GLOBAL
EQUITY

2026. 5. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

은행

유럽 은행 1Q 실적: 견조한 대출 수요 확인에 M&A까지

- 유럽의 주요 5개 은행 (Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)들은 양호한 1Q26 실적을 발표.
- 양호한 NIM개선 속 중남미 지역은 물론 유럽 내에서의 빠른 대출 성장률 회복은 향후 이자이익 성장성 관점에서 긍정적.
- 한편, Unicredit은 독일 Commerzbank 인수 추진을 공표. 피인수기업은 적대적 M&A라 반대하는 가운데, 인수 방식 및 주주설득을 위한 정보 공개 등 참조 필요.

WHAT'S THE STORY?

유럽 주요 은행 1Q 실적 컨센서스 상회 – 서프라이즈의 지속: 유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 1Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행의 합산 기준 1Q 당기순이익은 8.8%, EPS는 15.5% 상회. 또한, 당기순이익은 22.9% y-y의 견조한 성장률 기록.

1Q26 실적 주요 시사점 – 대출 고성장 및 NIM회복의 콜라보: 은행 실적 개선을 견인한 것은 NII의 증가. 특히, 대출성장률이 5.9% q-q 증가함과 동시에 주요 은행들의 NIM이 회복된 것은 이례적. 물론, 이들 은행은 향후 전망은 보수적 입장을 견지했으나, 견조한 대출 수요 확인은 긍정적 요인.

26년 이익 컨센서스 8.0% 이익 성장 시사: 5개 은행들의 26년 이익은 전년대비 8.0% 증가하는 것으로 나타남. 이는 지난해 이들 은행의 이익 성장률 6.2%를 감안할 때, 견조한 개선을 의미. 즉, 지정학적 리스크는 분명 부담 요인이나, 은행들은 operating leverage확대에 따른 이익 성장 및 ROTE개선세가 지속되고 있다는 관점에서 초점 필요.

특이 사항 점검 – 이탈리아 Unicredit의 독일 Commerzbank 인수 추진 공표: 이탈리아의 Unicredit은 독일 Commerzbank인수를 위한 공개매수를 발표. 독일과 Commerzbank는 이에 대해 적대적 M&A라는 관점에서 반대의사를 명확히 한 상황. Unicredit은 Commerbank주주들의 동의를 이끌어내기 위해 Unicredit의 Commerzbank 인수에 따른 시너지 및 향후 자신들의 운영에 따른 Commerzbank의 미래상을 상세히 설명하는 것은 물론, CEO가 직접 애널리스트들을 대상으로 컨퍼런스 콜을 개최. 이와 같은 노력은 소액주주들의 정보 접근성을 제고함으로써 선택의 폭을 넓힌다는 관점에서 긍정적이라는 관점에서 시사하는 바가 크다고 생각.

(다음 페이지에 계속)

I. 유럽 주요 은행 1Q26 실적 Review
- 당장의 실적보다는 앞의로의 개선 여력에 의미

유럽 주요 은행 1Q 실적 컨센서스 상회 – 매출보다는 이익에 초점

유럽 주요 은행들이 컨센서스를 상회하는 1Q 실적을 발표. 실적을 발표한 5개 주요 은행(Banco Santander, Unicredit, BBVA, ING, Barclays)의 합산 기준 1Q 매출액은 컨센서스를 상회하였으며, 이익은 8.8%, 그리고 EPS는 15.5% 큰 폭으로 상회. 매출 성장률은 5.3%하며 다소 저조하였으나, 당기순이익은 22.9% y-y 가파른 성장세를 시현.

은행별 매출액 vs 컨센서스

(백만 유로)	매출액	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	15,455	15,063	2.6
Unicredit	6,889	6,431	7.1
BBVA	10,653	10,051	6.0
ING	5,824	5,870	(0.8)
Barclays	9,401	9,327	0.8
합계	48,222	46,742	3.2

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 순이익 vs 컨센서스

(백만 유로)	순이익	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	5,455	4,967	9.8
Unicredit	3,264	2,677	21.9
BBVA	2,989	2,810	6.4
ING	1,556	1,457	6.8
Barclays	2,506	2,581	(2.9)
합계	15,770	14,492	8.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 EPS vs 컨센서스

(유로)	EPS	컨센서스	차이 (%)
Banco Santander	0.36	0.34	5.9
Unicredit	2.15	1.74	23.4
BBVA	0.51	0.48	6.3
ING	0.54	0.50	8.0
Barclays	0.16	0.16	1.5
합계	3.72	3.22	15.5

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 매출액

(백만 유로)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	15,818	14,847	14,941	18,054	15,036	14,652	14,216	16,666	15,455	(7.3)	2.8
Unicredit	6,516	6,365	6,161	6,031	6,575	6,150	6,186	5,717	6,889	20.5	4.8
BBVA	8,219	9,226	8,717	9,320	9,324	8,710	9,103	9,795	10,653	8.8	14.3
ING	5,583	5,716	5,908	5,406	5,637	5,703	5,898	5,589	5,824	4.2	3.3
Barclays	8,122	7,413	7,749	8,366	9,228	8,463	8,270	8,087	9,401	16.2	1.9
합계	44,258	43,567	43,476	47,177	45,800	43,678	43,673	45,854	48,222	5.2	5.3

자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 당기순이익

(백만 유로)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	2,852	3,207	3,250	3,265	3,402	3,431	3,504	3,764	5,455	44.9	60.3
Unicredit	2,558	2,679	2,513	1,969	2,771	3,344	2,664	2,244	3,264	45.5	17.8
BBVA	2,200	2,794	2,627	2,433	2,698	2,749	2,531	2,533	2,989	18.0	10.8
ING	1,578	1,780	1,880	1,154	1,455	1,675	1,787	1,410	1,556	10.4	6.9
Barclays	2,113	1,744	2,150	1,433	2,509	2,250	1,976	1,660	2,506	50.9	(0.1)
합계	11,301	12,204	12,420	10,254	12,835	13,449	12,462	11,611	15,770	35.8	22.9

자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 1. NII (순이자이익) 성장 – 대출과 NIM 모두 견조한 회복세 시현

은행들의 1Q NII는 전분기대비 6.3%의 견조한 개선세 시현. 일부 은행 (BBVA, ING)이 높은 대출 성장률을 보였고, Banco Santander와 Unicredit의 NIM이 가파른 개선세를 보인 것이 주효.

은행별 순이자이익

(백만 유로)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	12,076	10,470	11,316	12,116	10,709	10,973	10,436	10,188	11,109	9.0	3.7
Unicredit	3,686	3,683	3,715	3,745	3,790	3,778	3,616	3,717	3,995	7.5	5.4
BBVA	6,512	6,481	5,868	6,406	6,398	6,208	6,640	7,034	7,537	7.2	17.8
ING	3,826	3,842	3,791	3,680	3,643	3,571	3,705	3,948	4,057	2.8	11.4
Barclays	3,589	3,582	3,915	4,205	4,210	4,127	4,322	4,267	4,304	0.9	2.2
합계	29,689	28,058	28,605	30,152	28,750	28,657	28,719	29,154	31,002	6.3	7.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

일부 은행의 높은 대출 성장률 시현

BBVA의 경우 높은 대출 성장률을 시현하였는데, 이는 1) CIB 부문에서의 성장과 더불어 2) 멕시코와 스페인에서의 대출 성장률이 각각 8.4% 및 6.3% y-y의 가파른 상승세를 시현한 것에 기인.

ING는 중남미 익스포져가 없음에도 불구하고, 동사의 기존 연간 대출 성장 가이던스 5%를 상회하는 대출 성장을 시현. 독일과 네덜란드 등에서 주담대 수요 증가로 리테일 부문의 대출 성장률이 9.4%를 시현하였고, 홀세일 부문 또한 대출과 무역 금융이 성장을 견인. 참고로, 이와 같은 가파른 대출 성장으로 인한 CET-1 비율 부담이 제기되었으나, 동사는 1분기 자사주 매입 (6.15억 유로) 발표를 통해 관리 자신감을 피력.

하반기 완만한 회복 언급

단기적으로는 지정학적 리스크와 관련된 불확실성이 대출 성장에 걸림돌로 작용 가능하지만, 이들 은행들은 하반기 완만한 회복 가능성을 언급. 1) 고금리 환경으로 인해 투자를 미루던 일부 기업들이 금리가 낮아진 만큼 자금 조달에 나서기 시작하였고, 2)에너지 인프라 관련 PF 수요가 견조하게 이어지고 있으며, 3) 모기지 수요 또한 점진적 회복 전망을 시사.

은행별 대출 평잔 추이

(십억 유로)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	921.5	911.7	933.5	937.3	1,005.0	922.8	949.6	960.0	989.7	3.1	(1.5)
Unicredit	434.8	434.0	430.9	418.4	424.3	433.2	435.9	433.5	433.5	0.0	2.2
BBVA	385.1	311.7	354.8	306.1	340.6	307.3	363.1	359.5	415.6	15.6	22.0
ING	674.3	678.1	701.3	651.0	721.1	720.7	716.2	727.6	756.6	12.2	4.9
Barclays	397.9	399.5	399.2	414.5	419.4	417.8	426.5	430.0	430.0	0.0	2.5
합계	2,813.6	2,735.0	2,819.7	2,727.2	2,910.4	2,801.7	2,891.3	2,857.1	3,025.4	5.9	4.0

참고: 분기 평균 잔액 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

NIM 개선 또한 긍정적

한편, NIM 개선 또한 긍정적. 24년 6월부터 시작된 ECB의 기준금리 인하가 중단된 가운데, 은행들은 4Q25부터 본격적인 NIM 회복세를 시현하며 가이던스를 이행 중.

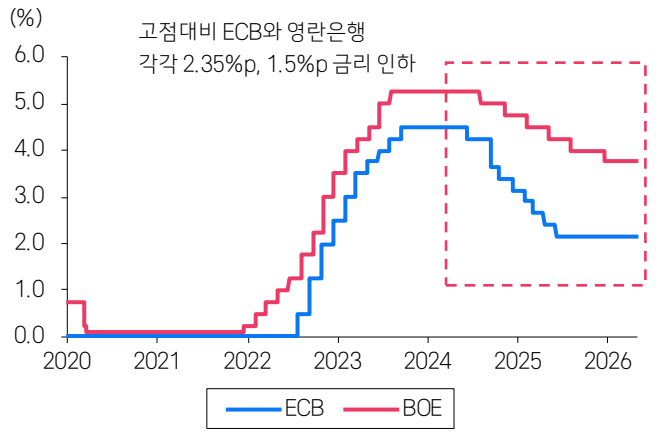
다만, 은행들은 NIM 회복 추세에 대해서는 다소 보수적 입장. 이와 관련된 최대 관건은 ECB의 금리 향방인데, 최근 들어 지정학적 리스크 확대 및 이에 따른 물가 상승 부담 가중으로 오히려 금리 인상 사이클로의 전환 가능성도 제기되고 있는 만큼, 향후 매크로 환경의 변화에 보다 초점 필요.

은행별 NIM 추이

(%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (bps)	YoY (bps)
Banco Santander	3.09	2.62	2.83	3.01	2.56	2.65	2.53	2.43	2.58	16	2
Unicredit	2.03	1.99	1.98	2.00	2.04	1.92	1.75	1.80	1.91	11	(13)
BBVA	3.46	3.40	3.22	3.82	3.64	3.15	3.27	3.65	3.68	3	5
ING	1.61	1.58	1.54	1.48	1.44	1.38	1.41	1.50	1.49	(1)	5
Barclays	1.39	1.35	1.47	1.60	1.59	1.54	1.62	1.62	1.61	(1)	3

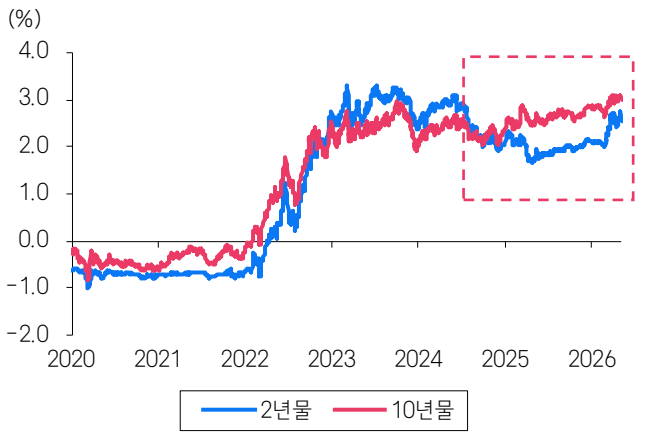
자료: 각 사, 삼성증권

ECB vs 영란 은행 기준금리 추이



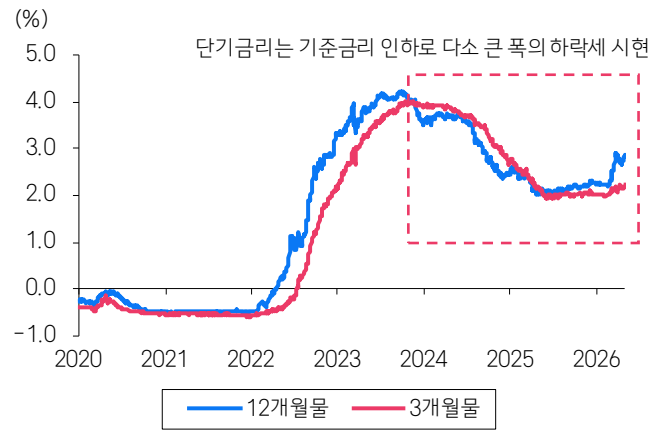
자료: Bloomberg, 삼성증권

2년 vs 10년 만기 유로채 수익률 추이



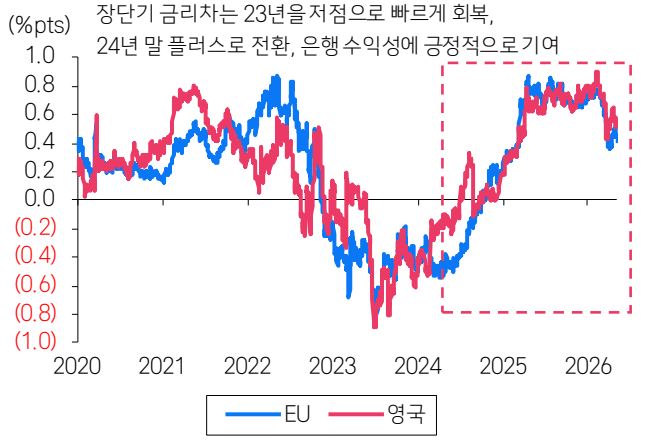
자료: Bloomberg, 삼성증권

Euribor 12개월 vs 3개월물 금리



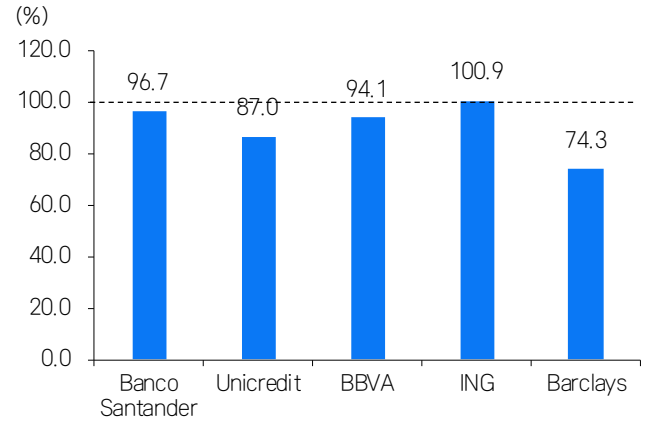
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 장단기 금리차



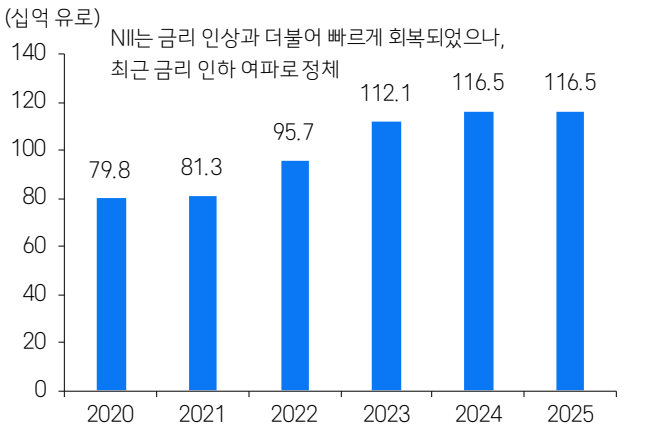
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 예대율 (2025)



자료: 각 사, 삼성증권

유럽 주요 은행 순이자이익 추이



참고: 5개 은행 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

시사점 2. 대손충당금 – 은행별 차별화. 다만, 안정적으로 관리

Credit cost는 1Q에도 추가적인 증가세를 시현. 은행들의 1Q 충당금 부담은 5.7% q-q, 15.4% y-y 증가하였음. 전분기대비 증가폭은 은행별로 다소 엇갈리지만, 전년동기대비 증가세는 여전히 이어지고 있는 모습.

다만, Credit cost는 대부분 은행들이 안정적으로 관리되고 있는 것으로 생각. Barclays를 제외하고는 대부분 전분기 수준에서 크게 변화가 없는 모습. 은행들은 지정학적 리스크 확대로 인해 여전히 보수적인 충당금 적립 기조를 지속하고 있으나, 건전성 측면에서 크게 이상은 없는 만큼, 경상적인 충당금 수준이 안정적으로 유지되고 있는 것으로 생각. 즉, 충당금 적립 비용이 증가한 것은 건전성 악화에 기인하기보다는 은행들의 견조한 대출 성장과 보수적 충당금 적립 기조에 기인하는 것으로 생각. 특히, 대출 성장률이 높았던 BBVA의 경우, 상대적으로 충당금 증가 폭이 크게 나타남.

이는 역으로 향후 지정학적 리스크 완화 국면에서 오히려 Credit cost 개선 여지가 당초 예상보다 클 수 있음을 시사. 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 예상.

은행별 대손 충당금 추이

(백만 유로)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	3,134	3,141	2,947	3,120	3,077	3,447	2,848	3,066	3,198	4.3	3.9
Unicredit	103	15	165	357	83	109	113	356	185	(48.0)	122.9
BBVA	1,361	1,479	1,440	1,466	1,385	1,377	1,567	1,745	1,820	4.3	31.4
ING	258	300	336	299	313	299	326	366	346	(5.5)	10.5
Barclays	599	450	443	854	770	552	729	611	948	55.0	23.1
합계	5,455	5,385	5,331	6,096	5,628	5,784	5,583	6,144	6,497	5.7	15.4

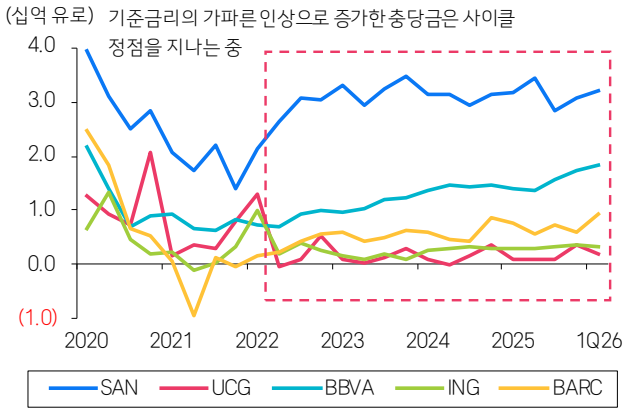
자료: Bloomberg, 삼성증권

은행별 CCR 추이

(%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ (%)	YoY (%)
Banco Santander	1.20	1.21	1.18	1.15	1.12	1.13	1.13	1.14	1.14	0.0	2.0
Unicredit	0.10	0.01	0.15	0.34	0.08	0.10	0.10	0.33	0.17	(16.0)	9.0
BBVA	1.39	1.42	1.42	1.43	1.30	1.33	1.41	1.52	1.54	2.0	24.0
ING	0.16	0.18	0.20	0.18	0.18	0.17	0.19	0.20	0.19	(1.0)	1.0
Barclays	0.51	0.38	0.37	0.66	0.61	0.44	0.57	0.48	0.74	26.0	13.0

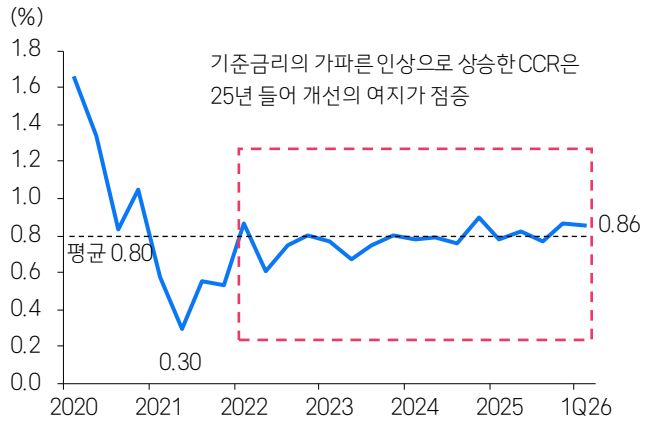
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 충당금 전입액 추이



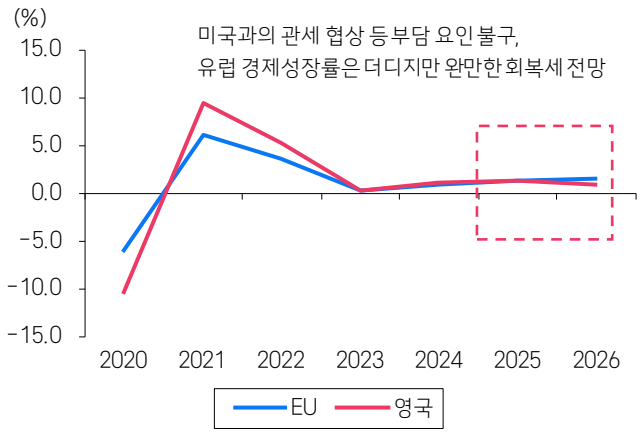
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행 합산 기준 CCR 추이



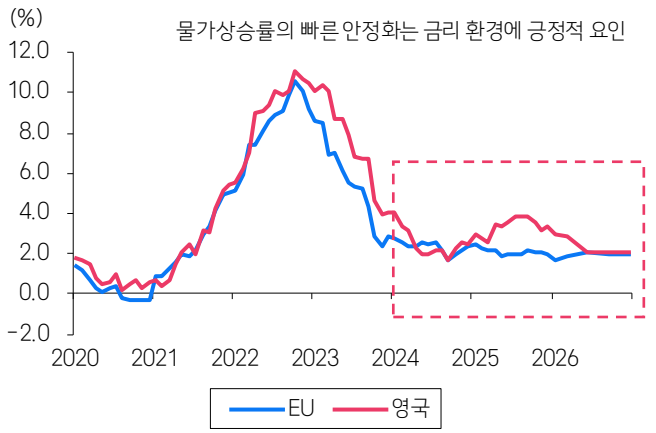
자료: Bloomberg, 삼성증권

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 1Q 중 5bp 상승한 가운데, 은행들의 주주환원 강화 기조는 지속되고 있는 것으로 생각. 실제로 구체적인 주주환원 규모를 공표한 Banco Santander와 ING의 주주환원율은 각각 92.2% 및 71.7%를 기록. 5개 은행의 주주환원율이 24년 56.7%, 25년 66.4% 등 개선세를 보인 기조가 26년에도 지속되고 있는 것으로 평가 가능.

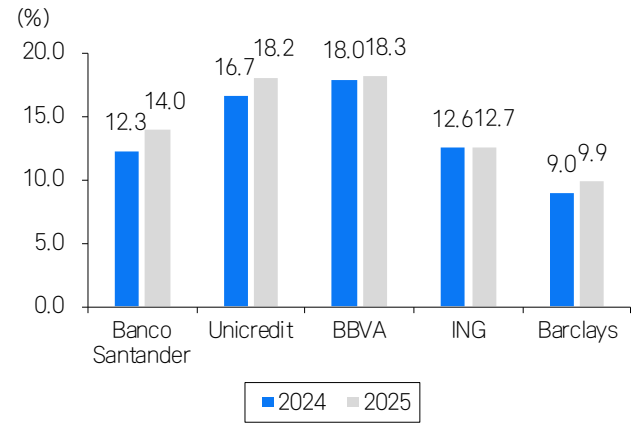
이와 같은 은행들의 주주 환원 강화는 지속될 전망. 1) 은행들의 자본비율이 목표 CET-1 비율을 상회하거나 상단에 위치함에 따라 여전히 충분한 주주환원 강화 여력을 보유하고 있고, 2) 은행들의 ROE가 26년에도 추가 상승이 기대되는 만큼, 추가적인 주주환원 재원이 축적될 전망이기 때문. 실제로 은행들은 26년 가이던스와 관련, 주주환원 강화 기조의 지속을 시사한 바 있음.

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	63.9
Unicredit	9,500	4,733	4,767	11,022	86.2	82.1
BBVA	5,393	4,254	1,139	10,511	51.3	86.1
ING	7,300	3,700	3,600	6,327	115.4	80.9
Barclays	3,434	1,193	2,241	7,172	47.9	66.4
합계	32,627	17,380	15,247	49,133	66.4	75.9
1Q26 주주환원						
Banco Santander	5,030	0	5,030	5,455	92.2	
ING	1,115	500	615	1,556	71.7	

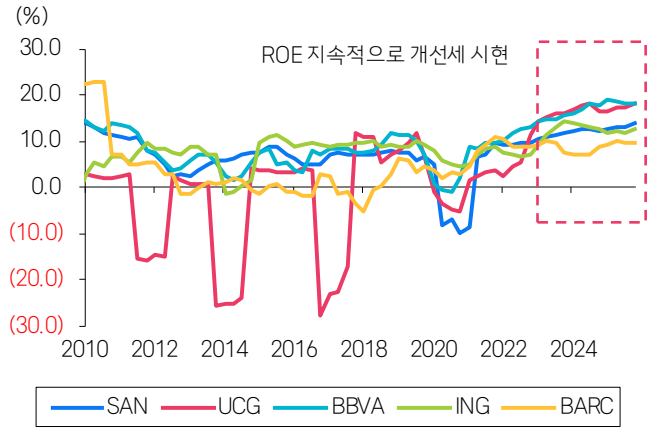
자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE



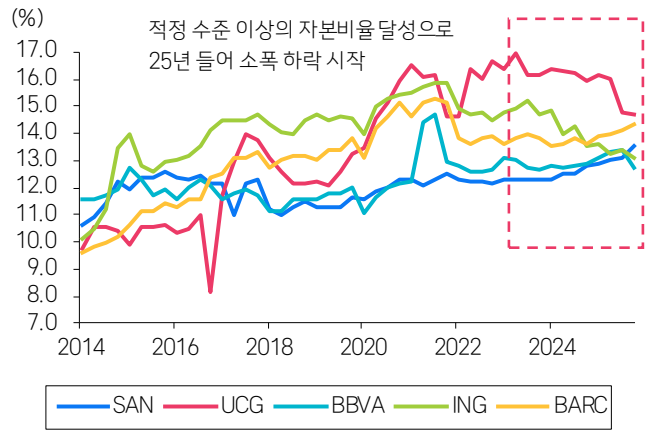
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 ROE 추이



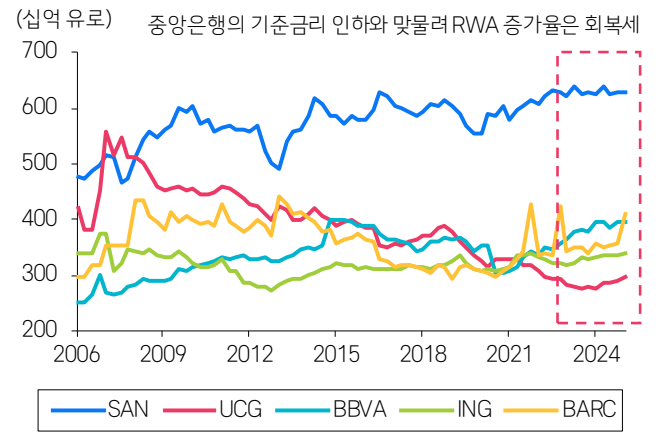
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 CET-1 비율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 주요 은행별 RWA 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽 은행 CET-1 비율 현황 및 주주환원 관리 목표

	1Q26 CET-1 비율 (%)	CET-1 비율 관리 수준 (%)	Ordinary 주주환원 관리 목표
Banco Santander	14.4	12.0~13.0	기본 주주환원율 50% 목표 (주주환원 내 현금배당 및 자사주 매입 비중 각각 50%) 2026년까지 100억 유로 이상 주주환원
Unicredit	14.2	12.5~13.0	2026년 이후 주주환원율 80% 목표(자사주매입 성향 30% + 배당성향 50%)
BBVA	12.8	11.5~12.0	기본 주주환원율 40~50% 목표 M&A 무산 이후 신규 대규모 자사주매입 실행 준비 중
ING	13.0	13.0	기본 주주환원율 50% 목표
Barclays	14.1	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	63.9
Unicredit	76.5	81.9	98.5	86.2	82.1
BBVA	82.7	50.1	40.2	51.3	86.1
ING	154.3	106.5	51.2	115.4	80.9
Barclays	44.8	47.0	47.1	47.9	66.4
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	0.28
Unicredit	0.12	0.54	0.99	1.78	2.40	3.15	3.77
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	1.24
Barclays	0.01	0.03	0.09	0.09	0.10	0.10	0.18
합계	0.28	1.80	2.08	3.57	4.30	5.31	6.46

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	2.7
Unicredit	1.6	4.0	7.4	7.2	6.2	4.4	5.3
BBVA	0.0	4.8	6.2	5.4	6.0	3.7	5.3
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	3.5
합계	1.2	5.0	5.9	6.9	6.1	4.1	4.3

참고: 2026E는 5/8 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

II. 유럽은행 – 연이은 M&A event 지속

유럽은행에 대한 선입견은 낮은 성장성 혹은 적은 변화인 것으로 생각. 하지만, 이러한 선입견과 달리 유럽 은행들은 스페인계 은행들이 중남미 지역을 중심으로 가파른 대출 성장세를 시현하고 있는 것은 물론, 일부 대형 은행들을 중심으로 은행간 M&A 또한 활발히 이뤄지고 있다는 점에 초점 필요. Banco Santander가 지난 분기 미국 지역은행 인수를 추진하였고, 지난 해 말에는 BBVA가 은행 M&A에 실패하자 M&A를 위해 유보했던 자금을 주주환원에 활용한 것은 이를 방증.

이러한 가운데, 최근 이탈리아 최대 은행인 Unicredit은 독일의 Commerzbank 인수를 공식적으로 추진하며 애널리스트 대상 컨퍼런스 콜을 개최. 이러한 은행간 적극적인 M&A와 더불어 이 과정에서 은행들이 주주들에게 보여주는 소통의 레벨은 시사하는 바가 크다고 생각.

이탈리아 최대 은행 Unicredit의 독일 Commerzbank 인수 추진 – 파생상품 활용 적대적 M&A

Unicredit – 파생상품을 활용, Commerzbank의 지분 26% 이미 확보

Unicredit은 직접적인 지분 매입은 물론 파생상품을 혼합한 방식을 통해 수면 밑에서 Commerzbank의 지분 26%를 확보.

참고로, Unicredit이 Commerzbank 지분 확보 과정에서 활용한 파생금융상품은 주로 현금 결제형 차익거래 또는 콜옵션. 동사는 투자은행 등과의 해당 계약을 통해 지분을 확보한 것.

Barclays와 BofA가 물밑 지분 확보에 핵심 역할

Unicredit은 초기 단계에 Barclays와의 협업을 통해 시장에서 4.5%의 파생상품 지분을 확보. 이후 지분율을 21%까지 끌어올리는 과정에서 규모가 커진 만큼, BofA가 추가적으로 참여하며 11.5% 상당의 파생상품 중 상당 부분을 중개한 것으로 추정된다는 것으로 알려졌음. 참고로, Unicredit의 현 CEO는 과거 메릴린치 (현 BofA)에서 IB Banker로 활동했던 인물.

파생상품을 활용한 방식을 택한 세 가지 전략적 이유

Unicredit이 이러한 방식을 취한 이유는 크게 세 가지로 요약 가능.

1) 공시의무 회피: 독일 자본시장법상 지분율이 3%, 5%, 10% 등을 넘어서면 즉시 시장에 공시해야 함. 하지만, 파생상품을 활용할 경우, 실제 주식을 인도받기 이전까지는 지분 보유 사실을 숨기거나 공시 시점을 늦출 수 있음. 실제로, 이를 통해 Unicredit은 피인수 은행이 모르게 지분을 확보할 수 있었음.

2) 인수부담 완화: Unicredit이 장내에서 실질 주식을 지속적으로 매입하였을 경우, 수급적인 요인은 물론 M&A 시도에 따른 피인수 기업의 주가 상승 기대로 인해 Commerzbank의 주가가 폭등했을 수 있음. 이는 Unicredit의 인수비용 부담을 키우는 요인으로 작용했을 것. 하지만, 동사는 금융기관과의 개별 계약인 파생상품 거래를 통해 시장 가격 영향을 최소화하며 지분을 확보.

3) M&A 실패에 대한 대비: 여전히 은행의 인수는 그 특수성으로 인해 ECB의 승인이 필요. 즉, 해당 승인이 나지 않아 인수가 무산될 경우, 보유 주식 매각 과정에서 주가 하락으로 인해 인수 추진 은행은 거액의 손실이 불가피할 수 있음. 그러나, 파생상품 계약은 해지 혹은 정산이라는 절차를 통해 손실을 최소화할 수 있음.

Unicredit의 비용 부담은?

Unicredit의 해당 지분 확보 과정에서 소요된 비용은 크게 1) 자본비용 (CET-1 비율 영향), 2) 파생상품 계약 비용, 3) M&A 무산에 대비한 헤지비용으로 구분 가능.

1) 자본비용: 금융당국 규제 상 Unicredit이 Commerzbank 지분을 확보한 것은 실제 주식을 구매한 것과 유사하게 자본에서 차감되는 구조. 동사는 보유 지분 21% 기준 CET-1 비율 영향은 150bp로 알려졌으며, 추후 29.9%까지 확보할 경우, 총 200bp 미만의 자본비율 하락 영향이 가능. 다만, Unicredit의 1Q26 기준 CET-1 비율은 14.2%로 충분한 buffer를 보유하고 있는 것으로 예상 가능.

2) 파생상품 계약 비용: Unicredit이 콜옵션이나 차액결제거래를 유지하기 위해서는 거래 상대방인 Barclays와 BofA 등에게 관련 비용을 지불해야 함. 다만, 옵션 보유 대가로 지불하는 해당 금액과 관련, 정확한 계약금액은 공개되지 않았음.

3) 헤지 비용: Commerzbank는 사실상 적대적 M&A 형태인 가운데, 이탈리아 은행이 독일 은행을 인수하는 구조. 이에 피인수 은행인 Commerzbank는 물론 독일 정부의 거센 반대는 불가피. 이에 일각에서는 해당 인수가 무산될 경우, Commerzbank의 주가 하락 및 이에 따른 Unicredit의 손실 부담 우려 제기가 불가피. 이와 관련, 동사는 Commerzbank 주가가 폭락하더라도 Unicredit의 손실을 일정 수준에서 차단하는 풋옵션 성격의 헤지를 구축하였으며, 이에 대한 소위 보험료 성격의 비용을 지불 중.

향후 예상 절차 – 당국 심사가 일차 관건

Unicredit은 30% 초과 지분 확보를 위한 공개매수 (자발적 교환 제안)를 선언. 이에 ECB는 경영권 확보에 대한 정밀 심사를 다시 진행 중. ECB의 심사는 기본적으로 재무적 건전성, 경영진의 적격성 등 기술적 지표에 집중하는 가운데, 독일 정부의 반대가 향후 관건. 독일 정부는 Commerzbank가 독일 중소기업 금융의 핵심이라는 점을 들어 인수에 반대하고 있는 것으로 알려짐.

참고로, 독일은 인수합병법 이슈가 존재. 독일 법 상 특정 기업의 지분 30% 이상을 확보하면 지배권을 확보한 것으로 간주, 나머지 주주들에게 의무적으로 공개매수를 제안해야 함.

또한, 독일 내 시장 독과점 여부에 대한 검토도 필요. Unicredit은 인수 이후 독일 내에서 영업 중인 Commerzbank와 Unicredit 산하 HVB의 합병을 통한 시너지 추진을 계획. 이들 은행의 결합에 따른 경쟁 제한 검토가 필요.

Unicredit – M&A 성사를 위한 투자자와의 적극적인 소통 및 구체화된 시너지 제시

Unicredit은 4월 Commerzbank의 피인수 이후 미래상을 제시

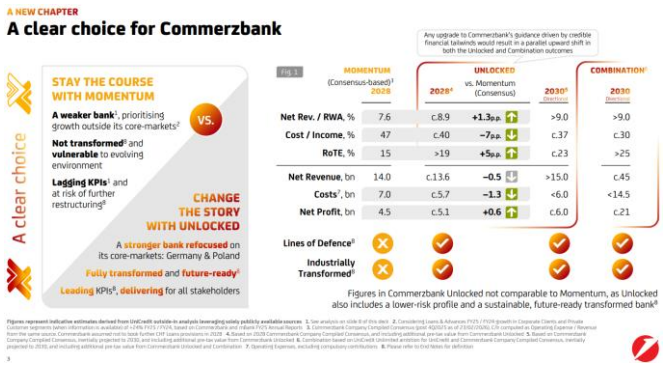
Unicredit은 4월 말 Commerzbank 인수에 따른 효과를 Commerzbank의 입장에서 자세히 설명, 투자자들을 설득하는 작업을 진행. 동사는 Commerzbank가 변화에 충분히 대응하지 못하고 있는 것은 물론, 변화에 대한 역량이 부족한 부분을 Unicredit이 인수를 통해 성공적으로 전환시킬 수 있음을 강변. 동사는 상세 자료를 통해 Commerzbank의 2030년까지의 실적 개선 지표를 제시함은 물론, Commerzbank의 피인수와 관련된 우려들의 해소를 위한 자료 또한 제시.

우리에게도 시사하는 바는?

이와 같은 동사의 노력은 우리에게도 시사하는 바가 크다고 생각. 특히, 인수 과정에서 피인수 기업에 대한 운영 방향성을 제시하는 것은 물론, 이에 따른 재무적 성과가 인수 전과 인수 후를 구분하여 제시하고, 현재의 주가에 어떤 부분이 반영되었는지와 추후 반영될 수 있는 부분까지 제시함으로써 투자자들을 설득.

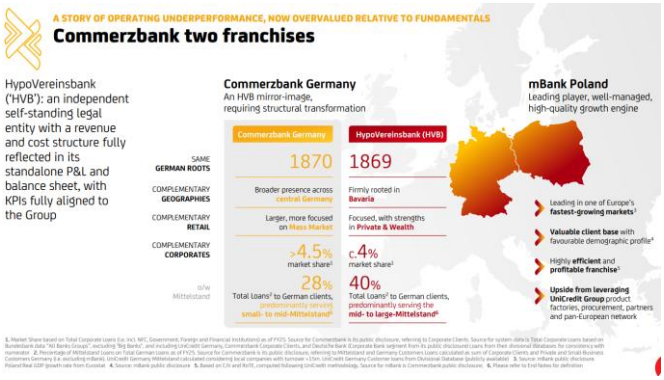
국내 기업들의 M&A 과정을 보면, 피인수 기업은 물론 인수 기업들마저도 지분을 보유한 소액주주들의 입장에서 해당 M&A와 관련된 영향을 가늠할 수 있는 정보가 충분히 주어지지 않는 사례를 종종 확인 가능. 이러한 경우 소액주주들은 올바른 의사결정을 하기 어려울 수 있고, M&A 과정에서 정보의 비대칭성에 따른 문제점이 발생 가능. 하지만, Unicredit을 비롯하여 해외 은행들의 대형 M&A 사례들을 보면, 양측의 소액주주들에게 충분한 정보를 제공함으로써 이들의 동의를 이끌어내기 위한 노력을 기울인다는 점은 우리도 충분히 고려할 필요가 있다고 생각.

Unicredit: Commerzbank 인수 details



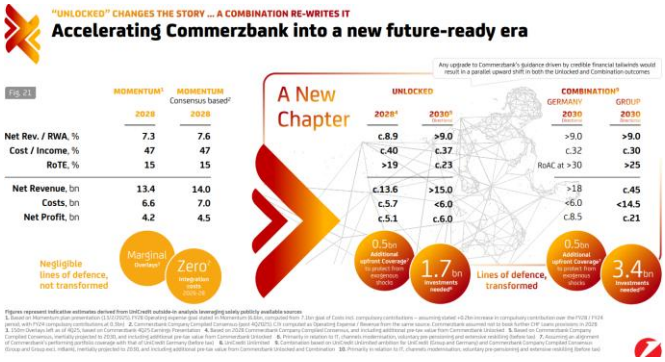
자료: Unicredit

Unicredit: Commerzbank 인수 details



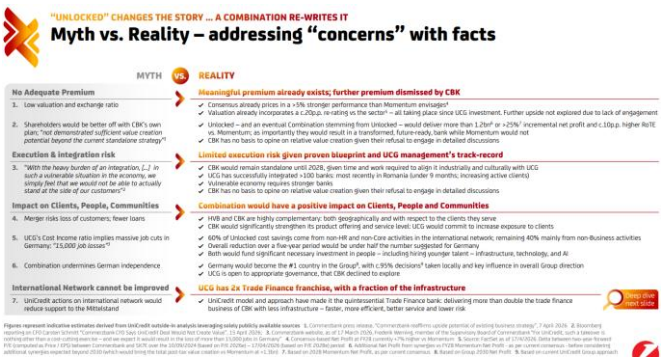
자료: Unicredit

Unicredit: Commerzbank 인수 details



자료: Unicredit

Unicredit: Commerzbank 인수 details



자료: Unicredit

26년 실적 개선 컨센서스 – 견조한 실적 개선세 지속 시사

26년 은행 실적 컨센서스는 견조한 성장을 시사. 1) 매출 성장률은 4.8%로 전년 1.4%대비 가시적인 반등을 보일 전망이고, 2) 당기순이익 증가율은 8.0%로 견조 (전년대비 증가율 하락 원인은 일부 은행의 M&A 등의 영향에 기인)할 전망이며, 3) EPS 증가율 또한 9.2%로 견조한 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	62,390.0	(2.0)	62,705.0	0.5
Unicredit	20,647.0	24,246.0	25,073.0	24,536.0	(2.1)	26,001.0	6.0
BBVA	24,744.0	29,541.0	35,482.0	36,931.0	4.1	40,839.0	10.6
ING	18,561.0	22,575.0	22,613.0	23,035.0	1.9	24,159.0	4.9
Barclays	29,299.7	29,167.7	31,650.2	34,023.0	7.5	35,813.0	5.3
합계	146,071.7	163,670.7	178,478.2	180,915.0	1.4	189,517.0	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	15,604.0	10.7
Unicredit	6,458.0	9,506.0	9,719.0	10,915.0	12.3	11,145.0	2.1
BBVA	6,359.0	8,019.0	10,054.0	10,511.0	4.5	11,442.0	8.9
ING	3,675.0	7,286.0	6,392.0	6,327.0	(1.0)	6,625.0	4.7
Barclays	6,959.2	6,034.6	7,441.1	7,210.0	(3.1)	8,189.0	13.6
합계	33,056.2	41,921.6	46,180.1	49,064.0	6.2	53,005.0	8.0

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	0.96	24.7	1.07	11.6
Unicredit	3.09	4.42	5.88	7.05	19.8	7.52	6.7
BBVA	1.00	1.29	1.67	1.76	5.4	2.04	15.7
ING	0.99	2.04	1.98	2.17	9.4	2.35	8.4
Barclays	0.36	0.32	0.42	0.51	21.7	0.61	19.2
합계	5.98	8.73	10.72	12.44	16.1	13.59	9.2

자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관 투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

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