GLOBAL
EQUITY

2026. 2. 24

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

은행

유럽 은행: 26년 ROE 및 주주환원율 추가 개선 가이던스

- 유럽의 주요 5개 은행 (Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)들은 양호한 4Q25 실적을 발표.
- 핵심은 26년 가이던스. 이들 은행은 ROTE 추가 상승 및 목표 CET-1 비율 초과 자본의 주주환원 기조 지속을 시사. 참고로, 26년 주주환원율 컨센서스는 75.9%
- 한편, Banco Santander는 미국 지역은행 Webster를 인수. 특히, 122억달러 인수대금 중 35%를 ADR로 지급하는 구조는 국내 기업에도 시사점 내포.

WHAT'S THE STORY?

유럽 주요 은행 4Q 실적 컨센서스 상회 – 서프라이즈의 지속: 유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 4Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행의 합산 기준 4Q 매출액은 컨센서스와 유사하지만, 이익은 9.2%, EPS는 17.3% 상회. 이들 은행의 실적 개선 폭은 상당히 완만한 것으로 나타나지만, 핵심은 26년 가이던스.

4Q25 실적 주요 시사점 – NII 증가와 주주환원율 66.4%로 상승: 은행 실적 개선을 견인한 것은 NII의 증가. 대출 성장률은 4Q 중 더디게 나타났으나, NIM이 반등세를 시현한 점이 긍정적. 특히, 양호한 실적 개선 및 CET-1 비율 관리 하에 25년 주주환원율은 5개 은행 평균 66.4%로 24년 56.7%대비 견조한 상승세 시현

26년 가이던스 – 핵심은 ROE 개선 및 주주환원 강화 지속: 은행들은 26년 실적 가이던스를 발표. 이의 핵심은 1) 이자이익의 견조한 증가, 2) ROTE의 추가 상승세 지속, 3) 주주환원 강화 기조의 지속으로 요약 가능. 특히, BBVA, Unicredit 등의 은행들은 26년 ROTE 20%를 목표로 제시하였고, 5개 은행들의 26년 주주환원율 컨센서스는 평균 75.9%로 25년대비 속도감 있는 개선을 시사. 참고로 26년 실적 컨센서스는 매출 4.8% 증가, 이익 및 EPS는 각각 4.1% 및 8.0% 성장으로 나타남.

유례없는 주가 상승세 지속 – 이제 PBR 2배를 바라보기 시작: 지난해에도 유럽 은행주는 가파른 주가 상승세를 시현하였고, 이에 BBVA의 PBR은 1.9배까지 상승, 2배에 근접. 이와 같은 단기 급등 및 Valuation은 부담으로 비춰질 수 있으나, 일부 유럽 은행들은 고성장 지역에 대한 영업 확대를 통해 20% 이상의 ROTE가 가능하고, 주주환원율의 개선세가 이어진다는 관점에서 접근 필요.

특이 사항 점검 – Banco Santander의 미국 은행 M&A에서 드러난 ADR 활용 방안: Banco Santander는 미국 지역은행 Webster 인수를 발표. Deal 규모는 122억 달러인 가운데, 특징은 ADR 활용. 즉, 동사는 총 인수대금 중 65%는 현금으로 지급하되, 35%는 동사의 미국 ADR을 지급. 국내 기업들의 입장에서 볼 때, 이는 일부 시사하는 바가 있다고 생각. 즉, 국내 은행들의 역량 강화를 위해 미국 소재 기업의 M&A도 고려할 경우, ADR의 활용도 하나의 고려 대상이 될 수 있다는 점에 초점 필요.

(다음 페이지에 계속)

I. 유럽 주요 은행 4Q25 실적 Review
- 당장의 실적보다는 앞의로의 개선 여력에 의미

유럽 주요 은행 4Q 실적 컨센서스 상회 – 매출보다는 이익에 초점

유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 4Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행(Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)의 합산 기준 4Q 매출액은 컨센서스와 유사 (0.9% 하회)하였지만, 이익은 9.2%, 그리고 EPS는 17.3% 큰 폭으로 상회. 매출 성장률은 5.9% y-y 감소하며 다소 저조하였으나, 당기순이익은 13.2% y-y 가파른 성장세를 시현.

은행별 매출액 vs 컨센서스

(백만 유로)	매출액	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	14,978	15,663	(4.4)
Unicredit	5,717	5,927	(3.5)
BBVA	9,795	9,511	3.0
ING	5,798	5,684	2.0
Barclays	8,087	7,975	1.4
합계	44,375	44,759	(0.9)

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 순이익 vs 컨센서스

(백만 유로)	순이익	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	3,764	3,477	8.2
Unicredit	2,244	1,766	27.0
BBVA	2,533	2,537	(0.2)
ING	1,411	1,335	5.7
Barclays	1,660	1,514	9.7
합계	11,612	10,630	9.2

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 EPS vs 컨센서스

(유로)	EPS	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	0.26	0.22	16.5
Unicredit	1.44	1.14	26.5
BBVA	0.42	0.43	(2.3)
ING	0.48	0.42	14.3
Barclays	0.10	0.09	9.2
합계	2.70	2.30	17.3

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 매출액

(백만 유로)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	14,401	15,818	14,847	14,941	18,054	15,960	14,652	14,216	14,978	5.4	(17.0)
Unicredit	5,991	6,516	6,365	6,161	6,031	6,571	6,150	6,186	5,717	(7.6)	(5.2)
BBVA	7,438	8,219	9,226	8,717	9,320	9,324	8,710	9,103	9,795	7.6	5.1
ING	5,408	5,583	5,716	5,908	5,406	5,637	5,703	5,898	5,798	(1.7)	7.3
Barclays	6,459	8,122	7,413	7,749	8,366	9,228	8,463	8,270	8,087	(2.2)	(3.3)
합계	39,697	44,258	43,567	43,476	47,177	46,720	43,678	43,673	44,375	1.6	(5.9)

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 당기순이익

(백만 유로)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	2,933	2,852	3,207	3,250	3,265	3,402	3,431	3,504	3,764	7.4	15.3
Unicredit	2,810	2,558	2,679	2,513	1,969	2,771	3,344	2,664	2,244	(15.8)	14.0
BBVA	2,058	2,200	2,794	2,627	2,433	2,698	2,749	2,531	2,533	0.1	4.1
ING	1,558	1,578	1,780	1,880	1,154	1,455	1,675	1,787	1,411	(21.0)	22.3
Barclays	125	2,113	1,744	2,150	1,433	2,509	2,250	1,976	1,660	(16.0)	15.9
합계	9,484	11,301	12,204	12,420	10,254	12,835	13,449	12,462	11,612	(6.8)	13.2

자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 1. NII (순이자이익) 전분기대비 개선 긍정적

은행들의 4Q NII는 전분기대비 3.7%의 견조한 개선세 시현. 대출 성장은 연말 계절적 효과로 인해 전분기대비 0.2% 증가에 그친 것으로 나타나지만, NIM이 개선되며 이자이익 성장을 견인.

특히, NIM의 개선이 긍정적. 24년 6월부터 시작된 ECB의 기준금리 인하에 따른 NIM 하락 압력이 부담으로 이어져 왔으나, 은행들은 지난 3Q 실적 컨퍼런스 콜에서 NIM의 반등을 시사한 바 있음. 그리고, 4Q 실적은 이들 은행의 가이던스가 실제로 구현되고 있음을 증명되었다는 점에서 긍정적으로 평가 가능.

즉, 은행들의 NIM은 개선 사이클로 접어들 여지가 크다고 생각. 추가적인 ECB의 기준금리 인하가 없다는 가정 하에서 1) 초저금리 자산들의 Re-pricing 및 2) 신규 편입 자산의 마진 개선 효과, 그리고 3) 장단기 금리차 확대가 NIM에 긍정적으로 기여할 전망이기 때문.

은행별 순이자이익

(백만 유로)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	11,219	12,076	10,470	11,316	12,116	11,466	10,973	10,436	10,945	4.9	(9.7)
Unicredit	3,703	3,686	3,683	3,715	3,745	3,602	3,778	3,616	3,717	2.8	(0.7)
BBVA	5,246	6,512	6,481	5,868	6,406	6,398	6,208	6,640	7,034	5.9	9.8
ING	3,875	3,826	3,842	3,791	3,680	3,643	3,571	3,705	3,818	3.0	3.8
Barclays	3,622	3,589	3,582	3,915	4,205	4,210	4,127	4,322	4,267	(1.3)	1.5
합계	27,665	29,689	28,058	28,605	30,152	29,319	28,657	28,719	29,781	3.7	(1.2)

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 NIM 추이

(%)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (bps)	YoY (bps)
Banco Santander	2.85	3.09	2.62	2.83	3.01	2.74	2.65	2.53	2.43	(9)	(57)
Unicredit	2.05	2.03	1.99	1.98	2.00	1.94	1.92	1.75	1.85	10	(15)
BBVA	2.86	3.46	3.40	3.22	3.45	3.30	3.15	3.27	3.60	33	16
ING	1.66	1.61	1.58	1.54	1.48	1.44	1.38	1.41	1.46	4	(3)
Barclays	1.49	1.39	1.35	1.47	1.60	1.59	1.54	1.62	1.62	0	2

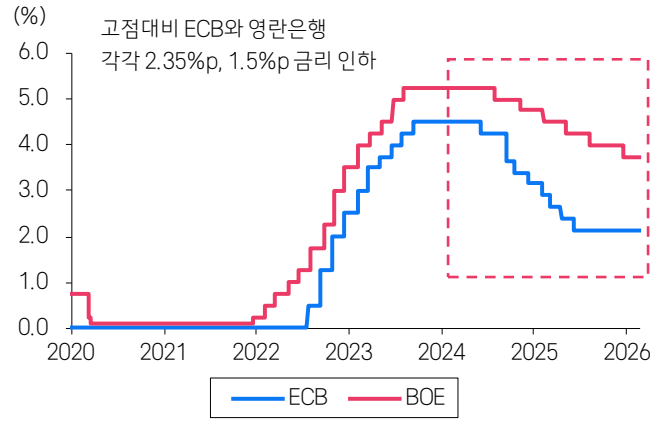
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 대출 평잔 추이

(십억 유로)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	1,135.6	921.5	911.7	933.5	937.3	1,005.0	922.8	949.6	948.9	(0.1)	1.2
Unicredit	429.5	434.8	434.0	430.9	418.4	424.3	433.2	435.9	433.5	(0.5)	3.6
BBVA	328.7	385.1	311.7	354.8	306.1	340.6	307.3	363.1	389.8	7.4	27.4
ING	607.1	674.3	678.1	701.3	651.0	721.1	720.7	716.2	693.7	(3.1)	6.6
Barclays	399.5	397.9	399.5	399.2	414.5	419.4	417.8	426.5	430.0	0.8	3.7
합계	2,900.3	2,813.6	2,735.0	2,819.7	2,727.2	2,910.4	2,801.7	2,891.3	2,896.0	0.2	6.2

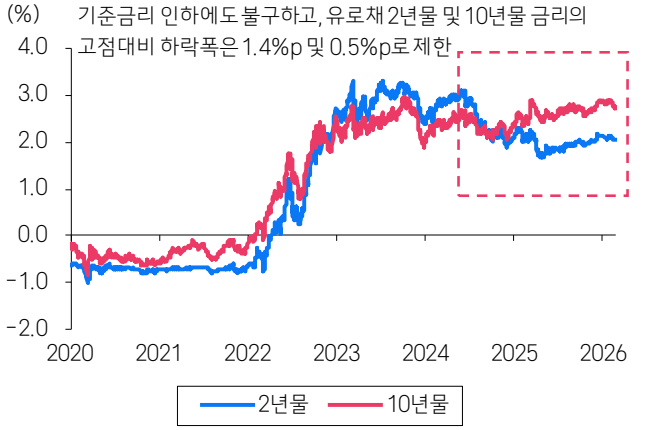
참고: 분기 평균 잔액 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

ECB vs 영란 은행 기준금리 추이



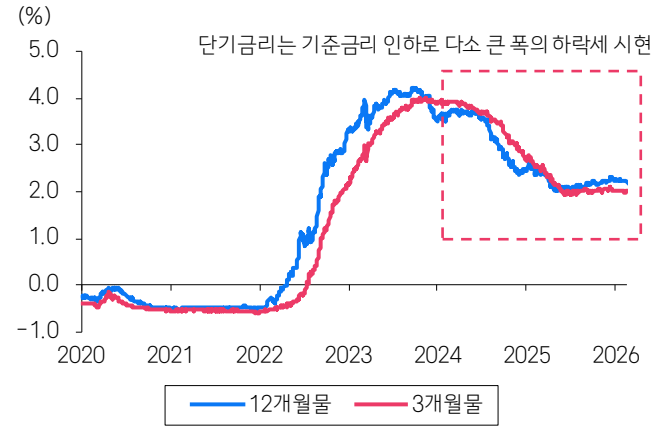
자료: Bloomberg, 삼성증권

2년 vs 10년 만기 유로채 수익률 추이



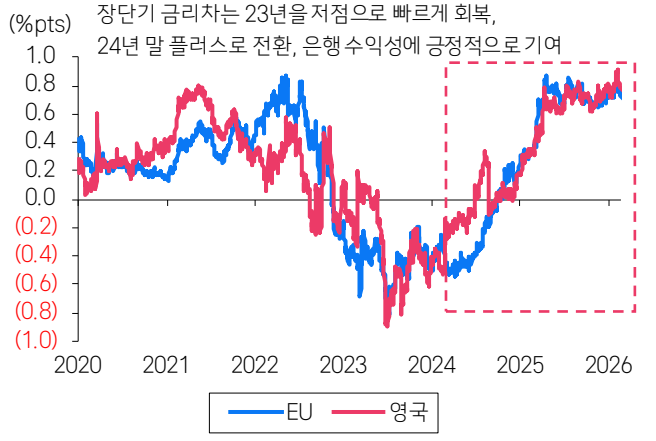
자료: Bloomberg, 삼성증권

Euribor 12개월 vs 3개월물 금리



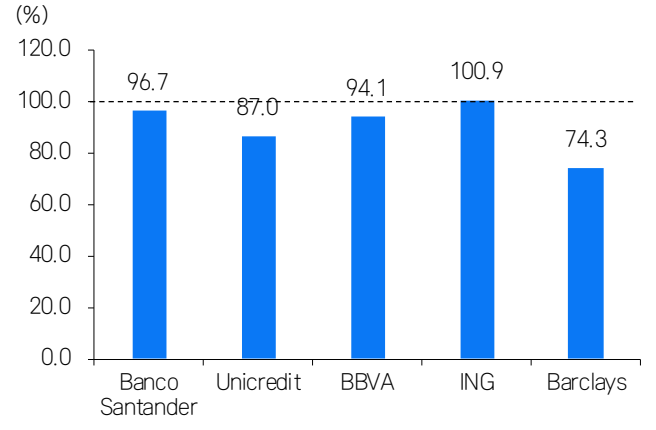
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 장단기 금리차



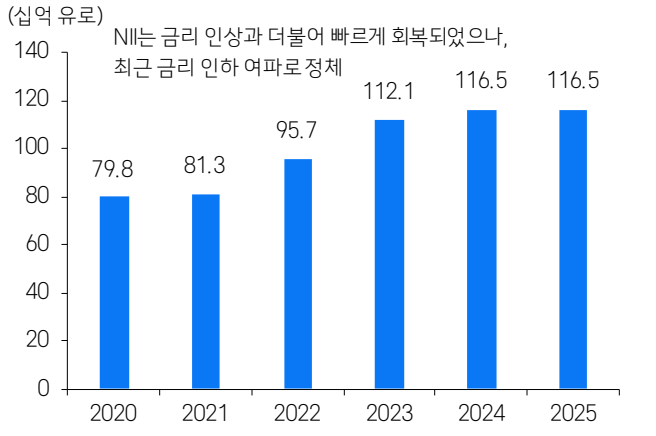
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 예대율 (2025)



자료: 각 사, 삼성증권

유럽 주요 은행 순이자이익 추이



참고: 5개 은행 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 2. 충당금 사이클 여전히 정점을 지나는 중 – 점진적 개선 기대

Credit cost는 4Q에도 추가적인 증가세를 시현. 은행들의 4Q 충당금 부담은 12.0% q-q, 2.5% y-y 증가하였고, Credit cost도 Barclays 제외 기준 전반적으로 상승세 시현.

하지만, Credit cost가 정점을 지나고 있다는 점에 초점 필요. 일례로, Credit cost는 4Q24을 기점으로 소폭 하락세로 전환, 대부분 은행들의 4Q25 CCR이 전년동기대비 개선세를 보이고 있고, 4Q 중 추가 CCR 상승 폭도 제한적으로 생각. 즉, 향후 경기 회복에 따라 Credit cost 사이클이 보다 개선되기 시작할 경우, 은행들은 매출 증가 이외에도 비용 절감에 따른 실적 개선 효과를 기대 가능.

다만, CCR 개선은 점진적 개선의 가능성이 높다고 생각. 당사 Economist는 올해 유로존 경제 성장률로 25년 1.3%대비 소폭 증가한 1.5%를 전망 (vs 24년 0.9%), 유로존의 경기는 완만한 개선세를 보일 것으로 예상하는 가운데, 유럽 내 지정학적 리스크는 여전히 불확실성이 남아 있는 만큼, 은행들의 건전성 분류 기조도 급격히 개선되기는 어려울 것으로 생각.

은행별 대손 충당금 추이

(백만 유로)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	3,479	3,134	3,141	2,947	3,120	3,156	3,447	2,848	3,174	11.4	1.7
Unicredit	311	103	15	165	357	83	109	113	356	215.0	(0.3)
BBVA	1,225	1,361	1,479	1,440	1,466	1,385	1,377	1,567	1,745	11.4	19.0
ING	86	258	300	336	299	313	299	326	365	12.0	22.1
Barclays	637	599	450	443	854	770	552	729	611	(16.2)	(28.4)
합계	5,738	5,455	5,385	5,331	6,096	5,707	5,784	5,583	6,251	12.0	2.5

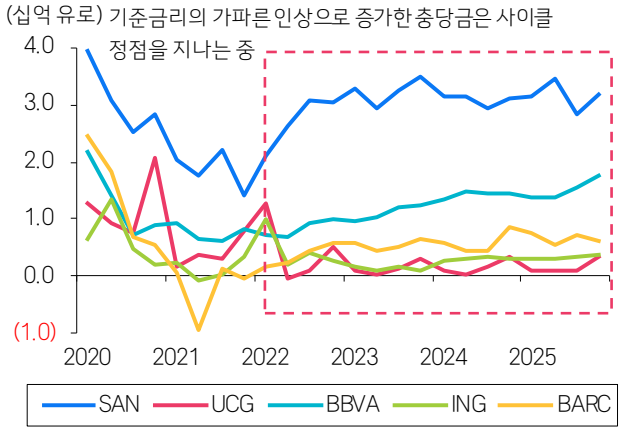
자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 CCR 추이

(%)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ (bps)	YoY (bps)
Banco Santander	1.18	1.20	1.21	1.18	1.15	1.14	1.14	1.13	1.15	2.0	0.0
Unicredit	0.28	0.10	0.01	0.15	0.34	0.08	0.10	0.10	0.33	23.0	(1.0)
BBVA	1.15	1.39	1.42	1.42	1.43	1.30	1.32	1.35	1.39	4.0	(4.0)
ING	0.05	0.16	0.18	0.20	0.18	0.18	0.17	0.19	0.20	1.0	2.0
Barclays	0.64	0.60	0.45	0.44	0.82	0.73	0.53	0.68	0.57	(11.5)	(25.6)

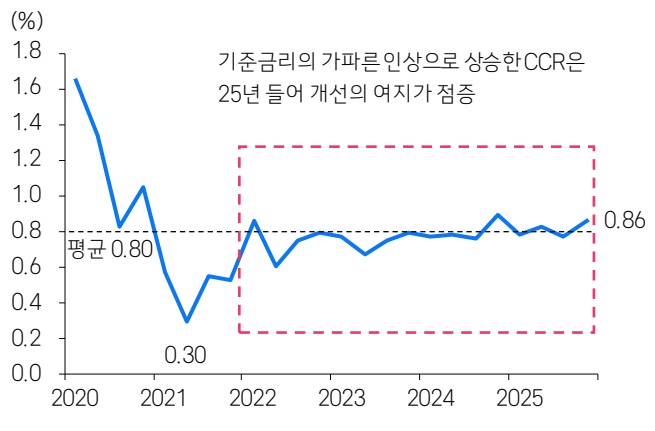
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 충당금 전입액 추이



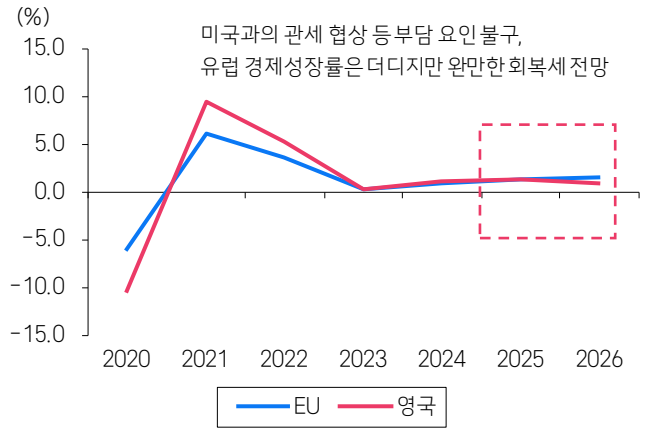
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 합산 기준 CCR 추이



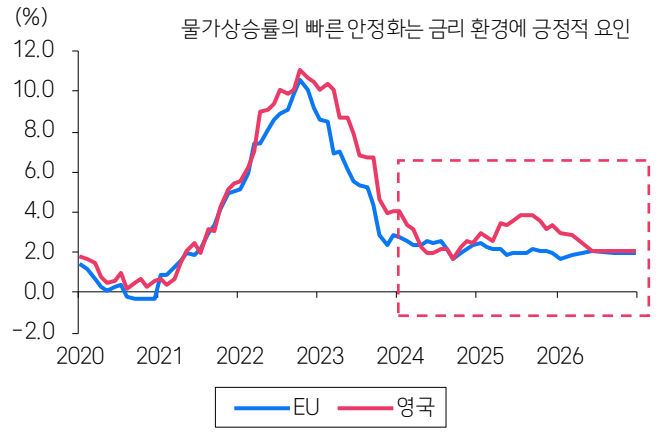
자료: Bloomberg, 삼성증권

유로존, 영국 GDP 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

유로존, 영국 인플레이션 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 3. 자본비율 하락 – 주주 환원 강화 기조는 더욱 강화

5개 은행들의 CET-1 비율은 4Q 중 10bp 하락. 견조한 실적에도 불구하고, 은행들이 자사주 매입 확대 등 적극적 주주환원 강화를 이어간 것에 기인하는 것으로 생각. 실제로, 2025년 은행들의 주주환원율은 66.4%를 기록하며 24년 56.7%대비 가파른 개선세를 시현.

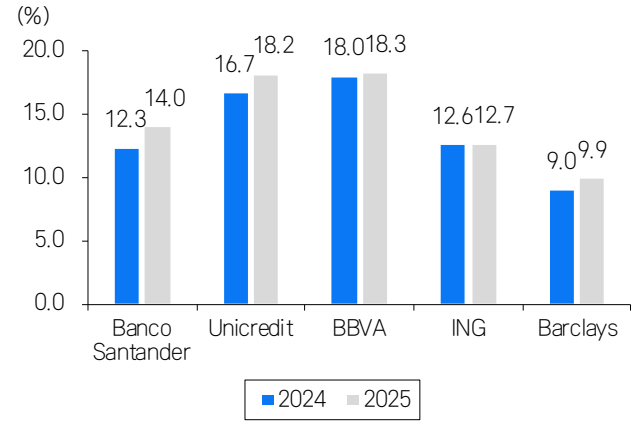
은행들의 주주 환원 강화는 지속될 전망. 1) 은행들의 자본비율이 목표 CET-1 비율을 상회하거나 상단에 위치함에 따라 여전히 충분한 주주환원 강화 여력을 보유하고 있고, 2) 은행들의 ROE가 26년에도 추가 상승이 기대되는 만큼, 추가적인 주주환원 재원이 축적될 전망이며, 3) 일부 은행들은 대형 M&A가 실패로 돌아가며 기존 잉여 자본을 주주에게 환원할 것을 이미 공표, 현재 이를 이행 중에 있기 때문. 실제로 은행들은 26년 가이던스와 관련, 주주환원 강화 기조의 지속을 시사한 바 있음.

5개 은행 주주 환원 Breakdown (2025)

(백만 유로)	총 주주환원	배당	자사주매입	당기순이익	주주환원율	26년 주주환원율 컨센서스 (%)
Banco Santander	7,000	3,500	3,500	14,101	49.6	63.7
Unicredit	9,500	4,733	4,767	11,022	86.2	84.3
BBVA	5,393	4,254	1,139	10,511	51.3	86.9
ING	7,300	3,700	3,600	6,327	115.4	82.9
Barclays	3,434	1,193	2,241	7,172	47.9	65.3
합계	32,627	17,380	15,247	49,133	66.4	75.9

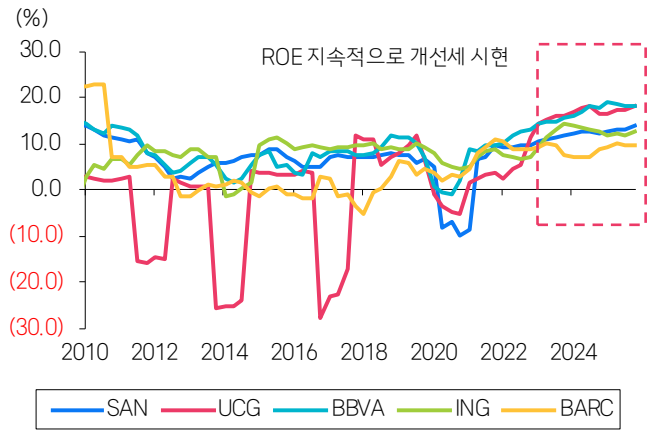
자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE



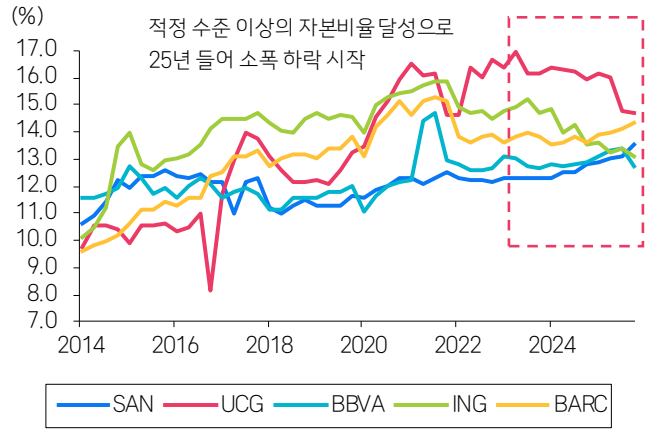
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE 추이



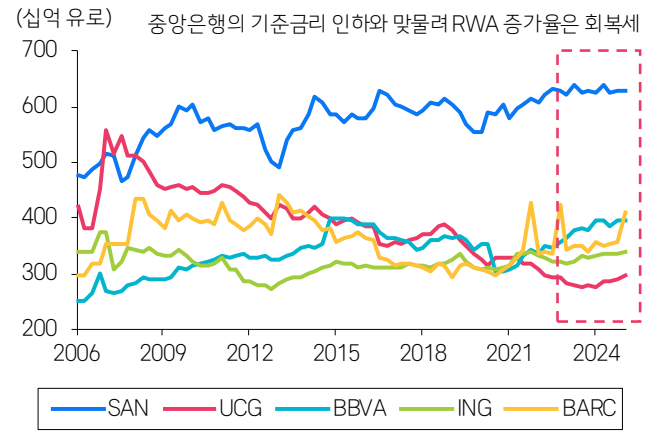
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 CET-1 비율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 RWA 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

II. 26년 가이던스 – 핵심은 ROE 개선 및 주주환원 강화 기조 지속

은행들은 '26년 실적 가이던스를 발표. 핵심은 1) 이자이익의 견조한 증가와 2) ROTE (or ROE)의 개선, 3) 주주환원 강화 기조의 지속.

1. 이자이익 (NII) 가이던스 – mid-single digit 개선 시사

은행들은 26년 이자이익이 mid-single digit 증가하는 가이던스를 제시. 25년 중 이자이익이 전년대비 비슷한 수준으로 유지된 가운데, 26년 NIM의 안정화 혹은 개선, 대출 성장 회복 등이 긍정적으로 기여할 수 있음을 시사.

은행별 순이자이익 추이 및 가이던스

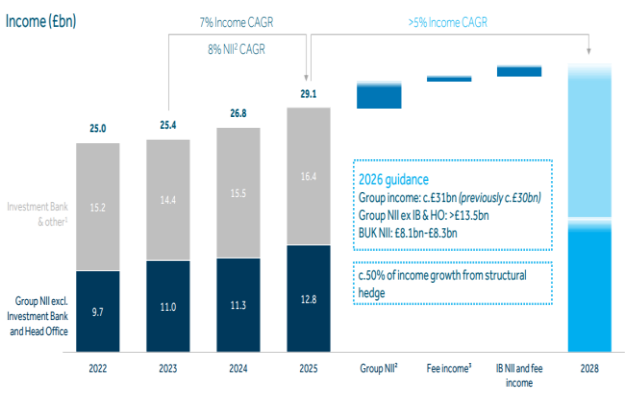
(십억 유로)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	YoY (%)	2026년 가이던스
Santander	11.5	11.0	10.4	10.9	46.0	43.8	(4.7)	Mid-single digit
Unicredit	3.6	3.8	3.6	3.7	14.8	14.7	(0.8)	3년간 5% CAGR
BBVA	6.4	6.2	6.6	7.0	25.3	26.3	4.0	Low-to-mid-single digit
ING	3.6	3.6	3.7	3.8	15.1	14.7	(2.7)	16.3~16.5 (약 11.5% y-y)
Barclays	4.2	4.1	4.3	4.3	15.3	16.9	10.7	그룹 NII (IB 및 HO 제외) 135억 파운드 상회
합계	29.3	28.7	28.7	29.8	116.5	116.5	(0.0)	

자료: 각 사, 삼성증권

ING Group: 2026년 순이자이익 가이던스

자료: ING Group

Barclays: 2026년 순이자이익 가이던스



자료: Barclays

2. ROTE 가이던스 상향 – 일부 은행들의 목표는 20%를 상회

은행들은 26년 ROTE의 추가 상승을 가이던스로 제시. 은행들의 ROTE는 25년에도 전년대비 개선세를 시현한 가운데, 추가 상승을 언급. 이는 이자이익은 물론 수수료 이익의 증가, Cost-to-income ratio의 하향안정화 등의 영향과 더불어 적극적인 주주환원 강화로 대변되는 Capital management로 자본 증가 속도 또한 관리되고 있기 때문으로 생각.

특히, 유럽 은행들 중 중남미를 cover하는 BBVA는 26년 ROTE로 20%를 상회할 것을 시사하였고, 이탈리아의 Unicredit 또한 26년 20% 이상의 ROTE를 목표로 제시.

더 나아가, 이들 은행들은 28년 전망치도 제시하였는데, 주된 특징은 26년이 종착점이 아닌, 지나는 과정이라는 점. 즉, 은행들의 ROTE 목표 20% 이상 (일부 은행 기준)은 물론 높은 수준이지만, 이들 은행들은 28년 ROTE가 이보다도 높은 수준으로 상승할 것을 가이던스로 제시. 일례로, Banco Santander는 28년 20% 이상을 가이던스로 제시하였는데, 25년 16.3%를 감안하면, 상당한 수준의 레벨업을 시사.

ROTE의 개선 폭은 가늠하기 쉽지 않지만, 상승 방향은 충분히 동의 가능하다고 생각. 1) ECB의 기준금리 인하 종료 후 4Q25 들어 은행들의 NIM이 마침내 개선세로 접어들기 시작하였고, 2) Credit cost의 개선세로의 전환 가능성이 남아 있으며, 3) 여전히 경기 회복이 더디지만, 향후 지정학적 리스크 완화와 경기 회복 등에 따라 추가적인 대출 성장 여력 또한 충분하다고 생각하기 때문.

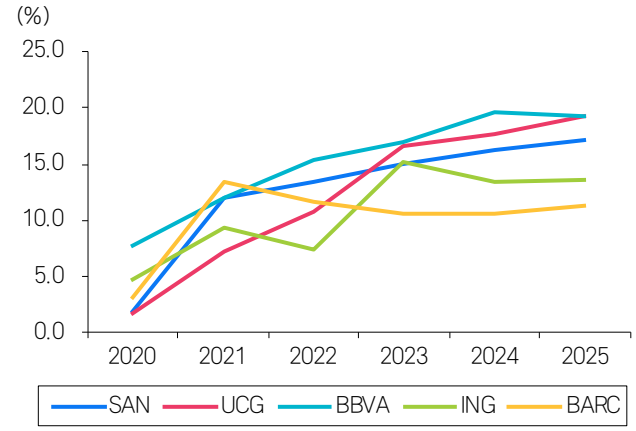
특히, 중남미를 대상으로 영업을 영위하는 스페인계 은행들의 자산성장률의 차별화 가능성에 주목 필요. 이들 은행은 1) 구조적으로 높은 수준을 이어갈 수 있을 전망인 가운데, 2) 25년 중 불거졌던 정치적 리스크 및 이에 따른 환율 급등과 같은 매크로 리스크의 완화에 따라 플러스 알파를 기대할 수 있으며, 3) Banco Santander는 미국 지역은행 인수에 따른 효과도 기대 가능하다는 점에도 초점 필요.

은행별 ROTE 가이던스

(%)	2025년	가이던스
Banco Santander	16.3	~2028년 20% 상회
Unicredit	19.2	~2026년 20% 상회 / ~2028년 23% 상회
BBVA	19.3	~2026년 20% / ~2028년 22%
ING	13.6	~2026년 14% 상회 / ~2027년 15% 상회
Barclays	11.3	~2026년 12% 상회 / ~2028년 14% 상회

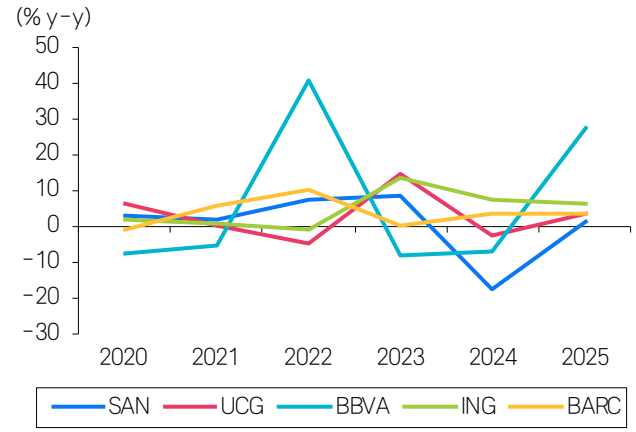
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 ROTE 비율 추이



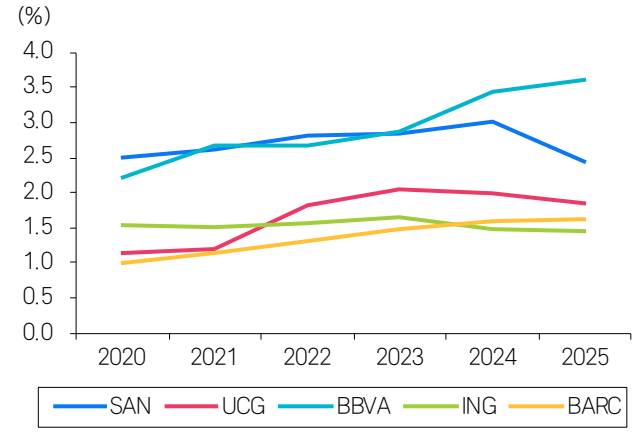
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 대출 성장률 추이



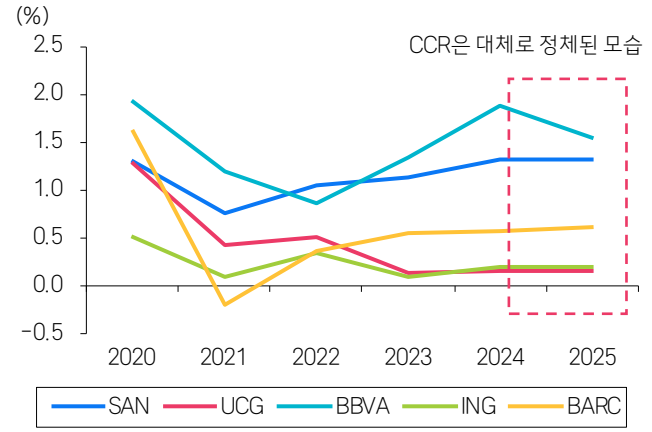
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 NIM 추이



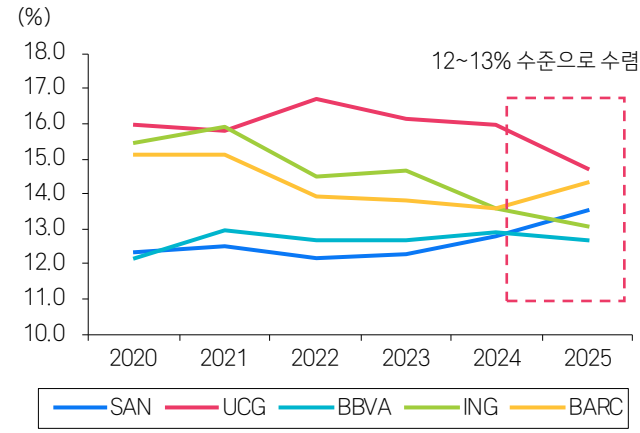
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 CCR 추이



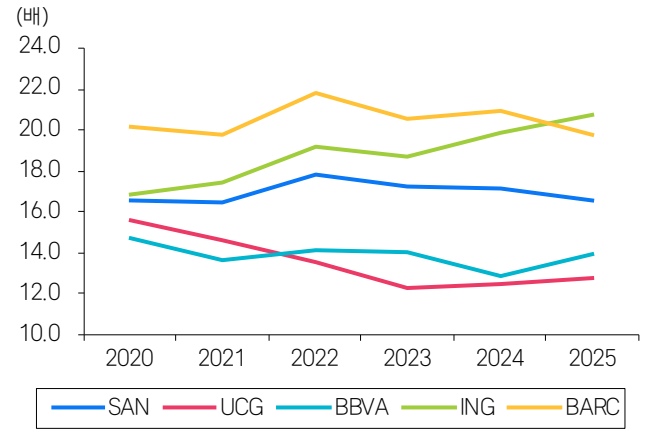
자료: 각 사, 삼성증권

은행별 CET-1 비율 추이



자료: 각 사, 삼성증권

은행별 자산 – 자본 비율 추이



자료: 각 사, 삼성증권

3. 주주환원 강화 기조 지속 – 목표 CET-1 비율 초과 자본은 환원에 적극 활용

은행들은 26년에도 주주환원 강화 기조의 지속을 가이던스로 제시. 유럽 은행들은 CET-1 비율 목표를 설정하고, 이를 초과하는 부분에 대해서는 적극적으로 주주환원에 활용한다는 기조를 이어오고 있음. 일례로, BBVA는 지난 11월 Banco Sabadell 인수 실패 이후 그간 유보해둔 M&A 자금을 즉각적으로 주주에게 환원할 것임을 발표하였고, 이후 해당 계획의 ECB 승인을 득하여 추가 자사주 매입까지도 발표.

참고로, 컨센서스 기준 26년 은행들의 주주환원율은 75.9%로 나타남. 25년 평균 주주환원율 66.4%를 감안하면, 다수의 투자자들은 은행들의 주주환원율 개선속도가 26년에도 25년과 유사한 수준을 이어갈 수 있을 것으로 기대하고 있음을 시사.

더 나아가, 이들 은행들은 주가 상승에도 불구하고 적극적인 주주환원 강화 및 DPS 증가 정책을 통해 일부 은행들은 배당수익률 또한 경쟁력을 갖추고 있는 것으로 생각. 실제로 이들 은행들의 25년 배당수익률은 4.1%, 26년 4.7%로, 자사주 매입이 병행되고 있다는 점과 유로존의 금리 수준을 감안하면 충분히 매력적 (25년 배당수익률은 25년 말 종가 기준으로 산출).

유럽 은행 CET-1 비율 현황 및 주주환원 관리 목표

	4Q25 CET-1 비율 (%)	CET-1 비율 관리 수준 (%)	Ordinary 주주환원 관리 목표
Banco Santander	13.5	12.0~13.0	기본 주주환원율 50% 목표 (주주환원 내 현금배당 및 자사주 매입 비중 각각 50%) 2026년까지 100억 유로 이상 주주환원
Unicredit	14.7	12.5~13.0	2026년 이후 주주환원율 80% 목표(자사주매입 성향 30% + 배당성향 50%)
BBVA	12.7	11.5~12.0	기본 주주환원율 40~50% 목표 M&A 무산 이후 신규 대규모 자사주매입 실행 준비 중
ING	13.1	13.0	기본 주주환원율 50% 목표
Barclays	14.3	13.0~14.0	향후 3년간 150억 파운드 이상 주주환원

자료: 각 사, 삼성증권

은행별 주주환원율 추이 및 컨센서스

	2022	2023	2024	2025	2026E
Banco Santander	36.2	45.4	45.2	49.6	63.7
Unicredit	76.5	81.9	98.5	86.2	84.3
BBVA	82.7	50.1	40.2	51.3	86.9
ING	154.3	106.5	51.2	115.4	82.9
Barclays	44.8	47.0	47.1	47.9	65.3
합계	68.7	65.8	56.7	66.4	75.9

자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

은행별 DPS 추이

(유로)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
Santander	0.03	0.08	0.10	0.14	0.17	0.23	0.26
Unicredit	0.12	0.54	0.99	1.78	2.40	3.15	3.76
BBVA	0.00	0.25	0.35	0.45	0.57	0.75	1.00
ING	0.12	0.89	0.56	1.11	1.06	1.09	1.20
Barclays	0.01	0.03	0.09	0.09	0.10	0.10	0.15
합계	0.28	1.80	2.08	3.57	4.30	5.31	6.38

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 배당수익률 추이

(%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
Santander	1.1	2.8	3.4	3.8	3.8	2.2	2.4
Unicredit	1.6	4.0	7.4	7.2	6.2	4.4	5.1
BBVA	0.0	4.8	6.2	5.4	6.0	3.7	5.0
ING	1.6	7.3	4.9	8.2	7.0	4.5	4.8
Barclays	0.7	1.6	4.8	5.2	3.1	1.8	2.8
합계	1.2	5.0	5.9	6.9	6.1	4.1	4.7

참고: 2026E는 2/22 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

26년 실적 개선 컨센서스 – 견조한 실적 개선세 지속 시사

26년 은행 실적 컨센서스는 견조한 성장을 시사. 1) 매출 성장률은 4.8%로 전년 0%대비 가시적인 반등을 보일 전망이고, 2) 당기순이익 증가율은 4.1%로 견조 (전년대비 증가율 하락 원인은 일부 은행의 M&A 등의 영향에 기인)할 전망이며, 3) EPS 증가율 또한 8.0%로 이익성장률의 2배 수준을 보일 것으로 예상.

즉, 컨센서스는 올해 은행들의 매출 및 이익 증가 속도가 견조하게 이어지는 가운데, 적극적인 자사주 매입을 통한 유통주식수 감소 효과로 EPS 증가율은 high single digit의 양호한 수준을 기록할 전망임을 시사.

5대 은행 매출 추이 및 컨센서스

(백만 유로)	2022	2023	2024	2025	YoY (%)	2026E	YoY (%)
Banco Santander	52,820.0	58,141.0	63,660.0	59,806.0	(6.1)	61,850.6	3.4
Unicredit	20,647.0	24,246.0	25,073.0	24,624.0	(1.8)	25,879.9	5.1
BBVA	24,744.0	29,541.0	35,482.0	36,932.0	4.1	40,035.8	8.4
ING	18,561.0	22,575.0	22,613.0	23,036.0	1.9	23,971.2	4.1
Barclays	29,299.7	29,167.7	31,650.2	34,049.1	7.6	35,221.7	3.4
합계	146,071.7	163,670.7	178,478.2	178,447.1	(0.0)	186,959.2	4.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

5대 은행 순이익 추이 및 컨센서스

(백만 유로)	2022	2023	2024	2025	YoY (%)	2026E	YoY (%)
Banco Santander	9,605.0	11,076.0	12,574.0	14,101.0	12.1	15,141.7	7.4
Unicredit	6,458.0	9,506.0	9,719.0	11,023.0	13.4	11,040.1	0.2
BBVA	6,359.0	8,019.0	10,054.0	10,511.0	4.5	11,344.5	7.9
ING	3,675.0	7,286.0	6,392.0	6,328.0	(1.0)	6,470.5	2.3
Barclays	6,959.2	6,034.6	7,441.1	8,395.4	12.8	8,421.2	0.3
합계	33,056.2	41,921.6	46,180.1	50,358.4	9.0	52,418.0	4.1

자료: Bloomberg, 삼성증권

5대 은행 EPS 추이 및 컨센서스

(유로)	2022	2023	2024	2025	YoY (%)	2026E	YoY (%)
Banco Santander	0.54	0.66	0.77	0.91	17.2	1.0	9.2
Unicredit	3.09	4.42	5.88	7.09	20.7	7.5	5.2
BBVA	1.00	1.29	1.67	1.75	4.9	2.0	13.7
ING	0.99	2.04	1.98	2.11	6.9	2.3	9.3
Barclays	0.36	0.32	0.42	0.51	20.4	0.6	19.3
합계	5.98	8.73	10.72	12.38	15.4	13.4	8.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

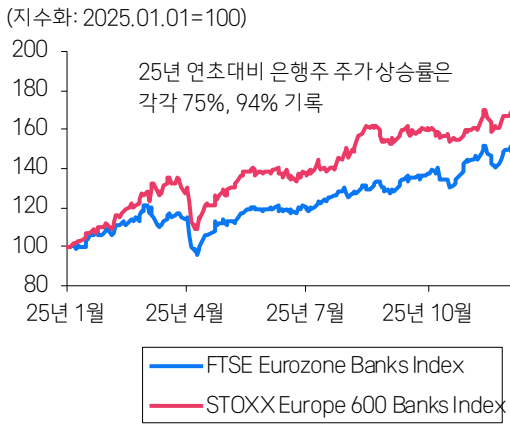
유례없는 주가 상승세 지속 – 은행주, 이제 PBR 2배를 바라보다

지난 해에도 유럽 은행주는 가파른 주가 상승세를 시현. 금번 리포트에서 언급한 은행들의 주가 상승률은 25년초대비 평균 98%를 기록하였고, 은행업종 지수 FTSE 유로존 기준 75%, STOXX 유럽 600 은행 기준 94% 상승.

특히, 유럽 은행 중 BBVA는 26E PBR 1.9배를 기록, 2배를 바라보고 있을 정도로 3~4년 전과는 전혀 다른 Valuation 영역으로 진입.

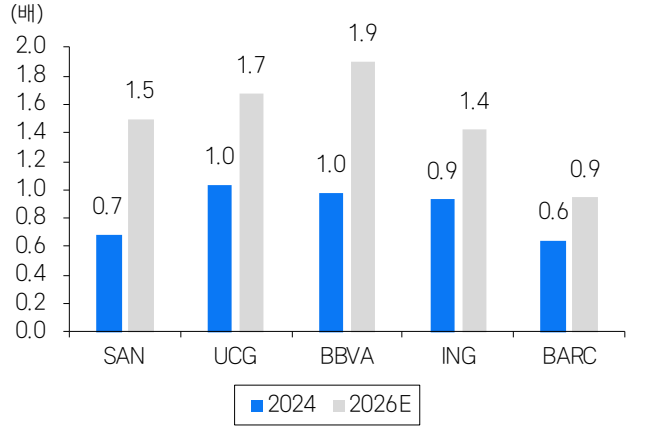
이와 같은 Valuation 및 단기 급등은 다소 부담으로 비춰질 수 있지만, 일부 유럽 은행들은 고성장 지역 중심 영업 강화를 통해 차별화된 ROTE 및 주주환원율 창출이 기대된다는 점에 보다 초점 필요. 즉, 이들 은행들은 1) 차별화된 성장성을 물론, 20%를 넘어서는 ROTE를 창출하고 있고, 2) 구조적 성장성은 물론 시장 점유율 강화에 따른 ROTE의 추가 개선이 기대되며, 3) 이 과정에서 위험가중치 관리를 통한 CET-1 비율 방어 및 이에 기반한 주주환원 강화 기조 지속이 기대. 일련의 펀더멘털 개선은 궁극적으로 COE의 추가적인 하향안정화로 이어지며 Valuation multiple을 추가적으로 개선할 수 있다는 점에 초점 필요.

FTSE, Euro stoxx 은행 업종 지수 연초 대비 주가 추이



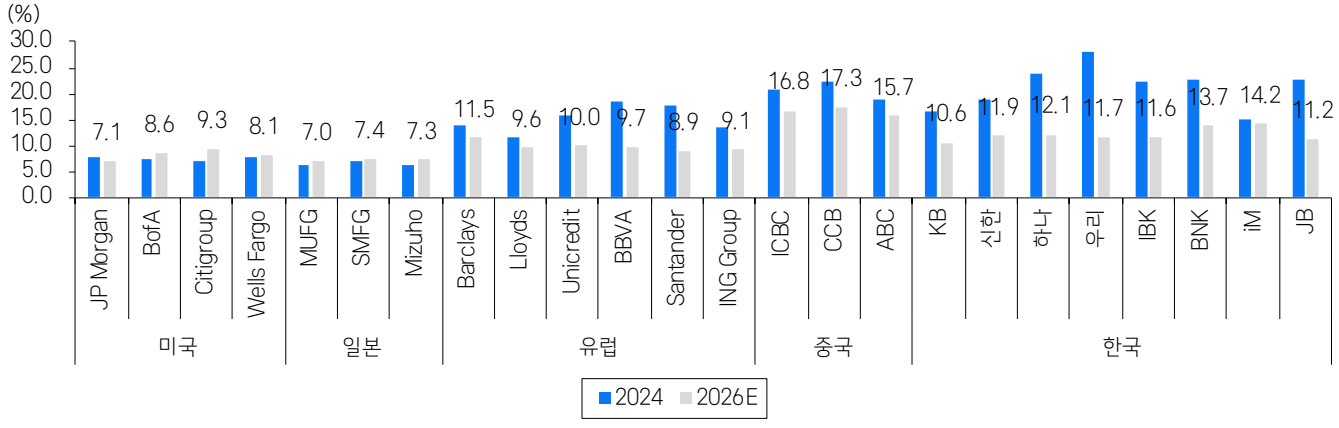
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 PBR (현재 vs 24년 말)



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 은행 Implied COE



참고: 2026E는 2/22 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

III. 특이 사항 점검 – Banco Santander의 미국 은행 M&A에서 드러난 ADR 활용 방안

Banco Santander – 26년 2월, 미국의 지역 은행인 Webster Financial Corporation 인수 발표

스페인의 Banco Santander는 26년 2월, 미국의 지역 은행인 Webster Financial Corporation을 Cash-and-Stock transaction, 즉 현금 및 Banco Santander의 주식을 주고 인수할 것임을 발표. 금번 인수 Deal의 규모는 122억 달러이며, 26년 하반기 종료될 예정.

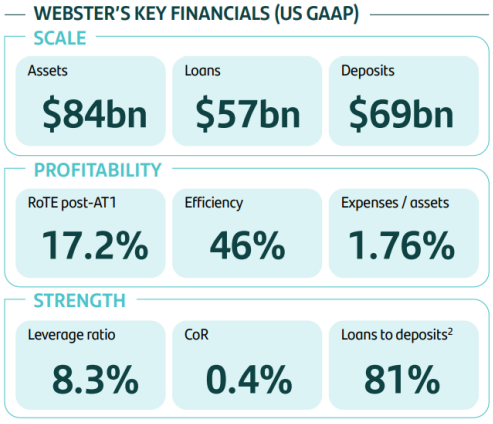
미국 동북부 지역 Top 5 규모 은행으로 Upgrade

이를 통해 Banco Santander는 현재 미국 동북부 지역 내 지위를 Top 5 수준으로 upgrade되는 것으로 추정. 동사는 이미 동북부 내에서 Santander US를 영위하고 있는 가운데, 해당 은행의 수신 시장 M/S는 4%로 Top 10위 안에 들고 있음. 하지만, 금번 Deal을 통해 동사는 8% 점유율의 Top 5지위로 단번에 상승하게 됨.

금번 M&A Deal의 특이 사항 – ADR 활용 방안 제시

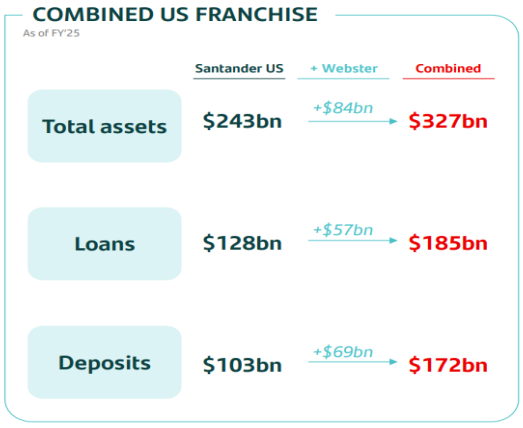
금번 Deal에서의 특이 사항은 ADR을 활용한 인수 방법. 동사는 Webster 주식 1주당 75달러, 총 122억 달러를 지급하게 되는데, 1) 이 중 65%는 현금으로 지급하되, 2) 잔여 35%는 Santander 주식을 제공하게 됨. 현재 1주당 Santander 주식 2.0548주를 지급하게 되는데, Webster의 주주들이 미국 증시 투자자임을 고려하여 Santander의 ADR을 지급하는 구조임.

Webster 주요 재무 지표



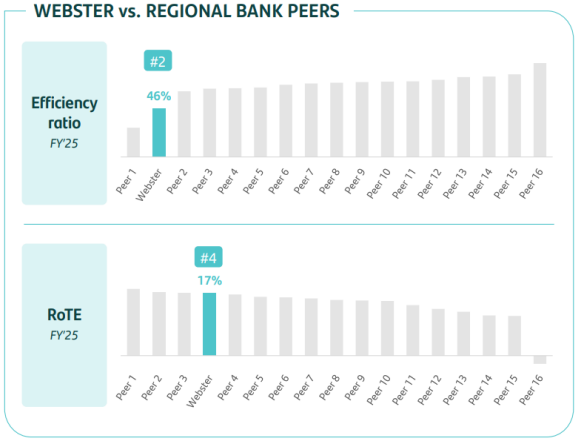
자료: Banco Santander

Santander US 및 Webster 합산 재무 상태



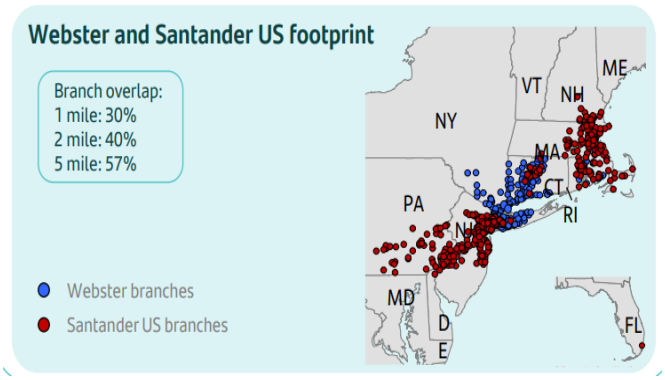
자료: Banco Santander

Webster vs 피어 그룹



자료: Banco Santander

Santander US 및 Webster 지점 분포



자료: Banco Santander

Webster 관련 전략 개요

A transaction consistent with our strategy: overview

Overview	• **Bolt-on acquisition** that significantly enhances the Santander US franchise – Combined franchise will be **top 3 best efficiency** among the top 25 US banks and **top 5 highest profitability** by 2028, based on analyst forecasts[1] • The transaction will help drive **incremental returns and organic growth** above our current strategic plan
Consideration mix	• $48.75 payable in **cash 65%** • $26.25 payable in **Santander shares 35%** – Based on a **fixed exchange ratio** of **2.0548** Santander shares per Webster share[2]
Transaction multiples	• **$75 price per Webster share, implied equity valuation of $12.2 billion** • **10x P/E** based on Webster's consensus **2028 earnings** • **c.6.8x P/E** post identified cost synergies • **2.0x Q4'25 tangible book value**
Synergies and integration	• Joint team to deliver integration lead by **John Ciulla as Webster CEO** and **Luis Massiani as head of integration,** with incentivization to enhance financial performance and deliver long-term shareholder value • **c.$800mn in annual pre-tax cost synergies** with estimated merger and integration costs of c.1x cost synergies • **Anticipated closing in H2 2026,** subject to customary closing conditions, including applicable regulatory consents and the approval of shareholders of both Webster and Santander

자료: Banco Santander

시사점 – 국내 기업들의 ADR 활용 방안 벤치마크 가능할까?

최근 국내 기업들의 ADR 상장에 대한 이슈가 제기. 물론, 이에 대한 찬반 양론이 제기되고 있을 정도로 ADR 상장은 숙고해야 할 사안이라 판단.

다만, 이미 ADR을 상장한 기업들의 경우, 현재까지는 크게 활용방안을 찾지 못한 ADR이지만, 최근 증시 활황으로 인해 Valuation 및 시가총액이 크게 개선된 기업들을 중심으로는 Banco Santander의 ADR 활용 M&A도 고려할 만한 가치는 충분하다고 판단.

일례로, 현재 국내 은행 중에는 KB금융과 신한지주의 ADR이 미국 증시에 상장되어 있음. 물론, 과거 이들 은행들의 시가총액이 10~20조원대에 불과하고 PBR이 0.3배 수준이었을 당시에는 분명 주식을 활용한 M&A는 M&A의 카운터 파티 입장에서 메리트가 없을 수 있는 것은 물론, 은행들 또한 기존 주주들의 주주가치 희석이 과도하다는 관점에서 현실적이지 않았을 것으로 판단.

그러나, 이제 이들 은행들의 시가총액이 크게 증가한 것은 물론, PBR 또한 1배에 근접하기 시작한 가운데, 향후 추가적인 Re-rating이 뒷받침될 경우, 이와 같은 ADR은 또 다른 M&A의 활용 가능한 수단이 될 수 있을 것으로 판단.

물론, 해당 조건의 전제는 Santander와 같이 선진국으로의 진출이 전제되어야 하는 만큼, 현재 동남아 지역을 중심으로 글로벌 전략을 취하고 있는 국내 은행들에게는 단기적으로 메리트가 크지 않을 수 있음.

하지만, 은행 이외 전문성 혹은 글로벌 역량을 보유한 미국 소재 기업의 M&A 가능성 또한 고려할 수 있다는 점에 초점 필요. 일례로, 미래에셋은 과거 'Global X'라는 미국 ETF 운용사를 인수함으로써 미국 테마형 ETF 점유율 확대의 발판을 마련할 수 있었고, DB손보 또한 최근 2조원 규모의 미국 특수 자동차 보험사 '포르테그라' 인수전에 참여.

즉, 국내 대형 금융그룹들의 비은행 부문 강화 니즈가 높은 가운데, 이를 충족하기 위해 미국 내 금융사 인수를 고려할 때, 이들이 보유한 ADR은 또 다른 수단이 될 수 있다는 관점에서 초점 필요.

유럽 은행 ADR 상장 목록

기업	종목명	종목 코드
Banco Santander	방코 산탄데르 ADR	SAN
	방코 산탄데르 브라질 ADR	BSBR
	방코 산탄데르 멕시코 ADR	BSMX
	방코 산탄데르 칠레 ADR	BSAC
BBVA	방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아 ADR	BBVA
	뱅코 BBVA 아르헨티나 ADR	BBAR
ING	ING 그룹 ADR	ING
Barclays	바클레이즈 ADR	BCS

자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 주요 기업 ADR 상장 목록

기업	종목 코드	상장 시기
포스코홀딩스	PKX	1994년 10월
한국전력	KEP	1994년 10월
SK텔레콤	SKM	1996년 6월
KT	KT	1999년 5월
KB금융	KB	2001년 11월
신한지주	SHG	2003년 9월
우리금융지주	WF	2003년 9월
LG디스플레이	LPL	2004년 7월

자료: 삼성증권 정리

국내 금융사의 미국 금융사 인수 사례

기업	시기	내용
미래에셋그룹	2018년 2월	미국 ETF 전문 자산운용사 Global X 5억 달러에 인수
한화생명	2025년 7월	뉴욕 거점 증권사 Velocity Clearing 지분 75% 약 1.85억 달러에 인수
DB손해보험	2025년 9월	미국 스페셜티 보험사 Fortegra 그룹 16.5억 달러에 인수

자료: 삼성증권 정리

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관 투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

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