

은행 (Positive)

ROE와 RoRWA의 동반 개선

| Contents |

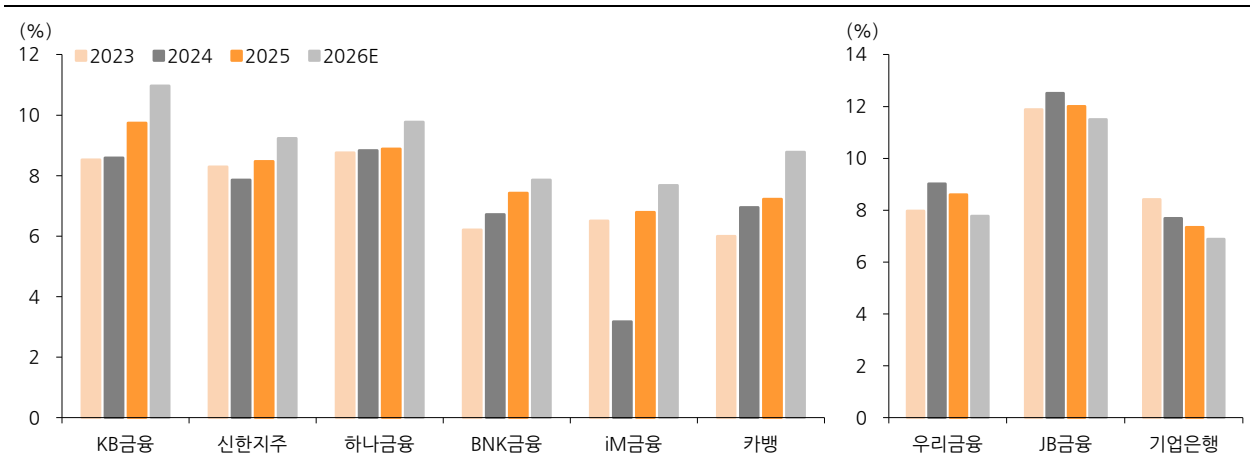
I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 투자포인트	05
1. ROE 상승: NIM 개선과 수수료 증가	05
2. 경로 1: 자본력을 활용한 ROE 제고.....	17
3. 경로 2: 기회비용 없는 ROE 제고	25
IV. Valuation.....	33
V. 기업분석	37
1. KB금융 (105560).....	38
2. 신한지주 (055550).....	43
3. BNK금융지주 (138930)	48

I. 핵심 요약

ROE 상승을 전망	은행주의 ROE와 RoRWA의 동반 상승을 전망한다. 시장금리 상승에 따른 순이자마진(NIM) 개선과 자산시장 호조에 의한 수수료이익 증가가 주된 원인이다. 경기 전망 개선에 따른 금리 상승은 금융업종의 자산 성장률 상승과 마진 개선, 비용을 축소에 모두 긍정적이다. 주주환원에 의해 주식으로써는 경기방어주와 같은 움직임을 보이지만, 은행산업의 본질은 다분히 경기민감업종이라는 점을 기억해야 한다.
ROE는 환원 증가 속도를 의미	은행주의 ROE는 환원 증가율과 연결된다. 목표 자본비율에 도달하고 환원율이 안착된 경우, 자본 증가율 및 RWA 증가율, 환원 증가율은 ROE와 비례하기 때문이다. 예컨대 ROE 10%, 주주환원율 50%를 유지하는 회사는 매년 환원 금액이 5%씩 증가한다. 만일 ROE가 0.4%p 높아지면(10.4%), 환원 금액의 증가율은 9%대로 상승한다.
RoRWA는 자본 배분의 재원	지속가능 ROE를 제고하기 위한 근원적인 방법은 거대한 자본을 고수익성 자산에 효율적으로 배분하는 것이다. 다만 RWA 성장에는 자본이 소요(equity charge)되므로, RoRWA 관점에서의 검토가 필수불가결하다. 목표 자본비율에 도달한 금융사는 한정된 자본을 성장(이익 추구)과 분배(주주환원)에 활용하므로 기회비용이 발생할 수밖에 없다. 두 마리 토끼를 넉넉하게 잡기 위해서는 높은 RoRWA가 필요하다.
서비스손익 확대는 기회비용 없는 ROE 제고	ROE와 RoRWA를 제고하는 다른 효율적인 방법은 자본을 소요하지 않는 서비스 수익의 비중을 늘리는 것이다. 수수료로 대표되는 서비스 비즈니스는 자산에서 창출되지 않으므로 자본과 무관하고, 기회비용도 발생하지 않는다. 따라서 RoRWA 극대화에 최적이다. 은행지주 산하의 주요 금융업종별로 나누면, 은행과 보험, 캐피탈은 대부분의 사업이 자본을 소요는 book(stock) biz. 형태이다. 이와 비교해 카드산업은 서비스(flow) biz. 수익이 1/3, 증권업은 서비스 biz. 수익이 절반을 차지한다. 비단 현 시점에 업황이 좋기 때문만이 아니라, 수익 구조의 특성상 증권 자회사는 지주의 중기적인 ROE 제고 관점에서 핵심이 될 전망이다.
Top picks : KB금융, 신한지주, BNK금융	최선호주로 KB금융을 유지하고 차선호주로 신한지주와 BNK금융을 제시한다. 마진 제고와 서비스 수익의 증대로 인한 RoRWA 상승은 KB금융에게 가장 직접적인 수혜가 된다. 이익 추정치가 가장 많이 상향되므로 영향 자체도 높지만, 이러한 증분이 자본정책상 1:1 대응으로 주주환원에 연결되기 때문이다. 신한지주는 계열 증권사의 내부통제를 우선한 후, 본격적인 정상화를 보이는 시기에 업황의 호조를 맞이했다는 점이 긍정적이다. BNK금융의 경우 은행지주 중 유일하게 2026년 및 2027년 이익의 증가와 환원율의 상승이 동시에 나타나면서 누구보다도 가파른 주주환원 수익률(shareholder yield) 상승이 기대된다.

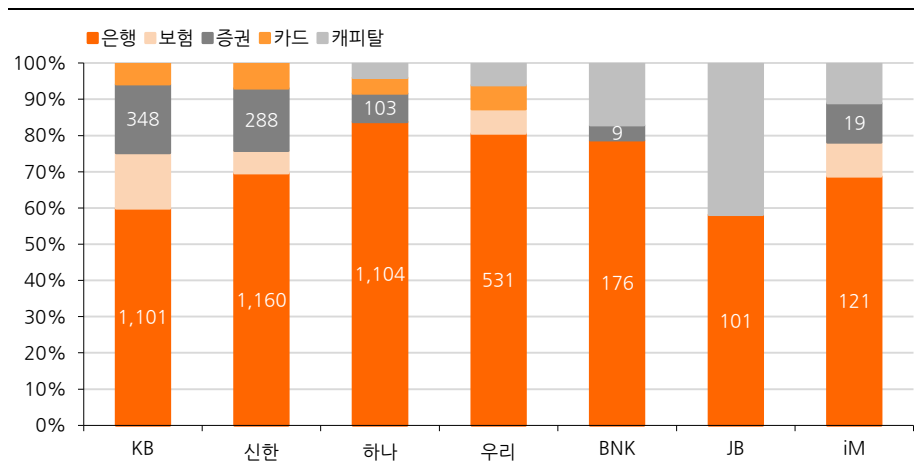
II. 주요 도표

[그림1] 커버리지 은행주의 수정 ROE 추정



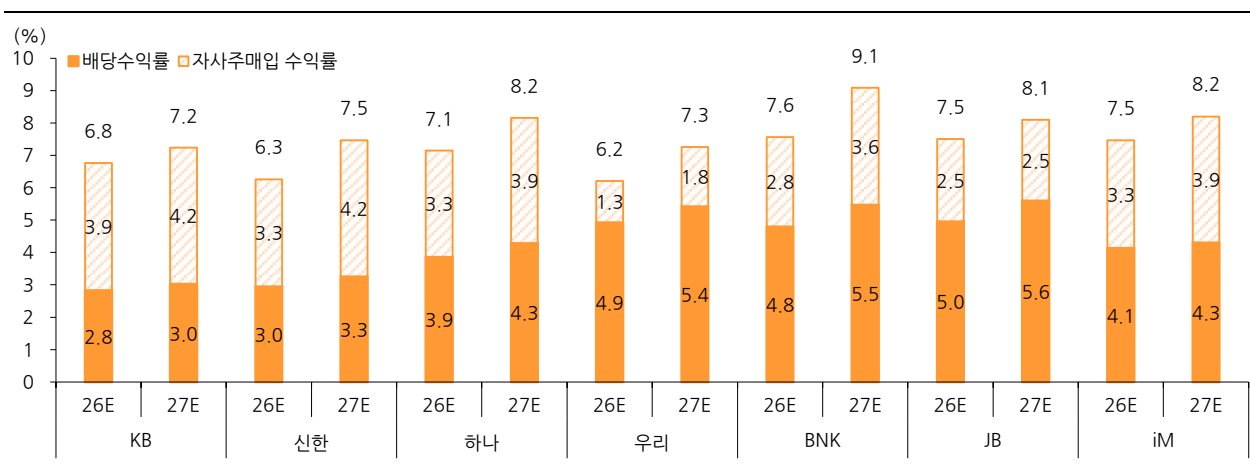
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 은행지주의 1Q26 계열사별 이익 기여도



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 커버리지 은행주의 환원금액 증가율 및 주주환원수익률(Shareholder Yield) 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자포인트

1. ROE 상승: NIM 개선과 수수료 증가

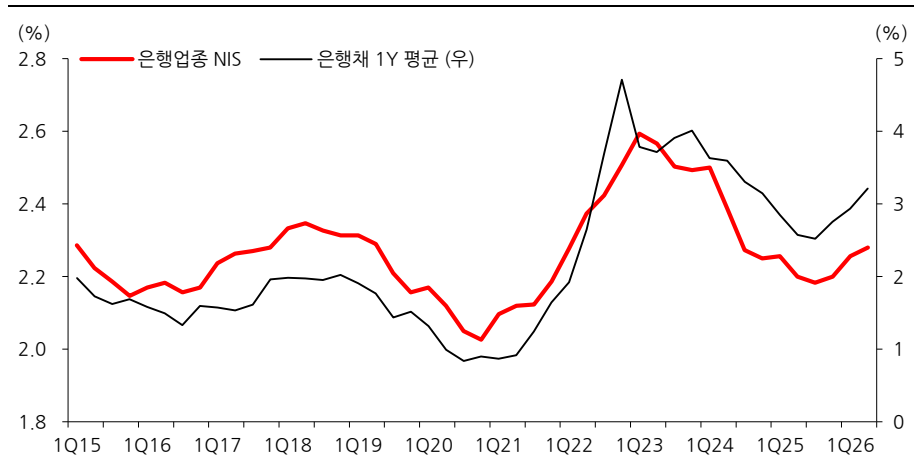
» 금리 상승에 따른 NIM 개선과 증권 수수료 증가 전망

금리 상승으로
순이자마진 개선

은행업종의 순이자마진(NIM) 개선과 이에 따른 이익 증가를 전망한다.

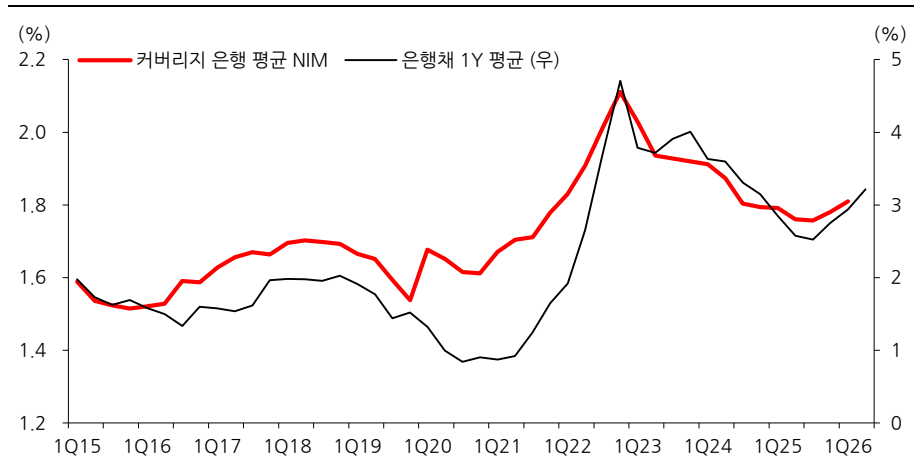
2025년 9월부터 국채의 일평균 금리는 매일 상승하고 있다. 중앙은행 기준금리 기대값이 상향 조정되고 있는 국면에서 시장금리의 상승은 자연스럽다. 이에 은행업종의 이자 스프레드도 지난해 10월을 저점으로 매일 상승하고 있으며, 당분간 마진 상승으로 전이될 전망이다. 당사 커버리지 은행주의 계열 은행 평균 NIM과 은행채 1년물 금리의 상관관계수(1Q20~1Q26)는 0.90으로 나타난다.

[그림4] 은행업종의 이자스프레드(NIS)와 은행채 금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 커버리지 (계열)은행의 순이자마진(NIM)과 은행채 금리



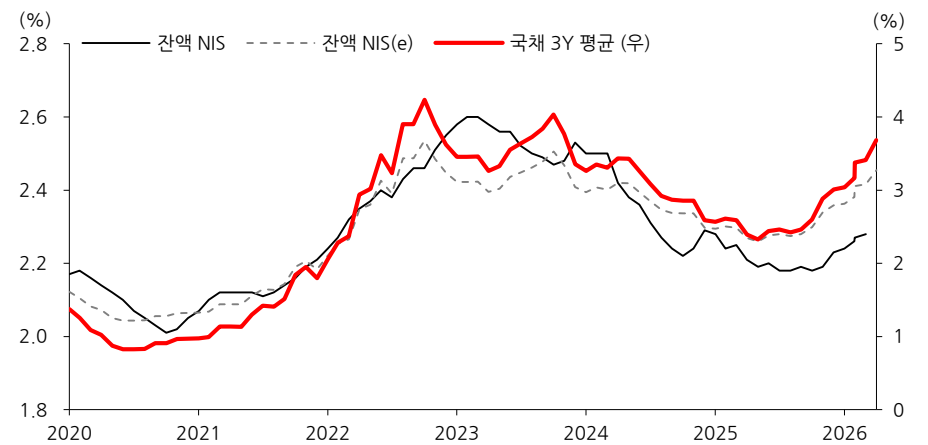
자료: 각 사, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

분기별 스프레드도
상승할 전망

국채 3년물 금리를 기준으로 업종의 대출금리와 수신금리를 각각 회귀분석하여 스프레드를 추산하면, 2Q26 중 NIS는 3bp QoQ 상승할 것으로 전망된다. 이후 현재 시장금리 수준이 유지(base)된다면 3Q26 마진은 3bp QoQ 추가 상승한다. 국채 3년물 금리 밴드를 3.5%~3.9%로 볼 때, 3Q26 마진은 -0bp~+5bp QoQ의 범위에서 움직일 것으로 예상된다.

한편 규제 산업의 가격 변수로써 생산적 금융을 위한 경쟁 심화나 대출 규제 등의 비정량적인 요소는 산술적인 결과보다 현실의 스프레드 확대폭을 좁힐 수 있는 변수이다.

[그림6] 이자스프레드에 대한 회귀분석



자료: 한국은행, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 이후의 시장금리 수준에 따른 NIS 추정치



주: 추정을 위한 금리 가정은 당시의 국고 3년 밴드 전망치를 기준으로 함

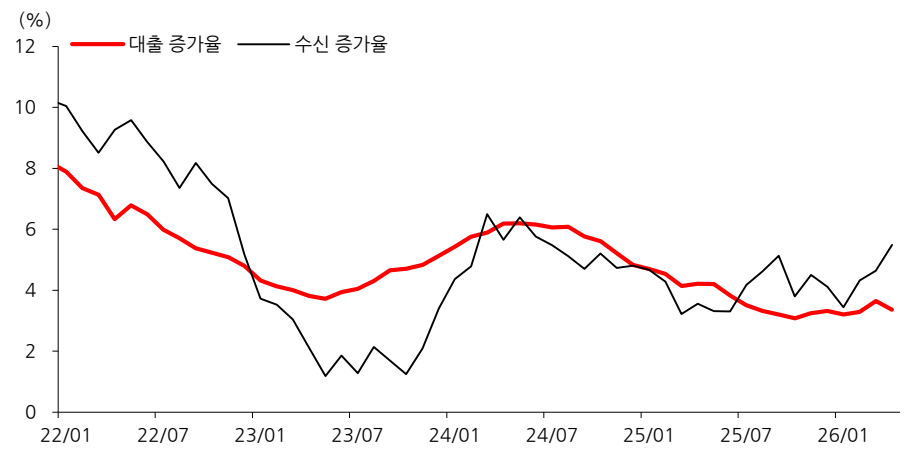
자료: 한화투자증권 리서치센터

여수신 시장 환경도
은행에게 유리

최근 은행업종의 대출(운용)과 수신(조달)은 성장 측면에서 수신이 우위인 것으로 판단된다. 업종의 수신 증가 속도가 대출을 추월한 것이 10개월 연속 이어지고 있기 때문이다. 예금은 여신 성장을 위한 조달 수단이다. 여신이 제한되면 수신 취급의 필요도 낮아진다. 생산적 금융을 포함해 기업대출의 증가 속도는 빨라졌지만, 가계대출이 시중은행을 중심으로 위축되면서 조달의 필요는 전반적인 높지 않은 상황이라고 보인다. 이를 증명하듯 저축성 예금금리는 은행채 금리를 하회하고 있다.

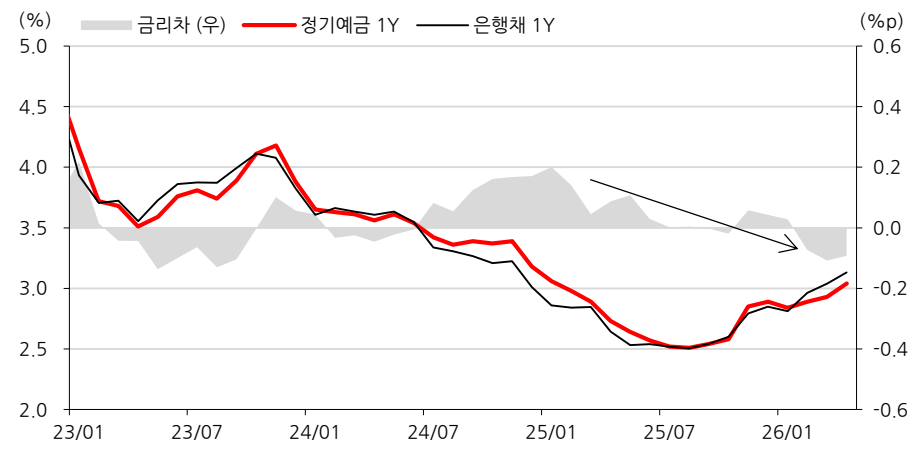
동시에 수신 내에서는 정기예금보다 저원가성(요구불 및 수시입출식) 조달이 더 빠르게 증가하고 있다. 부동산금이 증가하는 국면에서 정기예금(고비용) 비중이 축소되고 저원가성 예금(저비용) 비중이 확대되는 것이다. 은행의 대출태도는 지난해 하반기보다는 개선되었지만, 대기업을 제외한 모든 차주를 대상으로 음수(-, 태도 강화)가 연속된다. 한마디로, 여수신 시장에서 은행이 을(乙)인 상황은 아니다.

[그림8] 은행업종의 대출과 수신의 YoY 증가율



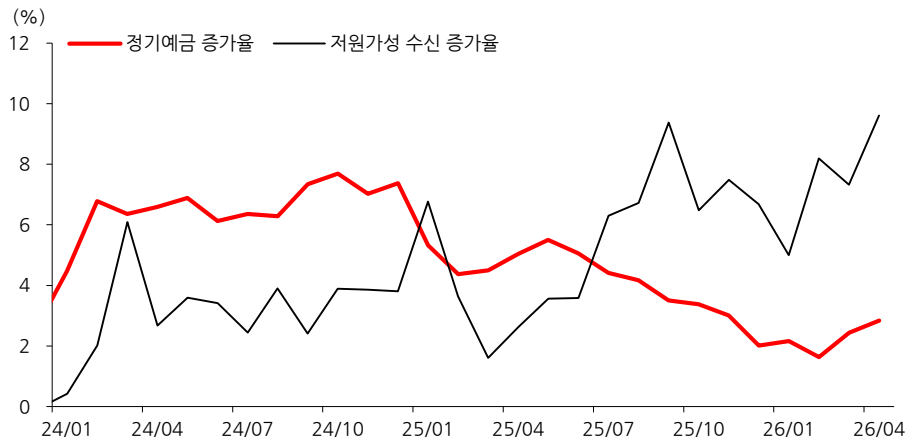
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 정기예금 금리와 은행채 금리



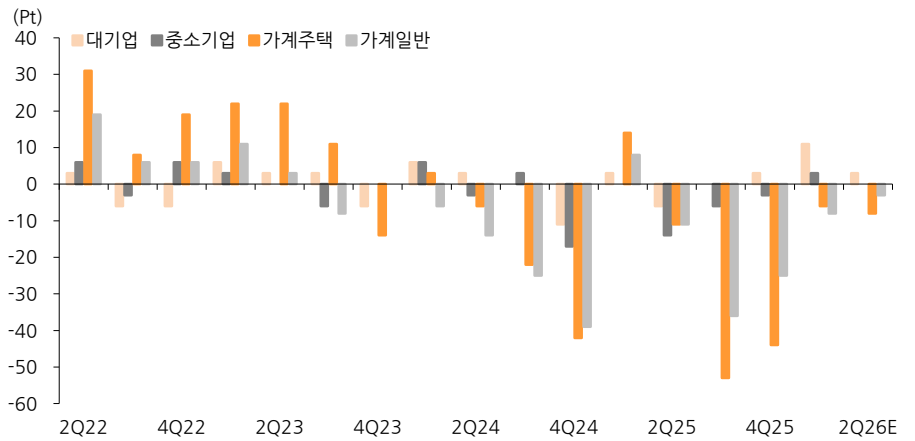
자료: 한국은행, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 은행업종 수신 종별 YoY 증가율: 저원가가 더 빠르게 증가



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 은행업종의 대출태도: 양수(+)는 우호적, 음수(-)는 부정적

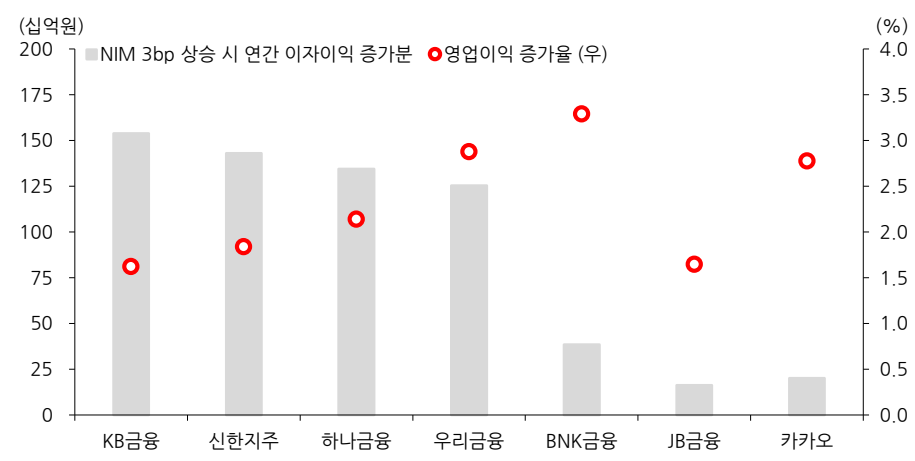


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

NIM +3bp
→ OP +2~3%

커버리지 (계열)은행의 1Q26 말 이자부자산은 국민 506조원, 신한/하나/우리 400조원 대, BNK 양행 126조원, JB 양행 53조원, 카카오뱅크 66조원 등이다. 연간 자산 증가율 추정치를 적용하여 평잔을 산출하고 NIM +3bp 가정을 적용하면, 연간 이자이익은 4대 시중은행이 1,250억원~1,540억원 증가하고 BNK 양행이 380억원, JB 양행이 160억원, 카카오뱅크가 200억원 증가한다. 이는 2026년 영업이익(계열 은행의 경우 지주 영업이익과 비교)을 2~3% 증가시키는 수준이다.

[그림12] 마진 확대에 따른 이자이익 증가 추정

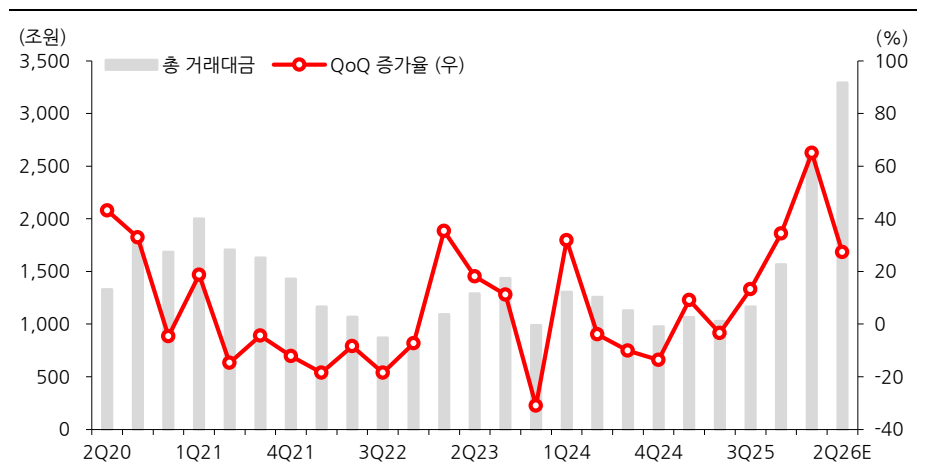


주: 실적발표 시 이자부자산 데이터를 제공하는 회사에 한함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

계열 증권사의
수수료 증가 전망

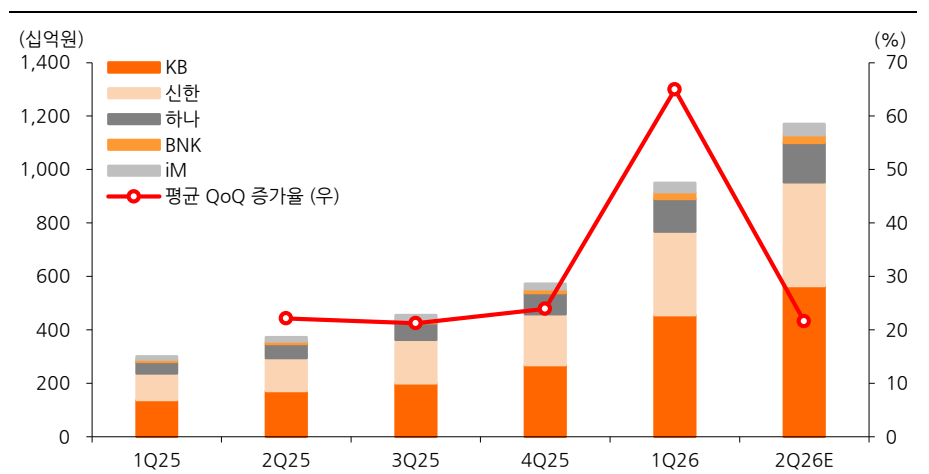
계열 은행의 이자이익뿐 아니라, 증권사의 수수료수익도 증가할 것으로 기대된다. 증시 거래대금(KRX 기준)은 4Q25 34% QoQ, 1Q26 65% QoQ 증가한 데 이어, 2Q26에도 전분기보다 20% 이상 증가할 것으로 추정된다(6월 일평균 50조원 가정 시 +24% QoQ, 60조원 가정 시 +32% QoQ). 이에 금융지주의 계열 증권사 수탁수수료도 이와 유사한 기율기로 증가할 것으로 가정하였다. 전분기 대비 20%대 증가를 가정하면, 분기 수수료 증분은 KB 1,090억원, 신한 750억원, 하나 245억원, iM 70억원, BNK 50억원 등으로 나타난다. 더불어 자산시장 호조에 따라 은행 및 증권사의 금융상품 판매수수료 수익도 더해질 것으로 예상된다.

[그림13] KOSPI 및 KOSDAQ 기간 거래대금 (KRX)



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

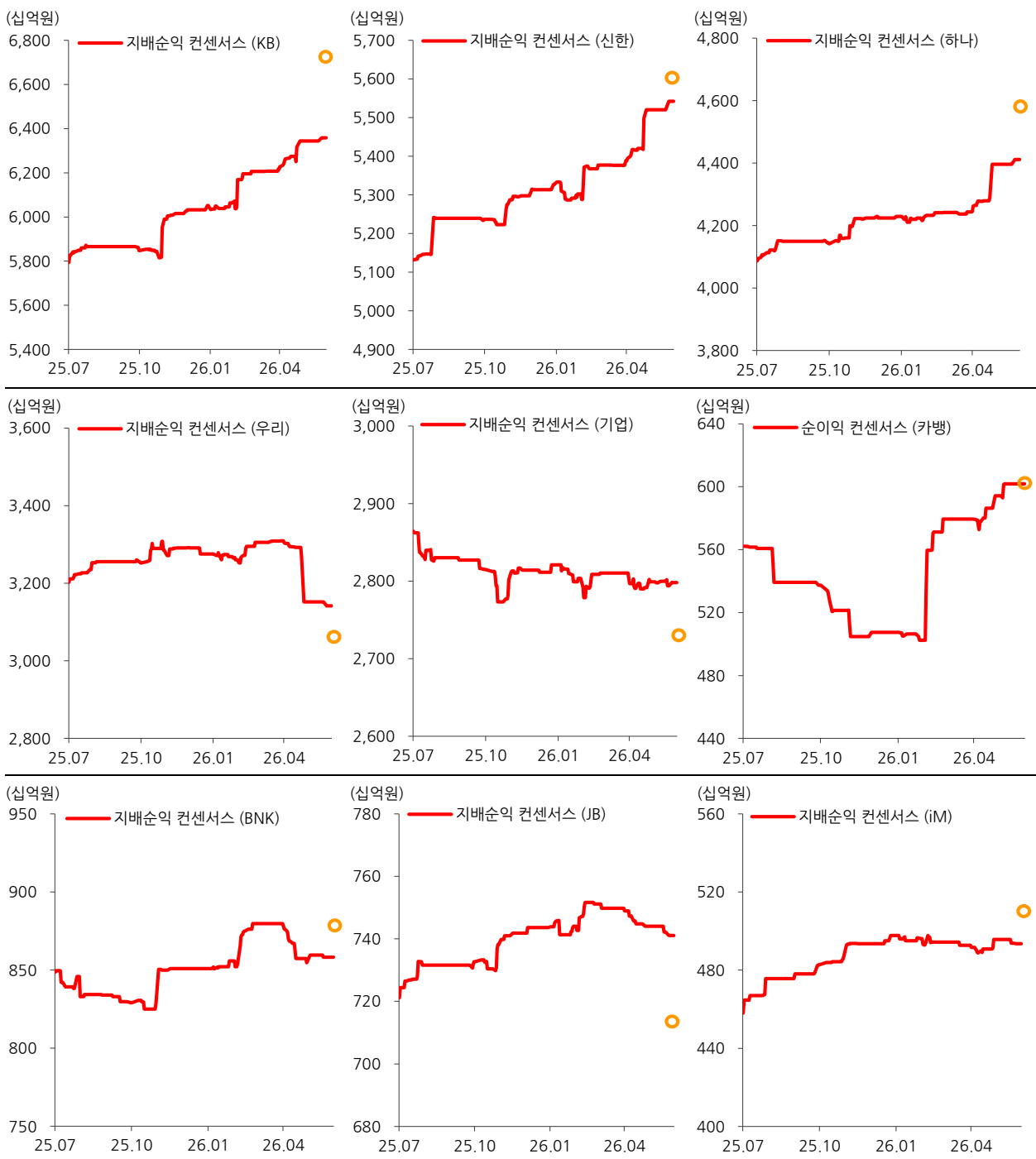
[그림14] 금융지주 계열 증권사의 수탁수수료



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

이익 컨센서스는 올해 은행에 대한 투자포인트는 사실 단순하다. 연중 이익 컨센서스의 상향 조정이 계속될 것이라는 점이다. 이자와 수수료를 중심으로 한 손익 증가가 예상되는 종목을 중심으로 접근할 것을 추천한다. 당사 추정치가 현재 시장 컨센서스를 상회하는 종목은 KB금융, 신한지주, 하나금융지주, 카카오뱅크, BNK금융지주, iM금융지주 등으로 나타난다.

[그림15] 커버리지 은행주의 2026년 이익 컨센서스 추이



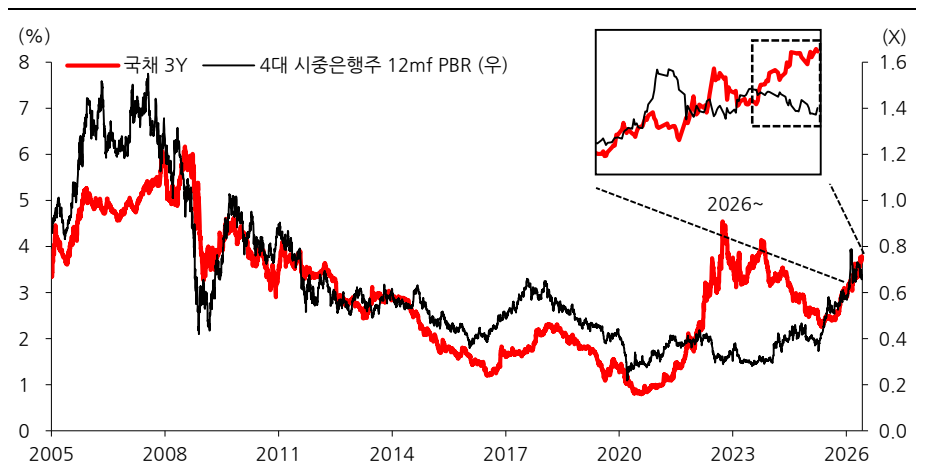
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

시장금리 상승에도 하락하는 PBR

앞서 강조한 대로 시장금리 상승은 은행의 수익성 개선으로 이어진다. 때문에 일반적으로 시장금리와 은행주 PBR은 정방향으로 움직인다. 2022년 구간을 제외하면, 2005년 이래 시장금리와 대형 은행주의 PBR 간의 상관계수는 0.80이다. 2022년은 미국에서 물가 안정을 우선하며 경기를 희생할 각오로 기준금리를 인상했던 시기로서, 금리와 경제가 동행하지 못했던 특수한 구간이다. 최근에는 국내 경기에 대한 전망 개선과 인플레이션 기대값의 상향이 동반되고 있어 2022년과는 다른 국면이다. 경기와 물가를 바탕으로 상승하는 시장금리는 은행업종의 마진과 크레딧 등 주요 수익성 지표에 긍정적이다.

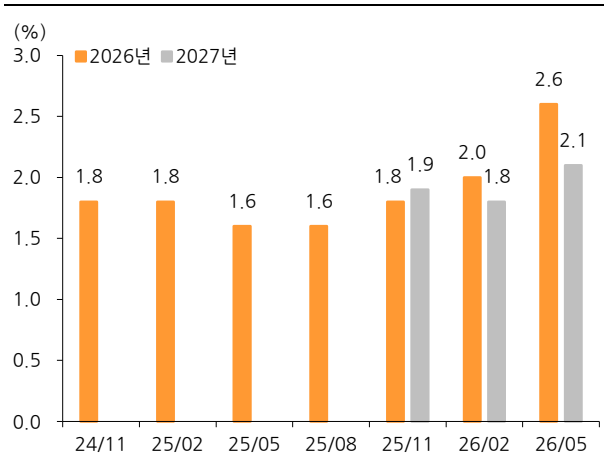
그럼에도 불구하고 4대 시중은행의 PBR은 지난 4월 중순부터 시장금리와 반대 방향으로 움직이며 0.66배까지 하락했다. Value up 구간부터(2024년~)는 은행주 주가가 주주환원의 가치를 기반으로 방어주처럼 움직였지만, 비즈니스의 성격상 이들은 엄연히 경기 민감업종임을 기억해야 한다.

[그림16] 시장금리와 은행주 Valuation



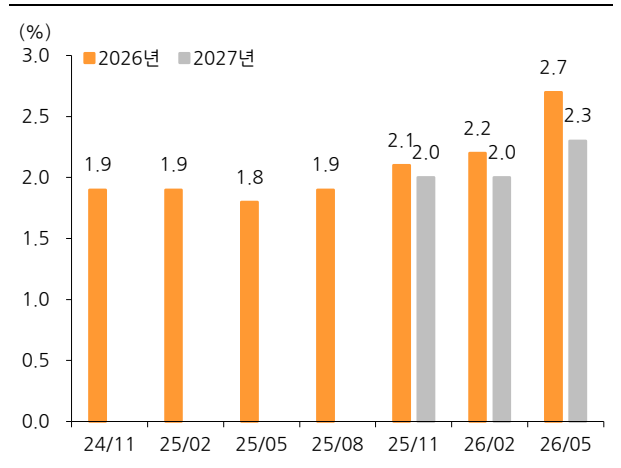
자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2026년 및 2027년 경제성장률 전망치



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

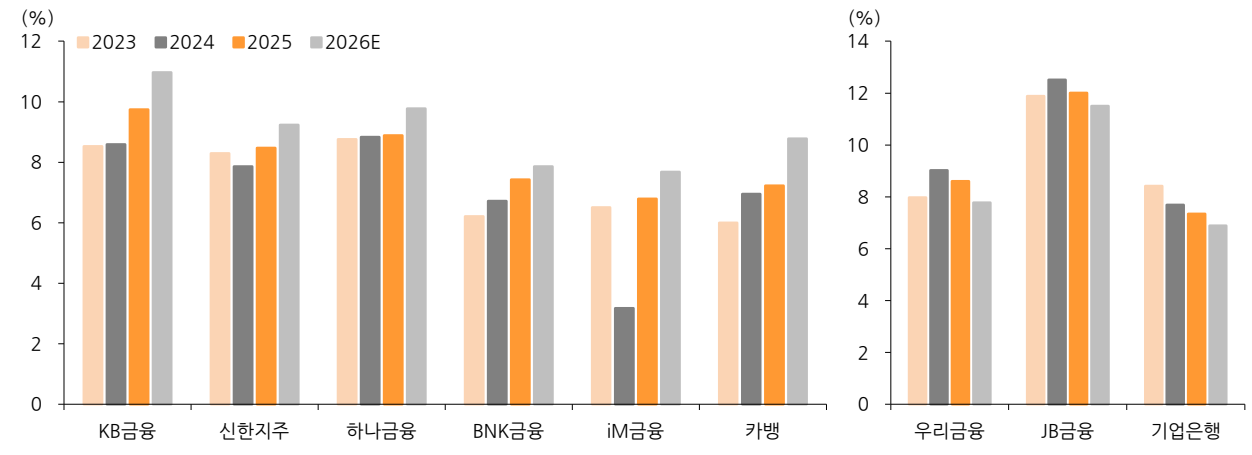
[그림18] 2026년 및 2027년 물가상승률 전망치



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

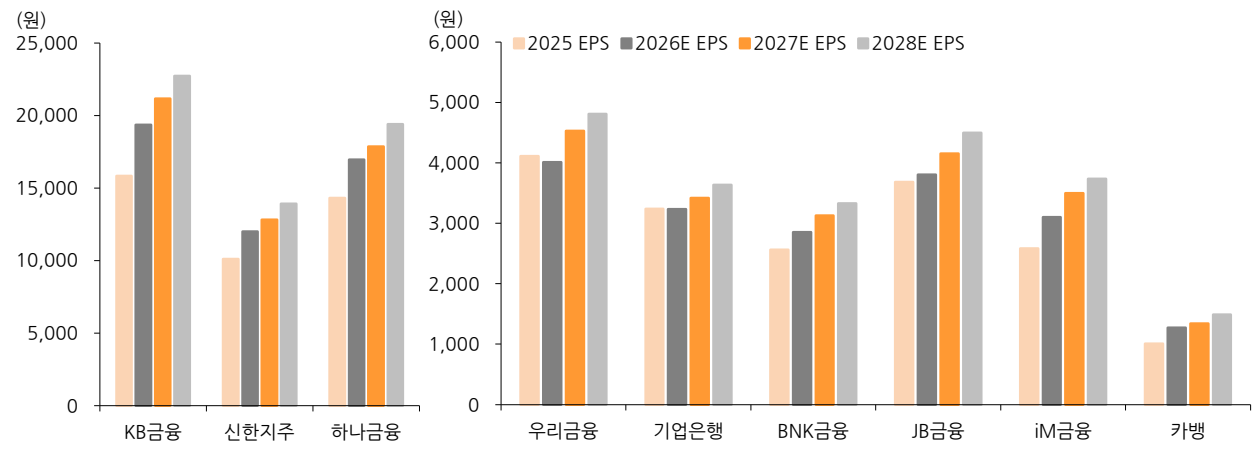
ROE 및 EPS 개선 결과적으로 KB금융, 신한지주, 하나금융지주, BNK금융지주, iM금융지주, 카카오뱅크의 수정 ROE는 평균 1.0%p YoY 상승할 것으로 추정된다. 특히 마진 개선과 수수료 증가가 동반되는 KB금융, 이자손익의 금리 민감도가 높을 것으로 추정되는 BNK금융, 마찬가지로 금리 민감도가 높은 동시에 계열 증권사의 정상화가 예상되는 iM금융은 2026년~2028년 수정 EPS 추정치가 평균 4% 이상 상향되었다.

[그림19] 커버리지 은행주의 수정 ROE 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 커버리지 은행주의 수정 EPS 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> ROE 는 주주환원 증가율로 연결

Book biz.의 성적표
= ROE

금융업은 제조업이나 일반 서비스업과 달리 자본을 기반으로 자산과 부채를 일으켜 이익을 창출하는 book business 구조이므로, 자본은 말 그대로 사업의 원천이 된다. 따라서 ROE가 중요하다. 좋은 금융회사의 기준은 얼마나 많은 자본을 보유했느냐가 아니라 보유한 자본을 얼마나 효율적으로 활용했느냐에 있고, 그 성적표가 ROE를 통해 드러나기 때문이다.

환원 증가율은
ROE와 비례

심지어 은행주의 주된 강점이 주주환원으로 귀결되면서 ROE는 더욱 중요해졌다. 목표 자본비율에 도달하여 유보의 필요성이 낮고 환원율이 안정된 회사의 경우, 자본 증가율과 RWA 증가율, 환원 증가율이 ROE와 비례하기 때문이다. 회사가 한 해 동안 거수한 이익은 환원분을 제외하고 이익잉여금에 산입된다. 자본 대비 ROE만큼 발생한 이익에서 유보율을 곱한 만큼 자본이 늘어나는 것이다. 산식으로 표현하면 이하와 같다.

$$ROE * \text{유보율} = \text{자본growth}$$

자본비율을 높이거나 낮출 필요 없이 목표 수준(예: CET1 13%)에서 유지할 때, RWA 증가율과 자본 증가율은 일치한다. RoRWA가 유지될 수 있다면, 이익 증가율은 RWA 증가율을 따른다. 환원율이 안정화된 경우 환원금액의 증가율은 이익 증가율과 같다.

$$\text{자본growth} = \text{RWAgrowth}$$

$$\text{RWAgrowth} = \text{이익growth}$$

$$\text{이익growth} = \text{환원growth}$$

즉 자본비율 유지, RoRWA 유지, 환원율 유지라는 base case에서 환원의 증가 속도는 ROE와 비례한다.

(1) 자본비율 제고 시
ROE > 환원 증가율

그러나 현실에서는 자본비율, RoRWA, 환원율이 모두 고정되어 있지 않다. 위의 관계식을 바탕으로 몇 가지 경우의 수를 대입할 수 있다.

(1) 자본비율이 일정하지 않다: ex. 자본비율을 높여야 하는 경우

규제 강화 등으로 자본비율을 제고해야 하는 경우, 자본 증가율이 RWA 증가율보다 높아져야 한다. 유보를 늘려 자본 증가율을 올리거나, RWA를 억제하는 등 두 가지 경로가 있다. 어느 쪽이든 이익 증가율은 자본 증가율보다 낮아지므로 ROE는 하락한다. 유보를 늘렸다면 환원 증가율이 떨어지고, RWA를 억제했다면 이익과 환원이 함께 둔화한다. 결국 환원 증가율은 하락한다.

$$(ROE * \text{유보율} \uparrow) \text{자본growth} \uparrow > \text{RWAgrowth} = \text{이익growth} > \text{환원growth} \downarrow$$

$$\text{or } \text{자본growth} > \text{RWAgrowth} \downarrow = \text{이익growth} \downarrow = \text{환원growth} \downarrow$$

(2) RoRWA 상승 시
ROE와 환원 증가율의
동반 상승

(2) 자본비율은 유지하지만 RoRWA가 일정하지 않다: ex. RoRWA 상승/하락

마진 개선, 비용률 효율화, 수수료 증가 등으로 단위 RWA당 이익이 증가한다면 자본과 RWA 증가율이 동일한 상황에서도 이익 증가율은 더 높아지며 ROE는 상승한다. 이때 자본비율 유지를 위해 더 낮은 유보율이 요구되므로, 환원금액 증가율은 이익 증가율보다 더 높아진다.

$$\text{자본growth} = \text{RWAgrowth} < \text{이익growth} \uparrow < \text{환원growth} \uparrow \quad (a)$$

만일 높아진 RoRWA를 고려해 RWA 투자를 확대하며 이익의 극대화를 추구한다면, 자본과 RWA 증가율을 높이기 위해 유보율 또한 높아진다. 따라서 환원 증가율이 이익 증가율보다는 낮아지지만, RWA를 늘리지 않았을 경우보다는 높을 수 있다. 경우에 따라, RoRWA가 상승하는 구간에서는 유보율 상승이 환원금액 증가에 오히려 긍정적일 수 있다.

$$\text{(ROE*유보율}\uparrow\text{)}\text{자본growth} \uparrow = \text{RWAgrowth} \uparrow < \text{이익growth} \uparrow$$

$$\text{이익growth} \uparrow > \text{환원growth} \uparrow \quad (b)$$

- (b)가 (a)보다 높을 수 있다

다만 수익성을 유지할 수 있는 투자처가 부족해 한계(marginal) 자산 편입이 RoRWA 하락으로 이어질 때는 유보율을 낮추고 성장을 억제하는 것이 유리할 것이다.

$$\text{(ROE*유보율}\downarrow\text{)}\text{자본growth} \downarrow = \text{RWAgrowth} \downarrow = \text{이익growth} \downarrow < \text{환원growth} \uparrow$$

시장금리가 상승하고 자산시장이 호황 국면인 현 시점에서는 RoRWA 상승이 기대된다. 동시에 규제 환경을 고려하면 적극적인 자산 성장을 도모하는 데는 한계가 있다. 즉 지금은 이익 증가율이 높아지면서도 환원 증가율이 이를 상회할 수 있는, 주주환원에 우호적인 국면이라고 판단된다.

전술한 base case처럼 자본비율과 수익성, 환원율이 유지된다면 환원금액은 일정하게 증가한다. 그러나 '(2) RoRWA가 상승할 경우'처럼 수익성이 개선될 때 환원율을 낮추면 재투자한 자산으로부터 이익이 증가하면서 환원금액이 더 빠르게 증가할 수 있다. 투자자 입장에서 주주환원율 상향만을 원할 필요가 없는 셈이다. 때로는 유보 확대가 주주에게 더 많은 것을 안긴다.

다만 한계마진을 하락 없이 RoRWA이 유지되는 자산군을 자본이 늘어난 만큼 완전 재투자할 수 있다는 전제는 현실적으로 무리가 있다. 완전시장이 아닌 현실에서는 재투자되지 못한 잉여 자본이 발생할 경우 ROE는 하락하고 환원금액 증가율도 떨어지게 된다. 결국 주주환원율의 최적점이란 수익성이 양호한 자산을 중심으로 RWA가 성장할 수 있는 한도에서 경영진의 의사결정이 더해질 수밖에 없다. 주주환원율이 상수가 아닌 논리와 산식으로 제시되어야 하는 이유이다.

[표1] ROE 상승 → 환원 금액의 증가

(단위: 조 원, %)

연도	자기자본	RWA	ROE	순이익	환원액	유보액
자본비율 10% / ROE 10% / 환원율 50% 유지 가정: 환원액의 일정한 증가						
t ₀	10.0	100.0	10.0	1.0	0.5	0.5
t ₁	10.5	105.0	10.0	1.1	0.5	0.5
t ₂	11.0	110.3	10.0	1.1	0.6	0.6
t ₃	11.6	115.8	10.0	1.2	0.6	0.6
t ₄	12.2	121.6	10.0	1.2	0.6	0.6
t ₅	12.8	127.6	10.0	1.3	0.6	0.6
YoY, CAGR	5.0	5.0		5.0	5.0	5.0
자본비율 10% / 환원율 50% 유지 / ROE 연 0.5%p 상승 가정: 가파른 환원액 증가						
t ₀	10.0	100.0	10.0	1.0	0.5	0.5
t ₁	10.5	105.0	10.5	1.1	0.6	0.6
t ₂	11.1	110.5	11.0	1.2	0.6	0.6
t ₃	11.7	116.6	11.5	1.3	0.7	0.7
t ₄	12.3	123.3	12.0	1.5	0.7	0.7
t ₅	13.1	130.7	12.5	1.6	0.8	0.8
YoY, CAGR	5.5	5.5		10.3	10.3	10.3
자본비율 10% / 환원율 40% 유지 / ROE 0.5%p 상승 가정: 이익이 더 늘어나는 형태						
t ₀	10.0	100.0	10.0	1.0	0.4	0.6
t ₁	10.6	106.0	10.5	1.1	0.4	0.7
t ₂	11.3	112.7	11.0	1.2	0.5	0.7
t ₃	12.0	120.1	11.5	1.4	0.6	0.8
t ₄	12.8	128.4	12.0	1.5	0.6	0.9
t ₅	13.8	137.6	12.5	1.7	0.7	1.0
YoY, CAGR	6.6	6.6		11.5	11.5	11.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 경로 1: 자본력을 활용한 ROE 제고

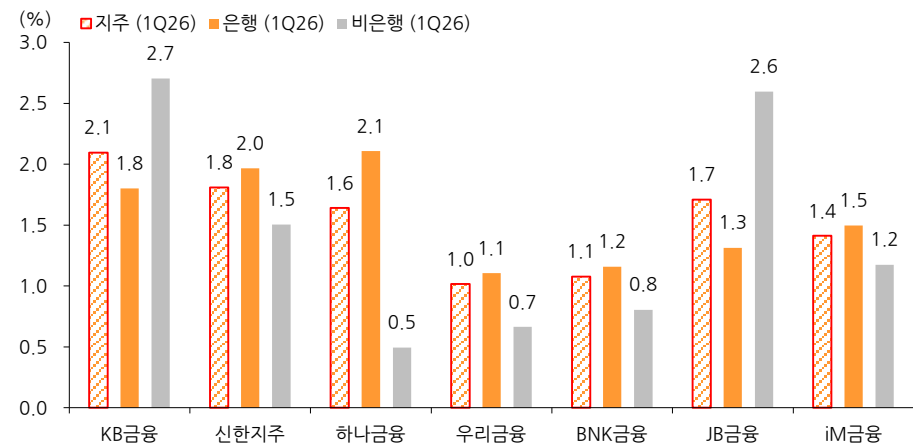
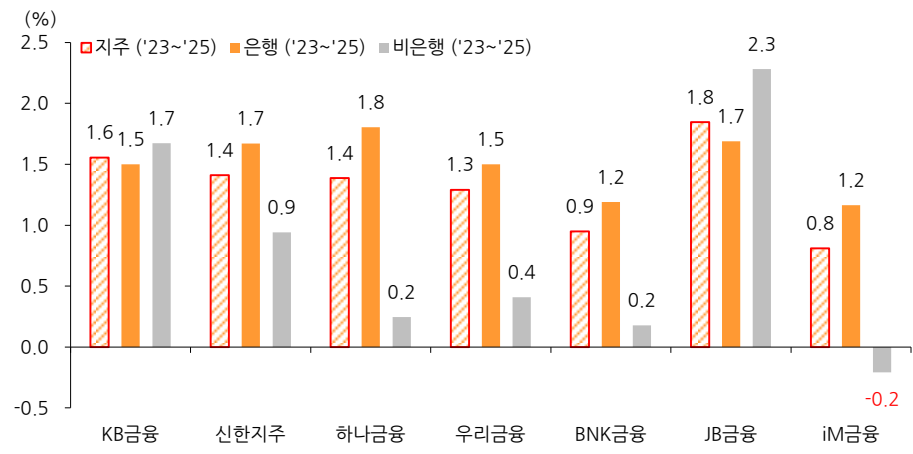
>> RoRWA 높은 곳에 자본 투여

KB/JB: 비은행>은행
그 외: 은행>비은행

지속가능 ROE를 제고하기 위한 근원적인 방법은 거대한 자본을 고수익성 자산에 효율적으로 배분하는 것이다. RWA 성장에는 자본이 소요(equity charge)된다. 그러므로 RoRWA 관점에서의 검토를 통해 자본을 활용해야 한다.

은행지주별 RoRWA를 은행과 비은행으로 단순 구분하면, 지주별로 편차가 크다. 직전 3개년을 기준으로 비교할 때 KB금융과 JB금융은 비은행의 수익성이 은행보다 우월했고, 계열사의 PF 관련 비용 부담이 크게 발생했던 신한, 하나, iM금융은 비은행이 지주의 발목을 잡았다. 1Q26에는 자산시장과 맞닿은 KB금융과 JB금융의 비은행 수익성이 더욱 제고되었고, 비은행 열위의 타 지주들도 양호한 개선폭을 나타냈다. 특히 증권과 보험을 자회사로 보유한 경우(보험은 자본비용 산입 방법이 상이해서 동등 비교가 어렵지만), 결과적으로 비은행의 RoRWA가 높게 나타나고 이는 주주환원 여력으로 이어진다.

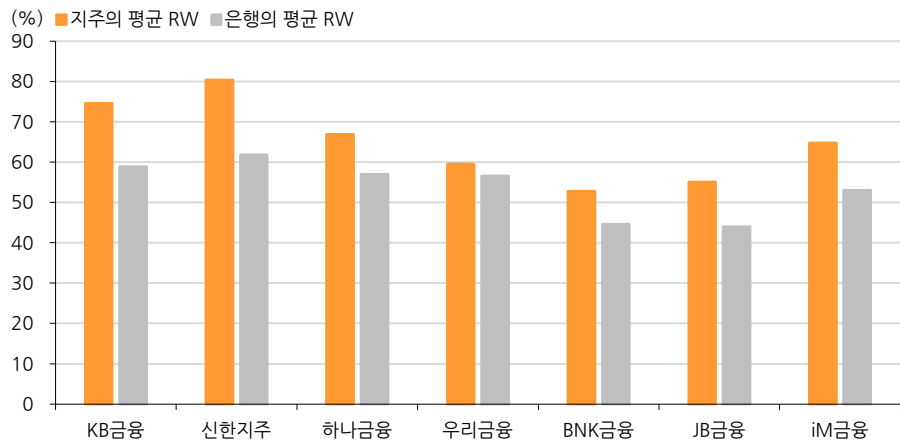
[그림21] 커버리지 은행지주별 RoRWA



주: 비은행의 RoRWA는 지주의 이익과 RWA로부터 은행의 이익과 RWA를 차감하여 단순 계산함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

한편 모든 은행지주에서 지주의 평균 RW가 은행의 평균 RW보다 높게 나타난다. 이는 당연하게도 비은행 자산의 리스크가 평균적으로 은행보다 높으며 단위 자산에 대해 더 많은 자본을 소요한다는 것을 의미한다. 비은행의 RoRWA가 높게 나타나는 지주는 높은 위험을 감내한 대가가 더 효율적으로 드러났다고 볼 수 있다. 이 경우 비은행에 대한 자본 투자를 확대하는 것이 적절할 것이다.

[그림22] Risk taking의 척도: 단위 자산에 대한 위험은 비은행>은행



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

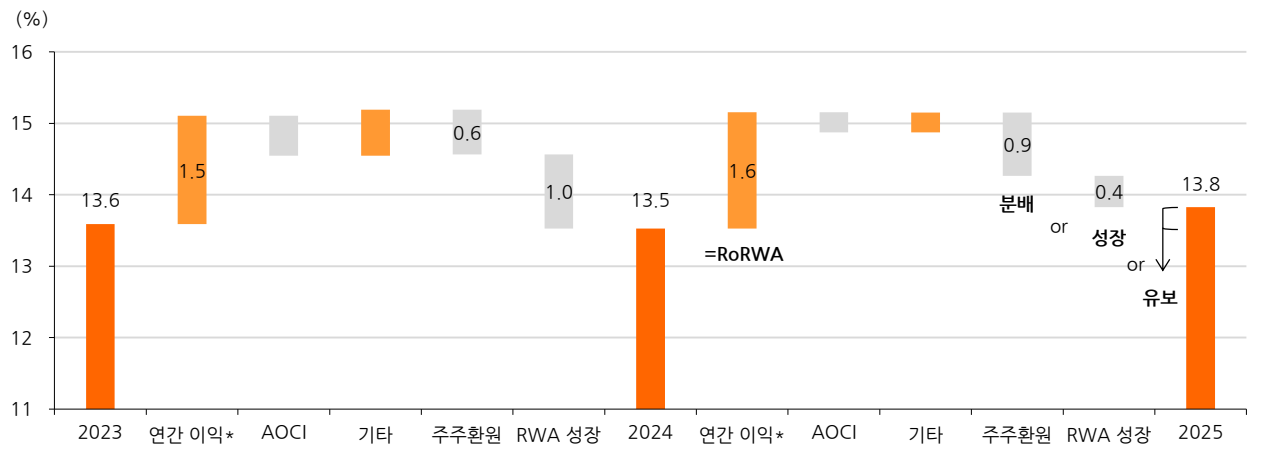
자본의 활용처:
성장-분배-유보 간의
기회비용

보통주자본(CET1)비율의 흐름을 보면 RoRWA의 중요도를 알 수 있다. 유상증자 등의 외부요인이 없을 때 기초 CET1비율로부터 연중의 변동 요인은 (1)순이익(신중 이자 제거) → 이익잉여금 증가(분자), (2)기타포괄손익누계액(AOCI) 변동(분자), (3)배당 및 자사주 매입 → 이익잉여금 감소(분자), (4)RWA 변동(분모) 등으로 구분할 수 있다. 아래 도식화를 참고하듯이 (1)에 해당하는 RoRWA가 (3)분배와 (4)성장의 원천이 되고, 남은 잔여분은 기말 CET1비율에 가감되는 유보에 해당한다.

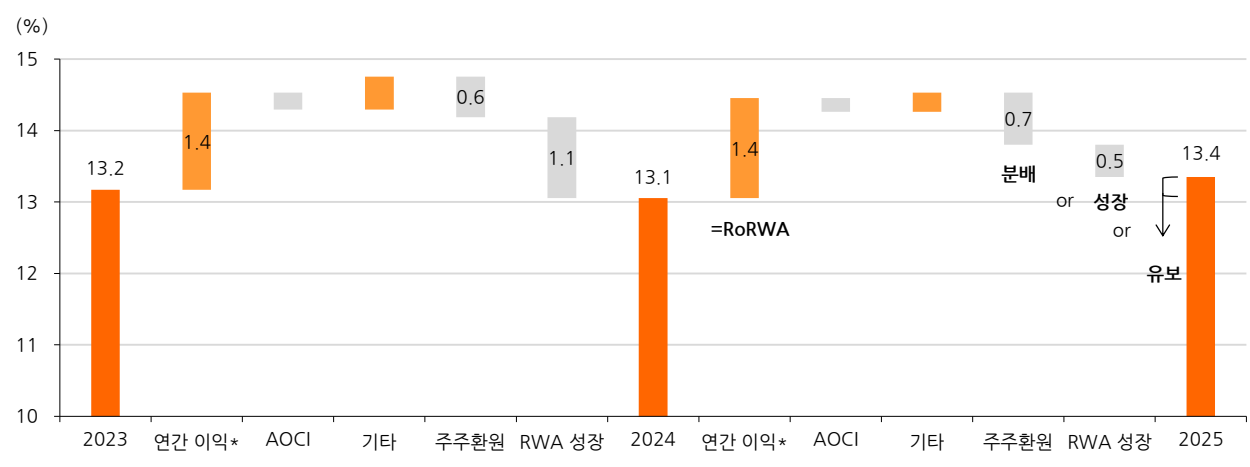
예컨대 KB금융의 경우 2025년 중 거둔 RoRWA 1.6%를 분배에 0.9%, 성장에 0.4% 활용하고 0.3%를 유보하였다. 한편 신한지주와 하나금융은 동기간 RoRWA 1.4%를 분배에 0.7%, 성장에 0.5% 활용하였다. 분배와 성장 간의 무게 중심 차이가 특징적인데, 3사의 연간 RWA 증가율은 3.2~ 3.4%로 유사했다. 즉 KB금융이 성장을 적게 한 것이 아니라 분배와 성장의 재원이 많았던 것이다. RoRWA가 높은 회사는 배분, 성장, 유보 중 어디에 얼마나 자본을 배치할지에 대해 기회비용은 낮아지고 선택권이 넓어진다는 의미이다.

CET1비율 movement상 모든 은행지주의 공통점은 2025년 중 분배에 할당하는 자본비율이 전년 대비 증가했다는 것이다. 동시에 BNK금융과 iM금융 외의 지주들은 모두 2025년의 성장 할당이 2024년보다 축소되었다. 이는 Value up 계획의 가속 이행에 주력한 동시에 외부적인 대출 규제가 동반되었기 때문이다. 이전 챕터에서 설명했듯이 분배를 확대하는 것만이 능사는 아니다. 국면에 따라 분배 할당을 축소하고 성장 할당을 확대하는 것이 주주환원에 오히려 긍정적인 일 것이다.

[그림23] KB 금융의 CET1 비율 movement

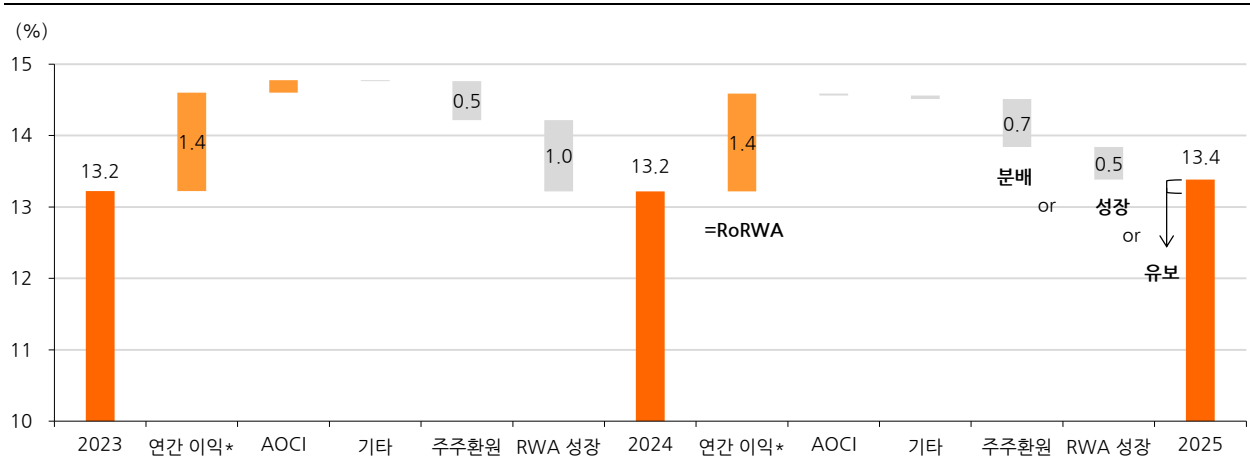


[그림24] 신한지주의 CET1 비율 movement



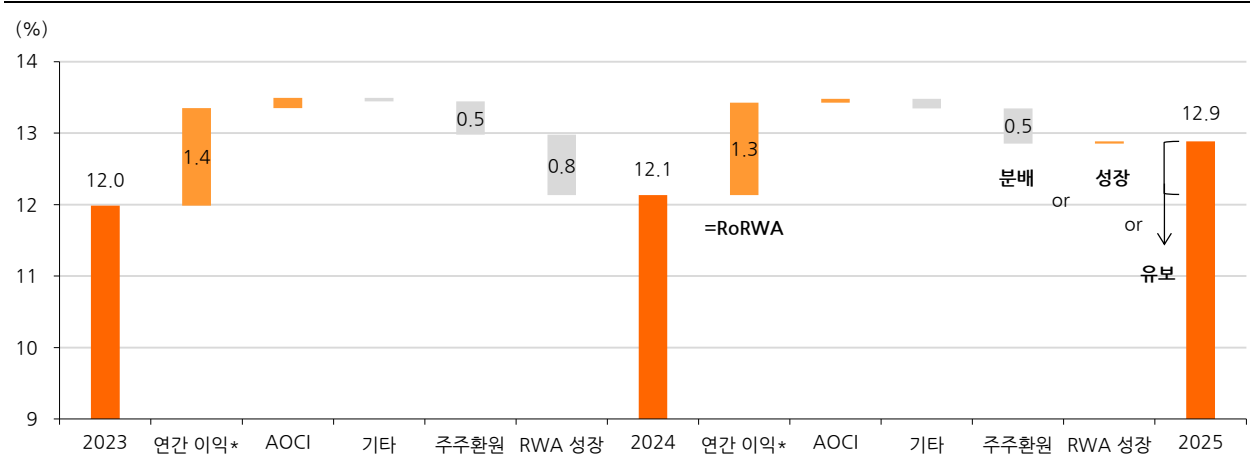
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 하나금융지주의 CET1 비율 movement



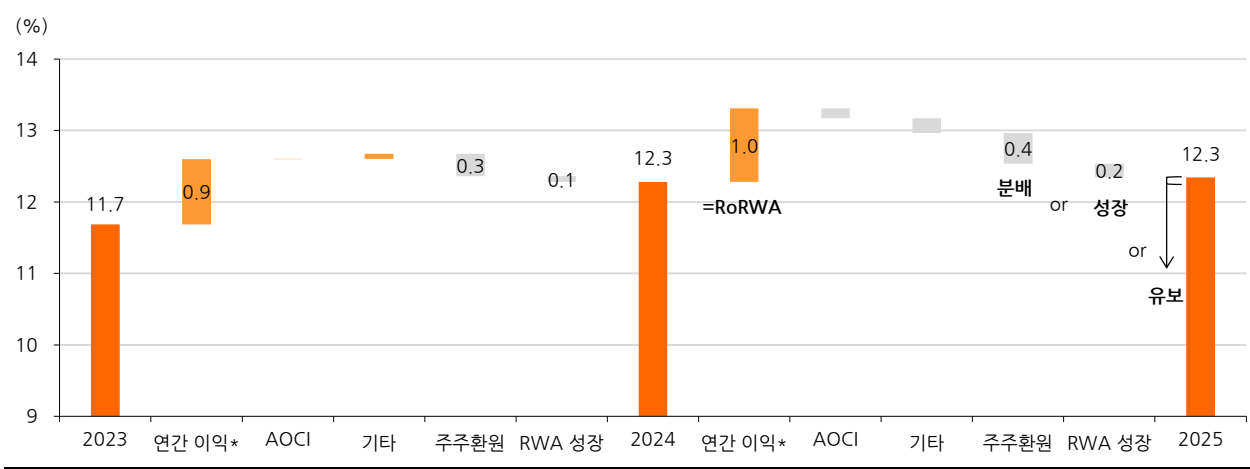
자료: 하나금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 우리금융지주의 CET1 비율 movement



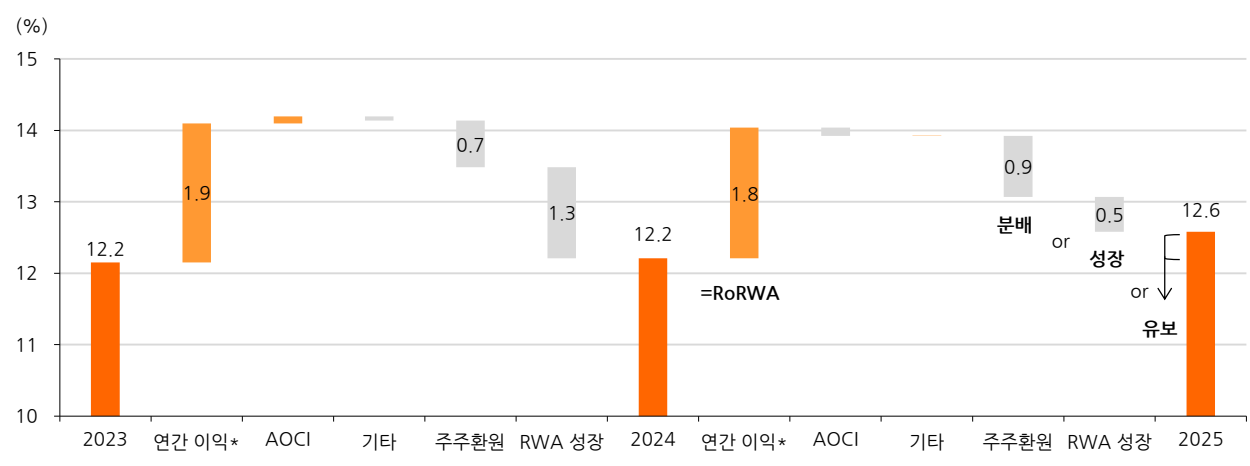
자료: 우리금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] BNK금융지주의 CET1 비율 movement



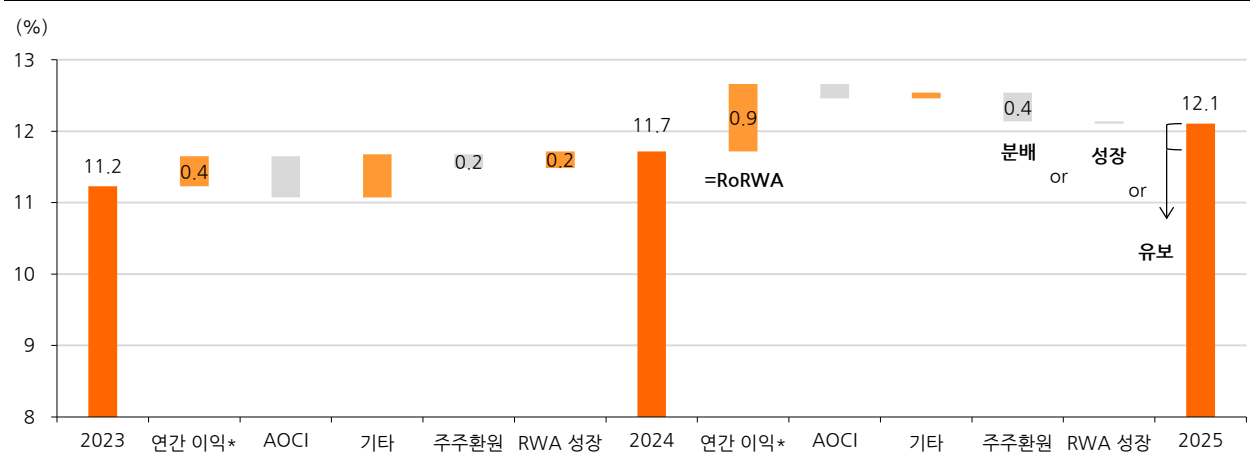
자료: BNK금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] JB금융지주의 CET1 비율 movement



자료: JB금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] iM금융지주의 CET1 비율 movement

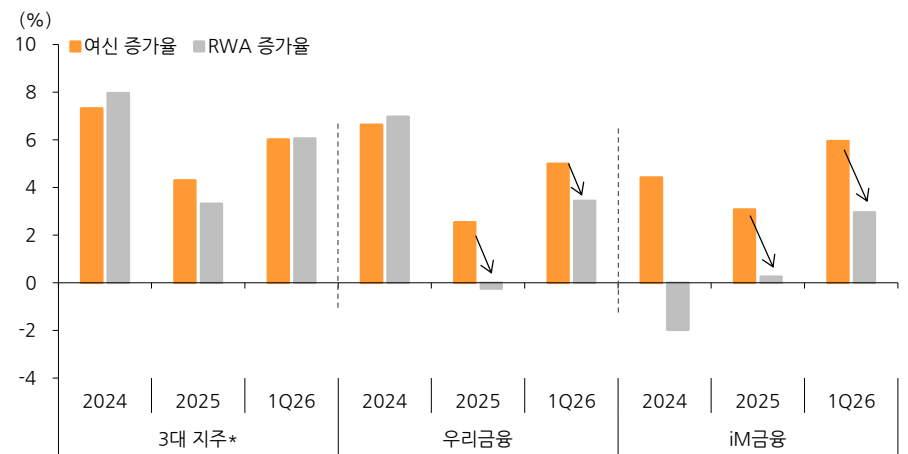


자료: iM금융지주, 한화투자증권 리서치센터

CET1비율 movement에서 볼 수 있듯이, 우리금융과 iM금융의 경우 RWA 성장에 할당하는 자본이 극도로 억제되었다. 이들은 당시 주주환원 최대화를 위한 목표 자본비율에 도달하지 못했기 때문에 세 번째 선택지인 유보의 우선순위가 높아질 수밖에 없었다. 양사 모두 실제 여신은 성장했지만 평균적인 위험가중치를 낮추는 방식으로 RWA를 관리했다. 고마진-고위험 자산의 비중을 축소하고 저마진-저위험 자산의 편입을 확대하면서 포트폴리오를 조정한 것이다.

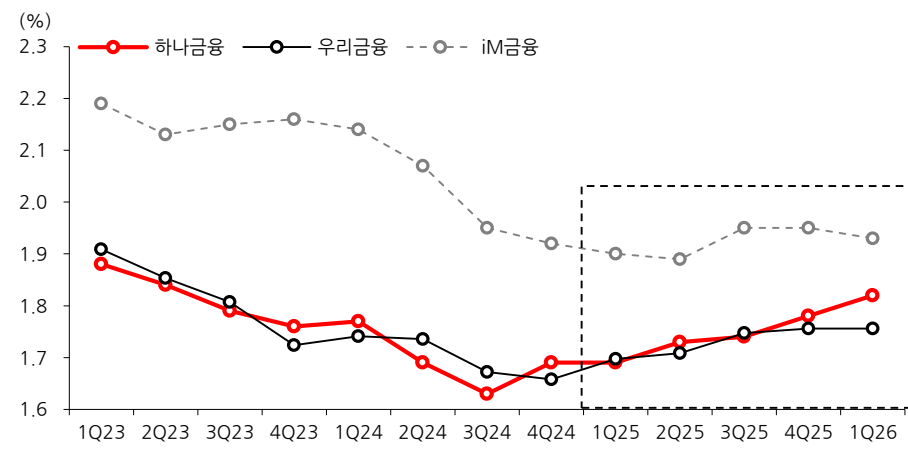
이러한 포트폴리오 조정이 NIM 둔화로 이어진 것으로 판단된다. 금리와 마진 간의 상관성이 이들과 유사한 하나금융의 NIM이 4개 분기간 13bp 상승한 데 반해, 동기간 우리금융은 6bp, iM금융은 3bp 상승하는 데 그쳤다. 다만 이러한 저마진-저위험 자산은 결국 낮은 대손비용률로 연결된다. 대손비용률 하락이 동반된다면 NIM 둔화는 문제가 되지 않는다. 결론적으로, 우리금융과 iM금융의 우선 과제는 비용률 개선이다.

[그림30] 여신 증가율과 RWA 증가율: 우리와 iM은 자산을 축소한 것이 아니라, 위험을 축소



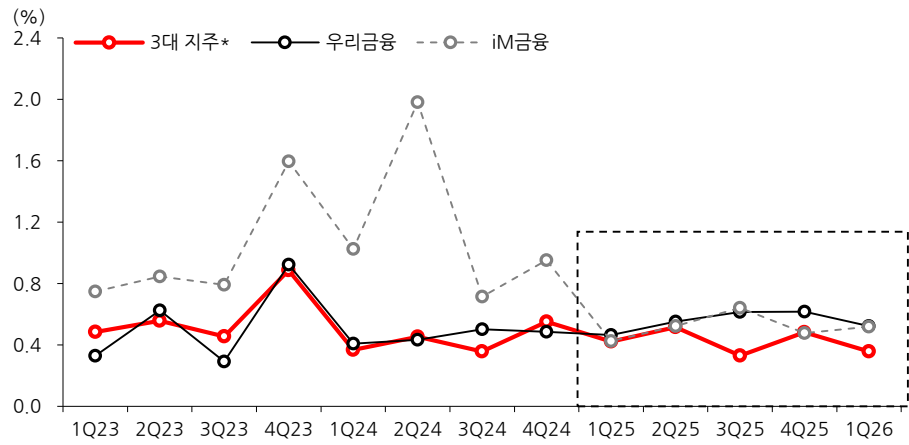
주: *3대 지주는 KB금융, 신한지주, 하나금융의 평균
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] NIM: 위험 인수를 낮추었으니 마진도 둔화



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 대손비용률(CCR): 그렇다면 응당 CCR 이 낮아져야 할 것

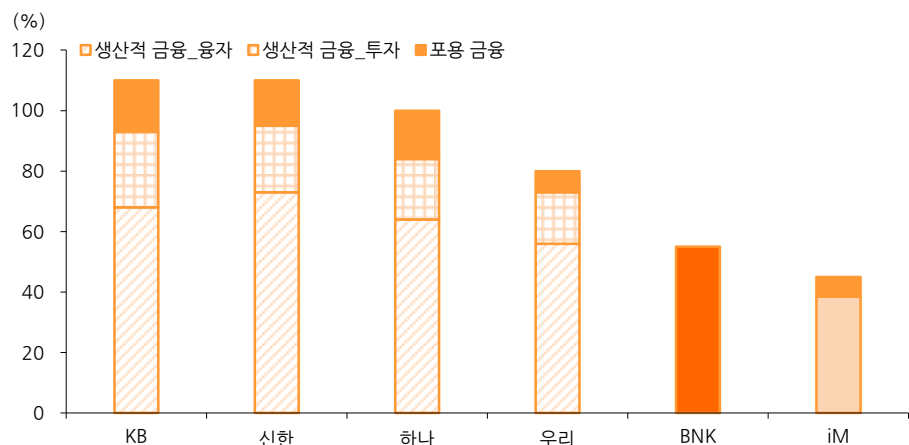


주: *3대 지주는 KB금융, 신한지주, 하나금융의 평균
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

변수: 생산적 금융

이자마진 상승과 수수료 증가로 인해 자본의 다양한 활용을 용이하게 하는 RoRWA가 개선될 것으로 전망되는 가운데, 생산적 금융의 집행은 변수가 될 것이다. 5개년간 공급될 지원금융의 목표치는 생산적 금융과 포용 금융을 합산하여 KB금융 및 신한지주 110조원, 하나금융 100조원, 우리금융 80조원, BNK금융 55조원, iM금융 45조원 등으로 발표되었다. 이 중 생산적 금융은 다시 용자(대출)와 투자로 나뉘는데 용자가 약 3/4를 차지하고, 1/4 수준인 투자는 다시 국민성장펀드(4대 지주 각 10조원)와 그 외 투자로 나뉜다.

[그림33] 주요 금융지주별 지원금융 집행 규모 목표치



주: 주: BNK금융은 지원금융의 항목별 세부 금액을, iM은 생산적금융의 항목별 세부 금액을 나누어 발표하지 않음
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

지원금융에 따른 부담을 산출하기 위한 몇 가지 가정은 이하와 같다. (1)용자는 기존의 기업여신과 대체관계에 있다고 판단해 영향에서 배제했고(첨단전략산업, 성장기업 등의 비중 확대로 평균 RW 상승은 가능), (2)국민성장펀드는 정책 특례로 RW 100%를 적용, (3)그 외 투자는 정책 목적 펀드의 여부에 따라 100%~250%의 RW 범위를 지니므로 밴드 형성을 위해 100%와 250%의 두 가지 경우로 접근하였다. (4)포용금융은 여신 취급과 채무 지원 형태의 구분이 불분명하여 알파(α)로 남겨둬야 할 것이다.

이로 인해 RWA가 얼마나 늘어나는지에 집중할 필요는 없다. 생산적 금융은 무수익자산이 아니기 때문이다. 금융회사는 항상 자금을 집행하고, 대형 은행지주의 여신은 매년 20~30조원씩 증가한다. 관심을 두어야 하는 건 RoRWA에 어떤 영향을 미치는가에 있다. 따라서 생산적 금융의 투자 부문 집행으로 발생하는 RWA에 회사별 RoRWA를 적용하여 요구 이익을 산출하였다.

4대 금융지주를 기준으로 수익성을 훼손하지 않기 위한 생산적 금융 집행의 요구 이익률은 보수적인 가정에서 2.2~3.2%로, 낙관적인 가정에서 1.3~1.7%로 산출된다. 이는 수반 비용을 차감한 세후 이익 관점이다. 집행을 위한 자금 조달비용을 은행채 5년물 금리(지난 5월 일 평균 4.17%)로 두고 법인세율을 단순 26%로 적용하면, 세전 요구 수익률은 보수적인 가정에서 8.6~9.9%, 낙관적인 가정에서 7.4~7.9%로 나타난다. 안정권의 요구 수익률은 아니나, 달성 가능성이 낮은 수준 또한 아니다. 알파를 추가로 고려해도, mid-sinlge 수준의 수익률에서도 RoRWA 희석은 눈에 띄지 않을 것으로 판단된다.

이외 (1)구조적 외화포지션을 시장리스크 산출에서 제외하고, (2)운영리스크에서 대규모 손실 사건의 반영 기간을 축소하는 등의 제도적인 지원이 뒷받침될 경우, 대형 지주를 기준으로 각각 10bp 내외의 수준 CET1비율 개선 효과가 기대된다. 정책 효과를 종합하면 자본 부담과 기회비용은 유의하지 않다는 판단이다.

[표2] 생산적 금융(투자) 집행 시, RoRWA 를 유지하기 위한 요구 이익률 (단위: 조 원, %)

그 외 투자가 모두 정책 특례가 아닐 경우 (가장 보수적)											
	국민성장펀드		→ RWA		그 외 투자	→ RWA		합계 RWA	요구 이익	요구 이익률	요구 수익률
	(a)	(b=a*100%)	(c)	(d=c*250%)		(e=b+d)	(f=e*RoRWA)				
KB금융	10	10	15	38	48	0.79	3.2	9.9			
신한지주	10	10	12	30	40	0.57	2.6	9.2			
하나금융	10	10	10	25	35	0.49	2.5	9.0			
우리금융	10	10	7	18	28	0.37	2.2	8.6			
그 외 투자가 모두 정책 특례일 경우 (가장 낙관적)											
	국민성장펀드		→ RWA		그 외 투자	→ RWA		합계 RWA	요구 이익	요구 이익률	요구 수익률
	(a)	(b=a*100%)	(c)	(d=c*100%)		(e=b+d)	(f=e*RoRWA)				
KB금융	10	10	15	15	25	0.42	1.7	7.9			
신한지주	10	10	12	12	22	0.32	1.4	7.6			
하나금융	10	10	10	10	20	0.28	1.4	7.5			
우리금융	10	10	7	7	17	0.23	1.3	7.4			

주: 신한지주의 투자금액은 회사 제공 범위의 중앙값을 적용, 요구 이익의 RoRWA는 회사별 2025년 수치를 적용

자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 경로 2: 기회비용 없는 ROE 제고

>> 결국 증권 자회사가 핵심

RoRWA가 높은 자산을 편입하여 수익성을 높이는 것은 금융사업의 원천이지만, 한정된 자원을 배분하는 과정에서 기회비용이 발생한다. 자원을 소모하지 않는 수익을 늘리는 것은 ROE를 제고하는 효율적인 방법이다. 수수료와 같이 서비스를 제공한 대가를 수취하는 비즈니스가 이에 해당한다. 자본이 소요되는 저량(stock) 사업은 book 비즈니스, 자본이 소요되지 않는 유량(flow) 사업은 서비스 비즈니스로 명명하겠다.

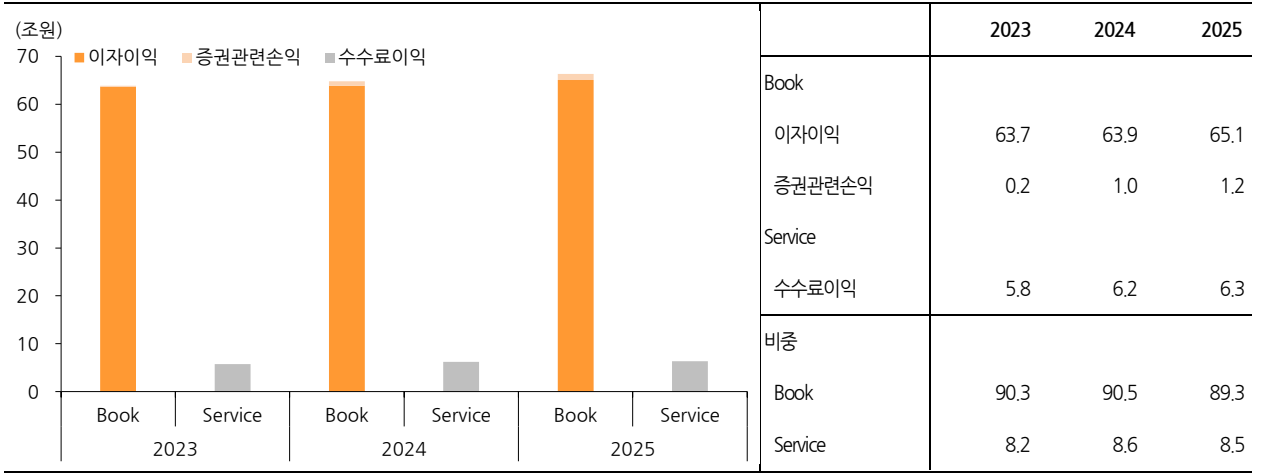
위험가중자산이 100, CET1 자본이 11인 은행지주의 목표 CET1비율이 10%일 때, book 비즈니스 관점에서는 10 미만의 위험자산을 늘려 이익을 추구하고 남은 자본을 주주환원에 사용할 수 있다. 만일 초과자본 1을 모두 주주환원에 사용한다면 book 이익은 정체될 것이고, 반대로 book 이익을 늘리려면 주주환원의 재원을 줄여야 할 것이다. 하지만 자산에서 창출되는 것이 아닌 서비스 비즈니스의 수익은 자본과 무관하다. 즉 초과자본 1을 모두 주주환원에 사용해도 서비스 이익은 별도로 발생한다. 증권사의 브로커리지 수수료나 카드사의 가맹점 수수료가 대표적이다. 이들은 자산 편입의 대가가 아니고, book에 잔류하지 않기 때문에 리스크도 제한적이며, 자본과 무관하다. 이러한 서비스 비즈니스에서 ROE는 주주환원 확대(분모 감소)와 이익 증대(분자 증가)를 동시에 추구하며 제고될 수 있다.

은행지주 산하의 주요 금융업종별 손익을 book과 서비스로 구분하면 이하와 같다.

- 은행: 이자수익을 창출하는 book 비즈니스가 대부분. 대출, 채권 등의 이자부자산으로부터 리스크를 부담하는 대가로 수익을 거두며, 자본 규제가 강함
 - 보험: 보험손익은 언더라이팅을 통한 서비스 제공의 대가가 주를 이루지만, 인수한 위험이 book에 잔류하고 리스크량에 대응되는 지급여력(자본)을 소요하므로 book 비즈니스라고 판단. 투자손익은 당연히 저량 사업이므로 이익이 모두 book에서 발생
 - 증권: 자기자본 투자, 트레이딩 등의 book 비즈니스와 브로커리지, IB, WM 등 수수료 비즈니스가 거의 균등한 비중으로 나타남. 시장리스크와 신용리스크 등에 대한 요구 자본은 존재하지만 강도는 은행 및 보험보다 낮음
 - 카드: 카드대출, 할부 결제, 리스금융 등의 book 비즈니스와 가맹점 수수료와 연회비 등의 서비스 비즈니스로 구분. 서비스 손익이 일반영업이익의 1/3 수준을 차지
 - 캐피탈: 할부금융, 리스, 렌탈, 비자 금융 등 모두 book에 계상되는 비즈니스를 영위
- 자본 배분에 대한 기회비용을 유발하지 않는 서비스 비즈니스의 비중이 상대적으로 높은 것은 증권, 카드업종 정도이다.

[그림34] 은행업종의 수익 구조: 대부분의 이익 원천이 book

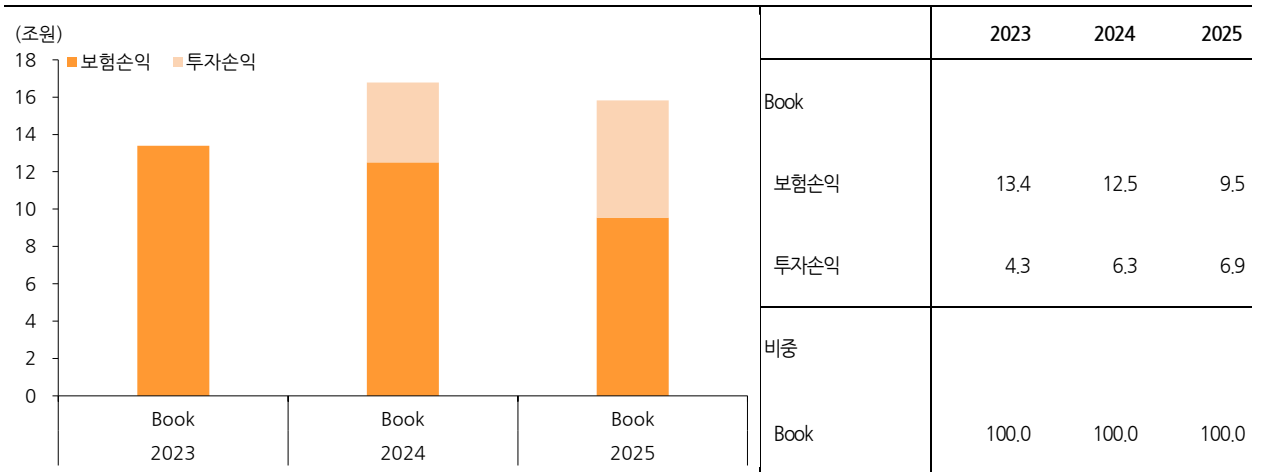
(단위: 조 원, %)



주: 이익 분류는 금감원 기준에 따름, 비중은 일반영업이익 대비로 산출
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 보험업종의 수익 구조: 자본 소요의 관점에서는, 100% book biz.

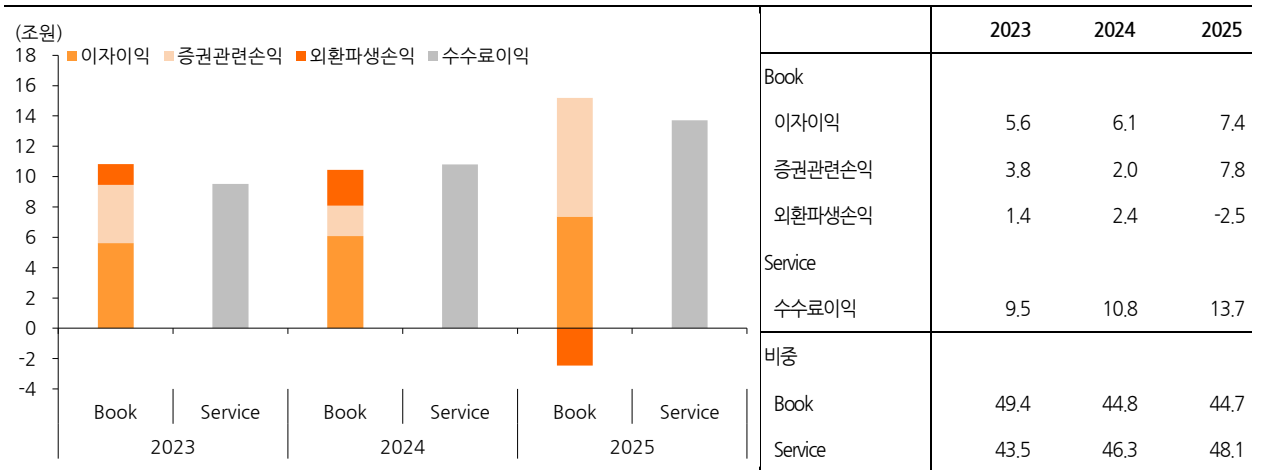
(단위: 조 원, %)



주: 이익 분류는 금감원 기준에 따름, 비중은 일반영업이익 대비로 산출
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 증권업종의 수익 구조: 절반은 book biz, 절반은 서비스 biz.

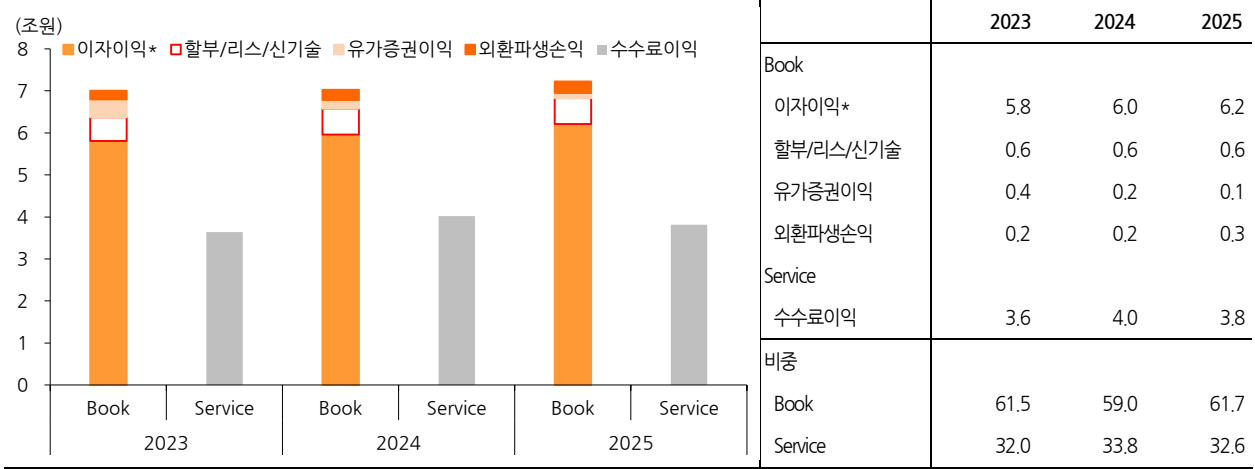
(단위: 조 원, %)



주: 이익 분류는 금감원 기준에 따름, 비중은 일반영업이익 대비로 산출
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 카드업종의 수익 구조: 서비스 원천이 70%대

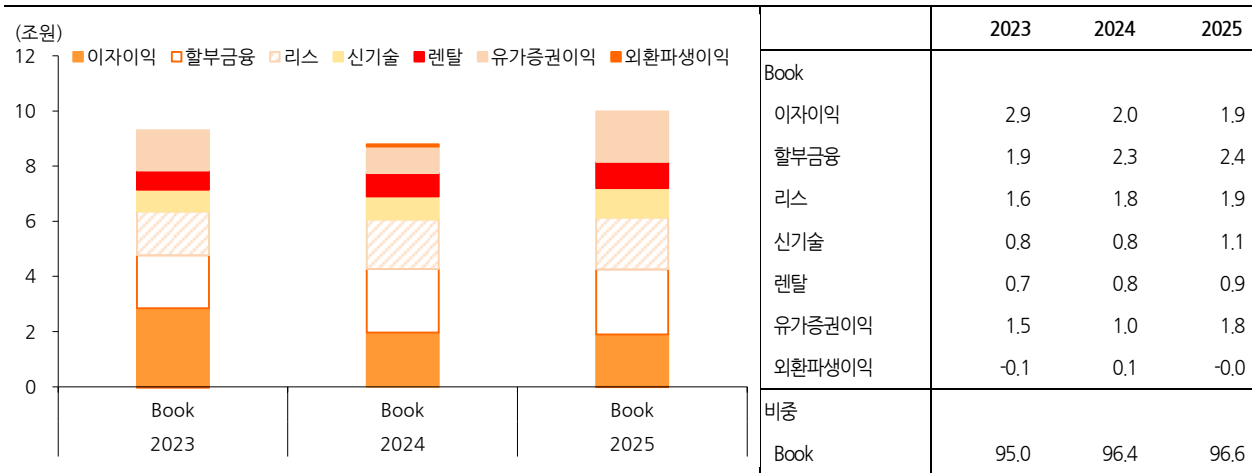
(단위: 조 원, %)



주: 이익 분류는 금감원 기준에 따름, 비중은 일반영업이익 대비로 산출, *현금서비스와 카드론 수익, 할부결제에 대한 수수료는 이자수익으로 분류함
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 캐피탈업종의 수익 구조: ROE가 높지만, book biz. 100%

(단위: 조 원, %)



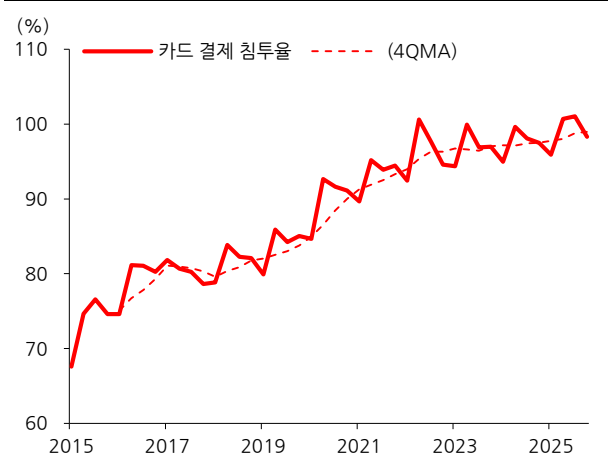
주: 이익 분류는 금감원 기준에 따름, 비중은 일반영업이익 대비로 산출
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

카드사의 서비스 수익 중 60% 이상이 가맹점 수수료에서 발생한다. 가맹점 수수료는 카드 결제액과 가맹점 수수료율의 함수이고, 카드 결제액은 다시 민간소비와 카드 사용률의 곱으로 표현할 수 있다.

이때 민간소비는 거시 경제에 따라 결정되는 외생 변수로써 카드사가 통제하기 어렵다. 카드 사용률은 이미 높은 수준까지 포화되어 있어, 구조적인 확장의 여지는 제한적이라는 판단이다. 결국 카드 결제액은 민간소비라는 거시 지표에 비례한다. 한편 가맹점 수수료율은 당국의 규제와 정책의 영향에 놓여있다. 본래 조달비용률 하락을 근거로 가맹점 수수료율 인하가 단행되었으나, 이제는 금리가 상승해도 주기적으로 인하가 강제되고 있다.

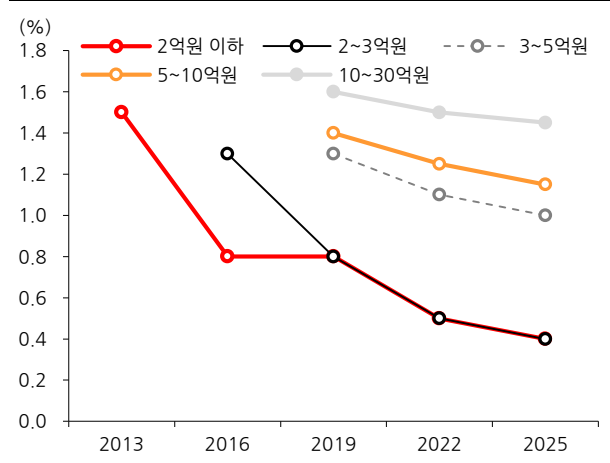
따라서 카드사의 자체적인 전략과 노력으로 서비스 수익을 성장시키는 데는 한계가 있다. 플랫폼 사업이나 데이터 서비스 등으로 수익 구조 다변화를 도모할 필요는 있겠지만, 신사업을 통해 업계 전체의 ROE를 제고하기는 쉽지 않을 것이다. 결과적으로 카드사는 자본을 소모하지 않는 좋은 사업 부문을 보유하고 있지만, 금융지주의 ROE 제고를 위한 전략 사업군이 되기에는 구조적인 어려움이 있다는 판단이다.

[그림39] 민간소비 대비 신용카드 결제 비중



주: 민간소비는 거주자 기준, 카드승안금액은 영토 기준으로 데이터 기준은 상이
 자료: 한국은행, 여신금융협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 가맹점 매출 규모에 따른 신용카드 우대 수수료율

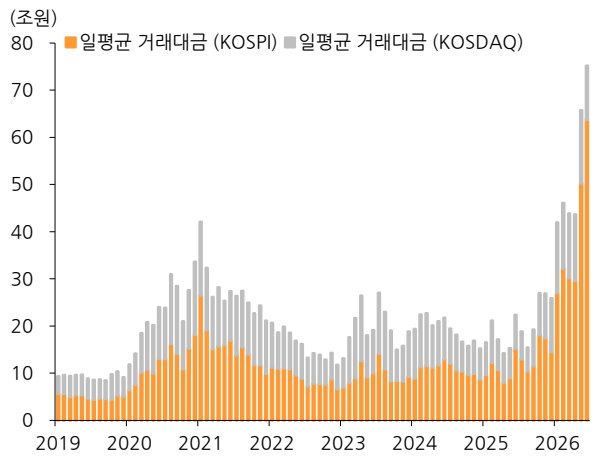


자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

반면 증권 부문은 자본을 소요하지 않는 서비스 비즈니스의 비중이 비교적 높을 뿐더러 이것의 확장 여지가 높다. 최근 급증하고 있는 주식 거래대금에 비례하여 브로커리지 수수료가 직접적으로 증가하고, 금융상품 판매 등의 자산관리(WM) 수수료도 간접적인 수혜를 받을 수 있다. PF 시장의 침체로 채무보증 수익이 위축되었던 IB 부문도 인수추진의 확대로 수익이 점차 회복되고 있으며, 자산시장 호조에 연동될 수 있다.

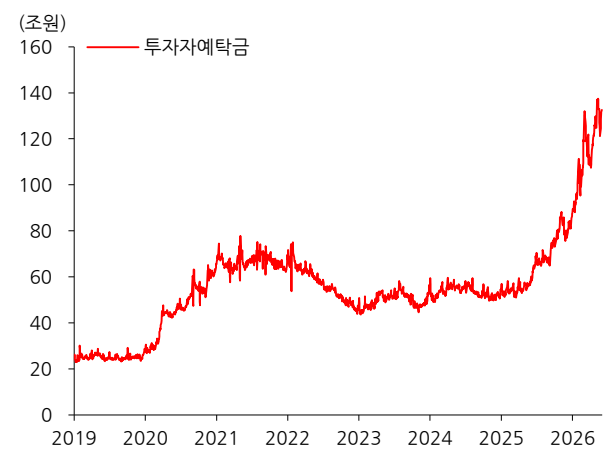
비단 현 시점에 업황이 좋기 때문만이 아니라, 수익 구조의 특성상 증권 자회사는 지주의 중기적인 ROE 제고 관점에서 핵심이 될 전망이다. 증권의 이익 기여도가 가장 큰 KB금융은 ROE 제고와 주주환원 증가 속도의 관점에서 보다 긴 시계열로 접근해도 무방한 선택지가 될 것이다. 증권의 손익 정상화가 예상되는 신한지주는 단기적인 수혜가 기대된다.

[그림41] 증시 거래대금



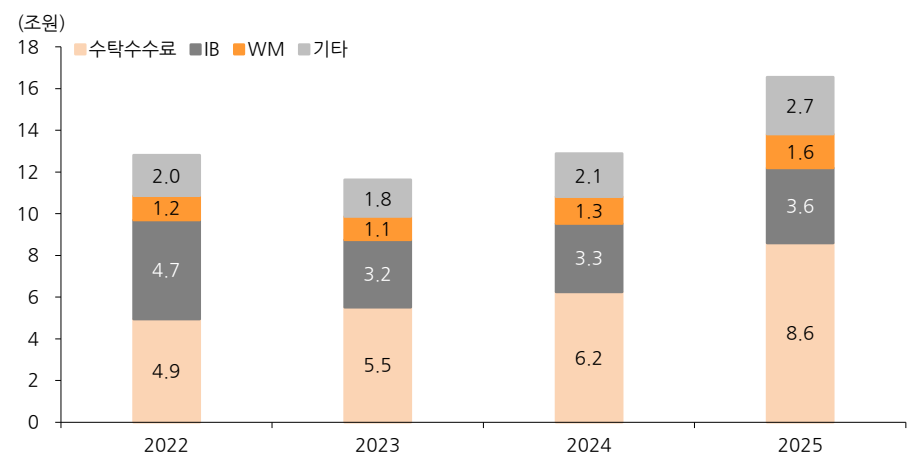
주: KRX 기준
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 투자자예탁금 잔고 추이



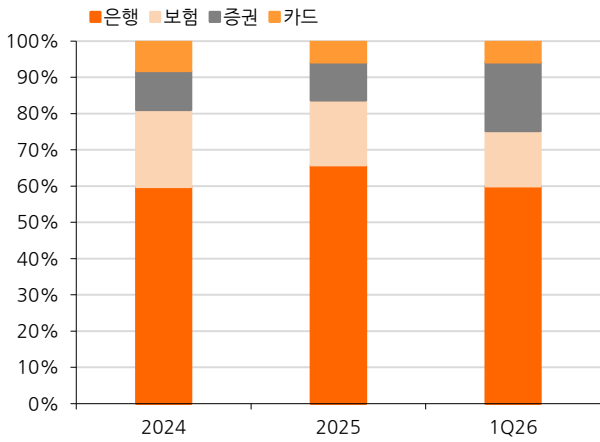
자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 증권업종의 사업 부문별 수수료



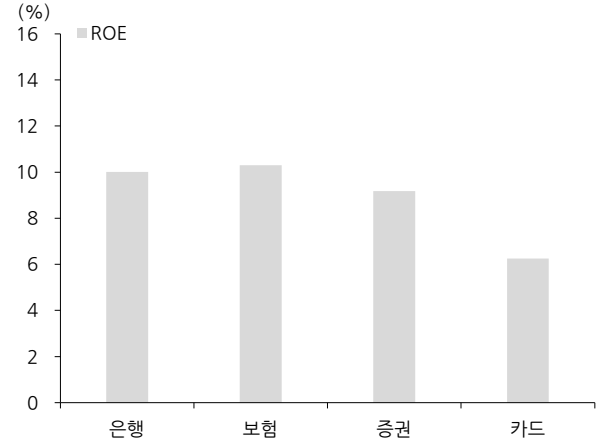
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] KB 금융의 계열사별 이익 기여도



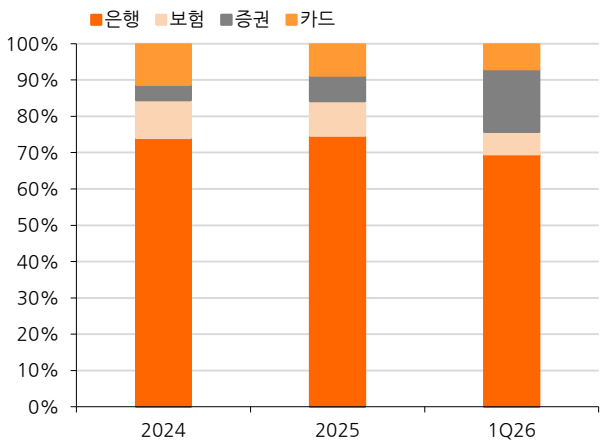
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] KB 금융의 계열사별 2025년 ROE



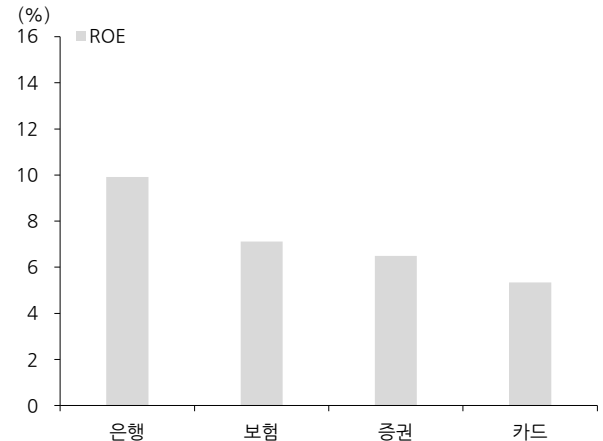
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 신한지주의 계열사별 이익 기여도



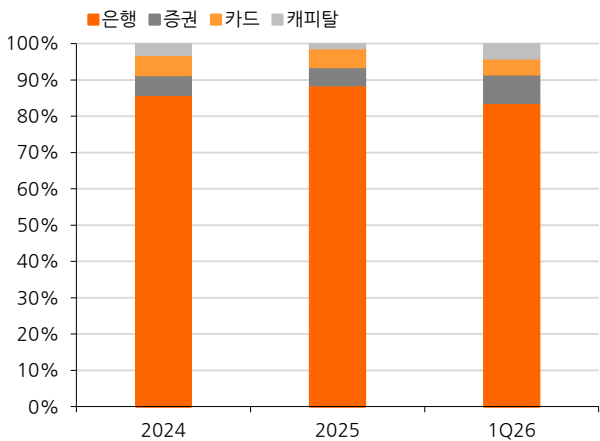
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 신한지주의 계열사별 2025년 ROE



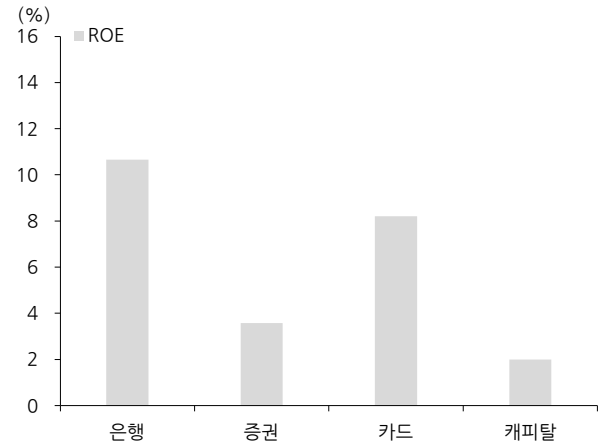
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 하나금융지주의 계열사별 이익 기여도



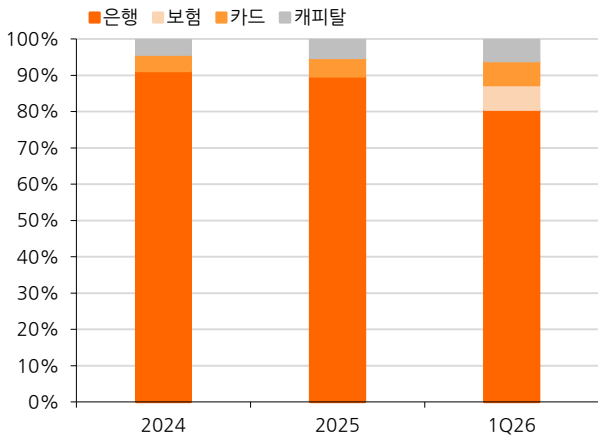
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 하나금융지주의 계열사별 2025년 ROE



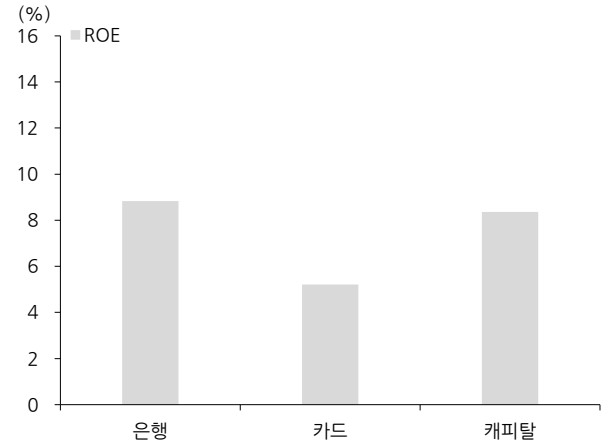
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 우리금융지주의 계열사별 이익 기여도



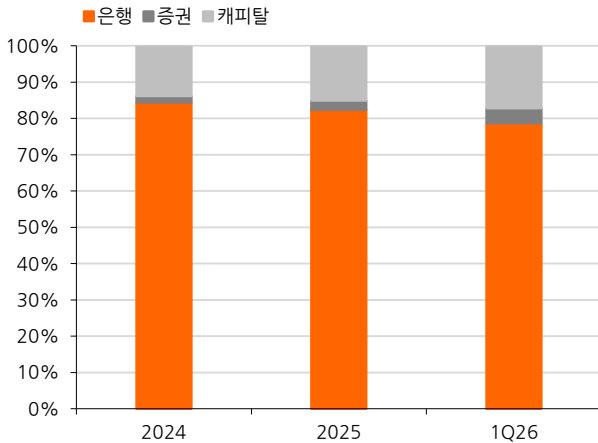
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 우리금융지주의 계열사별 2025년 ROE



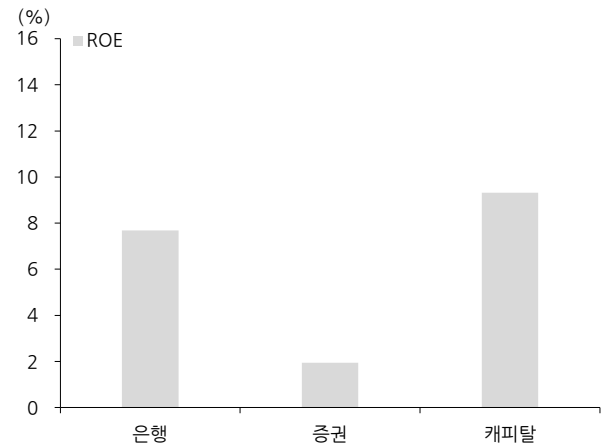
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] BNK 금융지주의 계열사별 이익 기여도



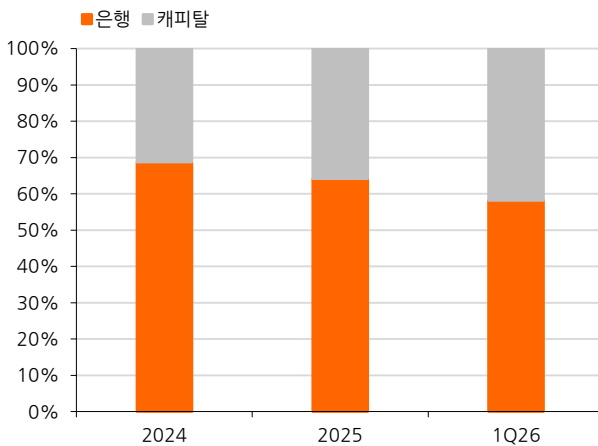
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] BNK 금융지주의 계열사별 2025년 ROE



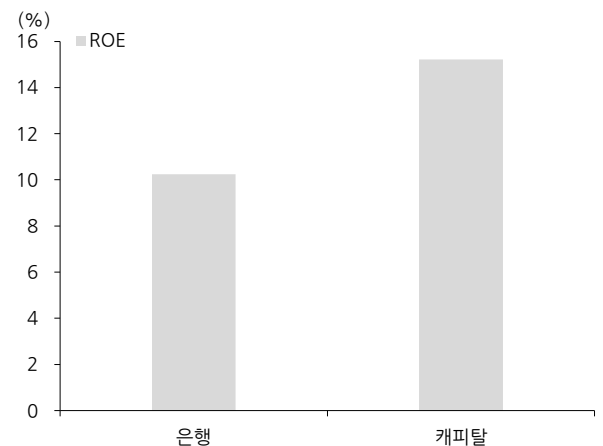
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] JB 금융지주의 계열사별 이익 기여도



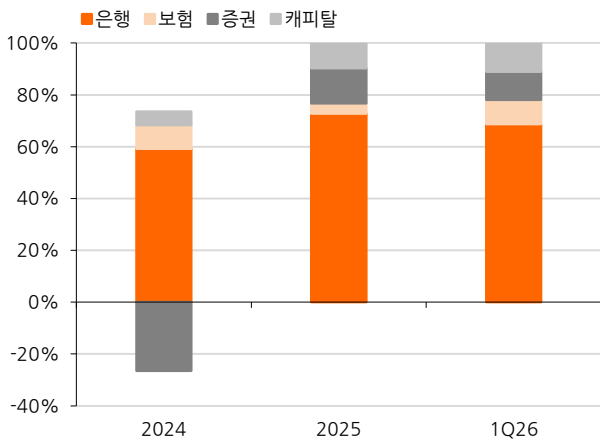
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] JB 금융지주의 계열사별 2025년 ROE



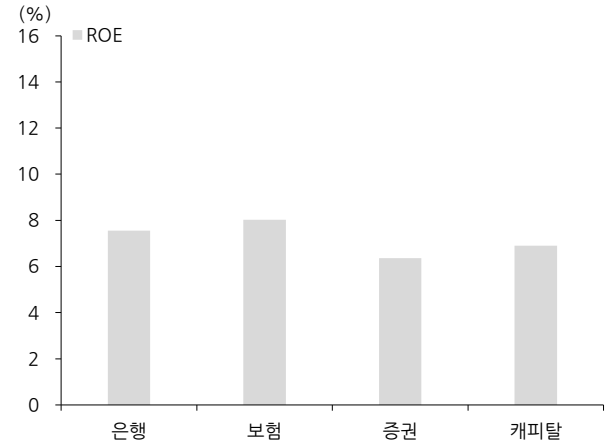
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] iM 금융지주의 계열사별 이익 기여도



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] iM 금융지주의 계열사별 2025년 ROE



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

IV. Valuation

KB금융, 신한지주, 하나금융지주, BNK금융지주, iM금융지주에 대한 목표주가를 상향 조정한다. 공통적으로 은행 NIM과 증권 수수료의 추정치를 변경하는 과정에서 목표주가 변동요인이 3% 이상 발생한 종목들이다.

최선호주로 KB금융을 유지하고 차선호주로 신한지주와 BNK금융을 제시한다. 마진 제고와 서비스 수익의 증대로 인한 RoRWA 상승은 KB금융에게 가장 직접적인 수혜가 된다. 이익 추정치가 가장 많이 상향되므로 영향 자체도 높지만, 이러한 증분이 자본정책상 1:1 대응으로 주주환원에 연결되기 때문이다. 신한지주는 계열 증권사의 내부통제를 우선한 후, 본격적인 정상화를 보이는 시기에 업황의 호조를 맞이했다는 점이 긍정적이다. BNK금융의 경우 은행지주 중 유일하게 2026년 및 2027년 이익의 증가와 환원율의 상승이 동시에 나타나면서 누구보다도 가파른 주주환원 수익률(shareholder yield) 상승이 기대된다.

[표3] 커버리지 은행주의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	KB금융	신한지주	하나금융	BNK금융	iM금융	설명
자기자본비용 (CoE)	8.6	7.9	8.6	9.0	9.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	(b): 국고채 3Y 금리의 직전 3개월 평균
Risk Premium	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	(c): 시장 fwd PER 역수의 직전 1년 평균
Beta (β)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	(d): 52주 beta
Average ROE	10.9	9.1	9.6	7.9	7.8	(e): 향후 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR	1.26	1.15	1.12	0.88	0.83	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-5.0	-15.0	-15.0	-25.0	-30.0	(h): Valuation premium(discount)
목표 PBR	1.20	0.98	0.95	0.66	0.58	(i): (g)*(h)
수경 BPS	188,035	139,801	186,017	38,593	42,989	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	226,000	137,000	176,000	25,500	25,000	(k): (i)*(j)
조정률	7.6	3.8	4.8	6.3	6.4	이전 목표주가 대비 조정률
현주가	164,200	100,100	120,600	17,270	17,630	
상승여력	37.6	36.9	45.9	47.7	41.8	

자료: 한화투자증권 리서치센터

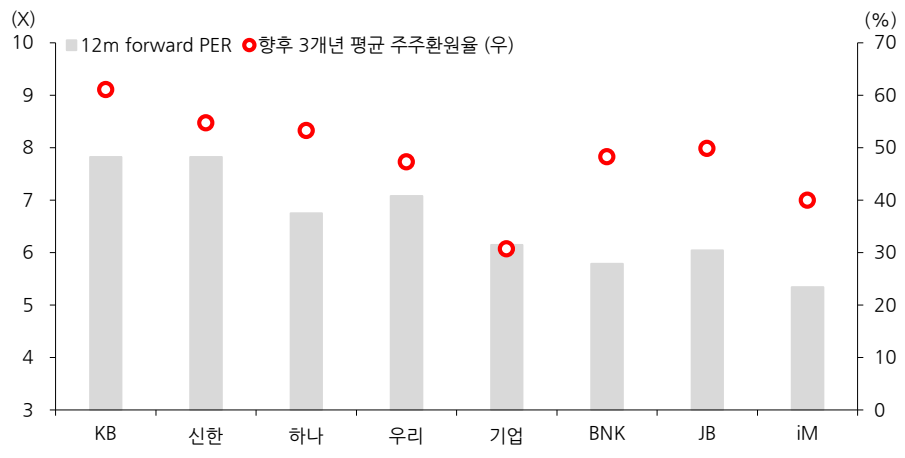
[표4] 커버리지 은행주 주가수익률 및 valuation

(단위: 원, %, 배)

구분		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	카카오뱅크	BNK금융	JB금융	iM금융
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가		226,000	137,000	176,000	43,000	30,000	26,000	25,500	40,000	25,000
현재주가		164,200	100,100	120,600	30,400	20,500	22,550	17,270	25,850	17,630
상승여력		37.6	36.9	45.9	41.4	46.3	15.3	47.7	54.7	41.8
시가총액		61,222	47,513	33,089	22,316	16,347	10,759	5,359	4,866	2,832
KOSPI 내 비중		0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
절대수익률	1M	4.1	2.1	-4.7	-8.7	-7.2	-7.6	-5.1	-5.5	-8.7
	3M	19.2	12.7	14.3	-4.4	-8.5	1.6	-2.1	-8.7	8.3
	6M	27.5	27.2	27.6	7.6	-2.8	3.0	11.3	4.7	21.8
	12M	52.2	67.1	61.9	49.8	29.7	-4.9	54.3	34.8	55.5
	YTD	31.7	30.2	28.2	8.6	-2.1	4.4	8.8	0.8	13.4
상대수익률	1M	-20.5	-22.4	-29.3	-33.2	-31.8	-32.1	-29.7	-30.0	-33.2
	3M	-50.4	-56.9	-55.3	-74.0	-78.1	-68.0	-71.7	-78.3	-61.3
	6M	-87.0	-87.3	-86.8	-106.8	-117.3	-111.5	-103.1	-109.8	-92.6
	12M	-159.6	-144.7	-149.9	-162.0	-182.1	-216.6	-157.5	-177.0	-156.3
	YTD	-73.3	-74.8	-76.8	-96.4	-107.2	-100.6	-96.2	-104.2	-91.6
수정 PER	2023	4.6	4.9	3.8	4.0	3.7	38.2	3.7	3.8	3.8
	2024	6.3	5.5	4.4	3.8	4.5	22.8	4.7	4.7	7.2
	2025	7.9	7.6	6.6	6.8	6.5	21.4	6.2	7.0	6.0
	2026E	8.5	8.3	7.1	7.6	6.3	17.7	6.0	6.8	5.7
	2027E	7.8	7.8	6.8	6.7	6.0	16.8	5.5	6.2	5.0
수정 PBR	2023	0.36	0.38	0.32	0.31	0.30	2.22	0.22	0.44	0.24
	2024	0.54	0.42	0.37	0.33	0.34	1.53	0.31	0.55	0.23
	2025	0.76	0.63	0.57	0.57	0.46	1.52	0.46	0.81	0.40
	2026E	0.91	0.75	0.68	0.56	0.42	1.52	0.47	0.76	0.43
	2027E	0.84	0.69	0.62	0.53	0.41	1.45	0.43	0.70	0.39
수정 ROE	2023	8.5	8.3	8.8	8.0	8.4	6.0	6.2	11.9	6.5
	2024	8.6	7.9	8.8	9.0	7.7	7.0	6.7	12.5	3.2
	2025	9.7	8.5	8.9	8.6	7.3	7.2	7.4	12.0	6.8
	2026E	11.0	9.2	9.8	7.8	6.9	8.8	7.9	11.5	7.7
	2027E	10.9	9.1	9.5	8.0	6.9	8.9	8.0	11.6	8.0
배당수익률	2025	3.4	3.3	4.2	4.5	4.9	1.7	4.8	4.5	3.8
	2026E	2.8	3.0	3.9	4.9	5.1	2.8	4.8	5.0	4.1
	2027E	3.0	3.3	4.3	5.4	5.4	2.9	5.5	5.6	4.3

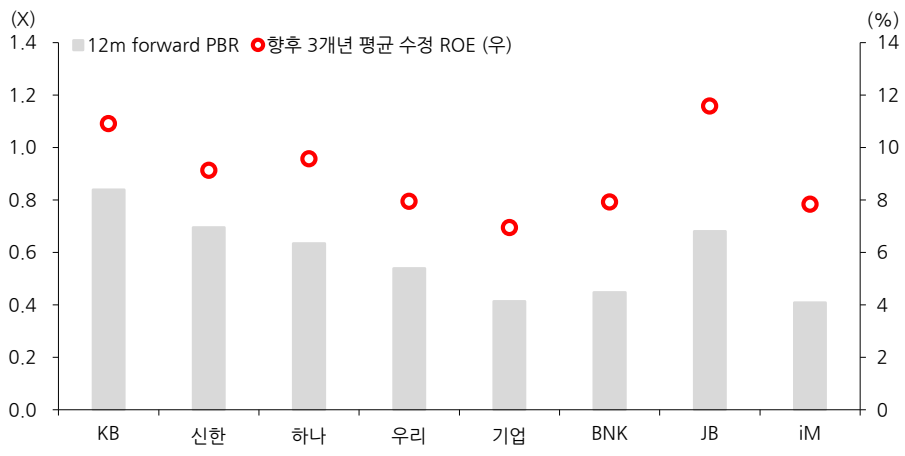
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 12m forward PER 과 주주환원율



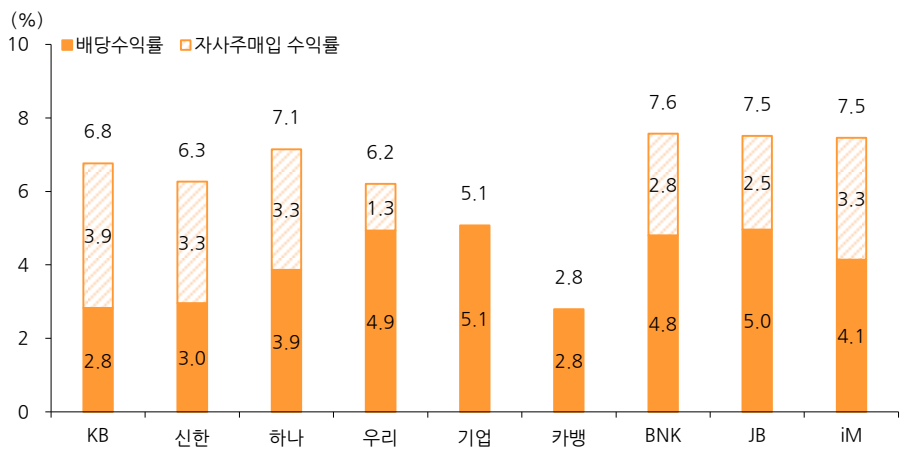
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 12m forward PBR 과 ROE



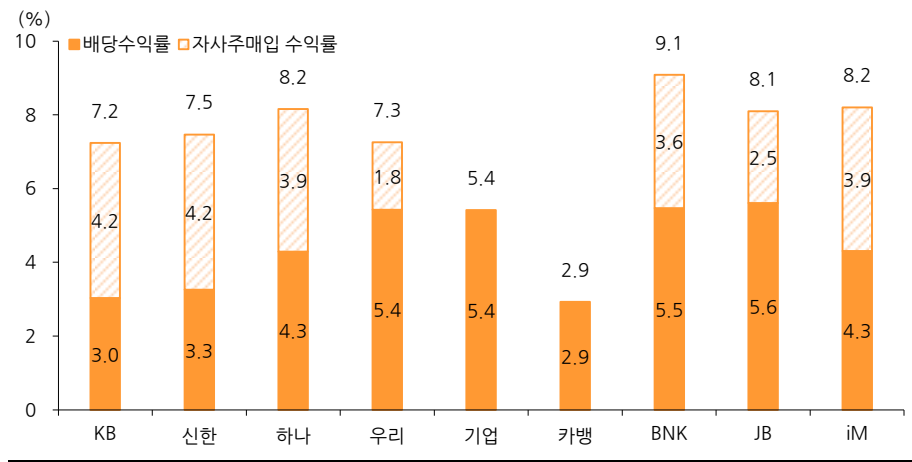
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 커버리지 은행주의 2026E 주주환원 수익률 (Shareholder Yield)



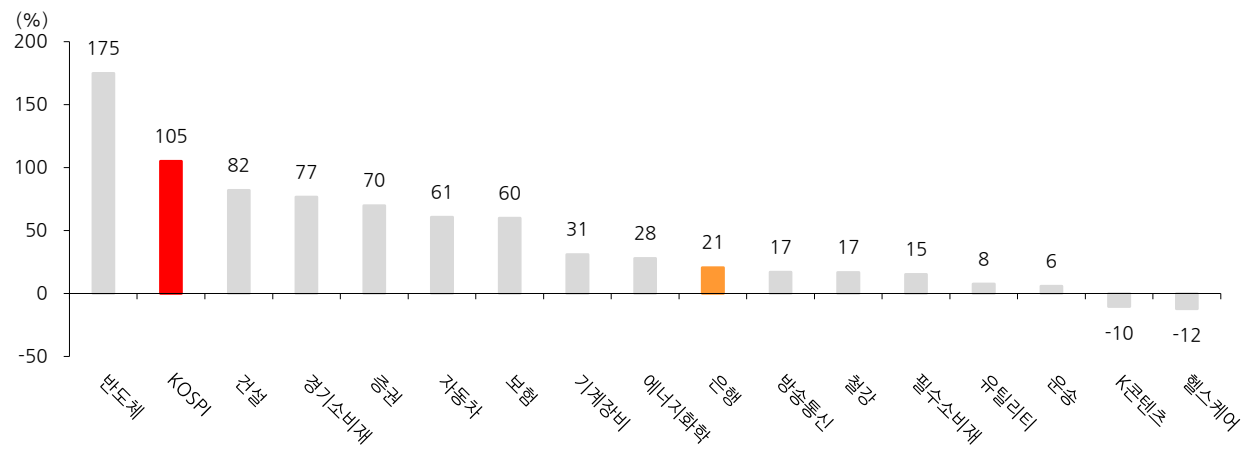
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 커버리지 은행주의 2027E 주주환원 수익률 (Shareholder Yield)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림62] KRX 업종별 2026년 YTD 수익률



주: *6월 4일까지의 YTD

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 은행주의 연간 주가수익률

(단위: %)

2021	카카오뱅크	JB금융	BNK금융	DGB금융	우리금융	KB금융	하나금융	기업은행	신한지주	KOSPI
	51.3	48.0	47.9	38.1	30.5	26.7	21.9	16.5	14.8	3.6
2022	하나금융	신한지주	기업은행	JB금융	우리금융	KB금융	BNK금융	KOSPI	DGB금융	카카오뱅크
	0.0	-4.3	-4.7	-5.5	-9.1	-11.8	-22.6	-24.9	-25.5	-58.8
2023	JB금융	DGB금융	기업은행	KOSPI	카카오뱅크	신한지주	우리금융	KB금융	BNK금융	하나금융
	44.4	21.5	20.8	18.7	17.3	14.1	12.6	11.5	9.8	3.2
2024	KB금융	BNK금융	JB금융	하나금융	기업은행	신한지주	우리금융	DGB금융	KOSPI	카카오뱅크
	53.2	44.8	42.9	30.9	20.8	18.7	18.2	-3.7	-9.6	-26.1
2025	iM금융	우리금융	KOSPI	하나금융	신한지주	JB금융	BNK금융	KB금융	기업은행	카카오뱅크
	90.1	82.2	75.6	65.7	61.4	57.6	53.5	50.4	46.2	2.6
2026*	KOSPI	KB금융	신한지주	하나금융	iM금융	BNK금융	우리금융	카카오뱅크	JB금융	기업은행
	105.0	31.7	30.2	28.2	13.4	8.8	8.6	4.4	0.8	-2.1

주: *6월 4일까지의 YTD

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

은행 (Positive)

ROE와 RoRWA의 동반 개선

V.

기업분석

1. KB금융 (105560)
2. 신한지주 (055550)
3. BNK금융지주 (138930)

KB금융 (105560)

ROE와 RoRWA의 동반 상승이 가장 뚜렷

은행 (Positive)
ROE와 RoRWA의 동반 개선

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 226,000원

현재 주가(6/4)	164,200원
상승여력	▲37.6%
시가총액	612,220억원
발행주식수	372,850천주
52 주 최고가 / 최저가	168,800 / 105,900원
90 일 일평균 거래대금	1,932.28억원
외국인 지분율	76.0%

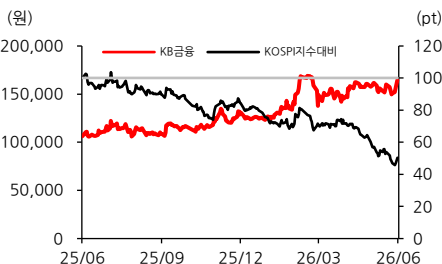
주주 구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
Capital Research and Management Company	6.8%
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.1	19.2	27.5	52.2
상대수익률(KOSPI)	-20.5	-50.4	-87.0	-159.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
일반영업이익	17,135	18,117	19,194	19,902
순이자손익	12,827	13,073	13,724	14,502
총전영업이익	10,197	11,053	11,674	12,024
영업이익	8,045	8,518	9,490	9,723
지배주주 순이익	5,078	5,833	6,730	6,959
EPS	13,572	16,222	19,744	21,365
BPS	154,949	164,669	179,776	196,294
PER	6.1	7.7	8.3	7.7
PBR	0.5	0.8	0.9	0.8
ROE	8.8	10.0	11.2	11.1
배당성향	23.5	27.1	24.1	23.9
배당수익률	4.1	3.4	2.8	3.0

주가 추이



KB 금융을 최선호주로 유지합니다. ROE 추정치 상향과 BPS 증가로 목표 주가를 상향합니다. 대형주 중 가장 높은 RoRWA와 분산된 계열사 구성은 업종 전망에 가장 잘 부합하는 특성입니다.

ROE와 RoRWA의 동반 상승이 가장 뚜렷

KB금융을 은행업종 내 최선호주로 유지한다. ROE 추정치 상향에 따라 목표 PBR을 1.2배로 부여하였고, 이익 추정치 상향과 주식소 감소에 따른 BPS 증가를 반영하면서 목표주가를 226,000원으로 8% 상향하였다.

KB금융의 2026년 수정 EPS 증가율은 은행지주 중 가장 높은 22% YoY로 추정된다. 15%의 이익 증가에 더해, 자사주를 제외한 발행주식 수가 매입 및 소각으로 인해 연중 5% 이상 감소한 데 따른다. 은행의 이자마진 개선과 증권의 자본 소요 없는 수익 증가 영향을 가장 크게 받으면서, 2026년 수정 ROE도 11%를 기록할 전망이다. 2011년 이후 가장 높은 수준이다.

높아진 이익 체력은 다시금 이익잉여금에 반영되며 자본여력을 키운다. 동사에게 CET1비율은 주주환원을 위한 트리거 요인을 넘어 직접적인 환원의 재원이 된다는 점에서 수익성 제고의 의미가 크다. 당국이 운영리스크의 과징금 산입 기간을 축소할 경우, 2027년 상반기 중 10bp대의 CET1비율 상승도 기대된다. 이때 주주환원 여력은 5,000억 원 수준 증가할 것으로 추정되며, 연간 환원율은 60% 중반으로 상승할 수 있다. (추정치 미반영)

대형주 중 가장 높은 RoRWA와 잘 분산된 계열사 구성은 ROE와 RoRWA의 동반 상승이라는 업종 전망에 가장 잘 부합한다. 특히 당장의 업황 호조를 넘어 증권산업의 꾸준한 자금 풀 확대가 예상되며, 긴 호흡에서는 은행으로부터의 자금 이동이 완만하게, 꾸준히 이어질 수 있다는 판단이다. 그 수혜를 내부로 순환할 수 있는 점도 긍정적이다.

[표6] KB 금융의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	KB금융	설명
자기자본비용 (CoE)	8.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	(b): 국고채 3Y 금리의 직전 3개월 평균
Risk Premium	7.1	(c): 시장 fwd PER 역수의 직전 1년 평균
Beta (β)	0.8	(d): 52주 beta
Average ROE	10.9	(e): 향후 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	1.26	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-5.0	(h): Valuation premium(discount)
목표 PBR	1.20	(i): (g)*(h)
수정 BPS	188,035	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	226,000	(k): (i)*(j)
조정률	7.6	
현주가	164,200	
상승여력	37.6	

자료: 한화투자증권 리서치센터

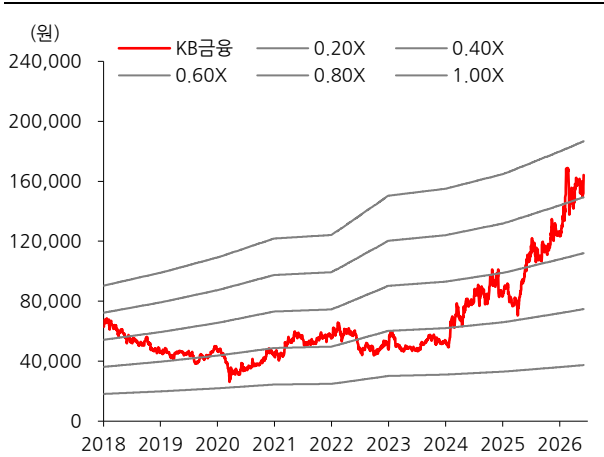
[표7] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배 순이익	6,730	6,959	6,490	6,742	3.7	3.2
수정 EPS	19,363	20,960	18,630	20,163	3.9	4.0
수정 BPS	179,776	196,294	179,127	194,945	0.4	0.7
수정 ROE	11.0	10.9	10.6	10.6	0.4	0.3
보통주 DPS	4,650	4,975	4,648	4,957	0.0	0.4
자사주 매입액	2,317	2,470	2,200	2,154	5.3	14.7
주주환원율	58.5	59.3	58.9	56.6	-0.4	2.8

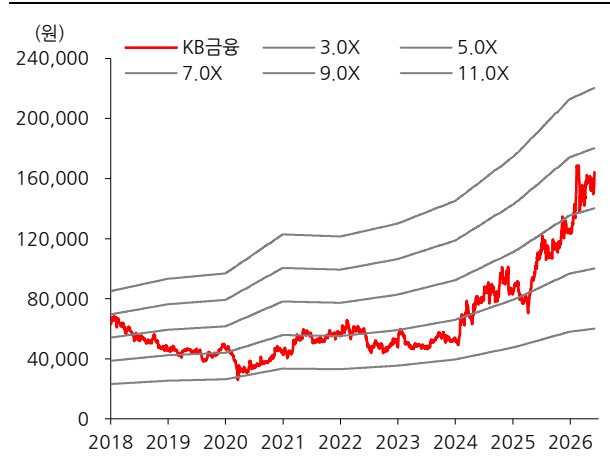
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림63] KB 금융의 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림64] KB 금융의 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

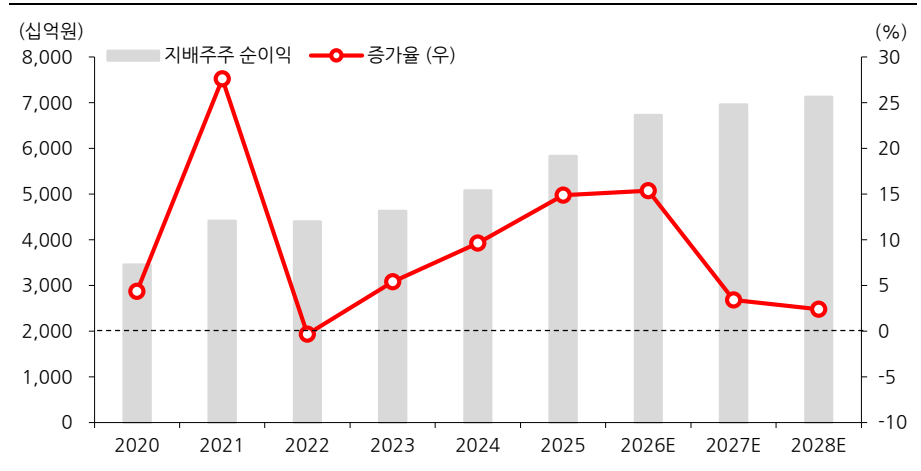
[표8] KB 금융 실적 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	YoY
일반영업이익	4,559	4,640	4,363	4,554	4,986	4,916	4,742	4,550	18,117	19,194	5.9
순이자이익	3,262	3,107	3,336	3,368	3,335	3,401	3,462	3,526	13,073	13,724	5.0
수수료이익	832	893	854	981	1,136	1,191	1,056	1,031	3,560	4,414	24.0
기타영업이익	466	640	173	205	515	323	224	-8	1,484	1,055	-28.9
판매관리비	1,606	1,750	1,652	2,057	1,765	1,802	1,752	2,201	7,065	7,519	6.4
<i>판매비율</i>	<i>35.2</i>	<i>37.7</i>	<i>37.9</i>	<i>45.2</i>	<i>35.4</i>	<i>36.7</i>	<i>36.9</i>	<i>48.4</i>	<i>39.0</i>	<i>39.2</i>	<i>0.2</i>
총전영업이익	2,954	2,891	2,711	2,498	3,221	3,114	2,990	2,349	11,053	11,674	5.6
총당금전입액	661	758	376	741	493	545	523	623	2,535	2,184	-13.8
<i>대손비용률</i>	<i>0.56</i>	<i>0.64</i>	<i>0.32</i>	<i>0.62</i>	<i>0.40</i>	<i>0.44</i>	<i>0.43</i>	<i>0.50</i>	<i>0.53</i>	<i>0.44</i>	<i>-0.09</i>
영업이익	2,293	2,133	2,335	1,757	2,728	2,569	2,467	1,726	8,518	9,490	11.4
영업외이익	14	210	-74	-485	-96	0	0	0	-335	-96	n/a
세전이익	2,307	2,343	2,261	1,272	2,632	2,569	2,467	1,726	8,183	9,394	14.8
법인세비용	607	596	606	533	715	704	676	473	2,342	2,567	9.6
지배주주 순이익	1,697	1,738	1,686	711	1,892	1,852	1,780	1,207	5,833	6,730	15.4

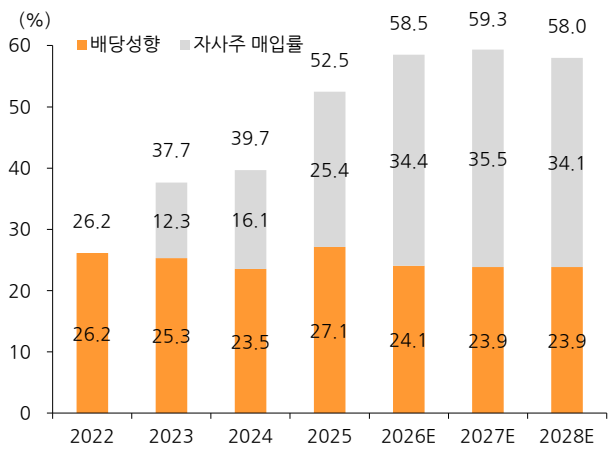
주: YoY는 2026E 증가율
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림65] KB 금융의 지배주주 순이익



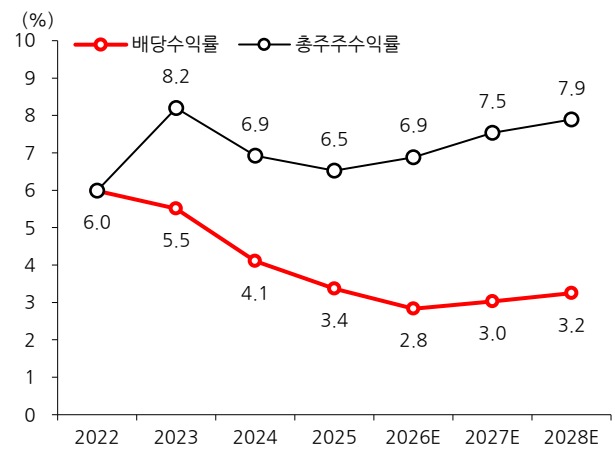
자료: KB금융, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] KB 금융의 주주환원율



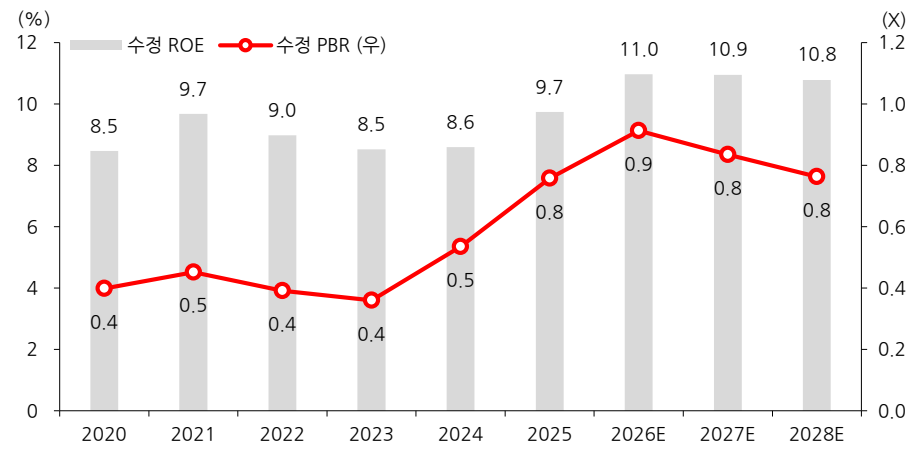
자료: KB금융, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] KB 금융의 주주환원 수익률



자료: KB금융, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] KB 금융의 ROE 및 PBR 추이



자료: KB금융, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
현금및예치금	30,087	35,254	36,385	38,083
유가증권	206,630	220,122	233,330	247,329
대출채권	474,706	495,204	508,615	530,824
대손충당금	5,633	5,406	4,821	4,323
유형자산	5,390	5,134	5,247	5,440
무형자산	1,967	1,609	1,593	1,609
기타자산	39,065	40,600	38,352	38,667
자산총계	757,846	797,923	823,522	861,952
예수부채	435,847	462,813	482,230	504,055
차입부채	154,809	161,682	165,842	173,348
차입금	78,638	81,633	81,791	85,094
사채	76,171	80,049	84,052	88,254
기타금융업부채	55,920	56,850	59,692	63,688
기타부채	51,454	55,748	52,627	54,992
부채총계	698,030	737,093	760,391	796,084
지배주주지분	57,889	59,048	61,281	63,939
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	5,083	4,359	4,178	4,178
자본잉여금	17,940	17,929	10,429	10,429
기타자본	-2,529	-3,197	-2,795	-2,812
자기주식	-1,236	-1,902	-1,500	-1,517
기타포괄손익누계액	497	-467	-497	-497
이익잉여금	34,808	38,334	47,876	50,550
비지배주주지분	1,926	1,782	1,849	1,929
자본총계	59,815	60,830	63,131	65,868
부채및자본총계	757,846	797,923	823,522	861,952

성장률

(% YoY)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
대출채권	6.5	4.3	2.7	4.4
총자산	5.9	5.3	3.2	4.7
예수부채	7.2	6.2	4.2	4.5
차입부채	3.5	4.4	2.6	4.5
총부채	6.3	5.6	3.2	4.7
총자본	1.6	1.7	3.8	4.3
일반영업이익	5.1	5.7	5.9	3.7
순이자손익	5.6	1.9	5.0	5.7
판매관리비	4.4	1.8	6.4	4.8
총전영업이익	5.5	8.4	5.6	3.0
영업이익	25.0	5.9	11.4	2.5
세전이익	13.2	17.1	14.8	3.5
지배주주순이익	9.6	14.9	15.4	3.4

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
일반영업이익	17,135	18,117	19,194	19,902
순이자손익	12,827	13,073	13,724	14,502
이자수익	30,491	29,156	29,096	30,429
이자비용	17,665	16,083	15,372	15,927
수수료손익	3,421	3,560	4,414	4,182
수수료수익	5,054	5,235	6,207	6,028
수수료비용	1,632	1,675	1,793	1,847
금융상품관련손익	1,766	3,163	3,112	2,950
보험손익	1,213	277	-195	168
기타영업이익	-2,091	-1,955	-1,861	-1,900
판매관리비	6,939	7,065	7,519	7,877
총전영업이익	10,197	11,053	11,674	12,024
대손충당금전입액	2,151	2,535	2,184	2,301
영업이익	8,045	8,518	9,490	9,723
영업외이익	-1,060	-335	-96	0
세전이익	6,985	8,183	9,394	9,723
법인세비용	1,957	2,342	2,567	2,664
당기순이익	5,029	5,841	6,827	7,059
지배주주 순이익	5,078	5,833	6,730	6,959

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
영업지표 (%)				
순이자마진율	2.03	1.97	2.03	2.06
판매비용률	40.5	39.0	39.2	39.6
대손비용률	0.47	0.53	0.44	0.45
수익성 (%)				
ROE	8.8	10.0	11.2	11.1
ROA	0.7	0.7	0.8	0.8
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	13,572	16,222	19,744	21,365
수정 EPS	13,183	15,834	19,363	20,960
보통주 BPS	154,949	164,669	179,776	196,294
수정 BPS	154,949	164,669	179,776	196,294
보통주 DPS	3,174	4,367	4,650	4,975
기타 지표				
보통주 PER (X)	6.1	7.7	8.3	7.7
수정 PER (X)	6.3	7.9	8.5	7.8
보통주 PBR (X)	0.54	0.76	0.91	0.84
수정 PBR (X)	0.54	0.76	0.91	0.84
배당성향 (%)	23.5	27.1	24.1	23.9
보통주 배당수익률 (%)	4.1	3.4	2.8	3.0

신한지주 (055550)

자회사의 정상화와 업종 호조가 맞물린 국면

은행 (Positive)
ROE와 RoRWA의 동반 개선

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 137,000원

현재 주가(6/4)	100,100원
상승여력	▲36.9%
시가총액	475,129억원
발행주식수	474,654천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 58,600원
90 일 일평균 거래대금	1,362.53억원
외국인 지분율	61.6%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	6.1%
신한지주우리사주 (외 1인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.1	12.7	27.2	67.1
상대수익률(KOSPI)	-22.4	-56.9	-87.3	-144.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
일반영업이익	14,679	15,438	16,611	17,176
순이자손익	11,402	11,694	12,520	13,215
총전영업이익	8,563	9,036	9,814	10,148
영업이익	6,459	7,023	7,788	8,062
지배주주 순이익	4,450	4,972	5,620	5,738
EPS	8,892	10,398	12,312	13,131
BPS	112,364	121,468	134,167	145,436
PER	5.4	7.4	8.1	7.6
PBR	0.4	0.6	0.7	0.7
ROE	8.1	8.7	9.5	9.3
배당성향	24.5	25.1	24.3	25.2
배당수익률	4.4	3.3	3.0	3.3

주가 추이



신한지주를 차선호주로 제시합니다. BPS 증가로 목표주가를 상향합니다. 증권 자회사의 손익 정상화 국면과 업종의 호조가 맞물린 상황을 긍정적으로 평가하며, 주주환원수익률의 가파른 상승도 기대됩니다.

자회사의 정상화와 업종 호조가 맞물린 국면

신한지주를 은행업종 내 차선호주로 제시한다. 목표 PBR 0.98배에 이익 추정치의 상향과 주식수 감소에 따른 BPS 증가를 반영하면서 목표 주가를 137,000원으로 4% 상향하였다.

업계 MS 1위의 카드사를 보유한 덕분에 지주 내 은행의 이익 비중이 2016년~2023년 평균 62%에 불과했으나, 카드업종의 수익성 둔화와 증권사의 손실 인식으로 2024년 및 2025년 은행의 이익 비중이 70% 대로 확대되면서 비은행 확대 기조와 역행하였다. 카드사는 메인 사업 부문에서 수익률 통제를 직접적으로 받는 상황에서 시장금리가 상승해 비중 축소가 불가피해 보이나, 증권사는 내부통제를 우선하며 관리에 집중했던 시기를 벗어나 손익을 정상화하는 국면과 업종의 호조가 맞물린 상황이다. 이에 2026년 수수료이익이 25% YoY 증가하면서 영업 이익 증가(+11% YoY)에 기여할 전망이다.

한편 신한지주는 지난 4월 실적발표를 통해 Value up ver.2를 발표했다. 주주환원율을 단순히 상수로 제시하는 자본정책보다 한 단계 높은 차원의 fomular로 제시한 점이 긍정적이다. 2026년 주주환원율이 51% 수준으로 예상되는 가운데, 2027년 RWA 증가율을 4.1%, 목표 ROE 를 10%로 가정하면 환원율은 58.7%로 나타나 총환원 수익률이 가파르게 상승할 것으로 기대된다(2026E 6.3%, 2027E 7.5%). 목표 ROE를 달성하기 위해서는 계열 증권사의 정상화뿐 아니라 아니라, 카드사의 점유율 측면에서의 경쟁력 약화 등을 해결할 필요도 있다고 판단된다. ROE 10% 상회 시에는 목표 PBR도 1배 이상으로 제시될 수 있을 것이다.

[표9] 신한지주의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	신한지주	설명
자기자본비용 (CoE)	7.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	(b): 국고채 3Y 금리의 직전 3개월 평균
Risk Premium	7.1	(c): 시장 fwd PER 역수의 직전 1년 평균
Beta (β)	0.7	(d): 52주 beta
Average ROE	9.1	(e): 향후 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	1.15	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-15.0	(h): Valuation premium(discount)
목표 PBR	0.98	(i): (g)*(h)
수정 BPS	139,801	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	137,000	(k): (i)*(j)
조정률	3.8	
현주가	100,100	
상승여력	36.9	

자료: 한화투자증권 리서치센터

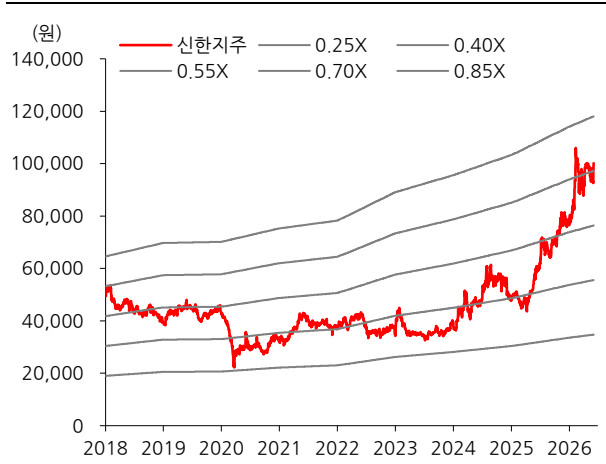
[표10] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(푼)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배 순이익	5,620	5,738	5,497	5,648	2.2	1.6
수정 EPS	11,997	12,803	11,708	12,504	2.5	2.4
수정 BPS	134,167	145,436	133,684	144,443	0.4	0.7
수정 ROE	9.2	9.1	9.0	8.9	0.2	0.1
보통주 DPS	2,960	3,260	2,960	3,260	0.0	0.0
자사주 매입액	1,520	1,920	1,460	1,680	4.1	14.3
주주환원율	51.4	58.7	51.5	55.5	-0.1	3.1

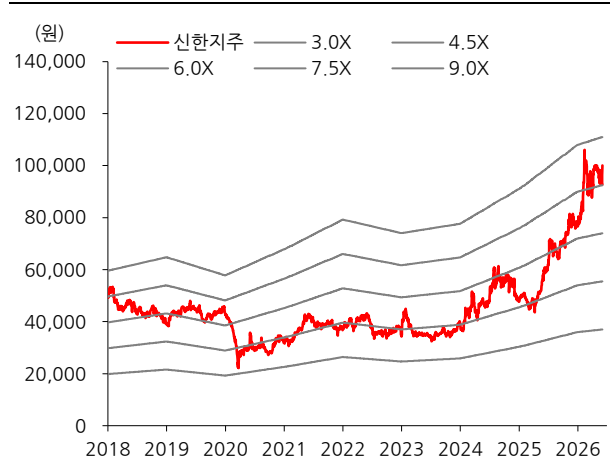
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 신한지주의 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 신한지주의 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

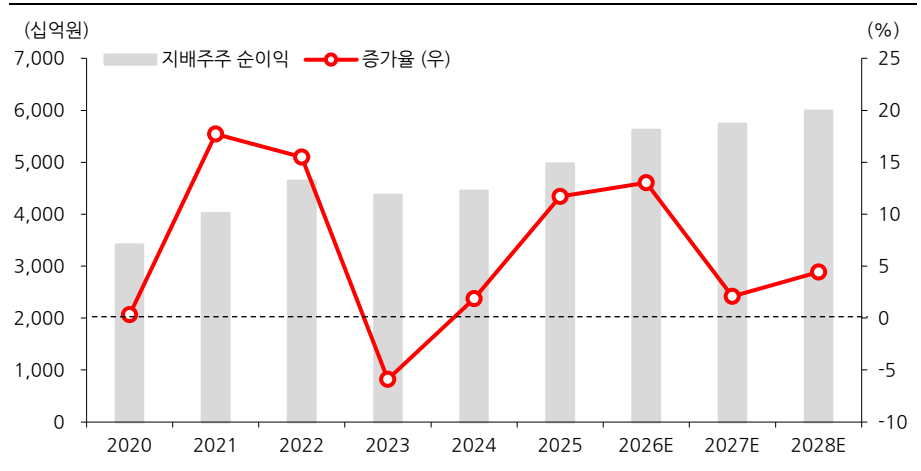
[표11] 신한지주 실적 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	YoY
일반영업이익	3,794	4,129	3,912	3,603	4,210	4,311	4,251	3,839	15,438	16,611	7.6
순이자이익	2,855	2,864	2,948	3,028	3,022	3,118	3,167	3,213	11,694	12,520	7.1
수수료이익	620	700	702	642	849	897	810	762	2,663	3,319	24.6
기타영업이익	320	565	263	-67	339	296	273	-135	1,081	773	-28.5
판매관리비	1,414	1,486	1,518	1,984	1,545	1,560	1,549	2,143	6,403	6,797	6.2
판매비율	37.3	36.0	38.8	55.1	36.7	36.2	36.4	55.8	41.5	40.9	-0.6
총전영업이익	2,380	2,643	2,394	1,618	2,665	2,751	2,702	1,696	9,036	9,814	8.6
총당금전입액	436	629	440	508	513	521	475	517	2,012	2,026	0.7
대손비용률	0.41	0.59	0.41	0.46	0.46	0.46	0.42	0.45	0.46	0.45	-0.02
영업이익	1,944	2,014	1,955	1,110	2,152	2,229	2,227	1,180	7,023	7,788	10.9
영업외이익	61	58	-4	-210	67	-8	-8	-8	-94	42	n/a
세전이익	2,006	2,072	1,951	901	2,219	2,221	2,219	1,171	6,929	7,830	13.0
법인세비용	489	495	498	363	572	597	596	315	1,844	2,080	12.7
지배주주 순이익	1,488	1,549	1,424	511	1,621	1,595	1,591	813	4,972	5,620	13.0

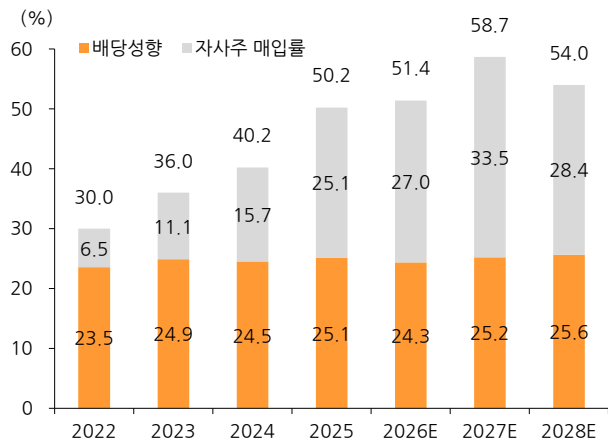
주: YoY는 2026E 증가율
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 신한지주의 지배주주 순이익



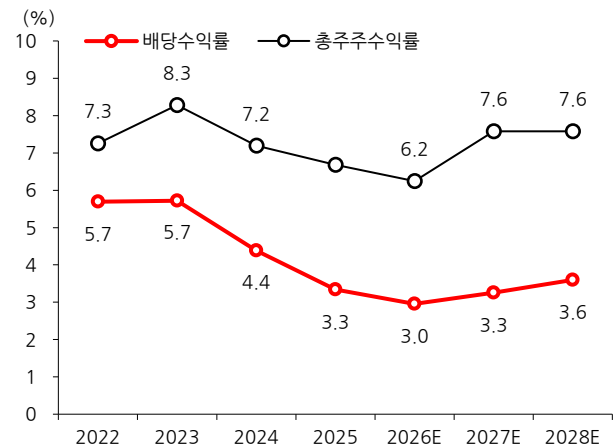
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 신한지주의 주주환원율



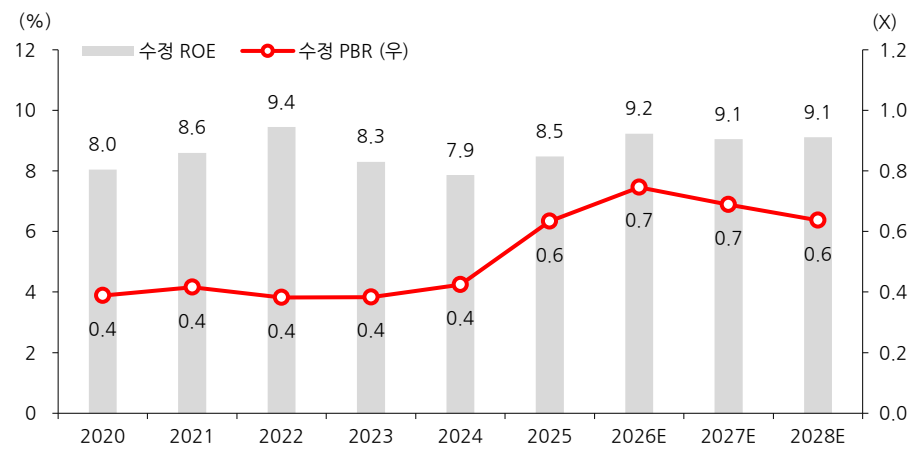
자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 신한지주의 주주환원 수익률



자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 신한지주의 ROE 및 PBR 추이



자료: 신한지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
현금및예치금	40,689	40,407	42,827	44,239	
유가증권	198,364	210,080	218,483	227,222	
대출채권	451,175	466,189	487,111	503,177	
대손충당금	4,566	4,281	3,988	3,673	
유형자산	4,158	4,153	4,195	4,237	
무형자산	6,120	5,893	6,128	6,208	
기타자산	39,258	59,291	74,335	75,473	
자산총계	739,764	786,013	833,080	860,556	
예수부채	423,378	449,171	473,417	488,773	
차입부채	152,265	155,555	154,650	159,666	
차입금	58,492	62,275	60,438	63,570	
사채	93,773	93,279	94,212	96,096	
기타금융업부채	51,223	50,528	54,111	56,423	
기타부채	54,078	70,388	87,672	90,180	
부채총계	680,943	725,641	769,850	795,043	
자배주주지분	56,054	57,959	60,702	62,895	
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970	
신종자본증권	4,600	4,750	4,720	4,720	
자본잉여금	12,095	12,099	2,199	2,199	
기타자본	-807	-1,180	-580	-580	
자기주식	-250	-600	0	0	
기타포괄손익누계액	-1,824	-2,475	-2,105	-2,105	
이익잉여금	39,021	41,796	53,499	55,692	
비자배주주지분	2,767	2,413	2,527	2,619	
자본총계	58,821	60,372	63,229	65,514	
부채및자본총계	739,764	786,013	833,080	860,556	

성장률		(% YoY)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
대출채권	9.1	3.3	4.5	3.3	
총자산	6.9	6.3	6.0	3.3	
예수부채	10.9	6.1	5.4	3.2	
차입부채	3.1	2.2	-0.6	3.2	
총부채	7.2	6.6	6.1	3.3	
총자본	4.4	2.6	4.7	3.6	
일반영업이익	3.0	5.2	7.6	3.4	
순이자손익	5.4	2.6	7.1	5.6	
판매관리비	3.7	4.7	6.2	3.4	
총전영업이익	2.5	5.5	8.6	3.4	
영업이익	5.9	8.7	10.9	3.5	
세전이익	1.1	14.9	13.0	2.5	
자배주주순이익	1.9	11.7	13.0	2.1	

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
일반영업이익	14,679	15,438	16,611	17,176	
순이자손익	11,402	11,694	12,520	13,215	
이자수익	29,209	27,989	28,865	30,088	
이자비용	17,807	16,294	16,346	16,873	
수수료손익	2,465	2,663	3,319	3,253	
수수료수익	4,046	4,306	5,027	5,012	
수수료비용	1,580	1,643	1,708	1,759	
금융상품관련손익	2,147	3,222	2,729	2,571	
보험손익	884	-135	-130	-1	
기타영업이익	-2,219	-2,006	-1,826	-1,861	
판매관리비	6,116	6,403	6,797	7,028	
총전영업이익	8,563	9,036	9,814	10,148	
대손충당금전입액	2,104	2,012	2,026	2,086	
영업이익	6,459	7,023	7,788	8,062	
영업외이익	-430	-94	42	-33	
세전이익	6,029	6,929	7,830	8,029	
법인세비용	1,471	1,844	2,080	2,158	
당기순이익	4,558	5,085	5,751	5,871	
자배주주 순이익	4,450	4,972	5,620	5,738	

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
영업지표 (%)				
순이자마진율	1.93	1.90	1.96	2.00
판매비용률	41.7	41.5	40.9	40.9
대손비용률	0.51	0.46	0.45	0.44
수익성 (%)				
ROE	8.1	8.7	9.5	9.3
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	8,892	10,398	12,312	13,131
수정 EPS	8,623	10,107	11,997	12,803
보통주 BPS	112,364	121,468	134,167	145,436
수정 BPS	112,364	121,468	134,167	145,436
보통주 DPS	2,160	2,590	2,960	3,260
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.4	7.4	8.1	7.6
수정 PER (X)	5.5	7.6	8.3	7.8
보통주 PBR (X)	0.42	0.63	0.75	0.69
수정 PBR (X)	0.42	0.63	0.75	0.69
배당성향 (%)	24.5	25.1	24.3	25.2
보통주 배당수익률 (%)	4.4	3.3	3.0	3.3

BNK금융지주 (138930)

2027년 9%에 달하는 주주환원 수익률

은행 (Positive)
ROE와 RoRWA의 동반 개선

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 25,500원

현재 주가(6/4)	17,270원
상승여력	▲47.7%
시가총액	53,593억원
발행주식수	310,327천주
52 주 최고가 / 최저가	22,650 / 11,170원
90 일 일평균 거래대금	209.76억원
외국인 지분율	40.6%

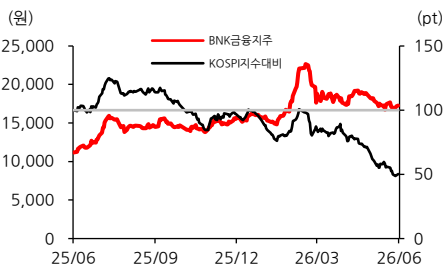
주주 구성	
롯데쇼핑 (외 7 인)	10.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
협성종합건설 (외 7 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	-2.1	11.3	54.3
상대수익률(KOSPI)	-29.7	-71.7	-103.1	-157.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
일반영업이익	3,336	3,368	3,624	3,753
순이자손익	2,977	2,953	3,182	3,338
총전영업이익	1,770	1,679	1,860	1,926
영업이익	876	903	1,168	1,233
지배주주 순이익	729	815	883	932
EPS	2,288	2,619	2,913	3,189
BPS	33,604	34,780	37,124	40,061
PER	4.5	6.1	5.9	5.4
PBR	0.3	0.5	0.5	0.4
ROE	7.0	7.6	8.0	8.2
배당성향	28.5	28.2	28.7	29.8
배당수익률	6.4	4.8	4.8	5.5

주가 추이



BNK 금융지주를 차선호주로 제시합니다. ROE 추정치 상향과 BPS 증가로 목표주가를 상향합니다. 손익 전망치의 개선에도 불구하고 주가는 저평가되며 주주환원 수익률이 2027년 9%까지 높아졌습니다. 중기적 관점의 투자자에게 매력이 높은 것으로 판단됩니다.

2027년 9%에 달하는 주주환원 수익률

BNK금융지주를 업종 차선호주로 제시한다. 마진 개선 기대로 ROE 추정치가 상향되며 목표 PBR을 0.66배로 부여하였고, 이익 추정치 상향과 주식수 감소에 따른 BPS 증가를 반영하며 목표주가를 25,500원으로 6% 상향하였다.

주된 투자포인트는 손익 전망치의 개선에도 불구하고 저평가된 주가로 인해 높아진 주주환원 수익률이다. 이자 및 수수료이익의 증가로 지배순이익이 2026년 8%, 2027년 6% 증가할 것으로 추정되며, 수정 EPS는 동기간 각각 11%, 10% 증가할 전망이다. Value up 공시에서 제시된 2027년 주주환원을 50%에 선형적으로 도달한다면, 2026년과 2027년에 걸쳐 이익 증가와 환원을 상승이 동반되면서 주주환원 규모는 2026년 20%, 2027년 17% 증가해 은행지주 중 분배가 가장 가파르게 확대될 전망이다. 이에 따른 주주환원 수익률은 2026년 7.6%, 2027년 9.1%로 가장 높은 수준이다. 기율기 측면에서의 강점은 특히 중기적인 관점의 투자자에게 매력이 높은 것으로 판단된다.

자산시장의 호조로 캐피탈, 증권, 자산운용 등의 비은행 계열사 손익의 비중이 확대될 것으로 기대되며, 이익 체력 증대를 위해서는 지주의 대손비용률 개선이 잘 유지되는 것이 필요조건이라고 판단된다.

[표12] BNK 금융지주의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	BNK금융지주	설명
자기자본비용 (CoE)	9.0	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	(b): 국고채 3Y 금리의 직전 3개월 평균
Risk Premium	7.1	(c): 시장 fwd PER 역수의 직전 1년 평균
Beta (β)	0.8	(d): 52주 beta
Average ROE	7.9	(e): 향후 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.88	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-25.0	(h): Valuation premium(discount)
목표 PBR	0.66	(i): (g)*(h)
수정 BPS	38,593	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	25,500	(k): (i)*(j)
조정률	6.3	
현주가	17,270	
상승여력	47.7	

자료: 한화투자증권 리서치센터

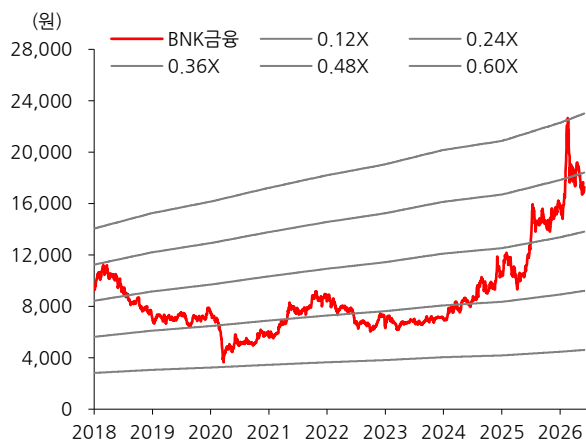
[표13] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(푼)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배 순이익	883	932	853	900	3.5	3.5
수정 EPS	2,855	3,129	2,745	2,989	4.0	4.7
수정 BPS	37,124	40,061	36,900	39,521	0.6	1.4
수정 ROE	7.9	8.0	7.6	7.7	0.3	0.3
보통주 DPS	830	945	830	945	0.0	0.0
자사주 매입액	144	187	130	170	10.8	10.0
주주환원율	45.0	49.9	45.0	50.0	-0.0	-0.2

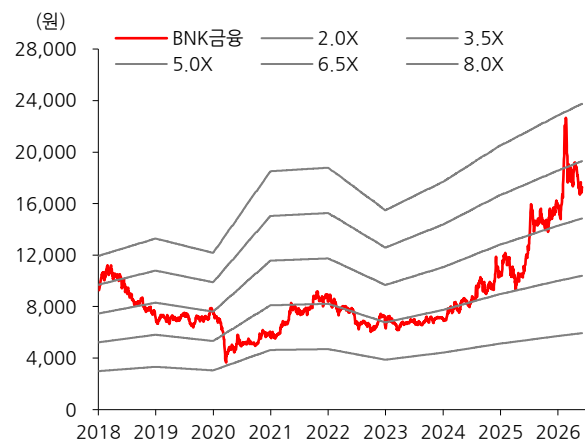
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림75] BNK 금융지주의 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림76] BNK 금융지주의 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

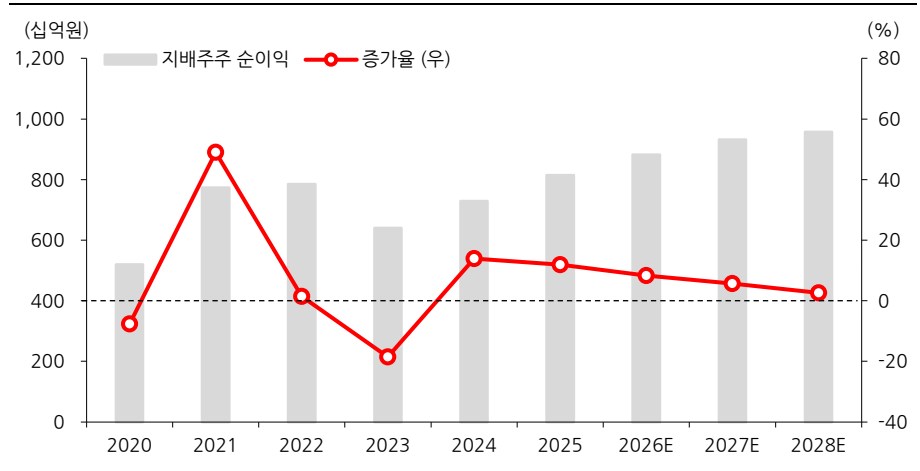
[표14] BNK 금융지주 실적 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	YoY
일반영업이익	853	817	894	804	867	969	931	858	3,368	3,624	7.6
순이자이익	735	708	741	769	763	790	808	819	2,953	3,182	7.7
수수료이익	50	38	50	42	69	67	52	45	180	233	29.2
기타영업이익	67	70	104	-6	35	112	71	-7	235	210	-10.6
판매관리비	377	399	378	536	423	411	397	533	1,690	1,764	4.4
판매비율	44.1	48.8	42.3	66.7	48.8	42.4	42.6	62.2	50.2	48.7	-1.5
총전영업이익	477	418	516	268	444	558	534	324	1,679	1,860	10.8
총당금전입액	271	162	136	207	160	172	167	193	776	692	-10.8
대손비용률	0.93	0.55	0.46	0.69	0.52	0.55	0.53	0.61	0.65	0.56	-0.09
영업이익	206	256	380	61	284	386	367	131	903	1,168	29.4
영업외이익	22	142	21	8	-0	20	20	20	192	60	-68.8
세전이익	228	398	401	68	284	406	387	151	1,095	1,228	12.1
법인세비용	56	83	101	18	66	108	103	40	259	318	23.1
지배주주 순이익	167	309	294	45	212	292	279	100	815	883	8.3

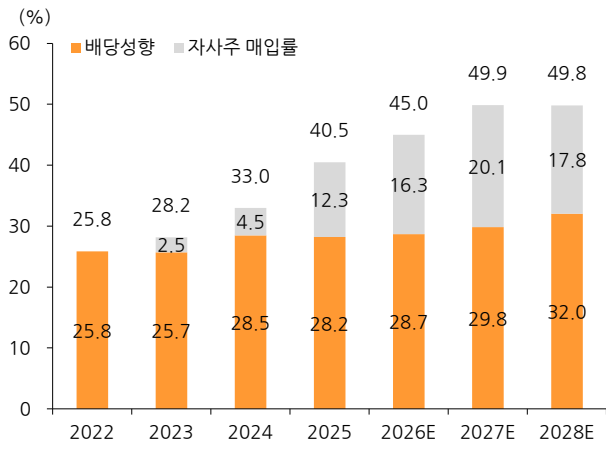
주: YoY는 2025E 증가율
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림77] BNK 금융지주의 지배주주 순이익



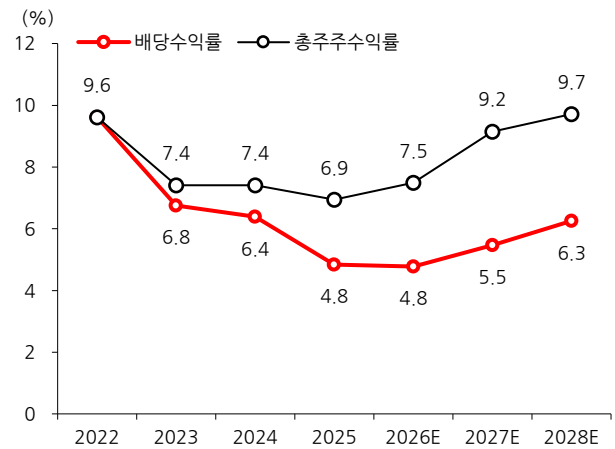
자료: BNK금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] BNK 금융지주의 주주환원율



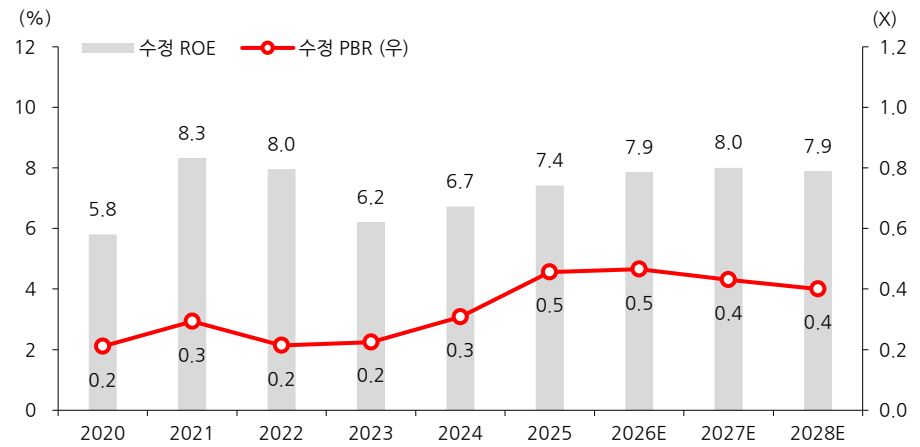
자료: BNK금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] BNK 금융지주의 주주환원 수익률



자료: BNK금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] BNK 금융지주의 ROE 및 PBR 추이



자료: BNK금융지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
현금및예치금	5,818	7,143	7,429	7,733	
유가증권	27,777	29,595	31,075	32,628	
대출채권	112,274	117,265	121,344	125,943	
대손충당금	1,638	1,477	1,790	1,754	
유형자산	1,264	1,237	1,237	1,237	
무형자산	269	308	317	327	
기타자산	5,068	5,547	6,137	6,523	
자산총계	152,470	161,095	167,539	174,391	
예수부채	107,855	113,478	114,887	119,280	
차입부채	27,549	29,848	32,831	34,086	
차입금	13,427	13,403	14,412	14,931	
사채	14,122	16,445	18,418	19,155	
기타금융업부채	0	0	0	0	
기타부채	5,918	6,528	8,162	8,912	
부채총계	141,323	149,854	155,879	162,278	
지배주주지분	10,699	10,793	11,211	11,664	
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	
신종자본증권	730	500	500	500	
자본잉여금	787	787	787	787	
기타자본	-16	3	-31	-39	
자기주식	-20	0	-34	-42	
기타포괄손익누계액	-34	-142	-192	-192	
이익잉여금	7,605	8,017	8,517	8,978	
비지배주주지분	449	449	449	449	
자본총계	11,148	11,242	11,660	12,113	
부채및자본총계	152,470	161,095	167,539	174,391	

성장률		(% YoY)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
대출채권	2.6	4.4	3.5	3.8	
총자산	4.6	5.7	4.0	4.1	
예수부채	1.0	5.2	1.2	3.8	
차입부채	20.0	8.3	10.0	3.8	
총부채	4.6	6.0	4.0	4.1	
총자본	4.4	0.8	3.7	3.9	
일반영업이익	3.4	1.0	7.6	3.5	
순이자손익	2.5	-0.8	7.7	4.9	
판매관리비	6.2	7.8	4.4	3.5	
총전영업이익	1.0	-5.1	10.8	3.6	
영업이익	9.3	3.1	29.4	5.6	
세전이익	13.3	10.4	12.1	6.9	
지배주주순이익	13.9	11.9	8.3	5.6	

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	
일반영업이익	3,336	3,368	3,624	3,753	
순이자손익	2,977	2,953	3,182	3,338	
이자수익	6,949	6,473	6,502	6,771	
이자비용	3,972	3,519	3,320	3,434	
수수료손익	220	180	233	219	
수수료수익	391	374	426	418	
수수료비용	170	194	193	199	
금융상품관련손익	493	678	576	546	
기타영업이익	-354	-443	-366	-350	
판매관리비	1,567	1,690	1,764	1,826	
총전영업이익	1,770	1,679	1,860	1,926	
대손충당금전입액	894	776	692	694	
영업이익	876	903	1,168	1,233	
영업외이익	116	192	60	80	
세전이익	992	1,095	1,228	1,313	
법인세비용	242	259	318	351	
당기순이익	750	836	909	962	
지배주주 순이익	729	815	883	932	

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
영업지표 (%)				
순이자마진율(은행)	1.88	1.83	1.93	1.95
판매비용률	47.0	50.2	48.7	48.7
대손비용률	0.78	0.65	0.56	0.54
수익성 (%)				
ROE	7.0	7.6	8.0	8.2
ROA	0.5	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	2,288	2,619	2,913	3,189
수정 EPS	2,209	2,564	2,855	3,129
보통주 BPS	33,604	34,780	37,124	40,061
수정 BPS	33,604	34,780	37,124	40,061
보통주 DPS	650	735	830	945
기타 지표				
보통주 PER (X)	4.5	6.1	5.9	5.4
수정 PER (X)	4.7	6.2	6.0	5.5
보통주 PBR (X)	0.31	0.46	0.47	0.43
수정 PBR (X)	0.31	0.46	0.47	0.43
배당성향 (%)	28.5	28.2	28.7	29.8
보통주 배당수익률 (%)	6.4	4.8	4.8	5.5

[Compliance Notice]

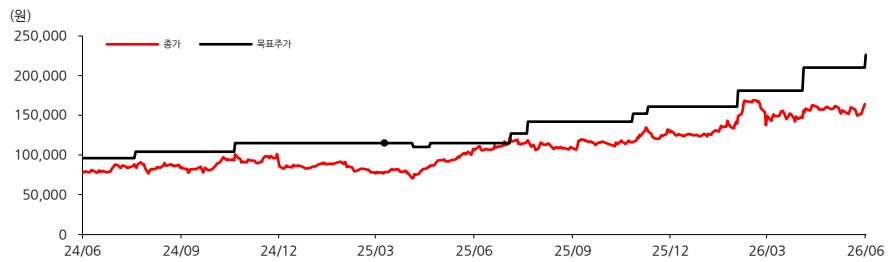
(공표일: 2026년 6월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[KB금융 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

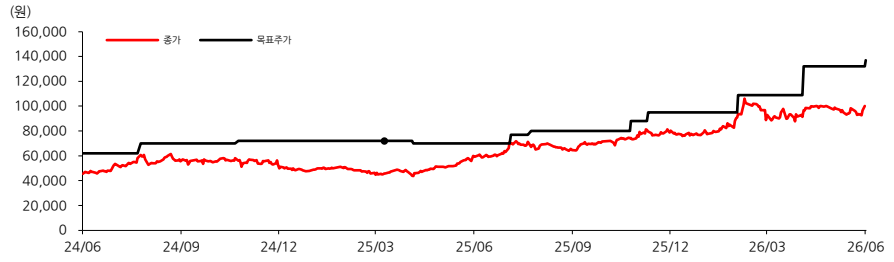
일 시	2016.08.12	2024.06.28	2024.07.01	2024.07.24	2024.07.26	2024.08.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		96,000	96,000	104,000	104,000	104,000
일 시	2024.09.25	2024.09.27	2024.10.04	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	104,000	104,000	104,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2024.11.29	2024.12.05	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2025.03.17	2025.04.09	2025.04.25	2025.07.09	2025.07.25	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표가격	115,000	110,000	115,000	127,000	142,000	142,000
일 시	2025.09.26	2025.10.10	2025.10.31	2025.11.14	2025.12.26	2026.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	142,000	142,000	152,000	161,000	161,000	161,000
일 시	2026.01.30	2026.02.06	2026.02.27	2026.03.27	2026.04.08	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	161,000	181,000	181,000	181,000	210,000	210,000
일 시	2026.05.29	2026.06.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	210,000	226,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수평주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.24	Buy	104,000	-17.22	-6.54
2024.10.25	Buy	115,000	-25.01	-12.00
2025.04.09	Buy	110,000	-27.68	-22.73
2025.04.25	Buy	115,000	-10.73	6.09
2025.07.09	Hold	127,000	-8.50	-5.83
2025.07.25	Buy	142,000	-20.28	-15.77
2025.10.31	Buy	152,000	-17.43	-11.38
2025.11.14	Buy	161,000	-20.23	-11.18
2026.02.06	Buy	181,000	-15.27	-6.74
2026.04.08	Buy	210,000	-25.21	-21.81
2026.06.05	Buy	226,000		

[신한지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

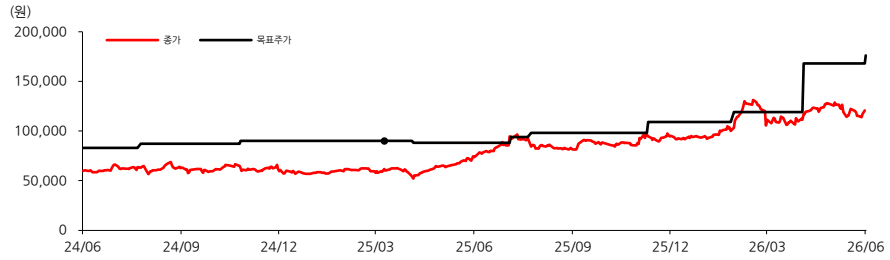
일 시	2016.08.12	2024.07.01	2024.07.29	2024.10.04	2024.10.28	2024.11.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		62,000	70,000	70,000	72,000	72,000
일 시	2024.12.05	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.07	2025.02.28	2025.03.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	72,000	72,000	72,000	72,000	72,000
일 시	2025.03.28	2025.04.09	2025.04.25	2025.04.28	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
일 시	2025.07.09	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.10
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	77,000	77,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2025.10.29	2025.11.14	2026.01.07	2026.02.06	2026.04.08	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	88,000	95,000	95,000	109,000	132,000	132,000
일 시	2026.05.29	2026.06.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	132,000	137,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.29	Buy	70,000	-19.22	-12.29
2024.10.28	Buy	72,000	-30.46	-20.83
2025.04.09	Buy	70,000	-21.25	1.57
2025.07.09	Hold	77,000	-9.53	-6.75
2025.07.28	Hold	80,000	-13.84	-6.88
2025.10.29	Buy	88,000	-12.66	-7.50
2025.11.14	Buy	95,000	-16.19	-4.32
2026.02.06	Buy	109,000	-13.29	-2.75
2026.04.08	Buy	132,000	-26.25	-24.17
2026.06.05	Buy	137,000		

[하나금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

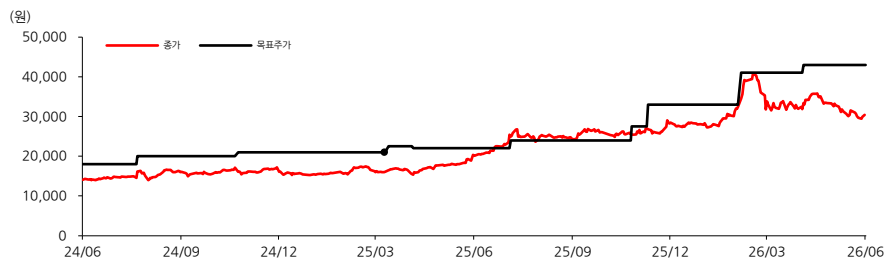
일 시	2016.08.12	2024.06.28	2024.07.01	2024.07.26	2024.07.29	2024.08.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		83,000	83,000	83,000	87,000	87,000
일 시	2024.09.25	2024.09.27	2024.10.04	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	87,000	87,000	87,000	87,000	90,000	90,000
일 시	2024.11.29	2024.12.05	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.03.17	2025.04.09	2025.07.09	2025.07.28	2025.10.10	2025.11.14
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	90,000	88,000	94,000	98,000	98,000	109,000
일 시	2026.01.07	2026.02.02	2026.04.08	2026.04.27	2026.06.05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	109,000	119,000	168,000	168,000	176,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.29	Buy	87,000	-28.21	-20.92
2024.10.30	Buy	90,000	-33.19	-26.67
2025.04.09	Buy	88,000	-19.50	7.39
2025.07.09	Hold	94,000	-1.46	-3.40
2025.07.28	Hold	98,000	-11.71	-1.63
2025.11.14	Buy	109,000	-12.96	-3.67
2026.02.02	Buy	119,000	-3.57	10.34
2026.04.08	Buy	168,000	-27.81	-23.33
2026.06.05	Buy	176,000		

[우리금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

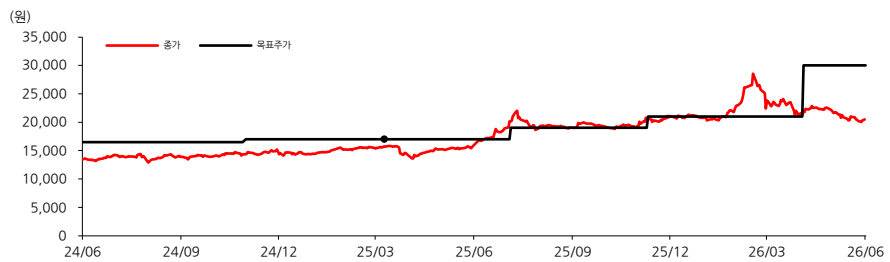
일 시	2024.07.01	2024.07.26	2024.10.04	2024.10.28	2024.11.11	2024.12.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	18,000	20,000	20,000	21,000	21,000	21,000
일 시	2025.01.07	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.17	2025.03.28	2025.04.09
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	21,000	21,000	21,000	22,500	22,500	22,000
일 시	2025.04.25	2025.04.28	2025.05.07	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.09
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표 가격	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	24,000
일 시	2025.07.25	2025.08.29	2025.10.10	2025.10.30	2025.11.14	2025.12.26
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표 가격	24,000	24,000	24,000	27,500	33,000	33,000
일 시	2026.01.07	2026.01.30	2026.02.09	2026.02.27	2026.03.27	2026.04.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	33,000	33,000	41,000	41,000	41,000	43,000
일 시	2026.04.24	2026.04.27	2026.06.05			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	43,000	43,000	43,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.26	Buy	20,000	-20.84	-14.60
2024.10.28	Buy	21,000	-23.36	-17.05
2025.03.17	Buy	22,500	-26.39	-24.76
2025.04.09	Buy	22,000	-12.80	15.45
2025.07.09	Hold	24,000	5.73	-1.67
2025.10.30	Hold	27,500	-5.06	-1.82
2025.11.14	Buy	33,000	-14.66	-1.67
2026.02.09	Buy	41,000	-15.97	-0.49
2026.04.08	Buy	43,000		

[기업은행 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

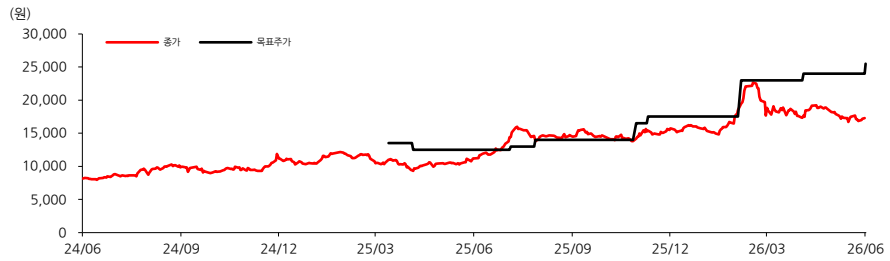
일 시	2016.08.12	2024.07.01	2024.10.04	2024.11.04	2024.11.11	2025.01.07
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		16,500	16,500	17,000	17,000	17,000
일 시	2025.02.11	2025.03.17	2025.04.09	2025.07.09	2025.10.10	2025.11.14
투자 의견	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	Hold
목표 가격	17,000	17,000	17,000	19,000	19,000	21,000
일 시	2026.01.07	2026.04.08	2026.04.27	2026.06.05		
투자 의견	Hold	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	21,000	30,000	30,000	30,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	17,000	-9.68	18.53
2025.07.09	Hold	19,000	3.11	-1.84
2025.11.14	Hold	21,000	5.40	35.95
2026.04.08	Buy	30,000		

[BNK금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

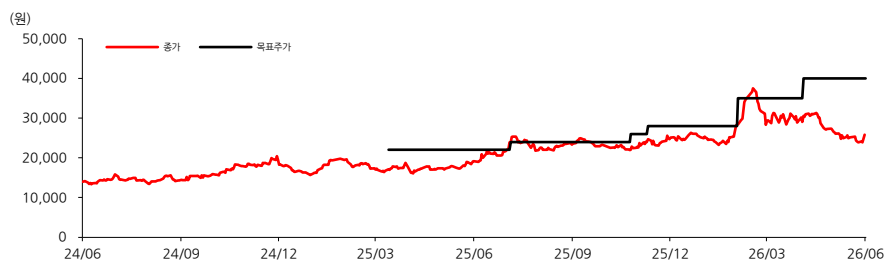
일 시	2016.08.12	2025.03.17	2025.03.17	2025.04.09	2025.07.09	2025.08.01
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격		김도하	13,500	12,500	13,000	14,000
일 시	2025.10.10	2025.11.03	2025.11.14	2026.01.07	2026.02.09	2026.04.08
투자의견	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	14,000	16,500	17,500	17,500	23,000	24,000
일 시	2026.05.04	2026.06.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	24,000	25,500				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.03.17	Buy	13,500	-22.79	-17.78
2025.04.09	Buy	12,500	-11.11	15.20
2025.07.09	Hold	13,000	17.02	11.00
2025.08.01	Hold	14,000	3.94	-1.36
2025.11.03	Buy	16,500	-9.67	-5.33
2025.11.14	Hold	17,500	-10.30	5.71
2026.02.09	Buy	23,000	-16.57	-1.52
2026.04.08	Buy	24,000	-25.07	-20.04
2026.06.05	Buy	25,500		

[JB금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

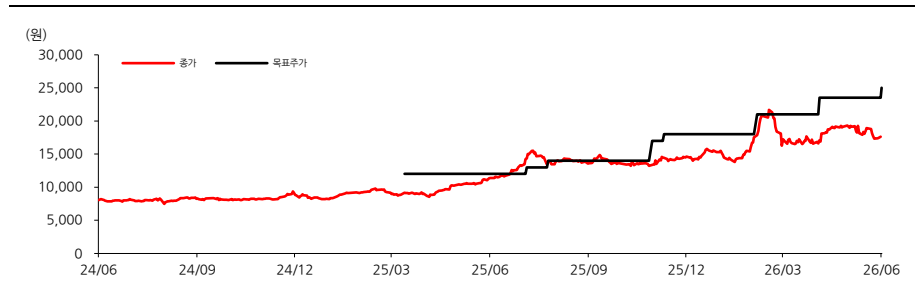
일 시	2025.03.17	2025.03.17	2025.04.09	2025.04.25	2025.07.09	2025.10.10
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	김도하	22,000	22,000	22,000	24,000	24,000
일 시	2025.10.29	2025.11.14	2026.01.07	2026.02.06	2026.04.08	2026.06.05
투자의견	Buy	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	28,000	28,000	35,000	40,000	40,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.03.17	Buy	22,000	-15.76	8.41
2025.07.09	Hold	24,000	-2.85	5.63
2025.10.29	Buy	26,000	-11.09	-7.50
2025.11.14	Hold	28,000	-11.62	1.43
2026.02.06	Buy	35,000	-11.57	7.14
2026.04.08	Buy	40,000		

[iM금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

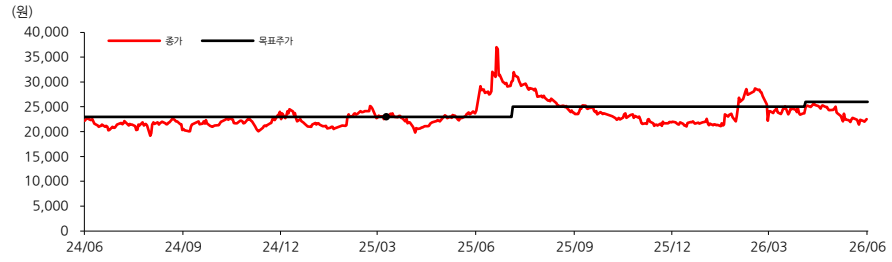
일 시	2016.08.12	2025.03.17	2025.03.17	2025.03.28	2025.04.09	2025.04.25
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	12,000	12,000	12,000	12,000
일 시	2025.04.29	2025.07.09	2025.07.29	2025.10.10	2025.11.03	2025.11.14
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	12,000	13,000	14,000	14,000	17,000	18,000
일 시	2026.01.07	2026.02.09	2026.04.08	2026.04.29	2026.06.05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	18,000	21,000	23,500	23,500	25,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.03.17	Buy	12,000	-12.45	18.67
2025.07.09	Hold	13,000	13.69	3.00
2025.07.29	Hold	14,000	-1.09	6.14
2025.11.03	Buy	17,000	-18.27	-14.18
2025.11.14	Buy	18,000	-18.02	-2.78
2026.02.09	Buy	21,000	-15.03	3.10
2026.04.08	Buy	23,500	-21.39	-17.87
2026.06.05	Buy	25,000		

[카카오펙크 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.07.01	2024.08.08	2024.10.04	2024.11.06	2024.11.11	2025.01.07
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000
일 시	2025.02.06	2025.04.09	2025.05.07	2025.07.09	2025.08.06	2025.10.10
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	23,000	23,000	23,000	25,000	25,000	25,000
일 시	2025.11.06	2025.11.14	2026.01.07	2026.02.05	2026.04.08	2026.05.06
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	25,000	25,000	25,000	25,000	26,000	26,000
일 시	2026.06.05					
투자의견	Hold					
목표가격	26,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.07	Hold	23,000	3.76	60.87
2025.07.09	Hold	25,000	-3.06	-15.80
2026.04.08	Hold	26,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%