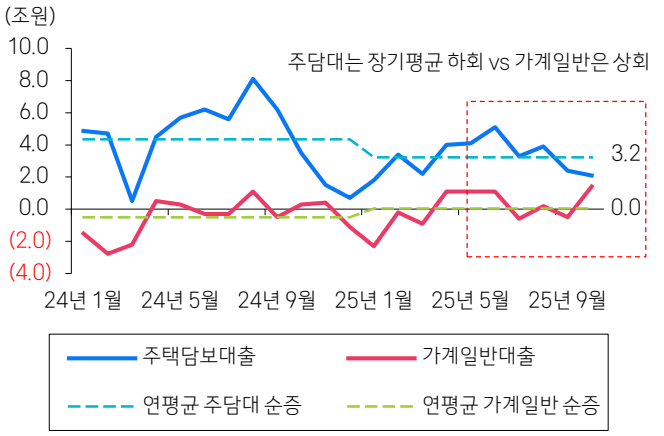
이와 더불어 금리 상승 및 규제 강화에도 불구하고, 여전히 주담대 등 가계 대출에 대한 시장의 수요는 높다는 점도 고려할 필요가 있다. 실제로 1) 카카오뱅크 등 신규 주담대를 재개한 은행들의 경우, 모바일 신청이 열리는 6시 오프런 및 조기 매진이 다반사이고, 2) 주담대 규제 강화에 증시 호황까지 맞물리며 10월 중 5대 시중은행의 신용대출은 1.1조원 증가, 주담대 증가 폭 1.3조원과 유사한 수준을 기록하는 일종의 풍선 효과가 확인되기도 하였다.

가계대출 월평균 증가액



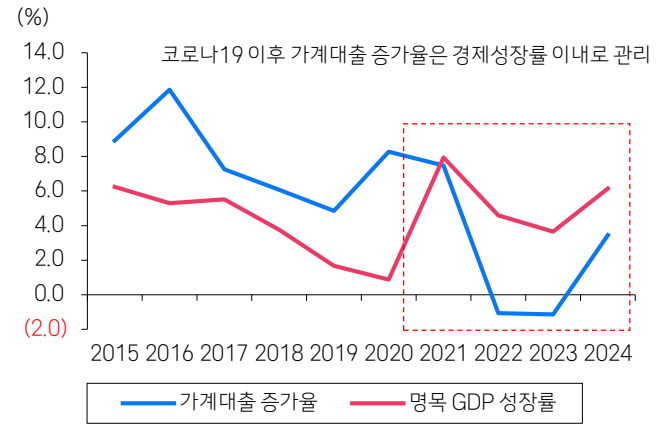
자료: 한국은행, 삼성증권

주택담보대출 vs 가계일반대출 월별 순증액 추이 및 연간 평균



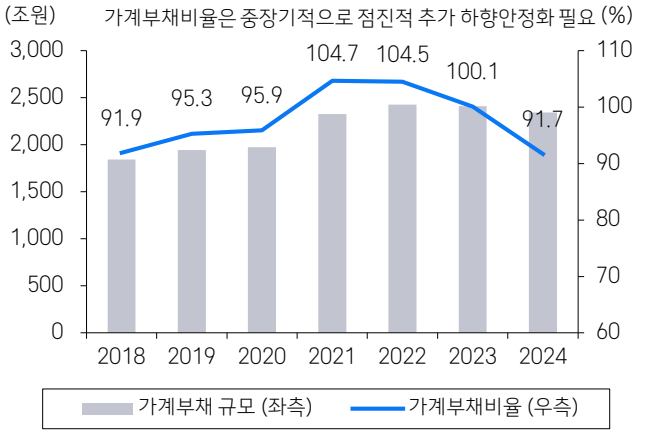
자료: 한국은행, 삼성증권

가계대출 증가율 vs 명목 GDP 성장률



자료: 한국은행, 삼성증권

가계부채 규모 vs 가계부채비율 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

부문별 전망 1-2. 기업대출 – 생산적 금융과 포용 금융이 핵심. 다만, 과하지 않게

25년의 더딘 기업대출 성장 – 어려운 매크로 환경 및 은행들의 건전성 관리 기조 영향

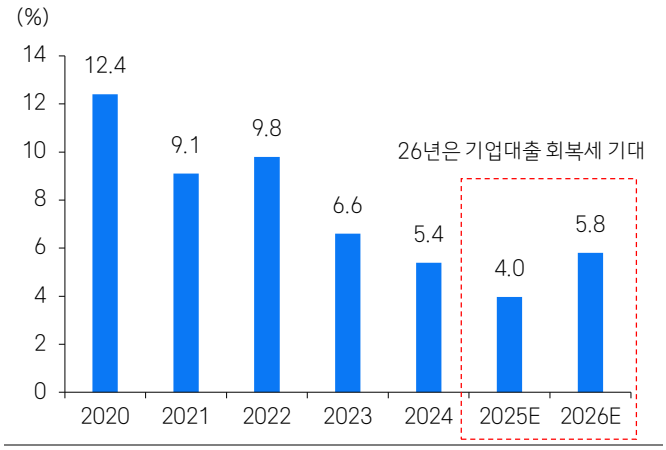
25년 10월 기준 은행의 기업대출은 3.9% YTD 증가하였다. 이는 24년 기업대출 증가율 5.4%를 하회하는 수준이다. 대기업 대출이 5.7% y-y 증가하며 성장을 견인한 반면, 중소기업대출은 2.5% y-y 증가에 그쳤고, 특히 개인사업자 대출 증가율은 0.6%로 저조하였다.

25년 중 은행의 기업대출 증가율의 특징은 어려운 매크로 환경, 그리고 이로 인한 은행들의 보수적 대출 운용으로 판단된다. 25년 상반기 정권 공백과 대미 관세 협상 등 매크로 불확실성이 불거짐에 따라 기업들의 신규 투자는 위축되었고, 은행들은 자산건전성 관리에 보다 초점을 둔 것이 기업대출 성장률의 둔화 및 대기업 중심의 대출 성장으로 이어진 것으로 추정된다.

26년 기업대출은 회복세 전망.

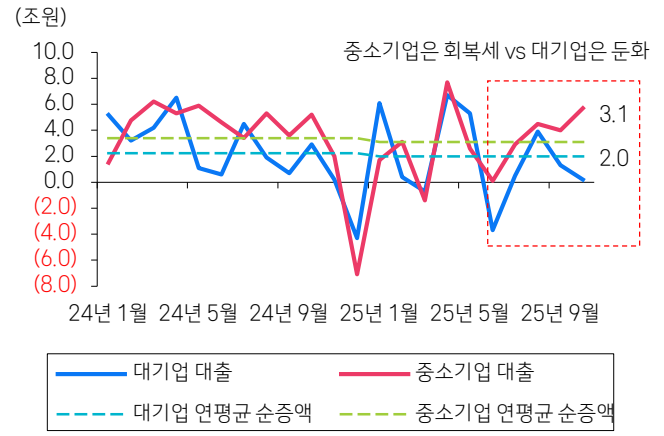
하지만, 2026년 은행들의 기업대출은 5.8% 증가하며 회복세를 보일 것으로 전망한다. 1) 생산적 금융과 포용 금융, 2) 중소기업 업황의 개선 기대가 점진적인 성장률 회복을 견인하되, 3) 은행들의 자본비율 관리 기조 하에서 성장이 과도할 가능성은 낮다고 판단된다.

기업 대출 성장률 추이



참고: 25년 및 26년은 커버리지 은행 추정치 합산 기준
자료: 한국은행, 삼성증권 추정

대기업 vs 중소기업 대출 월별 순증액 추이 및 연간 평균



자료: 한국은행, 삼성증권

성장률 견인 요인 1. 26년 기업대출의 화두는 생산적 금융과 포용 금융

26년 은행 기업 대출의 최대 화두는 생산적 금융 및 포용 금융이다. 4대 금융은 이미 정부의 생산적 금융 전환 및 포용 금융 확대 기조에 맞춰 향후 5년간 400조원을 투입할 것으로 공표하였다. 이를 부문별로 구분해보면, 1) 국민성장펀드 투자 40조원, 2) 자체 투자 42~47조원, 3) 대출 260~263조원, 그리고 4) 포용 금융 52~57조원으로 구분된다. 참고로, 포용 금융은 서민은 물론 소상공인과 자영업자 등 금융 취약 계층에 대한 유동성 지원을 의미하는데, 가계부채 관리 기조와 대출 금리 수준 등을 고려할 때, 개인보다는 소상공인과 자영업자의 비중이 클 것으로 판단된다.

생산적금융은 대출잔액 대비 4.4% – 그러나, 기업의 대출 갈아타기에 따른 기존 대출 상환도 고려 필요

생산적 금융내 대출과 포용금융을 모두 기업대출로 간주할 경우, 은행 입장에서는 향후 5년간 316조원의 대출 공급을 의미한다. 이는 연간 63.2조원의 대출 공급으로 3Q말 기준 4대 은행의 기업대출 잔액을 기준으로 8.6%, 총 대출을 기준으로 4.4%에 달한다.

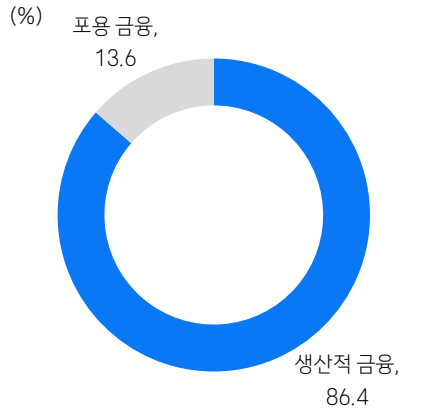
다만, 생산적 금융 및 포용금융 강화에 따른 대출 공급이 은행들의 대출 성장률에 기여하는 실질적인 영향은 이보다 다소 낮을 것으로 전망한다. 이는 생산적 금융 규모의 산정은 대출 순증이 아닌 신규 공급을 기준으로 이뤄지는 가운데, 은행간 생산적 금융 강화 과정에서 보다 나은 조건을 찾아 대출 고객들의 은행간 이동이 활발히 이뤄질 경우, 이 과정에서 대출 상환이 이뤄지며 잔액 감소 효과가 수반되기 때문이다. 가령, A라는 기업 고객이 보다 유리한 대출 한도 혹은 금리를 목적으로 B은행에서 C은행으로 대출을 갈아탈 경우, 1) 신규로 대출을 판매하는 C은행은 신규 공급액만큼 대출이 늘어나지만, 2) 반대로 기존의 B은행은 고객의 대출 상환에 따른 대출 잔액 감소 효과가 발생한다.

은행별 생산적 금융 및 포용 금융 Breakdown

(조원)	국민성장 펀드	그룹 자체 투자	대출	포용금융	총계	연평균	3Q25 기업대출 잔액	기업대출 잔액 대비 (%)	3Q25 총대출 잔액	총대출 잔액 대비 (%)
KB	10	15	68	17	110	22	193.4	8.8	375.5	4.5
신한	10	10~15	72~75	12~17	110	22	184.9	9.5	397.5	4.4
하나	10	10	64	16	100	20	177.2	9.0	317.7	5.0
우리	10	7	56	7	80	16	178.3	7.1	330.8	3.8
합계*	40	44.5	261.5	54.5	400	80	733.8	8.6	1421.5	4.4

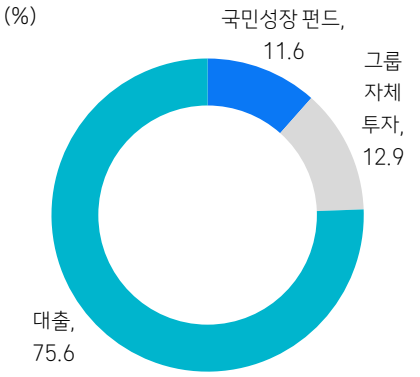
참고: 신한지주는 중간값 반영
자료: 각 사, 삼성증권

4대 은행 생산적 금융 및 포용 금융 비중



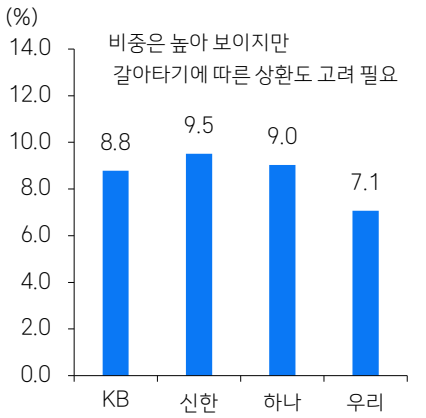
자료: 각 사, 삼성증권

4대 은행 생산적 금융 비중



자료: 각 사, 삼성증권

은행별 생산적 금융 vs 기업대출 잔액



자료: 각 사, 삼성증권

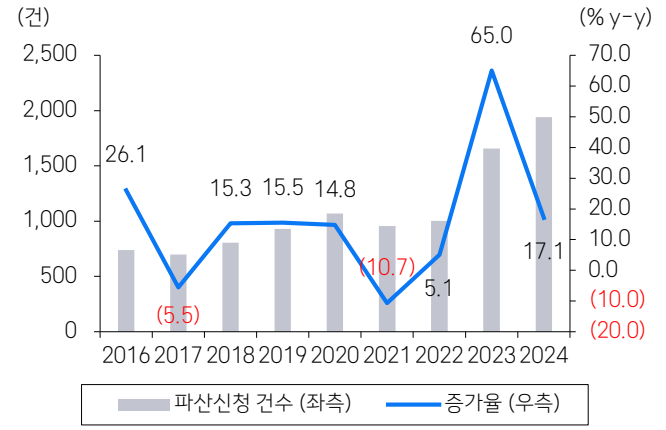
성장률 견인 요인 2. 기업대출 회복의 핵심은 중소기업의 업황 개선 – 점진적 개선을 전망

더 나아가, 은행들의 기업대출 성장은 실제 기업들의 업황 개선이 수반되어야 하는 점도 고려되어야 한다. 생산적 금융 및 포용 금융 확대는 마중물이 될 수는 있지만, 업황 개선 없이는 실질적인 대출 수요 증가가 제한될 여지가 크기 때문이다.

현 시점에서 중소기업 업황은 여전히 녹록치 않다. 1) 중소기업에 대한 자산건전성에 대한 우려가 여전히 상존하는 가운데, 2) 법원통계월보에 따르면 올해 연초부터 9월까지 접수된 법인 파산신청은 1,666건으로 전년 동기대비 15.4% 증가한 것은 물론, 9월 한 달에만 207개 기업이 파산을 신청하였고, 3) 특히 은행 기업 여신의 28.8%를 차지하는 건설 및 부동산업은 향후 부동산 시장에 따라 업황 회복이 가변적이기 때문이다.

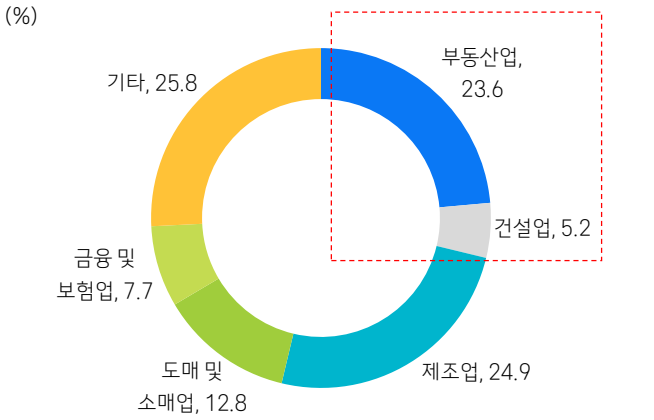
다만, 중소기업 업황이 점차 개선될 가능성이 높아지고 있는 만큼, 중소기업 대출 증가율 또한 점진적인 회복을 보일 것으로 예상한다. 1) 기업경기 실사지수 및 심리지수 모두 여전히 100을 하회하지만, 개선세를 보이고 있고, 2) 중소기업중앙회가 실시한 11월 중소기업 업황전망 경기지수도 77.5로 100을 하회하지만 견조한 상승속도를 보이고 있으며, 3) 향후 한미 관세 협상에 대한 불확실성 완화와 유동성 환경 개선은 추가적인 업황 개선으로 이어질 가능성이 높기 때문이다.

법원 파산신청 건수 추이 및 증감율

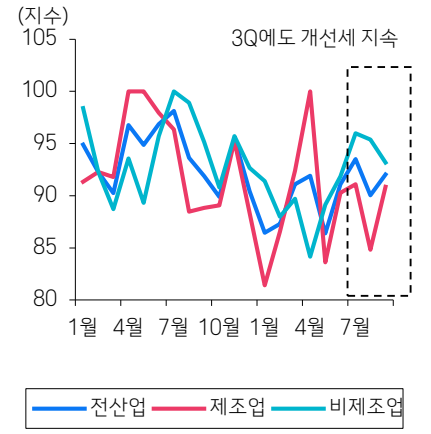


자료: 대법원, 삼성증권

은행 기업대출 구성

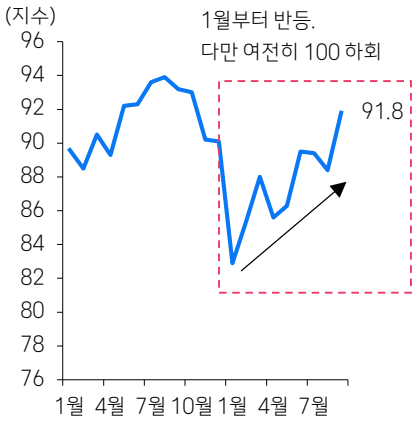


기업경기실사지수



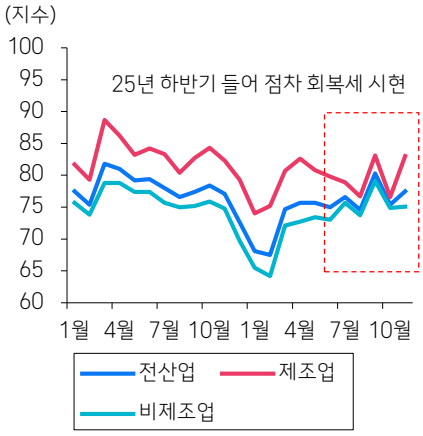
자료: 한국경제연구원, 삼성증권

기업경기심리지수



자료: 한국은행, 삼성증권

중소기업 경기전망지수 (SBHI)



자료: 중소기업중앙회, 삼성증권

다만, 과도한 성장 가능성은 낮을 전망 - 기업 대출 증가율 6% 내외 수준에서 관리 예상

다만, 은행들의 기업 대출 증가율은 과도하게 상승하기보다는 6% 내외 수준에서 관리 가능할 것으로 전망한다. 이는 1) 기업 경기의 점진적 회복이 예상되는 가운데, 2) 은행들의 자본비율 및 RoRWA가 여전히 대출 성장에 안전 장치가 될 전망이고, 3) 회사채 시장 회복이 본격화될 경우, 코로나19 이후 급격히 늘어났던 대기업 여신의 상환 수요가 오히려 높아질 것으로 예상되기 때문이다.

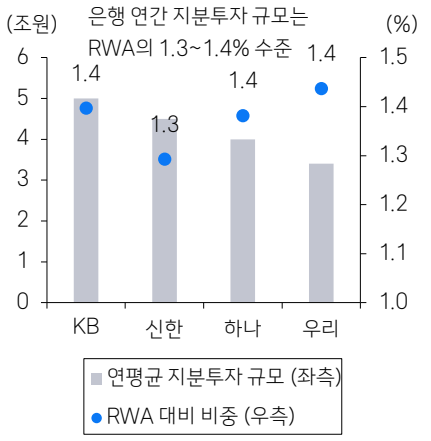
기업대출 증가 속도의 안전판 1. 은행의 지분 투자 확대

은행들의 지분투자 확대는 기업대출 성장률에 대한 안전판 역할을 할 것으로 예상한다. 은행의 비상장 기업 지분 투자에 대한 위험가중치가 완화될 것으로 예상되지만, 위험가중치는 최소 100%로 여전히 일반적인 담보 혹은 보증서 대출의 위험가중치를 상회한다. 즉, 은행들의 생산적 금융 상 투자가 예정되어 있는 만큼, 이에 따른 자본비율 부담이 은행의 기업대출 성장에 고려될 것으로 판단된다. 참고로, 은행들이 발표한 연평균 지분투자 규모는 위험가중치를 100%로 가정할 경우, 현재 위험가중자산의 1.3~1.4%에 달하는 수준이다.

기업대출 증가 속도의 안전판 2. 회사채 시장 회복에 따른 대기업 대출 상환 니즈 증가

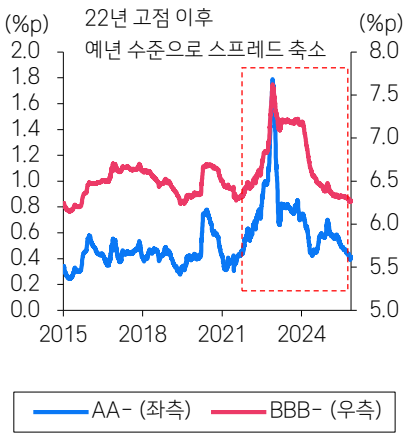
회사채 시장 등의 개선에 따라 대기업 대출의 상환 니즈 증가 또한 기업대출 증가율 관리에 기여할 전망이다. 지난 코로나19 이후 시중금리 급등과 레고랜드 사태 등은 회사채 시장의 위축을 야기, 대기업들의 은행 대출을 통한 자금 조달이 늘어나는 데 일조하였다. 그러나, 최근 회사채 시장의 상황이 빠르게 개선되며 그간 급격히 늘어났던 대기업 대출 중 일부는 상환될 유인이 높아지고 있는 것으로 판단된다. 실제로, AA- 및 BBB- 회사채 (3년 만기 기준)의 국고채 대비 금리 스프레드는 빠르게 축소되었고, 이에 3Q25 누적 기준 회사채 발행 규모는 105.2조원으로 24년 같은 기간 89.9조원대비 17.2% 증가하며, 기업들의 회사채를 통한 자금 조달이 대출을 대체할 가능성을 보여주고 있다. 즉, 26년 경기 회복이 보다 가시화될 경우, 기업들의 시장을 통한 자금 조달은 더욱 강화될 여지가 크다.

연평균 지분투자 규모 및 RWA대비 비중



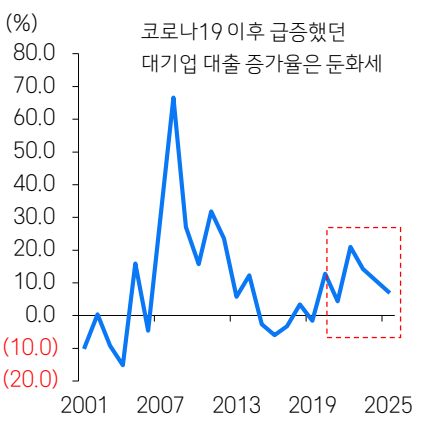
참고: 위험가중치 100% 가정
자료: 각 사, 삼성증권

회사채 금리 스프레드 추이



자료: 금융투자협회, 삼성증권

대기업 대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

부문별 전망 2. NIM – 기준금리 인하 기대 축소, 운용 Re-pricing으로 방어 기대

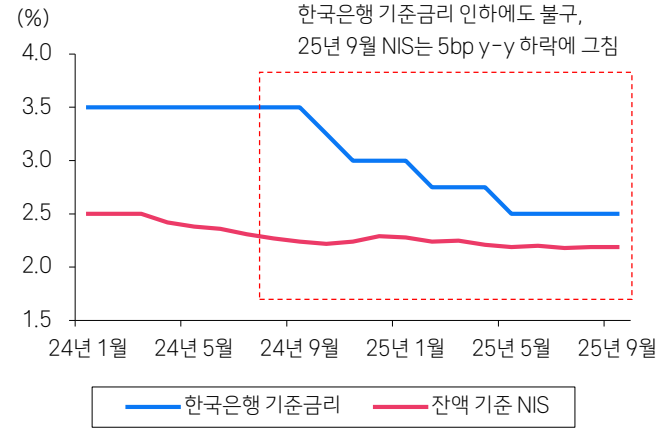
25년 기준금리 인하에도 일부 시중은행 NIM은 상승

25년 초부터 제기되었던 우려 중 하나는 은행 NIM 축소 가능성이었다. 이는 24년 10월부터 한국은행이 기준금리 인하를 시작하였고, 실제로 5월까지 기준금리가 100bp 하락하였기 때문이다. 과거에도 이와 같은 기준금리 인하는 은행 NIM에 부담 요인으로 작용한 것이 일반적이었다.

그러나, 이러한 당초 우려와 달리 은행의 잔액기준 NIS는 상대적으로 안정적인 모습을 보였다. 잔액 기준 NIS는 25년 9월 기준 2.2%로 기준금리 인하 직전인 24년 9월대비 5bp 하락에 그쳤다.

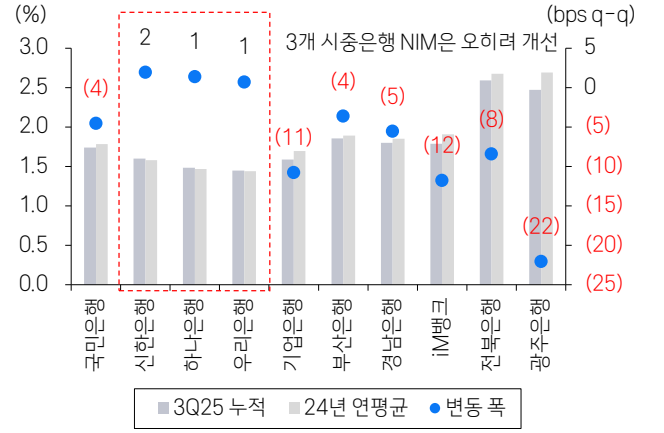
그리고, 이에 일부 시중은행들은 25년 중 NIM이 개선되기도 하였다. 신한, 하나, 우리은행의 3Q 누적 기준 NIM은 24년 연평균대비 1~2bp 상승한 것이 대표적 사례로, 이는 상당히 이례적이라 할 수 있다.

한국은행 기준금리 vs 잔액기준 NIS 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

은행별 NIM 변동 폭 (3Q25 누적 vs 24년 연평균)

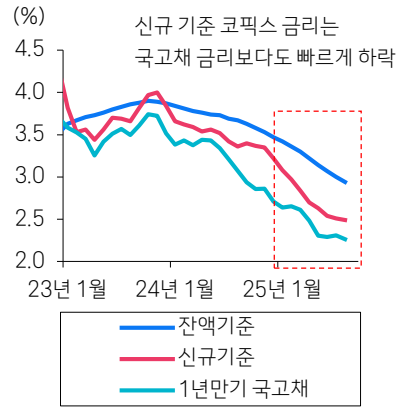


자료: 각 사, 삼성증권

25년 중 NIM 방어를 견인한 요인은 복합적

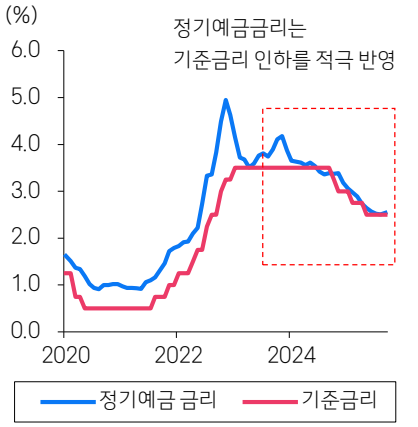
25년 중 은행 NIM 방어를 견인한 요인은 복합적인 것으로 판단된다. 1) 은행의 1년 만기 정기예금은 기준금리 인하가 시작된 24년 10월부터 25년 10월까지 0.83%p 하락, 기준금리 인하를 적극적으로 반영하였고, 2) 23년까지 감소세를 보였던 저원가성 수신은 24년부터 증가세로 돌아서며 해당 비중이 높아졌으며, 3) 지난 해 가파르게 증가하며 은행 NIM에 부담을 야기한 주택담보대출은 올해 증가 속도가 크게 둔화되었고,4) 주택담보대출 금리 스프레드가 가계부채 관리강화 기조로 확대되며 NIM에 긍정적으로 기여한 것은 물론, 5) 5년 전에 판매된 5년 주기 혼합형 주담대의 Re-pricing 효과도 NIM 개선에 기여한 것으로 판단된다.

코픽스 금리 vs 1년 만기 국고채 금리



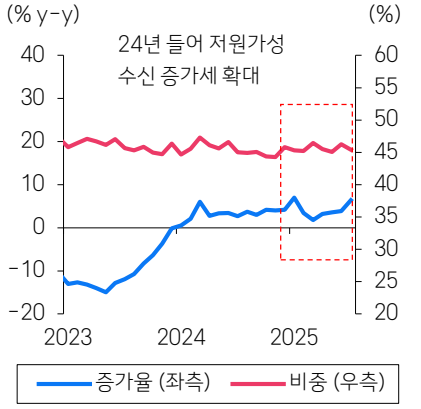
자료: 은행연합회, 금융투자협회, 삼성증권

1년 만기 정기예금 금리 vs 기준금리



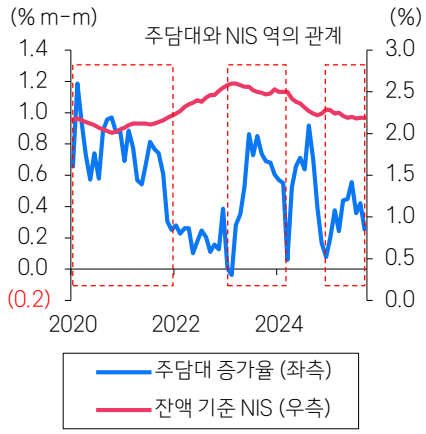
자료: 한국은행, 삼성증권

저원가성 수신 비중 추이



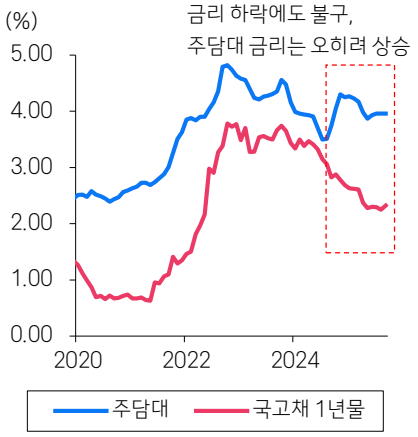
자료: 한국은행, 삼성증권

주담대 증가율 vs 은행 잔액 NIS



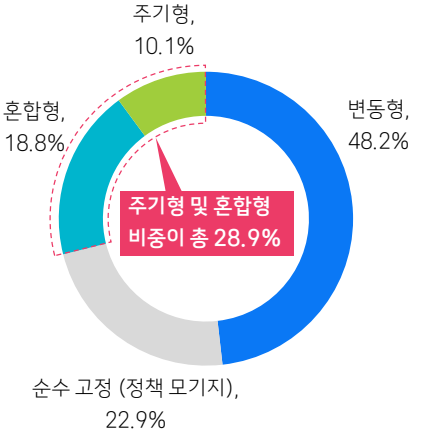
자료: 한국은행, 삼성증권

은행 평균 주담대 금리 vs 국고채 1년물



자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

금리 유형별 주담대 비중



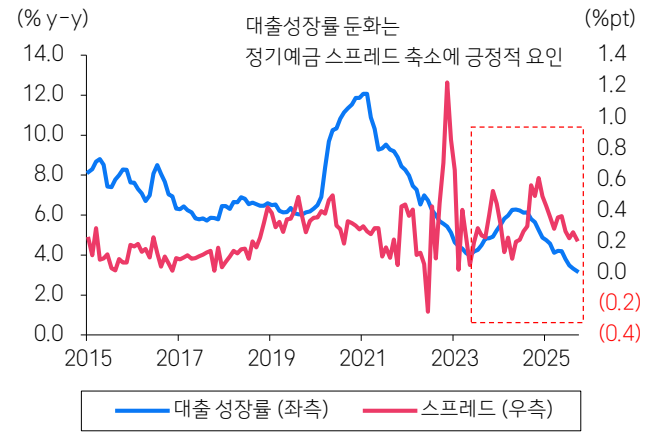
참고: 2023년 말 기준
자료: 금융위원회, 삼성증권

26년에도 25년의 NIM 방어 요인은 이어질 것으로 전망

25년 은행 NIM 방어에 기여했던 이들 요인은 26년에도 이어질 전망이다. 1) 은행들의 대출 성장률이 5% 내외 수준으로 유지될 여지가 큰 만큼, 은행들의 조달금리 스프레드 확대 가능성은 제한적이고, 2) 정기예금의 실질 금리가 제로에 근접함에 따라 예금자 입장에서는 자금이 1년간 Lock-in되는 정기예금보다는 언제든지 투자에 활용할 수 있는 수시입출식 예금으로 예치할 유인이 더 커질 것으로 예상되며, 3) 가계부채 관리강화 기조를 감안할 때, 은행의 가계 대출 금리 스프레드가 축소될 여지는 낮을 것으로 판단하기 때문이다.

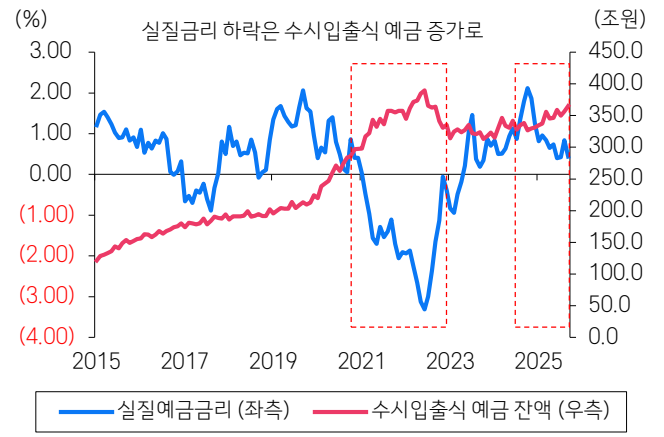
특히, 주담대 금리는 스프레드를 재차 낮추는 것이 현재의 가계부채 관리강화 기조와 상충되는 점도 고려될 필요가 있다. 가령, 주담대 금리가 하락할 경우, 1) 대출자의 대출 수요를 자극할 수 있는 것은 물론, 2) DSR 규제 하에서 대출 차주의 대출 가능 금액 산출 시 원리금의 감소는 대출 가능 금액의 증가로 이어지기 때문이다.

대출성장률 vs 국고채(1년) 대비 정기예금(1년) 스프레드 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

실질예금금리 vs 수시입출식 예금 잔액 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

중소기업 대출 금리 스프레드 축소는 NIM에 부담 요인이지만, 영향 제한적 전망

반면, 중소기업 대출 금리 스프레드 축소는 NIM에 부담 요인이 될 전망이다. 실제로 1) 9월 신규 중소기업대출 금리는 4.1%로 주담대 금리에 근접하는 등 최근 들어 중소기업대출 금리가 빠르게 하락하고 있는 가운데, 2) 내년 은행들의 중소기업 대출 경쟁이 심화될 경우, 금리 스프레드는 추가적으로 축소될 수 있다.

그러나, 이에 따른 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

일차적으로 올해 중소기업 대출 금리 스프레드 축소의 이면에는 어려운 업황이 고려되어야 한다. 즉, 은행들의 입장에서는 보다 우량한 중소기업으로 대출이 쏠릴 수밖에 없었고, 이는 최근 중소기업 대출 금리 스프레드 축소에 일부 기여했을 것으로 판단한다.

둘째, 중소기업 대출금리 스프레드의 추가적인 축소 폭은 제한적일 전망이다. 국고채 1년물 대비 중소기업 대출 금리 스프레드는 이미 빠르게 축소되며 지난 10년간 평균대비 28bp 낮은 수준을 기록 중이다.

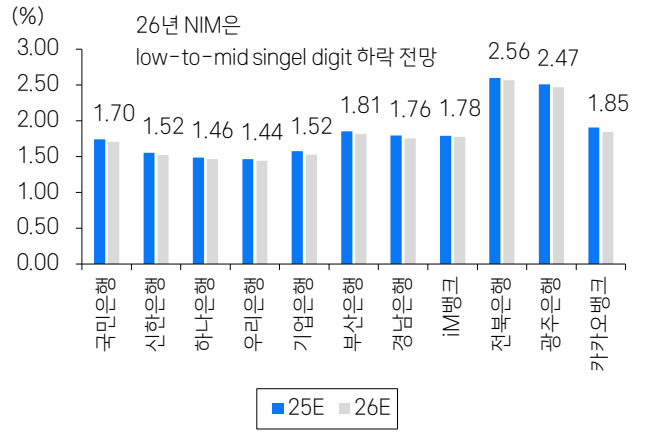
셋째, 경기 회복이 뒷받침될 경우, 은행들의 중소기업 대출 pool은 상대적으로 금리 스프레드가 높은 기업들로 확대될 수 있다. 즉, 중소기업 대출의 믹스 변화가 은행 NIM에 긍정적으로 기여할 수 있을 전망이다.

참고로, 중소기업 대출 증가율의 상승이 금리 스프레드 축소로 이어지지는 않은 것으로 나타난다. 코로나 19 직후 중소기업 대출 급증 시기와 23년 이후 중소기업 대출 둔화 시기가 대표적인데, 금리 하락 혹은 업황 개선 기대에 따른 은행의 중소기업 대출 증가 국면에서는 은행의 대출 대상이 확대되는 효과가 대출 금리 스프레드에 긍정적으로 기여하는 것으로 추정된다.

26년 NIM은 보수적 관점에서 소폭 하락을 가정

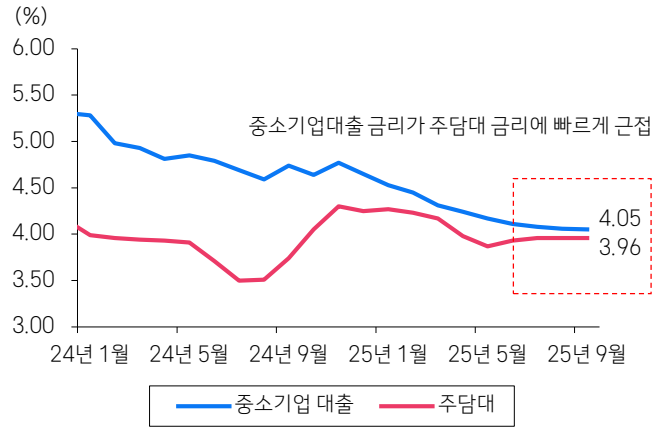
당사는 내년 은행들의 NIM이 low-to-mid single digit 하락하는 수준에서 방어될 것으로 전망한다. 앞서 언급한 바와 같이 1) 25년 NIM의 방어를 견인했던 요인들이 26년에도 이어지는 가운데, 2) 중소기업 대출 성장률 상승에 따른 NIM 부담 요인의 영향은 제한적일 전망이기 때문이다.

은행별 NIM 전망



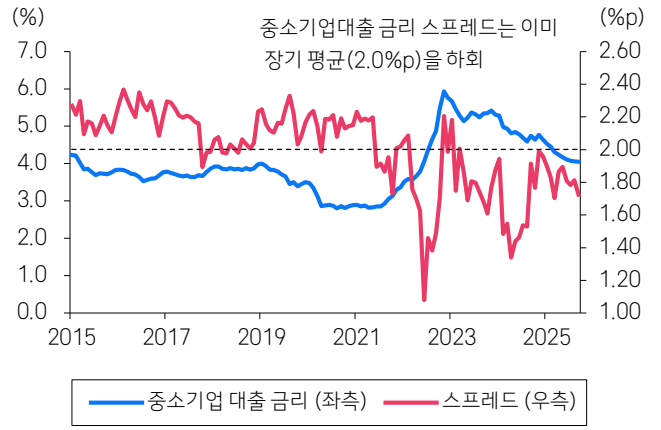
자료: 삼성증권 추정

중소기업 대출 금리 vs 주담대 금리 추이



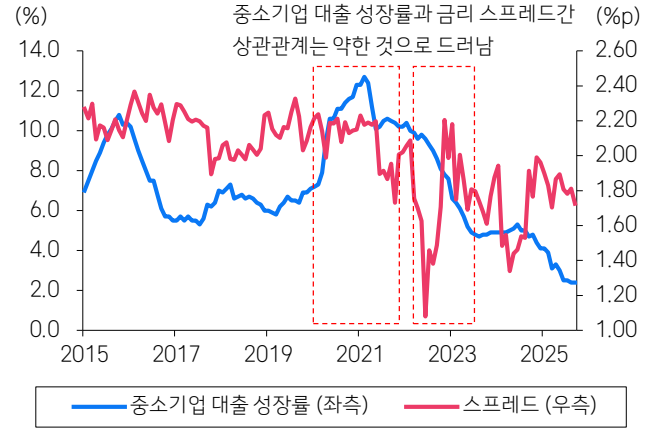
자료: 한국은행, 삼성증권

중소기업 대출 금리 vs 국고채 1년물 대비 스프레드



자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

중소기업 대출 성장률 vs 중소기업 대출 금리 스프레드



자료: 한국은행, 금융투자협회, 삼성증권

부문별 전망 3. 이자이익 – 대출 성장률 회복 및 NIM 방어의 콜라보 기대

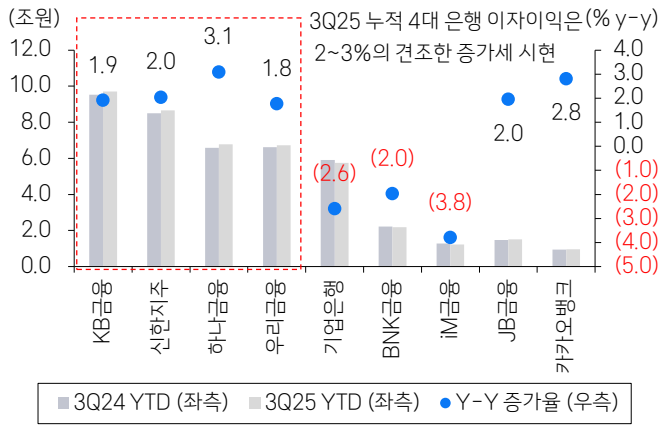
25년에도 이어진 이자이익 증가세…

3Q25 누적 기준 4대 금융지주 이자이익은 평균 2.2%, 당사 커버리지 하 은행 전체로는 1.1%의 증가세를 시현하였다. 대출 성장률은 3.1% y-y로 둔화되었지만, NIM이 예상보다 견조하게 방어된 것에 기인하는 것으로 판단한다.

26년에는 이자이익 증가율 제고 전망

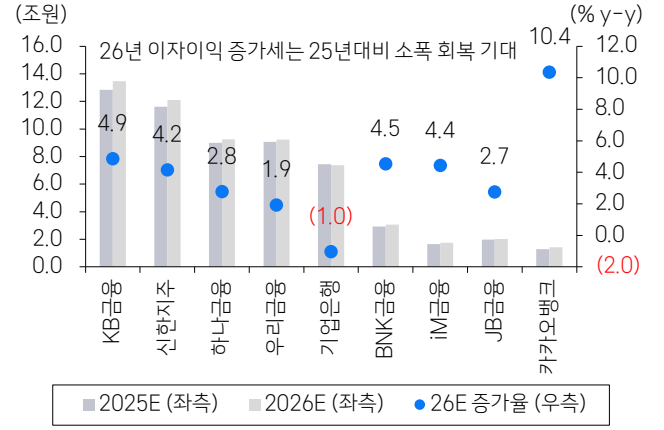
은행들의 이자이익은 26년 3.2% 증가하며 증가세가 25년대비 개선될 것으로 전망한다. NIM은 26년 중 소폭 하락세를 보일 것으로 예상하지만, 5% 내외의 견조한 대출 성장률이 NIM 하락 폭을 충분히 상쇄할 것으로 예상한다. 참고로, 24년 연간 이자이익을 기준으로 당사 커버리지 하 은행들의 연간 이자이익이 1% 증가할 경우, 이에 따른 증가 분은 0.6조원으로 이들 은행의 연간 세전이익을 1.8% 증가시키는 효과가 있는 것으로 추산된다. 즉, 당사 추정과 같이 연간 이자이익이 3.2% 증가할 경우, 이는 26년 연간 세전이익의 5.8% 증가에 기여하는 것으로 추산 가능하다.

은행별 이자이익 및 증가율 (3Q25 vs 3Q24 누적)



자료: 각 사, 삼성증권

은행별 연간 이자이익 전망 및 증가율



자료: 삼성증권 추정

은행별 이자이익 1% 증가시 세전이익 영향

(십억원)	24년 연간 이자이익	1% 증가분 금액	25E 세전이익	25E 세전이익 영향 (%)
KB금융	12,826.7	128.3	7,789.4	1.6
신한지주	11,402.3	114.0	7,118.1	1.6
하나금융	8,761.0	87.6	5,555.3	1.6
우리금융	8,886.3	88.9	4,363.7	2.0
기업은행	7,891.9	78.9	3,713.4	2.1
BNK금융	2,977.3	29.8	1,146.2	2.6
iM금융	1,686.0	16.9	637.1	2.6
JB금융	1,976.0	19.8	946.7	2.1
카카오뱅크	1,269.4	12.7	619.2	2.1
합계	57,676.9	576.8	31,889.1	1.8

자료: 각 사, 삼성증권 추정

부문별 전망 4. 대손충당금 – Credit cost 하향 안정화가 또 다른 실적 개선의 축

이자이익의 성장과 더불어 26년 은행 실적 개선의 또 다른 축은 은행 Credit cost의 개선이 될 전망이다.

3Q Credit cost 하락세로 전환 – 일차적 원인은 상반기 중 선제적 충당금 적립이지만…

상반기 중 Credit cost 상승에 따른 우려와 달리, 3Q 들어 Credit cost는 큰 폭의 개선세로 전환되었다. 당사 커버리지 하 은행들의 CCR은 3Q 0.41%로 10bp q-q 하락한 것은 물론, 전년 동기와 비교해도 5bp의 견조한 개선세를 시현하였다.

일차적으로 3Q 중 Credit cost의 하락은 은행들의 선제적 충당금 적립에 기인한다. 1) 지난 코로나19 이후 은행들은 보수적 충당금 적립 기조를 견지해온 가운데, 2) 25년 상반기 시중금리 하락과 증시 활황으로 인해 이례적으로 인식된 대규모 유가증권 관련 이익을 부동산 금융 등에 대한 선제적 충당금 적립에 일부 활용한 것으로 판단된다.

은행별 CCR 추이

(%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
KB금융	0.63	0.61	0.41	1.26	0.39	0.49	0.43	0.48	0.56	0.55	0.30
신한지주	0.46	0.55	0.49	0.68	0.36	0.49	0.44	0.58	0.42	0.59	0.40
하나금융	0.37	0.48	0.43	0.54	0.26	0.26	0.26	0.42	0.29	0.32	0.27
우리금융	0.30	0.60	0.29	0.87	0.39	0.44	0.48	0.47	0.46	0.53	0.58
기업은행	0.81	0.72	0.60	0.97	0.43	0.63	0.52	0.63	0.38	0.53	0.41
BNK금융	0.47	0.60	0.59	1.75	0.61	0.70	0.72	1.08	0.93	0.55	0.45
iM금융	0.74	0.76	0.79	1.58	1.05	1.94	0.74	0.95	0.46	0.53	0.64
JB금융	0.78	0.91	1.00	1.46	0.86	1.16	0.85	0.94	1.06	0.83	0.77
카카오뱅크	0.70	0.68	0.77	0.67	0.55	0.52	0.55	0.87	0.54	0.49	0.60
합계	0.52	0.60	0.48	0.94	0.41	0.53	0.45	0.57	0.47	0.51	0.41

자료: 각 사, 삼성증권

은행별 충당금 전입액 및 증가율 추이

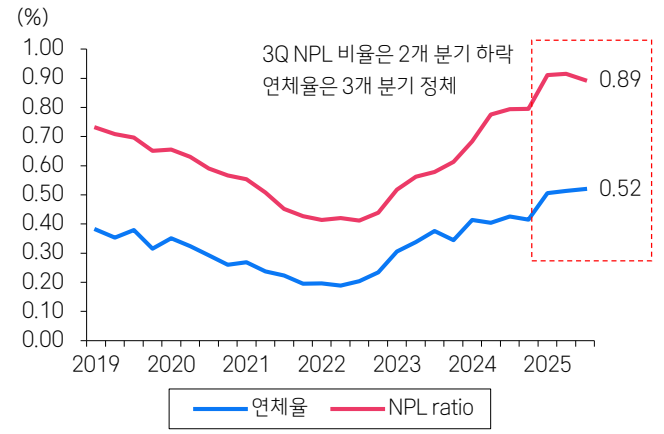
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
KB금융	668.2	651.3	448.7	1,378.2	428.3	552.8	498.1	565.1	655.6	655.1	364.5
신한지주	454.9	531.3	481.0	662.8	366.2	514.0	463.9	616.3	449.9	636.7	439.6
하나금융	354.3	472.6	424.6	533.8	263.9	272.8	269.8	432.5	302.0	338.3	292.7
우리금융	262.4	517.8	263.2	796.6	363.4	416.0	472.8	462.8	441.9	508.8	574.3
기업은행	596.7	537.8	455.8	733.4	333.8	487.9	405.0	499.0	308.6	433.0	339.9
BNK금융	125.3	165.4	165.9	494.8	172.9	200.1	207.9	314.2	273.7	162.0	135.7
iM금융	107.8	113.3	122.2	244.0	165.9	313.0	117.6	152.4	74.4	86.3	105.2
JB금융	90.7	106.3	120.5	177.1	106.0	145.5	107.3	120.8	138.2	111.7	104.2
합계	2,660.1	3,095.9	2,481.9	5,020.6	2,200.3	2,902.1	2,542.4	3,163.2	2,644.3	2,931.9	2,356.1
증가율 (%y-y)	141.7	62.1	90.0	41.1	(17.3)	(6.3)	2.4	(37.0)	20.2	1.0	(7.3)

자료: 각 사, 삼성증권

하지만, 3Q 중 자산건전성의 핵심은 지표 개선 전환

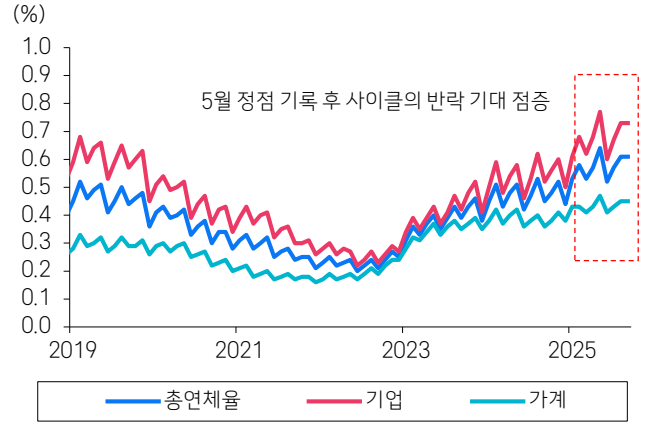
하지만, 3Q 중 자산건전성의 핵심은 각종 자산건전성 관련 지표의 개선세 전환에 있다. 즉, 이를 감안할 때, 3Q Credit cost의 개선은 일회성이 아닌, 일회성으로 치부되기보다는 건전성 사이클의 전환으로 보는 것이 보다 합리적이다. 3Q 중 당사 커버리지 하 은행들을 기준으로 연체율은 0.52%로 반기 말 수준을 유지하였고, NPL비율은 오히려 2bp 하락한 0.89%를 기록하였다. 반기 말 매상각 이후 통상적으로 3Q에는 건전성 지표가 악화를 보이는 것과는 다른 궤적을 보인 점을 감안할 때, 매상각 이전 기준 건전성 지표의 악화세가 진정되고 있음을 시사한다. 실제로, 금감원이 발표한 신규 연체채권 규모는 8월 2.9조원으로 4~6월 평균 3.1조원에 비해 감소하며 정점을 지나고 있는 것으로 나타난다.

연체율 vs NPL 비율 추이



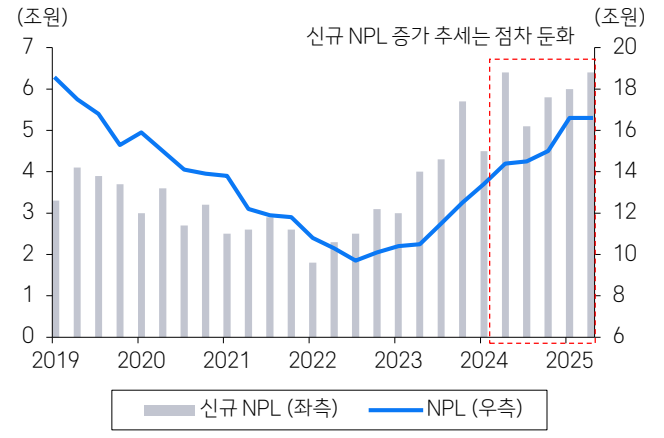
참고: 커버리지 은행 총계 기준
자료: 각 사, 삼성증권

부문별 연체율 추이



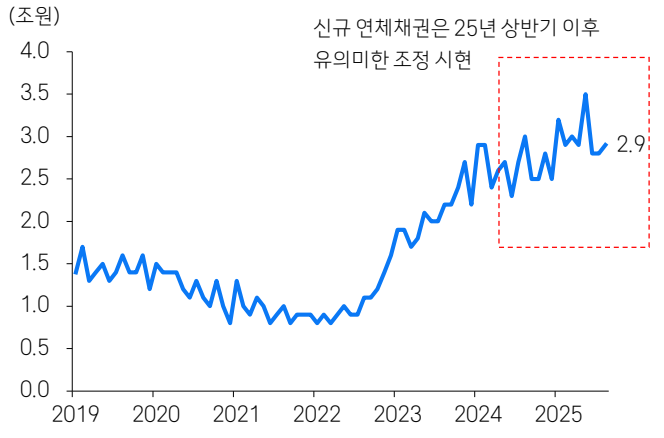
자료: 금감원, 삼성증권

NPL vs 신규 NPL 규모



자료: 금감원, 삼성증권

신규 연체채권



자료: 금감원, 삼성증권

26년 Credit cost – 가시적인 개선세를 보일 것으로 전망

26년 Credit cost는 올해보다 12bp 개선된 0.39%로 전망한다. 여전히 대내외 매크로 불확실성이 높지만, 1) 정부의 경기 부양을 위한 대책들이 점차 이행됨에 따라 경기 회복세 또한 점차 나타날 여지가 크고, 2) 시중금리 하락에 따른 대출금리 하락이 시차를 두고 반영됨에 따라 자산건전성 개선 효과 또한 점진적으로 나타날 전망이며, 3) 생산적 금융 강화가 기업들의 유동성 환경을 개선시키는 것은 물론, 최근 확인된 것처럼 대출금리 스프레드의 축소가 추가적으로 차주의 이자부담을 완화할 것으로 예상되기 때문이다. 4) 특히, 올해 은행들이 책준형 부동산 신탁과 PF대출 등 부동산 금융 등에 대해서 여전히 공격적인 충당금 적립 기조를 이어갔던 만큼, 이에 따른 기저 효과 또한 고려될 필요가 있다.

참고로, 그룹 연결 기준 CCR의 1bp 개선은 당사 커버리지 하 은행들의 그룹 연결 총여신 2,370조원을 감안할 때, 0.24조원의 이익 개선을 의미한다. 즉, CCR의 당사 예상과 같이 12bp 개선될 경우, 이는 충당금적립액 감소만으로 25년 예상 세전이익대비 8.8%의 개선 효과를 의미한다.

은행별 CCR 추이 및 전망

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	변동폭 (%p)
KB금융	0.28	0.30	0.44	0.72	0.44	0.50	0.43	(0.06)
신한지주	0.39	0.27	0.33	0.54	0.46	0.52	0.40	(0.12)
하나금융	0.28	0.16	0.30	0.45	0.30	0.37	0.27	(0.10)
우리금융	0.26	0.17	0.26	0.50	0.44	0.54	0.35	(0.20)
기업은행	0.67	0.36	0.54	0.77	0.57	0.49	0.38	(0.11)
BNK금융	0.50	0.42	0.51	0.89	0.77	0.70	0.52	(0.17)
iM금융	0.53	0.31	0.59	0.95	1.16	0.61	0.45	(0.16)
JB금융	0.47	0.31	0.58	1.02	0.94	1.09	0.92	(0.17)
카카오뱅크	0.29	0.35	0.62	0.64	0.61	0.54	0.50	(0.03)
총계	0.38	0.26	0.39	0.63	0.49	0.51	0.39	(0.12)

자료: 각 사, 삼성증권 추정

은행별 CCR 개선 시 이익 개선 효과

(십억원)	총 여신 (조원)	CCR 1bp 개선 시 이익 개선 효과	26년 CCR 개선 전망 (bp)	이익 개선 효과	25E 세전이익	25E 세전이익대비 영향 (%)
KB금융	478.6	47.9	6	306.6	7,789.4	3.9
신한지주	436.9	43.7	12	527.7	7,118.1	7.4
하나금융	438.8	43.9	10	422.4	5,555.3	7.6
우리금융	394.5	39.4	20	774.2	4,363.7	17.7
기업은행	332.8	33.3	11	363.8	3,713.4	9.8
BNK금융	120.1	12.0	17	209.5	1,146.2	18.3
iM금융	66.0	6.6	16	102.5	637.1	16.1
JB금융	54.4	5.4	17	94.8	946.7	10.0
카카오뱅크	45.2	4.5	3	14.6	619.2	2.4
합계	2,367.3	236.7	12	2,816.0	31,889.1	8.8

자료: 각 사, 삼성증권 추정

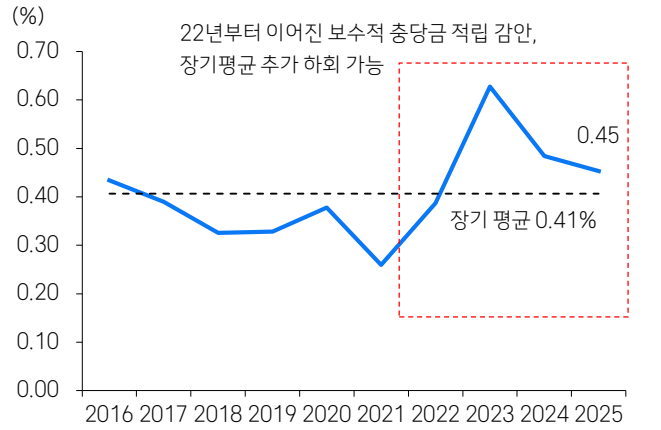
Credit cost는 중장기적으로 추가 개선도 가능

은행 Credit cost의 개선세는 내년이 끝이 아닌, 사이클 관점에서 보다 지속될 여지가 크다는 점에 초점이 필요하다. 25년 3Q 누적 기준 CCR은 0.45%로 지난 10년간의 장기 평균 0.41%를 여전히 상회하고 있는 가운데, 22년부터 급격한 충당금 증가를 감안할 때, 향후 건전성 사이클의 개선과 대출금리 하락, 유동성 및 매크로 환경 등에 따라 CCR은 장기평균을 하회하는 수준으로 개선될 수 있다고 판단하기 때문이다.

특히, 카드사의 Credit cost 개선 전환 속도가 관건

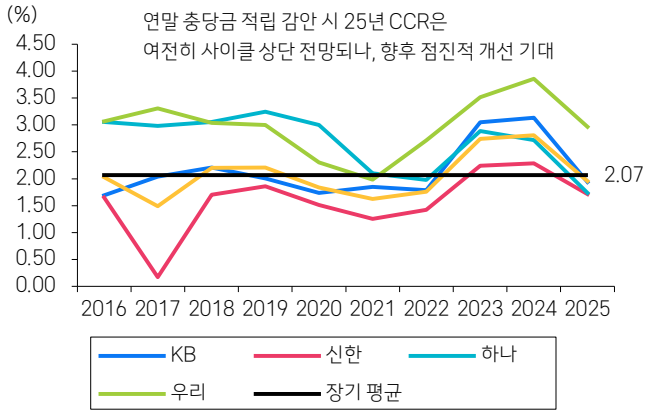
특히, 은행들의 충당금 적립비용 중 큰 부분을 차지하는 신용카드의 개선 전환 속도가 향후 관건이 될 전망이다. 3대 금융지주 산하 신용카드사들의 충당금 적립비용은 3Q 누적 기준 1.45조원으로 같은 기간 연결 기준 충당금 적립비용의 35.4%를 차지하고 있다. 즉, 신용카드사들의 25년 말 충당금 적립금액이 계절적으로 늘어나는 점을 감안할 때, 25년 신용카드 Credit cost는 장기 평균을 상회할 것으로 예상되는 가운데, 내년 카드사들의 건전성 개선에 따른 충당금 부담 감소가 그룹 Credit cost 개선 폭에 있어 관건이 될 것으로 판단한다.

금융지주 그룹 기준 CCR 추이



참고: 커버리지 은행 가중평균 기준, 25년은 3Q 누적 기준
자료: 각 사, 삼성증권

신용카드사 CCR 추이



참고: 25년은 3Q 누적 기준
자료: 각 사, 삼성증권

3대 금융지주 충당금 적립 비용 구성

(십억원)	충당금 적립 비용			충당금 적립 비용 비중 (vs 그룹) (%)		Credit cost 기여 (%)			
	은행 (a)	카드 (b)	그룹 (c)	은행 (a/c)	카드 (b/c)	그룹 총여신 (d)	은행 (a/d)	카드 (b/d)	그룹 (c/d)
KB	706.5	547.8	1,675.2	42.2	32.7	478,625.7	0.20	0.15	0.47
신한	512.6	669.8	1,504.3	34.1	44.5	436,878.7	0.16	0.20	0.46
하나	365.8	236.3	932.5	39.2	25.3	438,808.4	0.11	0.07	0.28
총계	1,584.9	1,453.9	4,112.0	38.5	35.4	1,354,312.8	0.16	0.14	0.40

참고: CCR은 연율화 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

5. 비은행 실적 – 이제는 좋아질 때도 되었다

3Q25까지 은행들의 비은행 부문 실적은 여전히 아픈 손가락이다. 3Q25 누적 기준 3대 금융그룹 (KB, 신한, 하나)의 비은행 부문 당기순이익은 3.1조원으로 전년 동기대비 3.4% 감소하였다. 유가증권 관련 이익의 증가와 증시 활황에 따른 수수료 이익 증가 등의 긍정적 요인이 많았으나, PF와 해외 투자, 책준형 신탁 상품 등에 대한 충당금 부담이 이들 실적에 부담으로 작용하였다.

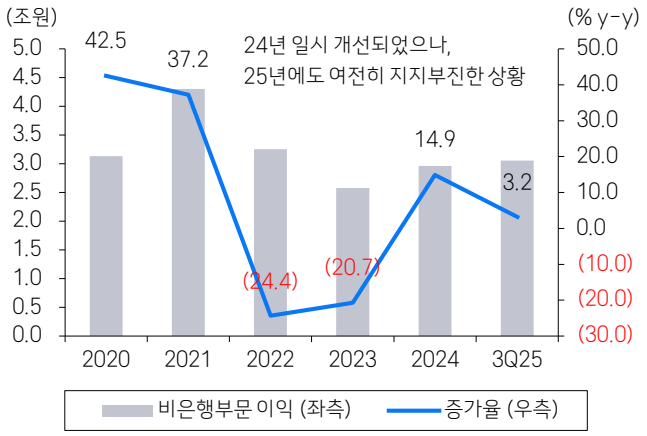
다만, 26년 들어 비은행 부문도 점진적인 개선세를 보일 것으로 예상한다. 1) 앞서 이익 감소를 야기했던 충당금 비용의 경우, 선제적 충당금 적립과 차주 이자부담 감소, 정부의 내수 경기 부양 노력 등으로 인해 감소세를 보일 것으로 전망하고, 2) 시장금리 하락이 만기 도래 및 상환되는 여전채의 금리를 낮춰 이들 비은행의 조달 비용률을 점차 개선시킬 것으로 예상하며, 3) 생산적 금융 강화 과정에서의 투자 기능 강화는 비은행 금융사들의 역할 증가를 시사하기 때문이다.

3대 금융그룹 비은행 이익 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	3Q24 누적	3Q25 누적	증가율 (%y-y)
KB금융	659.6	615.9	501.9	49.1	670.8	577.2	509.1	1,777.4	1,757.2	(1.1)
신한지주	392.9	300.6	247.8	(186.6)	360.3	410.3	230.2	941.3	1,000.8	6.3
하나금융	190.9	127.0	126.7	(62.1)	134.8	80.1	84.2	444.6	299.1	(32.7)
합계	1,243.4	1,043.5	876.3	(199.6)	1,165.9	1,067.6	823.5	3,163.3	3,057.1	(3.4)

자료: 각 사, 삼성증권

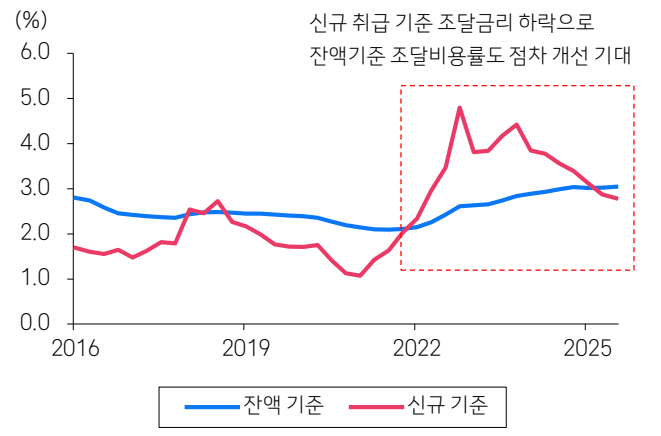
3대 금융그룹 비은행부문 이익 및 증가율 추이



참고: 3대 금융지주 합산 기준 / 3Q25 이익은 누적 기준이며, 3Q25 이익 증가율은 3Q25 누적이익의 2024년 연간 이익대비 증가율

자료: 각 사, 삼성증권

삼성카드 조달금리 추이



자료: 삼성카드, 삼성증권

II. 국내 은행주의 유례 없는 주가 상승 – 그러나, 여전히 좁혀지지 않는 격차

국내 은행주도 많이 올랐지만… 글로벌 은행주도 많이 올랐다!

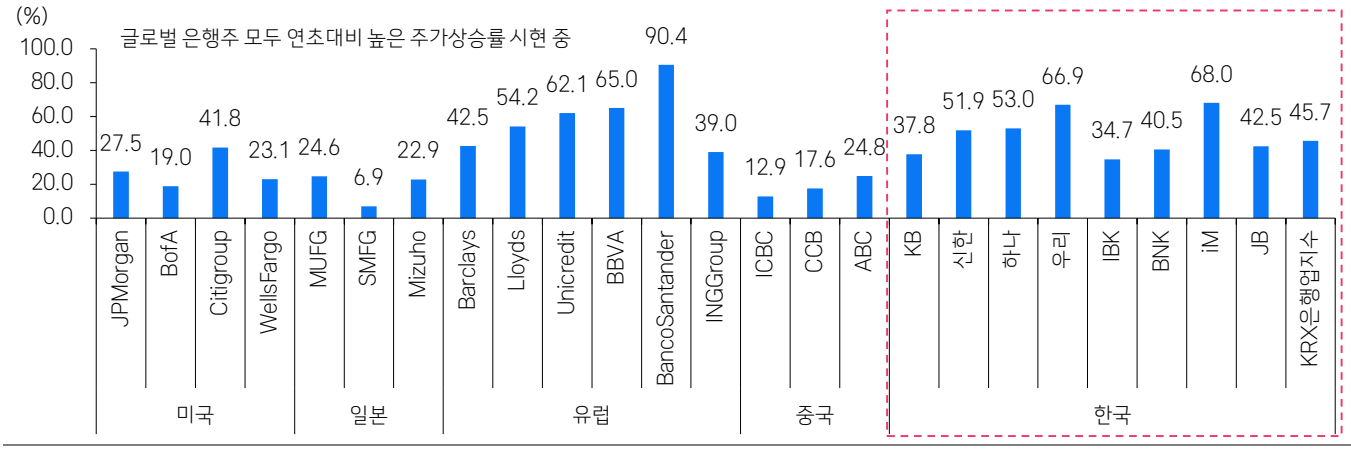
올해 국내 은행주의 추가 상승 여력에 대한 부정적 논리의 근거 중 하나는 올해 들어 주가 상승 폭이 예년대비 너무 크다는 점이다. 실제로 KRX은행업종 지수는 연초대비 45.7% 상승하였다.

그러나, 국내 은행주만 많이 오른 것은 아니라는 점에 주목할 필요가 있다. 글로벌 은행주들의 거침없는 주가 상승세는 올해도 이어지고 있기 때문이다. 글로벌 최대 은행주인 미국의 JP모건은 주당 300달러를 넘어서며 지난 4월 저점 210달러대비 45.6% 급등하였고, 지난 해 잃어버린 10년을 뒤로 하고 PBR 1배를 넘어선 일본 3대 은행들도 올해 들어 16.9% 추가 상승하였으며, 유럽은 물론 중국 은행들도 견조한 주가 상승률을 시현 중에 있다.

특히, 유럽 주요 은행주들의 주가 상승폭은 더욱 경이롭다. 올해 들어 스페인 최대 은행인 Banco Santander의 주가가 101.6% 상승한 것도 눈에 띄는 부분이지만, 2010년대 초반 유럽 재정 위기의 격랑 속에서 PBR이 0.24배까지 떨어졌던 이탈리아의 Unicredit은 지난 22년 저점 이후 주가가 696.8% 상승하며 26E PBR 1.3배, 시가총액 1,060.0억 유로 (한화 기준 180.5조원)를 기록할 정도로 환골탈태하였다.

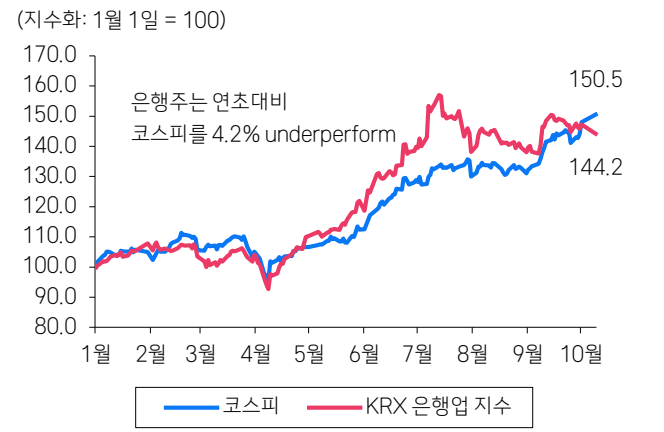
역으로 이러한 글로벌 은행들의 Valuation Re-rating을 보면, 국내 은행주는 아직도 가야할 길이 많이 남은 것으로 판단된다. 특히, 이들 주가 상승을 견인한 요인은 우리나라 은행들도 해당된다는 점에 초점이 필요하다.

글로벌 주요 은행 연초대비 주가상승률



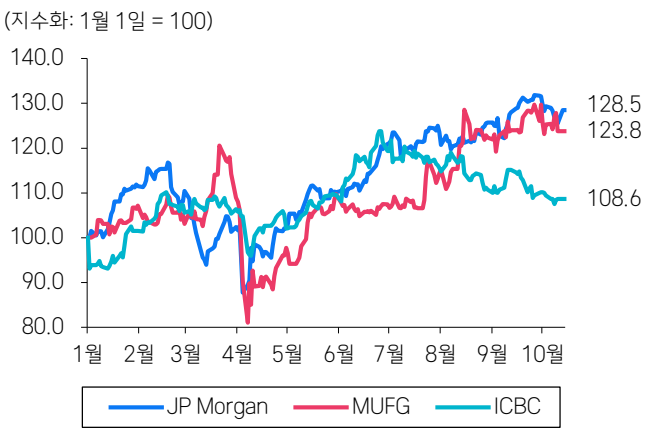
참고: 10월 15일 종가 기준 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI vs KRX 은행업 지수



자료: KRX, 삼성증권

해외 주요 은행주 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 은행주 회복의 단초 – 장단기 금리차의 정상화

글로벌 은행주 상승의 시작점 – 장단기 금리차의 정상화

글로벌 은행주 상승의 시작은 장단기 금리차의 정상화 및 확대에 있다. 코로나19를 기점으로 장단기 금리차는 역전되기도 하였으나, 지난 12개월간 글로벌 주요 국가의 장단기 금리차는 빠르게 정상화되고 있다. 일례로, 미국의 장단기 금리차는 9월 말 기준 0.54%p로 1년 전에 비해 0.40%p 확대되었으며, 이는 EU, 영국, 일본은 물론 한국에서도 확인 가능하다.

장단기 금리차 확대 – 원론적으로 은행의 마진 개선을 시사

장단기 금리차 확대는 원론적 관점에서 은행의 마진 개선을 의미한다. 은행은 통상적으로 단기로 자금을 조달하여 장기로 자금을 운용하는 구조를 띈다. 가령, 1년 만기 정기예금 혹은 수시입출식 예금으로 자금을 조달하고, 이를 만기가 긴 주담대 등의 대출 자산 혹은 국고채 등으로 운용하는 것이다. 이에 장단기 금리차가 확대될수록 은행의 NIM 관리에는 유리하다.

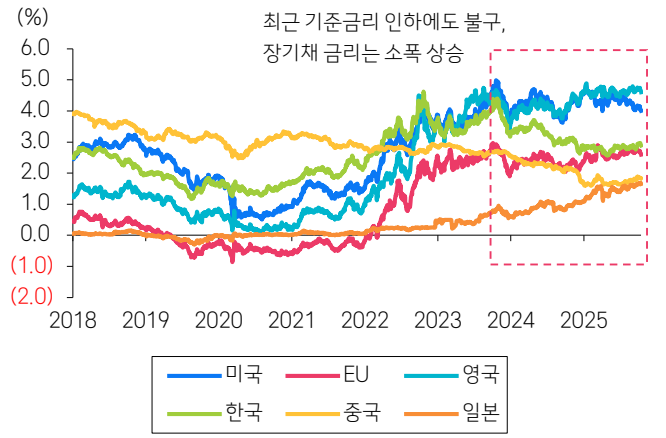
코로나19 당시 저금리 자산의 차환 발행 혹은 Re-pricing이 NIM에 긍정적으로 기여

특히, 은행들이 코로나19 당시 저금리 기조 하에서 취득한 자산의 차환 발행 혹은 Re-pricing은 은행 NIM에 긍정적 역할을 하고 있다. 가령, 미국 은행들은 제로금리 수준의 국고채를 현재 금리 4.6%인 30년 만기 국고채로 차환할 경우, NIM 상승 요인이 발생하는데, BofA는 이와 관련하여 3Q 실적 설명회에서 만기 도래하는 MBS와 모기지대출의 Re-pricing 시 각 개별 자산 당 150~200bp의 운용금리 개선 효과가 있는 것으로 언급하였다.

국내 은행도 크게 다르지 않아 – 모기지 Re-pricing 주기 도래

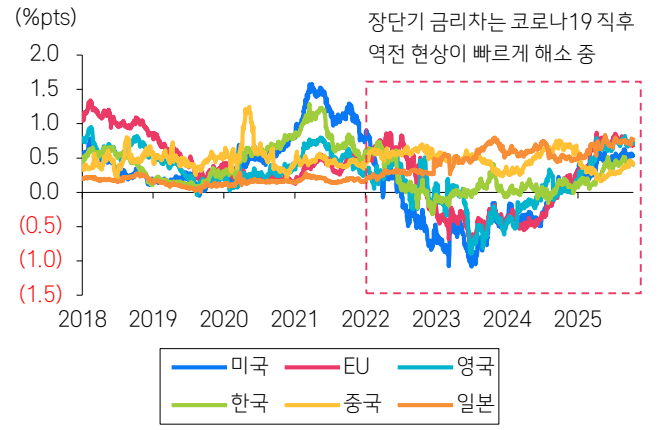
국내 은행도 크게 다르지 않다. 국내 은행들 또한 지난 2020년을 전후로 저금리로 인한 부동산 경기 활황 당시 낮은 금리로 장기 모기지를 공급한 바 있다. 이 중 혼합형 모기지의 경우에는 5년마다 금리 Re-pricing 주기가 도래함에 따라 이에 따른 NIM 개선 효과를 기대할 수 있다. 가령, 해당 대출의 기초자산인 5년 만기 은행채 금리가 2020년 7월 저점 1.28%에서 현재 2.92%까지 상승한 점을 감안하면, 은행은 마진 개선 효과를 일부 기대할 수 있는 것이다.

글로벌 주요국 장기채 금리 추이



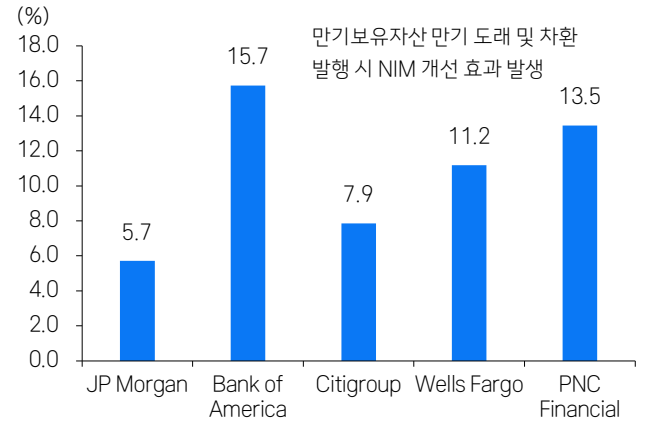
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요국 장단기 금리차 추이



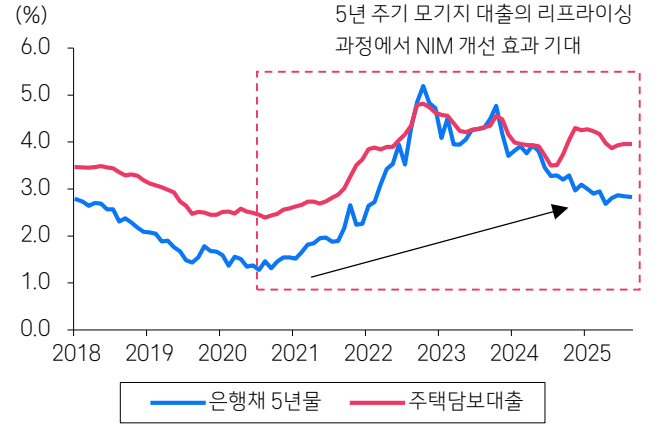
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 주요 은행 총자산 중 HTM 비중



자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 은행채 5년물 금리 추이 vs 주담대 금리 추이



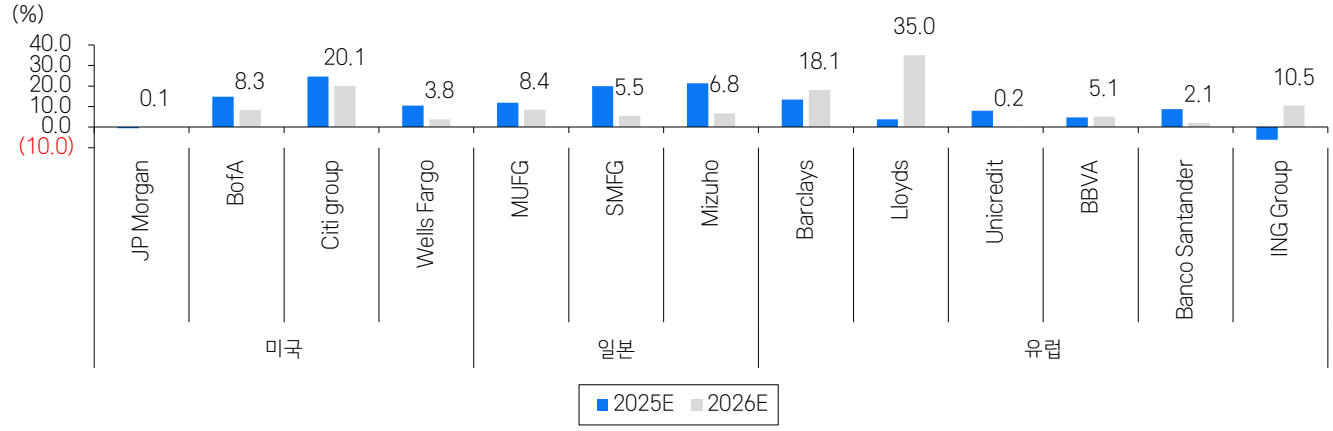
자료: 한국은행, 삼성증권

글로벌 은행 – 내년에도 실적 모멘텀 지속이 컨센서스

26년에도 글로벌 은행들의 실적 모멘텀은 지속될 것으로 시장은 예상하고 있다. 일례로, 금번 리포트에서 다뤄지고 있는 미국, 일본, 유럽 주요 은행 (JP Morgan, BofA, Citi, Wells Fargo, MUFG, SMFG, Mizuho, Barclays, Lloyds, Unicredit, BBVA, Banco Santander, ING Group)들의 내년 연간 이익 성장률은 10.4%로 두 자릿수 이익 성장을 가리킨다.

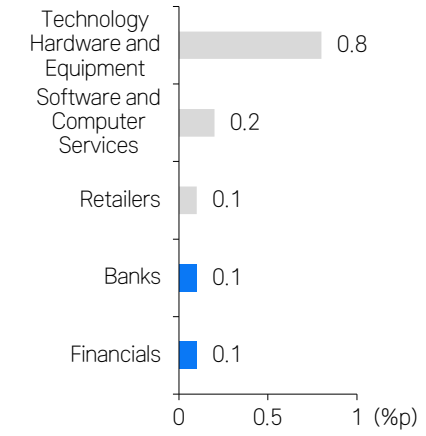
특히, 3Q 실적 시즌을 앞둔 이익 추정 변경에서 은행들에 대한 실적 추정 상향이 두드러지는 모습을 보인 점에 주목할 필요가 있다. 이는 향후 매크로 환경의 변화를 은행들이 누릴 여지가 크다는 점을 시사한다는 점에서 긍정적으로 바라볼 필요가 있다고 판단되기 때문이다.

글로벌 주요 은행 25E 및 26E 이익 증가율



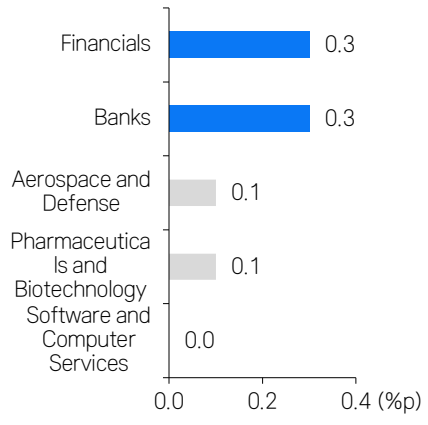
자료: Bloomberg, 삼성증권

업종별 미국 증시 이익추정 상향 기여도



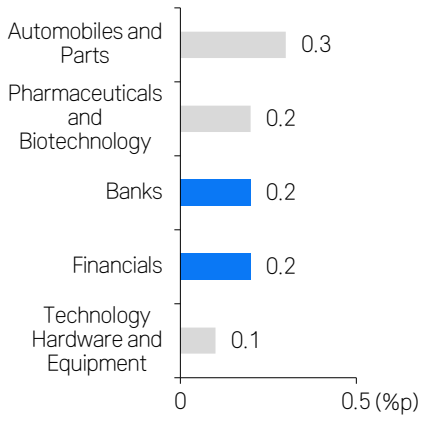
참고: 9/19 기준, S&P500 기업 대상, ICB 업종분류 기준
자료: LSEG, 삼성증권

업종별 유럽 증시 이익추정 상향 기여도



참고: 9/19 기준, Eurostoxx 기업 대상, ICB 업종분류 기준
자료: LSEG, 삼성증권

업종별 일본 증시 이익추정 상향 기여도



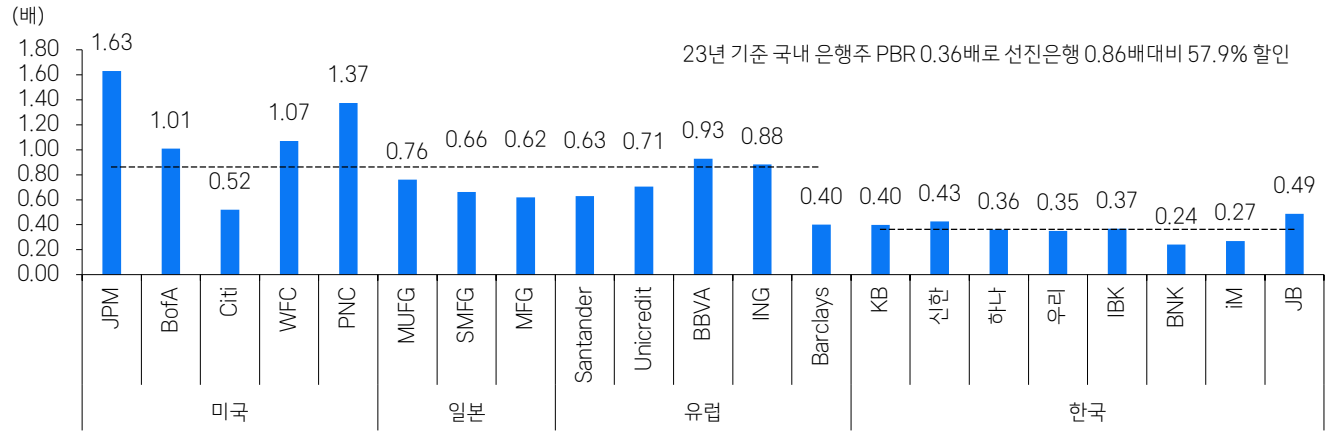
참고: 9/19 기준, Nikkei225 기업 대상, ICB 업종분류 기준
자료: LSEG, 삼성증권

국내 은행주 선전에도 불구, 여전히 좁혀지지 않는 Valuation 격차

결론적으로, 국내 은행주가 유례없는 주가 상승세를 보였음에도 불구하고, 글로벌 주요 은행들의 주가 또한 큰 폭으로 상승함에 따라 Valuation 격차는 쉽게 줄어들지 못하고 있다. 23년 말 종가 기준으로 국내 은행주의 24년 말 종가대비 PBR은 0.36배였는데, 이는 위에 언급된 미국, 유럽, 일본 주요 은행들의 단순 평균 PBR 0.86배와 비교할 때, 57.9% 낮은 수준이었다. 이후 국내 은행주는 26E PBR 0.59배까지 상승했지만, 이들 은행들의 PBR 또한 1.28배까지 상승하였고, 그 결과 국내 은행주의 글로벌 경쟁사대비 PBR 할인율은 여전히 54.0%에 달하며 쉽게 좁혀지지 않고 있다.

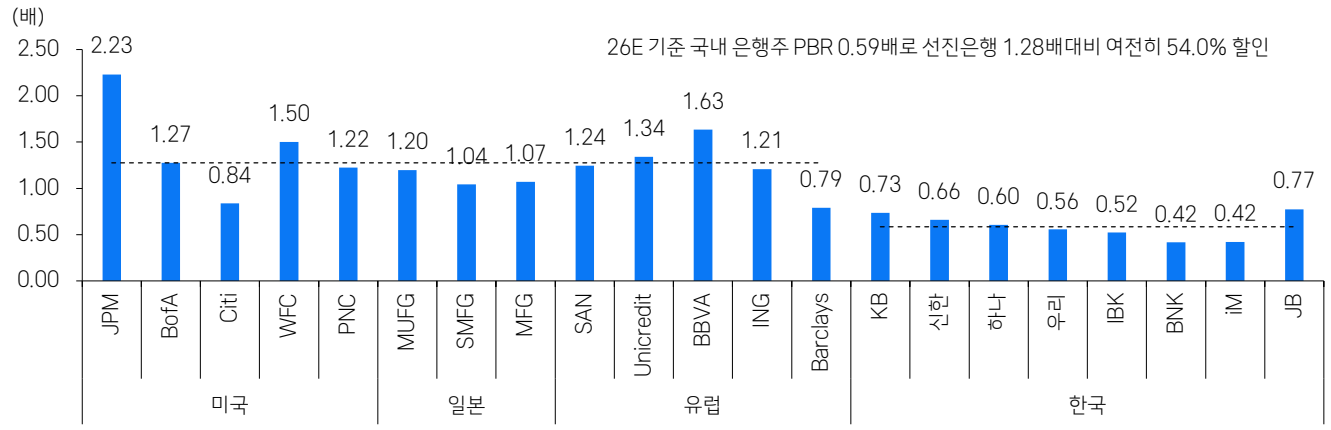
이는 결국 국내 은행주가 과거부터 받아왔던 할인 요인이 여전히 크게 해소되지 않았음을 시사한다고 판단한다. 이에 당사는 국내 은행주가 적용 받고 있는 할인율을 낮추기 위한 관건들을 살펴보고자 한다.

글로벌 주요 은행 23년 PBR



참고: 23년 말 종가, 24년 말 장부가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 은행 26E PBR



참고: 11/19 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

III. 관건 1. 실적과 주주환원에 대한 불확실성 – 그러나, 은행 고유 기능 강화 위한 대안 기대

현재 시장의 우려 – 은행 부담 가중 및 이에 따른 주주환원 강화 이행에 대한 의구심

국내 은행주의 할인율이 쉽게 해소되지 않는 이유는 일차적으로 실적, 그리고 주주환원에 대한 우려가 쉽게 해소되지 않는 것에서 비롯되는 것으로 판단된다. 하반기 들어 연이어 불거진 은행들의 실적 부담 이슈는 단순히 올해 이익을 넘어 은행들이 기존에 발표한 주주환원 강화의 이행 여력에 대한 의구심을 키웠기 때문이다. 대표적으로 1) 배드뱅크에 대한 출자 부담을 시작으로, 2) 교육세 인상, 3) 은행 LTV 담함 과징금 부과 가능성, 4) 홍콩 ELS 판매 관련 과징금, 5) 은행 주택담보대출에 대한 위험가중치 인상 등의 이슈들이 연이어 불거진 것을 들 수 있다. 이들 요인은 은행의 실적은 물론 위험가중자산 증가에 따른 자본비율 훼손까지도 야기하는 만큼, 은행의 주주환원 강화 속도가 당초 은행들의 계획보다 늦춰질 수 있다는 우려를 키웠다.

은행 실적에 영향을 미칠 수 있는 5가지 요인 – 배드뱅크, 교육세, LTV 담합 및 ELS 과징금, 모기지 RW 상향

	배드뱅크	교육세	LTV 담합 과징금	ELS 과징금	모기지 RW 상향
성격	출자	세금	과징금	과징금	자본 규정 변경
주무부처	금융위원회	기획재정부	공정거래위원회	공정거래위원회/ 금융위원회	금융위원회
예상 타임라인	- 2025년 8월 출범 - 부실채권 매입은 10월부터 시작 예정	- 2025년 11월 국회 본회의 최종 확정 예정 - 2026년부터 시행 - 신규 세율(0.5~1%) 2027년 1월 1일 이후 발생 소득부터 적용	- 2025년 말까지 전원회의 개최 가능 - 불법성/과징금 수준에 대한 최종 결정 예정	- 2025년 말까지 최종 결정 전망 - 2026년 초부터 시행 예정	- 2025년 9월 기준 금융당국 내부 검토 중 - 2025~2026년 중 바젤 Ⅲ 기반 자본 규제 개정의 일환으로 논의될 예정

자료: 삼성증권 정리

그러나, 은행 고유 기능 강화 위한 대안 도출 기대 – 실적 확인을 통해 우려 완화 전망

그러나, 이와 같은 우려들은 향후 이와 관련된 정책들이 구체화되고, 이에 따른 영향이 은행들의 실적을 통해 드러나는 과정에서 점차 완화될 전망이다. 은행들의 유동성 공급 확대에 대한 니즈가 높은 가운데, 은행들의 실적 악화 및 자본비율 하락은 은행들의 유동성 공급 위축을 야기하는 요인이기 때문이다. 즉, 금융당국은 은행들이 본연의 역할에 충실할 수 있도록 다양한 대안들을 도출할 수 있을 것으로 기대한다.

우려와 완화 1. 교육세 – 과세표준이 되는 수익 항목 조정 기대

기획재정부는 25년 세제개편안을 발표하며 금융 및 보험업의 교육세를 개편하였다. 이에 따르면, 수익 금액 1조원 과표구간을 신설하고, 세율을 인상하는 것이 골자이다. 즉, 수익 금액이 1조원을 초과할 경우, 이에 대한 세율을 현행 0.5%에서 1.0%로 상향하는 것이다. 참고로, 해당 과세는 26년부터 적용될 예정이다.

실적 영향 – 4대 금융지주 기준 이익 영향은 3%로 추산

현 시점에서 각 기업별 명확한 실적 영향을 추정하는 것은 한계가 있다. 이는 세무 회계 상 교육세 부과 대상인 수익의 범위에 대한 산정과 더불어 일부 공제 항목에 대해서 구체적 사안들이 공개되지 않은 만큼, 공개된 재무제표만으로 구체적 금액을 추정하는 것이 용이하지 않기 때문이다.

다만, 보수적 관점에서 교육세 관련 사안을 단순화하여 금융그룹의 이자수익을 기준으로 교육세를 산출하는 방법을 고려할 수 있다. 4대 금융지주의 연결 기준 이자수익은 24년 105.8조원으로 이에 대한 교육세 추가 부담은 5천억원으로 추산된다 (물론, 이자수익 외 비은행 계열사들은 비이자수익에 대한 교육세 부과가 가능한 만큼, 실제 규모는 이를 상회 가능). 이는 연결 이익의 3.1% 수준으로 추산되는 가운데, 비은행 부문이 상대적으로 클수록 부담은 더욱 커지는 것으로 추산 가능하다.

4대 금융지주 교육세 실적 영향 점검 – 연결 기준 이자수익 기준

(십억원)	24년 연결 이자수익	0.5% 추과 부과 영향	24년 연결 당기순이익	24년 대비 이익 영향
KB	30,491.4	147.5	5,078.2	2.9
신한	29,209.3	141.0	4,450.2	3.2
하나	24,116.6	115.6	3,738.9	3.1
우리	22,013.3	105.1	3,086.0	3.4
합계	105,830.7	509.2	16,353.3	3.1

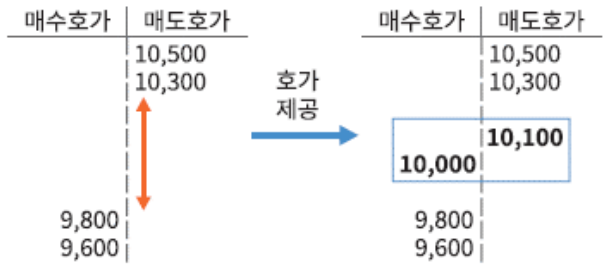
자료: 각 사, 삼성증권 추정

다만, 과세표준 항목 조정 통한 실질적인 은행 부담 완화를 전망

다만, 교육세 인상안에 따른 부담은 실제 우려보다는 완화될 여지가 남아 있다고 판단된다. 현재 기재부는 교육세 과세 기준이 되는 수익 항목 산정 방식에 대해 금융권 의견을 수렴 중이며, 이를 통해 과세표준이 되는 수익 항목의 조정이 이뤄질 경우, 실제 부담은 완화될 수 있다.

대표적인 예로 일부 항목들에 대한 손익 통산을 허용하는 방안을 들 수 있다. 실제로 은행은 통화 선도 업무에서 발생하는 외환매매손익과 파생상품손익에 대해서는 손익 통산, 즉 수익과 손실을 상계한 후의 손익을 과세표준으로 삼는 손익통산이 이미 적용되고 있다. 반면, 금융사 전반적으로 볼 때, 대고객 RP에서 발생하는 채권매매손익, 증권사의 ELS, 이외 주식 및 채권 매매손익 등에 대해서는 손익통산이 적용되지 않고 있다. 이들 중 일부 업무는 금융사의 수익 극대화가 목적이 아니라는 관점에서 과세표준 산정 시 조정의 여지가 있는 것으로 판단된다. 참고로, 자본시장연구원이 발표한 자료에 따르면, 증권사의 경우 손익통산 반영에 따라 증권사의 교육세는 개정 예정안에 비해 크게 감소할 수 있는 것으로 나타난다.

유동성 공급 예시



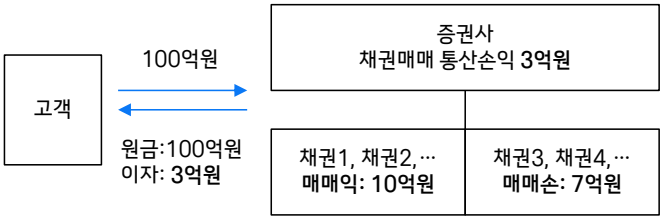
자료: 자본시장연구원, 삼성증권

교육세 과세표준 예시

매각가격/주식수	매매익 (원)	매매손 (원)
9,900/100주		10,000
10,100/100주	10,000	
교육세 과세표준	**10,000**	

참고: 매매익만 과세표준에 포함
자료: 자본시장연구원, 삼성증권

대고객 RP 운용 예시



자료: 자본시장연구원, 삼성증권

ELS 상환 예시

(억원)		손익	수익	손실
ELS 상환: 110		-10	0(-2)	
헤지거래	파생상품	8		
	채권매매	3	10	7
모든 거래 순손익		1		

자료: 자본시장연구원, 삼성증권

유가증권 관련 교육세 계산 사례

(십억원)	매매익	매매손	손익통산	교육세 0.5% 반영	개정 예정안	손익통산 0.5% 반영
A사	2548.7	2356.6	192.1	12.7	20.5	1.0
B사	1050.7	751.2	299.5	5.3	5.5	1.5
C사	808.0	938.1	(130.1)	4.0	4.0	0.0

자료: 자본시장연구원, 삼성증권

우려와 완화 2. 홍콩 ELS 과징금 – 경감 항목 정비 및 최근 법원 판결에 초점 필요

홍콩 ELS 과징금 – 9월 시행령 및 감독규정 개정안 발표

조 단위의 손실이 우려되었던 홍콩 ELS 과징금은 당초 우려보다 크게 감소할 가능성이 높은 것으로 보도되고 있다. 이는 금융위가 지난 9월 22일 금융소비자보호법 시행령 및 감독규정 개정안 발표를 통해서 과징금 부과기준을 구체화한 것에 기인한다. 해당 개정안에 따르면, 1) 상품 유형별로 명확한 과징금 산정 기준을 제시하고, 2) 과징금 부과율도 기존 3단계에서 더욱 세분화되어 경미한 사안은 1%까지도 낮출 수 있으며, 3) 과징금 규모는 불법 행위로 얻은 부당이득이 큰 경우 추가되지만, 4) 반대로 소비자 보호 노력을 기울인 경우에는 경감도 가능하다.

특히, 금융사의 평상 시 소비자 보호를 위한 충실한 이행 여부와 사고 발생 후의 노력에 따라 과징금을 경감하는 내용은 1) 금융사의 평시 소비자 보호 강화와 더불어 2) 이미 자율 배상을 상당 부분 마친 홍콩 ELS 관련 과징금 부담을 줄일 수 있다는 관점에서 초점이 필요하다. 현재 이에 따르면 금융사들은 기본 과징금의 최대 75%까지 부담을 줄일 수 있다.

기본과징금 부과 기준

중대성 평가

중대성	산정점수
매우 중대	2.3 이상
중대	1.6 이상 2.3 미만
중대성 약함	1.6 미만

현행

부과기준율
100%
75%
50%

신설

부과기준율
65% 이상 100% 이하
30% 이상 65% 미만
1% 이상 30% 미만

참고: 산정 점수 0.1점당 부과기준율 5%p 가감(단, 1.0~1.1점은 4%p 차이)
자료: 금융위원회, 삼성증권

경감 사항에 따라 은행 과징금 부담은 당초 우려대비 큰 폭으로 감소 가능

여전히 은행의 중대성 평가는 물론, 전체 홍콩 ELS 판매 금액 중 불완전 판매 비중이 확정되지 않은 만큼, 은행별 영향을 가늠하는 것은 쉽지 않다. 특히, 주된 변수인 부과 기준율 도출부터 불완전 판매 금액에 대한 판단 등은 외부에서 판단하기 어려운 요소인 점이 고려될 필요가 있다.

그럼에도 불구하고, 은행별 과징금 부담은 이슈가 불거졌던 초기 우려에 비해 크게 줄어들 수 있을 것으로 예상한다. 가령, 1) 홍콩 ELS 판매 전체 금액을 기준으로 은행 과징금을 산출하되, 2) 중대성 평가에서 은행들의 산정점수가 중간 값인 2점을 기록하였을 경우, a) 부과기준율은 50%로 산정되는데, b) 이에 대한 과징금 비율을 최대치인 50% 적용하고, c) 감면 비중을 75%로 가정할 경우, 4대 금융지주의 관련 비용은 0.8조원, 25년 연간 이익의 3.2%로 추산 가능하다.

참고로, 부과기준율은 위의 중대성 평가에 따라 가변적이다. 즉, 부과기준율이 위의 예시보다 낮아질 경우, 해당 부분만큼 과징금 부담도 줄어들 수 있다.

판매액 전체 vs 불완전 판매도 관건 중 하나

한편, 아직 관련된 방향성은 알려지지 않았지만, 만약 과징금 대상을 홍콩 ELS 전체 판매액이 아닌, 불완전 판매액으로 국한할 경우, 실제 부담은 추가적으로 감소할 수 있다. 실제로, 지난 10월 1일, KB와 ELS 투자자간 불완전 판매에 대한 법원 소송 1심 판결에서 법원은 투자자의 과거 투자 이력과 해당 ELS 가입 절차 등을 근거로 해당 판매가 불완전 판매에 해당되지 않는다고 판단, KB의 승소를 판결한 바 있다. 특히, 지난 홍콩 ELS 자율 배상에서도 ELS 투자자들의 상당 수가 이전에도 투자 경험이 있었던 것으로 드러난 점은 고려될 필요가 있다. 가령, 불완전 판매 비중을 30%로 가정하고, 이에 대해서만 과징금이 부과될 경우, 실제 이익 영향은 더욱 줄어들 것으로 추산된다.

과징금 반영 시점에 대한 고민 – 확정은 26년. 다만, 25년 일부 충당금 선반영도 가능 전망

홍콩 ELS 관련 과징금 규모가 확정되는 것은 26년이 될 것으로 판단된다. 이는 제재안의 절차상 소요되는 시간에 기인하는데, 해당 절차에 따르면, 1) 금감원이 발송하는 1차 제재안에서 구체적 제재 내용이 아닌 범위가 담기고, 2) 이후 금감원은 이해 당사자와의 조정, 은행의 소명을 청취한 후, 3) 이를 바탕으로 다시 은행에 제재범위를 사전에 통지하고, 4) 제재심의위원회를 열어 제재 수준을 결정하되, 5) 최종적인 제재의 확정은 금융위원회의 정례 회의를 거쳐 이뤄진다. 실제로 언론 보도에 따르면 과징금 확정 및 부과 시점은 내년 상반기가 될 가능성이 높은 것으로 알려졌다.

다만, 은행들이 25년 말 과징금 중 일부를 선제적 충당금으로 반영할 가능성도 고려할 필요가 있다. 은행들의 입장에서 과징금에 대한 불확실성이 26년으로 넘어갈 경우, 1) 단기적인 이익은 물론, 2) 26년 생산적금융 증대를 앞두고 자본비율 수성에 대한 우려를 키울 수 있고, 3) 이는 궁극적으로 주주환원에 대한 불확실성을 높여 투자심리를 저해할 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 이에 은행들의 입장에서는 회계적으로 합리적, 합법적인 방안을 통해 관련 부담을 올해에 선제적으로 인식하는 방안을 여지가 크다고 판단한다. 물론, 이 경우, 26년 실적에 대한 부담 완화라는 관점에서 긍정적으로 평가받을 것으로 전망한다.

은행별 홍콩 ELS 과징금 부담 추정 관련 Sensitivity Test

(십억원)	ELS 판매금액	24년 은행 인식 비용	부과기준율 50% 가정	과징금 비율 50% 가정	Case 1. 감면 비중 75% 가정	25E 세전이익	이익 영향 (%)	Case 2. 불완전 판매 비중 30% 가정	이익 영향 (%)
KB	8,197.2	(741.6)	4,098.6	2,049.3	512.3	7,839.6	(6.5)	153.7	(2.0)
신한	2,370.1	(182.7)	1,185.1	592.5	148.1	7,083.9	(2.1)	44.4	(0.6)
하나	2,118.3	(114.7)	1,059.2	529.6	132.4	5,591.1	(2.4)	39.7	(0.7)
우리	41.3	(7.0)	20.7	10.3	2.6	4,231.5	(0.1)	0.8	(0.0)
합계	12,726.9	(1,046.0)	6,363.5	3,181.7	795.4	24,746.1	(3.2)	238.6	(1.0)

자료: 삼성증권 추정

우려와 완화 3. 과징금의 운영리스크 반영 – 산출 방식 개편 추진 보도

과징금 운영 리스크 산출 방식 개편 보도

10월 10일, 금융당국은 은행 과징금과 관련하여 운영리스크 산출 방식을 개편할 것으로 보도되었다. 이에 따르면, 현재 은행들은 과징금을 1회 내더라도 앞으로 유사한 사고 발생 가능성을 토대로 자본비율에 해당 리스크를 10년간 반영해야 한다. 이에 금융당국은 운영리스크 산출 배제 요건 개선작업을 시작한 것으로 알려졌다. 즉, 금융위는 금융사가 재발방지대책 수립과 이행 등의 요건을 만족할 경우, 산출배제 요건 기준을 개선하고 이와 더불어 운영리스크 반영 시점도 현재 과징금 부과일 기준에서 (최종 확정 시점 등으로) 변경할 수 있는 것으로 알려졌다.

이와 같은 노력 이면에는 은행의 유동성 공급 역할 강화 위한 자본비율 중요성 고려 초점

금융당국의 산출 방식 개편이 이뤄질 경우, 은행의 자본비율 부담은 크게 낮아질 수 있을 것으로 기대한다. 가령, 1) 반영 시점 이연에 따라 은행들의 자본비율 부담은 단기 이슈가 아닐 수 있고, 2) 운영리스크 반영 기간을 낮출 수 있으며, 3) 현행 위험가중치 600% 반영에서 금융사의 개선 노력 등을 감안하여 반영 비율을 낮출 경우, 자본비율 부담도 완화될 수 있을 것이다.

결론적으로 이와 같은 노력을 기울이는 금융당국의 이면에는 은행의 자본비율 제고에 대한 고려가 있음을 인지할 필요가 있다. 현재의 어려운 국내외 매크로 환경 하에서 은행들의 유동성 공급에 대한 필요성은 더욱 높아진 가운데, 하반기 두드러진 환율 급등은 은행의 자본비율을 훼손시키는 대표적 요인이다. 즉, 금융당국은 이처럼 어려운 환경에도 불구하고, 은행들의 유동성 공급이 보다 원활히 이뤄질 수 있는 동시에 은행들의 소비자 보호 또한 강화될 수 있는 방향으로 대안을 도출하기 위한 노력을 다각도로, 그리고 속도감 있게 기울이고 있다는 점에 보다 초점이 필요한 것이다.

현재 은행에 이슈가 되고 있는 과징금은 크게 LTV 및 홍콩 ELS 관련 과징금으로 볼 수 있다. 가령, LTV 과징금 은행별 0.5조원씩의 가정과 홍콩 ELS에 대한 과징금도 앞서 언급한 사례 중 Base Case 시나리오 (불완전 판매 비중 반영 전 기준)를 기준으로 운영리스크에 대한 위험가중치를 현행 600%에서 절반 수준인 300%로 낮추는 것으로 가정할 경우, 은행의 CET-1 비율 영향은 6bp로 당초 가정 13bp보다 크게 낮아지는 것으로 추산된다.

LTV 담합 및 ELS 과징금 반영에 따른 CET-1 비율 영향 (위험가중치를 기존의 절반 수준으로 낮출 경우)

(십억원)	LTV 과징금	ELS 과징금	과징금 합계	위험가중치 300% 반영	CET-1 비율 영향 (%)	기존 CET-1 비율 영향 추정치 (RW 600% 가정) (%)
KB	250.0	512.3	762.3	2,287.0	(0.09)	(0.20)
신한	250.0	148.1	398.1	1,194.4	(0.05)	(0.10)
하나	250.0	132.4	382.4	1,147.2	(0.05)	(0.12)
우리	250.0	2.6	252.6	757.7	(0.04)	(0.08)
합계	1,000.0	795.4	1,795.4	5,386.3	(0.06)	(0.13)

자료: 삼성증권 추정

은행의 주주환원 강화 의지는 불변 전망 – 4Q24 실적 시즌에서 확인된 Peer pressure

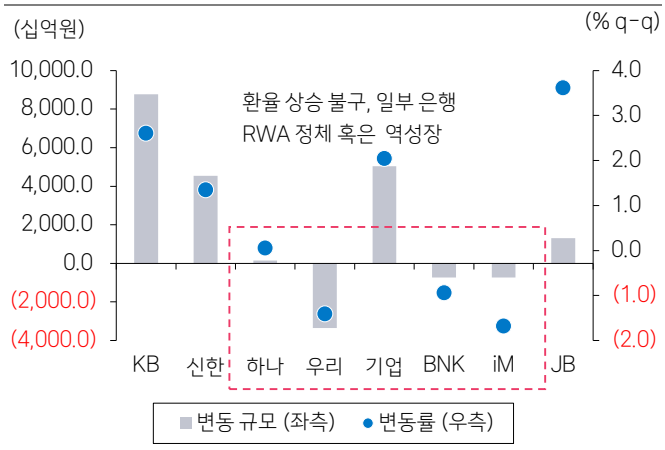
은행 자본비율 훼손 부담 가중 시 은행은 RWA, 즉 대출 자산 축소로 대응 유인이 높아질 전망

설령 은행에 대한 실적 부담이 높아져 자본비율이 훼손되는 최악의 상황을 가정하더라도, 은행은 대출 공급 축소 혹은 일부 대출 회수를 통해 주주환원 강화 정책의 이행에 보다 노력을 기울일 여지가 크다고 판단한다. 실제로, '24년 12월, 환율 급등으로 CET-1 비율의 큰 폭 하락이 우려되자 대다수 은행들은 자본비율 방어를 위해 RWA를 보다 보수적으로 관리하는 결정을 내린 바 있다. 그 결과, 4Q24 중 원/달러 환율이 급등하며 주요 은행들의 CET-1 비율은 20~30bp 하락할 수 있을 것으로 우려와 달리, 금융지주의 CET-1 비율은 견조하게 방어되거나 오히려 일부 상승하기도 하였다. 이 과정에서 당사 커버리지 하 은행들의 원화대출은 0.2% q-q 감소하였고, 우리금융, BNK금융, iM금융의 RWA는 전분기대비 0.9~1.7% 감소하였다.

4Q24 환율 급등 국면에서 RWA 축소 경험, 그리고 불거진 Peer pressure

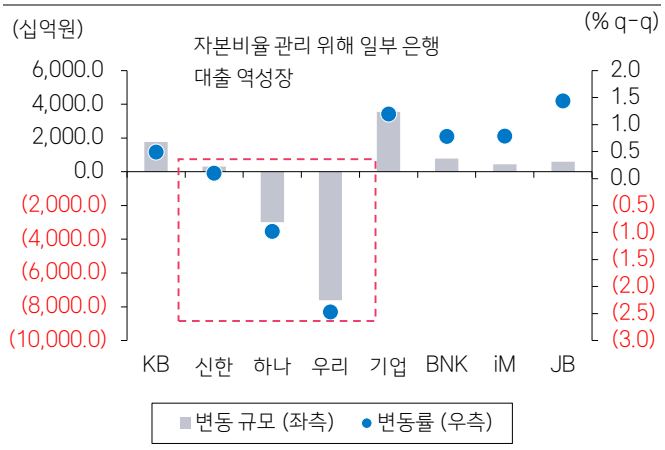
특히, 4Q24의 CET-1 비율 방어 과정에서 은행간 Peer Pressure는 더욱 높게 작용한 점에 초점이 필요하다. 일례로, KB금융은 4Q24 실적 발표 직후 하루 동안 주가가 6.7% 급락하였는데, 동사는 경쟁사들과 달리 RWA가 2.6% 증가하며 CET-1 비율이 32bp q-q 하락했기 때문이다. 즉, 4대 금융지주의 경우, 확고한 지배주주가 부재하고, 대부분의 주주가 FI (재무적 투자자)로 경영진의 주주가치 제고를 위한 노력에 대한 중요성이 다른 업종에 비해 더욱 강조된다는 점에 초점이 필요하다.

4Q24 RWA 변동 규모 vs 변동 폭



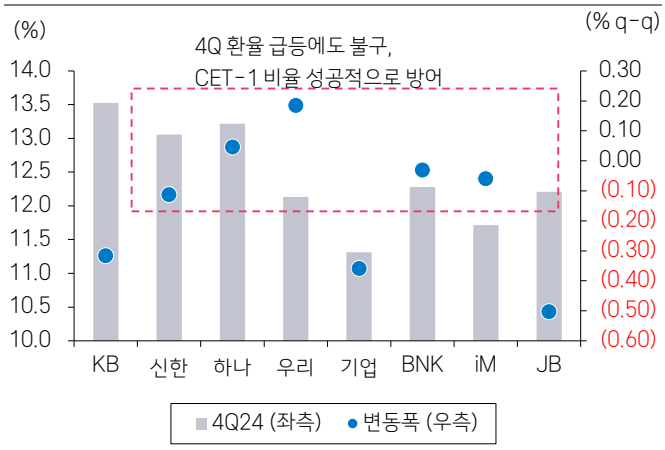
자료: 각 사, 삼성증권

4Q24 은행별 대출 증감 폭 vs 증감률 q-q



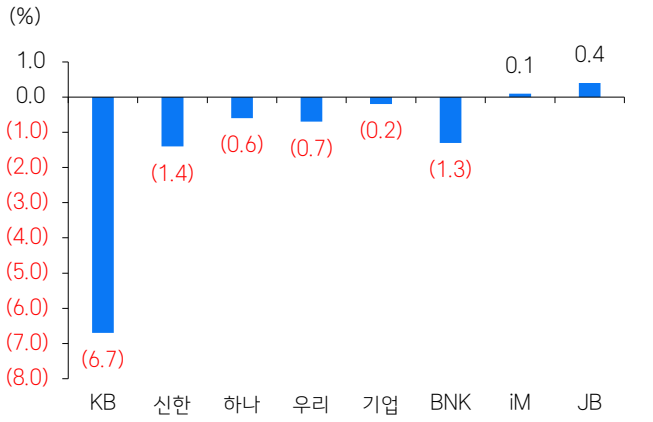
자료: 각 사, 삼성증권

4Q24 은행별 CET-1 비율 vs 개선 폭



자료: 각 사, 삼성증권

4Q24 실적 발표 직후 주가 변동 폭

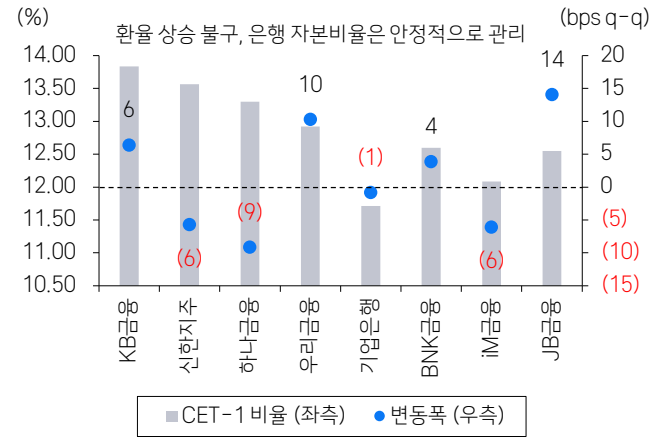


자료: KRX, 삼성증권

3Q25의 RWA 관리 - 24년 경험의 효용 증명

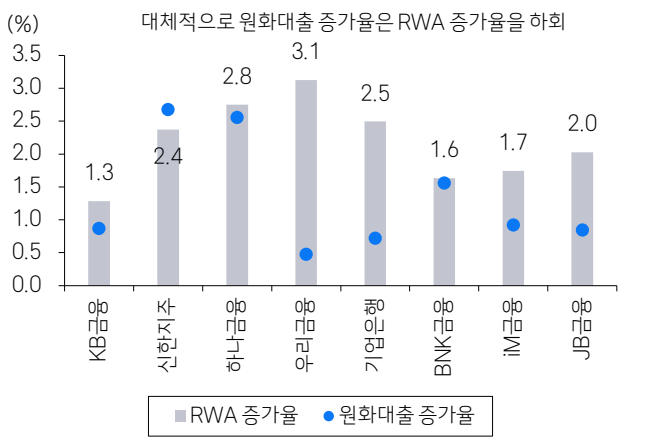
실제로, 작년 말의 경험에 따른 은행들의 변화는 올해 3Q25 중 일부 은행들의 RWA 증가율 관리에서 확인할 수 있다. 3Q 중 원/달러 환율은 전분기대비 원/달러 상승하며 은행들의 CET-1 비율에 대한 우려를 키웠고, 이러한 상승세는 4Q에도 이어지며 부담이 가중되고 있다. 그러나, 3Q 중 원/달러 환율 상승에도 불구하고 은행들의 CET-1 비율은 전분기와 유사하거나 오히려 소폭 상승세를 나타낸 은행들도 있었다. 이는 견조한 3Q 실적도 일부 기여했지만, 결국 작년 말의 경험을 교훈삼아 3Q부터 선제적으로 RWA 관리에 나선 영향도 분명 존재한다고 판단된다. 실제로, CET-1 비율이 개선된 KB금융은 RWA 증가율이 1.3% q-q로 낮았으며, 하나금융은 CET-1 비율이 9bp 하락했지만, 환율 영향을 감안하면 자본비율은 안정적으로 관리된 것으로 판단된다.

금융지주별 3Q25 CET-1 비율 및 분기 변동폭



자료: 각 사, 삼성증권

3Q25 RWA vs 원화대출 분기 증가율



자료: 각 사, 삼성증권

IV. 관건 2. 높아진 주주환원율 커트라인 – 일차적 관건은 ROE 제고 (Re-leveraging도 고려 필요)

은행 기업가치 제고 계획의 핵심 – 주주환원율

바젤 III로 인한 레버리지 규제 강화 – ROE의 차별성 저하

이론적으로 은행주의 PBR은 ROE의 함수이다. 즉, 은행주가 PBR을 높게 받기 위해서는 ROE 제고가 최우선 사항이었다.

이에 글로벌 금융위기 이전, 글로벌 은행들은 ROE 제고를 위해 레버리지를 극대화하였지만, 이는 글로벌 금융위기의 골을 키우는 요인이 되었다. 바젤 II 규제 하에서 은행들은 레버리지 비율을 높이기 위한 자본 확충 방안으로 보통주가 아닌 하이브리드 채권, 우선주 등 부채성 자본을 적극적으로 활용하였다. 그러나, 글로벌 금융위기를 통해 이와 같은 부채성 자본에 기반한 무분별한 레버리지 확대는 오히려 시스템 안정성을 저해하는 것으로 판명된 것이다.

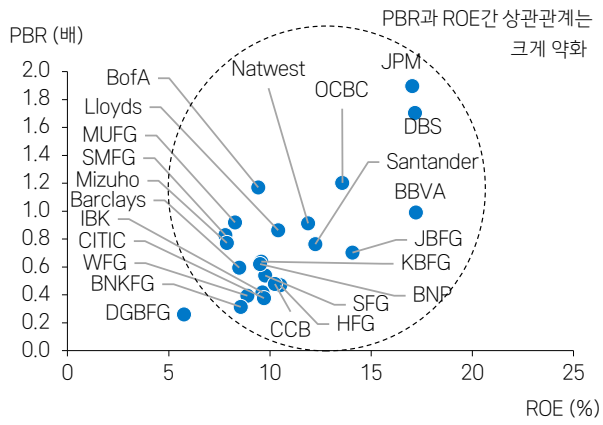
결국 글로벌 금융위기를 이후 보통주 자본만을 자본비율 산출 시 인정하는 CET-1 비율 규제가 도입되었다. 바젤 III 도입 후 Asset-to-equity 비율로 대변되는 은행들의 레버리지 비율은 일정 수준으로 수렴하기 시작하였고, 이는 은행들의 ROE가 유사한 수준으로 수렴하는 결과로 이어졌다.

ROE의 수렴 – 투자자 초점은 자연스럽게 주주환원으로

글로벌 금융위기를 기점으로 은행들의 PBR과 ROE간 상관관계는 크게 낮아졌다. 투자자 입장에서는 같은 자본을 투입했을 때, 은행들의 수익성 (ROE)이 유사한 만큼, 이제는 그 수익 중 얼마나 주주에게 돌려주는지가 차별화 요인이 된 것이다. 즉, ROE가 10% 내외 수준으로 수렴하며 PBR도 동일한 수준으로 수렴한 것이 아니라, 주주환원율에 따라 PBR이 차별화되기 시작하였다.

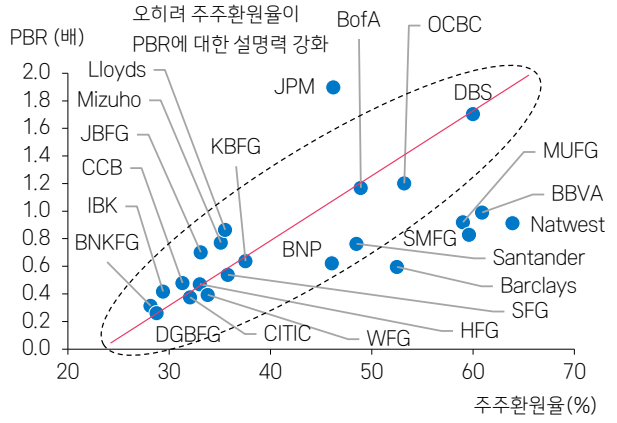
결과적으로 PBR은 주주 환원율의 함수에 보다 가까워졌다. 특히, 24년 기준으로 Implied COE는 주주 환원율이 50%까지 상승하는 과정에서 10%에 수렴하는 모습을 보였고, 이러한 관점에서 당시 국내 은행들의 PBR이 이론적 가치에 근접하기 위한 선제 조건은 주주 환원율의 50% 달성 여부가 되었다. 그리고, 은행들은 이를 토대로 24년 하반기 기업가치 제고계획에서 주주환원율 50%와 도달 시점을 명시한 것이다.

PBR vs ROE (2024)



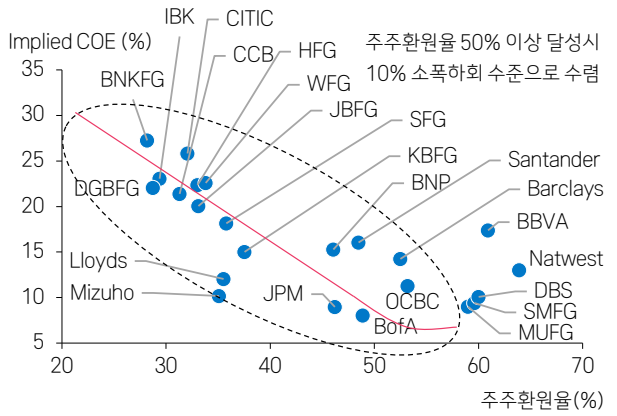
참고: 2024E PBR 및 2024E ROE 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권 추정

PBR vs 주주 환원율 (2024)



참고: 2024E PBR 및 2023 주주 환원율 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권 추정

COE vs 주주 환원율 (2024)



참고: 2024E COE 및 2023 주주 환원율 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권 추정

은행별 목표 총 주주 환원율 및 달성 시점 (2024)

	목표 비율 (%)	달성 시점
KB금융	주주환원 포뮬라에 따라 가변적	
신한지주	50	2027년
하나금융	50	2027년
우리금융	50	중장기 Target
BNK금융	50	2027년
DGB금융	40	2027년
JB금융	45	2026년

자료: 각 사, 삼성증권

지난 1년간 은행들의 노력 – 주주환원율 50% 달성에 대한 투자자 신뢰 제고

당초 높았던 투자자들의 우려 – 은행들의 과거 Track Record

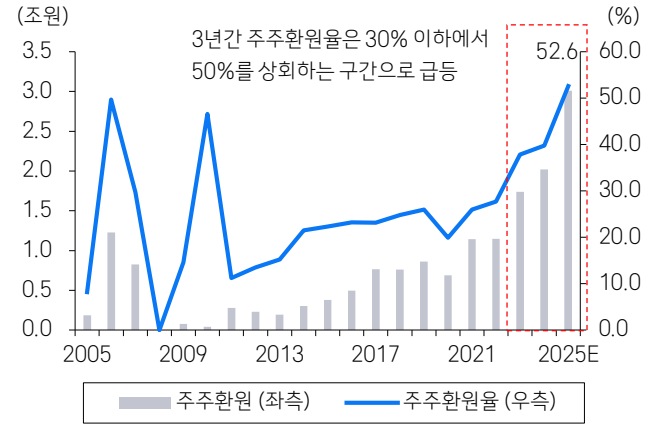
은행들의 기업가치 제고 계획 발표에도 불구하고 은행주의 PBR은 이론적 가치대비 괴리가 컸다. 24년 말 기준 은행주의 PBR은 25년 말 장부가치 기준 0.48배로 장부가치의 절반에 불과했다.

이처럼 은행들의 공개적인 기업가치 제고 계획 발표에도 불구하고 은행주에 대한 할인 폭이 쉽게 해소되지 못한 이유는 지난 20여년간 은행들의 Track Record에 있다. 20여년 전에도 은행들은 주주환원율 제상승을 언급했지만, 국내 은행의 대표격인 KB와 신한의 주주환원율이 30%를 넘어선 적은 손에 꼽을 정도로 은행들의 주주환원율은 약속과 달리 제자리였다. 물론, 이는 글로벌 금융위기부터 이어진 연이은 매크로 리스크와 다수의 대규모 M&A 등에 기인하지만, 투자자들이 은행들의 발표만을 믿고 투자하는 것 또한 쉽지 않게 하는 원인이었던 것으로 판단된다.

25년 은행들의 주주환원 약속 이행 확인 – 그리고 Valuation Re-rating

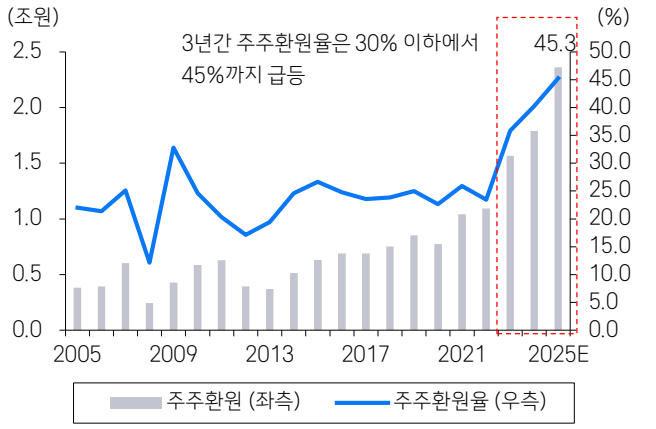
하지만, 은행들은 25년까지 주주환원 약속을 이행하는 모습을 확인시켜줬다. KB금융의 25년 주주환원율은 올해 50%를 상회할 것으로 추산되며, 신한지주와 하나금융도 주주환원율이 44~45%을 기록할 것으로 예상되며 당초 계획보다 이른 시점에 주주환원율 50%를 달성할 수 있다는 가시성을 높였다. 그리고, 이는 올해 은행주의 가파른 Valuation 회복을 견인하였다.

KB금융 주주환원 및 주주환원율 추이



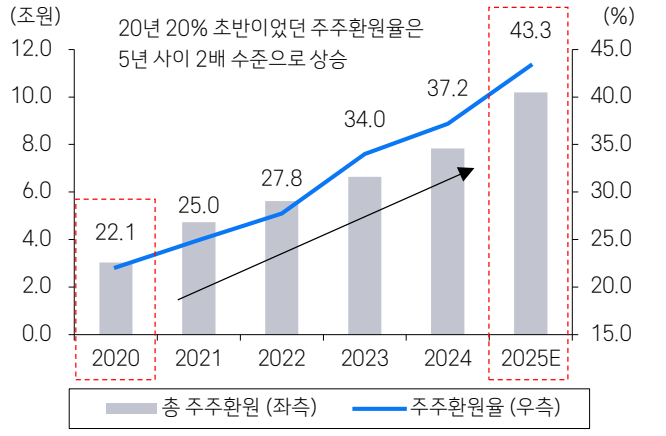
참고: 2022년까지는 배당 및 배당성향
자료: KB금융지주, 삼성증권

신한지주 주주환원 및 주주환원율 추이



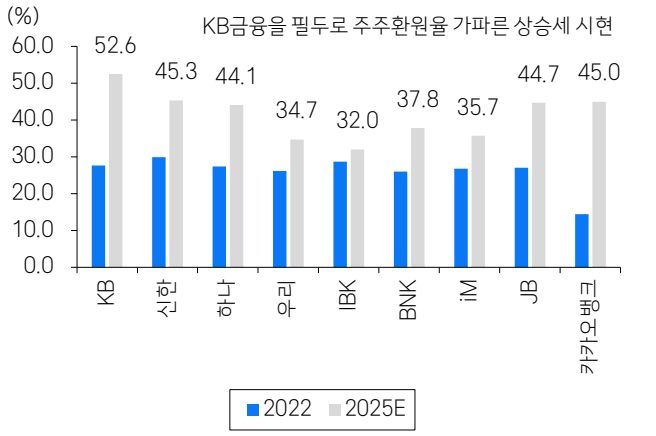
참고: 2022년까지는 배당 및 배당성향
자료: 신한지주, 삼성증권

은행 주주환원 및 주주환원율 추이



참고: 커버리지 은행 합산 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

은행별 주주환원율 2022 vs 2025E



자료: 각 사, 삼성증권 추정

그러나, 글로벌 은행들의 주주환원율도 가파르게 상승 – 2년 전보다 높아진 커트라인

국내 은행들의 주주환원율은 25년 40%대까지 올라왔지만…

국내 은행들의 속도감 있는 주주환원율 제고에도 불구하고 앞서 언급한 바와 같이 글로벌 은행대비 Valuation 격차는 쉽게 좁혀지지 못하고 있다. 이는 글로벌 은행들의 Valuation이 높아진 것도 한 이유이지만, 국내 은행들의 당초 예상대비 더딘 Valuation 회복도 또 다른 이유이다.

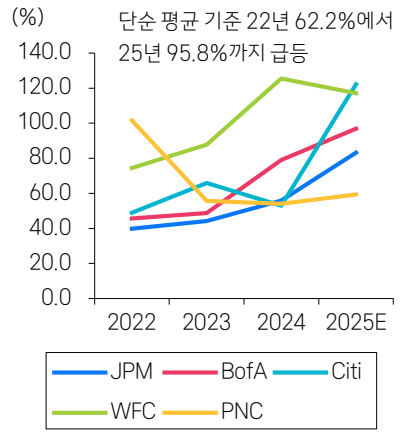
이에 대한 원인으로는 25년 하반기 불거진 실적 및 주주환원 관련 우려도 있지만, 글로벌 은행들의 24~25년 중 가파른 주주환원율 상승에 주목할 필요가 있다. 실제로 위에 언급된 미국, 일본, 유럽 주요 은행들의 주주환원율은 23년 60.9%에서 25년에는 78.1%에 이를 것으로 예상되는 가운데, 미국 5개 대형 은행들의 3Q 누적 기준 주주환원율이 88.6%를 기록하였다. 단순 평균 기준으로 이들 은행의 주주환원율은 불과 2년 전에 비해 27.7%p 상승한 것이다.

글로벌 주요 은행들의 주주환원율은 70~80% 내외까지 급등

결론적으로 국내 은행들은 23년 글로벌 주요 은행들의 주주환원율 60% 내외를 벤치마크 삼아 목표 주주환원율 50%를 설정하였지만, 불과 2년 만에 주주환원율 커트라인은 70~80% 수준으로 급등한 것이다. 그 결과 국내 은행들의 주주환원율 목표 50%는 여전히 이들 은행의 주주환원율 평균대비 67% 수준으로 지난 23년과 크게 다르지 않은 상황이 되었다.

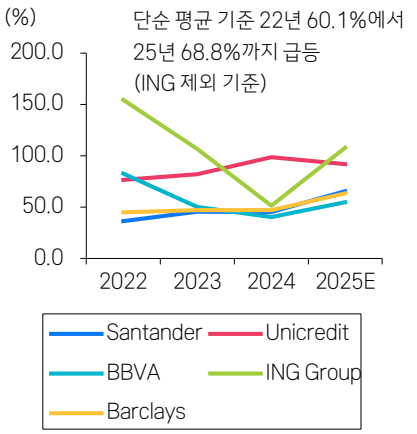
이론적인 관점에서 볼 때, 국내 은행들의 평균 Implied COE는 17.7% (단순 평균 기준)로 미국 5대 은행의 단순평균 9.1%, 일본 3대 은행의 단순평균 9.4%보다 1.8~1.9배 수준인데, 이는 지난 23년 말 기준 2.2~2.5배에 비해 소폭 개선에 그친 수준이다.

미국 은행 주주환원율 추이



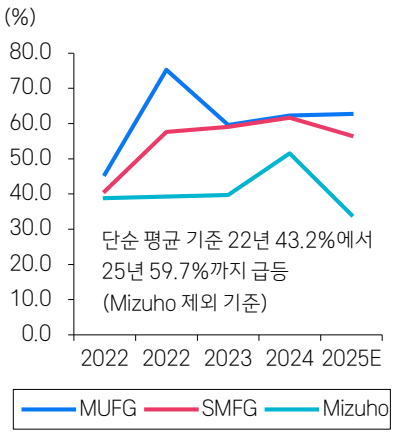
참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 주주환원율 추이



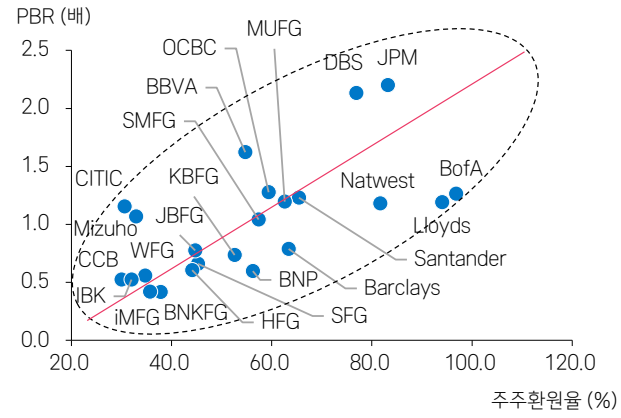
참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

일본 은행 주주환원율 추이



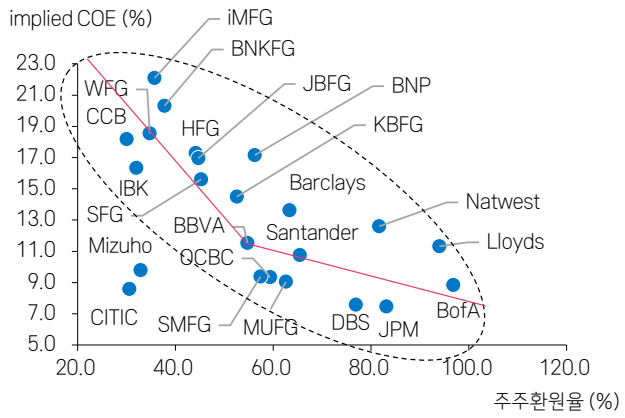
참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

PBR vs 주주 환원율 (현재)



참고: 2026E PBR 및 2026E ROE 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권 추정

COE vs 주주 환원율 (현재)



참고: 2026E COE 및 2025E 주주 환원율 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권 추정

다시 주어진 숙제 – 주주환원율 50%를 넘어설 수 있는가?

이에 국내 은행주의 주주환원 강화를 위한 Valuation Re-rating이 다시 속도감 있게 이뤄지기 위해서는 주주환원율이 27년 50% 목표를 넘어, 글로벌 은행들에 보다 근접한 수준까지 올라갈 수 있는지가 관건이 될 전망이다.

RWA 증가율 및 ROE 감안 필요

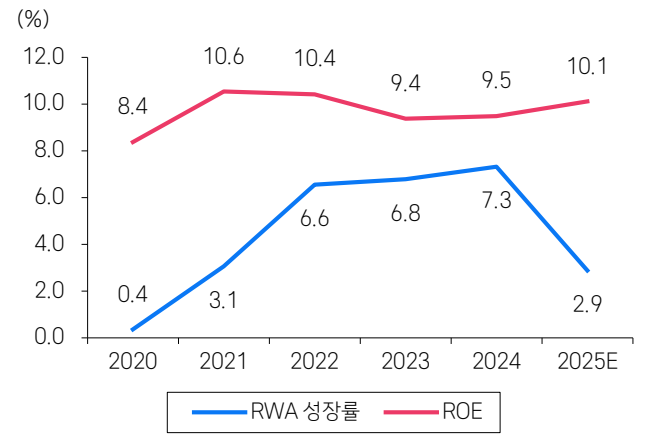
26년 예상되는 국내 은행들의 RWA 증가율과 ROE를 감안할 때, 주주환원율의 상단을 올리는 것에는 한계가 존재한다. 1) 국내 은행 산업과 현재의 수익 구조를 감안할 때, ROE가 추가적으로 개선될 수 있는 폭은 제한적인 반면, 2) 은행들의 RWA 증가율은 3Q25 기준 연초대비 2.9%를 기록한 점과 올해 상반기 매크로 환경의 특수성을 감안하면, 경상적 환경에서의 RWA 증가율은 4~5% 수준으로 판단된다.

즉, Sustainable ROE 11%와 RWA 증가율 4.5%, 그리고 은행들의 CET-1 비율을 현 수준으로 유지한다는 가정 하에서 은행들의 주주환원율은 원론적으로 60%수준까지 상승 가능하다는 결론이 도출 가능하다.

비은행 부문 및 해외진출 강화에 소요되는 자본도 고려 필요

다만, 주주환원율 제고는 현실적으로 다양한 요소가 고려되어야 하는 만큼, 위의 이론적인 도출과는 거리가 있을 수 있다. 이는 금융그룹들의 입장에서 1) 비은행 부문 강화나, 2) 해외 진출 확장과 같은 추가적인 성장 부문에도 자본이 할애되어야 하기 때문이다. 대표적인 예로 증권사 역량 강화를 위한 노력을 들 수 있는데, 향후 자본시장의 성장과 더불어 기업 및 개인 투자자들의 금융 서비스 니즈 다양화 속에서 증권사의 역량 강화는 필수적이다. 하지만, 이는 일정 수준 이상의 자본이 요구되는데, 증권사의 발행어음 및 IMA 라이선스는 각각 4조원과 8조원의 증권사 자본이 요구되는 것이 대표적이다. 즉, 현재 금융그룹 산하 증권사들의 이익과 자본규모를 고려할 때, 상당 수는 금융지주로부터 자본 보강이 필요한 시점이 도래할 수 있다는 점도 고려되어야 한다.

RWA 성장률 vs ROE 추이



참고: 커버리지 은행 합산 기준, 2025년 RWA 증가율은 3Q25 누적 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

RWA 성장률 vs ROE에 따른 이론적 주주환원율

(%)		ROE 가정				
		10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
RWA 증가율 가정	3.5	65.0	66.7	68.2	69.6	70.8
	4.0	60.0	61.9	63.6	65.2	66.7
	4.5	55.0	57.1	59.1	60.9	62.5
	5.0	50.0	52.4	54.5	56.5	58.3
	5.5	45.0	47.6	50.0	52.2	54.2
	6.0	40.0	42.9	45.5	47.8	50.0

자료: 삼성증권 추정

종합금융투자사업자 라이선스 관련 제도 개요

단계별 최소 자기자본 규모	허용 업무 및 특징	종투사 지정 현황 (25년 11월 기준)
3조원	- **기업 신용공여**: 기업에 대한 대출, 어음(CP 제외) 할인 및 매입 - 전담중개(PBS): 헤지펀드 등 대상 증권대차 등 종합금융서비스 제공 - 내부주문 집행: 상장 및 비상장주식의 다자간 장외매매	미래에셋증권, 한국투자증권, NH투자증권, KB증권, 삼성증권, 신한투자증권, 메리츠증권, 하나증권, 키움증권, 대신증권
4조원	- **발행어음**: 만기 1년 이내 어음 발행 (단기금융업 인가 필요)	미래에셋증권, 한국투자증권, NH투자증권, KB증권, 키움증권
8조원	- **종합투자계좌(IMA)**: 고객 예탁금을 기업금융 관련 자산(70% 이상) 등 다양한 부문에 투자해 이익 추구 - 운용 종투사가 원금 지급 의무를 가지고 있어 안정성 및 수익성 확보 가능 (예금 보호 대상 X)	미래에셋증권, 한국투자증권

제도 세부 내용

- 발행어음 및 IMA 합산 자기자본의 최대 300% 내 운용 제한
- 발행어음 및 IMA를 영위하는 종투사의 경우 2028년까지 전체 운용자산에서 발행어음 및 IMA 조달액의 25% 수준의 모험자본을 의무 공급
- 발행어음 및 IMA를 통해 조달한 자금을 부동산 관련 자산으로 운용할 수 있는 한도 기존 30% → 2027년 10%로 축소
- 모험자본에는 기존 중소·중견·벤처기업 발행 증권 및 대출채권, A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외), 신·기보 보증 프라이머리채권담보부증권(P-CBO)에 더해 국민성장펀드의 첨단전략산업기금 및 기업성장집합투자기구(BDC)도 추가
- A등급 채권 및 중견기업에 대한 투자의 경우 액수와 관계없이 모험자본 공급 의무액의 최대 30%까지만 인정
- 자기자본 요건 2개년 연속 충족 필수, 종투사는 단계별로 2년 이상 영위해야 다음 단계로 지정 가능
- 고유재산 운용에 따라 소유하는 외화증권은 예탁결제원 집중예탁의 예외 인정 사유를 확대해 자유롭게 운용할 수 있도록 허용

자료: 언론 보도, 삼성증권

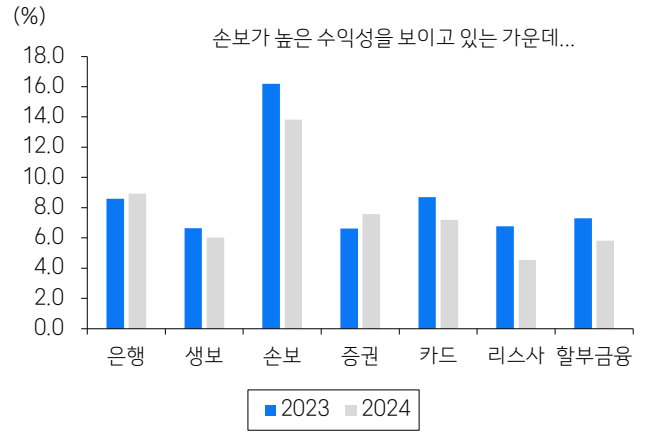
주주환원율 제고를 위한 근간은 ROE의 상승 – 비은행 부문 강화가 일차적이자 현실적 방안

물론, 주주환원율을 유의미하게 높이기 위해서는 근본적으로 ROE 상승이 뒷받침되어야 한다. 앞서 언급된 바와 같이, 단기적으로 은행계 금융지주의 ROE 상승 속도는 제한적일 것으로 전망한다. 하지만, 금융산업 내 각 업권별 ROE 수준이 상이한 점을 감안할 때, 은행계 금융지주의 사업 포트폴리오 조정 혹은 일부 강화를 통해 ROE를 높일 수 있다. 그리고, 이는 지금도 많은 금융지주사들이 비은행 부문 강화 강조하는 것과 일맥상통한다.

비은행 부문 업권별 수익성 상이

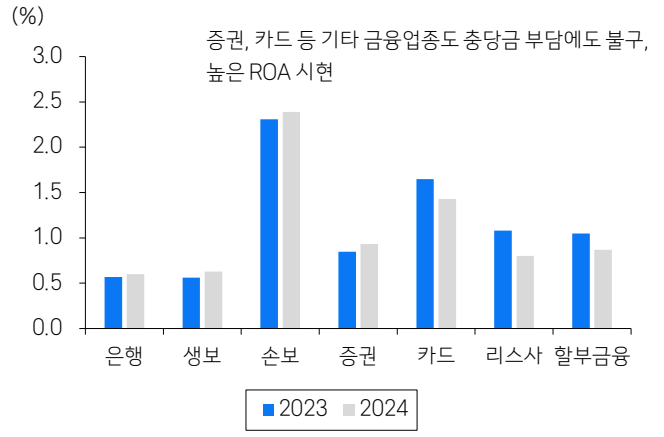
비은행 부문의 업권별 수익성은 상이하다. 23년 및 24년 연간을 기준으로 주요 업종별 ROE와 ROA를 살펴보면, 1) 손해보험업의 수익성이 돋보이는 가운데, 2) 증권사도 은행보다 높은 ROA를 기록하였으며, 3) 충당금 부담에도 불구, 카드사와 리스사 등의 여전사들도 ROA가 은행보다 높은 것을 확인할 수 있다.

주요 금융업종별 ROE (2024)



자료: 금감원, 삼성증권

주요 금융업종별 ROA (2024)



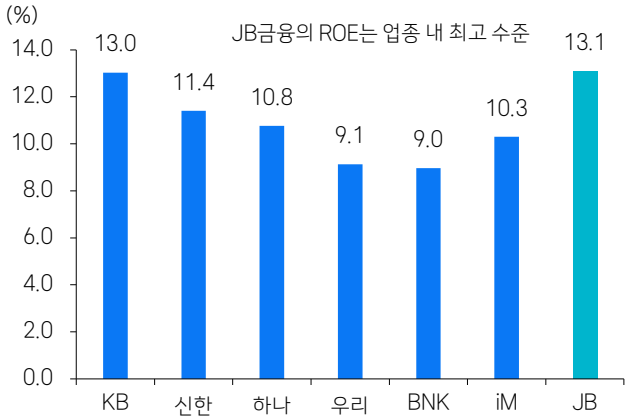
자료: 금감원, 삼성증권

비은행 강화를 통한 그룹 ROE 개선 효과 기대 가능

이에 은행계 금융지주들은 비은행 부문 중 수익성이 높은 부문을 강화함으로써 연결 ROE 개선 효과를 기대할 수 있다. 실제로 JB금융의 ROE가 1H25 누적 기준 13.1%로 당사 커버리지 하 은행들의 10.6%를 크게 상회하는 이유는 ROE가 높은 캐피탈의 이익 기여도가 30.3%에 달하는 점에 크게 영향을 받는 것으로 판단된다. 실제로 은행별 ROE를 보면, JB금융의 ROE는 시중은행들보다 낮은 것으로 나타난다.

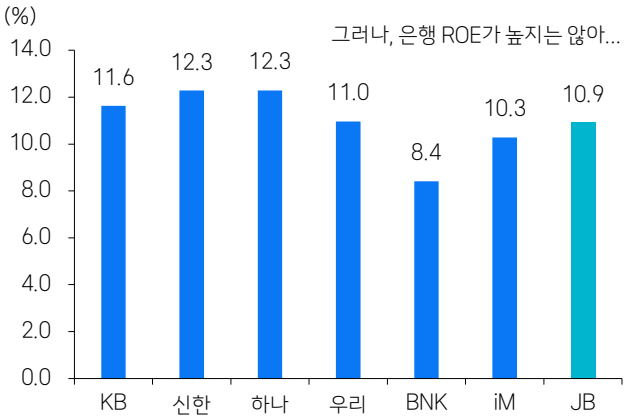
KB금융이 다른 금융지주대비 차별화된 CET-1 비율을 보유하고 있음에도 불구하고, ROE가 높은 이유도 동사의 비은행 이익기여도가 같은 기간 39.0%를 기록한 것과 궤를 같이 한다.

금융지주별 ROE (1H25)



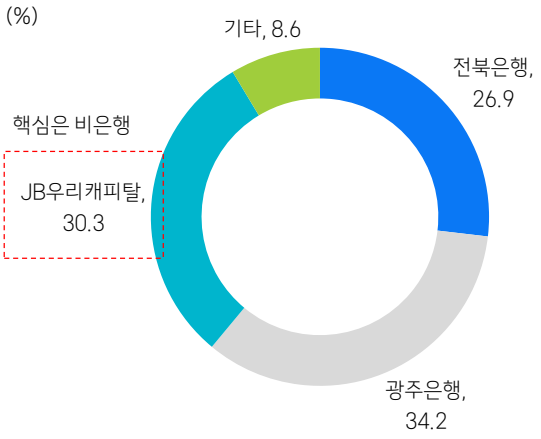
자료: 각 사, 삼성증권

금융지주 은행별 ROE (1H25)



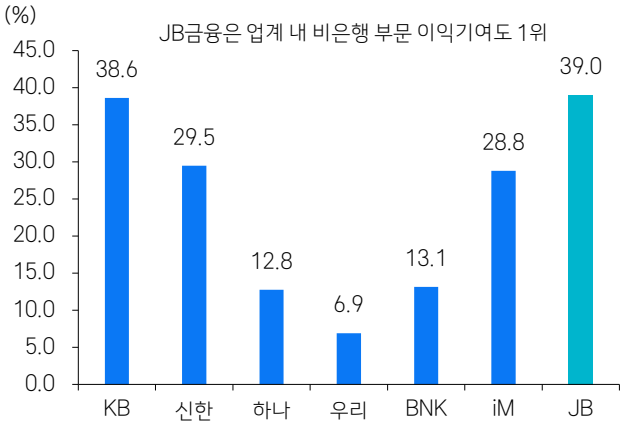
참고: BNK금융지주 및 JB금융지주는 은행 합산 기준
자료: 각 사, 삼성증권

JB금융 사업부문별 이익 비중 (1H25)



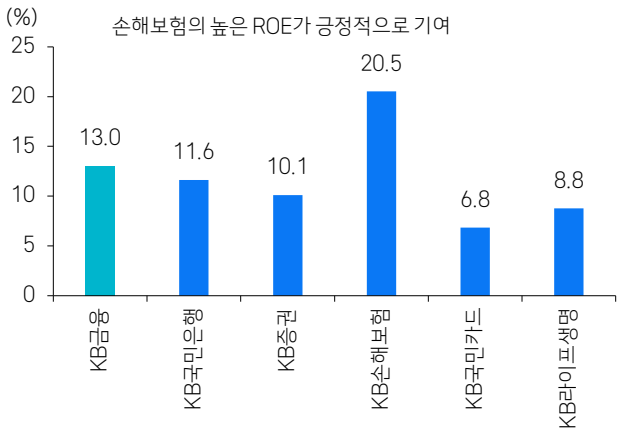
자료: JB금융지주, 삼성증권

금융지주별 비은행 이익기여도 (1H25)



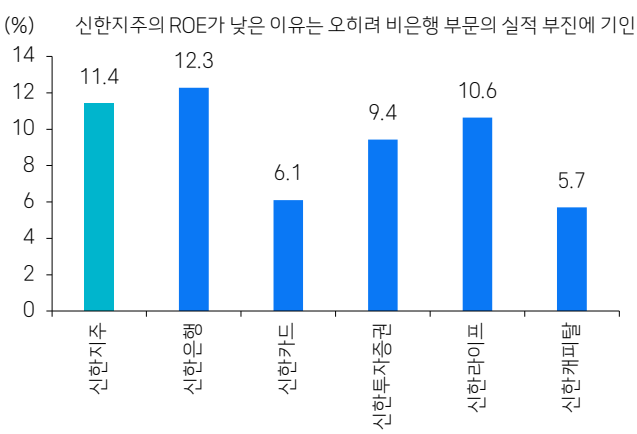
자료: 각 사, 삼성증권

KB금융 그룹 및 주요 자회사별 ROE (1H25)



자료: KB금융, 삼성증권

신한지주 그룹 및 주요 자회사별 ROE (1H25)



자료: 신한지주, 삼성증권

비은행 강화를 위한 핵심은 자회사의 자본력 강화 통한 시장 지배력 제고이지만…

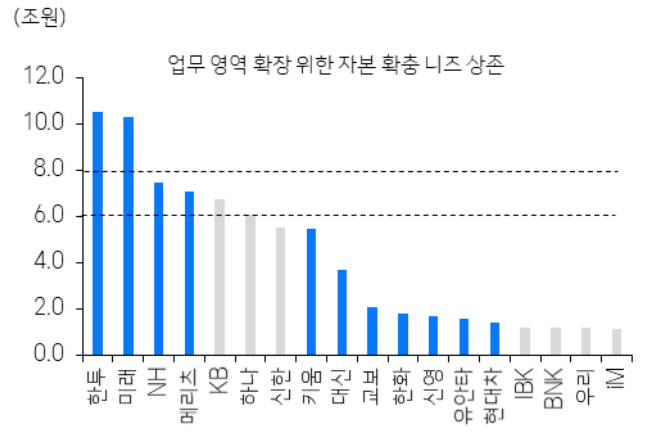
비은행 강화 위해서는 비은행 자본 역량 강화가 필수

다만, 비은행 강화를 위해서는 다양한 노력들이 수반되는데, 그 중에서도 핵심은 자본 역량 강화이다. 1) 앞서 서술한 바와 같이 증권사의 영업 범위 확대를 위해서는 자본총계가 일정 수준을 넘어서야 하고, 2) 보험은 자산 성장을 위해서 K-ICS 비율이 뒷받침되어야 하며, 3) 캐피탈, 카드사 등은 모두 레버리지 규제를 받는다.

하지만, 은행계 비은행 자회사가 압도적인 자본력 우위를 점하지는 못하고 있다

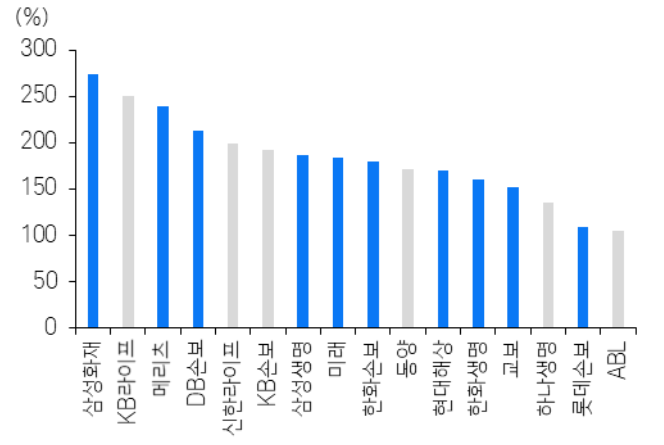
하지만, 금융지주 산하 비은행 자회사들의 자본이 압도적인 우위를 점하지는 못하고 있다. 1) 주요 금융지주 산하 증권사의 자본총계는 KB증권이 7조원을 넘어섰으나 여전히 IMA 라이선스 조건인 8조원에 미치지 못하고 있고, 2) 다른 증권사들의 자본은 이보다 낮으며, 3) 보험사들의 지급여력비율과 카드사 레버리지비율, 캐피탈사 자본 등에서 여전히 자본력 제고를 통한 개선의 여지가 크다고 판단된다.

증권사 자본총계 비교



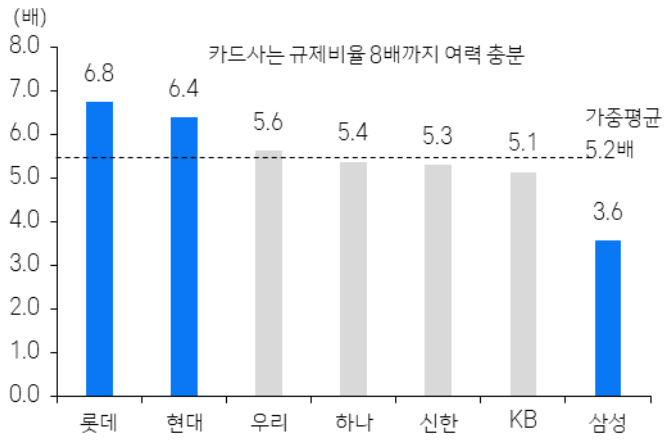
참고: 1H25 기준
자료: FISIS, 삼성증권

보험사 지급여력비율 비교



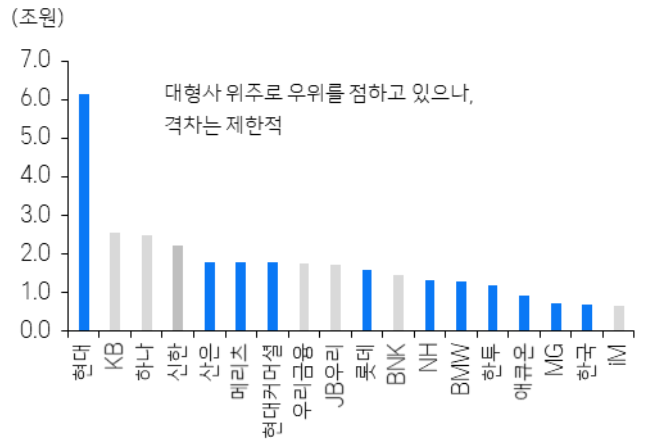
참고: 1H25 기준
자료: FISIS, 삼성증권

카드사별 레버리지비율 비교



참고: 1H25 기준
자료: FISIS, 삼성증권

캐피탈사 자본 규모



참고: 1H25 기준
자료: FISIS, 삼성증권

어려운 살림에 지주사로 배당까지도…

이러한 가운데 비은행 자회사들은 지주사로 배당까지 지급하고 있다. 24년을 기준으로 KB금융 산하 주요 자회사가 지주사로 배당한 금액은 0.8조원으로 이들의 작년 합산 이익 2.1조원을 감안할 때 배당성향은 37.7%로 KB금융의 연결 기준 주주환원율 39.8%에 근접하였다.

이는 결국 비은행 자회사 성장 동력원의 유출이라는 관점에서 일부 부담 요인이다. 은행계 금융지주사 입장에서는 1) 투자자들의 주주환원 기대에 부응하기 위한 자회사로부터의 배당 활용은 비은행 자회사들의 RWA 성장률에 부담 요인으로 작용할 수 있고, 2) 이는 다시 자회사들의 이익 성장을 제약할 수 있으며, 3) 자회사들 또한 RWA 증가율 관리 과정에서 리스크에 과도하게 보수적으로 접근하는 결과로 이어질 수 있기 때문이다.

KB금융 주요 비은행 자회사별 배당성향

(십억원)	2023년			2024년		
주요 자회사	배당금액	순이익	배당성향 (%)	배당금액	순이익	배당성향 (%)
KB증권	100.0	389.6	25.7	150.0	585.7	25.6
KB손해보험	350.0	713.3	49.1	250.0	839.5	29.8
KB국민카드	200.0	87.8	227.8	185.4	402.7	46.0
KB라이프생명	100.0	84.8	117.9	150.0	164.3	91.3
KB자산운용	60.0	61.5	97.6	40.0	66.5	60.2
합계	810.0	1,337.0	60.6	775.4	2,058.7	37.7

참고: 각 자회사가 지주사로부터 얻는 기타영업손익 기준
자료: KB금융, 삼성증권

신한지주 주요 비은행 자회사별 배당성향

(십억원)	2023년			2024년		
주요 자회사	배당금액	순이익	배당성향 (%)	배당금액	순이익	배당성향 (%)
신한카드	286.7	620.6	46.2	342.3	572.1	59.8
신한투자증권	110.3	100.9	109.3	51.1	245.8	20.8
신한라이프생명	162.3	472.4	34.3	315.3	528.4	59.7
신한캐피탈	54.1	304.0	17.8	84.7	116.9	72.4
신한자산운용	7.0	51.3	13.6	24.4	66.0	37.0
합계	620.4	1,549.2	40.0	817.8	1,529.2	53.5

참고: 각 자회사의 배당수익 기준
자료: 신한지주, 삼성증권

그러나, 자회사 자본 확충을 위해 이제는 지주사의 Re-Leveraging도 고려할 때가 되었다!

자회사에 대한 자본확충 고려가 필요한 시점

하지만, 이제는 비은행 자회사에 대한 자본확충 고려가 필요한 시점이라 판단한다. 보다 속도감 있는 ROE 제고가 필요한데, 이를 위해서는 자회사의 성장 속도가 빨라져야 하기 때문이다. 이와 관련해서 쉽게 떠올릴 수 있는 방안은 M&A이지만, 일정 수준 규모와 가격 매력도를 갖춘 적정 매물을 현 시점에서 찾기는 어렵다. 따라서, M&A에 대한 차안으로 지주사가 자회사에 자본을 확충해주고, 자회사는 이를 기반으로 차별화된 자산 성장을 추구하고 업종 내 영향력을 강화하는 방안에 대한 고려가 필요하다.

금융그룹 산하 비은행 자회사의 강점 – 자본 활용에 대한 전업계 금융사대비 높은 자유도

이러한 측면에서 은행계 금융지주 고유의 지주사 구조는 다른 전업계 금융사들에 비해 자회사 자본력 강화 관점에서 우위를 점하고 있는 것으로 판단된다. 가령, 현재의 전업계 금융사, 그 중에서도 상장사들의 경우에는 1) 일차적으로 자본 확충이 쉽지 않은 것은 물론, 2) 오히려 주주환원 강화에도 일정 부분을 할애해야 하는 부담이 있다.

반면, 금융그룹 내의 비은행 자회사는 전업계 금융사들과는 다른 선택을 할 수 있다. 금융지주사의 선택에 따라 1) 비은행 자회사는 발생하는 이익 중 상당 부분을 유보하거나, 2) 지주사로부터 직접 자본을 확충 받음으로써 추가 성장을 도모할 수 있다.

금융지주사의 비은행 자본 확충을 위한 전통 수단 자본 재배분 (Capital Re-allocation). 그러나…

금융지주사가 비은행 계열사의 자본 확충을 위한 수단으로는 우선 금융그룹 내의 자본을 재배분 하는 방안을 고려할 수 있다. 가령, 구조적 자산 성장률이 낮은 은행으로부터의 배당을 주주환원 및 필요한 자회사 자본 확충에 활용하는 방안이다. 이는 과거 은행계 금융지주사들이 비은행 자회사 M&A 과정에서 많이 활용하였던 방안이다.

다만, 금융그룹 내 자본 재배분은 최근의 상황 하에서는 한계가 존재한다. 주주환원율이 과거 20%대 수준에서 지금은 50% 내외까지 높아졌고, 추가적으로 더 높여야 할 유인도 높아지고 있기 때문이다.

그래서 이제는 지주사의 Re-leveraging을 고민해봐야 할 때

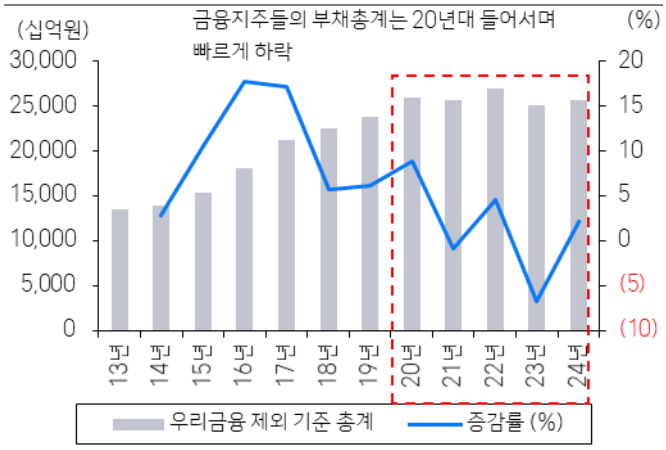
이러한 관점에서 지주사의 Re-leveraging을 고민해봐야 할 때가 점차 도래하고 있는 것으로 판단된다. 즉, 금융그룹의 ROE 상승이 더딘 만큼, 자체 자금만으로 모든 것을 해결하는 것은 한계가 있다. 이에 지주사가 회사채를 발행하고, 이를 통해 확보한 자금을 산하 비은행 자회사 자본력 강화에 활용하는 방안을 고려할 필요가 있다고 판단된다.

특히, 일부 금융지주사들의 레버리지 비율이 안정화되고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 과거 금융지주들은 글로벌 금융위기 직후 지주사의 부채 조달을 통해 은행 자본비율을 확충하였고, 이후 대형 M&A에 소요되는 자금에도 이를 활용하였다. 하지만, 이러한 event들이 종료되고 상당한 시간이 지남에 따라 일부 금융지주들을 중심으로 자본이 증가하거나 부채 증가 속도가 둔화되며 레버리지 비율이 안정화되고 있는 것이다.

이는 역으로 일부 금융지주들을 중심으로 레버리지 비율 확대가 점차 가능해지고 있음을 시사한다. 1) 레버리지 비율이 낮아진 가운데, 2) 지주사의 자본 총계는 주주환원율 상승으로 정체를 보이기 시작하였고, 3) 시중금리의 추가적인 하락이 이뤄질 경우 지주사의 부채 조달에 수반되는 조달금리도 낮아질 수 있기 때문이다.

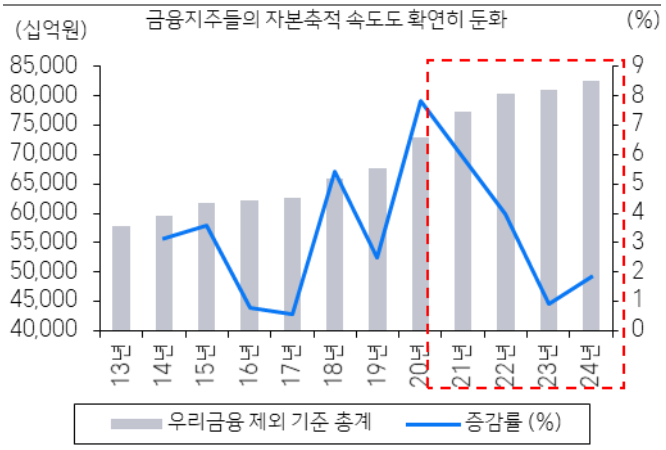
다만, 각 사별 해당 비율의 차별화가 나타나고 있는 만큼, 개별 기업의 상황에 따라 전략적 접근 여력이 다를 수밖에 없는 만큼, 투자자의 입장에서는 보다 선별적인 접근이 필요하다.

금융지주 부채총계 추이 (별도기준)



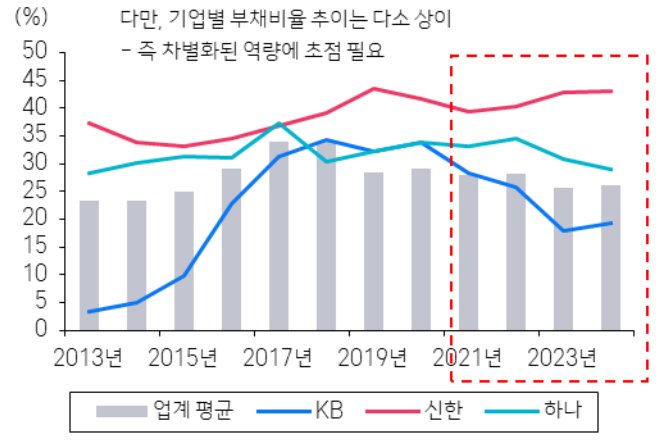
자료: FISIS, 삼성증권

금융지주 자본총계 추이 (별도기준)



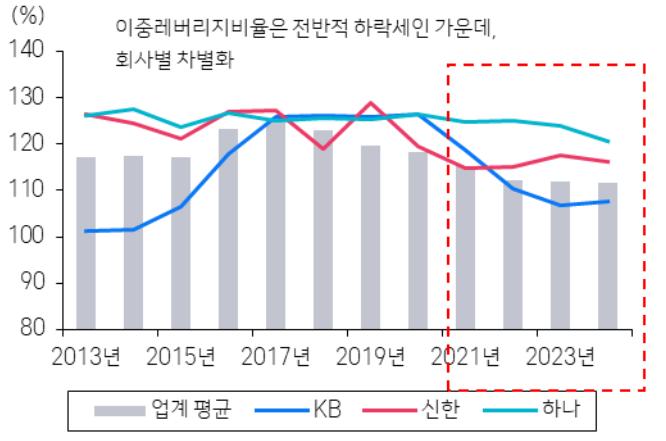
자료: FISIS, 삼성증권

금융지주 부채비율 추이



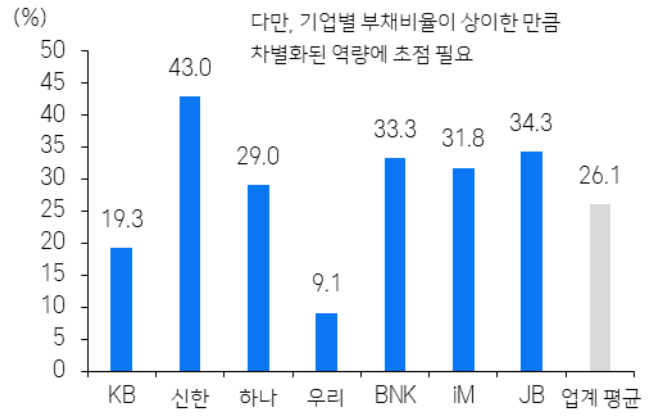
자료: 금감원, 삼성증권

금융지주 이중레버리지비율 추이



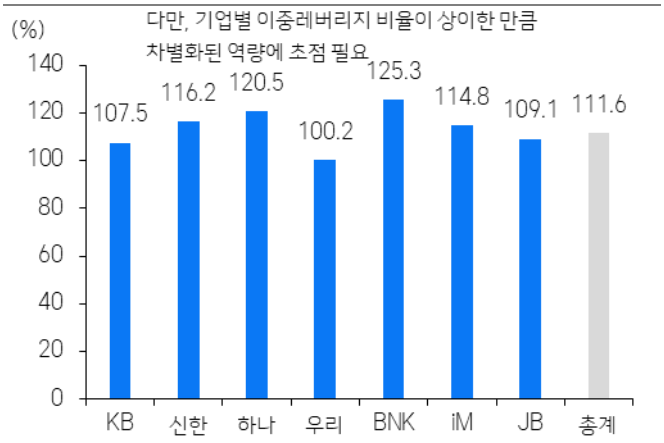
자료: 금감원, 삼성증권

금융지주 부채비율 (2024말 기준)



자료: 금감원, 삼성증권

금융지주 이중레버리지비율 (2024말 기준)



자료: 금감원, 삼성증권

조달 가능 금액 점검 – 회사별 차별화에 주목 필요

24년 말 수치를 기준으로 당사 커버리지 하 금융지주들을 기준으로 부채비율과 이중레버리지 비율을 고려할 때, 원론적으로 이들이 조달할 수 있는 규모는 18조원 수준으로 추산 가능하다. 이의 산출에 있어서는 1) 부채비율 50% 이내와 2) 이중레버리지비율 130% 이내의 조건을 반영하였으며, 3) 해당 규모는 현재 이들 그룹이 보유한 비은행 자회사 출자금액 119조원의 15%에 달하는 수준으로, 영업력 강화에 유의미한 도움이 될 것으로 기대한다.

다만, 추가적으로 부채 조달을 통한 자회사 출자 가능 금액은 각 회사별로 편차가 크게 나타나는 점은 고려되어야 한다. 24년 말 기준으로 1) 우리금융의 관련 여력이 가장 뛰어난 것으로 나타나지만, 동사는 25년 중 보험사 인수로 인한 비율 변화가 불가피한 점이 고려되어야 한다. 한편, 2) KB금융은 24년 말 기준 레버리지비율이 낮아 3대 금융지주 중에서는 관련 여력이 가장 큰 것으로 나타난다.

부채비율 50% 및 이중레버리지비율 130% 추가 조달 가능 금액 추정 (24년 말 기준)

(십억원, %)	부채총계	자본총계	자회사 출자	부채비율	이중레버리지 비율	부채비율 50%까지 용인 시 (A)	이중레버리지비율 130%까지 용인 시 (B)	(A)와 (B) 중 낮은 값 (C)	(C) / 자회사 출자총액
KB	4,818.3	24,988.6	26,867.7	19.3	107.5	7,676.0	5,617.4	5,617.4	20.9
신한	11,318.5	26,348.2	30,624.5	43.0	116.2	1,855.6	3,628.1	1,855.6	6.1
하나	5,758.1	19,842.8	23,914.5	29.0	120.5	4,163.3	1,881.1	1,881.1	7.9
우리	2,200.3	24,152.7	24,205.9	9.1	100.2	9,876.1	7,192.7	7,192.7	29.7
BNK	1,762.8	5,286.2	6,624.2	33.3	125.3	880.4	247.9	247.9	3.7
iM	1,144.0	3,596.0	4,129.6	31.8	114.8	654.0	545.1	545.1	13.2
JB	873.0	2,547.8	2,779.9	34.3	109.1	400.8	532.2	400.8	14.4
총계	27,875.0	106,762.2	119,146.2	26.1	111.6	25,506.1	19,644.7	17,740.6	14.9

자료: 각 사, 삼성증권 추정

V. 관건 3. 높아진 주주환원율 커트라인 – 보다 유연한 CET-1 비율 목표 논의 필요

보다 유연한 CET-1 비율 목표 설정 및 관리에 대한 논의 필요성 제기 가능

다만, 앞서 살펴본 비은행 부문 강화에 따른 효과는 당장 올해 그 효과를 장담할 수 없다. 비은행 부문의 역량 강화가 이익 증가로 이어지기까지는 매크로 환경 혹은 업계 경쟁 구도 등의 영향을 받을 수 있으며, 이에 일정 궤도에 오르기까지 상당한 시간이 소요될 수도 있다.

이에 목표 CET-1 비율을 직접 조정하는 방안에 대한 고민도 필요한 시점이라 판단된다.

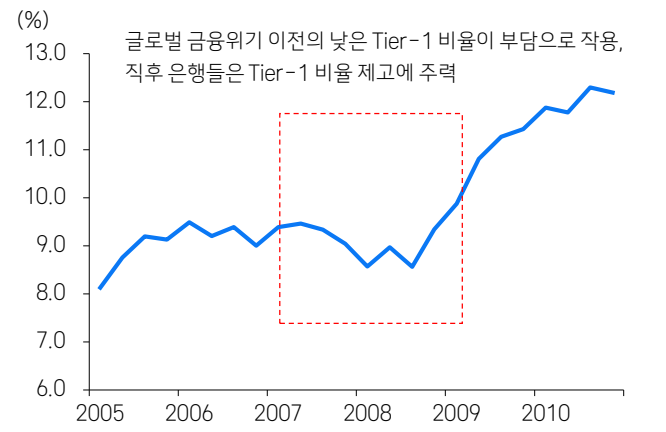
ROE와 RWA증가율의 변동이 제한적이라면, 일차적으로 남은 것은 CET-1 비율

이러한 상황에서 국내 은행 주주환원율의 추가 제고를 위해 남아 있는 부분은 일차적으로 CET-1비율 목표로 판단된다. 주주환원율을 ROE와 RWA, 그리고 CET-1 비율의 함수로 볼 때, ROE의 개선 속도는 더딜 수밖에 없고, RWA는 당분간 크게 낮아지기 어려운 만큼, 은행들이 각기 설정한 목표 CET-1비율의 조정이 단기적으로 주주환원율을 높일 수 있는 방안이라 판단되기 때문이다.

물론, CET-1 비율 관리는 조심스러워야…

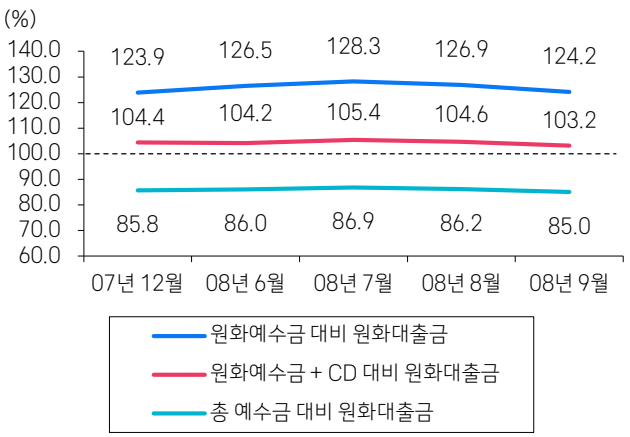
물론, CET-1 비율 관리는 상당히 조심스러운, 그리고 보수적인 접근이 필요하다. 이는 국내 은행의 경우, CET-1 비율이 단순히 개별 은행들의 자본적정성 혹은 안정성 지표에 국한되지 않기 때문이다. 국내 금융산업에서 은행업의 비중이 큰 가운데 한국은 소규모 개방경제 국가라는 점에서 은행들의 CET-1 비율은 국내 금융 전반의 안전성에 대한 척도로 간주될 수 있다는 점이 고려되어야 한다. 실제로, 지난 글로벌 금융위기 당시 외화 조달 환경이 악화된 원인은 1) 은행들의 100%를 상회하는 높은 예대율과 2) 은행들의 낮은 자본비율이 상당 부분 기여했던 것으로 판단된다.

금융위기 당시 은행 Tier 1 자본비율 추이



자료: 금감원, 삼성증권

금융위기 당시 일반은행 예대율 추이



참고: 총 예수금은 원화예수금 +CD + 은행채
자료: 금감원, 삼성증권

다만, 글로벌 은행 사례에서 CET-1 비율에 있어 고정된 정답은 없다

다만, 한 가지 명확한 것은 전세계 은행들의 사례에 비춰볼 때, CET-1 비율에 대한 고정된 정답은 없다는 점이다. 각 국가별로 CET-1 비율에 대한 큰 틀은 잡혀 있지만, 획일적으로 은행들의 최소 CET-1 비율이 규정되어 있지는 않다.

글로벌 주요 은행 CET-1 비율 목표 특징 1. 은행별 상황에 따라 각기 다른 기준을 제시

글로벌 주요 은행들의 CET-1 비율 목표는 은행마다 상이하다. 국내의 경우, 일반적으로 13%를 기준점으로 제시하는 것과 달리, 1) 국가별로 CET-1 비율의 목표 수준에 있어 편차가 있는 것은 물론, 2) 한 국가 내에서도 각 은행들의 상황에 따라 별도의 목표 비율을 제시한다. 일례로, 일본의 MUFG는 10%를 목표 비율의 상단으로 설정한 반면, 미국에서 BofA는 10%가 규제상 최소 비율이되, 이에 50bp의 buffer를 둔 10.5%를 목표로 삼고 있으며, Wells Fargo는 10.0~10.5%를 목표로 설정하고 있다.

글로벌 주요 은행 CET-1 비율 목표 특징 2. CET-1 비율 범위 제시

일부 은행들은 목표 CET-1 비율로 한 점을 찍기보다는 목표 범위를 제시한다. 유럽 은행들이 특히 이러한 경향이 뚜렷하게 나타나는데, 유로존 최대 은행인 Banco Santander는 목표 CET-1 비율로 12~13%의 구간을 설정하고 있고, BBVA도 11.5~12.0%를 목표 구간으로 제시하는 것이 대표적이다. 참고로, 위의 두 은행은 스페인의 1, 2대 은행이며 유럽 이외에도 중남미 등 글로벌 영업을 영위하고 있지만, CET-1 비율 목표는 1%p 차이가 존재한다. 일본도 이와 유사한데, 앞서 언급한 MUFG 또한 9.5~10.5%를 목표 구간으로 설정하고 있다.

글로벌 주요 은행 CET-1 비율 목표 특징 3. 오히려 은행 규모가 작을수록 CET-1 비율 목표 낮아

은행 규모가 작을수록 CET-1 비율 목표는 낮다. 이는 글로벌 금융위기 이후 CET-1 비율 도입 과정에서 SIB 혹은 SIFI라는 개념이 새로 생겼는데, 이는 시스템적으로 중요한 금융사일수록 자본비율에 대한 요구 수준을 높이는 개념이다. 한국에서도 4대 은행은 D-SIB 및 D-SIFI라는 개념으로 1%p의 CET-1 비율이 추가 요구된다. 이는 역으로 SIB 혹은 SIFI에 해당되지 않는 은행들은 그만큼 요구되는 자본비율이 낮음을 시사한다. 그 결과, 미국의 경우, BofA의 CET-1 목표 비율이 10.5%인 것에 반해 지방은행의 대부격인 PNC Financial은 목표 비율이 이보다 낮은 10.0~10.5%이며, 지방은행인 US Bancorp와 Truist은 10%를 목표로 한다.

글로벌 주요 은행 목표 및 관리 CET-1 비율

지역	기업	3Q25 CET-1 비율 (%)	목표 및 관리 CET-1 비율 (%)
미국	Bank of America	11.6	10.5
	Citi Group	13.3	12.8
	Wells Fargo	11.0	10.0~10.5
	PNC Financial	10.6	10.0~10.5
	US Bancorp	10.9	10.0
	Truist	11.0	10.0
	Capital One	14.4	11.0
일본	Mitsubishi UFJ Financial Group	10.5	9.5~10.5
	Sumitomo Mitsui Financial Group	10.0	10.0
유럽	Banco Santander	13.1	12.0~13.0
	Unicredit	14.8	12.5~13.0
	BBVA	13.4	11.0~12.0
	ING Group	13.4	13.0
	Barclays	14.1	13.0~14.0

자료: 각 사, 삼성증권

반대로 높은 CET-1 비율을 유지하는 것이 투자자를 위한 최선일까?

그럼에도 불구하고, 국내 금융사를 볼 때, 한국의 은행들은 CET-1 비율을 낮추는 것이 리스크 관리 측면에서 바람직하지 않다는 주장이 있을 수 있다. 실제로, 지난 수차례 금융위기 속에서 국내 은행들에 대해 여러 차례 거액의 세금이 공적자금이라는 명목으로 투입된 바 있는 만큼, 이러한 주장은 충분히 일리가 있다고 판단된다.

다만, 현재의 글로벌 은행들의 Valuation을 돌아봤을 때, 세계에서 가장 높은 CET-1 비율을 유지하거나 이를 목표로 하는 것이 과연 투자자들의 입장에서 봤을 때 최선인가에 대해서는 고민이 필요하다고 판단한다.

목표 CET-1 비율이 낮다고 시장의 우려가 커지지 않았다

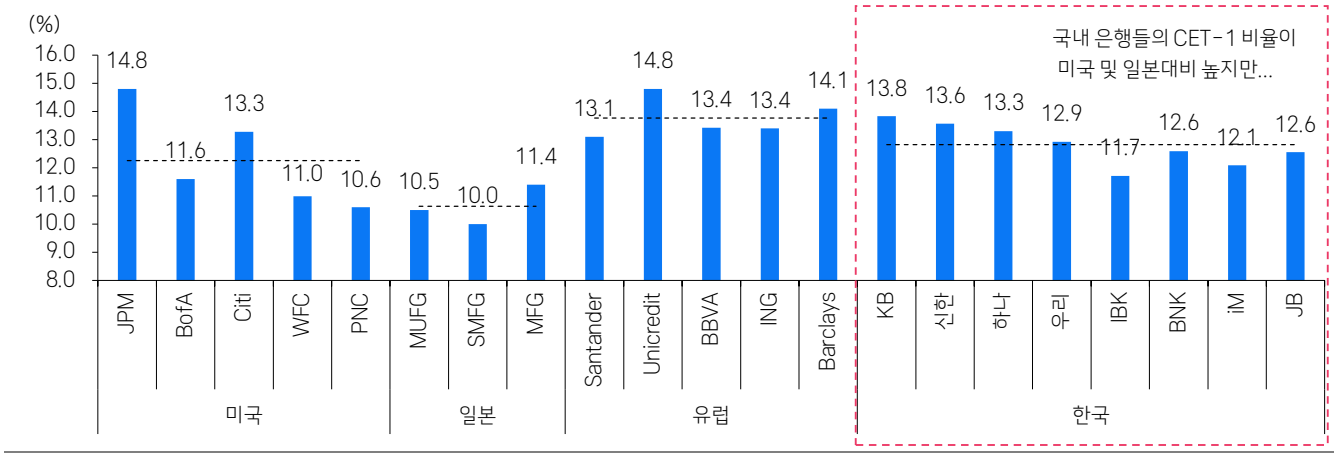
글로벌 은행들을 봤을 때, CET-1 비율과 투자자들의 신뢰가 비례하지 않는 것으로 판단된다. 1) MUFG와 SMFG의 CET-1 비율 목표는 10%로 국내 여느 은행보다도 낮고, 이들의 3Q25 CET-1 비율도 목표 자본비율과 유사하지만, 이들 은행의 implied COE는 9% 수준으로 글로벌 은행 중 가장 낮은 수준이다. 2) 유럽 은행들의 CET-1 비율은 13% 내외 수준으로 일본 은행들보다 높지만, implied COE는 오히려 일본 은행들보다 높은 10%대 초반을 기록 중이며, 3) JP모건은 24년 말 이후 지속적으로 CET-1 비율이 하락하였음에도 불구하고 주가는 올해 들어 54.6% 상승하였다. 4) 반면, 국내 은행들은 대형사를 중심으로 목표 CET-1 비율을 13% 내외 수준으로 설정, 이를 상회하고 있음에도 불구하고, implied COE는 14.5~22.1%로 미국 5개 주요 은행 평균의 2배 수준에 달한다.

오히려 적정 수준 이상의 CET-1 비율 관리는 잠재 부실에 대한 우려 야기 요인

오히려 적정 수준 이상으로 CET-1 비율을 관리하는 것은 잠재 부실에 대한 우려를 야기할 수 있다는 점도 고려할 필요가 있다. 예를 들어, 현 시점에서 자산건전성 지표가 안정적 수준에서 관리되고 있고, 개별적인 리스크도 크게 드러나지 않은 상황에도 불구하고 CET-1 비율 목표를 높게 설정한다면, 투자자의 입장에서는 잠재 부실 리스크, 소위 외부 투자자는 모르지만 내부자는 인지하고 있는 리스크가 숨어있을 수 있다고 생각할 수 있다.

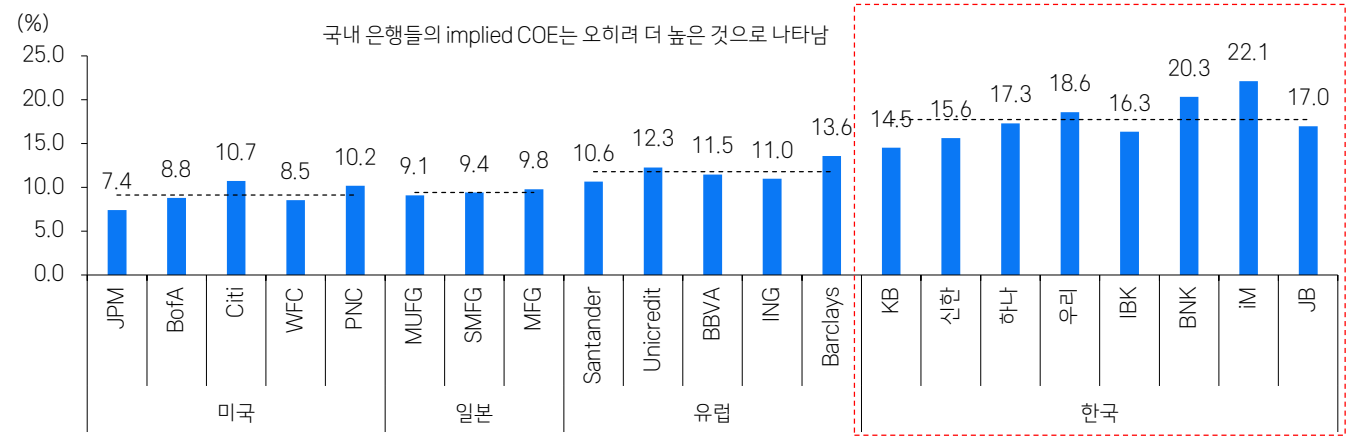
더 나아가, 이러한 이유로 PBR이 장부가치를 크게 하회할 경우, 이러한 잠재 리스크 우려는 더욱 커질 수 있다. 일례로, 지난 23년 유럽의 Credit Suisse 사례는 1) 헷지펀드 발 잠재 리스크 우려에서 시작되어 2) PBR의 급격한 하락이 잠재 리스크가 기우가 아닐 수 있다는 우려를 키웠고, 3) 이에 따른 예치 자산의 이탈은 악순환을 키우는 메커니즘을 확인시켜 것으로 판단된다.

글로벌 주요 은행 CET-1 비율



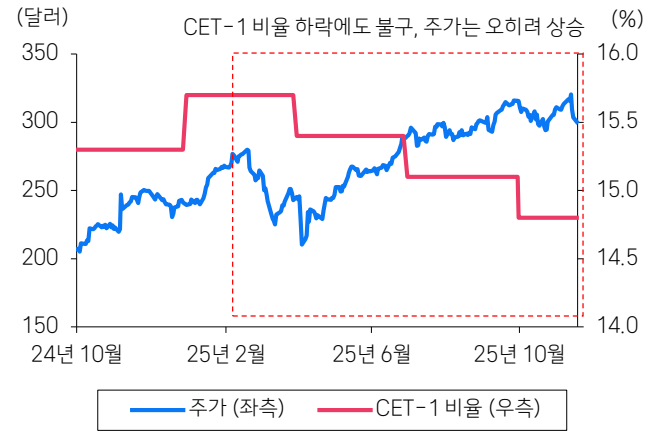
참고: 3Q25 기준
자료: 각 사, 삼성증권

글로벌 주요 은행 implied COE



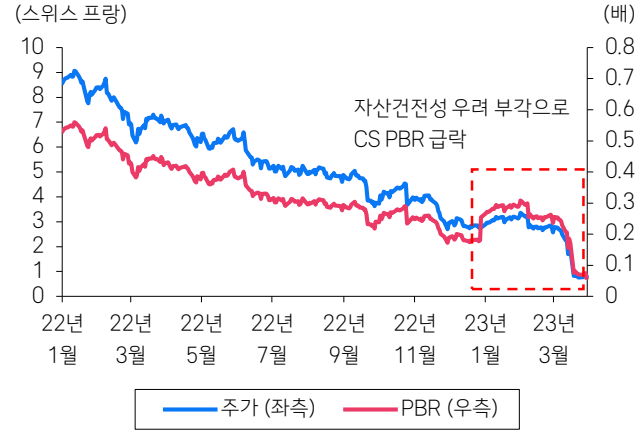
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

JP Morgan 주가 vs CET-1 비율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

Credit Suisse 주가 vs PBR 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

지켜야 할 핵심 가치는 리스크 관리와 효율적인 자본 관리

은행 투자자 입장에서 볼 때, CET-1 비율이라는 안정성 지표도 분명 중요하지만, 결국 경영진이 얼마나 리스크를 잘 관리하는 동시에 효율적으로 자본을 관리하는지가 핵심이라 판단한다. 금융업의 본질 관점에서 리스크는 무조건 회피해야 하는 대상이 아닌, 관리해야 하는 대상이다. 즉, 적정한 Risk Taking과 자본 관리에 뛰어난 회사가 궁극적으로 ROE도 높을 가능성이 높다는 점에서 접근이 필요하다고 판단된다.

이는 최근 미국과 유럽 은행들의 주가 상승에서도 확인할 수 있다.

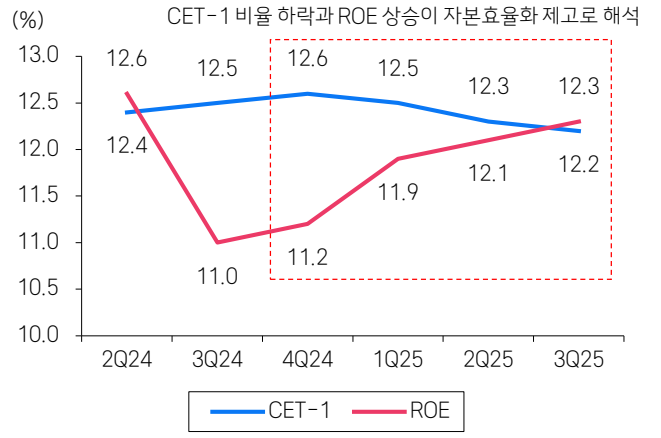
미국 은행 – CET-1 비율 하락에도 은행주 주가는 사상 최고가 경신 중

미국 주요 은행들의 CET-1 비율은 24년 말을 기점으로 3개 분기 연속으로 하락하였으나 오히려 주가는 신고가를 기록 중이다. 일례로, 미국의 5개 주요 은행의 평균 CET-1 비율은 24년 말 12.6%에서 3Q25 12.2%까지 0.4%p 하락하였지만, 이들의 주가는 연초대비 26.2% 상승하였으며, CET-1 비율 하락을 선도한 JP모건은 320달러를 넘어서며 PBR 2.2배를 기록한 것은 물론, 올해 들어 연이어 신고가를 경신하였다.

더 나아가, 이들 은행들은 CET-1 비율을 더 낮출 계획임을 시사하고 있다. 바이든 정부 하에서 바젤 III 최종안을 앞두고 기존의 금융당국은 요구 자본 수준을 높이려 했던 만큼, JP모건이 자사주 매입을 일시 중단하는 등의 강수를 두며 자본을 축적했었다. 하지만, 트럼프 정부 하에서 자본비율에 대한 규제는 바이든 정권대비 완화되었고, 이에 따라 은행들은 기존에 축적된 과잉 자본을 활용, 자본비율 하락을 용인하며 대출 성장과 주주환원에 나서겠다는 것이다.

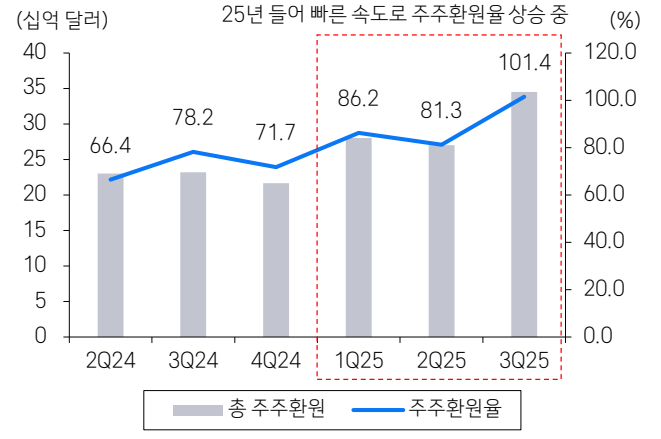
이에 대한 시장의 평가는 긍정적이다. 1) 이들 은행들의 주주환원율은 3Q 중 102.8%를 기록하며 예년대비 차별화된 주주환원 강화로 이어지고 있고, 2) 레버리지 확대로 인해 ROE도 개선되고 있는 가운데, 3) 여전히 CET-1 비율 상 여력이 많이 남은 만큼, 이러한 추세가 당분간 지속될 가능성이 높다는 점에서 은행주는 연이어 상승세를 이어가고 있다.

미국 주요 은행 CET-1 비율 vs ROE



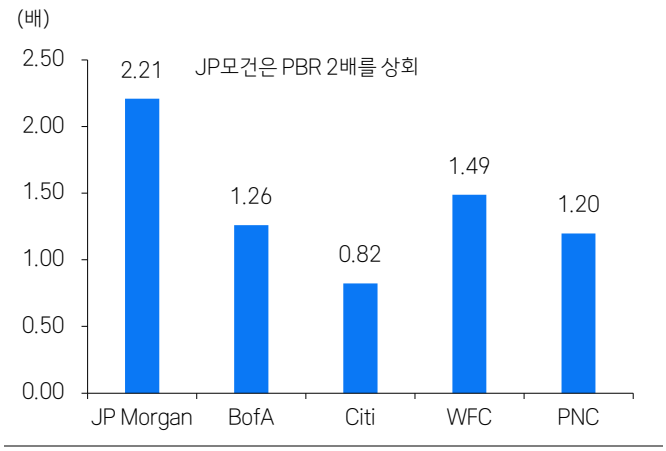
참고: 5개 은행 단순평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

주주환원율 vs 주주환원 규모 추이



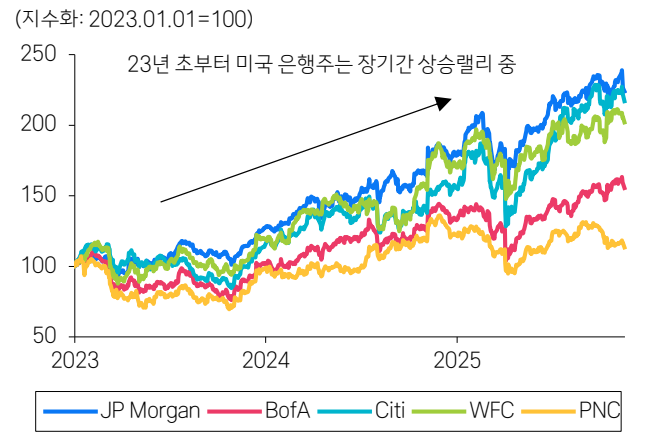
참고: 5개 은행 합산 및 가중평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 주요 은행 26E PBR



참고: 11/17 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 주요 은행 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 – 목표 CET-1 비율을 넘어선 자본은 모두 주주환원에 활용, 그리고 주가는 상승

사실 올해 유럽 은행들의 실적 개선 폭은 크지 않다. 5개 주요 은행 기준 3Q25 당기순이익은 전년동기대비 0.3% 증가에 그쳤고, Top line 성장률도 0.4%로 미미하다. 이는 미국 주요 은행들이 3Q 중 견조한 대출 성장과 IB부문 개선으로 인해 이익 성장률이 가속화되는 것과 대비된다.

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

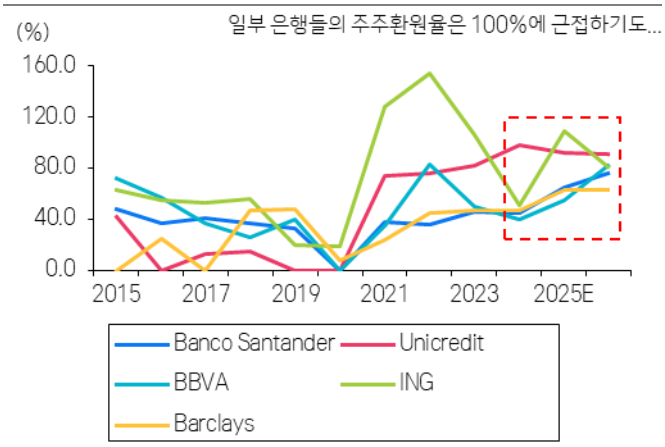
그럼에도 불구하고 유럽 은행주들의 주가 상승랠리가 올해도 지속되고 있다는 점은 실적 이외의 플러스 알파가 존재함을 내포하는데, 이는 보다 적극적인 주주환원으로 판단한다. 실제로 올해 유럽 은행들의 주주환원율 예상 컨센서스는 76.8%로 지난 해 48.7%를 크게 상회하고, 26년 주주환원율 예상 컨센서스도 80.7%로 25년과 유사하거나 높은 수준을 이어갈 것으로 예상되고 있다. 결국, 유럽 은행주가 긍정적으로 평가받고 있는 일차적 이유는 높은 주주환원율의 지속 가능성에 대한 가시성 제고로 판단한다.

유럽 5개 은행 주주 환원 Breakdown (3Q25)

(백만 유로)	총 주주 환원	배당	자사주 매입	당기순이익	주주 환원율 (%)	25년 주주 환원율 컨센서스 (%)	26년 주주 환원율 컨센서스 (%)
Banco Santander	3,400	1,700	1,700	13,641	24.9	65	76.2
Unicredit	9,500	4,750	4,750	10,475	90.7	91.8	90.9
BBVA	2,833	1,840	993	10,516	26.9	54.5	94.5
ING	1,964	1,039	925	1,787	109.9	109.5	79.1
Barclays	3,302	1,592	1710	6,735	49	63.3	62.7
합계	20,999	10,921	10,078	43,154	48.7	76.8	80.7

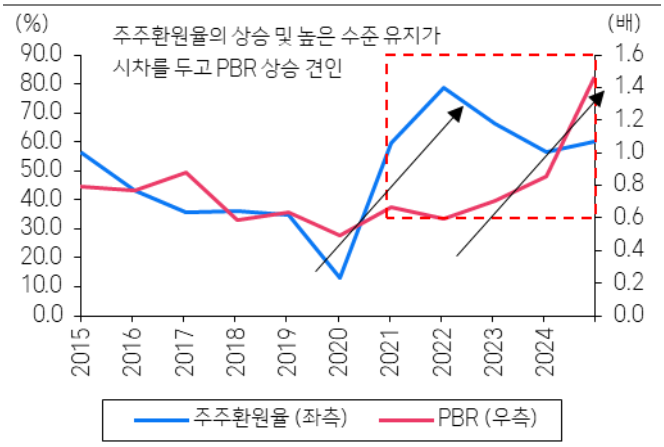
참고: Banco Santander, Unicredit, BBVA는 연간 컨센서스 및 가이던스 기준, ING는 단일 분기 기준, Barclays는 3Q 누적 기준
자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 주주환원율 추이



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

유럽 은행 주주환원율 및 PBR 평균값 추이



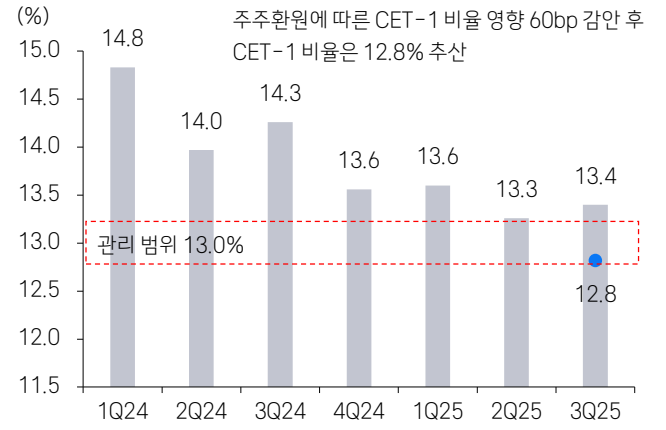
참고: 주주환원율은 5개 은행 단순 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽은행 – 주주환원 원칙의 이행 확인이 투자자 신뢰 제고로 (ING그룹과 BBVA의 사례)

이와 같은 주주환원율 가시성 제고의 이면에는 3Q 중 드러난 이들 은행의 주주환원 원칙의 이행이 있다. 일부 유럽 은행들은 목표 CET-1 비율 범위를 설정하고, 이를 넘어서는 자본은 주주환원에 활용한다. 일례로, ING그룹은 3Q 중 1,964백만 유로의 주주환원을 발표하였는데, 이에 대한 이유는 동사 CET-1 비율이 3Q 말 기준 13.4%를 기록하며, 동사의 CET-1 비율 관리 범위 12~13%의 상단인 13%를 넘어섰기 때문이다. 즉, 동사가 3Q 중 발표한 주주환원 규모는 CET-1 비율 기준 60bp로 이를 3Q말 CET-1 비율에서 차감한 CET-1 비율은 12.8 %로 관리 범위 상단에 근접하는 수준으로 trim down 되었음을 시사한다.

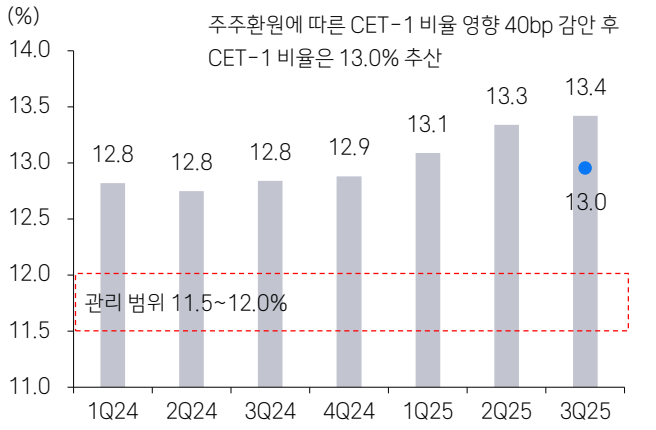
이러한 원칙은 M&A와 관련된 잉여자본에도 동일하게 적용된다. 3Q25 중 드러난 대표적인 사례로 스페인의 BBVA를 들 수 있다. 동사는 당초 인수를 추진했던 Banco Sabadell 인수가 10월 16일 무산되었다. 이에 동사는 당일 즉각적으로 주주환원을 발표하였다. 이에 따르면, 1) 동사는 18.4억 유로의, 사상 최대 중간 배당을 실시하고, 2) 잔여 잉여자본은 관계 당국의 승인을 받는 즉시 추가적으로 주주환원에 활용할 것임을 공표하였다. 3) 그리고, 이는 동사 주가의 추가적인 레벨 업을 견인하였다.

ING Group CET-1 비율 추이 및 주주환원 반영 시 영향



자료: ING Group, 삼성증권

BBVA CET-1 비율 추이 및 주주환원 반영 시 영향



자료: BBVA, 삼성증권

모범 답안지는 나왔다 – 향후 관건은 26년 초 기업가치 제고계획의 유의미한 개선

국내 은행들의 기업가치 제고계획을 위한 최대 관건은 안정적 실적 개선을 기반으로 하는 속도감 있는 주주환원이라는 대전제는 변함이 없는 것으로 판단된다. 이는 지난 2년간 국내 은행들의 유례없는 주가 상승은 물론, 글로벌 주요 은행들의 Valuation Re-rating을 통해 충분히 증명된 것으로 판단된다.

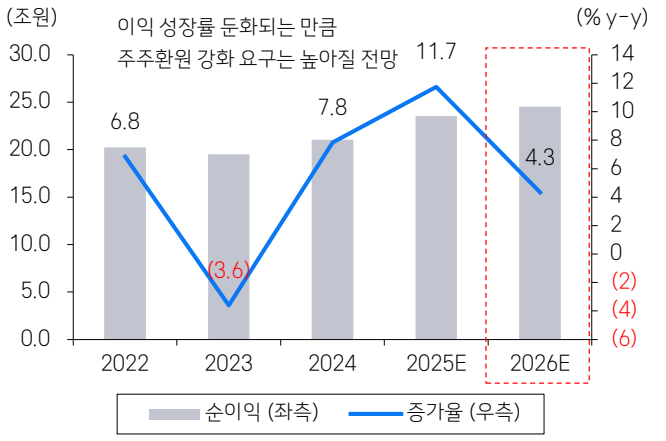
이러한 가운데, 현 시점에서 보다 속도감 있는 주주환원이 국내 은행에 요구되는 이유는 크게 두 가지이다. 1) 26년 당기순이익은 교육세 및 법인세 인상 등의 요인으로 한시적이지만 경상적 수준에 비해 둔화될 여지가 크고, 2) 글로벌 주요 은행들의 주주환원율이 2년 전의 50~60% 수준에서 70~80% 내외 혹은 그 이상으로 빠르게 상승한 만큼, 은행주 Valuation 회복에 있어 플러스 알파를 창출하기 위해서는 이에 상응하는 변화가 요구되기 때문이다.

이러한 관점에서 26년 초 은행들의 25년 결산 실적 설명회를 전후로 발표될 26년 주주환원 가이던스 혹은 더 나아가 기업가치 제고 계획의 유의미한 개선이 향후 투자심리 개선에 있어 관건이 될 것으로 전망한다. 특히, 1) KB금융은 25년 이미 주주환원율 50%를 넘어선 것으로 추정되는 가운데, 2) 신한지주와 하나금융은 당초 27년 주주환원율 목표 50%를 조기 달성할 가능성이 높아질 정도로 빠르게 주주환원율이 개선된 만큼, 기존 계획에 대한 업데이트와 관련하여 시장의 기대가 높은 점이 고려될 필요가 있다고 판단된다.

물론, 26년 한 해 만에 은행들의 주주환원율이 글로벌 은행 수준으로 단 번에 레벨 업 되는 것은 현실적으로 불가능하다. 이는 1) CET-1 비율 목표 조정에 대해서는 보다 심도 있는 논의가 필요하고, 2) 26년 은행들의 생산적 · 포용 금융 강화 시작과 3) 비은행 부문의 강화는 자본을 사용하는 요인이기 때문이다.

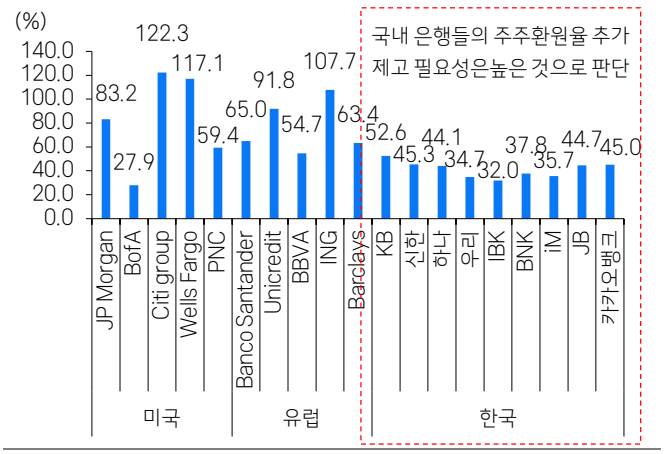
따라서, 은행주 투자자들이 현실적으로 기대할 수 있는 것은 중장기적 관점 (3~5년)에서 국내 은행들의 주주환원율 수준의 제고와 이에 대한 예측 가능성 및 가시성 제고라 판단한다. 즉, 1) 은행들이 주주환원율의 상단을 높이거나, 속도의 제고 혹은 주주환원 방식 등에서 보다 주주 친화적인 정책을 제시하고, 2) 투자자들이 이를 기반으로 향후 3~5년간의 궤적 도출이 가능하도록 하되, 3) 해당 궤적이 국내 은행들과 글로벌 주요 은행간의 Valuation 격차 축소 가능성을 높여주는 것으로 나타날 경우, 이는 26년 은행주의 추가적인 Valuation Re-rating을 견인하는 역할을 할 것으로 기대한다.

은행 이익 vs 증가율 추이 – 합산 기준



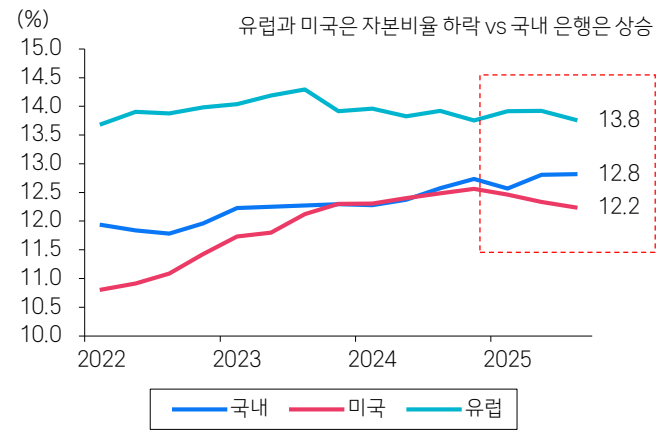
자료: 각 사, 삼성증권

국내 vs 미국, 유럽 주요 은행 2025E 주주환원율



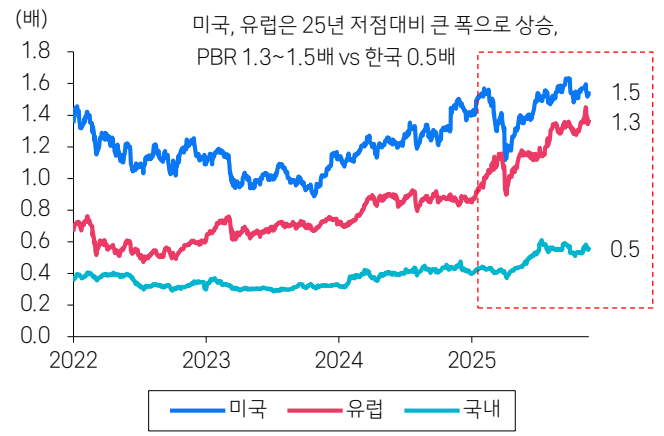
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내 vs 미국 vs 유럽 은행 CET-1 비율 추이



참고: 커버리지 은행 단순평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 vs 미국 vs 유럽 은행 PBR 추이



참고: 국가별 주요은행 단순평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

VI. 관건 4. 배당 – 핵심은 주주구성의 긍정적 변화

은행 배당 개선 기대 1-1. 감액 배당 – 대형 금융지주 중심 여력 충분

우리금융이 쏘아 올린 감액배당 논의

우리금융은 은행업종 내에서 처음으로 감액 배당을 결의하였다. 동사는 지난 3월 주주총회에서 감액 배당을 결의함에 따라 26년 배당 지급분부터 감액 배당이 시작된다.

참고로, 감액 배당으로 인한 수혜는 개인 투자자들에게 돌아갈 전망이다. 개인 투자자들은 감액 배당에 대해서는 배당소득세가 면제되기 때문이다. 반면, 국내외 법인 투자자들은 법인세 면제, 이연 효과 등으로 감세 이익이 거의 발생하지 않는다.

다른 금융지주들도 감액배당에 대한 검토 언급

3Q 실적 설명회에서 대형 금융지주 3사 (KB, 신한, 하나)는 26년 감액 배당에 대한 도입을 검토 중인 것으로 언급하였다. 일례로, KB금융은 감액 배당과 관련하여 필요 사항을 검토, 준비하고 있으나, 아직 확정된 사안은 아닌 것으로 언급하였다. 이는 기존의 신중론에서 한 발 나아간 발언으로 판단된다.

감액배당은 4대금융지주 + iM금융이 가능

감액배당은 현재 4대 금융지주와 iM금융만이 가능한 것으로 판단된다. 감액배당 규모는 자본준비금이나 이익준비금의 합이 자본금의 1.5배를 초과하면 초과 범위 내에서 일정 수준을 감소시키고 이를 주주에게 배당하는 구조이다. 24년 말 기준으로 자본잉여금이 자본금의 1.5배를 넘어서는 은행은 4대 금융지주와 iM금융만 해당된다.

참고로, 단순히 자본금의 1.5배를 넘어서는 자본잉여금이 모두 감액 배당 재원으로 쓰일 수는 없는 것으로 추정된다. 우리금융의 경우, 실제 감액 배당에 사용하는 부분은 3조원으로 아래 산출된 5.4조원의 55.4% 수준이다. 즉, 외부에서 제한된 정보만으로 각 은행별 감액 배당 시 고려 항목을 반영, 감액 배당 가능 금액을 추산하는 것은 현실적으로 쉽지 않다.

다만, 대략적인 숫자를 가늠해 보기 위해 우리금융의 사례를 바탕으로, 해당 비율 (55.4%)을 다른 은행에도 적용할 경우, 3대 금융지주는 3조원 이상의 감액 배당이 가능할 것으로 추산은 가능하다. 4대 금융지주의 연간 현금 배당액이 1조원 내외인 점을 감안하면, 이는 은행들이 향후 2~3년은 감액 배당을 통한 비과세 혜택을 제공할 수 있음을 시사한다.

감액배당 가능 금액 추산

(십억원)	우리금융	KB금융	신한지주	하나금융	iM금융	기업은행	BNK금융	JB금융	카카오뱅크
자본금	3,802.7	2,090.6	2,969.6	1,501.2	845.7	4,211.4	1,629.7	984.9	2,384.8
자본금 x 1.5 (A)	5,704.0	3,135.8	4,454.5	2,251.8	1,268.6	6,317.0	2,444.5	1,477.4	3,577.3
자본잉여금 (B)	11,120.2	14,754.5	11,350.7	8,310.6	1,560.6	1,161.6	2,256.4	476.7	2,988.2
C = B-A	5,416.2	11,618.6	6,896.3	6,058.8	292.0	(5,155.5)	(188.1)	(1,000.7)	(589.1)
우리금융의 감액 배당 금액 (D)	3,000.0								
E = D/C (%)	55.4								
감액 배당 가능 금액 추산 (F = C x E)	3,000.0	6,435.5	3,819.8	3,355.9	161.8				
25년 연간 현금 배당	976.2	1,340.0	1,112.9	1,002.5	108.3				
F / 25년 연간 현금 배당	3.1	4.8	3.4	3.3	1.5				

참고 1. 우리금융은 감액배당 가능 금액 3조원을 공표하였으며, 해당 금액이 최대 한도인 것으로 언급
참고 2. 24년 재무상태표 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

은행 배당 개선 기대 1-2. 감액 배당 – 자본 재조정 관점에서 의의

자본 재조정 1. 자본잉여금의 활용

감액배당은 지주사의 자본잉여금을 활용한 자본 재조정의 의의를 지닌다. 25년 KB금융이 배당가능이익의 부족으로 인해 주주환원 Formula 상 도출된 주주환원 중 올해 환원이 불가능한 부분을 내년으로 지급을 지연시켰고, JB금융 또한 24년 중 부족한 배당가능이익으로 인해 25년 주주환원율을 당초 계획인 40%에서 45%로 높였다. 하지만, 감액 배당을 활용할 경우, 불필요하게 쌓여 있는 자본잉여금을 활용하는 자본 재조정을 통해 주주환원 가능 재원을 마련할 수 있다는 이점을 누릴 수 있다.

자본 재조정 2. 자회사의 배당 부담 완화

감액배당의 활용은 자회사의 부담을 완화하는 효과도 일부 기대할 수 있다. 지주사가 주주환원에 활용하는 재원은 대부분 자회사로부터의 배당에 의존하고 있는데, 감액배당을 활용할 경우에는 자회사로부터 받는 배당을 일부 낮출 수 있기 때문이다. 특히, 은행계 금융지주들은 1) 26년부터 생산적 금융 강화 과정에서 은행의 자본 활용 요구가 높아질 수 있고, 2) 증권, 보험, 캐피탈 등 비은행 자회사들 또한 자본을 활용한 영업 강화나 생산적 금융 측면에서의 투자 니즈가 높은 점을 고려할 때, 이는 유용한 대안이 될 수 있다.

한계도 명확 – 지주사의 별도기준 자본 총계 관리 필요

그러나, 감액 배당은 만능이 아니다. 자본잉여금을 활용하여 주주환원에 나서는 과정에서 자회사로부터의 배당 수령이 줄어들 경우, 배당 수익이 대부분의 수익원인 금융지주 입장에서 이는 지주사의 별도기준 자본총계 감소를 의미하기 때문이다.

지주사의 별도기준 자본총계 감소는 궁극적으로 지주사의 재무 부담을 높이는 효과를 가져올 수 있다. 가령, 은행계 지주사의 부채비율, 이중레버리지 비율 등은 모두 지주사의 자본을 기반으로 산출되는데, 해당 비율 산출 시 분모가 되는 자본총계의 감소는 이들 비율의 상승을 야기하는 문제가 발생할 수 있다.

결론적으로 금융지주가 감액배당을 활용하더라도 자회사로부터의 배당 또한 일정 수준 동반되어야 할 것으로 판단된다.

은행 배당 개선 기대 2. 배당 소득 분리과세 – 일차적 관건은 배당성향 기준 설정

배당 소득 분리과세 논의

현재 국회에서는 배당소득에 대한 분리과세가 논의 중에 있다. 25년 세제개편안의 주요 내용 중 하나로, 정부는 배당소득 분리과세를 28년까지 3년간 시행할 예정인 가운데, 현재 언론에 보도된 바에 따르면 a) 배당성향이 40% 이상이거나, b) 배당성향이 25% 이상이면서 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당이 증가한 기업을 대상으로 하는 방안이 검토되고 있는 것으로 알려졌다.

은행에 있어 관건은 배당성향 기준

은행의 배당소득 분리과세에 있어 관건은 배당성향 기준이 될 전망이다. '배당성향 25% 이상이면서 직전 3년 평균대비 5% 이상 배당 증가'가 기준으로 설정될 경우, 은행들은 분리과세를 충족하는 배당이 가능할 것으로 전망한다. 이는 은행들의 배당성향이 25년 중 이미 25%에 근접하거나 상회하고 있고, 이익 성장 및 자사주 매입과 소각을 통한 주식수 감소로 DPS 또한 과거 3년 평균대비 견조한 증가세를 보일 전망이기 때문이다.

배당성향 25% 기준 설정 시 은행은 기존의 자사주 중심 주주환원 지속 가능 – 긍정적

이 경우, 은행은 기존에 발표한 자사주 중심 주주환원 정책이 지속될 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단된다. 은행의 주주환원율이 현 시점에서 50% 내외 수준으로 제한된 상황에서 배당성향 상향은 이에 상응하는 자사주 매입 규모의 축소를 시사하지만, 배당성향 상향 폭이 크지 않아도 될 경우 자사주 매입이 크게 영향을 받지 않기 때문이다. 참고로, 1) PBR이 1배 이하이고 2) 이익 성장률이 높지 않을 경우, 자사주 매입 및 소각이 BPS 및 EPS 증가 속도 제고에 보다 긍정적으로 기여할 수 있고, 3) 현재 대형 금융지주의 주요 주주인 국내외 기관투자자들은 배당소득 분리과세 혜택을 받을 수 없는 점도 고려될 필요가 있다.

은행별 배당성향 및 DPS

		KB	신한	하나	우리	IBK	BNK	iM	JB	카카오뱅크
배당성향 (%)	24A	23.6	24.5	26.0	28.9	32.1	28.5	38.7	28.0	39.0
	25E	23.4	21.3	24.5	30.0	32.0	26.0	23.0	28.0	45.0
DPS (원)	23A	3,060.0	2,100.0	3,400.0	1,000.0	984.0	510.0	550.0	855.0	150.0
	24A	3,174.0	2,160.0	3,400.0	1,200.0	1,065.0	650.0	500.0	995.0	360.0
	25E	3,699.6	2,280.0	3,500.0	1,330.0	1,110.0	700.0	640.0	1,020.0	440.0
	23~25 평균	3,311.2	2,180.0	3,433.3	1,176.7	1,053.0	620.0	563.3	956.7	316.7
	26E	4,302.0	2,920.0	3,900.0	1,460.0	1,160.0	780.0	700.0	1,120.0	530.0
	평균 대비 26E (%)	29.9	33.9	13.6	24.1	10.2	25.8	24.3	17.1	67.4

자료: 각 사, 삼성증권 추정

핵심은 은행주 주주구성의 긍정적 변화 – "배당주? 하면 은행주!"

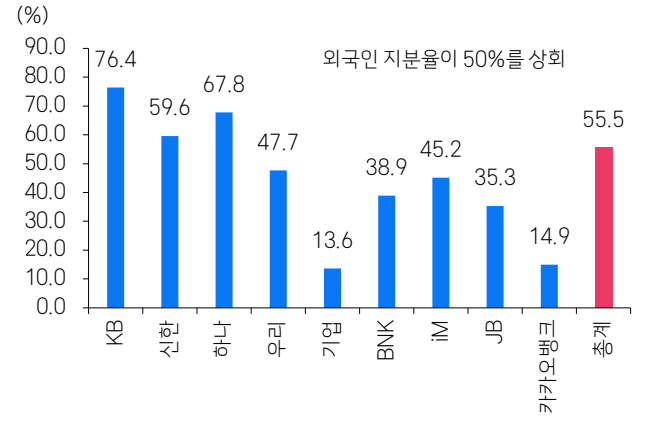
현재 은행업종의 주주구성은 외국인 투자자의 비중이 절대적으로 높다. 은행업 전체로는 외국인 지분율이 55.5%에 달하는 가운데, 3대 금융지주의 외국인 지분율은 67.2%에 달한다 (3사 가중평균 기준). 여기에 국민연금이 각 은행별로 10%에 근접하는 지분을 보유하고 있는 점과 지방은행계 금융지주들은 10% 이상을 보유한 대주주가 있음을 감안하면, 실제로 개인 주주의 지분율은 높지 않은 것으로 추정 가능하다.

이러한 주주구성 관점에서 볼 때, 감액배당, 배당소득 분리과세에 대한 은행들의 대응은 기존의 주주 입장에서는 별다른 혜택이 없지만, 이는 역으로 은행주에 긍정적 작용의 여지가 큰 것으로도 볼 수 있다. 개인 투자자들의 비중이 낮은 만큼, 오히려 유의미한 규모의 개인투자자 유입은 수급 여건의 개선으로 이어질 수 있기 때문이다. 가령, 국내 은행주는 외국인의 한국 증시에 대한 수급 변화로 인해 높은 주가 변동성을 띄는 모습을 종종 찾아볼 수 있는데, 개인 투자자의 유입은 이러한 변동성을 낮출 수 있는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다.

특히, 배당주 혜택 강화에 따른 개인 투자자 유입은 은행주의 주가 안정성 측면에서 긍정적으로 판단된다. 한국의 인구 고령화가 빠르게 진행되고 있는 가운데, 중장기적으로 한국 경제의 구조적 성장 둔화 및 저금리 고착화 현상이 나타날 경우, 국내 개인 및 기관 투자자들의 배당주 투자에 대한 관심은 높아질 것으로 예상한다. 이러한 환경 하에서 Progressive 배당 정책, 즉 최소한 전년 수준의 배당을 유지하되 지속적으로 DPS 성장을 지향하는 은행주의 투자 매력도는 더욱 부각될 수 있을 것으로 기대한다.

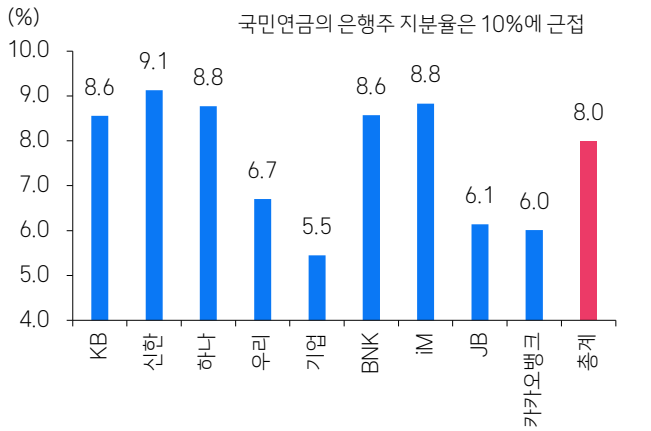
참고로, 은행주가 PBR 1배를 넘어설 경우, 주주환원 중 배당비중 증가에 따른 배당수익률 제고 가능성도 고려할 필요가 있다. 25년 기준 은행주의 배당수익률은 4%로 다소 낮은 것으로 비춰질 수 있지만, 자사주 매입을 포함한 주주환원 수익률은 6.1%에 달한다. 더 나아가, 주주환원율이 50% 혹은 그 이상으로 제고될 경우, 해당 수익률은 더욱 높아질 수 있다.

은행별 외국인 지분율



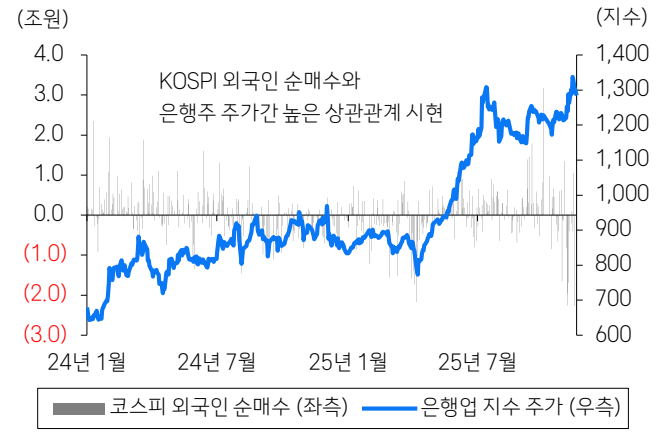
참고: 11/17 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권

은행별 국민연금 지분율



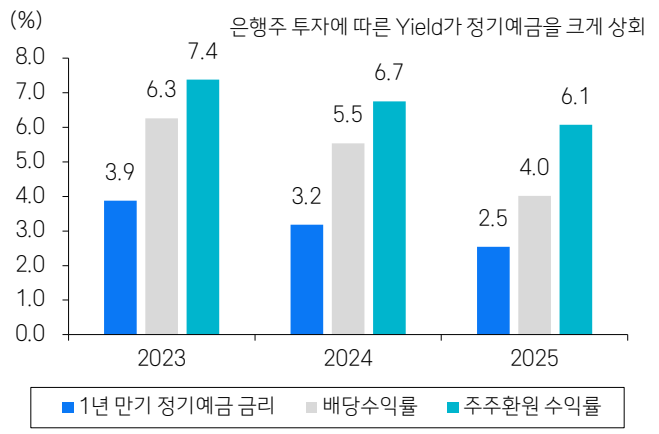
참고: 최종 공시 기준
자료: DART, Quantiwise, 삼성증권

KOSPI 외국인 순매수 vs 은행업 지수 주가 추이



자료: 한국거래소, 삼성증권

은행 1년 만기 정기예금 금리 vs 배당수익률 vs 주주환원수익률



참고: 2023, 2024년은 연말 기준, 2025년은 11/17 종가 기준
자료: 한국은행, 삼성증권

참고: 해외 은행들의 배당성향은? – 점진적으로 배당성향 상향 필요성은 제기 가능

해외 은행 배당성향은 평균적으로 30~40%

앞서 언급된 미국과 유럽의 주요 은행 (각각 5개씩)과 일본의 3대 은행을 기준으로 볼 때, 배당성향은 평균적으로 30~40% 수준으로 나타난다. 24년을 기준으로 이들 은행들의 평균 주주환원율은 60~70% 내외 수준으로 높았던 가운데, 배당성향은 30~40% 수준으로 전체 주주환원의 58% 가량이 배당으로, 나머지는 자사주 매입을 통해 이뤄진 것으로 산출된다. 즉, 대략적으로 자사주 매입과 배당간의 믹스는 50:50을 기준으로 이뤄지는 것으로 추산된다.

글로벌 주요 은행 주주 환원 및 주주환원율 Breakdown (2024)

지역	(백만 달러)	총 주주 환원	배당	자사주 매입	당기순이익	주주환원율 (%)	배당성향 (%)	자사주 매입 성향 (%)
미국	JP Morgan	32,627.0	13,786.0	18,841.0	58,471.0	55.8	23.6	32.2
	Bank of America	21,448.1	7,855.5	13,592.6	27,132.0	79.1	29.0	50.1
	Citi Group	6,718.0	4,218.0	2,500.0	12,682.0	53.0	33.3	19.7
	Wells Fargo	24,739.2	5,139.2	19,600.0	19,722.0	125.4	26.1	99.4
	PNC Financial	3,179.2	2,513.7	665.5	5,889.0	54.0	42.7	11.3
	합계	88,711.5	33,512.4	55,199.1	123,896.0	71.6	27.0	44.6
유럽	Banco Santander	6,151.9	2,785.4	3,366.5	13,602.3	45.2	20.5	24.7
	Unicredit	10,353.9	4,002.8	6,351.1	10,513.8	98.5	38.1	60.4
	BBVA	4,375.8	3,530.9	844.9	10,876.2	40.2	32.5	7.8
	ING Group	3,541.7	3,541.7	0.0	6,914.7	51.2	51.2	0.0
	Barclays	3,797.3	1,548.0	2,249.3	8,060.3	47.1	19.2	27.9
	합계	28,220.6	15,408.8	12,811.7	49,967.3	56.5	30.8	25.6
일본	MUFG	7,618.0	4,871.1	2,746.9	12,230.0	62.3	39.8	22.5
	SMFG	4,770.6	3,118.7	1,651.9	7,733.4	61.7	40.3	21.4
	MFG	2,996.0	2,320.4	675.7	5,812.7	51.5	39.9	11.6
	합계	15,384.6	10,310.1	5,074.5	25,776.1	59.7	40.0	19.7

자료: Bloomberg, 삼성증권

해외 은행 배당성향 점검 1. 이익이 감소해도 DPS 감소는 불허

해외 은행주는 배당주 성격이 강한 만큼, 이익이 감소해도 DPS 감소는 용인되지 않는다. 배당주 관점에서 배당 Cut은 주주에게 배당을 유지하지 못할 정도로 기업의 재무 상황이 어려움을 시사, 오히려 우려를 더욱 키울 수 있고, 배당주로서의 성격도 훼손되기 때문이다.

코로나19를 거치며 이러한 개념은 명확히 드러난다. 1) 미국 5개 주요 은행들은 코로나19로 인해 20년 거액의 충당금을 적립, 이익이 전년대비 36.3% 감소했지만, 배당성향을 한시적으로 54.7% 높이며 DPS를 유지한 반면, 2) 24년 초 미국의 중소형 은행인 NYCB는 CRE 관련 거액의 손실로 인해 배당 컷을 단행하였는데, 이를 발표한 직후 동사 주가는 73.7% 급락하였다.

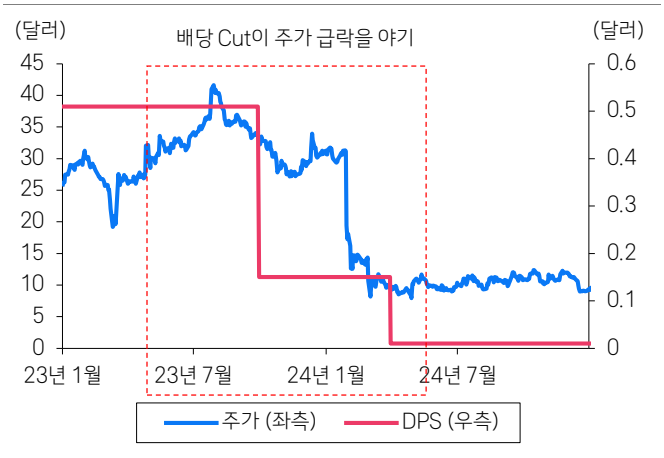
이에 국내 은행들의 대부분은 당초 주주환원 계획 발표 당시, 1) Progressive 배당 정책, 즉 DPS를 안정적으로 늘려가는 정책을 취하되, 2) 주주환원율은 잉여 자본을 활용한 자사주 매입을 통해 속도감 있게 제고하는 구조를 확립한 바 있다.

미국 5개 은행 DPS 및 배당성향 추이

(달러, %)	2019		2020		2021		2022	
	DPS	배당성향	DPS	배당성향	DPS	배당성향	DPS	배당성향
JPM	3.4	31.7	3.6	40.5	3.8	24.7	4.0	33.1
BofA	0.7	24.0	0.7	38.5	0.8	21.8	0.9	27.0
Citi	1.9	23.9	2.0	43.2	2.0	20.1	2.0	29.1
WFC	1.9	46.9	1.2	283.7	0.6	12.1	1.1	33.6
PNC	4.2	43.9	4.6	72.3	4.8	37.8	5.8	41.5
합계	12.1	34.4	12.2	54.7	12.0	25.7	13.8	34.9

자료: Bloomberg, 삼성증권

NYCB 주가 vs DPS 추이

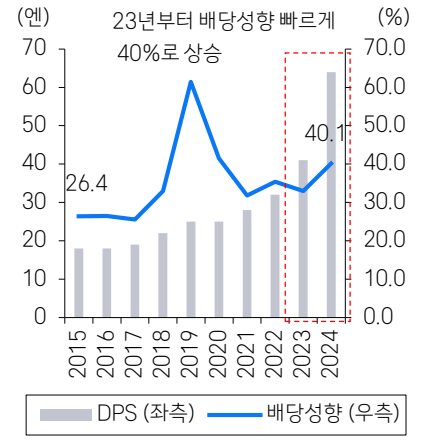


자료: Bloomberg, 삼성증권

해외 은행 배당성향 점검 2. 일본의 사례 – 배당성향 40%

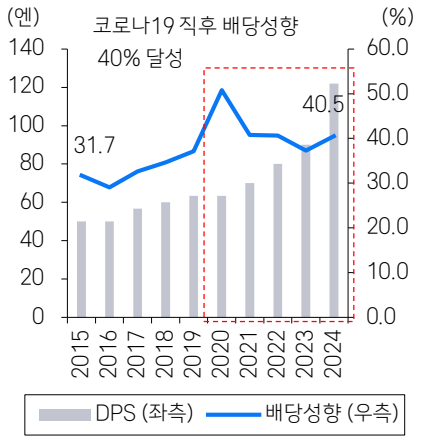
한편, 일본의 MUFG, SMFG, Mizuho는 배당성향을 40%까지 높였다. 이들 은행의 주주환원 정책은 기본적으로 배당성향 40% 및 잉여 자본의 자사주 매입을 근간으로 한다. 실제로, 이들 은행의 배당성향은 23년을 기점으로 빠르게 40%에 안착하는 모습을 확인 가능하다.

MUFG DPS vs 배당성향



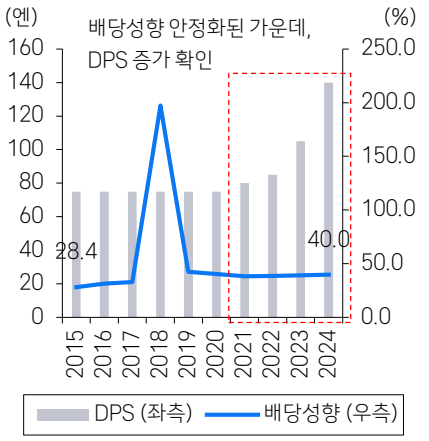
자료: Bloomberg, 삼성증권

SMFG DPS vs 배당성향



자료: Bloomberg, 삼성증권

Mizuho DPS vs 배당성향



자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 은행도 중장기적으로 배당성향 상향 필요 – 다만, 보다 심도 있는 논의 필요

국내 은행들 또한 현재 배당성향을 유지하기보다는 높여야 할 유인이 더 크다. 1) 3대 금융지주의 배당성향은 25% 내외로 글로벌 은행들대비 크게 낮은 수준이고, 2) 최근 주가 상승으로 배당수익률이 낮아진 점도 고려할 필요가 있다.

다만, 배당성향의 상향은 중장기적 관점에서 심도 있는 논의가 필요하다고 판단된다. 1) 글로벌 은행들과 달리, 국내 은행들은 여전히 장부가치를 크게 하회하는 만큼, 현금 배당보다는 PBR 1배 이하 수준에서 자사주를 매입, 소각하는 것이 보다 주주가치에 긍정적이라 판단되고, 2) 국내 은행업종의 외국인 투자자 지분율은 55.5%로 가장 높은 수준으로 세금을 제하는 배당보다는 자사주가 유리할 수 있으며, 3) 현금 배당성향이 높아질수록 환율과 관련된 심리에 부담을 키울 수 있다는 일각의 우려도 고려되어야 하기 때문이다.

VI. 투자전략 – BVPS 증가와 주주환원율에 초점

국내 은행 – BVPS 증가가 Valuation 매력도 제고 요인

중장기적 관점에서 매력도 증가 – BPS 증가 속도에 초점 필요

중장기적 관점에서 은행주의 추가 상승여력은 더욱 높게 부각되는 것으로 판단된다. 미국과 일본 주요 은행들의 '25년 추정치를 기준으로 산출되는 Implied COE가 7~9% 수준을 기록 중인 가운데, 국내 은행주에 대한 COE는 이보다 다소 보수적 관점에서 12~15% 수준으로 가정할 경우, '27년 ROE를 기준으로 산출되는 적정 PBR은 0.6~0.9배 수준으로 추산 가능하다. 이는 현재 은행주 PBR대비 충분한 상승여력을 시사한다.

하지만, 실제 주가 상승여력이 추가적으로 더 높게 나타날 수 있는 이유는 BPS, 즉 주당 장부가치의 가파른 증가에 있다. 은행들은 10% 내외의 ROE와 40~50% 수준의 주주환원을 고려할 때, 연간 장부가치는 5% 내외로 성장하는 것으로 추산 가능하다. 하지만, 주주환원 중 절반 가량이 PBR 1.0배를 크게 하회하는 수준에서 자사주 매입 및 소각에 활용되고, 이로 인해 주식수 감소 효과가 크게 나타나는 점이 고려되어야 한다. 즉, 은행들의 BPS 증가 속도는 매년 10% 내외에 달할 것으로 추산되는 만큼, '27년 말 기준 주당 적정가치는 더욱 높게 나타날 수 있다.

가령, KB금융의 경우, '24년 말 BPS는 14.1만원으로 추산되지만, '27년 말 BPS는 이보다 28.6% 증가한 18.1만원으로 추산된다. 즉, 이에 적정 PBR 가정 0.86배를 적용 시, 주당 적정 가치는 15.6만원으로 현재 주가대비 29.8% 높은 수준으로 도출된다. 더 나아가, 이러한 관점에서 KB금융보다 PBR이 낮은 다른 은행들의 주가 상승여력은 더욱 크게 나타나는 것으로 나타난다.

주가 상승이 더딜 경우, 매입하는 자사주의 주식 수 증가 효과로 BPS 증가 효과 가속화

참고로, 주가 상승이 더딜 경우, 오히려 은행의 주식 수 감소 폭이 더 크게 나타남에 따라 BVPS 증가 속도가 더 빨라질 수 있다는 관점에서 바라볼 필요가 있다. 당사는 은행들의 연간 자사주 매입 가격을 전년대비 10% 증가한 수준으로 가정하였다. 물론, 주가 상승이 이보다 가파르게 나타날 경우, 매입한 자사주의 주식 수는 당초 예상보다 낮아질 수 있고, 이에 전체 주식 수의 감소 폭이 더디게 나타날 수 있다. 그러나, 자사주 매입 규모가 주식 수가 아닌 매입 금액을 기준으로 설정되어 있는 만큼, 반대로 주가 상승속도가 기대보다 더딜 경우, 예상을 상회하는 BVPS 증가가 투자 매력도를 제고시킬 수 있다는 점에 초점이 필요하다.

은행별 BPS 성장 및 '27년 기준 적정 가치 추정을 위한 민감도 분석

(원)	24년 BPS	27E BPS	성장률 (%)	27E ROE (%)	COE (%)	적정 P/B (배)	27E BPS	주당 적정 가치 추정	현재 주가	상승여력 (%)
KB금융	140,598	181,446	29.1	10.8	12.6	0.86	181,446	156,173	120,300	29.8
신한지주	99,328	127,072	27.9	10.3	13.1	0.79	127,072	100,094	76,300	31.2
하나금융	133,682	166,914	24.9	10.4	13.1	0.79	166,914	132,244	89,500	47.8
우리금융	40,691	51,088	25.6	10.3	14.4	0.72	51,088	36,692	25,800	42.2
BNK금융	31,117	38,922	25.1	8.7	14.2	0.61	38,922	23,776	14,810	60.5
iM금융	30,612	35,171	14.9	9.6	15.6	0.62	35,171	21,632	14,070	53.7
JB금융	26,019	34,536	32.7	12.9	14.2	0.91	34,536	31,474	23,100	36.3

참고: 11월 24일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

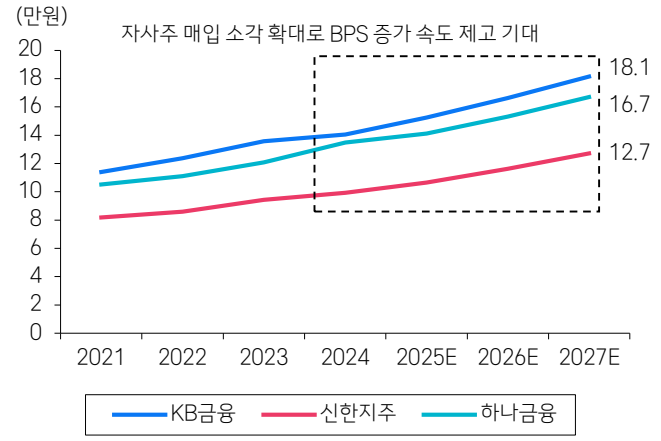
반대로 현 주가 수준의 유지는 국내 은행주의 지속적 De-rating을 의미 – 그러나 이는 비합리적

반대로 현 주가 수준에서 은행주의 추가 상승 여력이 별로 남아있지 않다는 일각의 반응은 합리적이지 않다고 판단된다. 이는 기업가치 제고 노력의 무용론 및 이에 따른 국내 은행주의 De-rating이라는 가정이 깔려야 성립될 수 있기 때문이다.

가령, KB금융의 경우, '25년 말 BPS 전망치 152,605원을 기준으로 산출되는 PBR은 0.79배인 만큼 단기적으로는 추가 상승이 쉽지 않다는 우려가 제기될 수 있다. 그러나, '27년 BPS 181,446원 기준 PBR은 0.66배까지 낮아지게 되는 점이 고려되어야 한다. 즉, 현 주가가 정체되는 것을 가정할 경우, 1) 은행주의 PBR은 현재를 고점으로 점차 낮아져야 하고, 2) 이는 은행주에 적용되는 Implied COE가 다시 상승 반전하는 것을 의미한다. 이는 은행들의 ROE 제고 및 주주환원율 상향 조정에 대한 공시가 이행되지 않거나, 극단적인 매크로 리스크의 발생을 상정하는 경우를 가정하지 않는다면, 실제 실현 가능성은 높지 않은 것으로 판단한다.

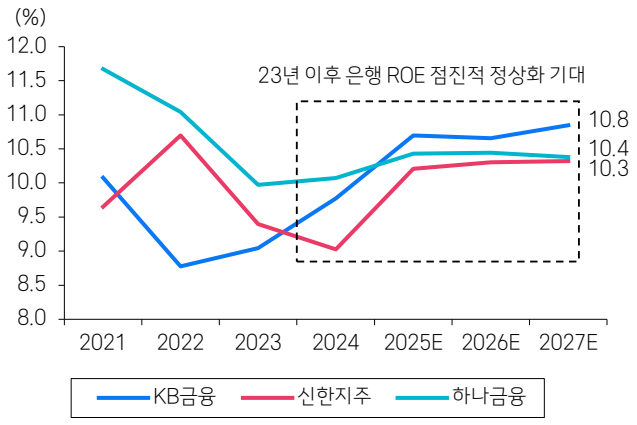
결국, 은행주 주가는 현재 수준에서 정체되는 것보다는 1) BPS 증가율이 반영되어야 함은 물론, 2) 주주환원율이 당초 기대 이상의 속도 혹은 수준으로 제고될 경우, 추가적인 Valuation multiple의 상승을 가정하는 것이 합리적이라 판단된다.

3대 금융지주: BVPS 추이 및 전망



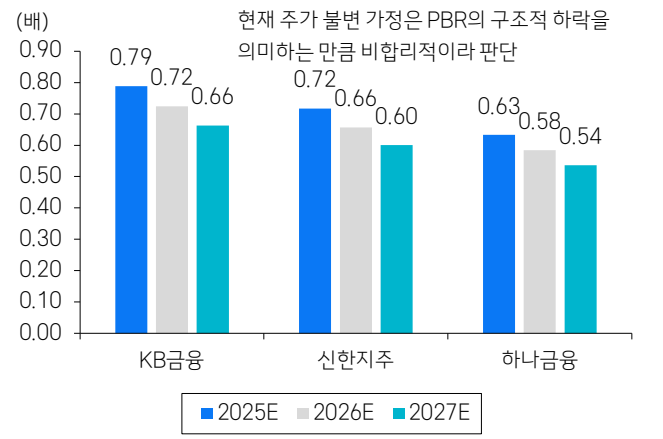
자료: 각 사, 삼성증권 추정

3대 금융지주: ROE 추이 및 전망



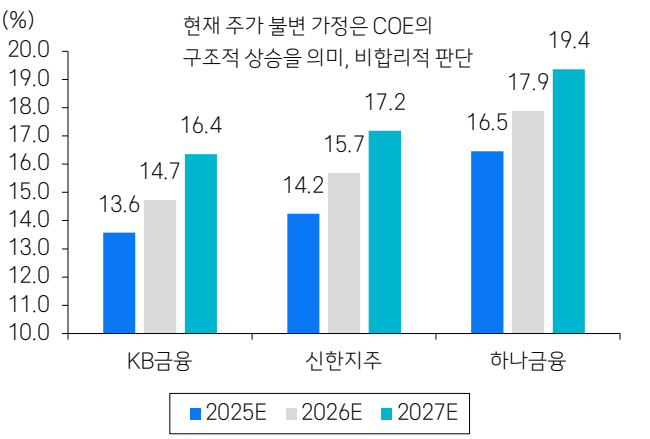
자료: 각 사, 삼성증권 추정

3대 금융지주: 연도별 PBR 전망



참고: 11월 24일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

3대 금융지주: 연도별 COE 전망



참고: 11월 24일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

은행업종 긍정적 관점에서 접근 유효 – 주주환원율 제고 속도가 최대 관건

앞서 살펴본 바와 같이, 올해 예년과 다른 가파른 주가 상승에도 불구하고 여전히 은행주에 대해서는 긍정적 관점에서의 접근이 유효하다고 판단된다. 이는 1) 업황 개선에 따른 실적 개선 기대, 2) 은행들의 차질 없는 기업가치 제고계획 및 일부 조기 이행 가능성, 3) 중장기적 관점에서 여전히 매력적인 은행들의 Valuation에 기인한다.

주주환원율이 핵심 - KB금융이 주도 기대 + 지주사 감액배당, Re-leveraging, 자회사 강화 여력 탁월

업종내에서 핵심은 주주환원율 제고 속도라는 관점에서 여전히 은행업종 내 주도적 역할은 KB금융의 몫이 될 것으로 판단한다. 동사는 1) 업종 내에서 차별화된 주주환원율을 시현 중인 가운데, 2) 감액 배당 여력 또한 타행대비 뛰어나고, 3) 업종 내에서 지주사의 Re-leveraging 여력도 가장 큰 것으로 나타나며, 4) 비은행 전 부문에 대해 경쟁력 있는 라인업을 갖추고 있는 만큼, 이의 강화를 통한 ROE 제고 역량도 뛰어나다고 판단하기 때문이다.

신한지주와 하나금융의 주주환원율 50% 조기 달성 기대 주효

신한지주와 하나금융은 KB금융과의 Valuation 격차를 지속해서 좁혀나갈 것으로 기대한다. 양사는 25년 중 주주환원율이 44~45%로 예상되는데, 이는 당초 양사가 계획했던 것보다 높은 수준이다. 이에 26년 중 양사의 주주환원율은 50%에 근접하거나 조기 달성할 것으로 예상되며, 이는 Valuation에 대한 할인율 완화로 이어질 것으로 기대한다.

BNK금융과 IM금융 – 차별화된 실적 개선 및 주주환원율 제고 기대

BNK금융과 iM금융은 긴 시간의 부동산 금융 관련 부실 정리 후 25년 들어 본격적인 실적 개선세를 시현하였다. 그리고, 양사의 차별화된 실적 개선세는 26년에도 이어질 것으로 전망한다. 이는 1) 여전히 Credit cost 수준이 높은 가운데 RoRWA 중심의 경영 기조가 정착됨에 따라 추가적인 개선 여력이 높다고 판단되고, 2) 시중은행들과 달리 생산적 금융, 과징금 등에 대한 부담이 없으며, 3) 중소기업 업황 개선 시 이에 따른 추가적인 수혜도 기대되기 때문이다. 이러한 가운데, 양사의 PBR은 0.4배 수준으로 과도한 저평가 구간인 만큼, Downside 리스크보다는 상승여력이 월등히 크다고 판단한다.

우리금융 – 향후 관건은 구조적 변화에 따른 주주가치 제고 확인

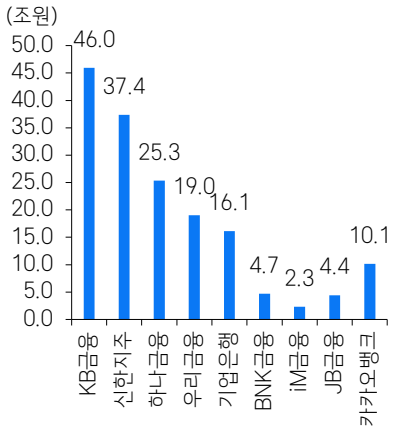
우리금융은 Valuation 및 감액 배당에 따른 배당수익률은 충분히 매력적이라 판단된다. 다만, 향후 동사의 추가적인 Valuation Gap 축소를 위해서는 동양생명과 ABL생명의 인수가 완료됨에 따라 1) 두 생보사의 완전 자회사화 및 운영에 따른 실적 영향과 관련된 불확실성 완화와 더불어, 2) 비은행 부문 강화에 따른 실적 개선 여력 확인, 그리고 3) 궁극적으로 실적 개선과 자본비율 제고에 따른 주주환원율 강화에 대한 시장 신뢰도 구축이 핵심 관건이 될 것으로 판단한다.

JB금융 – 이미 업계 최고 수준의 Valuation. 이제 플러스 알파의 확인이 관건

JB금융은 현재 26E PBR 0.74배로 이미 KB금융을 넘어서는 Valuation에 거래되고 있다. 이는 동사의 ROE가 은행업종 내에서 차별화된 것에 기인한다. 다만, 동사의 ROE에 비해 PBR은 다소 낮은 것으로 비춰질 수도 있는데, 이의 제고를 위해서는 1) 차별화된 ROE를 지속하는 가운데, 2) 주주환원율의 차별화된 제고가 향후 관건이 될 것으로 판단한다.

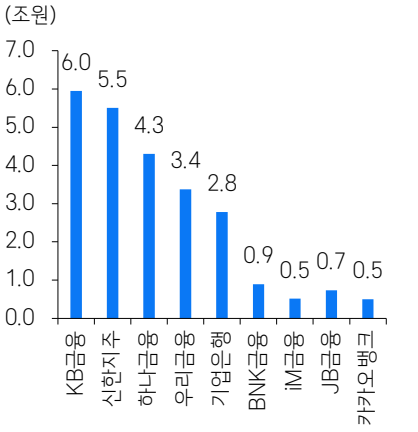
실제로 동사의 26E 주주환원율을 45%로 가정하더라도 동사의 주주환원수익률은 7.5%로 신한지주와 유사하고, BNK금융 및 iM금융보다는 낮다. 이러한 관점에서 26년 초 동사의 주주환원율 상향 조정 여부가 관건이 될 것으로 예상한다.

은행별 시가총액



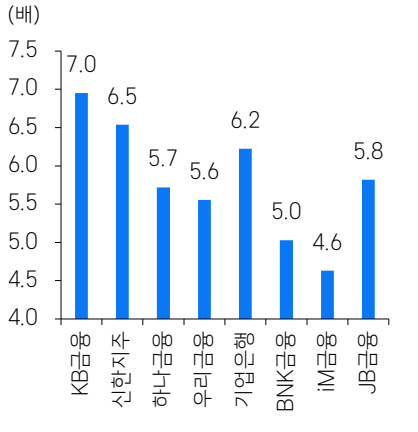
참고: 11월 24일 종가 기준 / 자료: Quantiwise, 삼성증권

은행별 26E 당기순이익



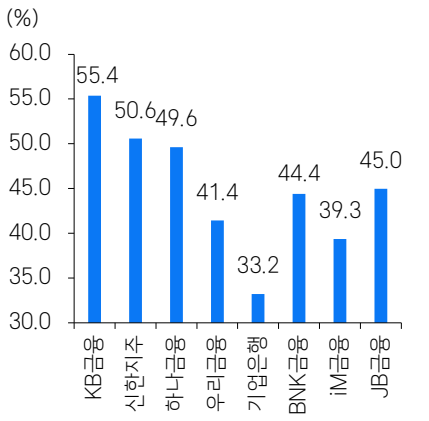
자료: 삼성증권 추정

은행별 26E PER



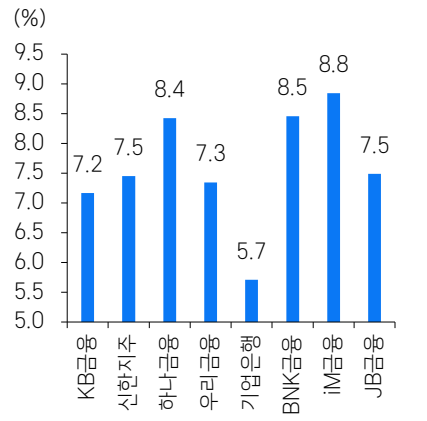
참고: 11월 24일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

은행별 26E 주주환원율



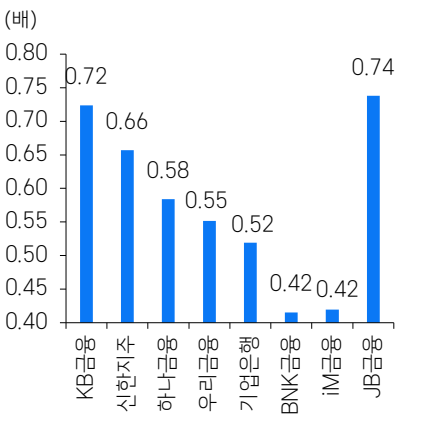
자료: 삼성증권 추정

은행별 26E 주주환원 수익률



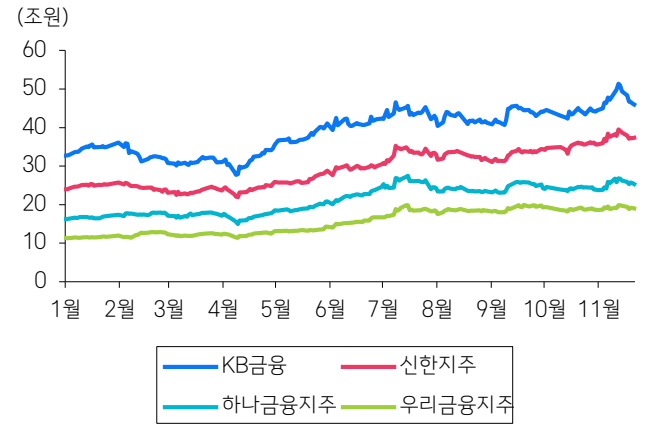
참고: 11월 24일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

은행별 26E PBR



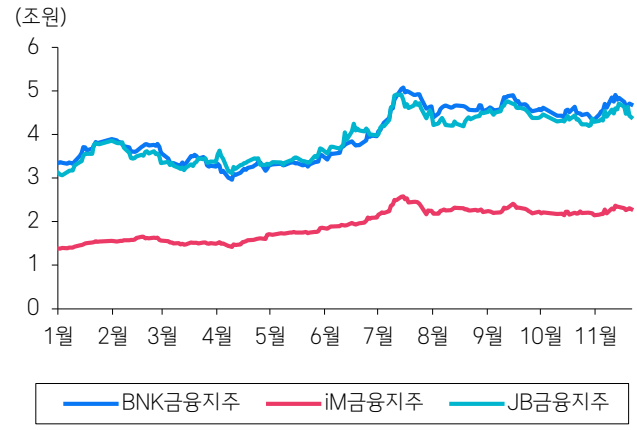
참고: 11월 24일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

4대 금융지주 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

중소형 금융지주 3사 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

Valuation matrix

(십억원, 원)		KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	iM금융지주	JB금융지주	카카오뱅크	은행계
종목코드		105560 KS	055550 KS	086790 KS	316140 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS	323410 KS	
투자의견		BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	HOLD	HOLD	OVERWEIGHT
주가 (원)		120,300	76,300	89,500	25,800	20,100	14,810	14,070	23,100	21,600	
목표주가 (원)		150,000	94,000	119,000	32,000	23,000	20,000	19,000	28,000	27,000	
상승여력 (%)		24.7	23.2	33.0	24.0	14.4	35.0	35.0	21.2	25.0	
목표 P/B (배)		0.98	0.88	0.84	0.74	0.63	0.61	0.60	0.99	1.89	
목표 P/E (배)		9.4	8.8	8.2	7.3	7.1	7.4	6.8	7.7	27.6	
시가총액 (조원)		46.0	37.4	25.3	19.0	16.1	4.7	2.3	4.4	10.1	165.4
PER (배)	24	8.9	5.4	6.9	6.2	4.6	4.5	6.4	4.7	22.8	5.4
	25E	7.5	7.2	6.2	5.9	6.2	5.5	5.0	6.3	22.1	7.0
	26E	7.0	6.5	5.7	5.6	6.2	5.0	4.6	5.8	20.5	6.7
PBR (배)	24	0.9	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.6	1.6	0.5
	25E	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.8	1.6	0.7
	26E	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.7	1.5	0.7
EPS (원)	24	13,593	8,816	13,017	4,156	3,106	2,274	1,270	3,483	923	
	25E	16,028	10,661	14,469	4,370	3,249	2,701	2,791	3,643	976	
	26E	17,307	11,672	15,647	4,646	3,230	2,946	3,038	3,970	1,052	
BPS (원)	24	140,598	99,328	133,682	40,680	34,537	31,117	30,612	26,019	13,352	
	25E	152,605	106,435	141,257	43,081	36,633	32,887	31,833	28,316	14,268	
	26E	166,262	116,167	153,231	46,766	38,702	35,659	33,532	31,301	15,320	
ROA (%)	24	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.2	1.0	0.8	0.7
	25E	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.9	0.5	1.0	0.7	0.7
	26E	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	1.0	0.5	1.0	0.6	0.7
ROE (%)	24	9.8	9.0	10.1	10.6	9.3	7.5	4.1	14.0	7.0	9.5
	25E	10.7	10.2	10.4	10.5	9.1	8.4	8.9	13.2	7.0	10.1
	26E	10.7	10.3	10.4	10.4	8.6	8.5	9.3	13.1	7.1	10.1
DPS (보통주, 원)	25E	3,700	2,280	3,500	1,330	1,110	700	640	1,020	440	
배당수익률 (%)	25E	3.1	3.0	3.9	5.2	5.5	4.7	4.5	4.4	2.0	
총 주주환원율 (%)	25E	52.6	45.3	44.1	34.7	32.0	37.8	35.7	44.7	45.0	
주주환원 수익률 (%)	25E	6.5	6.3	7.1	5.9	5.5	6.8	7.4	7.0	2.1	

참고: 11월 24일 종가 기준
자료: 각 사, Quantiwise, 삼성증권 추정

KB금융

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	29,917	29,930	34,991	36,667	38,434
유가증권	203,951	218,720	227,929	239,839	252,452
대출채권	445,790	474,706	489,980	512,858	536,483
이자부자산	**679,658**	**723,356**	**752,480**	**788,911**	**826,878**
고정자산	9,637	10,516	5,305	5,568	5,845
기타자산	26,431	23,974	39,328	41,748	44,335
자산총계	**715,726**	**757,847**	**797,113**	**836,227**	**877,057**
예수금	401,290	429,357	441,987	463,636	485,896
차입금	69,578	68,077	71,925	76,132	80,621
사채	69,182	76,171	76,031	80,033	84,291
이자부부채	**595,927**	**635,856**	**657,523**	**690,125**	**723,987**
기타부채	61,164	62,175	77,867	81,723	86,035
부채총계	**657,090**	**698,031**	**735,389**	**771,847**	**810,021**
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	5,033	5,083	5,162	5,162	5,162
자본잉여금	17,129	17,124	17,123	17,123	17,123
이익잉여금	31,935	34,808	37,458	40,114	42,771
자본조정	(1,647)	(1,713)	(1,719)	(1,719)	(1,719)
기타포괄손익누계액	2,153	497	(277)	(277)	(277)
소수주주지분	1,944	1,926	1,885	1,885	1,885
자본총계	**58,636**	**59,815**	**61,724**	**64,379**	**67,036**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	29,142	30,491	29,277	30,215	31,736
이자비용	(16,961)	(17,665)	(16,429)	(16,743)	(17,702)
순이자이익	**12,181**	**12,827**	**12,848**	**13,472**	**14,034**
대손충당금	(3,146)	(2,044)	(2,396)	(2,187)	(1,995)
충당금적립후순이자수익	9,034	10,782	10,451	11,285	12,039
순수수료이익	**3,674**	**3,850**	**3,834**	**3,898**	**3,955**
기타비이자이익합계	324	352	538	640	600
총이익	**13,032**	**14,984**	**14,824**	**15,823**	**16,594**
판매비와관리비	(6,647)	(6,939)	(7,200)	(7,433)	(7,654)
영업이익	**6,385**	**8,045**	**7,624**	**8,390**	**8,940**
기타영업외이익	(265)	(1,060)	165	(144)	(146)
법인세차감전순이익	**6,120**	**6,985**	**7,789**	**8,246**	**8,794**
법인세	1,594	1,957	2,030	2,247	2,397
당기순이익	**4,526**	**5,029**	**5,759**	**5,999**	**6,396**
소수주주지분	(69)	(50)	34	49	53
당기순이익(연결)	**4,595**	**5,078**	**5,725**	**5,950**	**6,343**
충당금적립전영업이익	9,719	10,301	10,243	10,808	11,177

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
요주의이하여신/총여신	1.6	1.6	1.2	1.2	1.2
대손충당금/고정이하여신	279.0	134.3	197.3	190.4	181.5
대손충당금/요주의이하여신	99.6	54.4	74.2	71.8	68.6
대손충당금/총여신	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8
순상각/고정이하여신	42.4	44.5	70.4	65.1	61.5
순상각/총여신	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
대손충당금 적립액/총여신	0.72	0.44	0.50	0.43	0.38

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
ROAE	9.0	9.8	10.7	10.7	10.8
대출금성장률 (원화기준)	4.0	6.4	4.0	4.8	4.7
예수금성장률 (원화기준)	3.0	7.1	2.7	4.8	4.7
자산성장률	2.4	6.2	4.0	4.6	4.5
대출금/예수금 (원화기준)	98.5	97.8	98.6	98.6	98.6
순이자마진*	1.83	1.78	1.74	1.70	1.66
예대금리차*	1.76	1.72	1.68	1.64	1.60
비용/이익	41.1	40.7	41.8	41.3	41.2
BIS 자기자본비율	16.7	16.4	16.3	16.4	16.4
Tier 1 자본비율	15.4	15.2	15.3	15.4	15.5
Tier 2 자본비율	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9
보통주 자본비율	13.6	13.5	13.7	13.7	13.7
단순자기자본비율	8.2	7.9	7.7	7.7	7.6

참고: * 은행기준
자료: KB금융, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	12,134	13,593	16,028	17,307	19,241
주당장부가	135,703	140,598	152,605	166,262	181,446
주당 배당금 – 보통주	3,060	3,174	3,700	4,302	4,772
배당성향 (%)	25.4	23.6	23.4	25.2	25.2
주주환원율 (%)	37.8	39.8	52.6	55.4	58.1

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	9,719	4,595	12,134	13.8	135,703	4.5	0.4	0.7	9.0	13.6	5.7
2024	10,301	5,078	13,593	12.0	140,598	8.9	0.9	0.7	9.8	13.5	3.8
2025E	10,243	5,725	16,028	17.9	152,605	7.5	0.8	0.8	10.7	13.7	3.1
2026E	10,808	5,950	17,307	8.0	166,262	7.0	0.7	0.7	10.7	13.7	3.6
2027E	11,177	6,343	19,241	11.2	181,446	6.3	0.7	0.8	10.8	13.7	4.0

자료: KB금융, 삼성증권 추정

신한지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	34,764	40,689	40,745	42,515	44,365
유가증권	199,781	206,801	211,178	220,576	230,407
대출채권	413,015	450,560	464,745	487,821	512,289
이자부자산	**647,560**	**698,050**	**716,668**	**750,913**	**787,061**
고정자산	7,139	7,544	4,116	4,358	4,609
기타자산	37,097	34,170	53,824	55,838	57,932
자산총계	**691,795**	**739,764**	**774,609**	**811,108**	**849,602**
예수금	381,932	423,378	437,119	457,508	478,880
차입금	56,901	49,920	55,007	56,469	57,983
사채	81,817	94,027	90,608	92,971	95,433
이자부부채	**570,649**	**619,713**	**636,490**	**661,244**	**687,137**
기타부채	64,824	61,230	76,843	85,754	95,605
부채총계	**635,473**	**680,943**	**713,333**	**746,998**	**782,742**
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970	2,970
신종자본증권	4,002	4,600	4,800	4,800	4,800
자본잉여금	12,095	12,095	12,102	12,102	12,102
이익잉여금	36,387	39,021	41,535	44,257	46,894
자본조정	(659)	(807)	(578)	(578)	(578)
기타포괄손익누계액	(1,074)	(1,824)	(2,616)	(2,616)	(2,616)
소수주주지분	2,601	2,767	3,062	3,175	3,288
자본총계	**56,322**	**58,821**	**61,276**	**64,110**	**66,860**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	27,579	29,209	28,287	29,594	30,798
이자비용	(16,761)	(17,807)	(16,678)	(17,503)	(18,250)
순이자이익	**10,818**	**11,402**	**11,609**	**12,091**	**12,548**
대손충당금	(2,130)	(1,960)	(2,309)	(1,861)	(1,632)
충당금적립후순이자수익	8,688	9,442	9,300	10,231	10,917
순수수료이익	**2,647**	**2,715**	**2,897**	**2,967**	**3,039**
기타비이자이익합계	661	418	1,071	928	801
총이익	**11,996**	**12,575**	**13,268**	**14,125**	**14,757**
판매비와관리비	(5,895)	(6,116)	(6,295)	(6,519)	(6,756)
영업이익	**6,101**	**6,459**	**6,973**	**7,606**	**8,001**
기타영업외이익	(136)	(430)	145	145	142
법인세차감전순이익	**5,965**	**6,029**	**7,118**	**7,752**	**8,144**
법인세	(1,487)	(1,471)	(1,786)	(2,132)	(2,239)
당기순이익	**4,478**	**4,558**	**5,332**	**5,620**	**5,904**
소수주주지분	(110)	(108)	(113)	(113)	(113)
당기순이익(연결)	**4,368**	**4,450**	**5,219**	**5,507**	**5,791**
충당금적립전영업이익	8,376	8,572	9,516	9,654	9,834

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
요주의이하여신/총여신	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7
대손충당금/고정이하여신	198.4	149.8	169.0	169.1	164.6
대손충당금/요주의이하여신	65.7	65.9	82.1	82.2	80.0
대손충당금/총여신	1.1	1.1	1.3	1.4	1.3
순상각/고정이하여신	66.5	56.6	24.9	40.5	36.7
순상각/총여신	1.1	1.1	1.3	1.4	1.3
대손충당금 적립액/총여신	0.54	0.46	0.52	0.40	0.33

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
ROAE	9.4	9.0	10.2	10.3	10.3
대출금성장률 (원화기준)	3.2	10.3	4.7	4.8	4.8
예수금성장률 (원화기준)	(0.6)	11.1	3.1	4.8	4.8
자산성장률	4.1	6.9	4.7	4.7	4.7
대출금/예수금 (원화기준)	118.4	118.2	118.6	118.6	118.6
순이자마진*	1.62	1.58	1.56	1.52	1.49
예대금리차*	2.02	1.88	1.75	1.71	1.68
비용/이익	43.1	41.7	40.0	40.9	41.1
BIS 자기자본비율	16.0	15.8	15.8	15.8	15.8
Tier 1 자본비율	14.8	14.8	15.0	15.0	15.0
Tier 2 자본비율	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
보통주 자본비율	13.2	13.1	13.4	13.4	13.4
단순자기자본비율	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9

참고: * 은행기준
자료: 신한지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	8,500	8,816	10,661	11,672	12,812
주당장부가	94,294	99,328	106,435	116,167	127,072
주당 배당금 – 보통주	2,100	2,160	2,280	2,920	3,200
배당성향 (%)	24.7	24.5	21.3	25.2	25.1
주주환원율 (%)	35.8	40.3	45.3	50.6	54.5

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	8,376	4,368	8,500	(5.6)	94,294	4.7	0.4	0.6	9.4	13.2	5.2
2024	8,572	4,450	8,816	3.7	99,328	5.4	0.5	0.6	9.0	13.1	4.5
2025E	9,516	5,219	10,661	20.9	106,435	7.2	0.7	0.7	10.2	13.4	3.0
2026E	9,654	5,507	11,672	9.5	116,167	6.5	0.7	0.7	10.3	13.4	3.8
2027E	9,834	5,791	12,812	9.8	127,072	6.0	0.6	0.7	10.3	13.4	4.2

자료: 신한지주, 삼성증권 추정

하나금융지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	34,480	40,405	37,353	38,870	40,448
유가증권	133,030	151,450	147,883	154,722	161,890
대출채권	382,300	403,979	416,136	436,957	458,916
이자부자산	**550,874**	**596,148**	**601,700**	**630,912**	**661,655**
고정자산	9,878	11,503	12,278	12,776	13,295
기타자산	31,174	30,196	46,378	48,261	50,220
자산총계	**591,926**	**637,848**	**660,355**	**691,949**	**725,171**
예수금	372,040	390,531	393,058	412,729	433,439
차입금	44,160	47,115	49,499	51,509	53,600
사채	58,702	64,880	67,951	70,710	73,581
이자부부채	**485,930**	**513,637**	**522,421**	**547,345**	**573,521**
기타부채	65,814	80,634	92,074	94,398	96,883
부채총계	**551,744**	**594,271**	**615,356**	**644,686**	**675,686**
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	3,606	4,140	3,900	3,900	3,900
자본잉여금	10,583	10,579	10,578	10,578	10,578
이익잉여금	25,126	27,640	29,888	32,111	34,293
자본조정	(182)	(325)	(637)	(637)	(637)
기타포괄손익누계액	(1,291)	(834)	(1,105)	(1,105)	(1,105)
소수주주지분	838	876	874	914	955
자본총계	**40,182**	**43,577**	**44,999**	**47,263**	**49,485**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	23,276	24,117	22,389	23,014	24,070
이자비용	(14,397)	(15,356)	(13,386)	(13,761)	(14,545)
순이자이익	**8,879**	**8,761**	**9,003**	**9,253**	**9,524**
대손충당금	(1,785)	(1,239)	(1,561)	(1,214)	(1,025)
충당금적립후순이자수익	7,094	7,522	7,442	8,039	8,499
순수수료이익	**1,296**	**1,524**	**1,876**	**1,886**	**1,915**
기타비이자이익합계	712	340	706	670	619
총이익	**9,102**	**9,385**	**10,024**	**10,594**	**11,033**
판매비와관리비	(4,408)	(4,530)	(4,628)	(4,781)	(4,950)
영업이익	**4,693**	**4,855**	**5,396**	**5,813**	**6,083**
기타영업외이익	(12)	197	159	204	213
법인세차감전순이익	**4,681**	**5,052**	**5,555**	**6,017**	**6,296**
법인세	1,213	1,284	1,412	1,655	1,731
당기순이익	**3,468**	**3,769**	**4,143**	**4,362**	**4,565**
소수주주지분	47	30	51	60	61
당기순이익(연결)	**3,422**	**3,739**	**4,092**	**4,303**	**4,503**
충당금적립전영업이익	6,634	6,272	7,152	7,229	7,318

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
요주의이하여신/총여신	2.0	2.1	1.4	1.4	1.4
대손충당금/고정이하여신	154.7	119.8	223.2	226.2	227.6
대손충당금/요주의이하여신	39.0	35.0	66.8	67.8	68.3
대손충당금/총여신	0.8	0.7	1.0	1.0	1.0
순상각/고정이하여신	61.0	45.6	32.3	49.7	38.7
순상각/총여신	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.45	0.30	0.37	0.27	0.22

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROAE	10.0	10.1	10.4	10.4	10.4
대출금성장률 (원화기준)	7.0	4.0	5.9	5.0	5.0
예수금성장률 (원화기준)	4.4	3.9	4.5	5.0	5.0
자산성장률	4.1	7.8	3.5	4.8	4.8
대출금/예수금 (원화기준)	99.2	99.5	101.2	101.2	101.2
순이자마진*	1.59	1.47	1.49	1.46	1.42
예대금리차*	1.52	1.39	1.41	1.37	1.33
비용/이익	40.5	42.6	39.9	40.5	41.0
BIS 자기자본비율	15.6	15.6	14.7	14.7	14.6
Tier 1 자본비율	14.7	14.8	14.0	14.0	13.9
Tier 2 자본비율	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
보통주 자본비율	13.2	13.2	13.2	13.3	13.3
단순자기자본비율	6.4	6.4	6.7	7.1	7.4

참고: * 은행기준

자료: 하나금융지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	11,704	13,017	14,469	15,647	16,989
주당장부가	120,263	133,682	141,257	153,231	166,914
주당 배당금 – 보통주	3,400	3,400	3,500	3,900	4,300
배당성향 (%)	28.8	26.0	24.5	25.2	25.2
주주환원율 (%)	33.1	38.0	44.1	49.6	54.1

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	6,634	3,422	11,704	(3.0)	120,263	3.7	0.4	0.6	10.0	13.2	7.8
2024	6,272	3,739	13,017	11.2	133,682	6.9	0.7	0.6	10.1	13.2	3.8
2025E	7,152	4,092	14,469	11.2	141,257	6.2	0.6	0.6	10.4	13.2	3.9
2026E	7,229	4,303	15,647	8.1	153,231	5.7	0.6	0.6	10.4	13.3	4.4
2027E	7,318	4,503	16,989	8.6	166,914	5.3	0.5	0.6	10.4	13.3	4.8

자료: 하나금융지주, 삼성증권 추정

우리금융지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	32,546	29,986	32,719	34,080	35,499
유가증권	82,610	88,025	80,264	83,554	86,980
대출채권	358,494	385,235	393,509	413,170	433,901
이자부자산	**473,651**	**503,246**	**506,492**	**530,804**	**556,380**
고정자산	5,339	5,700	3,369	3,522	3,682
기타자산	19,015	16,807	32,342	33,931	35,608
자산총계	**498,005**	**525,753**	**542,202**	**568,257**	**595,670**
예수금	357,802	367,423	375,168	394,345	414,542
차입금	30,987	30,117	32,133	33,615	35,172
사채	41,239	48,207	50,618	53,665	56,918
이자부부채	**430,028**	**445,747**	**457,919**	**481,625**	**506,632**
기타부채	33,766	43,494	46,881	47,190	47,563
부채총계	**464,607**	**489,858**	**505,461**	**529,508**	**554,922**
자본금	3,803	3,803	3,803	3,803	3,803
신종자본증권	3,611	3,810	3,511	3,511	3,511
자본잉여금	936	934	934	934	934
이익잉여금	24,986	26,951	28,746	30,724	32,694
자본조정	(1,688)	(1,735)	(1,835)	(1,835)	(1,835)
기타포괄손익누계액	19	334	28	28	28
소수주주지분	1,731	1,798	1,554	1,583	1,613
자본총계	**33,397**	**35,895**	**36,741**	**38,748**	**40,748**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	20,642	22,013	20,398	20,640	21,624
이자비용	(11,899)	(13,127)	(11,333)	(11,400)	(12,284)
순이자이익	**8,743**	**8,886**	**9,065**	**9,240**	**9,340**
대손충당금	(1,840)	(1,715)	(2,123)	(1,426)	(1,248)
충당금적립후순이자수익	6,903	7,171	6,942	7,814	8,092
순수수료이익	**1,454**	**1,833**	**1,901**	**2,023**	**2,105**
기타비이자이익합계	(414)	(281)	9	(105)	(31)
총이익	**7,942**	**8,724**	**8,852**	**9,732**	**10,166**
판매비와관리비	(4,443)	(4,469)	(4,943)	(5,115)	(5,277)
영업이익	**3,499**	**4,255**	**3,910**	**4,618**	**4,890**
기타영업외이익	18	(32)	454	63	65
법인세차감전순이익	**3,517**	**4,223**	**4,364**	**4,681**	**4,954**
법인세	891	1,051	1,067	1,287	1,362
당기순이익	**2,627**	**3,171**	**3,296**	**3,394**	**3,592**
소수주주지분	121	85	51	16	15
당기순이익(연결)	**2,506**	**3,086**	**3,245**	**3,377**	**3,577**
충당금적립전영업이익	5,459	6,105	6,262	6,308	6,412

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
요주의이하여신/총여신	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
대손충당금/고정이하여신	229.4	151.9	160.1	166.0	169.8
대손충당금/요주의이하여신	63.1	63.1	74.0	77.0	79.0
대손충당금/총여신	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
순상각/고정이하여신	23.5	31.5	23.4	32.8	25.8
순상각/총여신	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.81	0.86	0.99	1.01	1.01

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROAE	9.4	10.6	10.5	10.4	10.3
대출금성장률 (원화기준)	6.8	12.2	9.9	7.4	10.3
예수금성장률 (원화기준)	12.5	7.4	4.9	7.3	10.5
자산성장률	11.4	9.4	8.9	8.1	9.9
대출금/예수금 (원화기준)	97.3	100.4	97.4	97.4	97.4
순이자마진*	1.56	1.44	1.46	1.44	1.38
예대금리차*	1.51	1.42	1.45	1.43	1.37
비용/이익	45.4	42.8	45.0	45.8	46.2
BIS 자기자본비율	15.8	15.7	15.9	16.1	16.3
Tier 1 자본비율	14.1	14.2	14.6	14.9	15.1
Tier 2 자본비율	1.7	1.5	1.3	1.2	1.2
보통주 자본비율	12.0	12.1	12.8	13.0	13.2
단순자기자본비율	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8

참고: * 은행기준
자료: 우리금융지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	3,333	4,156	4,370	4,646	5,075
주당장부가	37,191	40,680	43,081	46,766	51,088
주당 배당금 – 보통주	1,000	1,200	1,330	1,460	1,590
배당성향 (%)	29.8	28.9	30.0	31.0	31.0
주주환원율 (%)	33.8	33.3	34.7	41.4	44.9

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	5,459	2,506	3,333	(22.8)	37,191	7.7	0.7	0.5	9.4	12.0	3.9
2024	6,105	3,086	4,156	24.7	40,680	6.2	0.6	0.6	10.6	12.1	4.7
2025E	6,262	3,245	4,370	5.2	43,081	5.9	0.6	0.6	10.5	12.8	5.2
2026E	6,308	3,377	4,646	6.3	46,766	5.6	0.6	0.6	10.4	13.0	5.7
2027E	6,412	3,577	5,075	9.2	51,088	5.1	0.5	0.6	10.3	13.2	6.2

자료: 우리금융지주, 삼성증권 추정

기업은행

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	28,335	18,354	22,975	23,908	24,878
유가증권	84,900	93,265	98,758	102,768	106,941
대출채권	316,084	344,387	355,217	376,082	398,305
이자부자산	**429,319**	**456,006**	**476,950**	**502,758**	**530,124**
고정자산	3,655	3,940	4,068	4,233	4,405
기타자산	15,454	12,274	16,242	16,902	17,588
자산총계	**448,428**	**472,220**	**497,260**	**523,893**	**552,117**
예수금	154,045	158,256	165,645	175,380	185,737
차입금	41,239	44,777	50,265	52,306	54,430
사채	181,992	193,151	199,496	207,597	216,026
이자부부채	**377,276**	**396,184**	**426,922**	**447,476**	**469,106**
기타부채	39,336	41,805	33,900	38,085	42,560
부채총계	**416,612**	**437,989**	**460,822**	**485,561**	**511,666**
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	1,169	1,169	1,169
이익잉여금	21,890	23,593	25,443	27,336	29,456
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄손익누계액	244	659	850	850	850
소수주주지분	160	284	282	282	282
자본총계	**31,817**	**34,231**	**36,439**	**38,332**	**40,451**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	18,364	18,955	17,938	18,537	19,544
이자비용	(10,438)	(11,063)	(10,486)	(11,162)	(11,827)
순이자이익	**7,927**	**7,892**	**7,452**	**7,374**	**7,716**
대손충당금	(2,324)	(1,832)	(1,630)	(1,339)	(1,281)
충당금적립후순이자수익	5,603	6,059	5,822	6,036	6,435
순수수료이익	**477**	**472**	**455**	**473**	**492**
기타비이자이익합계	38	(124)	504	445	492
총이익	**6,118**	**6,407**	**6,781**	**6,954**	**7,419**
판매비와관리비	(2,686)	(2,813)	(3,151)	(3,234)	(3,351)
영업이익	**3,432**	**3,594**	**3,630**	**3,720**	**4,068**
기타영업외이익	61	(27)	84	117	127
법인세차감전순이익	**3,493**	**3,568**	**3,713**	**3,837**	**4,195**
법인세	818	913	929	1,055	1,154
당기순이익	**2,675**	**2,654**	**2,784**	**2,782**	**3,041**
소수주주지분	6	10	8	4	4
당기순이익(연결)	**2,670**	**2,645**	**2,776**	**2,778**	**3,037**
충당금적립전영업이익	5,794	5,366	5,196	4,994	5,285

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	1.1	1.3	0.7	0.6	0.6
요주의이하여신/총여신	2.6	2.9	1.7	1.6	1.5
대손충당금/고정이하여신	250.2	197.3	348.0	359.3	369.4
대손충당금/요주의이하여신	102.4	90.1	140.3	144.8	148.9
대손충당금/총여신	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2
순상각/고정이하여신	51.6	28.6	56.8	47.2	45.0
순상각/총여신	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
대손충당금 적립액/총여신	0.77	0.57	0.49	0.38	0.34

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
ROAE	10.2	9.3	9.1	8.6	8.8
대출금성장률 (원화기준)	2.5	8.9	2.9	5.9	5.9
예수금성장률 (원화기준)	(0.6)	2.7	4.7	5.9	5.9
자산성장률	4.0	5.3	5.3	5.4	5.4
대출금/예수금 (원화기준)	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
순이자마진*	1.79	1.70	1.57	1.52	1.50
예대금리차*	1.70	1.61	1.51	1.44	1.42
비용/이익	31.8	34.1	37.5	39.0	38.5
BIS 자기자본비율	14.6	14.1	15.2	15.2	15.2
Tier 1 자본비율	13.2	12.9	13.0	13.0	13.0
Tier 2 자본비율	1.4	1.2	2.3	2.2	2.2
보통주 자본비율	11.3	11.3	11.9	11.9	12.0
단순자기자본비율	7.1	7.2	7.3	7.3	7.3

참고: * 은행기준
자료: 기업은행, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	3,098	3,106	3,249	3,230	3,515
주당장부가	32,097	34,537	36,633	38,702	40,972
주당 배당금 – 보통주	984	1,065	1,110	1,160	1,310
배당성향 (%)	29.4	32.1	32.0	33.2	34.4
주주환원율 (%)	29.4	32.1	32.0	33.2	34.4

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	5,794	2,670	3,098	(5.9)	32,097	3.8	0.4	0.6	10.2	11.3	8.3
2024	5,366	2,645	3,106	0.2	34,537	4.6	0.4	0.6	9.3	11.3	7.4
2025E	5,196	2,776	3,249	4.6	36,633	6.2	0.5	0.6	9.1	11.9	5.5
2026E	4,994	2,778	3,230	(0.6)	38,702	6.2	0.5	0.5	8.6	11.9	5.8
2027E	5,285	3,037	3,515	8.8	40,972	5.7	0.5	0.6	8.8	12.0	6.5

자료: 기업은행, 삼성증권 추정

BNK금융지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	5,359	5,818	5,244	5,517	5,805
유가증권	23,766	26,356	28,371	29,906	31,535
대출채권	109,214	112,081	116,229	121,994	128,071
이자부자산	**138,339**	**144,256**	**149,844**	**157,417**	**165,410**
고정자산	2,126	2,127	1,403	1,479	1,561
기타자산	5,319	6,087	7,963	7,994	7,970
자산총계	**145,784**	**152,470**	**159,209**	**166,891**	**174,941**
예수금	106,761	107,855	111,959	117,269	122,837
차입금	8,816	11,302	11,857	12,584	13,362
사채	13,035	14,122	15,227	16,255	17,358
이자부부채	**128,613**	**133,279**	**139,043**	**146,108**	**153,557**
기타부채	120,391	125,526	8,823	8,936	9,050
부채총계	**135,110**	**141,323**	**147,982**	**155,166**	**162,735**
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	728	728	449	449	449
자본잉여금	785	791	791	791	791
이익잉여금	7,122	7,605	8,031	8,529	9,010
자본조정	(0)	(20)	(40)	(40)	(40)
기타포괄손익누계액	(39)	(34)	(82)	(82)	(82)
소수주주지분	449	449	449	449	449
자본총계	**10,674**	**11,148**	**11,227**	**11,725**	**12,206**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	6,692	6,949	6,471	6,592	6,936
이자비용	(3,786)	(3,972)	(3,536)	(3,523)	(3,765)
순이자이익	**2,905**	**2,977**	**2,935**	**3,068**	**3,171**
대손충당금	(951)	(895)	(836)	(655)	(629)
충당금적립후순이자수익	1,954	2,082	2,099	2,413	2,542
순수수료이익	**241**	**220**	**188**	**203**	**216**
기타비이자이익합계	81	140	230	179	186
총이익	**2,277**	**2,443**	**2,518**	**2,795**	**2,944**
판매비와관리비	(1,476)	(1,567)	(1,602)	(1,666)	(1,726)
영업이익	**801**	**876**	**916**	**1,129**	**1,218**
기타영업외이익	75	116	230	136	141
법인세차감전순이익	**876**	**992**	**1,146**	**1,266**	**1,359**
법인세	197	242	277	348	374
당기순이익	**679**	**750**	**870**	**918**	**985**
소수주주지분	39	21	21	23	25
당기순이익(연결)	**640**	**729**	**848**	**894**	**960**
충당금적립전영업이익	1,805	1,826	1,813	1,846	1,911

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.4	0.7	1.0	1.0	0.9
요주의이하여신/총여신	0.9	1.7	2.5	2.4	2.3
대손충당금/고정이하여신	364.7	218.5	128.6	134.9	143.8
대손충당금/요주의이하여신	165.1	94.5	52.9	55.5	59.2
대손충당금/총여신	1.5	1.6	1.3	1.3	1.3
순상각/고정이하여신	52.9	59.7	66.3	28.7	27.6
순상각/총여신	0.2	0.4	0.7	0.3	0.3
대손충당금 적립액/총여신	0.22	0.43	0.68	0.29	0.26

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
ROAE	6.9	7.5	8.4	8.5	8.7
대출금성장률 (원화기준)	5.7	2.1	2.8	4.6	4.6
예수금성장률 (원화기준)	4.5	0.3	3.5	4.6	4.6
자산성장률	5.5	2.7	3.8	4.4	4.5
대출금/예수금 (원화기준)	94.1	95.0	94.7	94.7	94.7
순이자마진*	1.93	1.89	1.85	1.81	1.77
예대금리차*	2.24	2.19	2.11	2.05	2.01
비용/이익	45.1	47.8	47.3	48.7	49.1
BIS 자기자본비율	13.5	14.1	15.8	15.7	15.6
Tier 1 자본비율	12.7	13.6	13.9	13.9	13.8
Tier 2 자본비율	0.8	0.6	1.9	1.8	1.8
보통주 자본비율	11.8	12.3	12.5	12.6	12.6
단순자기자본비율	7.3	7.3	7.1	7.0	7.0

참고: * 은행기준

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1,986	2,274	2,701	2,946	3,304
주당장부가	29,487	31,117	32,887	35,659	38,922
주당 배당금 – 보통주	510	650	700	780	890
배당성향 (%)	25.7	28.5	26.0	26.5	27.0
주주환원율 (%)	28.2	33.0	37.8	44.4	49.9

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	1,805	640	1,986	(17.5)	29,487	3.6	0.2	0.8	6.9	11.8	7.1
2024	1,826	729	2,274	14.5	31,117	4.5	0.3	0.8	7.5	12.3	6.3
2025E	1,813	848	2,701	18.8	32,887	5.5	0.5	0.9	8.4	12.5	4.7
2026E	1,846	894	2,946	9.1	35,659	5.0	0.4	1.0	8.5	12.6	5.3
2027E	1,911	960	3,304	12.2	38,922	4.5	0.4	1.0	8.7	12.6	6.0

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

iM금융지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	5,068	4,473	5,502	5,819	6,157
유가증권	22,434	20,561	24,226	25,395	26,626
대출채권	63,907	67,697	69,394	73,080	76,984
이자부자산	**91,506**	**92,786**	**99,176**	**104,353**	**109,831**
고정자산	1,351	1,405	1,447	1,524	1,604
기타자산	503	(43)	2,094	2,174	2,257
자산총계	**93,360**	**94,149**	**102,717**	**108,050**	**113,692**
예수금	57,288	59,807	60,483	63,495	66,664
차입금	12,034	9,701	12,878	13,680	14,538
사채	8,243	7,827	9,138	9,762	10,432
이자부부채	**82,940**	**83,410**	**88,907**	**93,605**	**98,573**
기타부채	4,136	4,533	7,393	7,741	8,137
부채총계	**87,076**	**87,943**	**96,300**	**101,346**	**106,710**
자본금	846	846	846	846	846
신종자본증권	614	813	813	813	813
자본잉여금	1,562	1,563	1,563	1,563	1,563
이익잉여금	3,289	3,385	3,717	4,060	4,397
자본조정	(21)	(20)	(40)	(40)	(40)
기타포괄손익누계액	(342)	(595)	(701)	(756)	(816)
소수주주지분	335	215	220	220	220
자본총계	**6,284**	**6,206**	**6,417**	**6,705**	**6,982**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	4,027	4,175	3,825	3,906	4,062
이자비용	(2,392)	(2,489)	(2,162)	(2,169)	(2,253)
순이자이익	**1,636**	**1,686**	**1,663**	**1,737**	**1,808**
대손충당금	(587)	(749)	(402)	(314)	(299)
충당금적립후순이자수익	1,048	937	1,261	1,423	1,510
순수수료이익	**230**	**191**	**206**	**202**	**200**
기타비이자이익합계	292	213	288	255	267
총이익	**1,570**	**1,341**	**1,756**	**1,879**	**1,976**
판매비와관리비	(1,036)	(1,078)	(1,121)	(1,157)	(1,194)
영업이익	**534**	**263**	**635**	**723**	**783**
기타영업외이익	(2)	(11)	2	12	15
법인세차감전순이익	**532**	**253**	**637**	**735**	**797**
법인세	120	51	147	202	219
당기순이익	**412**	**202**	**490**	**533**	**578**
소수주주지분	24	(13)	18	19	21
당기순이익(연결)	**388**	**215**	**472**	**514**	**558**
충당금적립전영업이익	1,155	1,048	1,075	1,075	1,121

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
요주의이하여신/총여신	1.6	1.8	1.9	1.9	1.8
대손충당금/고정이하여신	246.8	222.8	180.0	183.6	186.4
대손충당금/요주의이하여신	101.9	91.1	87.2	88.9	90.3
대손충당금/총여신	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6
순상각/고정이하여신	77.0	63.2	41.8	30.4	27.4
순상각/총여신	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5
ROAE	7.4	4.1	8.9	9.3	9.6
대출금성장률 (원화기준)	7.1	6.0	2.1	5.0	5.0
예수금성장률 (원화기준)	(2.1)	0.7	9.3	5.0	5.0
자산성장률	3.8	0.8	9.1	5.2	5.2
대출금/예수금 (원화기준)	99.0	101.5	103.7	103.7	103.7
순이자마진*	2.04	1.91	1.79	1.78	1.78
예대금리차*	2.44	2.25	2.06	2.05	2.05
비용/이익	50.6	50.1	49.2	49.0	48.4
BIS 자기자본비율	16.5	16.6	17.6	18.0	18.4
Tier 1 자본비율	14.2	14.6	15.9	16.3	16.7
Tier 2 자본비율	2.3	2.0	1.7	1.7	1.7
보통주 자본비율	11.2	11.7	12.1	12.3	12.4
단순자기자본비율	15.0	14.9	14.5	14.0	13.6

참고: * 은행기준
자료: iM금융지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,293	1,270	2,791	3,038	3,296
주당장부가	31,541	30,612	31,833	33,532	35,171
주당 배당금 – 보통주	550	500	640	700	860
배당성향 (%)	24.0	38.7	23.0	23.0	26.0
주주환원율 (%)	29.1	38.7	35.7	39.3	45.4

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	1,155	388	2,293	(5.5)	31,541	3.7	0.3	0.4	7.4	11.2	6.5
2024	1,048	215	1,270	(44.6)	30,612	6.4	0.3	0.2	4.1	11.7	6.1
2025E	1,075	472	2,791	119.7	31,833	5.0	0.4	0.5	8.9	12.1	4.5
2026E	1,075	514	3,038	8.8	33,532	4.6	0.4	0.5	9.3	12.3	5.0
2027E	1,121	558	3,296	8.5	35,171	4.3	0.4	0.5	9.6	12.4	6.1

자료: iM금융지주, 삼성증권 추정

JB금융지주

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금및현금등가물	1,903	1,622	1,403	1,491	1,584
유가증권	9,061	10,070	10,657	11,143	11,653
대출채권	49,219	52,050	55,602	58,598	61,766
이자부자산	**60,183**	**63,741**	**67,662**	**71,232**	**75,003**
고정자산	1,264	1,350	1,658	1,733	1,813
기타자산	1,957	1,631	3,070	2,836	2,589
자산총계	**63,404**	**66,722**	**72,390**	**75,801**	**79,404**
예수금	42,958	44,141	47,510	50,020	52,667
차입금	2,748	2,655	2,566	2,692	2,825
사채	10,617	12,213	13,508	14,457	15,478
이자부부채	**56,322**	**59,008**	**63,584**	**67,169**	**70,970**
기타부채	1,966	1,989	2,790	2,215	1,593
부채총계	**58,288**	**60,997**	**66,374**	**69,385**	**72,563**
자본금	985	985	985	985	985
신종자본증권	405	520	520	520	520
자본잉여금	704	703	709	709	709
이익잉여금	2,983	3,425	3,730	4,131	4,555
자본조정	(46)	(56)	(78)	(78)	(78)
기타포괄손익누계액	(29)	4	6	7	7
소수주주지분	113	144	143	143	143
자본총계	**5,116**	**5,725**	**6,016**	**6,417**	**6,841**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자수익	3,396	3,636	3,489	3,560	3,734
이자비용	(1,489)	(1,660)	(1,507)	(1,523)	(1,624)
순이자이익	**1,907**	**1,976**	**1,982**	**2,036**	**2,110**
대손충당금	(495)	(480)	(498)	(441)	(413)
충당금적립후순이자수익	1,412	1,496	1,484	1,595	1,697
순수수료이익	**79**	**79**	**45**	**53**	**54**
기타비이자이익합계	81	161	264	282	260
총이익	**1,572**	**1,736**	**1,793**	**1,929**	**2,010**
판매비와관리비	(772)	(830)	(861)	(905)	(928)
영업이익	**800**	**906**	**932**	**1,024**	**1,083**
기타영업외이익	(0)	2	15	15	16
법인세차감전순이익	**799**	**908**	**947**	**1,040**	**1,098**
법인세	196	215	236	286	302
당기순이익	**604**	**693**	**711**	**754**	**796**
소수주주지분	18	15	22	24	24
당기순이익(연결)	**586**	**677**	**689**	**730**	**772**
충당금적립전영업이익	1,295	1,386	1,431	1,466	1,495

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
고정이하여신/총여신	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
요주의이하여신/총여신	2.3	2.5	2.0	2.0	2.0
대손충당금/고정이하여신	159.2	152.2	101.2	103.3	104.8
대손충당금/요주의이하여신	48.5	40.9	29.6	30.2	30.6
대손충당금/총여신	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
순상각/고정이하여신	89.3	96.8	81.8	115.5	156.5
순상각/총여신	0.7	0.7	0.7	1.0	1.4
대손충당금 적립액/총여신	0.75	0.80	0.81	1.14	1.55

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
ROAE	13.4	14.0	13.2	13.1	12.9
대출금성장률 (원화기준)	4.5	5.8	6.8	5.4	5.4
예수금성장률 (원화기준)	2.6	2.8	7.6	5.3	5.3
자산성장률	6.0	5.2	8.5	4.7	4.8
대출금/예수금 (원화기준)	98.6	101.0	99.6	99.6	99.6
순이자마진*	2.81	2.68	2.60	2.56	2.52
예대금리차*	3.28	3.15	3.02	2.97	2.93
비용/이익	37.4	37.5	37.6	38.2	38.3
BIS 자기자본비율	14.1	14.3	15.6	15.6	15.5
Tier 1 자본비율	13.4	13.6	13.5	13.6	13.7
Tier 2 자본비율	0.7	0.7	2.1	2.0	1.8
보통주 자본비율	12.2	12.2	12.2	12.4	12.5
단순자기자본비율	8.1	8.6	8.3	8.5	8.6

참고: * 은행기준
자료: JB금융지주, 삼성증권 추정

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,975	3,483	3,643	3,970	4,316
주당장부가	23,341	26,019	28,316	31,301	34,536
주당 배당금 – 보통주	855	995	1,020	1,120	1,210
배당성향 (%)	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0
주주환원율 (%)	33.1	32.4	44.7	45.0	45.1

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	1,295	586	2,975	(2.5)	23,341	3.8	0.5	1.0	13.4	12.2	7.5
2024	1,386	677	3,483	17.1	26,019	4.7	0.6	1.0	14.0	12.2	6.1
2025E	1,431	689	3,643	4.6	28,316	6.3	0.8	1.0	13.2	12.2	4.4
2026E	1,466	730	3,970	9.0	31,301	5.8	0.7	1.0	13.1	12.4	4.8
2027E	1,495	772	4,316	8.7	34,536	5.4	0.7	1.0	12.9	12.5	5.2

자료: JB금융지주, 삼성증권 추정

카카오뱅크

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
현금 및 예치금	2,733.2	1,855.4	1,793.6	1,999.1	2,226.5
투자금융자산	11,729.3	15,277.8	24,396.5	27,192.9	30,285.4
대출채권	38,649.0	44,503.8	47,866.5	52,835.6	58,547.2
이자부자산	53,111.5	61,636.9	74,056.5	82,027.6	91,059.1
기타자산	1,376.6	1,168.4	1,772.5	1,918.6	2,076.7
자산 총계	**54,488.2**	**62,805.3**	**75,829.0**	**83,946.2**	**93,135.8**
예수부채	47,142.8	54,971.0	67,386.0	74,381.6	82,422.3
차입부채/사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자부부채	47,142.8	54,971.0	67,386.0	74,381.6	82,422.3
기타부채	1,227.6	1,294.1	1,637.3	2,257.0	2,838.5
부채 총계	**48,370.5**	**56,265.2**	**69,023.3**	**76,638.6**	**85,260.8**
자본금	2,384.4	2,384.8	2,385.0	2,385.0	2,385.0
자본잉여금	2,987.5	2,988.2	2,988.2	2,988.2	2,988.2
이익잉여금	754.6	1,123.2	1,417.5	1,919.4	2,486.8
자본조정	0.9	0.2	0.5	0.5	0.5
기타	(9.7)	43.7	14.6	14.6	14.6
자본 총계	**6,117.7**	**6,540.1**	**6,805.7**	**7,307.6**	**7,875.0**

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
순이자수익	1,116.0	1,269.4	1,292.2	1,426.0	1,568.1
대손충당금	(248.4)	(270.5)	(256.1)	(265.6)	(288.9)
충당금적립후순이자수익	867.6	998.9	1,036.1	1,160.4	1,279.3
순수수료수익	(2.0)	22.6	26.4	31.3	37.2
기타비이자이익합계	48.4	78.6	111.7	92.1	107.1
총이익	914.0	1,100.1	1,174.2	1,283.8	1,423.5
판매관리비	(435.5)	(493.2)	(547.9)	(594.5)	(645.0)
영업이익	**478.5**	**606.9**	**626.3**	**689.3**	**778.5**
기타영업외이익	(9.3)	(18.0)	(7.2)	(7.4)	(7.6)
법인세비용차감전순이익	469.2	588.9	619.2	682.0	771.0
법인세	114.3	148.8	153.4	180.0	203.5
당기순이익	**354.9**	**440.1**	**465.8**	**501.9**	**567.4**
충당금적립전영업이익	726.8	877.4	882.4	954.9	1,067.4

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	744	923	976	1,052	1,190
주당장부가	12,680	13,352	13,828	14,790	15,920
주당 배당금 – 보통주	150	360	440	530	590
배당성향 (%)	20.2	39.0	45.0	50.0	50.0
주주환원 성향 (%)	23.8	39.0	45.0	50.0	50.0

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
ROAE	6.0	7.0	7.0	7.1	7.5
대출금성장률 (원화기준)	37.8	15.1	7.6	10.4	10.8
예수금성장률 (원화기준)	42.6	16.6	22.6	10.4	10.8
자산성장률	37.9	15.3	20.7	10.7	10.9
대출금/예수금 (원화기준)	82.0	81.0	71.0	71.0	71.0
순이자마진	2.4	2.2	1.9	1.8	1.8
비용/이익	59.9	56.2	62.1	62.2	60.4
BIS 자기자본비율	30.3	27.2	23.6	23.1	22.7
Tier 1 자본비율	29.1	26.1	22.5	22.1	21.7
보통주 자본비율	29.1	26.1	22.5	22.1	21.7
단순자기자본비율	11.2	10.4	9.0	8.7	8.5

자료: 카카오뱅크, 삼성증권 추정

12월 31일 기준	충전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2023	726.8	354.9	744	34.9	12,680	38.3	2.2	0.8	6.0	29.1	0.5
2024	877.4	440.1	923	24.0	13,352	22.8	1.6	0.8	7.0	26.1	1.7
2025E	882.4	465.8	976	5.8	13,828	22.1	1.6	0.7	7.0	22.5	2.0
2026E	954.9	501.9	1,052	7.8	14,790	20.5	1.5	0.6	7.1	22.1	2.5
2027E	1,067.4	567.4	1,190	13.1	15,920	18.2	1.4	0.6	7.5	21.7	2.7

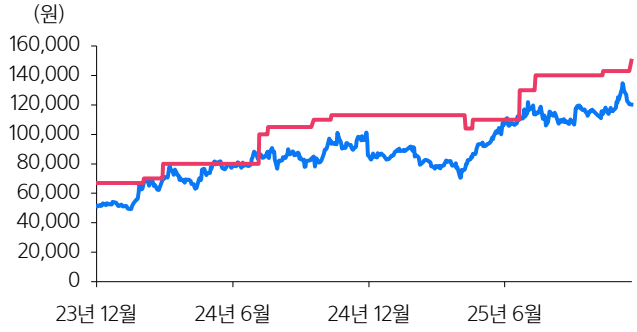
자료: 카카오뱅크, 삼성증권 추정

Compliance notice

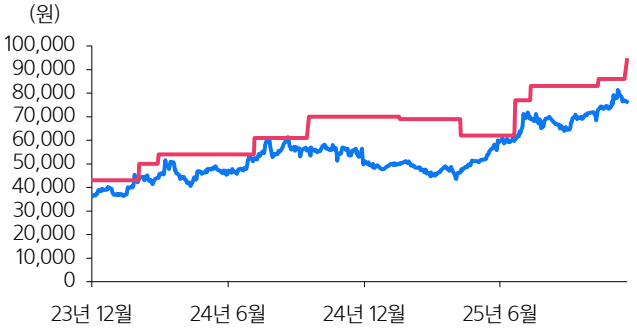
- 당사는 2025년 11월 24일 현재 BNK금융지주의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

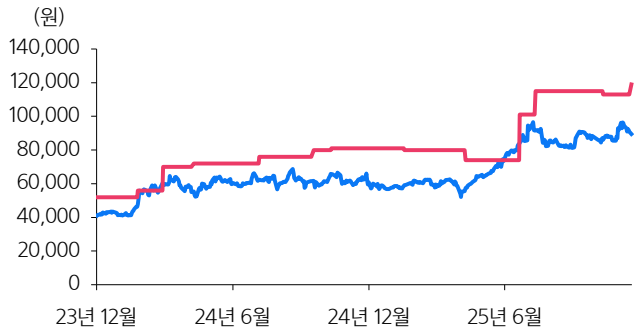
KB금융



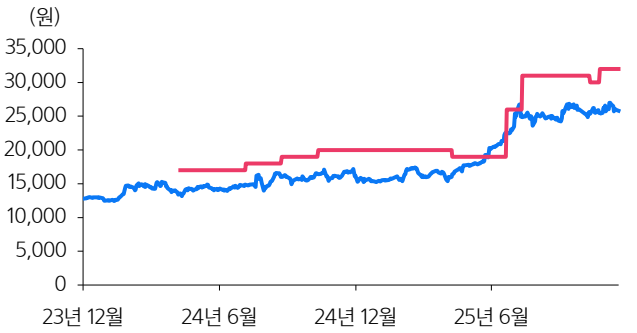
신한지주



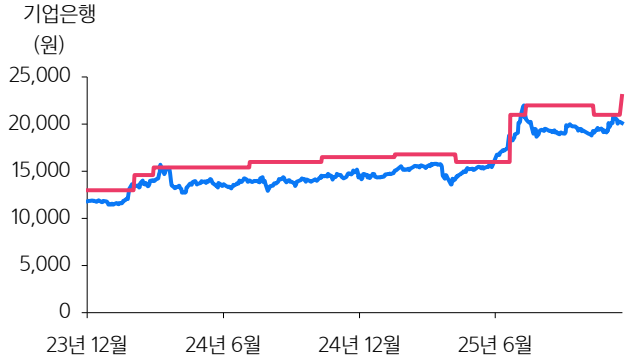
하나금융지주



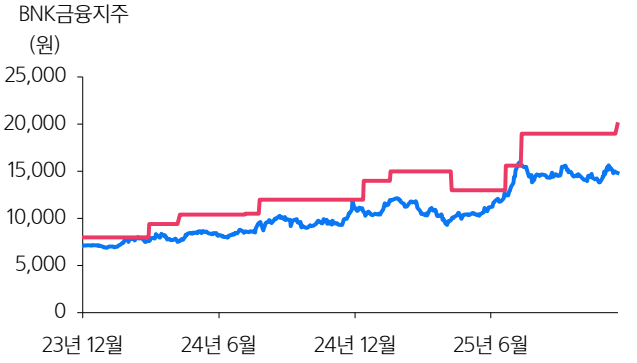
우리금융지주



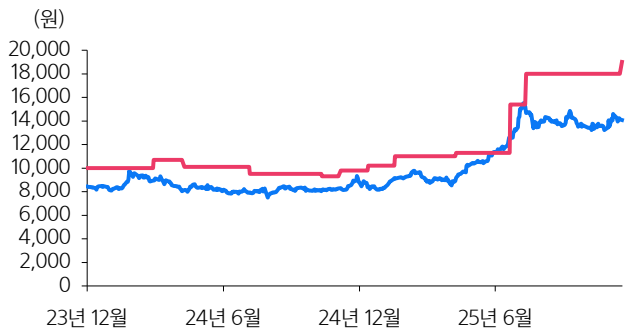
기업은행



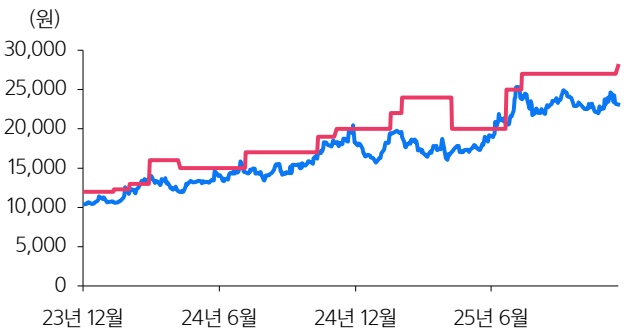
BNK금융지주



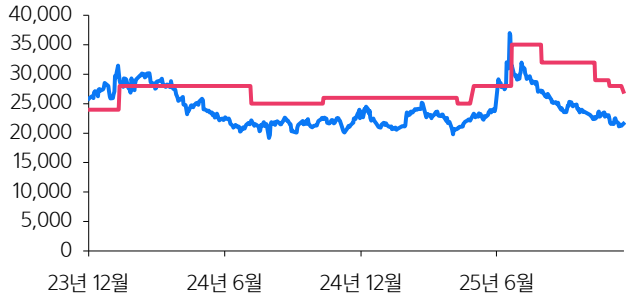
iM금융지주



JB금융지주



카카오뱅크



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

KB금융

일 자	2023/10/17	2024/2/8	3/5	7/12	7/24	9/23	10/17	2025/4/15	4/25	6/27	7/18	10/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	67000	70000	80000	100000	105000	110000	113000	104000	110000	130000	140000	143000
괴리율 (평균)	-20.14	-5.92	-5.45	-14.59	-19.39	-21.04	-23.75	-20.54	-8.40	-11.01	-19.36	-14.92
괴리율 (최대or최소)	-1.04	-0.43	10.25	-11.70	-13.52	-11.64	-10.44	-18.27	2.09	-6.15	-14.57	-5.80

일 자	11/25
투자의견	BUY
TP (원)	150000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

신한지주

일 자	2023/7/20	2024/2/8	3/5	7/12	9/23	2025/1/23	4/15	6/27	7/18	10/17	11/25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	43000	50000	54000	61000	70000	69000	62000	77000	83000	86000	94000
괴리율 (평균)	-14.89	-13.28	-13.16	-7.88	-24.09	-31.23	-11.85	-12.80	-17.74	-11.41	
괴리율 (최대or최소)	5.35	-9.90	-0.93	0.66	-17.00	-25.94	-1.61	-6.75	-12.41	-5.35	

하나금융지주

일 자	2023/10/17	2024/1/31	3/5	4/15	7/12	9/23	10/17	2025/1/23	4/15	6/27	7/18	10/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	52000	56000	70000	72000	76000	80000	81000	80000	74000	101000	115000	113000
괴리율 (평균)	-19.31	-0.29	-14.66	-16.33	-17.99	-23.57	-25.40	-24.86	-5.81	-10.23	-25.24	-20.20
괴리율 (최대or최소)	-10.77	7.50	-7.71	-8.06	-9.47	-17.75	-17.90	-21.75	12.84	-4.46	-19.57	-14.69

일 자	11/25
투자의견	BUY
TP (원)	119000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

우리금융지주

일 자	2024/4/15	7/12	8/29	10/17	2025/4/15	6/27	7/18	10/17	10/30
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	17000	18000	19000	20000	19000	26000	31000	30000	32000
괴리율 (평균)	-15.86	-14.71	-16.59	-19.10	-0.72	-6.09	-18.43	-13.88	
괴리율 (최대or최소)	-12.47	-7.78	-12.79	-12.90	18.68	2.88	-13.39	-12.67	

기업은행

일 자	2023/10/17	2024/2/8	3/5	7/12	10/17	2025/1/23	4/15	6/27	7/18	10/17	11/25
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	13000	14600	15400	16000	16500	16800	16000	21000	22000	21000	23000
괴리율 (평균)	-9.25	-6.50	-10.19	-13.03	-11.68	-9.61	-0.86	-5.01	-11.84	-5.60	
괴리율 (최대or최소)	4.85	-3.84	1.95	-9.25	-8.06	-5.95	17.44	4.76	-7.95	-1.19	

BNK금융지주

일 자	2023/10/17	2024/3/5	4/15	7/12	7/31	12/18	2025/1/23	4/15	6/27	7/18	11/25
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	8000	9400	10400	10500	12000	14000	15000	13000	15600	19000	20000
괴리율 (평균)	-9.77	-15.65	-19.85	-16.59	-18.16	-22.55	-27.38	-16.06	-8.05	-22.78	
괴리율 (최대or최소)	0.25	-11.06	-15.38	-9.43	-1.00	-14.57	-18.93	-2.23	2.24	-17.79	

iM금융지주

일 자	2023/10/17	2024/3/5	4/15	7/12	10/17	11/11	12/18	2025/1/23	4/15	6/27	7/18	11/25
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10000	10700	10100	9500	9300	9800	10200	11000	11300	15400	18000	19000
괴리율 (평균)	-14.77	-18.37	-19.25	-14.48	-11.94	-12.15	-16.48	-16.85	-4.73	-7.91	-22.67	
괴리율 (최대or최소)	-2.00	-13.08	-14.46	-11.05	-11.08	-4.80	-10.29	-11.18	11.33	0.71	-17.44	

JB금융지주												
일 자	2023/10/17	2024/1/17	2/7	3/5	4/15	7/12	10/17	11/11	2025/1/23	2/7	4/15	6/27
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	12000	12300	13000	16000	15000	17000	19000	20000	22000	24000	20000	25000
괴리율 (평균)	-11.31	-8.62	-1.56	-18.57	-8.89	-12.61	-6.18	-10.99	-11.17	-27.13	-7.02	-7.20
괴리율 (최대or최소)	-5.08	2.28	4.92	-12.44	5.73	-2.94	-2.74	2.25	-10.14	-22.04	9.50	1.40
일 자	7/18	11/25										
투자의견	HOLD	HOLD										
TP (원)	27000	28000										
괴리율 (평균)	-14.05											
괴리율 (최대or최소)	-7.78											

카카오뱅크											
일 자	2023/10/17	2024/1/17	7/12	10/17	2025/4/15	5/7	6/27	8/6	10/17	11/5	11/25
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	24000	28000	25000	26000	25000	28000	35000	32000	29000	28000	27000
괴리율 (평균)	3.86	-9.02	-14.31	-14.15	-13.63	-6.99	-16.34	-23.19	-20.16	-22.51	
괴리율 (최대or최소)	31.04	-27.68	-9.40	-3.27	-10.80	32.14	-8.57	-15.00	-18.45	-19.46	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

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