

벨류업 — 은행편
발간일자 2025년 4월 2일

KYOBO
교보증권

중요한 것은 속도가 아닌 방향이다



[은행/증권/보험] 김지영 센터장
02-3771-9735/ jykim@iprovest.com

[금융RA] 장민지 선임연구원
02-3771-6668/ m12345@iprovest.com

이 페이지는 편집상 공백입니다.

Summary

국내외 경기 및 정치 불안정으로 인한 투자심리 약화로 은행업 주가 하락

연초대비 KRX은행업지수는 1.8% 상승했으나 KOSPI 수익률을 1.6%p 하회했고, 1개월간 KRX은행업지수는 1.7% 하락하면서 KOSPI 수익률은 0.4%p 소폭 상회함. 올해 KRX은행업지수가 KOSPI 지수를 하회한 이유는 지난 해 12월 국내외 경기 및 정치 불확실성으로 인해 투자심리가 약화되면서 국내 주식시장이 하락했기 때문이며, 2025년 들어서는 정부의 기업가치제고 계획, 즉 밸류업 프로그램에 대한 지속 가능성에 대해 우려감이 대두되면서 주가가 부진한 모습을 보인 것으로 판단됨.

밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

하지만 필자는 밸류업 프로그램이 장기적으로 종합적인 관점에서 지속될 수 밖에 없다고 판단함. ①밸류업 정책은 오랫동안 '코리아 디스카운트' 원인으로 지적 받았던 미흡한 주주환원에 대한 해결 트리거가 될 수 있고, ②저성장 및 고령화로 접어든 한국의 경제 구조상 '가치주(배당주)'로서 관심이 필요한 시점으로 판단되며, ③일본만 보더라도 정책의 지속 가능성이 매우 중요했음을 알 수 있고, ④마지막으로 밸류업 프로그램을 통한 MSCI 선진지수 편입 요건 충족이라는 긍정적인 효과를 기대되기 때문임.

가치주로 은행주가 매력적인 이유

은행업 투자 의견 '비중확대'를 유지하는데, 2025년에도 국내 시중은행들이 타 업종대비 상대적으로 양호한 이익 수준을 시현할 것으로 전망하며, 밸류업 프로그램을 통한 적극적인 주주환원정책도 지속할 가능성이 높다고 판단되기 때문. 1) 절대적인 원화대출금 규모를 바탕으로 2025년에도 견조한 이자수익 시현 전망, 2) 지난 몇 년간 시행한 선제적인 대손충당금 적립과 향상된 연체율 관리 능력을 바탕으로 상대적인 이익 안정성이 돌보일 수 있는 해가 될 것으로 기대되기 때문. 3) 여기에 지난 몇 년간 꾸준히 노력해온 적극적인 주주환원정책(배당성향 상향 목표, 분기배당 시행, 자사주 매입 및 소각 등)도 은행주 주가에 장기적인 매력을 높여 투자심리 회복시 가장 우선적으로 매수를 고려할 수 있을 것으로 전망.

Contents

I

중요한 것은 속도가 아닌 방향

밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

... 5pg

II

왜 은행주인가?

한국 은행주를 봐야 하는 이유

... 31pg

III

해외 밸류업 사례

일본 외 영국, 대만, 중국

... 44pg

IV

기업분석

우리, 신한, KB, 하나, 기업, BNK, DGB, JB, 카카오뱅크

... 49pg

Part 01

중요한 것은 속도가 아닌 방향

1) 한국 밸류업 프로그램(요약)

한국 밸류업 프로그램의 주요 목적은 한국 자본시장의 Valuation(적정 PBR)을 높이는 것

$$\text{적정(Justified) PBR} = \frac{ROE - g}{COE - g}$$

ROE ▲

유기적 성장(Organic growth)

- 현재 사업에서의 내부 역량 제고

비유기적 성장(Inorganic growth)

- 신사업 역량 확보·규모의 경제 달성(M&A)
- 저수익 사업부 분리·매각(구조조정)

주주환원

- 배당성향 확대 및 자사주 매입·소각

COE ▼

주주가치제고 계획 작성·공표

- 목표 달성을 위한 전략·방안 및 일정 수립
- 꾸준한 계획 발표·달성 여부 공시

적극적인 소통

- 주주 등 투자자와의 소통과 피드백
- 정보의 비대칭 해소 노력

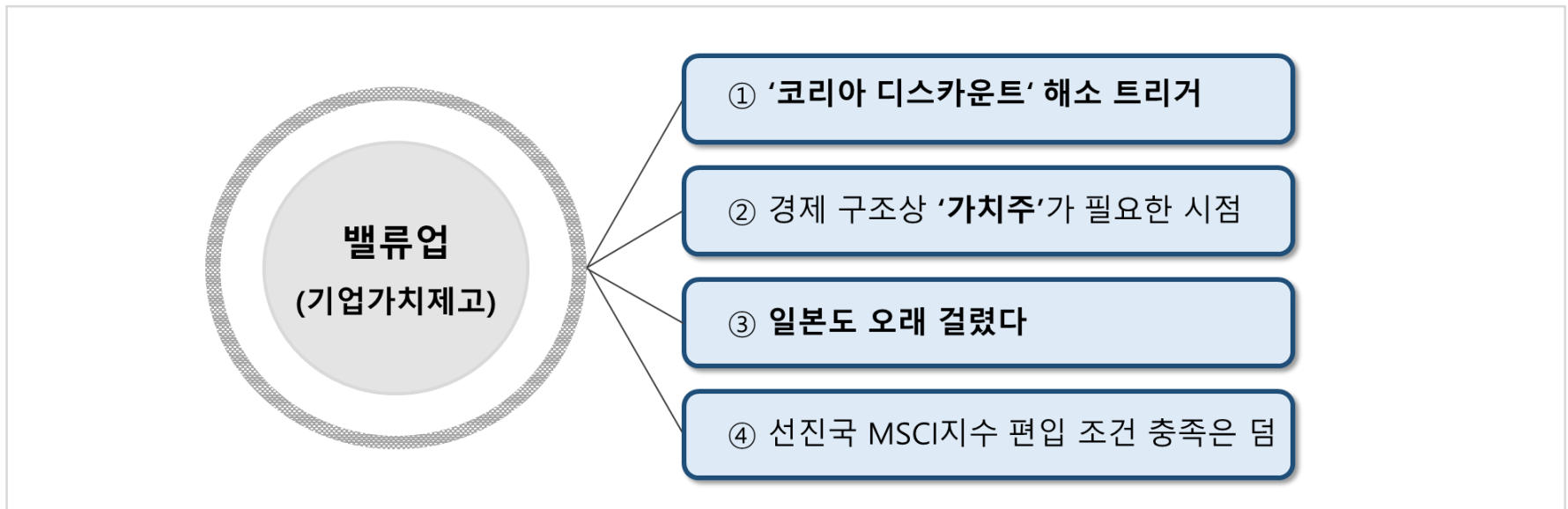
『기업가치 제고 계획 가이드라인』 적극 활용

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

밸류업, 중요한 것은 속도가 아닌 방향

- 최근 국내 주식시장에 대한 우려 중 하나는 지난 해 2월 정부가 발표한 '기업 밸류업 지원방안' 정책의 실효성 논란 발생.
- 하지만 필자는 밸류업 프로그램이 장기적으로 종합적인 관점에서 지속될 수 밖에 없다고 판단함.
 - ① **밸류업** 정책은 오랫동안 '코리아 디스카운트' 원인으로 지적 받았던 **미흡한 주주환원에 대한 해결 트리거**가 될 수 있고,
 - ② 저성장 및 고령화로 접어든 **한국의 경제 구조상 '가치주(배당주)'**로서 관심이 필요한 시점으로 판단되며,
 - ③ 한국과 유사한 밸류업 정책으로 성공적인 효과를 보고 있는 **일본만 보더라도 정책의 지속 가능성이 매우 중요했음**을 알 수 있고,
 - ④ 마지막으로 밸류업 프로그램을 통한 선진국 MSCI 지수 편입에도 긍정적인 효과를 볼 수 있기 때문임.

밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 4가지 이유

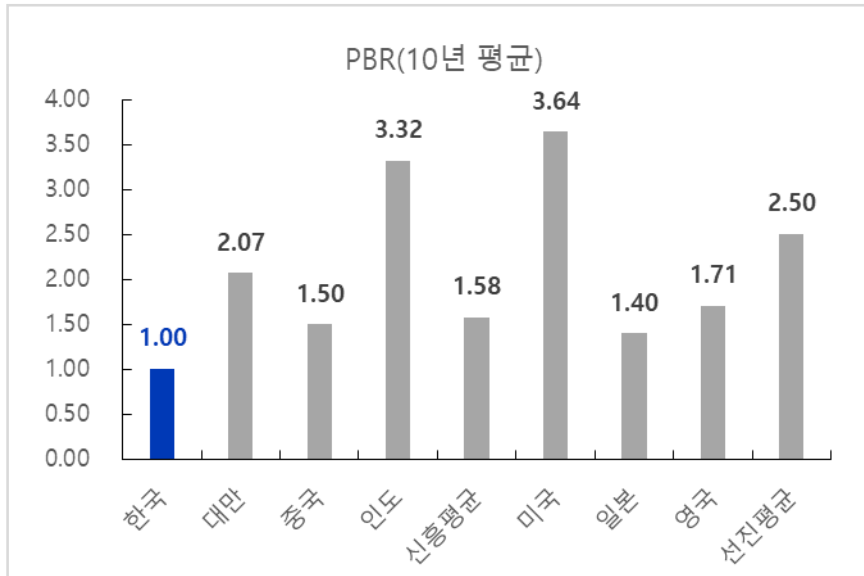


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

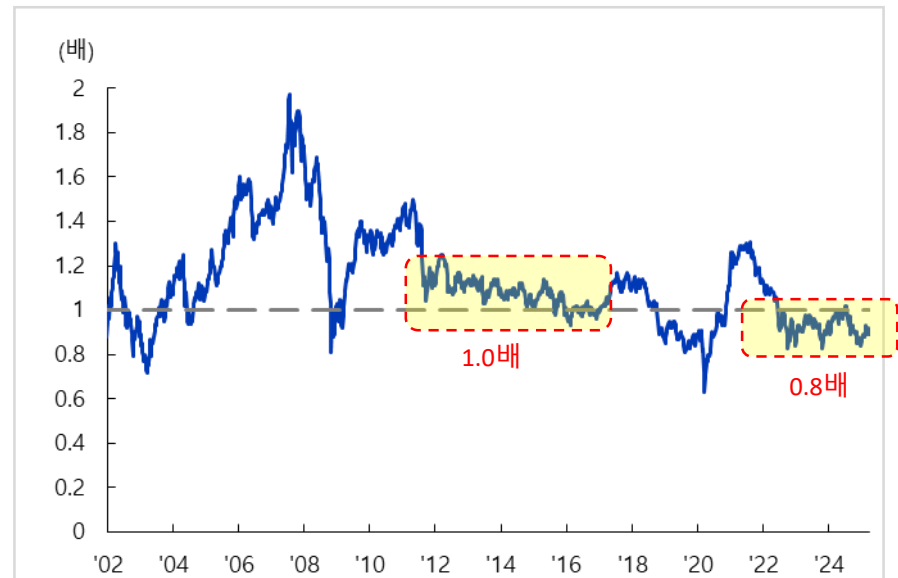
- '코리아 디스카운트(Korea Discount)'란 한국 상장기업 주식이 유사한 외국 상장기업에 비해 가치평가 수준이 낮게 형성되는 현상을 말하며, 투자자들이 최근 벌어들인 이익이나 현재 순자산 규모가 비슷한 외국 기업에 비해 한국에 상장된 회사에 대해서 밸류에이션을 낮게 부여할 때 쓰는 표현임
- 코리아 디스카운트의 유력한 주요 원인은 1) 미흡한 주주환원 수준, 2) 저조한 수익성과 성장성, 그리고 3) 취약한 기업지배구조가 있으며, 그 밖에 4) 국내투자자의 단기투자 성향과, 5) 지정학적 원인 등을 들 수 있다. 주요 원인 중 하나였던 6) 회계정보의 불투명성의 경우 국제회계 기준(IFRS)도입으로 많이 개선된 것으로 파악됨 (참조: 자본시장 연구원, '코리아 디스카운트 원인 분석')

글로벌 상장 기업 PBR(10년 평균)



출처: 한국은행, 교보증권 리서치센터

KOSPI PBR 추이

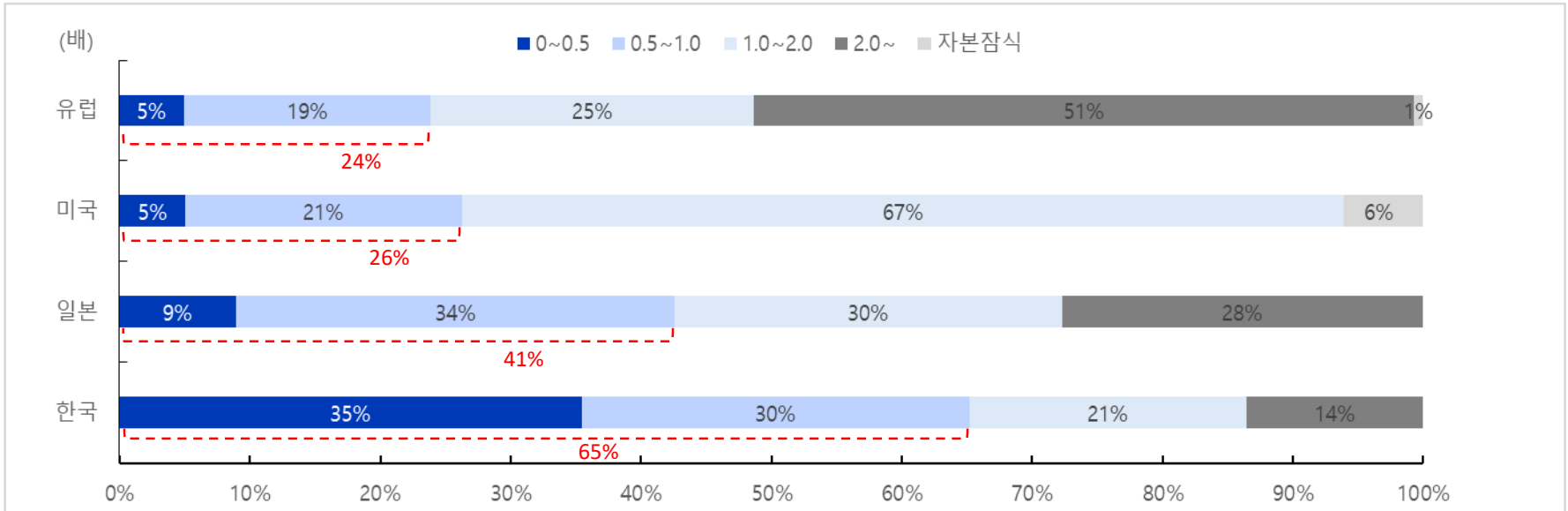


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- 한국 기업의 Valuation은 주요국 대비 낮은 편임. PBR(순자산가치)는 '23년말 1.03배, 10년 평균 1.04배 수준이며, PER은 '23년말 19.78배, 10년 평균 14.16배 수준임.
- 무엇보다 KOSPI PBR 바닥 인식이 점점 낮아지고 있다는 것이 문제. 2010년대 1.0배 → 2020년 코로나 이후 0.8배 수준
- 주요국과 비교하더라도 PBR 1.0배 미만 기업 비중도 높은 편.
: 2022년 기준 한국 65%, 일본 41%, 미국 26%, 유럽 24% 수준.

주요국 PBR 비중 비교(2022년 기준)

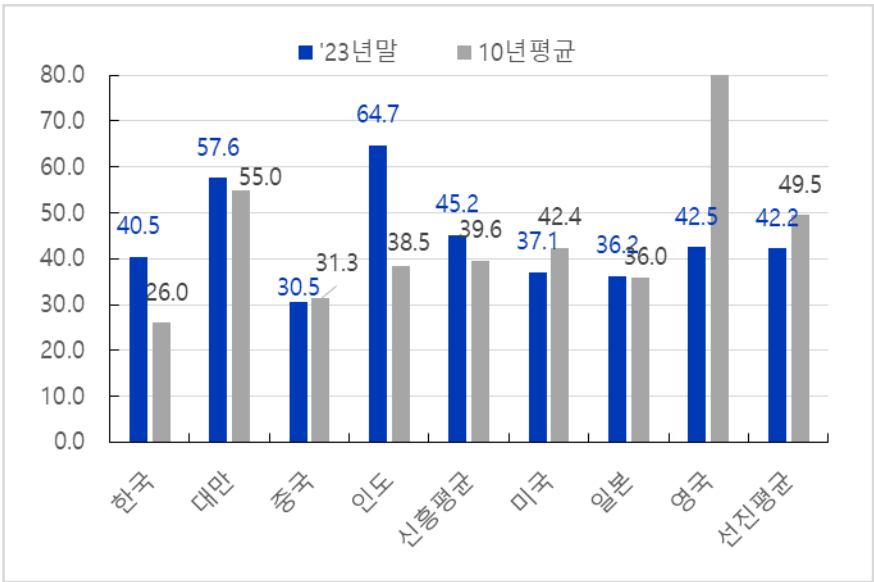


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

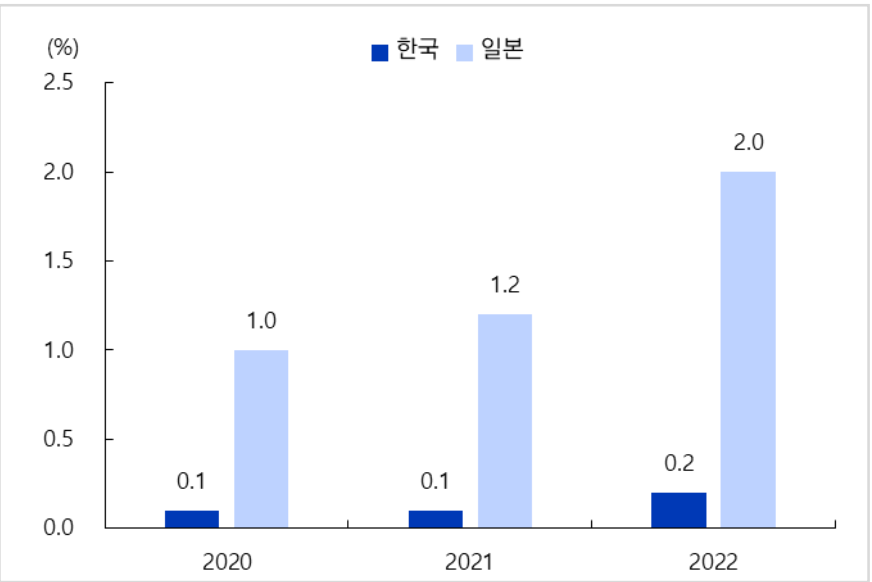
① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- '코리아 디스카운트'의 주요 원인 중 하나는 인색한 주주환원임. 주주환원 관련 참고 지표로 활용되는 배당성향(현금배당금/당기순이익)의 경우 한국은 2023년기준 40.5%으로 예전보다 상승하긴 했지만, 10년 평균은 26.0%로 미국 42.4%, 일본 36.0%, 영국 129.4%, 중국 31.3% 등 주요국 대비 소극적이라는 평가를 받을 수 밖에 없음.
- 한국과 일본의 경우 10년간 평균 ROE가 8%로 비슷하지만 자사주 매입을 포함한 총주주환원율에서 차이가 존재. 결국 얼마나 주주환원에 신경을 쓰는지도 밸류에이션에 영향을 미치는 중요한 요소임을 알 수 있음.

글로벌 대비 낮은 배당성향



한국 일본 시가총액 대비 자사주 매입액 비율



2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- 지난 2월 금융당국은 일본 사례를 참고하여 '한국 증시의 도약을 위한' 기업 밸류업 지원방안을 발표함. 정부는 상장사가 스스로 기업가치를 끌어올릴 수 있도록 가이드라인을 제시했고 이를 따르면 각종 인센티브를 제공하는 것이 골자임. 또 가치 제고가 기대되는 기업들을 모아 지수(Index)로 만들고, 이를 추종하는 상장지수펀드(ETF)를 출시하는 등 투자를 유도하는 방안도 마련됨. 다만 프로그램에 대한 강제성이 없고 세제 혜택이 구체적이지 못하다는 여론 발생.
- 하지만 기업가치 제고, 즉 밸류업 프로그램은 일회성이 아닌 긴 호흡으로 접근할 사안임. 장기적으로 종합적인 관점에서 실효성 있는 노력이 필요한 가운데, 밸류업은 향후 '코리아 디스카운트' 해소할 트리거(Trigger) 역할을 할 수 있을 것으로 판단함.

기업 밸류업 프로그램 주요 내용

구분	내용
상장기업	
• 기업가치 제고 수립, 이행 • 세제지원, 우수기업 표창, IR등	• 전체 상장사, 연 1회 자율공시 • 기업 밸류업 표창, 모범 납세자 선정 우대 등
투자자	
• 코리아 밸류업 지수, ETF 개발 • 스튜어드십 코드 반영 • 주요 투자지표 비교 공표	• 기관투자가, 벤치마크 지표로 참고 • 기관투자가, 투자판단에 활용 • PBR, PER, ROE 분기별, 배당수익률 연 1회 공표
거래소 및 유관기관	
• 전담 추진체계 마련 • 상장기업 교육, 컨설팅 • IR 지원	• 거래소 내 전담부서, 밸류업 자문단 구성 • 중소규모 상장기업 대상 맞춤형 컨설팅 • 기업 밸류업 공동 IR 개최

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- 다시 한국 밸류업 프로그램(요약)을 보면, 한국 밸류업 프로그램의 주요 목적은 한국 자본시장의 Valuation(적정 PBR)을 높이는 것임.
- 그러기 위해선, 1) 기업가치 제고를 위해 적정 PBR 배수 상승 필요한데, 이는 ROE 개선과 COE 하락이 동시에 이루어질 경우 극대화될 수 있음. 2) ROE 개선을 위해서는 지속적인 성장 및 주주환원 확대하고, COE를 낮추기 위해서는 주주가치 제고 계획 공표 등 시장과 적극적인 소통을 통해 정보의 비대칭을 해소하기 위한 노력이 필요함. 3) 정부가 제시한 기업 밸류업 작성 가이드라인을 적극 활용, 투자자와 소통하는 기업들은 밸류에이션 프리미엄 요인이 더해져 기업가치 제고로 이어질 수 있을 것으로 전망됨.

한국 밸류업 프로그램의 주요 목적은 한국 자본시장의 Valuation(적정 PBR)을 높이는 것



2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- 정부는 지난 해 7월초, 역동경제 로드맵을 발표하면서 자본시장 선진화 방안 파트에서 기업 밸류업 관련 세제혜택의 방향성이 제시함. 법인세의 경우 주주환원 '증가분'에 한해 5%를 공제해주는 효과가 크지 않아 실질적인 변화를 끌어내기엔 역부족이라는 시각이 존재하나, 아예 배당을 하지 않던 기업이거나 지배주주 지분율이 높은 경우 오히려 역시 혜택을 볼 수 있다는 점에서 확대 유인으로 작용할 수 있다고 봄.
- 세금 때문에 배당에 미온적이라면 자사주를 매입한 후 소각하는 것도 주주환원에 도움이 될 수 있음. 자사주를 매입한 후 소각하게 되면 주가가 올라 최근 투자자들은 자사주 매입 소각을 반기고 있음. 다만 충분한 현금흐름에 기반하지 않은 자사주 소각은 자칫 부채비율 상승을 초래할 수 있고, 설비투자 부담이 있는 기업의 경우 자사주 소각에 소극적일 수 밖에 없음.

기업밸류업 관련 세제 혜택

구분	내용
법인세	주주환원 증가금액 5% 세액공제 (예: 직전 3년대비 5% 초과분)
배당소득세	배당 증가금액 등 저율 분리과세 (14% → 9%, 최대 45% → 25%)
상속세	- 최대주주 할증평가 폐지, - 가업상속공제 대상(중견 매출액 기준 폐지) - 가업상속공제 한도 확대 (600억원 → 1,200억원)

자사주 매입 소각과 보유 영향 비교

매입 후 소각	매입 후 보유
자기주식 매입	자기주식 매입
자본총계 감소	자본총계 감소
유통 주식수 감소	유통 주식수 감소
발행 주식수 감소	발행 주식수 유지
시가총액 = 발행 주식수 × 주가	시가총액 = 발행 주식수 × 주가
<u>발행 주식수 감소로 주가 상승</u>	<u>발행 주식수 유지로 주가 유지</u>

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

① '코리아 디스카운트' 해소 트리거

- 2024년 1월 24일, 금융위원회와 금융감독원은 국민 자산 형성 지원을 위한 증권업계 역할과 신뢰제고 방안 등 논의 위해 증권업계 및 유관기관 대상 간담회 개최. 해당 간담회에서, 금융위원장은 '혁신기업 지원'과 '국민 자산형성 사다리로서의 자본시장 역할'을 강조
- 또한, 지난 몇년간 꾸준히 추진해온 3가지의 제도 개선과 더불어 향후 자본시장을 통한 자산형성에 직접적으로 초점을 둔 정책 발표

자본시장 발전 위한 3가지 제도 개선 추진

제도 개선	내용
일반주주 이익 보호	물적분할 제도개선
	내부자거래 사전공시의무화
국제적 정합성 제고	외국인 ID 제도 폐지
	영문 공시 의무화
	배당절차 개선
불공정거래 대응 강화	불법공매도 대응 강화
	불공정거래 과징금

향후 자본시장 정책 방향

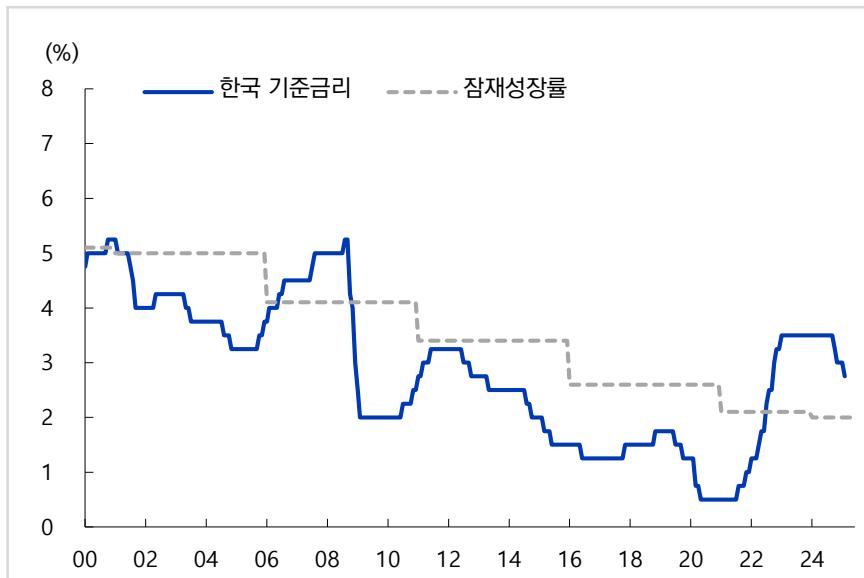
주체	정책방안	세부내용	기대 효과
정부	세제개편	• 금융투자소득세 폐지, ISA 지원 강화 등	증시 수요기반 유지·확충
	상법개정	• 이사의 책임 강화, 주총 내실화 등	소액주주의 권익 개선
	지배주주 편법 지배 방지	• 인적분할시 자사주에 대한 신주배정 금지 등	지배주주의 편법적인 지배력 확대 방지
기업	기업 밸류업 프로그램	• 상장사의 주요 투자지표(PBR·ROE 등)를 시가총액·업종별로 비교공시 • 상장사들에게 기업가치 개선 계획 공표 권고 • 기업가치 개선 우수기업 등으로 구성된 지수 개발 및 ETF 도입 등	현저히 낮은 PBR 등 우리 증시의 저평가 해소
	거래소와 협력	• 주주 친화적 기업에 보다 많은 자본이 유입될 수 있는 인센티브 마련 • 거래소를 중심으로 꾸준하고 면밀하게 모니터링, 관리할 계획	실질적인 기업가치 제고
증권사	부동산PF 리스크 관리 철저	• 증권사 부동산PF 리스크가 금융시장 불안요인으로 작용하지 않도록 CEO가 직접 리스크 관리 • 성과보수 체계를 금융회사의 장기성과와 연동할 수 있도록 정비	증권사의 기업금융 역할 강화
	내부통제	• 준법 리스크 감사 등 내부통제 조직 실효성 있게 작동할 수 있도록 인적/물적 자원 확충 • 위법행위 임직원에게 온정주의의 타파, 징계/구상권 행사 등 단호하게 대응	

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

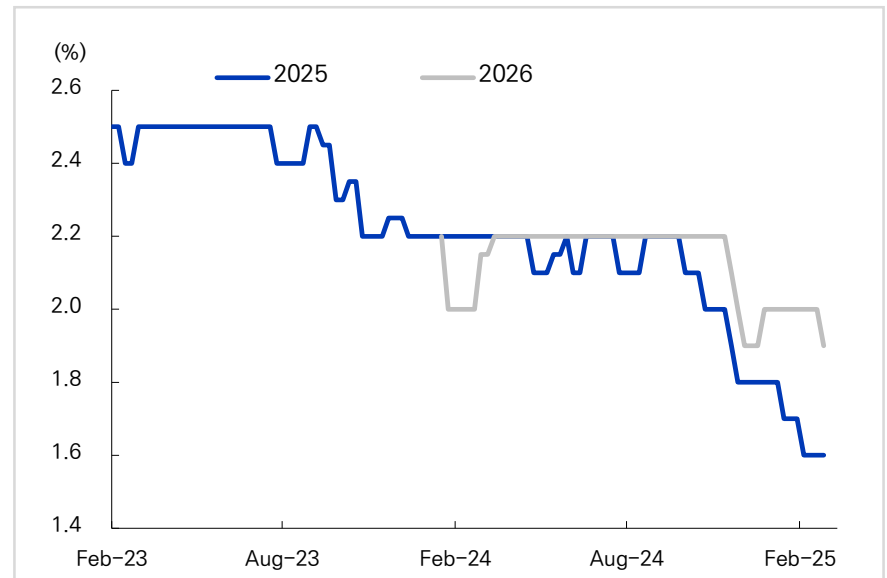
② 경제 구조상 '가치주'가 필요한 시점

- 한국의 경우 저성장으로 접어들었으며, 현재 성장 경로의 불확실성은 점증되고 있는 상황
- 국내 경제는 하방 리스크가 확대. 한국은행은 올해 성장률 전망치를 당초 1.9%→1.5% 수준으로 하향 조정. 글로벌 IB들도 올해 국내 성장률 전망치를 1% 중반에서 많게는 1% 초반 수준까지 하향 조정
- 당분간 내수가 부진한 흐름을 지속하는 가운데, 수출 모멘텀도 둔화가 예상. 여기에 작년 말부터 이어진 국내 정치 이벤트를 비롯해 미국 관세 정책도 성장 경로의 불확실성을 가중

한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



한국 연도별 성장률 전망 추이

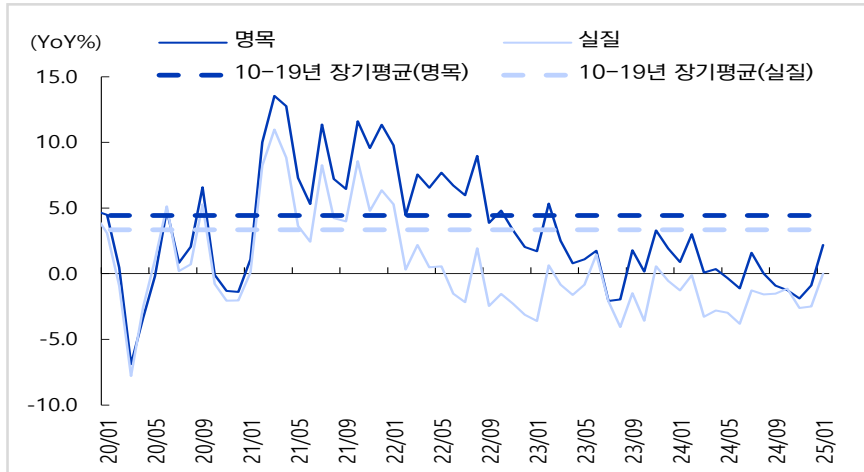


출처: 한국은행, 교보증권 리서치센터

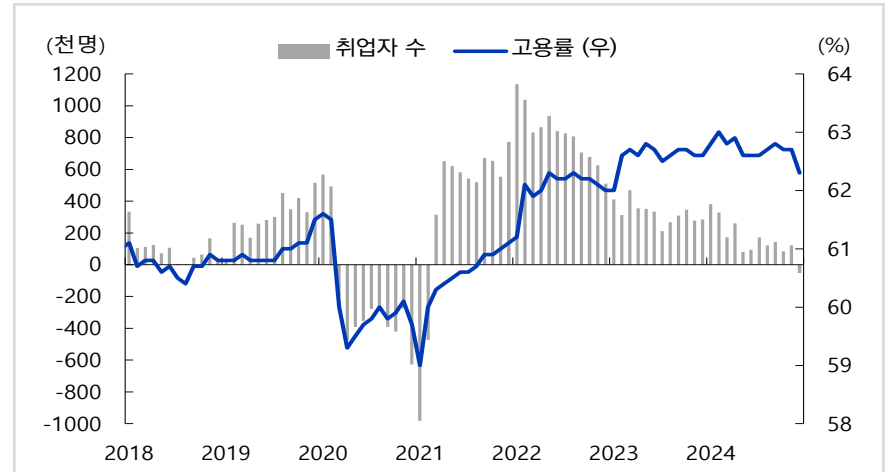
2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

- 경제성장률이 낮아질 거라 보는 이유: 당분간 내수가 부진한 흐름을 지속하는 가운데, 수출 모멘텀도 둔화가 예상되기 때문

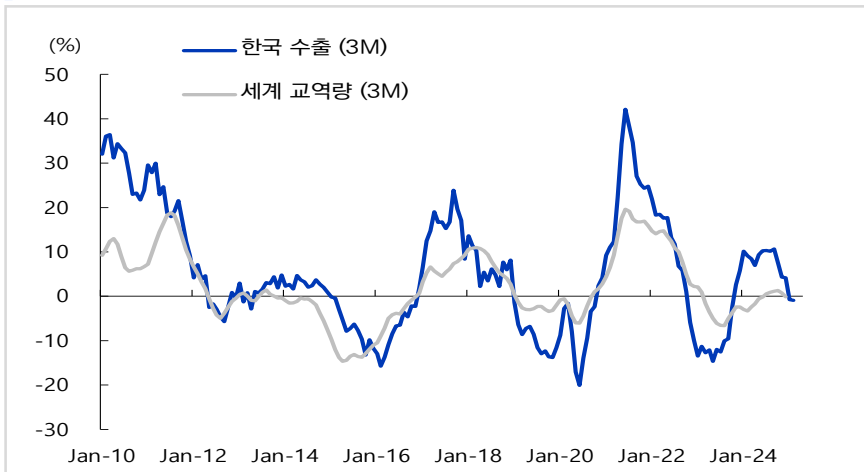
한국 소매판매 증가율과 장기 평균



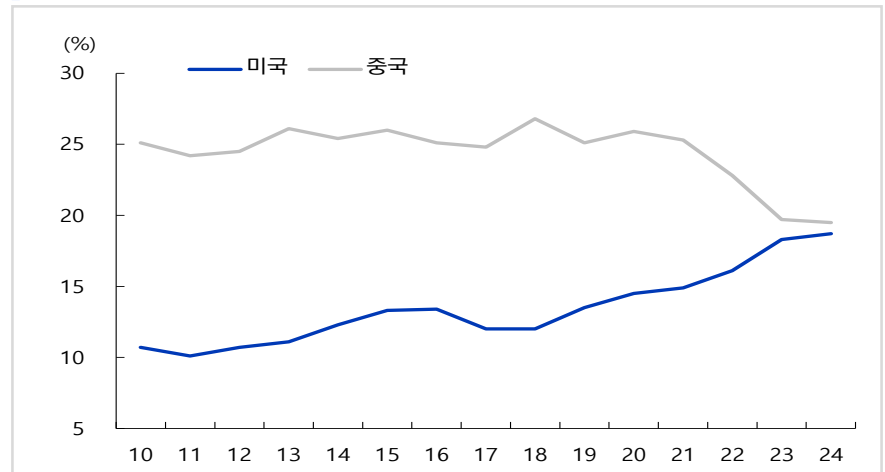
한국 취업자수와 고용률



한국 수출과 세계 교역량 추이



국내 수출 중 대미, 대중 비중 추이



출처 : Quantiwise, 한국은행, 교보증권 리서치센터

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

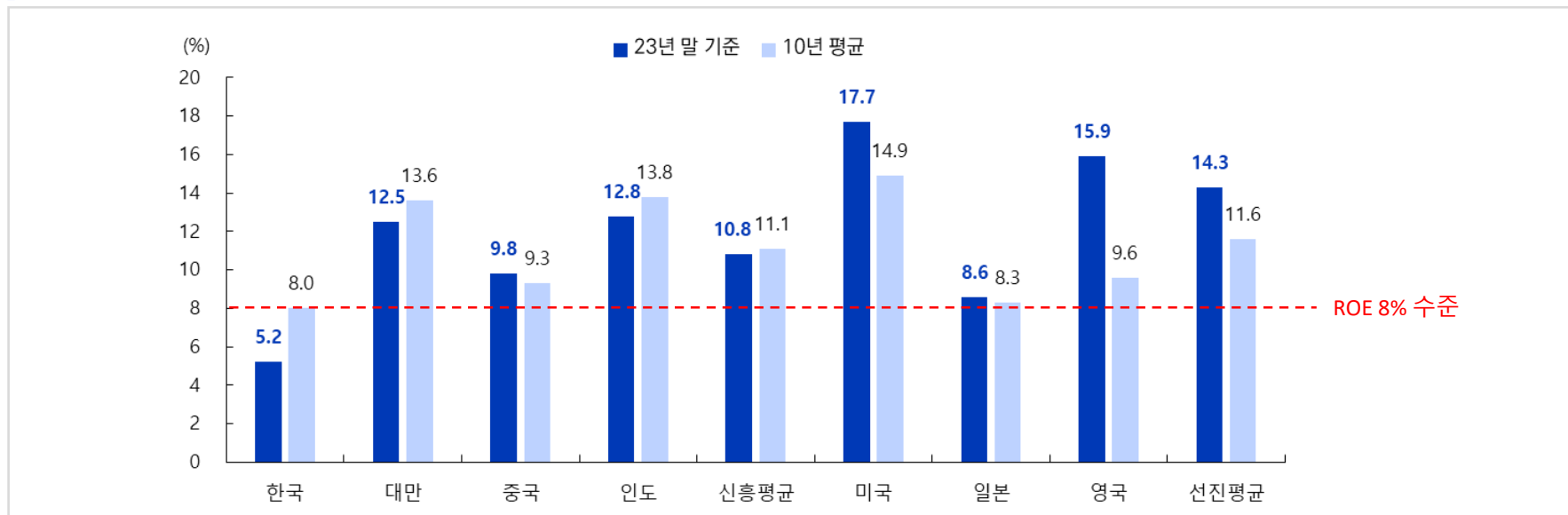
② 경제 구조상 '가치주'가 필요한 시점

- 코리아 디스카운트의 다양한 원인 중 하나는 주요국 대비 낮은 ROE 수준.
- 지난 10년간 한국 주식시장 평균 ROE 는 약 8.0%로 미국 14.9%, 일본 8.3%, 영국 9.6%, 중국 9.3% 수준이며, 2023년 기준 한국 ROE 는 5.2%로 신흥평균 10.8%, 선진평균 14.3%에도 못 미치는 낮은 수준임.
- 자기자본비용은 일반적으로 8% 수준을 요구하는데, ROE가 8%에 못 미치면 적정 PBR 도 1.0배를 넘기 힘든 편임.

* 참고로 2023년 일본 도쿄증권거래소가 내놓은 기업가치 제고 프로그램에서 'ROE 8%'를 하한선으로 제시

** 이론적으로 PBR 1.0 이상이 되기 위해서는 ROE가 COE보다 높아야 함

주요국 ROE 비교(2023년 vs 10년 평균)

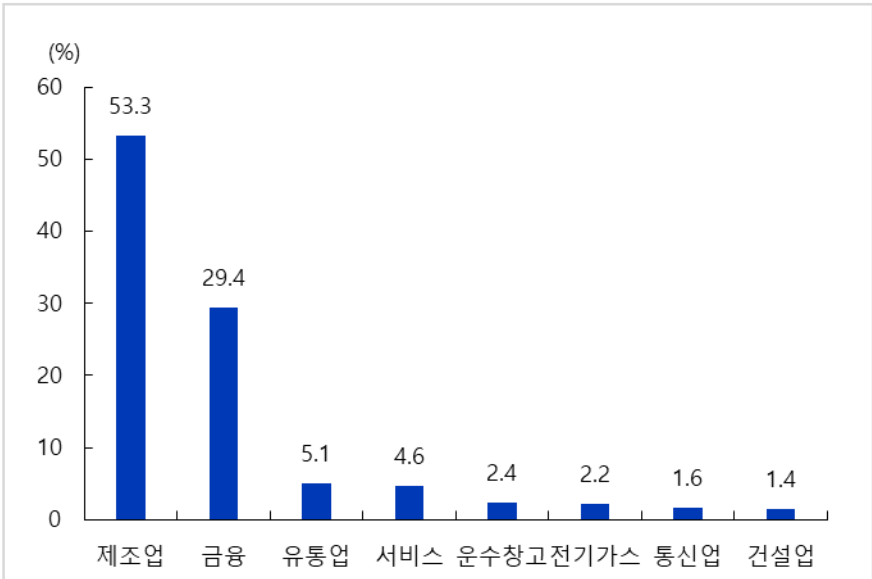


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

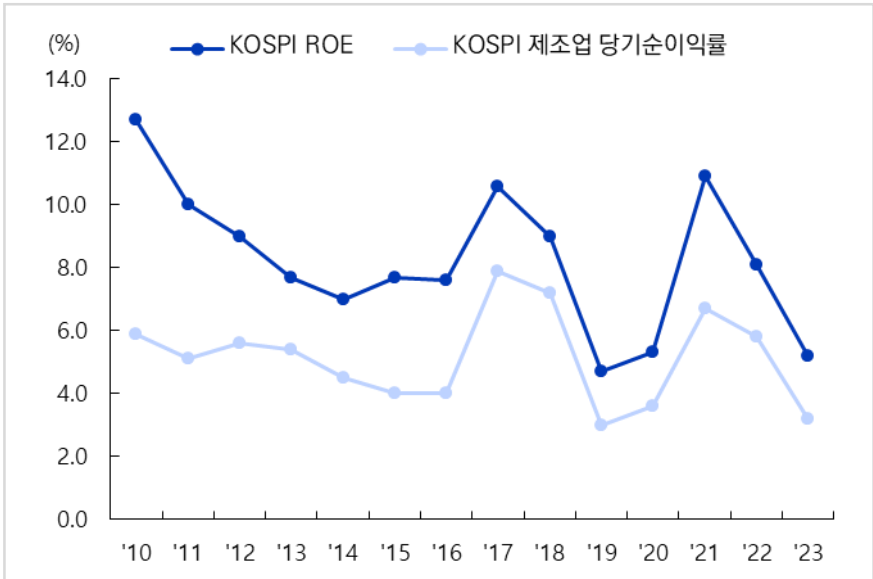
② 경제 구조상 '가치주'가 필요한 시점

- 한국 증시 ROE가 둔화되는 원인 중 하나는 제조업 의존도가 높다는 점임.
- KOSPI 자본총계 중 제조업이 차지하는 비중은 약 53.3%로 가장 높음. 여기에 제조업 특성 상 서비스업 대비 이익률이 낮은 편이고 공장 등 대규모 설비 투자를 필요로 해 ROE는 상대적으로 낮게 나타날 수 밖에 없음.
- KOSPI 및 제조업 ROE 추이를 살펴보더라도, 같은 방향성을 보이고 있으며, 2017년 이후 상관관계가 더 높음을 알 수 있음.

한국 KOSPI 업종별 자본 비중(2023년 기준)



KOSPI 장기 ROE 및 제조업 ROE 추이



출처: 증권예탁원, 교보증권 리서치센터

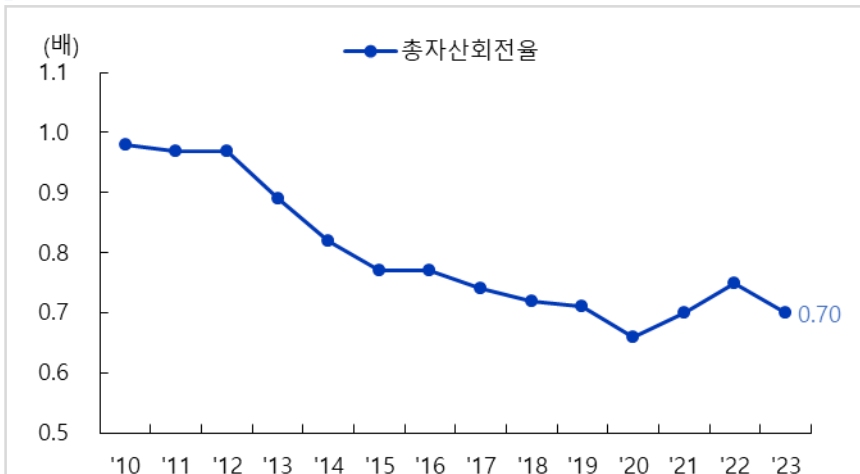
2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

- 경제성장률이 낮아질 거라 보는 이유: 당분간 내수가 부진한 흐름을 지속하는 가운데, 수출 모멘텀도 둔화가 예상되기 때문

ROE 분해(Dupont Analysis)

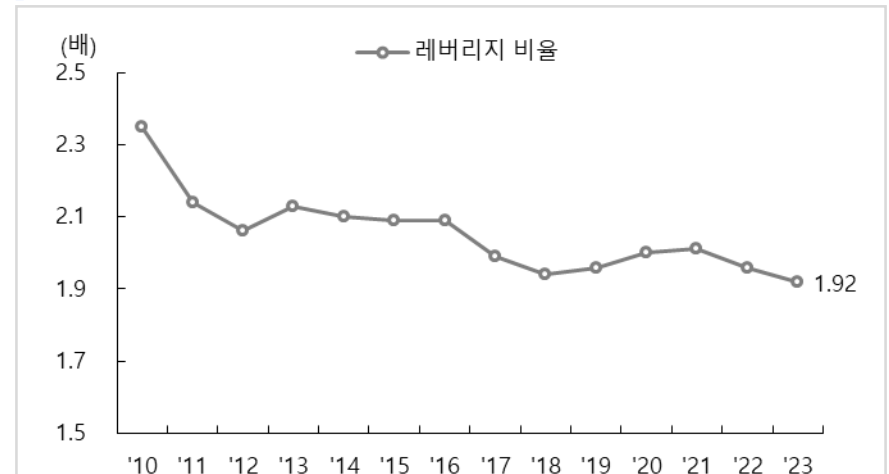
$$\begin{array}{ccccccc}
 & & \text{비교적 단기적} & & \text{장기적 효과} & & \\
 \text{ROE} & = & \text{순이익률} & \times & \text{총자산회전율} & \times & \text{레버리지} \\
 \frac{\text{순이익}}{\text{자기자본}} & = & \frac{\text{순이익}}{\text{매출액}} & \times & \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} & \times & \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}
 \end{array}$$

KOSPI 제조업 총자산회전율 추이



출처 : 증권예탁원, 교보증권 리서치센터

KOSPI 제조업 레버리지 비율 추이

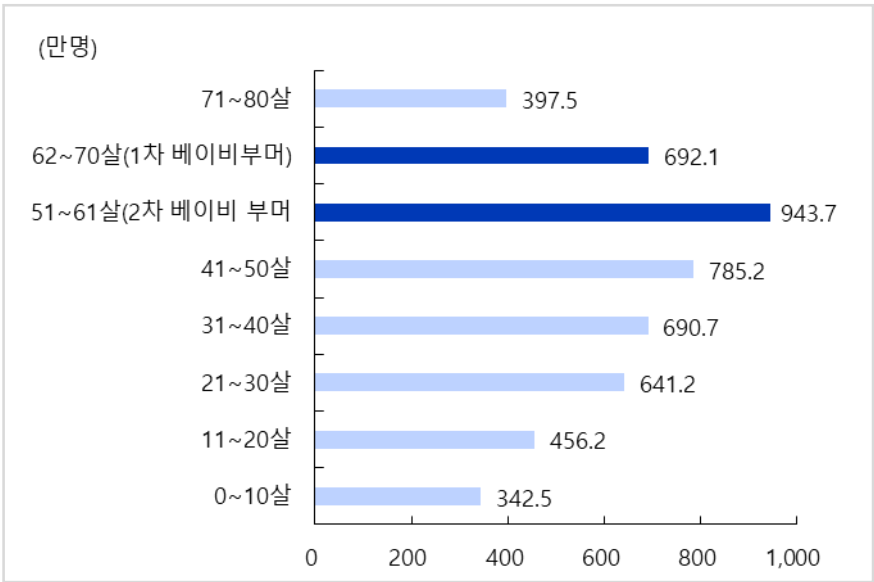


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

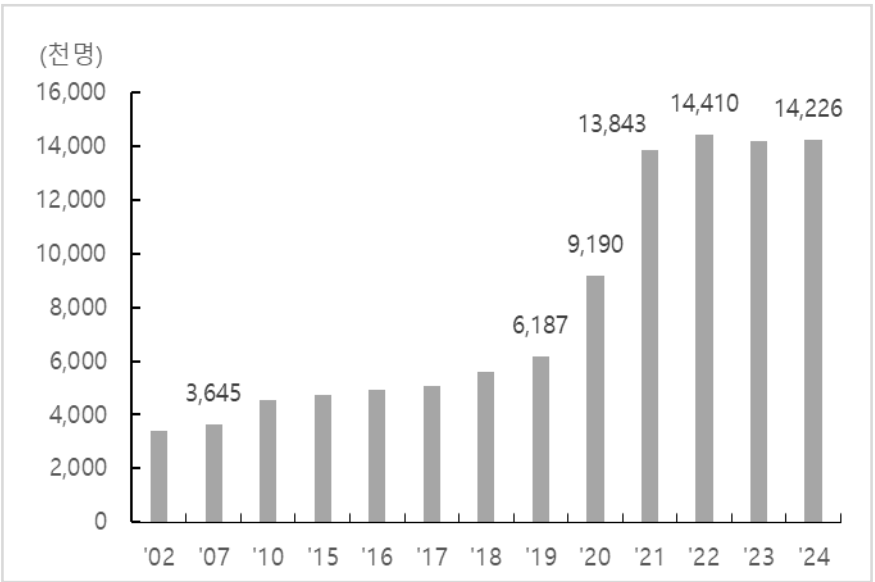
② 경제 구조상 '가치주'가 필요한 시점

- 한국의 경우 **베이비부머(약1,635만명)** 은퇴와 **주식투자 인구 증가**에 따른 과거 '성장주'외에 '가치주'에 대한 니즈도 커질 것으로 예상.
- 2025년 기준 한국의 연력대별 인구 현황을 살펴보면, 1차 베이비부머 세대는 6,921만명, 2차 베이비부머 세대는 9,437만명으로 전체 5,186만명 중 약 31.7% 차지함.
- 여기에 코로나 이후 주식투자 인구는 높은 성장을 보인 후, 1,400만명대를 유지하고 있으며, 전체 인구 대비 27.4%를 기록.

한국 은퇴가구 증가



주식투자 인구 증가

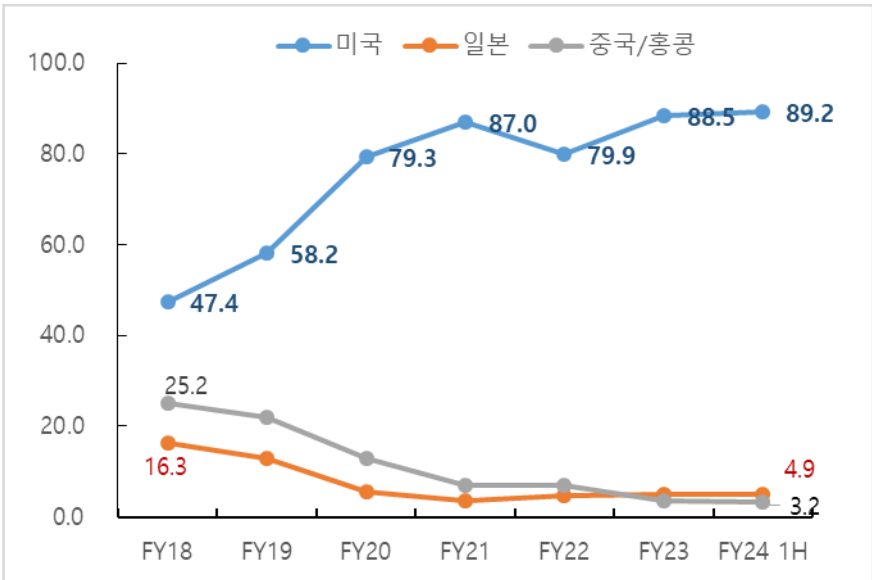


2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

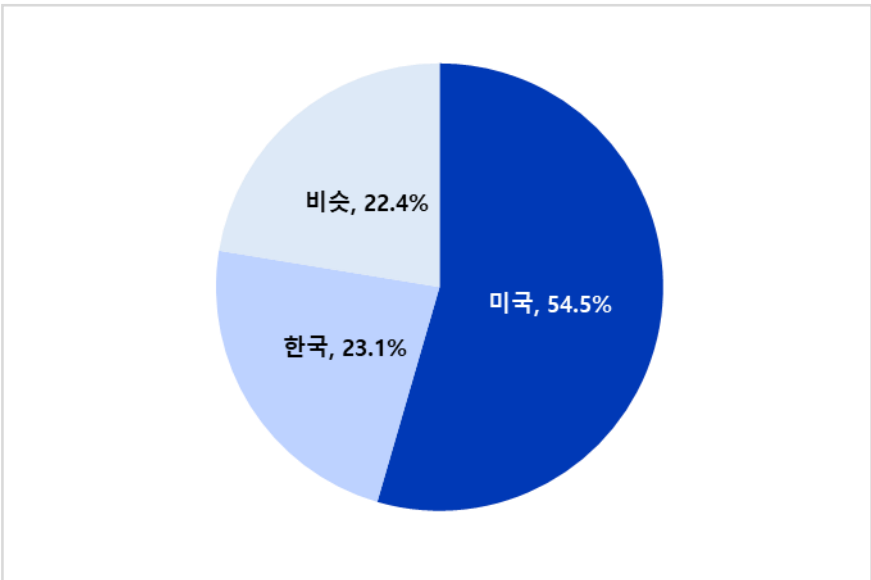
② 경제 구조상 '가치주'가 필요한 시점

- 무엇보다 해외주식 선호는 당분간 지속될 것으로 예상되는데, 상대적으로 국내 주식 매력을 높이기 위한 노력이 필요하다고 생각하며 그 방법 중 하나가 밸류업 프로그램이라고 판단됨.
- 개인투자자의 해외 주식 투자 비중은 2024년 상반기 89.2%에서 최근 90%대를 기록하고 있으며, 최근 대한상공회의소 조사 자료에 따른 국가별 투자 선호도에서 미국은 54.5%를 차지한 반면, 한국은 23.1%를 시현함. 참고로, 과거 일본의 저성장·저금리 상황에서 해외주식 투자 비중이 점차 높아지는 성향을 보이긴 했음.

개인투자자의 해외 주식 투자 비중 추이



한미 증시 투자 선호도(2025년 2월 기준)



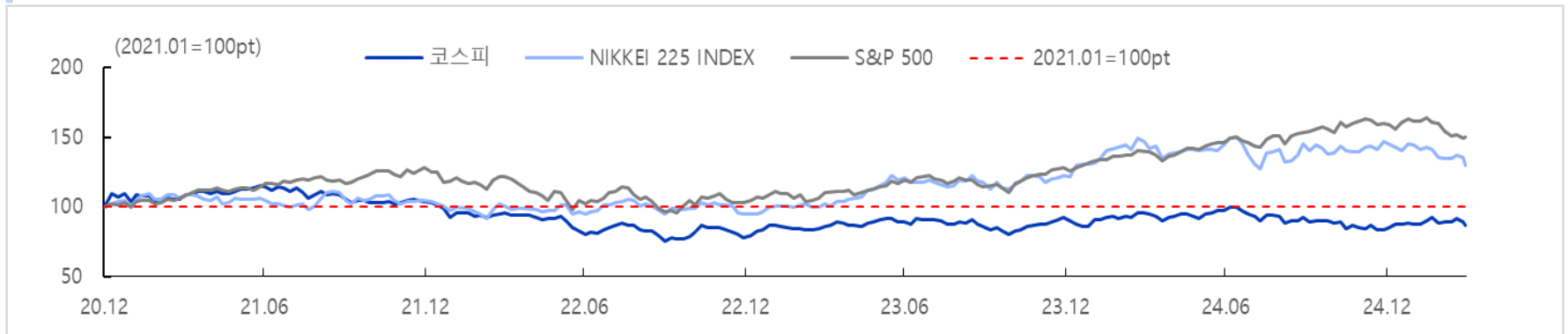
출처: 증권예탁원, 대한상공회의소, 교보증권 리서치센터

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

㉓ 일본도 오래 걸렸다

- 2021년 10월 일본 기시다 내각 출범, 사회 구조적 문제 해결(출산율 저하, 소득격차 확대 등) 위해 '새로운 자본주의 실현'을 경제 모토로 제시
- 2022년 6월 '새로운 자본주의의 구상과 실행계획' 발표 → **성장 중심의 정책("저축에서 투자로")으로 방향 전환**
- 이에 일본 정부는 도쿄증권거래소(TSE) 통해 일본 상장기업 적극적 기업가치 제고 요구 → 2024년에는 약 34년 만에 장중 40,000선 돌파

한국, 미국, 일본의 주가지수 추이 (2020.12=100)



일본 정부의 '새로운 자본주의 정책' 및 도쿄증권거래소 개혁 일정



2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

일본거래소 추진과제 주요내용

구분	내용
자본효율성· 주가를 고려한 경영	프라임·스탠다드 상장법인 대상 자본효율성 등을 매년 점검하여 미흡한 점을 개선하기 위한 계획 및 진행 상황 공시하도록 요청
기업지배구조의 질 향상	Comply or Explain 제도의 이행이 미흡한 상장법인 대상 개별 지도 등 보완 요청 등
주주와의 대화 강화(Engagement)	투자자와의 의사소통 강화를 독려 - 특히, 프라임 상장법인 대상 의사소통 내용의 공시를 요구
영문공시 확대	글로벌 투자자를 유치할 수 있도록 영문공시 확대 독려 - 특히, 프라임 상장법인 대상 추후 개별 지도 예정(프라임 상장법인의 영문공시 의무화는 '25. 3월 이후 실시 예정)

일본 밸류업 정책 발표(1999년~2018년)

시기	내용
1999	• 기업지배구조 개선에 대한 상장사 요청
2004	• 상장사 기업지배구조 원칙 발표 - 지배구조의 기본 기능 정리
2006	• 기업지배구조 관련 보고서 제출 의무화 - 지배구조 개선 추진 상황 공표 의무화
2007	• 기업행동강령 도입 - 전사 공통의 기본거버넌스 체제 구축 의무화(이사회, 감사위원회 설치)
2009	• 일본판 ISA제도 도입
2014	• Ito 보고서 • 스튜어드십 코드 제정
2015	• 기업지배구조 코드 제정
2018	• 기업지배구조법 개정

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

일본 밸류업 정책 발표(2021년~2024년)

시기	내용
2021	• 기업지배구조법 개정안 재개정
2022.01	• iDeCo (개인연금계좌) 개정 - 기존에는 노사 합의 및 규약의 변경이 없는 경우 iDeCo와의 동시 가입이 인정되지 않았으나, '22년10월부터 본인 의사로도 가입 가능 - 2024년12월부터 다른 확정급여형제도와 함께 이용하는 경우 iDeCo납입한도액이 1.2만엔에서 2만엔으로 인상되며 최대 월납입액 또한 기존 2.75만엔에서 5.5만엔으로 변경될 예정
2022.04	• 도쿄 증권거래소 개편 - 기존 4개 거래시장(제1부, 시장제2부, 자스닥, 마더스)을 3개 시장(Prime시장, Standard시장, Growth시장)으로 간소화
2022.05	[새로운 자본주의의 그랜드 디자인 및 실행 계획] • NISA 제도 개혁(자본소득 2배 증가 계획) • 산업정책(양자, AI, 바이오, 우주, 글로벌헬스)
2023.01	[후속조치 위원회 6차 회의] • 상장기준 부합 과도기간 확정 - 기업들은 시장별 유통주식비율, 시가총액, 거래대금 기준을 '25년3월부터 충족할 의무 - ①과도기간(~'25.3)→②개선기간('25.4~'26.3, 미충족기업대상)→③관리기간('26.4~'26.9) • 중장기 기업 가치 증진을 위한 방안 발표 - PBR 1배, ROE 8% 기준 제시 - P/B 1배 이하 기업대상 개선방안 제출 요구 - 일회적 조치보다 펀더멘탈 개선에 따른 재무비율 개선 기대
2023.03	[후속조치 위원회 9차 회의] • 프라임/스탠다드 기업에게 저평가 요인 분석과 개선방안 요구 • 영문 공시 범위 확대 요구
2023.07	• Prime 150 Index 발표 - 일본 대표 시가총액 1조엔 이상의 기업 - 자본수익성 상위 75개 기업(ROE>COE) - 시장평가 수익성 상위 75개 기업 (PBR>1)의 합인 150개 종목으로 구성
2024.01	• 기업가치 개선 관리 현황 공개 - '24년 1월 15일부터 JPX는 매월 기업지배구조 보고서 등을 통해 기업가치 제고 노력 기재한 기업 명단 발표 • 신NISA(개인 저축계좌) 현황 - 적립식 기준, 비과세 규모 (40만엔 → 120만엔), 비과세 보유 한도액(800만엔 → 1,800만엔), 비과세 보유기간 (20년 → 무제한)

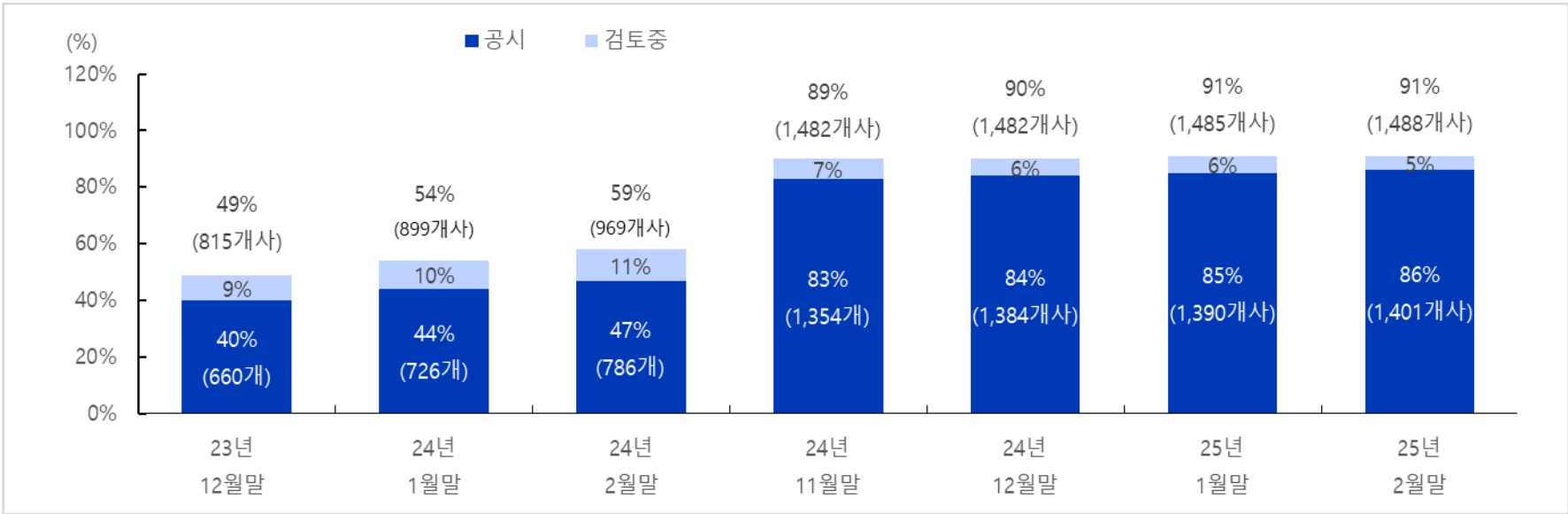
출처 : 업계자료, 교보증권 리서치센터

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

- 최근 일본 Prime Market 기업공개 수 추이를 살펴보면, 2023년 12월말 기준 총 660개사가 기업가지체고 프로그램에 동참했고 약 40% 시중을 차지함. 2024년 1월 5일 도쿄증권거래소(TSE)가 개별 상장기업 기업지배구조보고서 등을 통해 기업가치 제고 노력 기업 명단을 매 월 공개하겠다고 발표한 이후 2024년 11월말 기준 1,354개에서 2025년 2월말 기준 1,401개사로 증가했으며, 비중도 83%에서 86%까지 총 91%의 기업들이 기업지배구조보고서 발표에 힘쓰고 있음.
- 일본 정부의 장기간 동안 일관되게 전달된 정책 방향 설정에 따라, 2023년 도쿄증권거래소 상장 기업 중 PBR 1.0배 미만인 기업 비중이 '22년 4분기 50.6%에서 45.8%로 4.8%p 개선된 성과를 시현함.

일본 Prime Market 기업공개 수 추이



출처: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

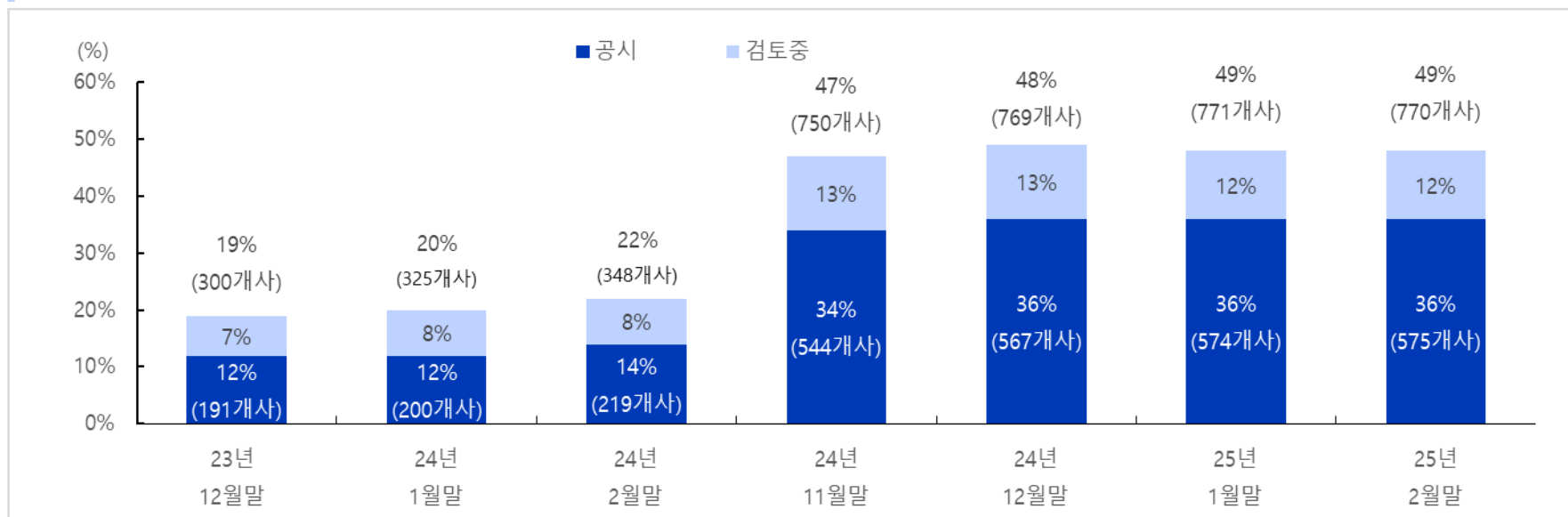
2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

- 일본 Standard Market 기업공개 수 추이를 보더라도, 2023년 12월말 기준 총 191개사가 기업가치체고 프로그램에 동참했고 약 12% 비중 차지함. 2024년 1월 5일 이후 2024년 11월말 기준 544개에서 2025년 2월말 기준 575개사로 증가했으며, 검토을 포함한 전체 비중은 47%에서 49%까지 상승함.
- 기업가치 제고 노력을 권고한 '23년 초부터 '24년 상반기까지 닛케이 · 토픽스 지수 상승률은 각각 54%, 50%로 높은 상승세를 시현함.

➔ 이러한 일본 증시 상승세는 JPX의 기업가치 제고 권고 및 기업들의 실제 노력이 일정부분 주효했던 것으로 평가받음

일본 Standard Market 기업공개 수 추이



2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

한국과 일본의 밸류업 정책 비교

구분	일본	한국	합의
문제의식	- 디플레이션 해소 및 경제주체의 투자 활성화 - 성장과 분배의 선순환 실현이 궁극적인 목표	글로벌 증시 대비 국내 증시 저평가가 지속되는 일명 '코리아 디스카운트' 해결	근본적인 증시 재평가를 위해서는 기업의 지속적 인 성장 및 존속에 대한 강조도 필요
기간	2014년부터 시작(스튜어드십 코드 도입 기준)	2024년부터 시작	단기적인 성과보다 중장기적 시각이 강조되어야 함
거래소의 역할	- 상장시장 개편(기존 5개 → 3개)을 통한 효율성 제고 - 기업가치 제고안 회신 요청 '자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현' 가이드라인 제시 및 모범사례 공개 - 벤치마크 지수(JPX Prime 150) 개발 및 선물 출시 - 영문공시 확대 및 일문공시와의 시차 축소 강조	- 기업가치 제고안 공시(밸류업 공시) 요청 - 코리아 밸류업 지수 개발 및 선물 출시 예정	일본도 별도의 인센티브, 페널티 규정은 존재하지 않으나 거래소가 관련 정보를 영문으로 상세히 공개한다는 차이 존재 → 한국도 더 많은 내용을 공개하고 외국인 투자자들의 정보 접근성을 높일 수 있는 방법을 고민해야 함
타 기관의 역할	- BOJ는 지속적으로 국내시장 상장 ETF 매입을 해옴 - GPIF는 스튜어드십 코드 적용 및 위탁운용사 벤치마크용 ESG 지수 개설 등 거버넌스 개혁을 자극	정부는 세제 혜택 확대를 통해 기업들의 참여를 독려	-
기업가치 제고안	- 회신 여부는 기업의 자율에 맡기되 회신 현황을 매달 업데이트하여 거래소 홈페이지에 공개 - 기업가치 제고안 원문은 각 기업 개별 홈페이지에서 확인 가능	거래소 홈페이지에 별도의 공시란을 마련	일본도 기업의 자율성을 강조하긴 하였으나 기업 별 회신 여부, 업종별 회신 현황 등을 영문으로 공개한다는 차이 존재 → 한국도 이와 같은 name and shame 전략 강화 및 외국인 투자자들을 고려할 필요
관련 지수	시가총액, 자본수익률(ROE-COE), 시장가치(PBR) 순으로 고려하여 종목을 선정	- 자본효율성, 주주환원 성과 등이 지수 구성 기준으로 언급되고 있다(9월 중 출시 예정) - 업종별 균형을 위해 쿼터제를 고려하고 있는 것으로 파악됨	주주환원에 치중될 경우 기존 대표지수(고배당지수, 금융업종지수 등)와의 차별점이 뚜렷하지 않을 수 있다

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

③ 일본도 오래 걸렸다

한국과 일본의 밸류업 비교 표: 차이점/공통점

정책	일본 시행 여부	한국 시행 여부	비고
개인 연금계좌 개정	O	X	('22.01)일본은 iDeCo 납입 한도액 인상 및 월 납입액 상향
주식시장 개편	O	X	('22.04) 일본은 기존 4개 거래시장을 3개시장으로 간소화
중장기 기업가치 증진 방안 발표	O	O	('23.01)일본은 기업들에 중장기 기업가치 증진 방안 발표를 요구 ('24.06)한국 또한 '기업밸류업 프로그램' 발표를 통해 기업들에 '기업가치 제고 계획 수립' 요구
영문 공시 범위 확대	O	O	('23.03)일본은 영문 공시 범위를 '25년 3월부터 Prime 상장사 전체로 확장 ('23.12)한국정부는 '24년-'25년부터 자산10조원이상 KOSPI 상장사 대상 영문 공시 의무화 추진
밸류업 관련 지수 출시	O	O	('23.06)일본은 밸류업지수인 'JPX프라임150' 출시 ('24.09)한국정부는 코리아 밸류업 지수를 발표
기업가치 개선 관리 현황 공개	O	X	('24.01) 일본 거래소는 매월 기업지배구조 보고서 등을 통해 기업가치 제고 노력을 기재한 기업
개인 저축계좌 개정	O	논의 중	('24.01) 일본은 신NISA (개인 저축계좌) 시행하며 기존 비과세 혜택을 대폭 상향

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

④ 선진국 MSCI지수 편입 조건 충족은 덤

- 한국 주식시장의 오랜 염원이자 숙제 중 하나인 MSCI 선진국 지수 편입관련 MSCI의 지적사항을 살펴보면, 밸류업 프로그램 내용이 포함된 배당제도의 문제점이 지적되었음을 알 수 있음.
- 참고로 MSCI 선진지수 편입관련 지적사항으로는 영문 정보 공개, 기업지배구조 개선, 장외거래 제한, 공매도 금지, 배당제도 문제점 지적, 역외 외환시장 부재, 외국인 투자자 등록 제도, 활용도 낮은 통합계좌, 인덱스 상품 개발이 어려운 환경 등을 지적함.

MSCI 지적사항 내용

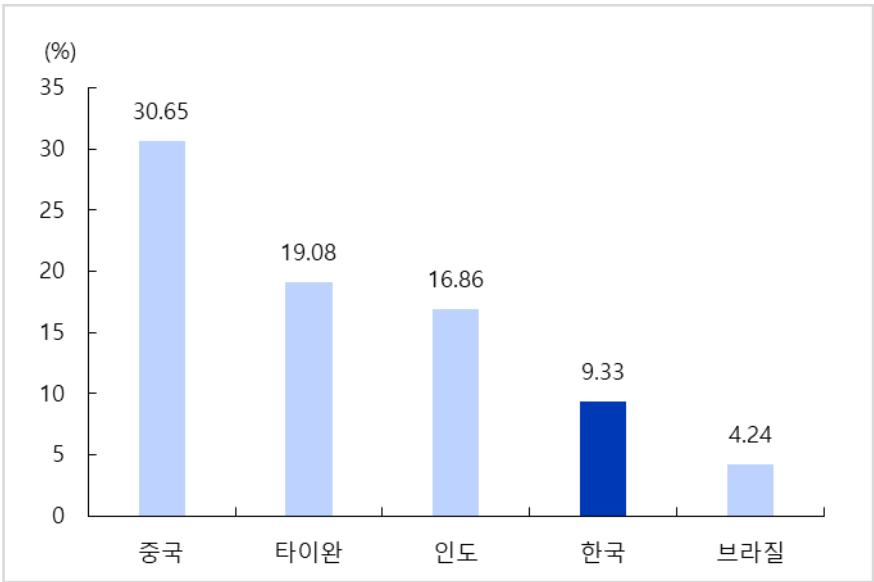
MSCI 지적사항	MSCI의 지적사항 (세부내용)
Equal Rights to Foreign Investors	① 영문 정보 공개, ② 기업지배구조 개선
Investor Registration & Account Set Up	외국인 투자자 등록 제도
Clearing and Settlement Transferability	통합계좌의 활용도 낮은 문제 지적
Transferability	장외거래 제한되는 점 지적
Information Flow	① 영문 정보 공개, ② 배당제도의 문제점 지적
Foreign Exchange Market Liberalization Level	역외 외환시장 부재 지적
Short Selling	공매도 금지 지적 (향후 계획도 부재한 점 지적)
Availability of Investment Instruments	인덱스 상품 개발 어려운 환경 지적

2) 밸류업 프로그램이 지속될 수 밖에 없는 이유

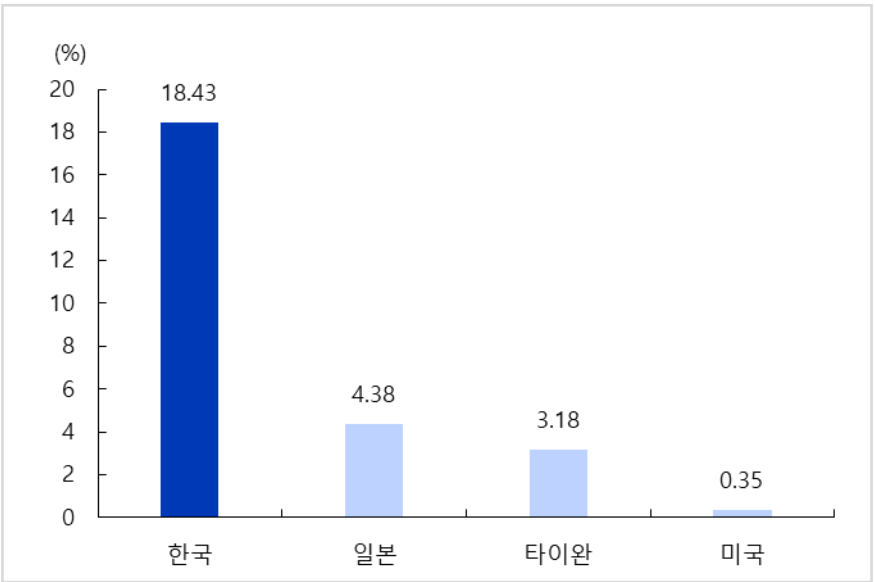
④ 선진국 MSCI지수 편입 조건 충족은 덤

- 지난 몇 년간, MSCI 국가별 비중에서 한국은 10%대 이하까지 하락세를 시현하고 있어 정부의 적극적인 대응이 필요한 시점.
- 이에 밸류업 프로그램을 통한 향후 점진적인 제도 개선의 실효성이 강화되고, 여기에 상법개정 및 공매도 전면 재개 등 선진국 MSCI지수 편입 조건을 충족할 경우 장기적인 관점에서 한국 주식시장에 투자하는 투자자들에게 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단함.

MSCI 국가별 비중



국가별 중복상장 비율



Part 02

왜 은행주인가?

Part 02. 왜 은행주인가?

가치주로 매력적아 차고 넘치는 한국 은행주

- 한국 은행주 PBR의 경우, '10년 이전까지만 해도 금융위기 이후 극적 반등 보이는 경우 존재
- 다만 '13년 이후 국내 저성장·저금리에 따른 NIM 하락 우려로 낮은 PBR 지속 중
- '24년 국내 시중은행 실적은 역사적 최대치 시현. 상대적으로 양호한 실적에도 불구하고, 주식으로서의 매력은 지속적으로 저평가 상태.
- 일본 사례에서 보듯, 기업지배구조 보고서 시작은 금융사(은행) 참여가 높았음. 이에 한국 은행주들도 적극적인 주주환원정책 참여가 클 것으로 판단.

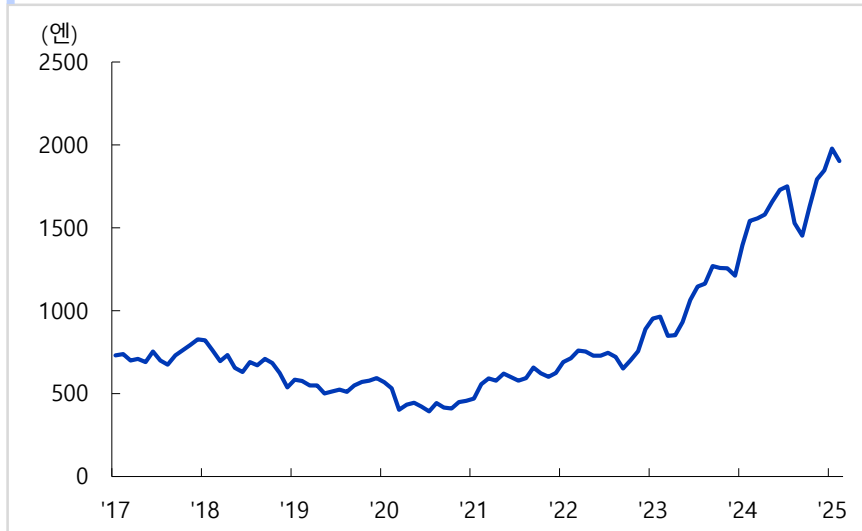
국내 은행업 PBR 추이



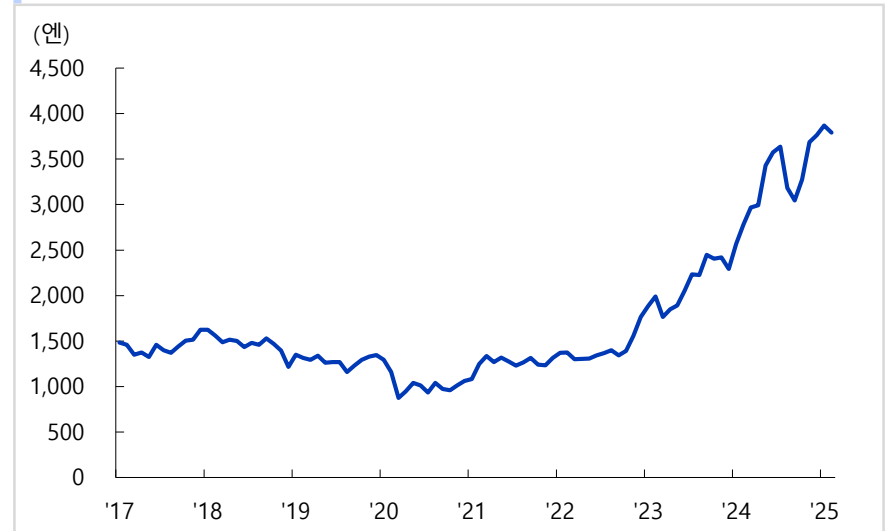
출처: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

1) 일본 밸류업도 시작은 금융주가...

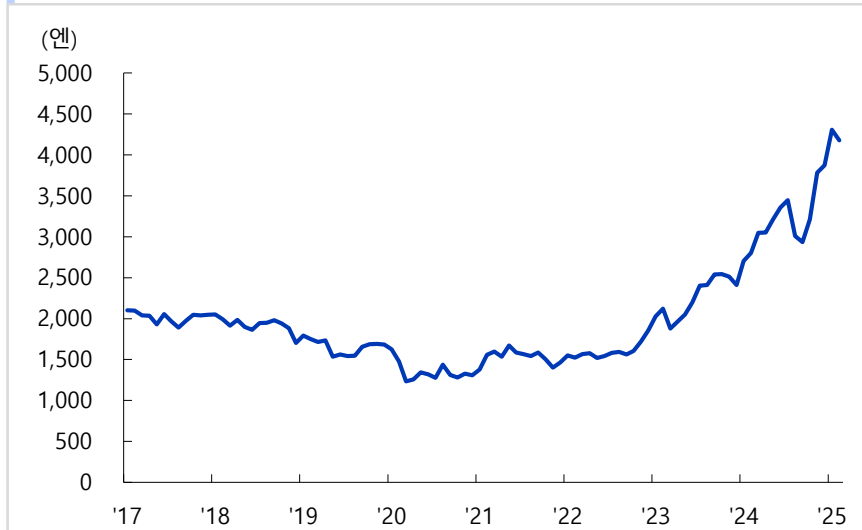
미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹 주가 추이



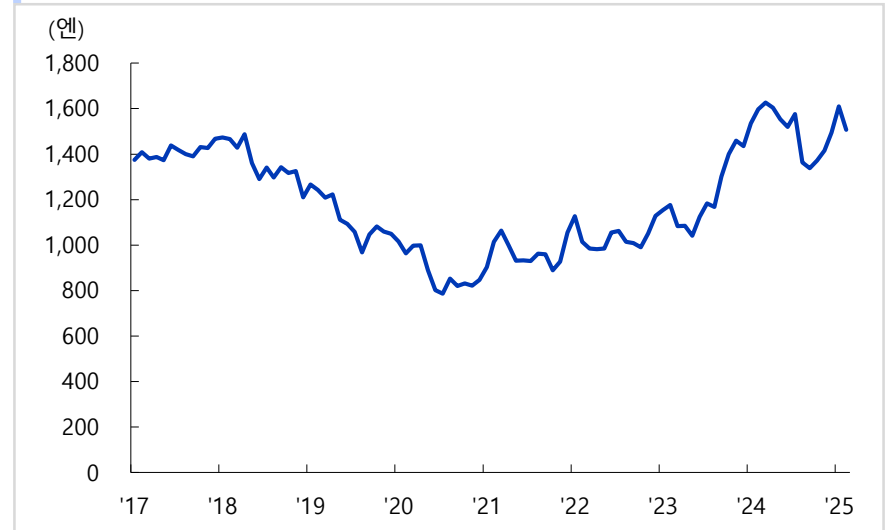
스미토모 미쓰이 파이낸셜 그룹 주가 추이



미즈호 파이낸셜 그룹 주가 추이



유초은행 주가 추이



1) 일본 밸류업도 시작은 금융주가...

미쓰비시 UFJ 파이내설 그룹의 기업 거버넌스 리포트 내용

날짜	페이지	내용
2019.04-2021.06	16쪽 (2021.06 파일 기준)	② 성과에 따른 주식보상 (ii) 중장기 평가 비중(평가 가중치: 50%) 중기 사업 계획 중 다음 지표 목표 달성률 - 연결자본이익률(평가가중치: 25%) - 연결사업비율 (평가가중치 : 25%) (ii) Portion of medium/long-term evaluation (evaluation weight: 50%) Rate of attainment of targets of the following indicators in the medium-term business plan - Consolidated Return on Equity (on the basis adopted by the Company) (evaluation weight: 25%) - Consolidated expense ratio (evaluation weight: 25%)
		③ 현금보너스 - 연결 ROE (평가가중치 : 20%) ③ Cash bonuses "Cash bonuses" are provided with the aim to raise the motivation of Officers, etc., to contribute to the improvement of financial results for each fiscal year. As short-term performance-based compensation, the amount is determined based on the financial results of the MUFG Group and the status of the execution of the duties of the Officers, etc., for the previous fiscal period (within the range of 0 to 150% from the base amount by position). In principle, cash bonuses are paid annually in cash. The weight given to each item of evaluation of the president, chairman, and deputy chairman ("President, etc.") is 60% for quantitative evaluation and 40% for qualitative evaluation. The indicators of quantitative evaluation and the evaluation method are as below - Consolidated net operating profits (evaluation weight: 20%) - Profits attributable to owners of parent (evaluation weight: 10%) - Consolidated Return on Equity (evaluation weight: 20%) - Consolidated expense ratio (evaluation weight: 10%)
2021.07-2023.11	17쪽 (2023.11 파일 기준)	② 성과에 따른 주식보상 (ii) 중기사업계획 달성도에 따른 비중 (평가가중치 : 50%) 중기 사업 계획 중 다음 지표 목표 달성률 - 연결 ROE (MUFG 기준) (평가가중치 30%) - 연결경감액(성과연계비용 제외) (평가가중치 : 15%) - ESG 평가기관의 평가(평가가중치 : 5%) 연결 ROE와 연결 비용 절감액이라는 두 지표의 달성 정도를 비교 (ii) Portion of based on the degree of achievement of the Mid-term Business Plan (evaluation weight: 50%) Rate of attainment of targets of the following indicators in the medium-term business plan - Consolidated ROE (based on MUFG's standard) (evaluation weight: 30%) - Consolidated expense reduction amount (excluding performance-linked expenses) (evaluation weight: 15%) - ESG assessment organization's evaluation (evaluation weight: 5%) The degree of attainment of both indicators i.e., consolidated ROE and Consolidated expense reduction amount, is compared on an absolute basis with the levels set forth in the medium-term business plan to drive improvements in profitability, capital efficiency, and revenue structure, which are among the most important management challenges of the MUFG Group.
		현금보너스의 경우 그 전과 기준 동일.

1) 일본 밸류업도 시작은 금융주가...

일본 프라임 시장 주요 은행 주가, 배당, PBR 추이

기업명	내용	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25(E)
미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹 8306 JT Equity 시가총액: 249.6조원(원화)	주가 상승/하락률(YTD, %)	13.6%	-35.8%	9.0%	-23.6%	34.0%	37.8%	30.7%	49.0%	14.2%
	총자본(십억엔)	16,658.4	17,295.0	17,261.7	16,855.7	17,716.3	17,988.2	18,272.9	20,747.0	-
	당기순이익(십억엔)	926.4	989.7	872.7	528.2	777.0	1,130.8	1,116.5	1,490.8	1,921.2
	총 배당금(십억엔)	243.6	251.8	286.9	322.9	321.8	357.2	390.0	488.0	-
	배당성향(%)	26.3%	25.4%	32.9%	61.1%	41.4%	31.6%	34.9%	32.7%	36.9%
	배당수익률(%)	2.5%	2.6%	3.8%	5.9%	4.0%	3.5%	3.6%	2.5%	2.9%
	DPS(엔)	18.0	19.0	22.0	25.0	25.0	28.0	32.0	41.0	61.1
	ROE(%)	6.0%	6.3%	5.4%	3.3%	4.7%	6.7%	6.5%	8.1%	9.6%
	PBR(배)	0.6	0.6	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.9	-
스미토모 미쓰이 파이낸셜그룹 8316 JT Equity 시가총액: 150.0조원(원화)	주가 상승/하락률(YTD, %)	9.2%	-25.9%	8.7%	-21.0%	20.7%	37.7%	26.4%	60.5%	3.5%
	총자본(십억엔)	11,234.3	11,612.9	11,451.6	10,784.9	11,899.0	12,197.3	12,791.1	14,800.0	-
	당기순이익(십억엔)	706.5	734.4	726.7	703.9	512.8	706.6	805.8	962.9	1,235.3
	총 배당금(십억엔)	211.5	239.8	251.2	260.2	260.4	287.9	325.8	357.5	-
	배당성향(%)	29.9%	32.7%	34.6%	37.0%	50.8%	40.7%	40.4%	37.1%	37.7%
	배당수익률(%)	3.7%	3.8%	4.6%	7.2%	4.7%	5.4%	4.5%	3.0%	3.1%
	DPS(엔)	50.0	56.7	60.0	63.3	63.3	70.0	80.0	90.0	120.4
	ROE(%)	7.6%	7.3%	6.9%	6.5%	4.5%	5.9%	6.5%	7.0%	8.3%
	PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.6	0.8	-
미즈호 파이낸셜그룹 8411 JT Equity 시가총액: 104.6조원(원화)	주가 상승/하락률(YTD, %)	-2.5%	-16.8%	-1.2%	-22.3%	11.9%	26.9%	30.0%	60.5%	8.4%
	총자본(십억엔)	9,273.4	9,821.2	9,194.0	8,663.8	9,362.2	9,201.0	9,208.5	10,312.1	-
	당기순이익(십억엔)	603.5	576.5	96.6	448.6	471.0	530.5	555.5	679.0	897.9
	총 배당금(십억엔)	190.3	190.4	190.4	190.4	190.4	203.1	215.8	266.5	-
	배당성향(%)	31.5%	33.0%	197.2%	42.4%	40.4%	38.3%	38.8%	39.3%	37.2%
	배당수익률(%)	3.7%	3.9%	4.4%	6.1%	4.7%	5.1%	4.5%	3.4%	3.1%
	DPS(엔)	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	80.0	85.0	105.0	132.5
	ROE(%)	7.3%	6.6%	1.1%	5.2%	5.3%	5.8%	6.1%	7.0%	8.8%
	PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	-

주1: 시가총액은 2025년 3월 기준
주2: PBR, 배당수익률은 결산월 기준(3월)으로 계산
출처: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1) 일본 밸류업도 시작은 금융주가...

일본 프라임 시장 주요 은행 주가, 배당, PBR 추이

기업명	내용	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25(E)
유초은행 7182 JT Equity 시가총액: 55.0조원(원화)	주가 상승/하락률(YTD, %)	4.6%	-17.5%	-13.2%	-19.3%	3.8%	6.9%	22.8%	4.1%	3.7%
	총자본(십억엔)	11,780.0	11,521.7	11,362.4	9,003.3	11,394.8	10,302.3	9,651.9	9,707.9	-
	당기순이익(십억엔)	312.3	352.8	266.2	273.4	280.1	355.1	325.1	356.1	402.4
	총 배당금(십억엔)	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5	183.5	184.5	-
	배당성향(%)	60.0%	53.1%	70.4%	68.6%	66.9%	52.8%	56.4%	51.8%	50.4%
	배당수익률(%)	3.0%	2.9%	3.4%	4.2%	3.9%	5.1%	4.6%	3.1%	3.6%
	DPS(엔)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	51.0	56.2
	ROE(%)	2.7%	3.0%	2.3%	2.7%	2.8%	3.3%	3.3%	3.7%	4.2%
	PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	-
미쓰이스미토모 트러스트홀딩스 8309 JT Equity 시가총액: 27.7조원(원화)	주가 상승/하락률(YTD, %)	6.9%	-10.1%	3.7%	-26.7%	21.0%	17.1%	16.6%	35.2%	6.0%
	총자본(십억엔)	2,791.7	2,872.3	2,730.4	2,590.9	2,722.6	2,745.3	2,822.6	3,137.7	-
	당기순이익(십억엔)	121.4	154.0	173.9	163.0	142.2	169.1	191.0	79.2	258.6
	총 배당금(십억엔)	49.7	49.5	53.0	56.2	56.2	63.7	76.8	79.6	-
	배당성향(%)	40.9%	32.1%	30.5%	34.5%	39.6%	37.7%	40.2%	100.6%	43.0%
	배당수익률(%)	3.3%	2.9%	3.4%	4.8%	3.9%	4.2%	4.6%	3.3%	4.0%
	DPS(엔)	65.0	65.0	70.0	75.0	75.0	85.0	105.0	110.0	155.0
	ROE(%)	5.0%	6.1%	6.6%	6.3%	5.4%	6.2%	6.9%	2.7%	8.3%
	PBR(배)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	-

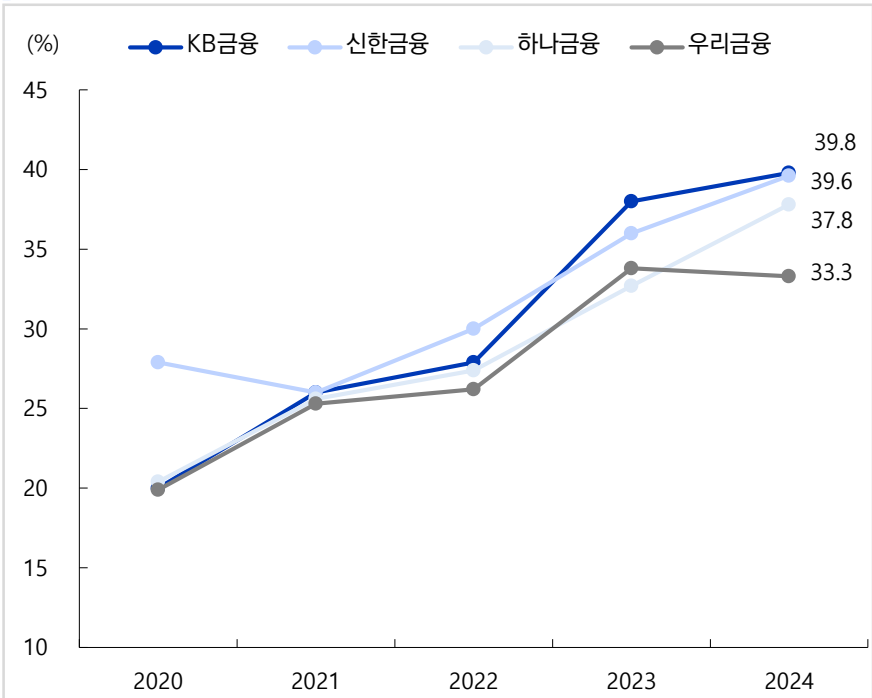
주1: 시가총액은 2025년 3월 기준
 주2: PBR, 배당수익률은 결산월 기준(3월)으로 계산
 출처: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

① 주주환원정책에 대한 기대 유효

- 국내 은행의 주주환원을 위한 노력은 과거로부터 지속 중(국내 금융지주사별 주주환원율의 경우, 코로나 19 당시 주춤한 후 점차 우상향)
- 일부 금융지주 및 은행의 경우 분기 배당 및 반기 배당 등 안정적 배당수익 위한 노력 또한 시행
- 향후 정부의 '기업 밸류업 프로그램'을 통한 기업가치 제고 기대와 더불어 국내 은행주들의 적극적 주주환원 정책이 빛을 발할 것으로 판단

국내 금융지주사별 주주환원율 추이



금융지주 및 은행별 분기별 배당수익률 추이

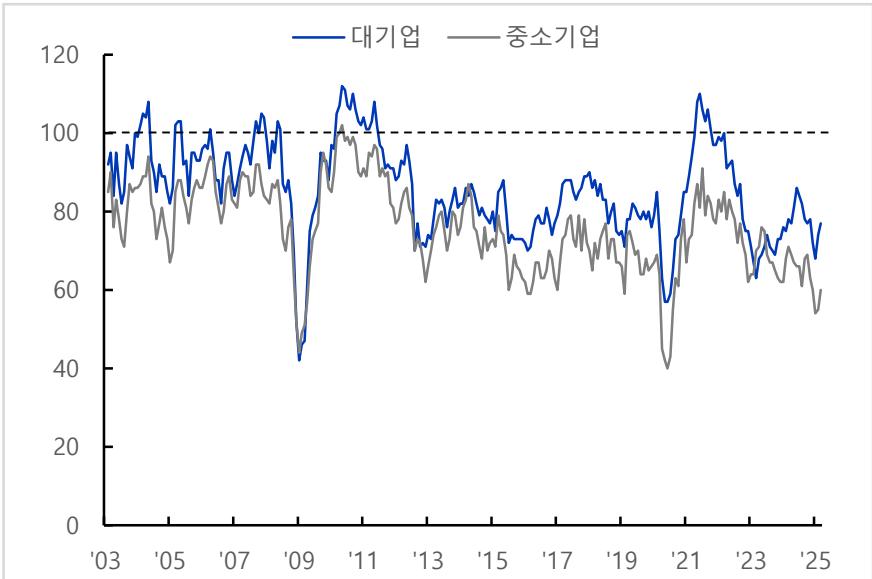
	신한지주	하나금융지주	KB금융	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주	카카오뱅크
1Q20	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2Q20	-	1.9%	-	-	-	-	-	-	-
3Q20	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4Q20	4.7%	3.9%	4.1%	3.7%	5.3%	5.6%	5.7%	6.6%	-
1Q21	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2Q21	0.7%	1.5%	1.3%	1.3%	-	-	-	-	-
3Q21	0.6%	-	-	-	-	-	-	-	-
4Q21	3.8%	5.7%	4.0%	5.9%	7.6%	6.7%	6.7%	7.2%	-
1Q22	1.0%	-	0.8%	-	-	-	-	-	-
2Q22	1.1%	2.0%	1.0%	1.2%	-	-	-	1.6%	-
3Q22	1.2%	-	1.1%	-	-	-	-	-	-
4Q22	2.5%	6.1%	3.0%	8.5%	9.8%	9.6%	9.3%	9.1%	0.3%
1Q23	1.5%	1.5%	1.1%	-	-	-	-	-	-
2Q23	1.5%	1.5%	1.1%	1.5%	-	1.4%	-	1.4%	-
3Q23	1.5%	1.4%	0.9%	1.5%	-	-	-	-	-
4Q23	1.3%	3.7%	2.8%	4.9%	8.3%	5.7%	6.5%	6.5%	0.5%
1Q24	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	-	-	-	0.8%	-
2Q24	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	-	2.4%	-	0.7%	-
3Q24	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	-	-	-	0.7%	-
4Q24	1.1%	3.2%	1.0%	4.3%	7.4%	4.4%	6.1%	4.2%	1.7%

2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

② 2025년 견조한 실적 기대: 25년 국내 시중은행의 원화대출금 성장은 4.5~5.5% 전망

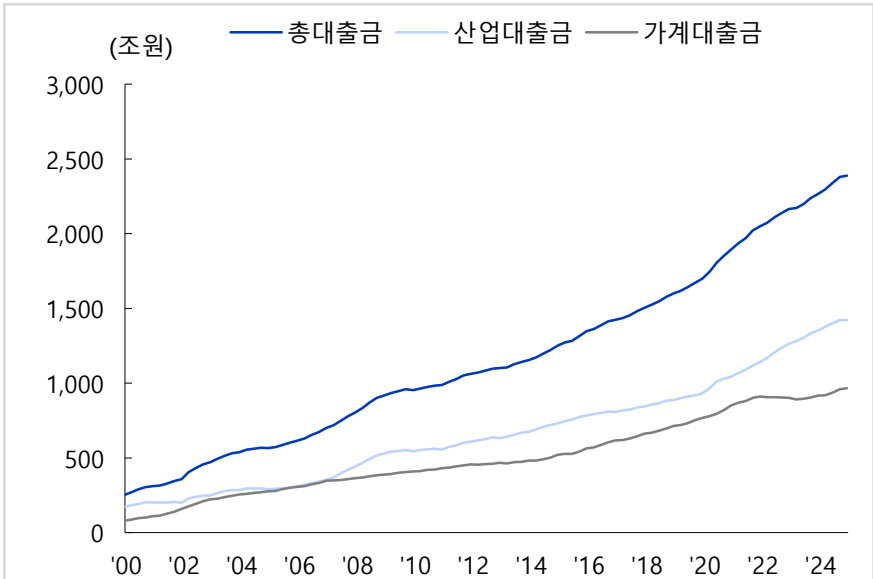
- 교보증권 Coverage내 9개 금융지주 및 은행은 2025년 연 4.5~5.5%내 플러스(+)의 원화대출금 성장을 시현할 것으로 전망
- 물론 최근 국내 경기 둔화 및 부동산 시장 침체 우려 등으로 인해 은행의 대출시장 상황은 녹록하지 않지만, 금융시장 불확실성으로 인한 국내 기업들이 자금조달 다변화 전략을 통한 대출 수요가 지속될 것으로 전망되고, 기저효과로 인한 주택관련 대출 수요도 발생할 것으로 예상되기 때문

대기업 경기실사지수 반등세



출처: 한국은행, 교보증권 리서치센터

가계대비 늘고 있는 기업대출금

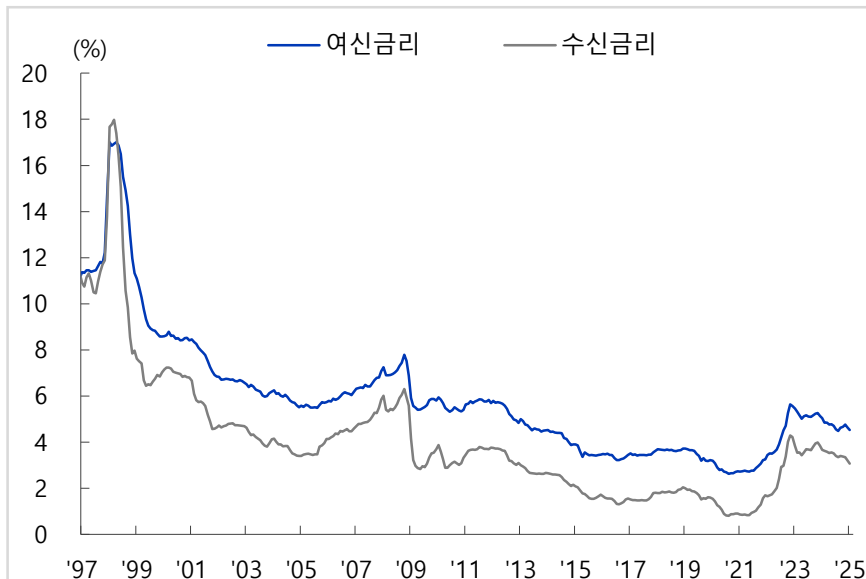


2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

㉔ 2025년 견조한 실적 기대: NIM은 상반기 안정적, 하반기 기준금리 인하시 소폭 우하향 전망

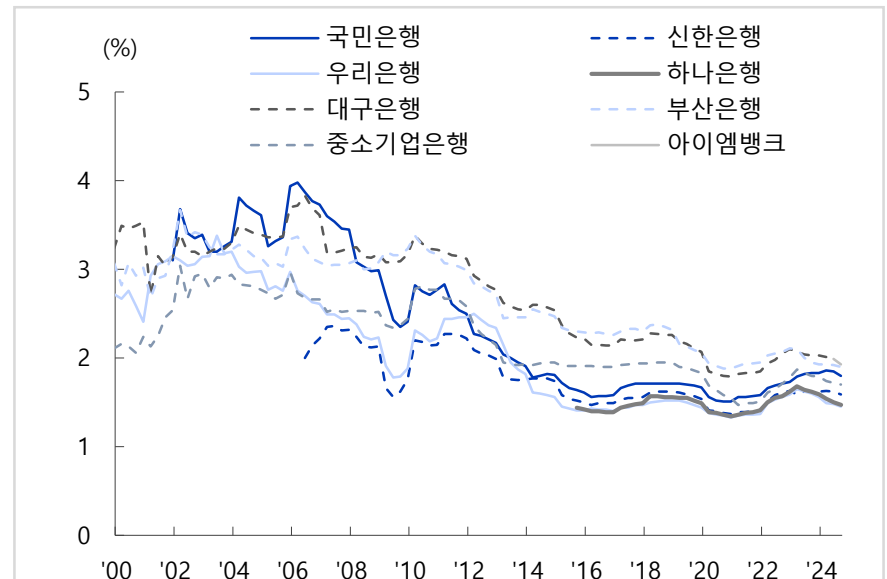
- 2025년 국내 시중은행의 NIM은 상반기에는 안정적이다가, 하반기 기준금리가 인하될 경우 장기적으로 소폭 하락 할 것으로 추정.
- 하지만 이자수익의 경우 절대적인 원화대출금 규모에 따른 이자수익 시현과, 앞서 대기업 대출 증가에 따른 마진 개선도 기대.
- 이자상환 유예 지원 대출의 경우 담보/보증 커버리지 비율이 높은 편이라 부실확대 영향은 제한적일 것으로 예상되고, 과거대비 다양해진 대출자산 포트폴리오 구성에 따른 리스크 분산관리와 높은 담보 및 보증 비중이 향후 은행 자산건전성에 긍정적으로 작용할 것으로 전망.

국내 은행 여수신 금리 추이(신규)



출처: 한국은행, 교보증권 리서치센터

국내 은행별 NIM 추이

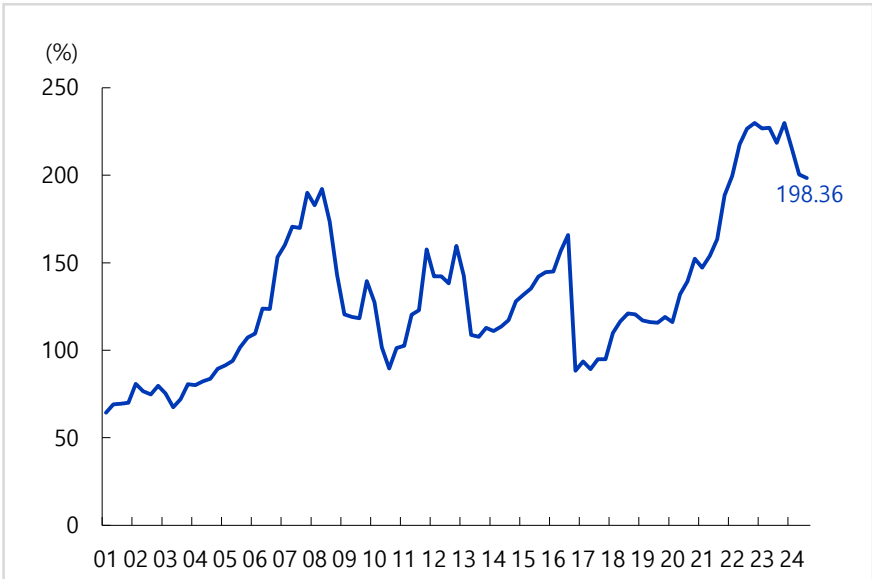


2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

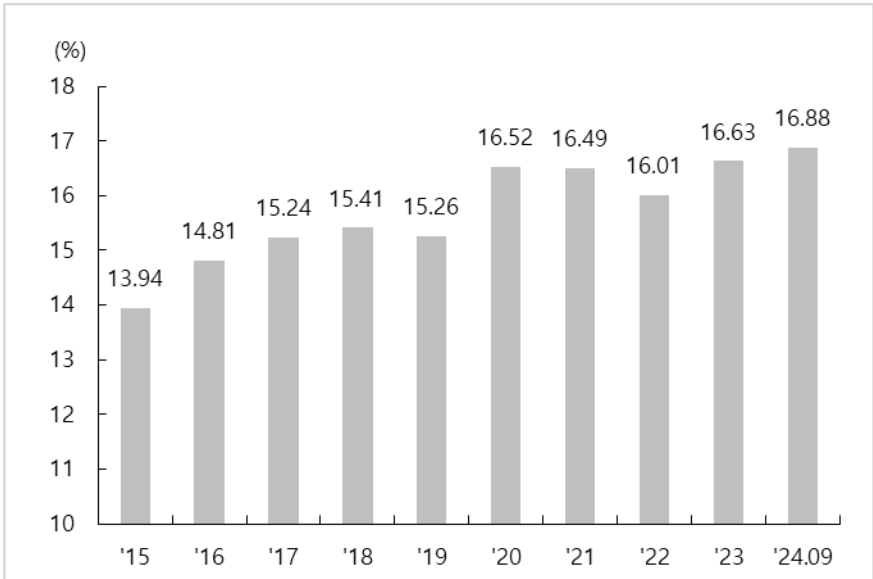
② 2025년 견조한 실적 기대: 국내 시중은행의 체력은 우려보다 좋은 편(1)

- 시중은행 대손충당금적립비율(고정이하여신대비) 추이는 2024년 9월말 기준 198.36%로 과거 글로벌 금융위기(2008년)대비 높은 수준으로 자산건전성은 양호하다고 판단됨. 무엇보다 국내 은행의 경우 코로나 팬데믹 기간인 지난 2020~2021년에 부실 발생에 대비한 대손충당금을 선제적으로 적립하면서 대응력을 높여왔다는 점도 고무적.
- 국내은행의 BIS기준 자기자본비율도 2024년 9월말 기준 16.88%로 자본적정성도 견조한 수준.

시중은행 대손충당금적립비율(고정이하여신대비) 추이



국내은행 BIS기준 자기자본비율

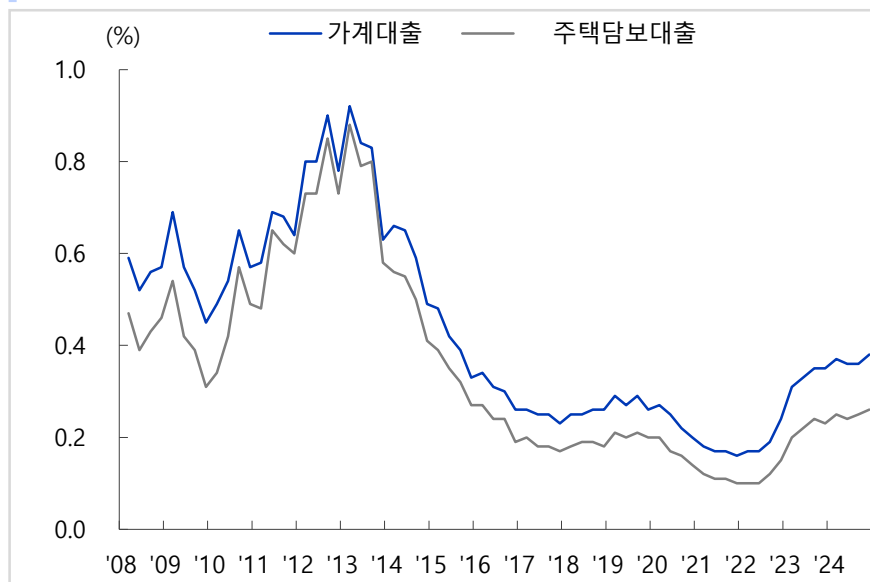


2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

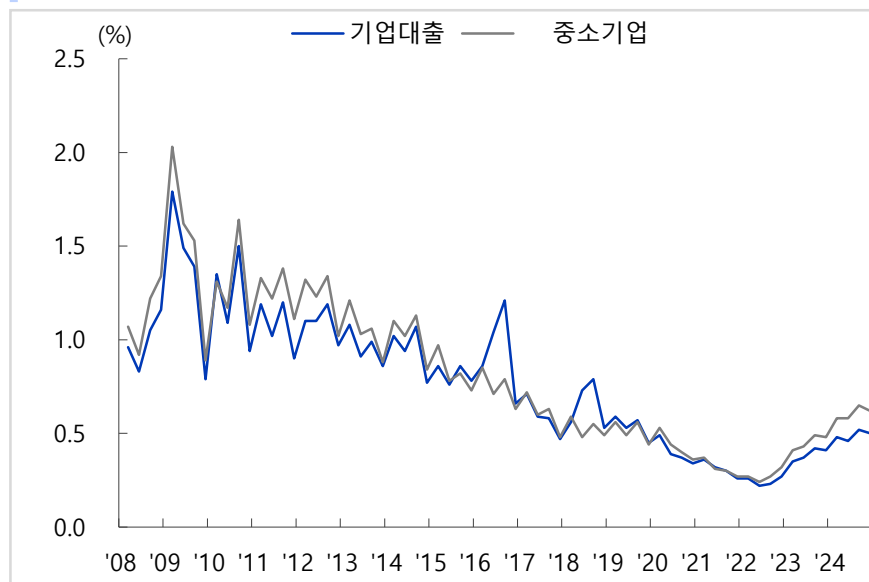
㉔ 2025년 견조한 실적 기대: 국내 시중은행의 체력은 우려보다 좋은 편(2)

- 연체율은 상승 흐름을 보이고 있어, 다소 우려되는 부분 존재하는 건 사실임
- 하지만 가계 및 주택담보 대출의 경우 높은 담보 비중과 낮은 LTV를 바탕으로 안정적인 수준관리가 높아 보임. 향후 기준금리 하락에 따른 연체율 개선에 대한 기대 유효함(연체율 vs 금리 대체로 양의 상관관계를 보임).
- 기업 및 중소기업 연체율의 경우 2024년 하반기 들어 소폭 하락세로 전환 시현.

연체율(가계/주택담보)



연체율(기업/중소기업)



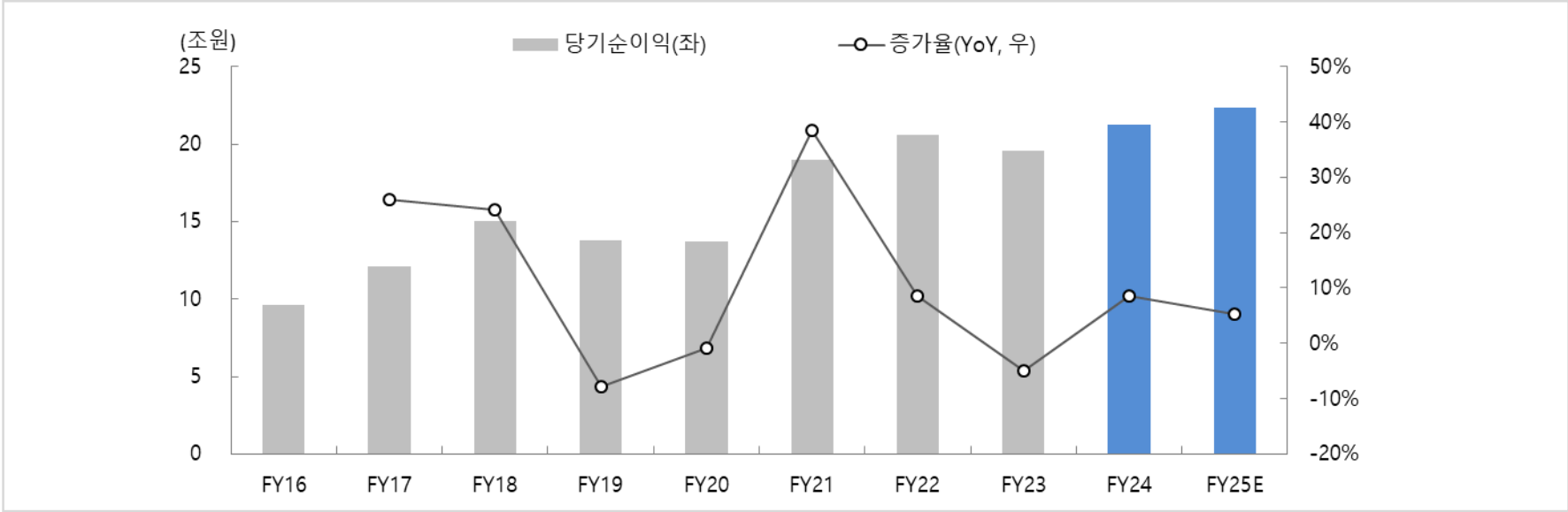
출처: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

은행업 'Overweight', Top picks: 우리금융지주, 신한지주

- 2025년 국내외 경기 및 정치 불확실성이 존재하는 가운데, 국내 시중은행들이 타 업종대비 상대적으로 양호한 이익 수준을 시현할 것으로 전망되며, 밸류업 프로그램을 통한 적극적인 주주환원정책도 지속할 가능성이 높다고 판단
- 1) 절대적인 원화대출금 규모를 바탕으로 2025년에도 견조한 이자수익 시현 전망, 2) 지난 몇 년간 시행한 선제적인 대손충당금 적립과 향상된 연체율 관리 능력을 바탕으로 상대적인 이익 안정성이 돋보일 수 있는 해가 될 것으로 기대되기 때문. 3) 여기에 지난 몇 년간 꾸준히 노력해온 적극적인 주주환원정책(배당성향 상향 목표, 분기배당 시행, 자사주 매입 및 소각 등)도 은행주 주가에 장기적인 매력을 높여 투자심리 회복시 가장 우선적으로 매수를 고려할 수 있을 것으로 전망함

교보증권 Coverage 은행(지주사) 당기순이익 추이



출처: 교보증권 리서치센터

2) 가치주로 은행주가 매력적인 이유

은행 Valuation Table

(원, 십억원, 배, %)	신한지주 (055550)	KB금융 (105560)	하나금융 (086790)	우리금융 (316140)	기업은행 (024110)	BNK금융 (138930)	DGB금융 (139130)	JB금융 (175330)	카카오뱅크 (323410)
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	72,000	111,000	83,000	22,000	18,000	14,000	11,000	21,000	30,000
현재주가(4/1)(원)	48,100	79,600	61,400	16,800	14,590	10,450	9,050	18,220	22,600
상승여력(%)	49.7%	39.4%	35.2%	31.0%	23.4%	34.0%	21.5%	15.3%	32.7%
당기순이익(FY2022)	4,642.3	4,394.8	3,552.4	3,141.7	2,773.8	810.2	401.6	601.0	263.1
당기순이익(FY2023)	4,368.1	4,631.9	3,421.7	2,506.3	2,669.7	639.8	387.9	586.0	354.9
당기순이익(FY2024)	4,517.5	5,078.2	3,738.8	3,086.0	2,664.0	802.7	220.8	677.5	440.0
당기순이익(FY2025E)	4,933.4	5,112.1	3,973.9	3,155.6	2,766.6	825.4	394.8	686.8	497.7
ROE(FY2022)	9.7%	9.2%	10.0%	11.5%	9.8%	8.5%	7.4%	13.8%	4.7%
ROE(FY2023)	8.5%	8.9%	9.0%	8.1%	8.8%	6.2%	6.6%	12.1%	6.0%
ROE(FY2024)	8.4%	9.2%	9.3%	9.8%	8.6%	7.8%	3.7%	13.1%	6.9%
ROE(FY2025E)	8.8%	9.1%	9.3%	9.7%	8.8%	7.7%	6.5%	12.2%	7.3%
PER(FY2022)	4.0	4.6	3.6	2.5	2.8	2.6	2.9	2.6	44.0
PER(FY2023)	4.9	4.9	3.8	3.5	3.5	3.6	3.7	3.8	38.3
PER(FY2024)	5.5	6.8	4.6	3.6	4.3	4.2	6.3	4.7	22.8
PER(FY2025E)	5.0	6.5	4.6	3.8	4.2	4.1	3.9	5.2	21.7
PBR(FY2022)	0.39	0.43	0.36	0.28	0.28	0.22	0.22	0.35	2.04
PBR(FY2023)	0.40	0.41	0.34	0.28	0.31	0.23	0.25	0.46	2.25
PBR(FY2024)	0.46	0.66	0.43	0.37	0.39	0.33	0.24	0.65	1.57
PBR(FY2025E)	0.43	0.58	0.42	0.36	0.37	0.31	0.25	0.64	1.57
DPS(FY2022)	2,065	2,950	3,350	1,130	960	625	650	835	80
DPS(FY2023)	2,100	3,060	3,400	1,000	984	510	550	855	150
DPS(FY2024)	2,160	3,174	3,600	1,200	1,065	650	500	1,896	360
DPS(FY2025E)	2,280	3,280	3,800	1,250	1,110	680	640	1,974	410
배당수익률(FY2022)	5.9%	6.1%	8.0%	9.8%	9.8%	9.6%	9.3%	10.6%	0.3%
배당수익률(FY2023)	5.2%	5.7%	7.8%	7.7%	8.3%	7.1%	6.5%	7.5%	0.5%
배당수익률(FY2024)	4.5%	3.8%	6.3%	7.8%	7.4%	6.3%	6.1%	11.6%	1.7%
배당수익률(FY2025E)	4.7%	4.1%	6.2%	7.4%	7.6%	6.5%	7.1%	10.8%	1.8%

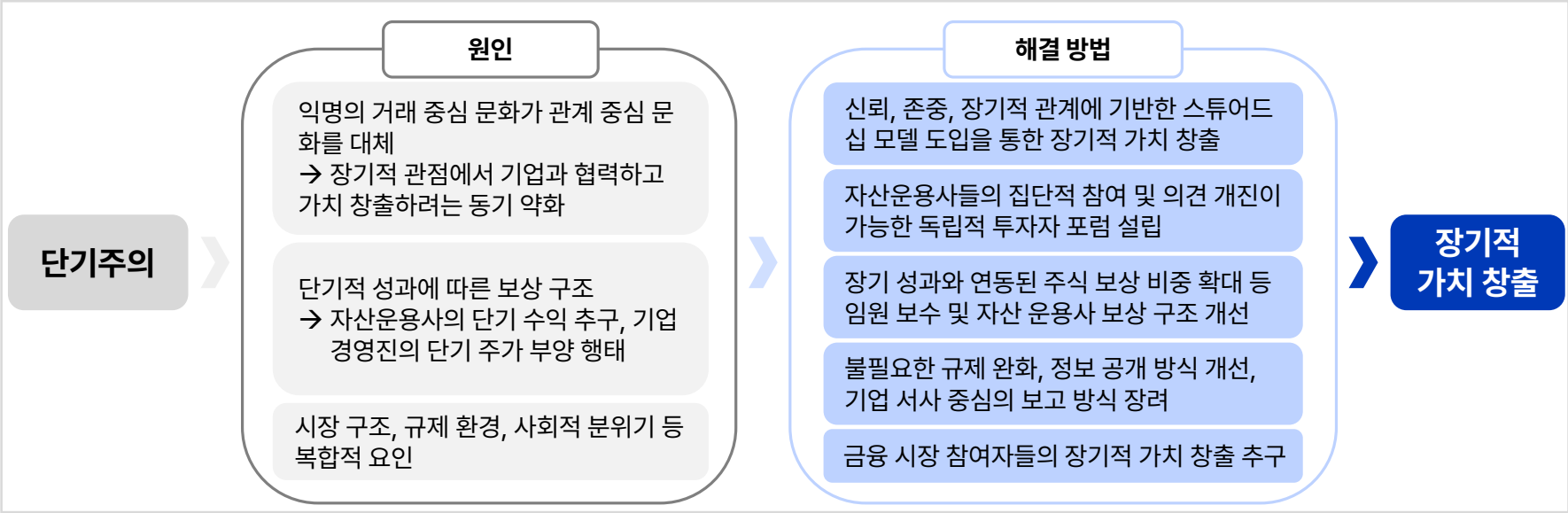
Part 03

해외 밸류업 사례

1) 해외 밸류업 사례 비교: 영국

- Kay Review(2012)에 따르면 영국 주식시장의 가장 큰 문제점 중 하나는 단기주의. 그 원인으로는 익명의 거래 중심 문화, 단기적 성과 보상으로 인한 장기적 수익 창출 노력 부재가 있으며, 시장 규제·시장 환경 등 복합적 요인 또한 작용.
- 이에 따라 스튜어드십 모델 도입 및 독립적 투자자 포럼 설립 등을 해결책으로 제시하였으며, 장기 투자를 장려할 수 있는 시장 구조의 필요성을 주장. 한편, 금융 시장 참여자들이 수탁 의무를 명확히 하고 장기적 관점에서 고객 자산의 투자 결정을 내려야 한다고 지적
- 한국 주식 시장 역시 단기적 성과에 치중하는 경향이 있고, 기업 지배구조 문제 등으로 가치 제고가 어려운 경우 존재. 즉 영국 사례는 단기적 성과주의를 극복하고 장기적 관점에서 투자를 장려해야 한다는 점에 있어 시사점을 제공

영국 주식시장 개선 방법



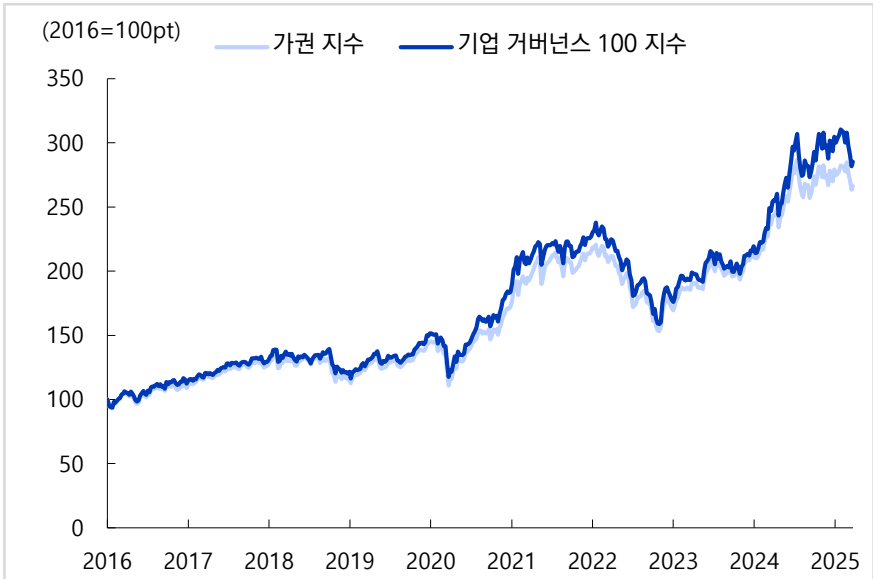
2) 해외 밸류업 사례 비교: 대만

- 대만은 2024년 '자본시장 강화 및 시장 가치 제고 계획'을 발표. 기업가치 제고, 정보 투명성 향상, 신경제 산업 지원이라는 세가지 전략을 통해 자본 시장 경쟁력을 향상시키고 기술 중심 산업을 발전시키고자 함
- 기업가치 제고 측면에서는, 대만 증권거래소(TWSE)가 '기업 지배구조 모범 실천 원칙'에 '기업가치 제고 프로그램' 추가할 계획을 발표하는 등 상장 기업의 장기적 가치 창출과 주주가치의 기업 내재화 노력을 강화
- 한편, 정보 투명성 측면에서는 기업의 ESG 공시 의무화, '26년까지 ESG 평가 전환 계획 등을 통해 투자자들에게 기업 재무 정보와 ESG 활동 데이터를 제공. 또한 '24년까지 신경제 산업 IPO 비중을 50%로 확대하고 국가혁신팀을 구성하여 신기술 및 혁신 산업 지원

대만 증시 선진화 연혁

연도	내용
1998	기업 초과이익 유보세 도입
2006	사외이사 제도 본격 도입
2015	'기업지배구조100지수' 개발
2017	특수관계자 간 거래 정보 공시 강화, 전자 투표 의무화 확대
2023	R&D 세액공제율 상향(기존 15% → 25%)
2024	자본시장 강화 및 시장 가치 제고 계획 발표

가권지수 및 기업 거버넌스 100 지수 추이



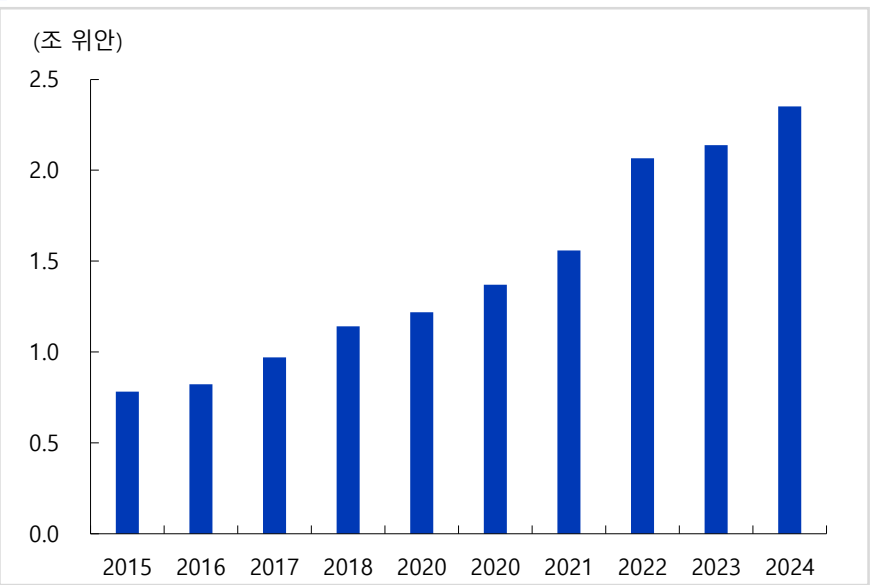
3) 해외 밸류업 사례 비교: 중국

- 중국은 자본시장 활성화를 위한 정책인 ‘국무원 9조’를 10년 주기로 발표하며, 2024년 최신판을 공개
- 이번 정책은 배당 및 자사주 매입·소각 장려, 배당횟수 확대 권고 등 배당활성화를 명확히 한다는 점에서 과거와 차이가 존재하며, 주주 친화적 행보를 통해 질적 성장을 추진하려는 것으로 판단. 발표 이후 상하이 및 선전 증권 거래소는 최근 3년 누적 배당액이 연평균 순이익 30%에 미달하거나 5,000만 위안에 못 미치는 기업을 관리 종목으로 지정 가능하게 하는 규정을 마련
- 이와 더불어 시장의 건전성과 투명성 확보를 위해 관리 감독 강화, 리스크 관리 등 제도적 기반을 구축. 투자자 신뢰 회복까지는 시간이 다소 소요될 수 있으나 실질적 효과 확대 가능성이 존재하므로 지속적 관심 필요

한국 및 중국 밸류업 프로그램 비교

	한국	중국
발표시기	2024.01.17	2024.04.12
목적	상장사 기업가치 제고	자본시장 질적 발전
강제성	X	O
내용	기업가치제고 계획 자율 공시	미이행 시 패널티 부과

중국 상장기업 배당 추이



주1: 2024년 중국 배당금은 12월 18일까지 집계
출처: 동광차이푸, 교보증권 리서치센터

3) 해외 밸류업 사례 비교: 중국

국9조 정책 비교

항목	자본시장 개혁개방과 안정적 발전의견(2004)	자본시장 중소형투자자 권한 보고 업무 의견(2014)	리스크 관리감독 강화 및 자본시장 질적 발전을 위한 의견(2024)
목적	자본시장 발전 및 직접 용자 확대	다원화된 자본시장 시스템 마련	자본시장 고품질 질적 발전
세부 내용	1. 자본시장 발전의 중요성 인식	1. 투자자 적절할 제도 마련 및 중소형 투자자 분류 표준 마련	1. 향후 5년간 자본시장 중점 발전을 위한 틀 마련, 2035년까지 적절성 및 경쟁력이 있는 자본시장 마련
	2. 자본시장 개혁개방과 발전의 지도사상 및 임무를 촉진	2. 다원화 주식시장 발전, 상장기업 질적 제고, 시장형 M&A 추진, 상장폐지제도 마련	2. IPO 기준 엄격화
	3. 관련정책 마련 및 자본시장 안정적 발전 추진	3. 채권 시장 발전	3. 상장기업 관리감독 엄격화, 상장기업 정보 제공강화 및 현금배당 관리감독 강화, 상장기업 투자 가치 제고
	4. 자본시장 시스템 건립, 증권투자상품 다양화	4. 사모시장 육성	4. 상장폐지 관리감독 강화, 상장폐지 제도 개혁 심화
	5. 상장회사 질적 수준 향상, 규범운영 추진	5. 선물시장 건설 추진	5. 증권펀드기금 관리감독 강화
	6. 자본시장 중개 서비스 기관 발전 추진	6. 증권 선물 서비스 경쟁력 강화	6. 거래 관리감독 강화, 자본시장 내부적 안정성 강화, 이상 거래 및 시세조종 등의 관리감독 기준 구비
	7. 법적 시스템 및 자본시장 관리 감독 강화	7. 자본시장 개방확대	7. 중장기 자금 시장 유입 확대 및 장기 투자 확대, 주식형 공모펀드 확대, 주식형 펀드 비중확대, ETF 빠른 심의 절차 실시 지수화 투자 발전 추진
	8. 시장 리스크 방어 및 해소 강화	8. 금융리스크 방어	8. 전면적 개혁개방 및 서비스 고품질 발전, 메인보드, 과장판, 차스닥 및 복경거래소의 발전 지속, 신 3판 개혁심화 및 지역별 주식시장 규범 발전 추진
	9. 적극적으로 대외 개방 추진	9. 자본시장 발전 환경 마련	9. 자본시장 고품질 발전 협력 추진

Part 04

기업분석

우리금융지주 (316140) : CET1 비율 조기 달성에 따른 주주환원 정책 확대 가능성에 주목

Buy
TP 22,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(03/31)	16,500 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	17,420 원
52주 최저가(보통주)	13,170 원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	38,027억원
시가총액	122,528억원
발행주식수(보통주)	74,259만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	163.3만주
평균거래대금(60일)	267억원
외국인지분(보통주)	45.76%
주요주주	
우리금융지주우리사주 외 1인	8.72%
국민연금공단	6.70%



▶ CET1 비율 조기 달성에 따른 주주환원 정책 확대 가능성에 주목

우리금융은 '25년 CET1 비율 12.5% 조기 달성을 추진. CET1 비율 12.5%~13% 구간에서는 주주환원을 40%를 목표로 하며, '24년 말 기준 잠정 CET1 비율 12.13%를 기록함에 따라 달성 가능성 확대. 배당금의 비과세 혜택을 통한 실질적 배당 수익 확대 또한 긍정적

▶ 투자의견 매수 및 업종내 Top picks 유지

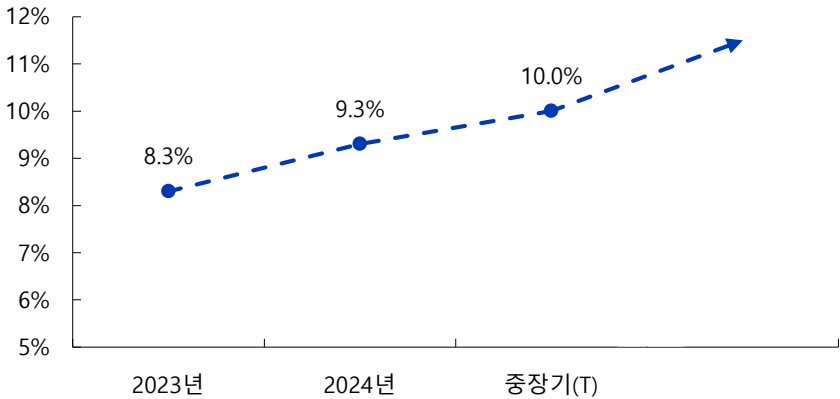
우리금융지주에 대해 투자의견 매수와 목표주가 22,000원을 유지하며, 업종내 Top picks도 유지함. 1) 우리금융 지주회사 출범 이후 M&A를 통한 향후 성장 및 수익 확대가 기대되며, 2) 위에서 말했듯이 선제적 총당금 적립으로 향후 건전성 대응능력 상승에 따른 실적 개선에 대한 기대도 유효한 상황에서, 3) 경쟁사 대비 매력적인 valuation 구간이라 판단.

Forecast earnings & Valuation

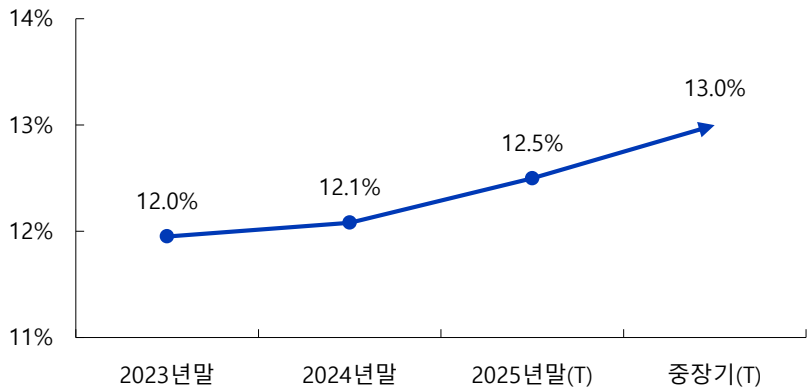
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	6,861.8	7,168.8	7,014.1	6,984.6	6,744.0
비이자부문이익	2,332.0	1,553.9	1,862.4	2,146.9	2,382.4
영업이익	3,499.0	4,253.8	4,343.2	4,499.2	4,391.3
세전이익	3,517.5	4,222.8	4,310.6	4,466.2	4,473.5
지배주주순이익	2,506.3	3,086.0	3,155.6	3,273.6	3,279.1
증가율(%)	-20.2%	23.1%	2.3%	3.7%	0.2%
ROA(%)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
ROE(%)	8.1%	9.8%	9.7%	9.1%	8.4%
EPS(원)	3,708	4,273	4,369	4,354	4,361
BPS(원)	45,844	41,890	46,209	48,670	53,010
PER(배)	3.5	3.6	3.8	3.9	3.9
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3

우리금융지주 기업가치 제고 계획

중장기 그룹 ROE Target



중장기 보통주비율 Target



2025년 기업가치 제고 추가 추진 방안

자본비율 관리

고환율 지속 등 비우호적 경영환경에도
보통주비율 12.5% 달성 추진

- RWA 연간 명목 경제성장률 수준 이내, 분기별 균형 잡힌 성장 관리
- 우량자산 및 미래유망산업 중심 자산 리밸런싱
- RoRWA 기반 영업 문화 확대

주주확대

비과세 배당 통한
실질적 주주환원을 확대

- 자본잉여금 일부를 이익잉여금으로 이입
- 해당 재원으로 "비과세 배당" 실시 예정(FY25 결산 배당부터)
 - 개인주주
 - 원천징수(14.5%) 없이 배당금 전액 수령, 배당수익 18.2% 상승 효과
 - 금융소득 종합과세 非대상
 - 법인 주주
 - 법인세 과세 이연 효과

자사주 매입·소각 확대

- 자사주 1,500억원 매입 후 소각 결정
 - '23년 1,000억원 / '24년 1,367억원 / '25년 1,500억원

분기배당 절차 선진화

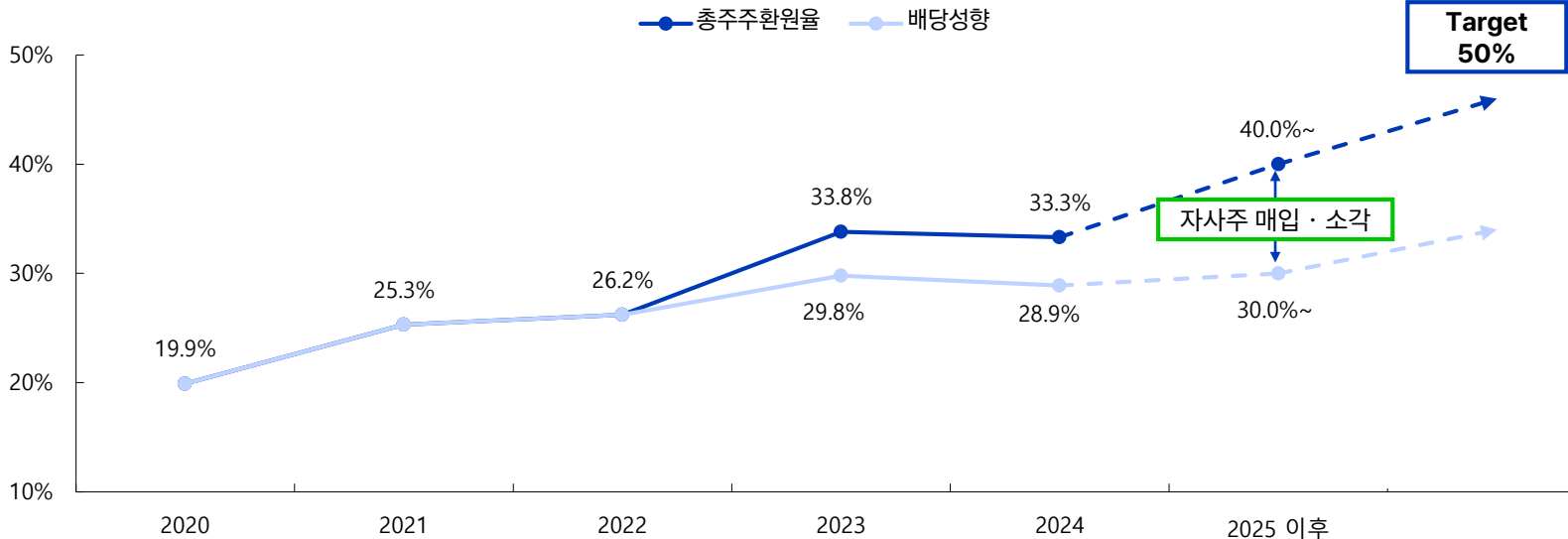
- 25년 1분기 배당부터 "先 배당액 결정, 後 배당기준일 설정"

우리금융지주 기업가치 제고 계획

보통주비율 구간별 주주환원 추진 계획

구분	1구간	2구간	3구간	4구간
보통주비율	~11.5%	11.5~12.5%	12.5~13.0%	13.0%~
총주주환원율	~30%	~35%	~40%	~50%

총주주환원율에 따른 배당성향 계획



구분		
총주주환원율	40% 이내	현금 배당성향 30% 수준 실시, 배당 초과분 전액 자사주 매입·소각
	40% 초과시	현금 배당성향 (30% 초과) 및 자사주 매입·소각, 균형적인 동반 상향 추진

주1: 금융환경 변화, 감독당국 규제 권고 및 경영상 목적(M&A) 일회성 손익 등) 고려 총주주환원율 및 DPS 변동 가능

주2: 보통주비율 구간 적용은 연말기준

출처: 우리금융지주, 교보증권 리서치센터

우리금융지주 (316140) : CET1 비율 조기 달성에 따른 주주환원 정책 확대 가능성에 주목

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	9,894.8	14,654.6	20,641.6	22,638.3	23,130.9	23,386.5	23,407.4
이자비용	2,909.0	5,958.0	11,899.0	13,752.0	14,532.3	14,946.7	15,119.8
총당금 적립전 이자이익	6,985.7	8,696.6	8,742.5	8,886.4	8,598.6	8,439.8	8,287.6
대손충당금증가액	536.9	885.3	1,880.7	1,717.5	1,584.6	1,455.2	1,543.5
순 이자이익	6,448.9	7,811.3	6,861.8	7,168.8	7,014.1	6,984.6	6,744.0
비이자부문이익	1,979.1	1,838.9	2,332.0	1,553.9	1,862.4	2,146.9	2,382.4
판매관리비	4,147.4	4,529.9	4,443.4	4,469.3	4,533.7	4,632.8	4,735.5
영업이익	3,659.8	4,430.5	3,499.0	4,253.8	4,343.2	4,499.2	4,391.3
법인세차감전이익	3,749.2	4,485.4	3,517.5	4,222.8	4,310.6	4,466.2	4,473.5
법인세 등	941.9	1,161.4	890.6	1,051.4	1,043.2	1,080.8	1,082.6
당기순이익	2,587.9	3,141.7	2,506.3	3,086.0	3,155.6	3,273.6	3,279.1

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	26,411.9	40,243.5	34,497.0	35,897.7	37,355.3	38,872.1	40,450.4
고정자산	760.5	816.2	956.0	994.8	1,035.2	1,077.2	1,121.0
자산총계	447,183.9	480,474.4	498,004.9	497,335.0	527,138.9	558,794.8	592,388.3
예수금	317,964.9	342,140.4	357,823.8	379,032.8	401,498.9	425,296.7	450,504.9
차입금	24,805.2	28,505.7	31,017.4	32,021.9	33,059.0	34,129.6	35,234.9
부채총계	418,333.7	448,847.1	464,607.5	464,481.6	491,129.9	519,512.1	549,826.5
자본금	3,640.3	3,640.3	3,802.7	3,802.7	3,802.7	3,802.7	3,802.7
자기자본	28,850.2	31,627.3	33,397.5	32,853.4	36,009.1	39,282.7	42,561.8
지배지분 자기자본	25,842.0	28,761.9	31,666.9	31,122.8	34,278.5	37,552.1	40,831.2

주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	3,828.3	4,647.5	3,707.5	4,272.6	4,369.1	4,353.5	4,360.8
BPS(원)	37,327.8	41,417.2	45,844.5	41,890.4	46,209.5	48,669.7	53,010.5
PER(배)	4.4	2.5	3.5	3.6	3.8	3.9	3.9
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
DPS	900.0	1,130.0	1,000.0	1,200.0	1,250.0	1,270.0	1,290.0
배당성향	23.5	24.3	27.0	28.1	28.6	29.1	29.6
배당수익률	5.4	9.8	7.7	7.8	7.4	7.6	7.7

신한지주 (055550) : 안정적인 실적을 기반으로 지속적인 주주환원 정책 추진

Buy
TP 72,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(03/31)	47,050 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	61,400 원
52주 최저가(보통주)	40,550 원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	29,696 억원
시가총액	236,871 억원
발행주식수(보통주)	50,345 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	129.0 만주
평균거래대금(60일)	602 억원
외국인지분(보통주)	58.55%
주요주주	
국민연금공단	8.60%
BlackRockFund Advisors 외 13 인	5.77%



안정적인 실적을 기반으로 지속적인 주주환원 정책 추진

신한지주의 2027년 중장기 Target은 ROE 10% 및 주주환원을 50%. 2024년에는 CET1 비율 13.03%를 기록하며 주주환원을 39.6% 달성. 13% 이상의 안정적인 CET1 비율 확보를 통해 일관되고 속도감 있는 주주환원 정책을 추진할 것

업종내 Top picks 유지, 목표주가 72,000원 유지

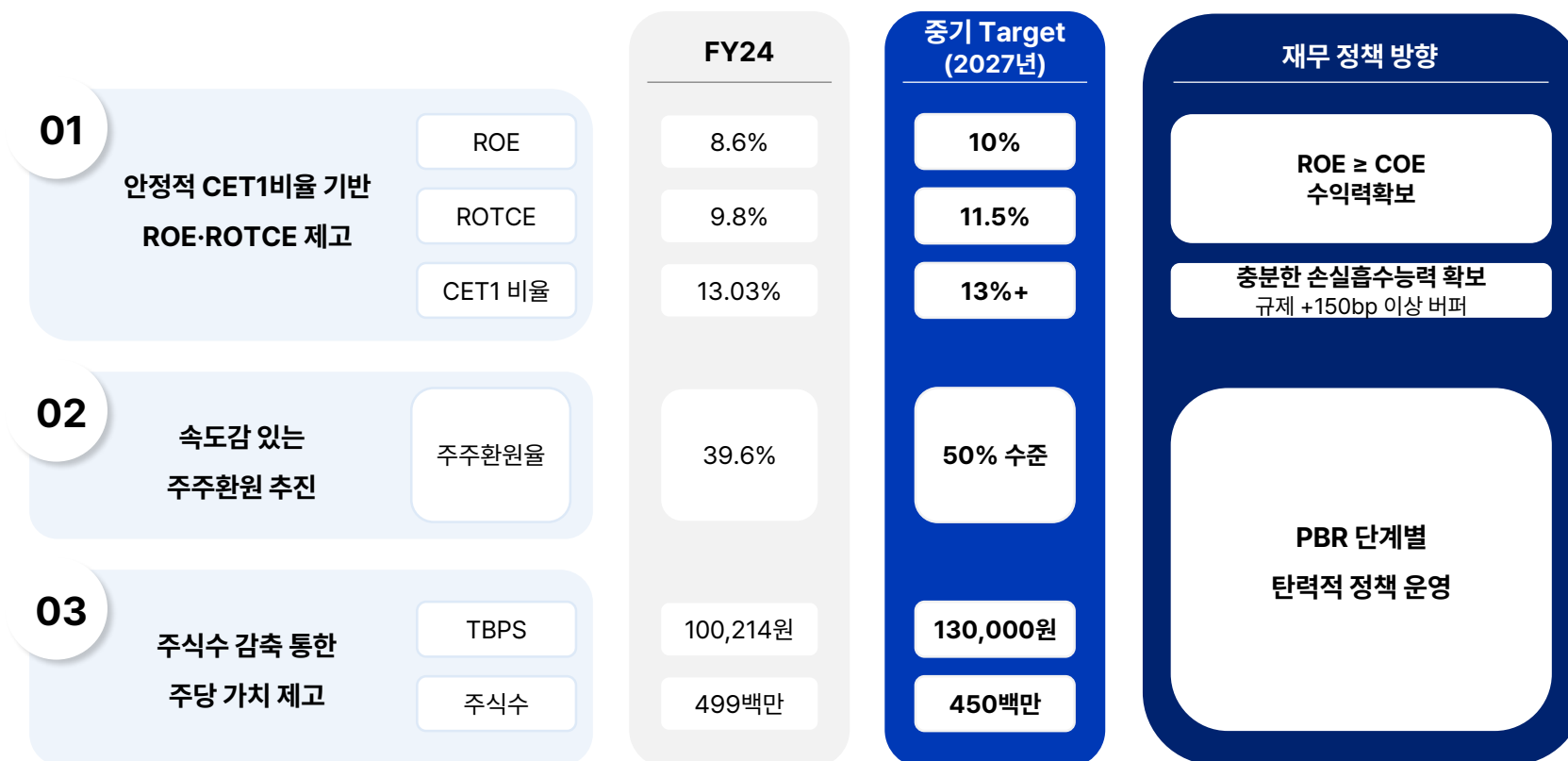
신한금융지주에 대해 투자 의견 매수 유지하며, 목표주가도 72,000원 유지함. 업종내 Top picks는 유지하는데, 1)2025년 기준금리 인하에도 불구하고 비이자이익 확대와 비용 효율화 증대 노력 가시화와 더불어 선제적 총당금 적립에 따른 양호한 수익성 시현이 기대되는 가운데, 2)안정적인 CET1 비율 관리 노력에 따른 적극적인 주주환원정책도 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망되기 때문.

Forecast earnings & Valuation					
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	8,566.7	9,408.7	9,701.0	9,588.5	9,212.7
비이자부문의익	4,979.6	3,257.5	3,176.6	3,303.9	3,288.2
영업이익	6,100.9	6,550.0	6,976.2	6,986.9	6,590.1
세전이익	5,965.0	6,044.4	6,639.0	6,676.6	6,634.4
지배주주순이익	4,368.1	4,517.5	4,933.4	4,966.2	4,934.2
증가율(%)	-5.9%	3.4%	9.2%	0.7%	-0.6%
ROA(%)	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
ROE(%)	8.5%	8.4%	8.8%	8.2%	7.7%
EPS(원)	8,235	8,715	9,621	9,685	9,623
BPS(원)	99,180	102,803	111,524	119,232	126,890
PER(배)	4.9	5.5	5.0	5.0	5.0
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4

신한지주 기업가치 제고 계획

신한지주 기업가치 제고 계획 중기 Target

ROE 개선에 기반한 기업가치 제고

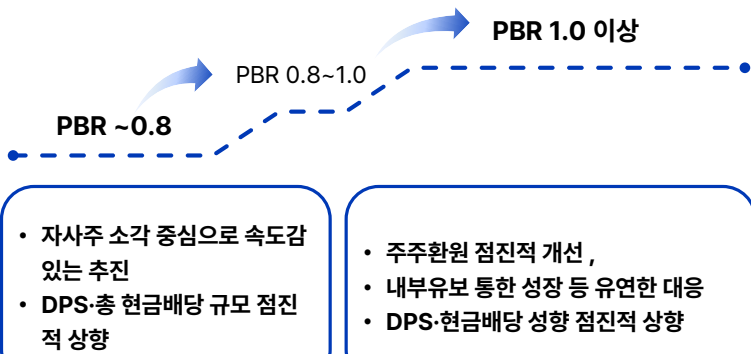


신한지주 기업가치 제고 계획

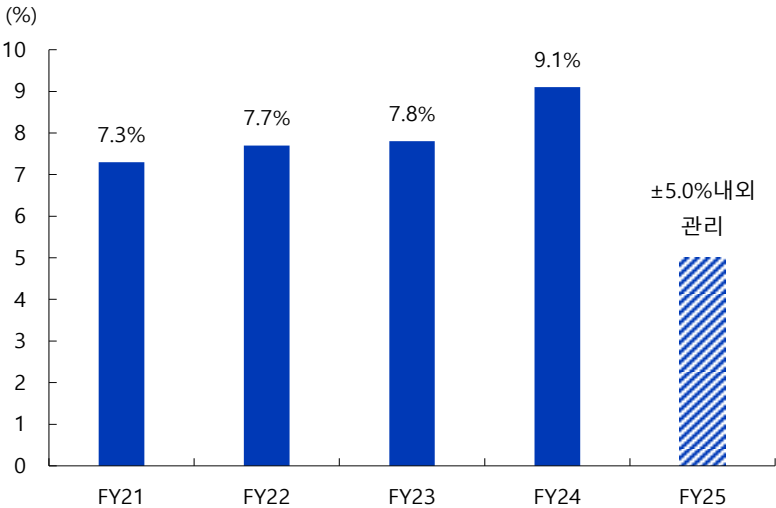
기존 주주환원정책 추진 노력 지속

- 01 주주환원을 지속 개선
- 02 분기 배당 균등·정례화
- 03 현금배당과 자사주 소각의 병행
- 04 주당현금배당·배당규모 매년 확대

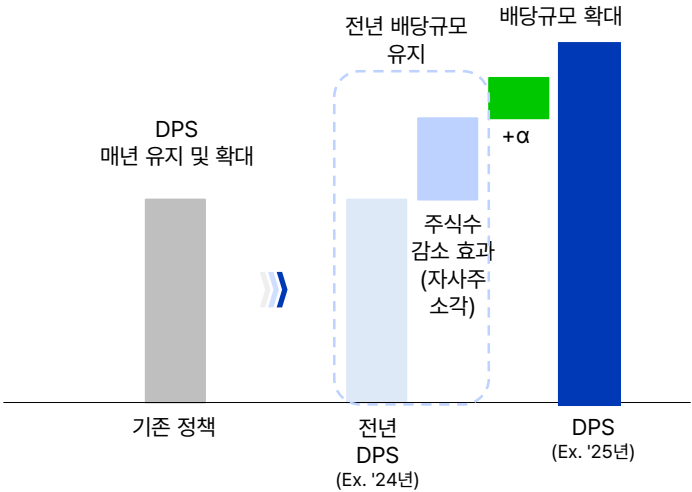
PBR 단계별 탄력적 실행 계획



그룹 RWA 추이



배당 정책 개선



주1: 2025년부터 주당현금배당뿐 아니라, 총배당규모 또한 개선 노력을 반영하여 계획 수립 예정
 주2: 상기 정책은 경기 상황 및 규제 변화, 회사의 경영 상황 등에 따라 달라질 수 있음
 출처: 신한지주, 교보증권 리서치센터

신한지주 (055550) : 안정적인 실적을 기반으로 지속적인 주주환원 정책 추진

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	14,724.2	20,108.7	27,579.2	29,882.0	30,885.7	31,742.7	32,380.5
이자비용	3,954.9	7,645.0	16,761.3	18,479.7	19,431.6	20,590.5	21,819.6
총당금 적립전 이자이익	10,769.4	12,463.7	10,817.9	11,402.4	11,454.0	11,152.3	10,560.9
대손충당금증가액	996.3	1,317.9	2,251.2	1,993.6	1,753.0	1,563.8	1,348.2
순 이자이익	10,410.4	11,145.8	8,566.7	9,408.7	9,701.0	9,588.5	9,212.7
비이자부문이익	4,204.1	3,332.6	4,979.6	3,257.5	3,176.6	3,303.9	3,288.2
판매관리비	5,743.1	6,013.5	5,895.3	6,116.2	5,901.5	5,905.4	5,910.7
영업이익	5,952.1	5,888.1	6,100.9	6,550.0	6,976.2	6,986.9	6,590.1
법인세차감전이익	5,583.7	6,349.3	5,965.0	6,044.4	6,639.0	6,676.6	6,634.4
법인세 등	1,471.0	1,617.1	1,487.0	1,498.3	1,606.6	1,615.7	1,605.5
당기순이익	4,019.3	4,642.3	4,368.1	4,517.5	4,933.4	4,966.2	4,934.2

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	52,821.1	56,881.2	67,240.5	69,970.8	72,811.9	75,768.3	78,844.8
고정자산	5,522.6	5,197.9	5,087.7	5,294.3	5,509.2	5,732.9	5,965.7
자산총계	648,152.2	675,884.3	691,795.3	708,172.6	721,944.0	743,785.7	758,838.5
예수금	365,478.1	383,432.8	381,932.0	404,570.0	428,549.7	453,950.8	480,857.4
차입금	43,169.0	49,285.6	57,199.8	59,052.2	60,964.7	62,939.1	64,977.5
부채총계	598,613.8	624,753.9	635,473.5	651,164.0	660,988.7	678,857.4	689,962.8
자본금	2,969.6	2,969.6	2,969.6	2,969.6	2,969.6	2,969.6	2,969.6
자기자본	49,538.4	51,130.4	56,321.9	57,008.6	60,955.4	64,928.3	68,875.6
지배지분 자기자본	47,291.2	48,438.7	53,720.5	54,407.3	58,354.0	62,327.0	66,274.3

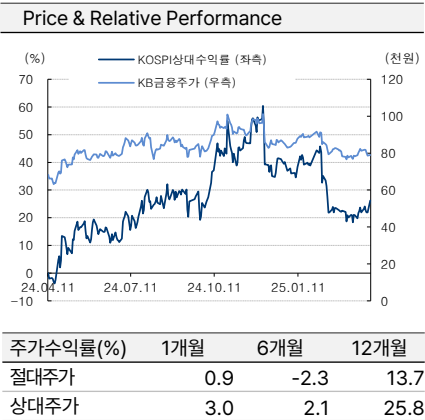
주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	7,525.5	8,752.2	8,235.1	8,715.3	9,621.4	9,685.2	9,622.8
BPS(원)	86,586.6	89,257.1	99,180.0	102,803.0	111,524.0	119,232.2	126,890.4
PER(배)	4.9	4.0	4.9	5.5	5.0	5.0	5.0
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
DPS	1,960.0	2,065.0	2,100.0	2,160.0	2,280.0	2,320.0	2,360.0
배당성향	26.0	23.6	25.5	24.8	23.7	24.5	27.0
배당수익률	5.3	5.9	5.2	4.5	4.7	4.8	4.9

KB금융 (105560) : 질적 성장을 통한 주주환원 여력 확보 전망

Buy 유지
TP 111,000원 유지

Company Data	
현재가(03/31)	79,000원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	101,200원
52주 최저가(보통주)	63,100원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	20,906억원
시가총액	310,887억원
발행주식수(보통주)	38,895만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	135.6만주
평균거래대금(60일)	1,078억원
외국인지분(보통주)	74.98%
주요주주	
국민연금공단	8.37%
The Capital Group Companies, Inc. 외 48인	7.90%



▶ 질적 성장을 통한 주주환원 여력 확보 전망

KB금융은 연말 CET1 비율 13% 초과 자본은 다음해 주주환원으로 활용하고, 연중 13.5% 초과 자본은 하반기 자사주 매입 및 소각 재원으로 활용하는 방법을 제시. PBR 1.0배 도달시까지 연평균 1천만주 이상의 자사주 매입 및 소각 전망. 향후 RWA 성장을 관리를 통해 지속 성장 가능한 주주환원 정책을 시행할 것으로 판단

▶ 투자 의견 Buy 및 목표주가 110,000원 유지

KB금융에 대해 투자 의견 매수와 목표주가를 11만원을 유지함. 1) 2025년에도 견고한 수익창출력을 바탕으로 이자수익 및 비이자수익 개선이 기대되는 가운데, 2) 업계 최고 수준의 CET-1 비율에 따른 지속 가능한 Value-Up 프로그램을 통한 예측 가능한 주주환원 정책이 기대된다는 점이 유효하기 때문.

Forecast earnings & Valuation					
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	8,995.3	10,782.5	10,467.8	11,117.2	11,508.5
비이자부문이익	5,978.9	4,842.4	4,760.3	4,707.3	4,674.7
영업이익	6,435.3	8,046.0	7,880.9	7,939.8	8,183.1
세전이익	6,170.5	6,986.0	6,810.3	6,858.5	7,090.9
지배주주순이익	4,631.9	5,078.2	5,112.1	5,148.2	5,323.8
증가율(%)	5.4%	9.6%	0.7%	0.7%	3.4%
ROA(%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
ROE(%)	8.9%	9.2%	9.1%	8.5%	8.2%
EPS(원)	11,078	12,146	12,294	12,758	13,194
BPS(원)	133,099	126,000	137,130	152,076	163,058
PER(배)	4.9	6.8	6.5	6.2	6.0
PBR(배)	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5

KB금융지주 기업가치 제고 계획

KB금융지주 기업가치 제고 계획 실행방안 및 핵심 재무지표 Target



KB금융지주 기업가치 제고 계획

CET1비율과 연계한 주주환원 정책

1차
연말 CET1비율
13% 초과 자본
주주환원

- 연말 CET1비율 13%를 초과하는 자본에 상응하는 금액은 다음 연도 주주환원 재원으로 활용
- 연말 CET1비율과 연계한 주주환원을 실시하여 예측가능성을 제고하면서도, 연중 누적된 자본으로 CET1비율은 13% 중반 수준을 유지하여 지속 가능성 확보

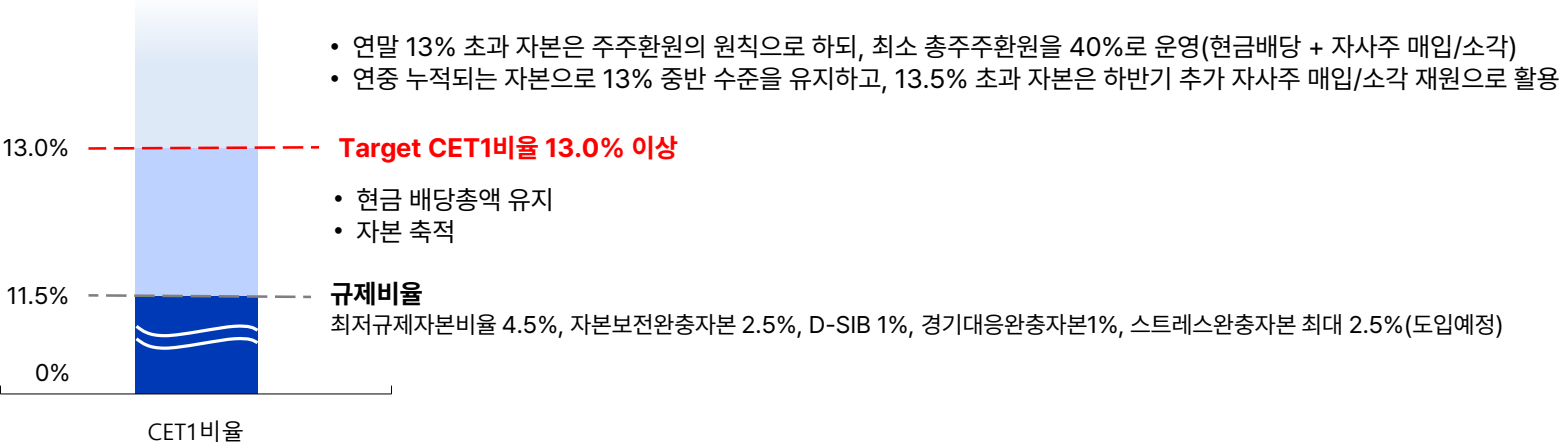
2차
연중 CET1비율
13.5% 초과 자본
추가 환원

- 하반기 CET1비율 13.50% 초과 자본을 추가 주주환원 재원으로 활용
 - ✓ 연중 누적되는 자본으로 CET1비율 13.50%를 초과하는 자본에 상응하는 금액은 하반기에 추가 자사주 매입/소각 재원으로 활용
 - ✓ CET1비율과 연계한 주주환원으로 업계 최고 수준의 총 주주환원을 지향
- 연중 누적된 자본을 하반기 추가 자사주 매입/소각 재원으로 활용함으로써 주당배당금(DPS)이 분기마다 상승할 수 있도록 운영

Target PBR 1.0배
도달시까지

자사주 매입/소각
연평균 1천만주 이상
+
분기마다 자연상승하
는 배당(DPS)

연말 CET1비율 및 구간별 주주환원 Target



KB금융 (105560) : 질적 성장을 통한 주주환원 여력 확보 전망

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	15,210.9	20,788.5	29,145.1	31,053.8	32,389.0	33,365.5	34,504.7
이자비용	3,981.3	7,675.6	17,114.8	18,227.1	19,851.1	20,393.6	21,027.9
총당금 적립전 이자이익	11,229.6	13,112.9	12,141.7	12,826.7	12,538.0	12,971.8	13,476.8
대손충당금증가액	1,185.1	1,847.7	3,146.4	2,044.2	2,070.1	1,854.7	1,968.3
순 이자이익	10,044.5	11,265.2	8,995.3	10,782.5	10,467.8	11,117.2	11,508.5
비이자부문이익	4,864.2	3,710.5	5,978.9	4,842.4	4,760.3	4,707.3	4,674.7
판매관리비	7,200.9	7,537.8	6,647.4	6,938.6	7,059.0	7,172.2	7,287.7
영업이익	6,097.6	5,638.9	6,435.3	8,046.0	7,880.9	7,939.8	8,183.1
법인세차감전이익	6,081.6	5,795.6	6,170.5	6,986.0	6,810.3	6,858.5	7,090.9
법인세 등	1,697.2	1,622.4	1,607.0	1,957.0	1,648.1	1,659.8	1,716.0
당기순이익	4,409.6	4,394.8	4,631.9	5,078.2	5,112.1	5,148.2	5,323.8

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	59,575.5	61,636.4	57,496.4	60,225.0	62,638.3	65,148.4	67,759.0
고정자산	3,468.7	4,118.9	5,126.1	5,795.1	6,551.3	7,406.2	8,372.7
자산총계	569,476.6	701,170.9	715,738.2	719,856.9	746,635.6	775,522.7	806,625.6
예수금	372,023.9	388,888.5	401,289.5	413,874.8	426,854.8	440,241.8	454,048.7
차입금	56,912.4	71,717.4	69,583.6	74,071.7	78,849.3	83,935.1	89,348.9
부채총계	615,601.9	651,527.9	656,864.8	663,904.1	686,308.4	710,858.9	737,530.7
자본금	2,090.6	2,090.6	2,090.6	2,090.6	2,090.6	2,090.6	2,090.6
자기자본	48,293.9	49,642.9	58,873.3	55,952.8	60,327.2	64,663.8	69,094.9
지배지분 자기자본	47,460.6	48,362.8	56,929.8	54,009.3	58,383.7	62,720.3	67,151.4

주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	10,546.3	10,511.2	11,078.2	12,145.5	12,294.4	12,758.4	13,193.8
BPS(원)	110,571.8	112,719.6	133,099.4	126,000.3	137,130.2	152,076.3	163,057.7
PER(배)	5.2	4.6	4.9	6.8	6.5	6.2	6.0
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5
DPS	2,940.0	2,950.0	3,060.0	3,174.0	3,280.0	3,360.0	3,360.0
배당성향	27.9	28.1	27.6	26.1	26.7	26.3	25.5
배당수익률	5.3	6.1	5.7	3.8	4.1	4.2	4.2

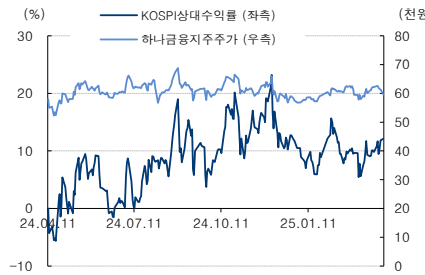
하나금융지주 (086790) : 탄력적 자본활용 정책에 따른 주주환원 확대

Buy
TP 83,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(03/31)	59,600원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	68,800원
52주 최저가(보통주)	52,300원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	15,012억원
시가총액	171,196억원
발행주식수(보통주)	28,724만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	77.0만주
평균거래대금(60일)	466억원
외국인지분(보통주)	67.08%
주요주주	
국민연금공단	9.45%
The Capital Group Companies, Inc.외 31인	6.95%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	1.4	3.3
상대주가	2.3	5.9	14.3

▶ 탄력적 자본활용 정책에 따른 주주환원 확대

‘27년까지 단계적 확대를 통한 주주환원을 50% 달성 및 ROE 10% 이상 유지 목표를 제시. 분기 균등 배당 도입 및 자사주 매입·소각 비중 확대를 통해 예측 가능성 및 주당 지표 개선을 추진할 전망. 또한 CET1 비율 목표를 기존과 달리 구간으로 제시하며(13.5%→13.0~13.5%) 주주환원 확대 가능성을 제고

▶ 투자의견 매수 및 목표주가 83,000원 유지

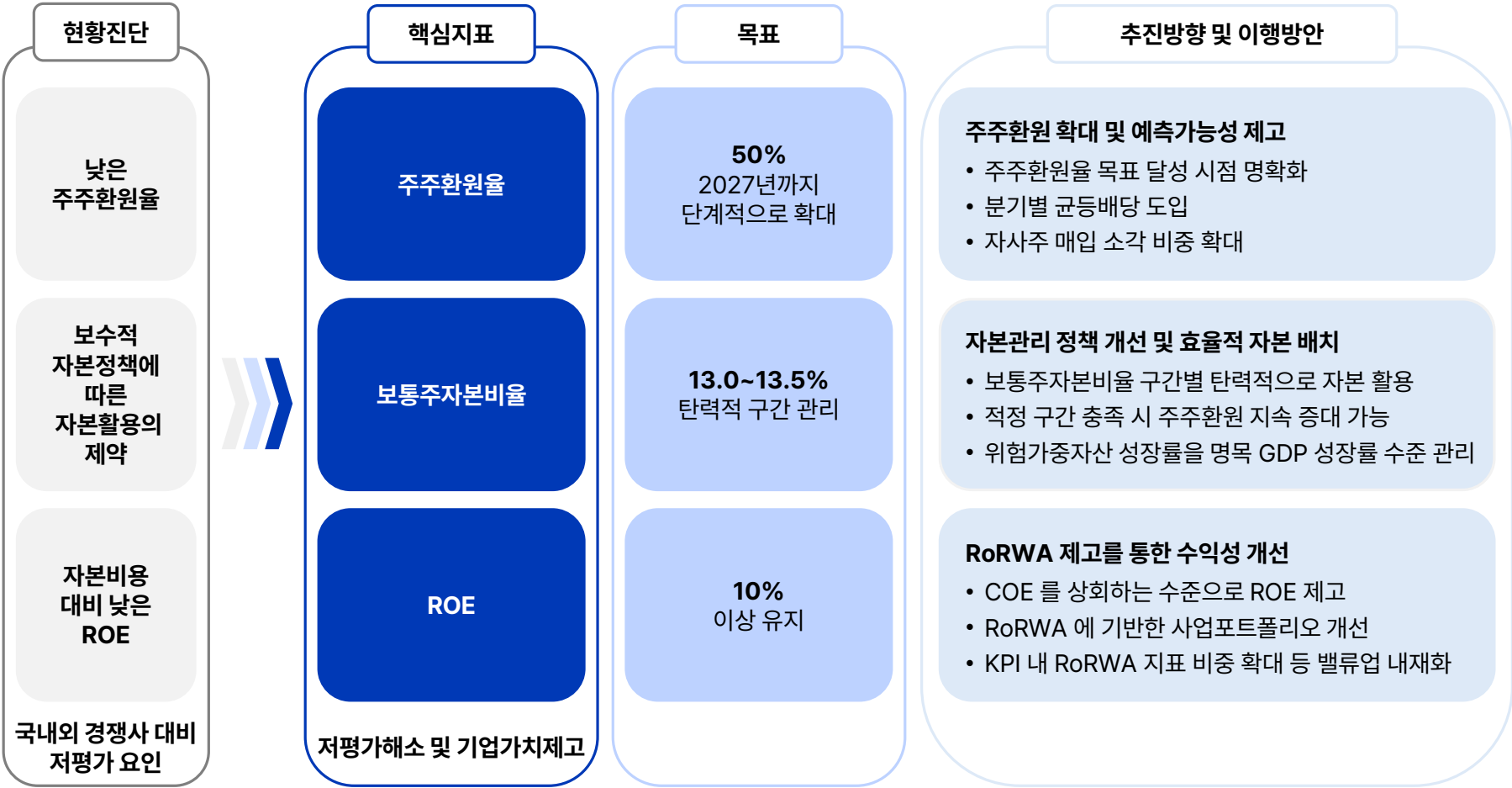
하나금융지주에 대해 투자의견 매수와 목표주가 83,000원을 유지함. 1) 최근 환율 변동성확대에도 불구하고 전사적인 RWA 관리 노력을 통해 그룹 보통주자본비율 방어력을 보여주었고, 2) 2025년부터 분기 균등 현금배당 · 연간 배당총액 고정 · 자사주 매입/소각 비중 확대 등 장기적으로 예측가능한 주주환원 목표를 발표하면서 기업가치 제고 적극적인 모습이 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단되기 때문.

Forecast earnings & Valuation

12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	7,164.7	7,459.5	7,428.3	7,706.5	8,063.7
비이자부문의익	2,854.9	3,118.1	3,624.9	3,590.4	3,494.5
영업이익	4,693.4	4,852.7	5,229.6	5,391.1	5,573.4
세전이익	4,681.2	5,049.7	5,387.2	5,517.2	5,674.3
지배주주순이익	3,421.7	3,738.8	3,973.9	4,067.2	4,183.2
증가율(%)	-3.7%	9.3%	6.3%	2.3%	2.9%
ROA(%)	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
ROE(%)	9.0%	9.3%	9.3%	8.7%	8.3%
EPS(원)	11,397	12,453	13,236	13,912	14,309
BPS(원)	127,639	131,848	144,551	161,922	175,788
PER(배)	3.8	4.6	4.6	4.4	4.3
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3

하나금융지주 기업가치 제고 계획

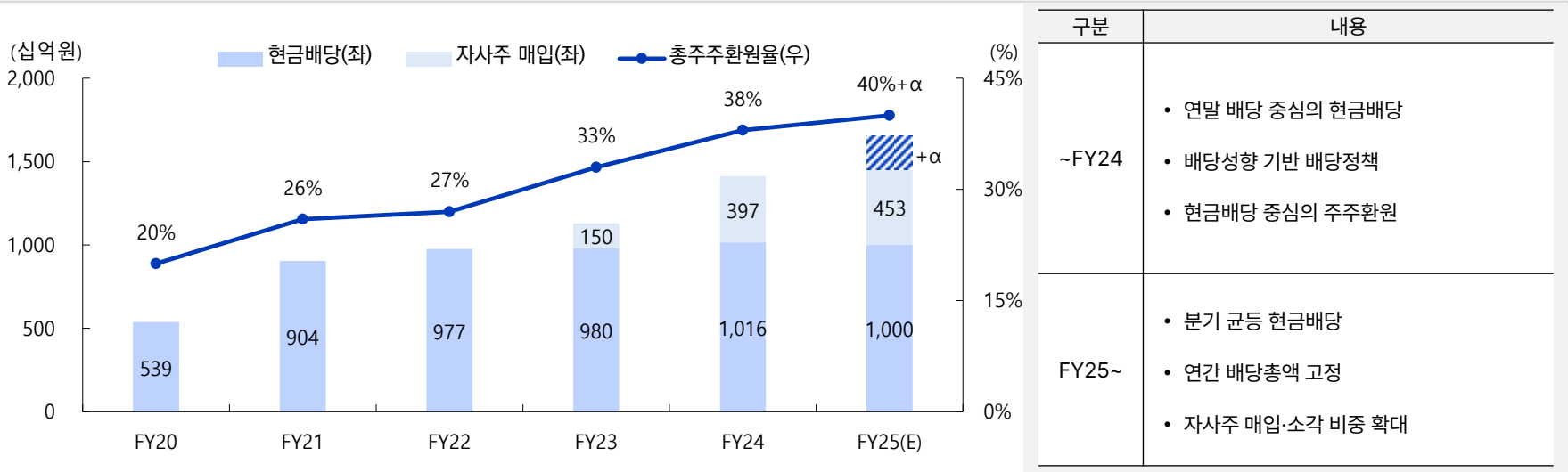
현황진단에 근거한 핵심지표 및 목표 설정



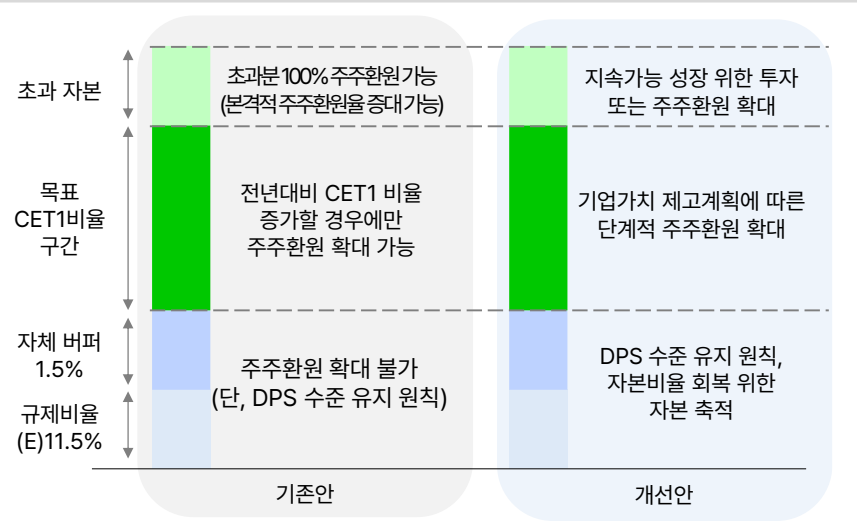
주1: 본 목표는 법률과 규정의 제한, 감독 당국의 규제, 경영환경의 급격한 변화, 경영상 필요 등에 따라 변경될 수 있으며, 수정이 필요한 경우 시장과 충분히 소통할 예정
출처: 하나금융지주, 교보증권 리서치센터

하나금융지주 기업가치 제고 계획

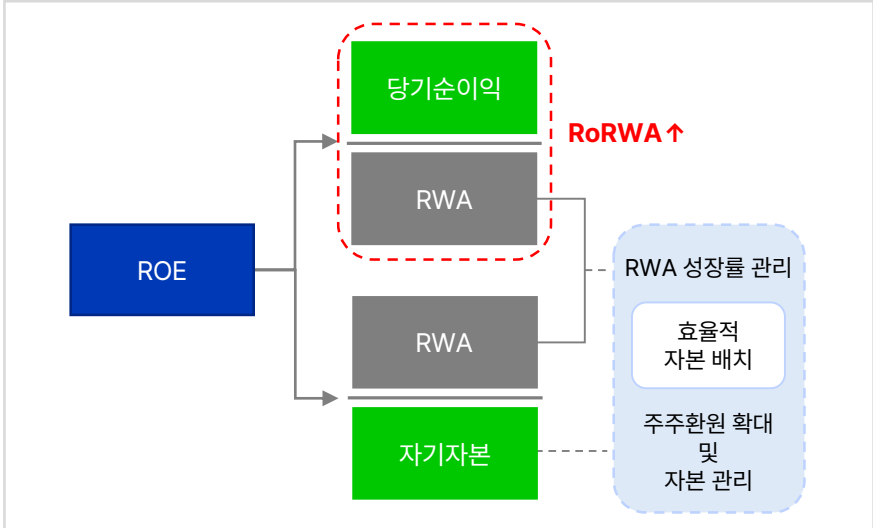
기업가치 제고 목표 1: 주주환원 확대 및 예측가능성 제고



기업가치 제고 목표 2: 효율적 자본배치를 위한 자본관리정책 개선



기업가치 제고 목표 3: RoRWA 제고를 통해 ROE 10% 이상 유지



하나금융지주 (086790) : 탄력적 자본활용 정책에 따른 주주환원 확대

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	10,867.5	15,876.6	23,276.0	24,767.1	24,989.4	25,158.0	25,302.1
이자비용	3,430.3	6,956.8	14,396.5	16,006.1	16,095.1	15,852.7	15,581.2
총당금 적립전 이차이익	7,437.2	8,919.8	8,879.5	8,761.0	8,894.2	9,305.3	9,720.9
대손충당금증가액	532.7	1,214.9	1,714.8	1,301.5	1,465.9	1,598.8	1,657.1
순 이차이익	6,904.5	7,704.8	7,164.7	7,459.5	7,428.3	7,706.5	8,063.7
비이자부문이익	2,477.6	2,042.1	2,854.9	3,118.1	3,624.9	3,590.4	3,494.5
판매관리비	4,050.5	4,433.0	4,408.3	4,530.3	4,604.9	4,680.9	4,758.4
영업이익	4,631.1	4,690.3	4,693.4	4,852.7	5,229.6	5,391.1	5,573.4
법인세차감전이익	4,904.9	4,944.1	4,681.2	5,049.7	5,387.2	5,517.2	5,674.3
법인세 등	1,323.3	1,322.9	1,212.9	1,313.7	1,413.2	1,450.0	1,491.0
당기순이익	3,526.1	3,552.4	3,421.7	3,738.8	3,973.9	4,067.2	4,183.2

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	60,782.1	89,607.3	67,218.0	69,947.3	72,787.5	75,742.9	78,818.4
고정자산	1,251.0	1,471.5	1,612.3	1,677.8	1,745.9	1,816.8	1,890.6
자산총계	502,445.3	568,873.2	591,926.0	598,155.9	621,604.0	645,976.8	671,322.3
예수금	325,344.7	362,738.0	372,039.6	382,566.6	393,391.4	404,522.6	415,968.7
차입금	30,261.6	37,092.4	43,597.5	45,009.4	46,467.1	47,972.0	49,525.6
부채총계	466,945.9	531,454.3	551,744.3	556,650.3	576,224.4	596,630.0	617,892.2
자본금	1,501.2	1,501.2	1,501.2	1,501.2	1,501.2	1,501.2	1,501.2
자기자본	35,499.3	37,418.9	40,181.7	41,505.6	45,379.6	49,346.8	53,430.0
지배지분 자기자본	34,218.6	36,426.5	39,343.3	40,667.2	44,541.2	48,508.4	52,591.6

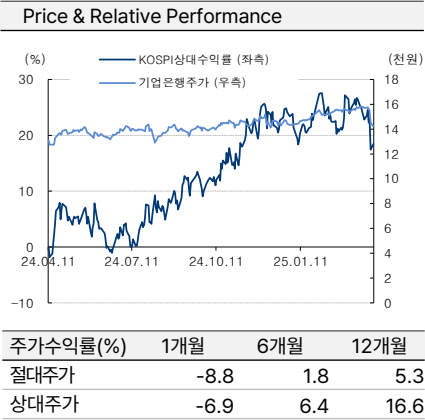
주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	11,744.1	11,831.8	11,396.5	12,452.6	13,235.8	13,911.9	14,308.6
BPS(원)	110,870.1	117,973.6	127,638.7	131,848.2	144,550.9	161,921.9	175,788.4
PER(배)	3.6	3.6	3.8	4.6	4.6	4.4	4.3
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
DPS	3,100.0	3,350.0	3,400.0	3,600.0	3,800.0	4,000.0	4,100.0
배당성향	26.4	28.3	29.8	28.9	28.9	28.9	28.9
배당수익률	7.4	8.0	7.8	6.3	6.2	6.5	6.7

기업은행 (024110) : 배당성향 확대 및 분기배당 도입에 따라 가시화된 주주환원정책

Buy
TP 18,000원
 유지
 유지

Company Data	
현재가(03/31)	14,220원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	15,800원
52주 최저가(보통주)	12,720원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	42,114억원
시가총액	113,394억원
발행주식수(보통주)	79,743만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	135.5만주
평균거래대금(60일)	210억원
외국인지분(보통주)	13.63%
주요주주	
대한민국정부(기획재정부) 외 2인	68.54%
국민연금공단	5.45%



▶ 배당성향 확대 및 분기배당 도입에 따라 가시화된 주주환원정책

기업은행은 중장기 목표로 ROE 10% 이상 및 배당성향 40% 이상을 제시. 중소기업 중심의 기존 고객 기반을 개인·소상공인·기관·중견기업 등으로 다변화하여 ROE 제고 노력 지속할 것. CET1 구간에 따라 최대 40%까지 배당성향 증가가 예상되며, 분기배당 추진으로 주주환원 예측 가능성이 확대된 점 또한 긍정적

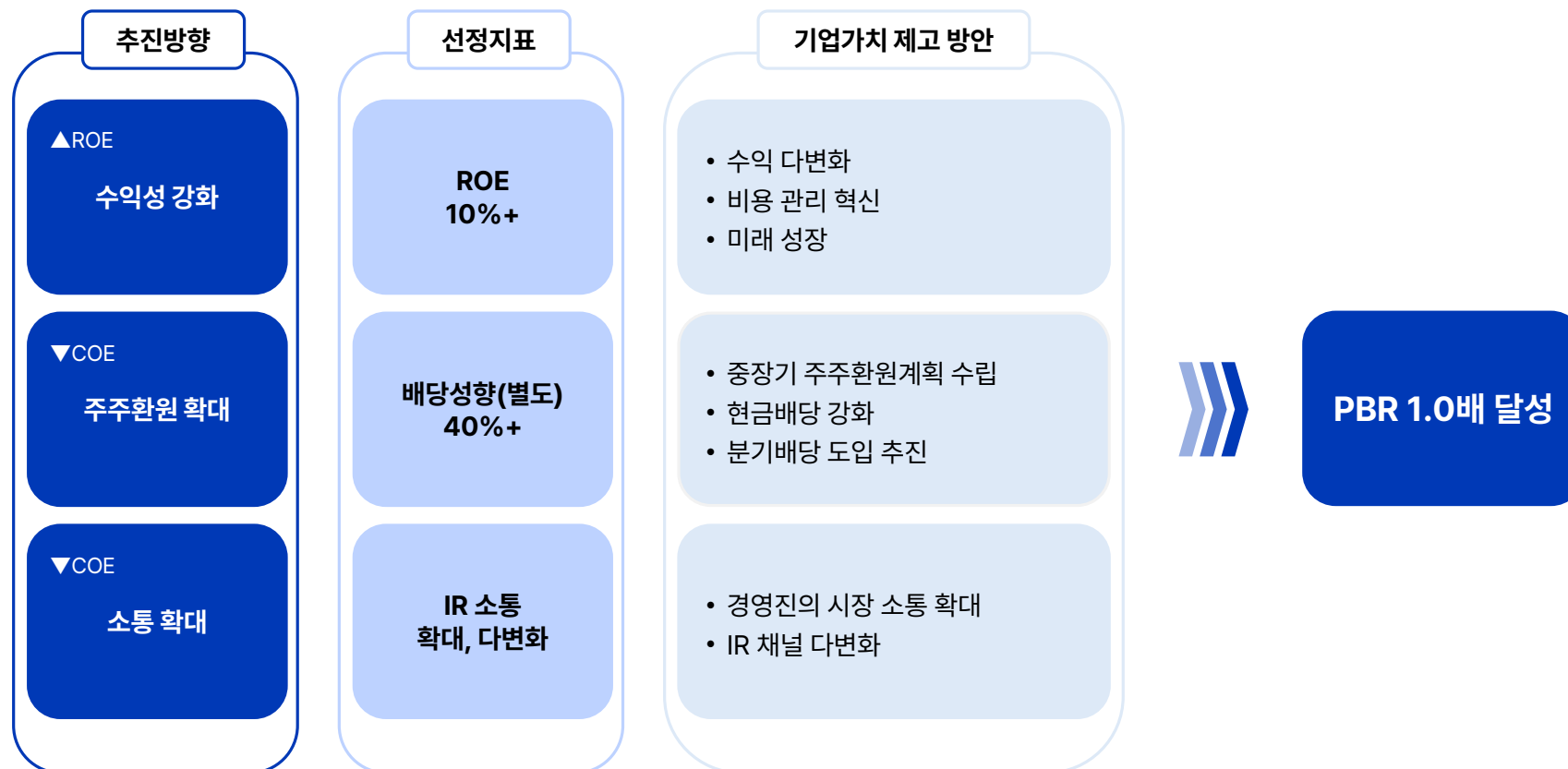
▶ 투자의견 매수 및 목표주가 18,000원 유지

기업은행에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가도 18,000원을 유지함. 1)지속적인 비용절감 노력 및 효율성 제고 노력을 통해 은행권 최저수준을 유지하고 있는 CIS을 바탕으로 2025년 견조한 이익 시현이 예상되며, 2)이를 바탕으로 분기배당 제도 도입 추진 등 적극적인 기업가치 제고 노력을 통한 현금배당 강화가 기대됨.

Forecast earnings & Valuation					
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	5,469.2	6,190.2	6,279.3	6,766.2	7,340.0
비이자부문이익	1,676.5	472.1	663.7	651.5	642.7
영업이익	3,432.3	3,850.1	3,685.5	3,950.5	4,224.1
세전이익	3,493.1	3,593.5	3,661.4	3,928.8	4,203.1
지배주주순이익	2,669.7	2,664.0	2,766.6	2,969.2	3,177.2
증가율(%)	-3.8%	-0.2%	3.9%	7.3%	7.0%
ROA(%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
ROE(%)	8.8%	8.6%	8.8%	8.7%	8.5%
EPS(원)	3,348	3,341	3,469	3,724	3,984
BPS(원)	38,714	36,485	39,909	43,553	47,457
PER(배)	3.54	4.29	4.21	3.92	3.66
PBR(배)	0.31	0.39	0.37	0.33	0.31

기업은행 기업가치 제고 계획

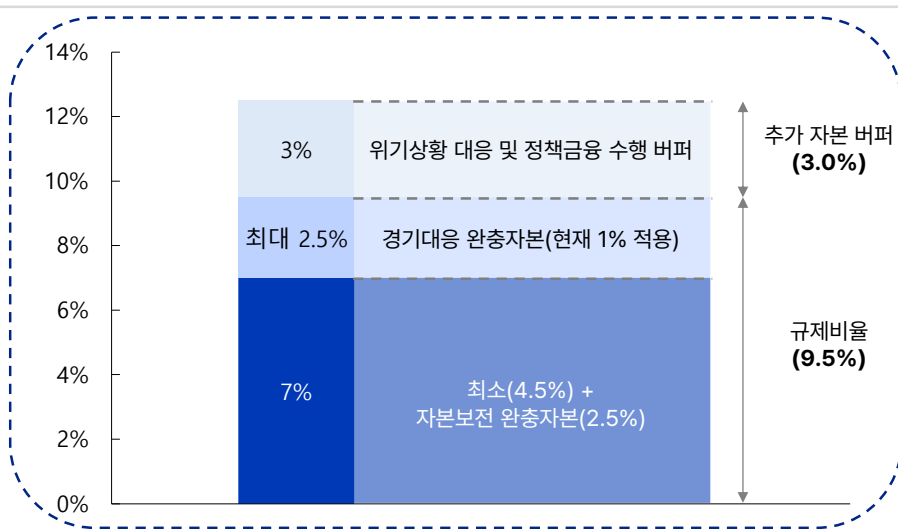
기업은행 기업가치 제고 목표 설정 및 달성방안



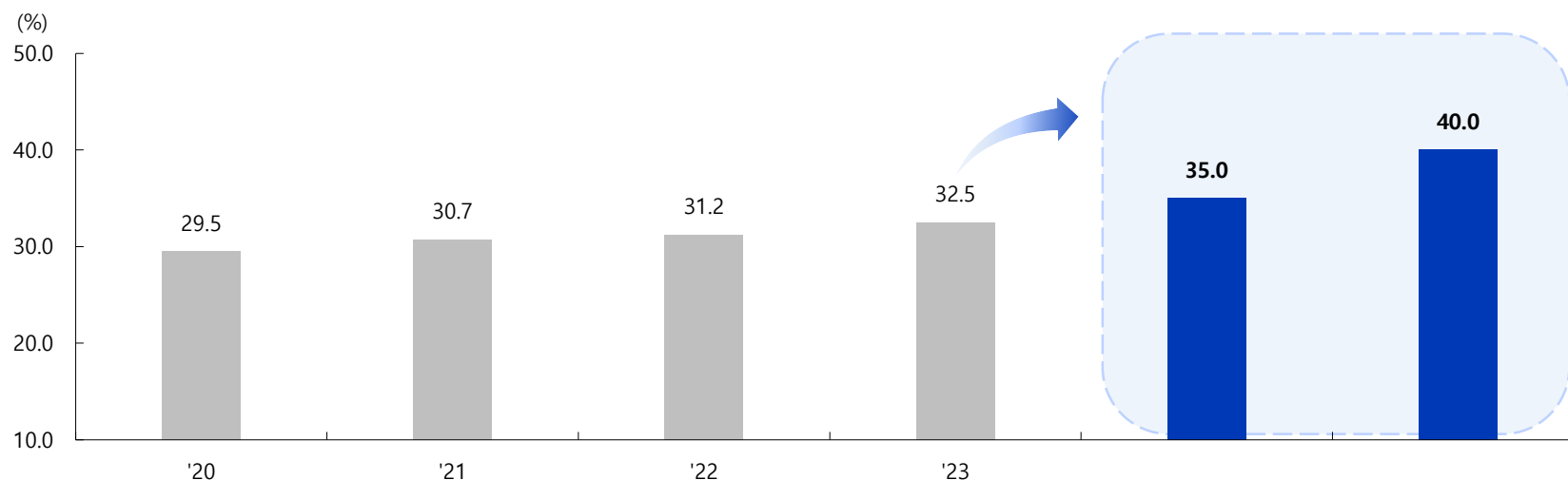
기업은행 기업가치 제고 계획

CET1 구간별 주주환원 목표

구분	1구간	2구간 (현재)	3구간	4구간
CET1	~11.0	~12.0	~12.5	12.5~
배당성향 (별도)	~30	~35	~40	40~



기업은행 배당성향 목표



기업은행 (024110) : 배당성향 확대 및 분기배당 도입에 따라 가시화된 주주환원정책

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	8,689.5	12,533.0	18,364.1	19,427.0	20,317.6	21,414.0	22,655.7
이자비용	2,561.0	4,916.4	10,437.5	11,535.1	12,018.0	12,481.7	13,009.3
총당금 적립전 이자이익	6,128.4	7,616.5	7,926.6	7,891.9	8,299.6	8,932.3	9,646.3
대손충당금증가액	929.7	1,567.5	2,457.4	1,701.7	2,020.4	2,166.2	2,306.4
순 이자이익	5,198.7	6,049.0	5,469.2	6,190.2	6,279.3	6,766.2	7,340.0
비이자부문이익	1,518.3	1,327.8	1,676.5	472.1	663.7	651.5	642.7
판매관리비	2,598.9	2,617.9	2,685.6	2,812.1	3,007.9	3,229.9	3,482.7
영업이익	3,231.3	3,774.8	3,432.3	3,850.1	3,685.5	3,950.5	4,224.1
법인세차감전이익	3,317.9	3,740.8	3,493.1	3,593.5	3,661.4	3,928.8	4,203.1
법인세 등	892.0	960.0	817.9	919.7	886.1	950.8	1,017.2
당기순이익	2,412.5	2,773.8	2,669.7	2,664.0	2,766.6	2,969.2	3,177.2

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	30,615.7	37,493.5	39,989.7	41,553.4	43,240.7	44,996.4	46,823.4
고정자산	9.3	8.3	104.3	108.6	113.0	117.6	122.3
자산총계	398,071.9	431,979.7	448,427.3	441,928.8	466,996.2	494,256.6	523,936.9
예수금	158,252.0	155,054.8	154,045.0	163,175.6	172,847.3	183,092.4	193,944.7
차입금	43,191.5	49,425.8	41,245.5	42,581.3	43,960.4	45,384.1	46,853.9
부채총계	370,538.1	402,869.1	416,610.5	411,825.5	434,126.3	458,417.5	484,920.6
자본금	4,211.4	4,211.4	4,211.4	4,211.4	4,211.4	4,211.4	4,211.4
자기자본	27,533.9	29,110.6	31,816.8	30,103.3	32,869.9	35,839.1	39,016.3
지배지분 자기자본	27,387.4	28,948.5	31,656.6	29,943.2	32,709.7	35,678.9	38,856.1

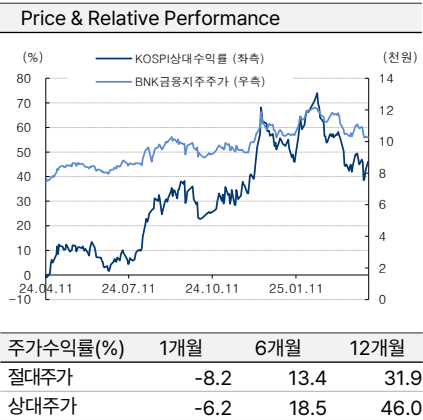
주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	3,025.3	3,478.4	3,347.9	3,340.7	3,469.4	3,723.5	3,984.3
BPS(원)	33,564.7	35,342.4	38,714.5	36,484.8	39,909.1	43,552.6	47,456.9
PER(배)	3.4	2.8	3.5	4.3	4.2	3.9	3.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
DPS	780.0	960.0	984.0	1,065.0	1,110.0	1,190.0	1,270.0
배당성향	25.8	27.6	29.4	31.9	31.9	31.9	31.9
배당수익률	7.6	9.8	8.3	7.4	7.6	8.2	8.7

BNK금융지주 (138930) : 목표 ROE 달성에 따른 RWA 성장 여력과 주주환원률

Buy 유지
TP 14,000원 유지

Company Data	
현재가(03/31)	10,250 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	12,160 원
52주 최저가(보통주)	7,510 원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	16,297 억원
시가총액	32,634 억원
발행주식수(보통주)	31,838 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	107.4 만주
평균거래대금(60일)	113 억원
외국인지분(보통주)	42.35%
주요주주	
롯데쇼핑 외 6 인	10.54%
국민연금공단	8.67%



▶ 목표 ROE 달성에 따른 RWA 성장 여력과 주주환원률

BNK금융지주는 핵심 목표로 COE를 상회하는 수준인 ROE 10% 이상을 명시. 또한 CET1 비율 12.5%, RWA 성장률 4% 이내 관리, '27년 주주환원율 50% 이상을 달성 수준으로 제시하며 주주환원 정책을 정교화

▶ 투자 의견 Buy 및 목표주가 14,000원 유지

BNK금융지주에 대해 투자의견 매수 유지하며, 목표주가도 14,000원을 유지함. 1)2025년 향후 투자증권 등 PF 총당금 감소 전망으로 그룹 총당금 전입액 감소 및 대손비용률 하락이 예상되어 2025년에도 건조한 수익 실현이 예상되는 가운데, 2)적극적인 위험가중자산 관리를 통한 안정적인 보통주자본비율 관리를 통한 주주환원도 장기적으로 주가에 긍정적 영향 줄 것.

Forecast earnings & Valuation					
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	1,952.9	2,192.1	2,230.2	2,279.7	2,331.1
비이자부문의익	517.5	400.0	332.6	339.0	345.7
영업이익	801.2	981.1	1,011.9	1,054.2	1,099.0
세전이익	875.6	1,084.9	1,116.3	1,157.4	1,201.6
지배주주순이익	639.8	802.7	825.4	856.5	890.0
증가율(%)	-21.0%	25.5%	2.8%	3.8%	3.9%
ROA(%)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
ROE(%)	6.2%	7.8%	7.7%	7.4%	7.1%
EPS(원)	1,963	2,463	2,532	2,659	2,763
BPS(원)	30,861	31,071	33,574	36,602	39,335
PER(배)	3.64	4.20	4.13	3.93	3.78
PBR(배)	0.23	0.33	0.31	0.29	0.27

BNK금융지주 기업가치 제고 계획

핵심 목표 선정

01. 핵심 목표(수익성)

ROE 10% 이상

- ROE는 COE 이상 수준 조속 달성

02. 제약사항(자본적정성)

CET1 비율 12.5%(운영목표)

- 최소 12.0% 이상 유지
- 거시경제 환경 및 규제 변화 대응
- 전략적 유연성 및 배당여력 확보

03. 자본효율성 극대화

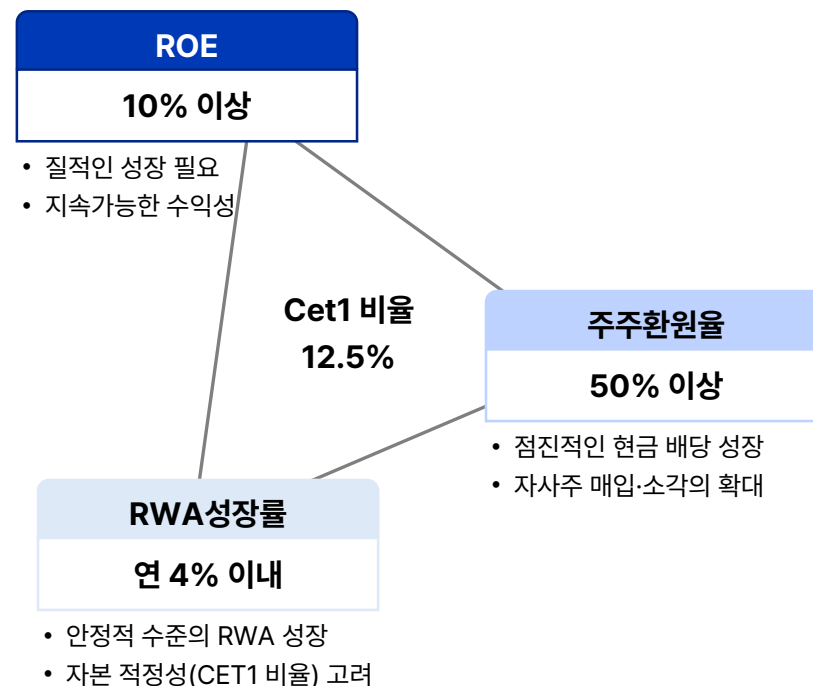
RWA 성장률 절제, 적극적 주주환원

- 목표 CET1 이상 범위에서 자본증가율=RWA 증가율
- 위험조정수익률 제고 관점에서 RWA 성장 관리
- RWA 성장률 4% 이내 관리 → 주주환원율 50% 이상 확대 가능

목표 ROE 기준 RWA 성장률 및 주주환원율 분석

목표자본비율 달성 후, 균형 RWA 성장률

$$\text{RWA성장률} = \text{ROE} \times (1 - \text{주주환원율})$$



BNK금융지주 기업가치 제고 계획

BNK금융지주 기업가치 제고 이행 계획

Transformation

Balance sheet management

- 부동산PF 포함 여신건 전성 개선
- 위험조정수익률 기반의 자산포트폴리오 재편
- 성장과 (위험조정)수익성의 균형
- 조달구조 개선과 적극적 ALM

Revenue growth

- 역내 기반산업에 대한 서비스 및 상품의 고도화
- 자산관리, 무역금융, 외환 등 사업 활성화
- 새로운 수익원 발굴과 지역기반 확대
- 증권, 자산운용 활용한 자본시장 역량 강화

Innovation

- 고객중심의 채널구조 최적화
- 비대면채널 상품 및 운영의 고도화
- 플랫폼사업자와의 제휴 및 고객 유입 확대

Cost management

- Two Bank 체계하에 서의 비효율성 개선
- 업무자동화를 포함 후 선업무 효율성 제고
- 채널합리화와 인력이동을 통한 생산성 제고

Keystone

- 인력수급 불일치 해소
- 인재관리(Talent management)의 고도화
- 인사정책 및 관행의 획기적 변화
- 성과평가 및 보상체계의 합리화

Progressive Dividend Policy 저평가 구간, 자사주 매입 소각 비중 확대

01 2027년, 주주환원을 50% 이상

02 DPS 점진적 확대

03 자사주 매입·소각 비중 최대화
(DPS 안정적으로 확대하는 범위 내)

BNK금융지주 (138930) : 목표 ROE 달성에 따른 RWA 성장 여력과 주주환원률

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	3,552.0	4,781.8	6,691.7	7,098.0	7,403.2	7,730.9	8,076.0
이자비용	980.2	1,857.9	3,786.3	4,120.8	4,342.8	4,577.0	4,824.2
총당금 적립전 이차이익	2,571.8	2,923.9	2,905.5	2,977.2	3,060.4	3,153.9	3,251.8
대손충당금증가액	414.7	551.1	952.6	785.1	830.3	874.2	920.8
순 이차이익	2,157.1	2,372.8	1,952.9	2,192.1	2,230.2	2,279.7	2,331.1
비이자부문이익	642.2	400.9	517.5	400.0	332.6	339.0	345.7
판매관리비	1,597.7	1,521.2	1,476.0	1,573.4	1,585.4	1,595.5	1,605.8
영업이익	1,092.0	1,158.9	801.2	981.1	1,011.9	1,054.2	1,099.0
법인세차감전이익	1,123.2	1,158.7	875.6	1,084.9	1,116.3	1,157.4	1,201.6
법인세 등	288.9	300.3	196.7	260.9	270.2	280.1	290.8
당기순이익	791.0	810.2	639.8	802.7	825.4	856.5	890.0

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	5,751.3	6,531.0	5,747.8	5,981.1	6,100.8	6,348.5	6,606.2
고정자산	711.0	704.4	677.7	705.2	733.9	763.7	794.7
자산총계	128,287.0	136,966.4	145,783.6	140,790.2	146,801.2	153,249.2	160,034.1
예수금	93,282.0	101,470.4	106,761.2	113,089.2	119,792.2	126,892.6	134,413.8
차입금	7,641.2	7,718.5	8,817.9	9,103.4	9,398.2	9,702.6	10,016.9
부채총계	118,063.9	126,134.1	135,109.9	130,002.4	135,188.0	140,779.5	146,674.3
자본금	1,629.7	1,629.7	1,629.7	1,629.7	1,629.7	1,629.7	1,629.7
자기자본	10,223.2	10,832.3	10,673.7	10,787.8	11,613.2	12,469.7	13,359.7
지배지분 자기자본	9,325.7	9,884.7	10,225.0	10,339.1	11,164.5	12,021.0	12,911.0

주요 투자지표

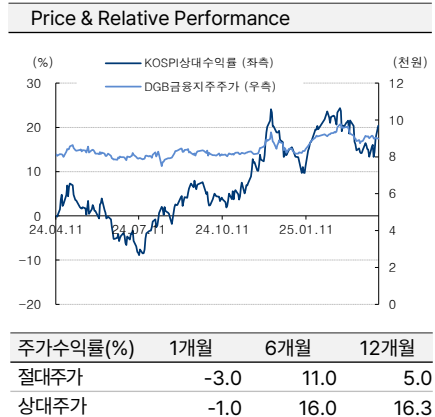
12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	2,426.9	2,485.6	1,962.9	2,462.7	2,532.3	2,659.1	2,763.3
BPS(원)	28,052.2	29,702.3	30,861.3	31,071.5	33,573.8	36,602.1	39,335.4
PER(배)	3.5	2.6	3.6	4.2	4.1	3.9	3.8
PBR(배)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS	560.0	625.0	510.0	650.0	680.0	720.0	750.0
배당성향	23.1	25.1	26.0	26.4	27.0	27.0	27.0
배당수익률	6.7	9.6	7.1	6.3	6.5	6.9	7.2

DGB금융지주 (139130) : 자본적정성 기반의 수익성 제고를 통해 확대될 주주환원 정책

Buy
TP 11,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(03/31)	8,980 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	9,770 원
52주 최저가(보통주)	7,490 원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	8,457 억원
시가총액	14,942 억원
발행주식수(보통주)	16,639 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	41.5 만주
평균거래대금(60일)	37 억원
외국인지분(보통주)	41.53%
주요주주	
오케이저축은행	9.70%
국민연금공단	6.88%



▶ 자본적정성 기반의 수익성 제고를 통해 확대될 주주환원 정책

DGB금융지주는 총 2단계로 구분된 기업가치 제고 계획을 발표. 1단계에서는 내실 있는 성장을 목표로 하여 '27년까지 ROE 9%, CET1 비율 12.3%, 주주환원율 40%를 제시. 이후 2단계에서는 최종 Target ROE 10%, CET1 비율 13.0%, TSR 50% 달성을 추진할 것으로 전망

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가도 11,000원 유지

DGB금융지주에 대해 투자의견 매수와 목표주가 11,000원을 유지함. 1)시중은행 전환에 따른 전국구 여신 비중 확대 및 거점지역 중심의 효율적 성장으로 장기적 시너지 효과가 전망되고, 2)증권사 부동산 PF관련 대손충당금 감소에 따른 기저효과도 기대됨에 따라 2025년 실적 개선이 전망되기 때문. 3) 향후 수익개선에 따른 적극적인 주주환원도 기대된다는 점에서 긍정적. .

Forecast earnings & Valuation					
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	1,028.9	953.6	1,085.3	1,080.4	1,117.7
비이자부문의익	622.1	395.5	483.2	577.6	577.5
영업이익	534.3	271.1	508.8	574.2	586.4
세전이익	532.4	260.4	495.5	559.7	571.6
지배주주순이익	387.9	220.8	394.8	443.5	452.5
증가율(%)	-3.4%	-43.1%	78.8%	12.3%	2.0%
ROA(%)	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
ROE(%)	6.6%	3.7%	6.5%	6.8%	6.5%
EPS(원)	2,293	1,305	2,334	2,622	2,675
BPS(원)	34,619	34,366	36,560	39,102	41,757
PER(배)	3.70	6.27	3.88	3.45	3.38
PBR(배)	0.25	0.24	0.25	0.23	0.22

DGB금융지주 기업가치 제고 계획

DGB금융지주 기업가치 제고 목표 및 추진방안

1단계 (2027년)

ROE 9.0%

- 시중은행 전환에 따른 적정규모 성장
- RORWA 기반 성장을 통한 자본의 효율적 운용
- 채널경쟁력 강화를 통한 생산성 향상

CET1 비율 12.3%

- 수익성 제고 및 건전성 관리 강화에 따른 이익잉여금 내부유보 확대
- 자산 포트폴리오 개선 및 성장률 관리

주주환원율 40%

- CET1 비율 구간에 따른 주주환원율 정책 운영
- 주주환원 규모의 일정 비중을 자사주 매입·소각 추진

ESG 경영 강화

- iMpact 금융 선도
 - Net-Zero 달성
 - 2030 금융 지원 8조 원, 혁신기업 지원 100개사 달성

지배구조 선진화

- 책무구조도 도입
- 경영승계 프로그램 운영(DGB-HIPO)

2단계 NEW HYBRID BANKING GROUP

인터넷 은행
편리한 플랫폼

지역은행
관계형 금융

시중은행
규모의 경제

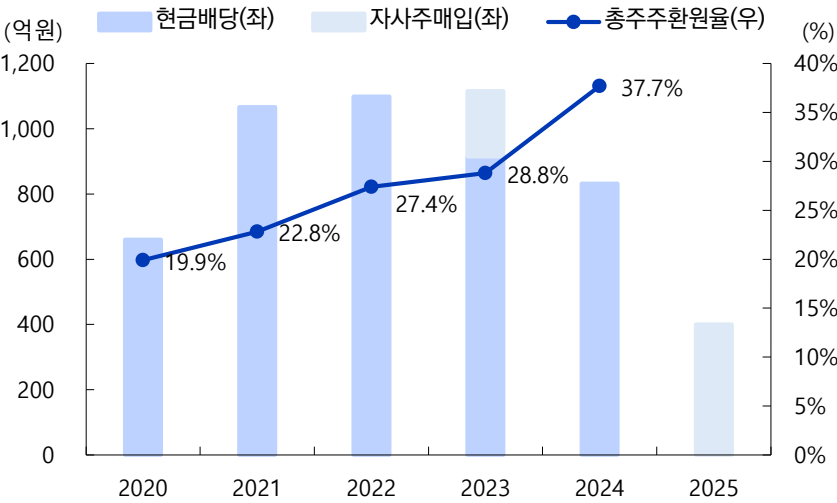
ROE
10%

CET1 비율
13%

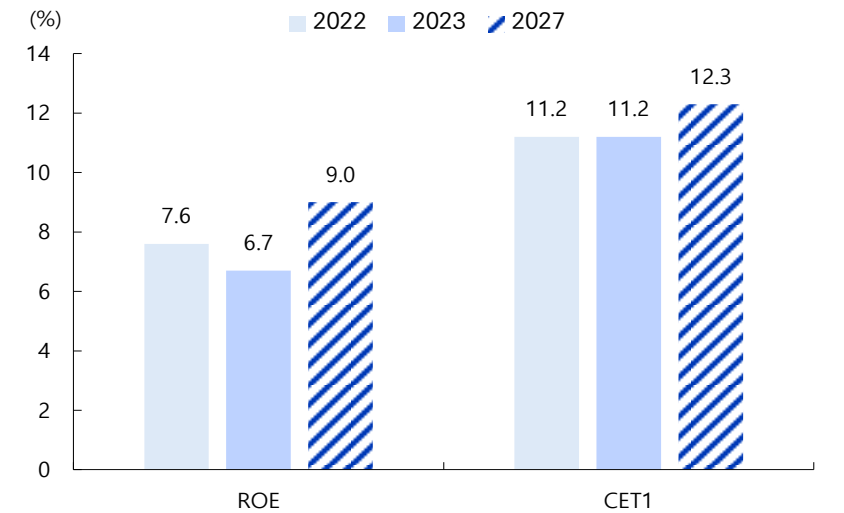
TSR
50%

DGB금융지주 기업가치 제고 계획

주주환원 추이 및 현황



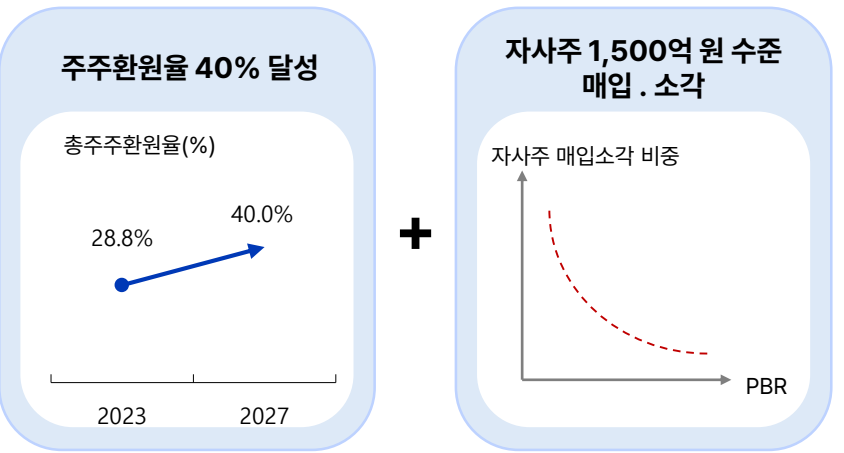
ROE & CET1 추이 및 목표



CET1 비율 구간별 주주환원율

구분	구간		
	~11.5%	~12.3%	~13.0%
CET1	~11.5%	~12.3%	~13.0%
배당성향 (별도)	~30%	~40%	~50%

총주주환원율(TSR) 제고 추진 방안



주1: 급격한 금융환경의 변화, 감독당국의 규제 및 법률 등 제한, 기타 주주환원에 제약사항이 있는 경우 달리 적용하거나, 정책의 변화가 있을 수 있음
출처: DGB금융지주, 교보증권 리서치센터

DGB금융지주 (139130) : 자본적정성 기반의 수익성 제고를 통해 확대될 주주환원 정책

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	2,139.9	2,904.0	4,027.4	4,191.7	4,244.0	4,430.2	4,633.8
이자비용	538.7	1,073.7	2,391.8	2,505.7	2,544.2	2,679.8	2,822.8
총당금 적립전 이자이익	1,601.2	1,830.3	1,635.7	1,686.0	1,699.8	1,750.4	1,811.0
대손충당금증가액	166.4	349.2	606.8	732.4	614.5	670.0	693.2
순 이자이익	1,434.8	1,481.1	1,028.9	953.6	1,085.3	1,080.4	1,117.7
비이자부문이익	623.0	469.6	622.1	395.5	483.2	577.6	577.5
판매관리비	1,170.2	1,102.1	1,035.7	1,078.0	1,059.7	1,083.8	1,108.9
영업이익	748.6	607.2	534.3	271.1	508.8	574.2	586.4
법인세차감전이익	736.7	597.5	532.4	260.4	495.5	559.7	571.6
법인세 등	183.0	161.1	120.2	52.9	119.9	135.5	138.3
당기순이익	503.1	401.6	387.9	220.8	394.8	443.5	452.5

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	8,087.5	7,850.2	9,439.7	9,823.0	10,221.9	10,636.9	11,068.8
고정자산	224.4	232.4	258.0	268.5	279.4	290.7	302.5
자산총계	85,906.0	91,010.7	93,359.8	95,806.3	99,925.3	104,362.0	109,148.3
예수금	50,936.6	53,640.5	57,288.5	60,684.1	64,281.0	68,091.0	72,127.0
차입금	9,898.8	13,250.0	12,034.1	12,423.9	12,826.2	13,241.6	13,670.5
부채총계	79,578.7	84,800.2	87,076.2	89,574.0	93,298.3	97,291.4	101,625.3
자본금	845.7	845.7	845.7	845.7	845.7	845.7	845.7
자기자본	6,327.3	6,210.5	6,283.6	6,232.3	6,627.1	7,070.5	7,523.0
지배지분 자기자본	5,498.5	5,380.8	5,948.8	5,897.5	6,292.3	6,735.8	7,188.2

주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	2,974.2	2,374.1	2,293.0	1,305.4	2,334.0	2,621.9	2,675.0
BPS(원)	31,877.2	31,161.5	34,619.5	34,366.4	36,560.3	39,102.2	41,757.2
PER(배)	3.2	2.9	3.7	6.3	3.9	3.5	3.4
PBR(배)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	630.0	650.0	550.0	500.0	640.0	720.0	740.0
배당성향	21.2	27.4	24.0	38.3	27.5	27.5	27.5
배당수익률	6.7	9.3	6.5	6.1	7.1	8.0	8.2

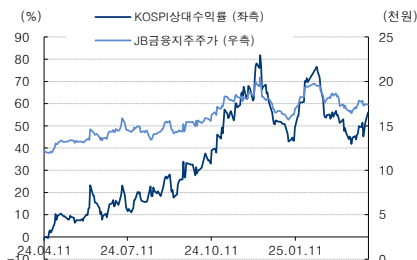
JB금융지주 (175330) : 안정적인 ROE 및 PER 지표 개선을 통한 주주 환원 확대

Buy
TP 21,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(03/31)	17,410 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	20,450 원
52주 최저가(보통주)	11,950 원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	9,849억원
시가총액	33,759억원
발행주식수(보통주)	19,391만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	39.6만주
평균거래대금(60일)	67억원
외국인지분(보통주)	36.38%
주요주주	
삼양사 외 2인	14.84%
얼라인파트너스자산운용	14.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	13.7	31.9
상대주가	3.1	18.9	46.0

▶ 안정적인 ROE 및 PER 지표 개선을 통한 주주 환원 확대

JB금융지주는 차별화된 ROE 지속 유지와 함께 중장기 Target으로 주주환원을 50% 이상을 제시. 또한, 중장기 자사주 매입·소각 비중 40% 이상 목표에 따라 PER 지표 개선과 함께 주당 가치 제고 효과가 확대될 것으로 판단. 한편 '27년 이후 PBR 1배 지속 미달시 RWA 성장률 및 주주환원정책 재검토 예정

▶ 투자의견 Buy 및 목표주가 21,000원 유지

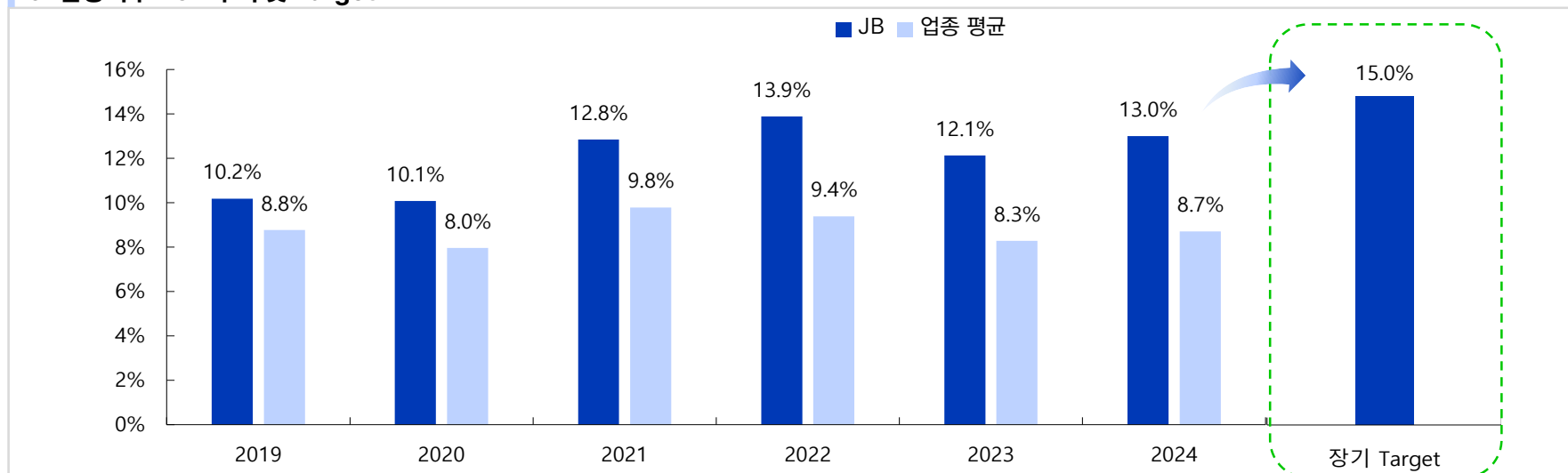
JB금융지주에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가도 21,000원을 유지함. 1) 지난 몇 년간의 견조한 Top-Line 성장과 안정적인 비용효율성 관리 지속으로 견조한 수익성을 시현하고 있다는 점, 2) 안정적인 보통주 자본 비율 기반 손실흡수능력 확보에 따른 적극적인 주주환원정책 강화가 동시에 추구된다는 점에서 주가 상승 기대.

Forecast earnings & Valuation

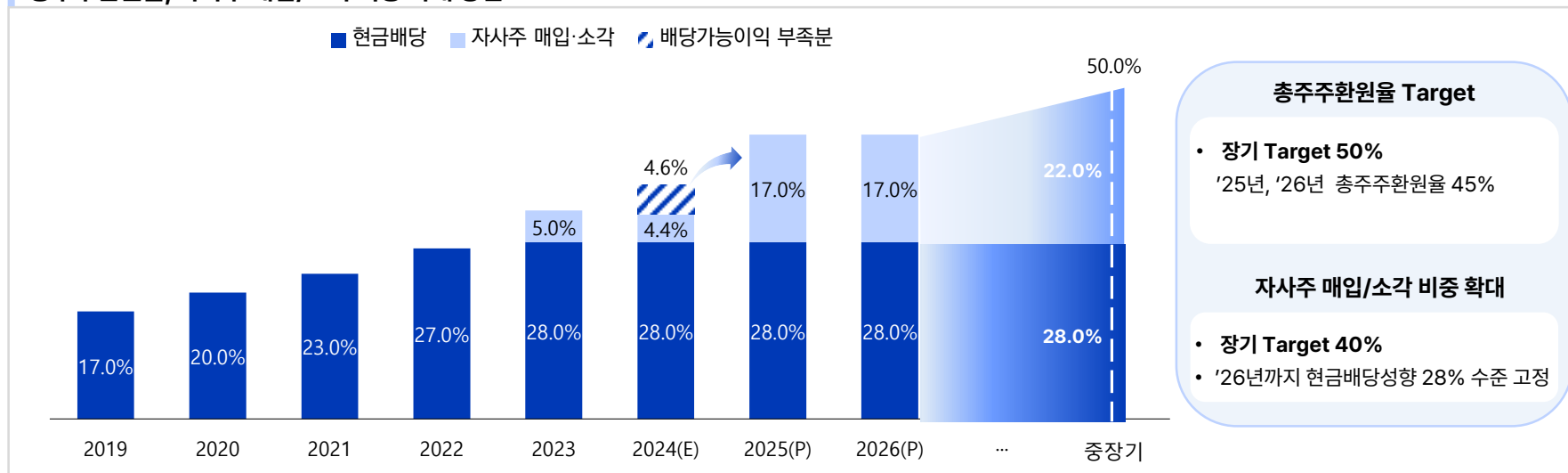
12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	1,464.2	1,497.3	1,486.1	1,499.4	1,512.8
비이자부문이익	165.2	238.9	243.2	245.9	248.1
영업이익	800.0	905.9	926.6	951.0	974.8
세전이익	799.5	907.8	925.8	949.7	973.4
지배주주순이익	586.0	677.5	686.8	704.9	722.9
증가율(%)	-2.5%	15.6%	1.4%	2.6%	2.6%
ROA(%)	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
ROE(%)	12.1%	13.1%	12.2%	11.1%	10.2%
EPS(원)	2,975	3,439	3,486	3,578	3,670
BPS(원)	24,542	25,030	28,438	31,961	35,580
PER(배)	3.83	4.73	5.23	5.09	4.96
PBR(배)	0.46	0.65	0.64	0.57	0.51

JB금융지주 기업가치 제고 계획

JB금융지주 ROE 추이 및 Target



총주주환원율, 자사주 매입/소각 비중 확대 방안



주1: 은행업종은 KB, 신한, 하나, 우리, BNK, DGB

주2: PBR 1배 달성 시 주주환원정책 재검토

출처: JB금융지주, 교보증권 리서치센터

JB금융지주 기업가치 제고 계획

JB금융지주 Contingency plan

Base case

ROE

15% ↑

- '26년 Target: 13+α%
- 차별화된 ROE 지속 유지

주주환원율

50% ↑

- '26년 Target: 45%
- CET1 비율 13% 초과시 주주환원율 50%↑ 검토

자사주 매입/소각 비중

40% ↑

- 26년까지 현금배당성향 28% 고정 및 자사주 매입/소각 비중 확대



Target

PBR 1배 이상

IF NOT



Contingency Plan

목표 CET1 유지

**ROE-
주주환원**

**RWA
성장률**

'27년 이후 PBR 1배 지속 미달 시, RWA 성장률 조정 및 주주환원 정책 재검토 예정

JB금융지주 (175330) : 안정적인 ROE 및 PER 지표 개선을 통한 주주 환원 확대

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	1,899.6	2,526.3	3,395.9	3,551.9	3,561.7	3,616.8	3,676.5
이자비용	447.1	786.1	1,489.3	1,576.0	1,614.9	1,703.3	1,796.6
총당금 적립전 이차이익	1,452.5	1,740.2	1,906.6	1,975.9	1,946.9	1,913.5	1,879.8
대손충당금증가액	136.8	258.9	442.4	478.6	460.7	414.1	367.0
순 이차이익	1,315.7	1,481.2	1,464.2	1,497.3	1,486.1	1,499.4	1,512.8
비이자부문이익	126.5	105.0	165.2	238.9	243.2	245.9	248.1
판매관리비	725.0	720.3	772.3	830.3	821.8	813.6	805.6
영업이익	708.3	825.8	800.0	905.9	926.6	951.0	974.8
법인세차감전이익	696.4	832.2	799.5	907.8	925.8	949.7	973.4
법인세 등	171.0	213.9	195.6	214.9	224.0	229.8	235.6
당기순이익	506.6	601.0	586.0	677.5	686.8	704.9	722.9

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	2,916.3	2,080.0	1,902.8	1,980.0	2,060.4	2,144.1	2,231.2
고정자산	106.1	127.1	128.5	133.7	139.2	144.8	150.7
자산총계	56,395.6	59,828.2	63,404.0	59,366.8	60,225.1	61,165.7	62,191.3
예수금	40,049.9	41,857.8	42,958.1	45,504.3	48,201.5	51,058.5	54,084.8
차입금	2,175.8	2,395.5	2,786.2	2,876.4	2,969.5	3,065.7	3,165.0
부채총계	52,069.0	55,065.2	58,288.0	53,949.7	54,121.3	54,357.0	54,659.7
자본금	984.9	984.9	984.9	984.9	984.9	984.9	984.9
자기자본	4,326.7	4,763.0	5,116.0	5,417.1	6,103.9	6,808.7	7,531.6
지배지분 자기자본	4,157.4	4,577.1	5,002.8	5,303.9	5,990.7	6,695.6	7,418.4

주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	3,259.0	3,051.1	2,974.8	3,439.4	3,486.4	3,578.4	3,669.7
BPS(원)	26,147.2	22,400.8	24,541.9	25,029.8	28,438.1	31,960.5	35,580.2
PER(배)	2.6	2.6	3.8	4.7	5.2	5.1	5.0
PBR(배)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
DPS	599.0	835.0	855.0	1,896.0	1,974.0	2,030.0	2,080.0
배당성향	18.4	27.4	28.7	55.1	56.6	56.6	56.6
배당수익률	7.2	10.6	7.5	11.6	10.8	11.1	11.4

카카오뱅크 (323410) : 성장과 혁신을 통한 주주가치 확장

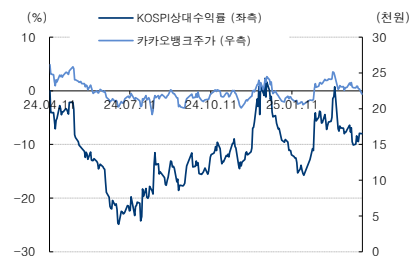
Buy
TP 30,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(03/31)	22,050원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	27,550원
52주 최저가(보통주)	19,180원
KOSPI (03/31)	2,481.12p
KOSDAQ (03/31)	672.85p
자본금	23,844 억원
시가총액	105,173 억원
발행주식수(보통주)	47,698 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	42.8 만주
평균거래대금(60일)	98 억원
외국인지분(보통주)	16.94%
주요주주	
카카오	27.16%
한국투자증권	27.16%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	4.3	-20.0
상대주가	-8.7	9.0	-11.4

▶ 성장과 혁신을 통한 주주가치 확장

카카오뱅크는 성장성 바탕의 밸류업 정책을 위해 고객 수 3천만명, 자산 100조원, Fee&Platform 수익 CAGR 20%('25~'27)을 중장기 Target으로 제시. '27년까지 총 3년간 BIS 비율이 직전연도 주요 시중은행의 평균을 상회할 경우 주주환원율을 50%까지 확대할 계획이며, 이후 DPS 기준으로 정책을 전환할 예정

▶ **투자의견 Buy 및 목표주가 30,000원 유지**

카카오뱅크에 대해 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가도 30,000원을 유지함. 1) 2024년 고객수는 2,488만 명으로 전년대비 204만명 증가하면서 연령대별 침투율도 지속 확대되고 있다는 점과, 2) 2025년 신규 서비스 Pipeline 확대(부가세 박스, 주택담보대출 비교서비스, 모바일 신분증, 투자박스, PLCC카드, 개인사업자 담보대출, 대화형 AI 금융계산기 등)하고 있는 점에서 올해 성장도 긍정적으로 기대됨.

Forecast earnings & Valuation

12결산 (십억원)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
순이자이익	867.6	1,024.5	1,025.6	1,021.0	1,032.2
비이자부문의익	148.8	123.1	173.3	260.6	388.9
영업이익	478.5	632.4	668.7	732.7	852.3
세전이익	469.2	608.9	656.6	720.6	840.3
지배주주순이익	354.9	440.0	497.7	546.2	636.9
증가율(%)	34.9%	24.0%	13.1%	9.7%	16.6%
ROA(%)	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
ROE(%)	6.0%	6.9%	7.3%	7.4%	8.0%
EPS(원)	744	923	1,044	1,145	1,336
BPS(원)	12,679	13,412	14,406	15,511	16,777
PER(배)	38.3	22.8	21.7	19.7	16.9
PBR(배)	2.2	1.6	1.6	1.5	1.3

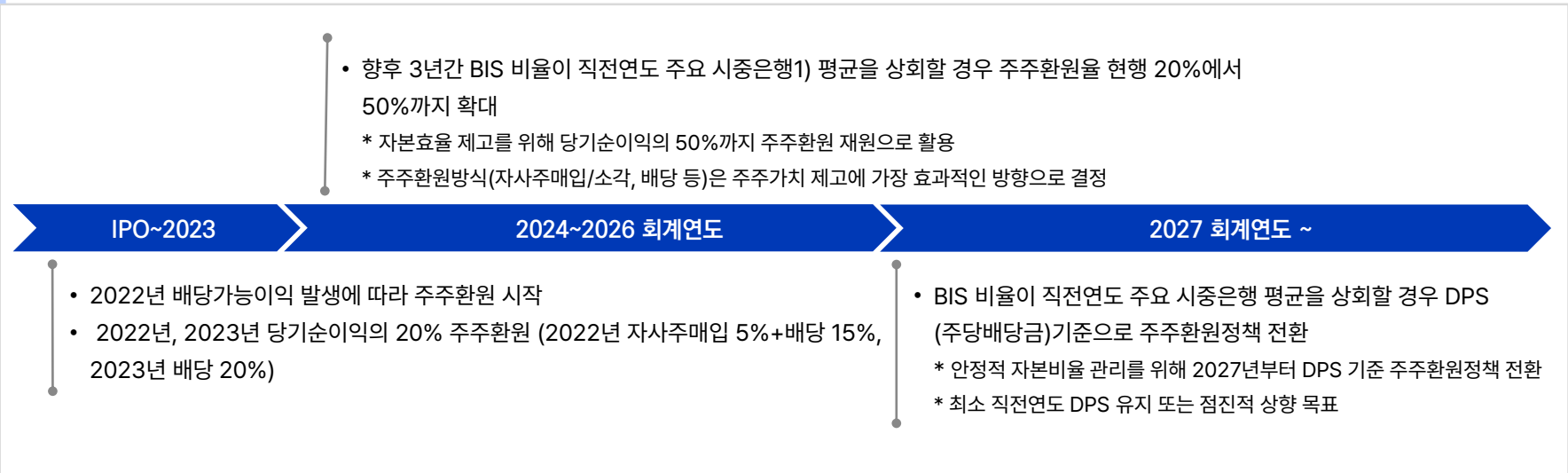
카카오뱅크 기업가치 제고 계획

카카오뱅크 기업가치 제고 계획 로드맵

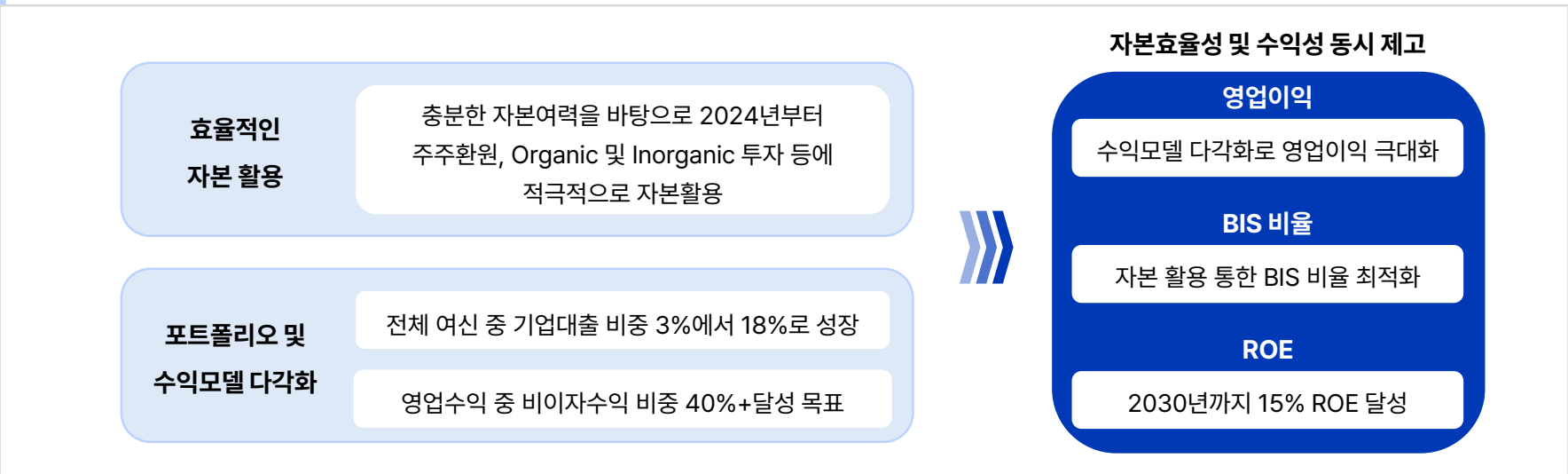


카카오뱅크 기업가치 제고 계획

카카오뱅크 자본비율 연계 주주환원정책 계획



카카오뱅크 자본 효율화 추진 계획



주1: 시중은행은 KB국민은행, 신한은행, 하나은행, 우리은행
출처: 카카오뱅크, 교보증권 리서치센터

카카오뱅크 (323410) : 성장과 혁신을 통한 주주가치 확장

Income statement

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
이자수익	786.0	1,293.9	2,048.2	2,389.3	2,455.4	2,528.4	2,651.6
이자비용	164.7	351.7	932.2	1,094.3	1,106.0	1,167.7	1,259.8
총당금 적립전 이자이익	621.3	942.2	1,116.0	1,295.0	1,349.4	1,360.8	1,391.9
대손충당금증가액	92.3	173.2	248.3	270.5	323.9	339.8	359.7
순 이자이익	529.0	769.0	867.6	1,024.5	1,025.6	1,021.0	1,032.2
비이자부문이익	64.4	51.4	148.8	123.1	173.3	260.6	388.9
판매관리비	286.0	393.6	435.5	493.3	510.4	531.0	552.5
영업이익	256.9	353.2	478.5	632.4	668.7	732.7	852.3
법인세차감전이익	256.7	351.7	469.2	608.9	656.6	720.6	840.3
법인세 등	52.6	88.6	114.3	148.8	158.9	174.4	203.3
당기순이익	204.1	263.1	354.9	440.0	497.7	546.2	636.9

Balance Sheet

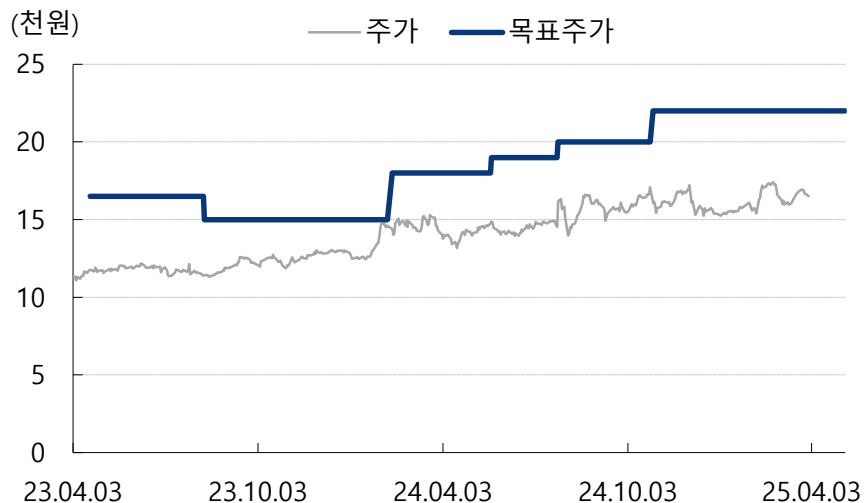
12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
현금과 예치금	2,431.7	2,755.6	4,299.6	4,474.1	4,632.8	4,820.9	5,016.6
고정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	36,040.1	39,516.1	54,488.2	63,359.6	64,874.4	67,555.8	70,348.7
예수금	30,026.1	33,055.8	47,142.8	49,937.1	52,375.8	55,480.3	58,768.7
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	30,518.7	33,801.0	48,370.5	56,792.2	57,809.3	59,944.4	62,100.4
자본금	2,375.8	2,383.7	2,384.4	2,384.4	2,384.4	2,384.4	2,384.4
자기자본	5,521.4	5,715.1	6,117.7	6,567.4	7,065.2	7,611.4	8,248.3
지배지분 자기자본	5,521.4	5,715.1	6,117.7	6,567.4	7,065.2	7,611.4	8,248.3

주요 투자지표

12월 결산(십억원)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
ROA(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	429.6	551.9	744.3	922.7	1,043.7	1,145.4	1,335.6
BPS(원)	11,620.0	11,908.1	12,678.8	13,411.9	14,405.6	15,511.1	16,776.7
PER(배)	137.3	44.0	38.3	22.8	21.7	19.7	16.9
PBR(배)	5.1	2.0	2.2	1.6	1.6	1.5	1.3
DPS	0.0	80.0	150.0	360.0	410.0	450.0	520.0
배당성향	n.a	14.5	20.2	39.0	39.0	39.0	39.0
배당수익률	n.a	0.3	0.5	1.7	1.8	2.0	2.3

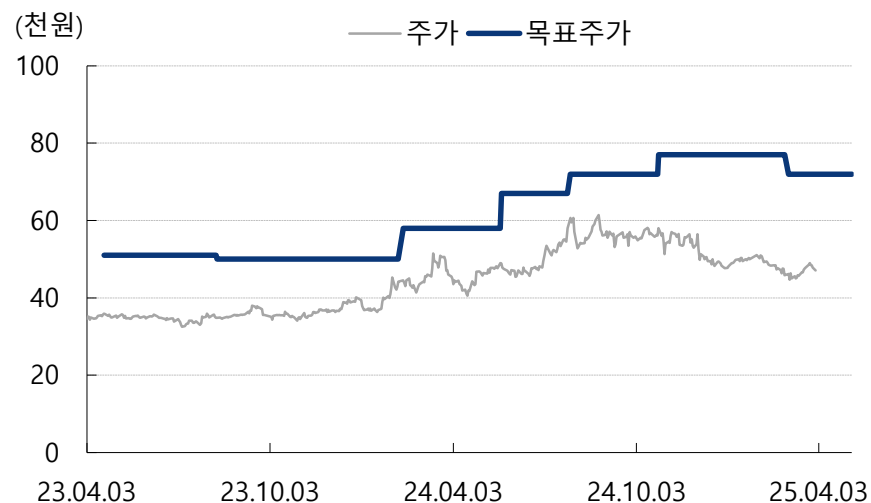
커버리지 기업 최근 2년간 목표주가 변동 추이

■ 우리금융지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
2024-01-15	Buy	15,000	(16.31)	(1.67)
2024-02-13	Buy	18,000	(19.31)	(15.06)
2024-04-15	Buy	18,000	(20.09)	(15.06)
2024-04-26	Buy	18,000	(20.09)	(15.06)
2024-05-21	Buy	19,000	(24.27)	(21.68)
2024-07-15	Buy	19,000	(23.86)	(21.42)
2024-07-26	Buy	20,000	(22.28)	(17.00)
2024-08-29	Buy	20,000	(20.87)	(14.60)
2024-10-28	Buy	22,000	(26.83)	(20.82)
2025-03-04	Buy	22,000	(26.54)	(20.82)
2025-04-02	Buy	22,000		

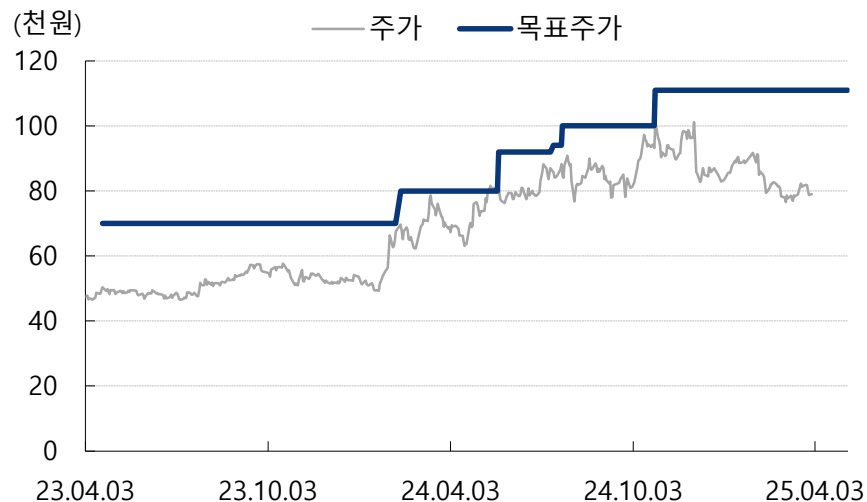
■ 신한지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
2023-11-10	Buy	50,000	(27.37)	(19.70)
2024-01-15	Buy	50,000	(26.20)	(9.40)
2024-02-13	Buy	58,000	(21.50)	(11.21)
2024-04-15	Buy	58,000	(22.44)	(11.21)
2024-04-26	Buy	58,000	(21.62)	(11.21)
2024-05-21	Buy	67,000	(28.19)	(20.15)
2024-07-15	Buy	67,000	(26.21)	(13.43)
2024-07-29	Buy	72,000	(21.60)	(14.72)
2024-10-25	Buy	77,000	(33.61)	(25.97)
2025-03-04	Buy	72,000	(35.07)	(32.01)
2025-04-02	Buy	72,000		

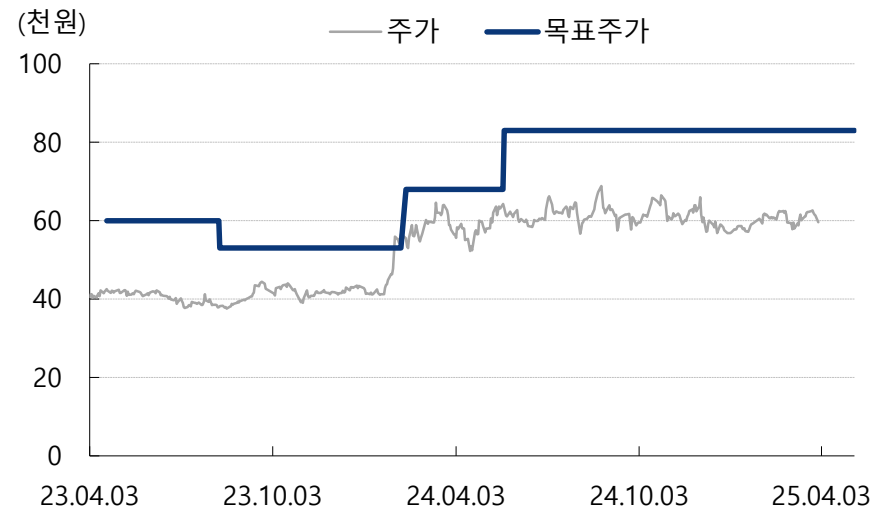
커버리지 기업 최근 2년간 목표주가 변동 추이

■ KB금융 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
2023-11-10	Buy	70,000	(24.86)	(22.00)
2024-01-15	Buy	70,000	(23.33)	(3.43)
2024-02-13	Buy	80,000	(13.10)	(1.75)
2024-04-15	Buy	80,000	(13.76)	(1.75)
2024-04-26	Buy	80,000	(11.42)	2.00
2024-05-21	Buy	92,000	(12.66)	(4.13)
2024-07-15	Buy	94,000	(9.18)	(6.06)
2024-07-24	Buy	100,000	(13.89)	(2.80)
2024-10-25	Buy	111,000	(20.33)	(8.83)
2025-03-04	Buy	111,000	(21.91)	(8.83)
2025-04-02	Buy	111,000		

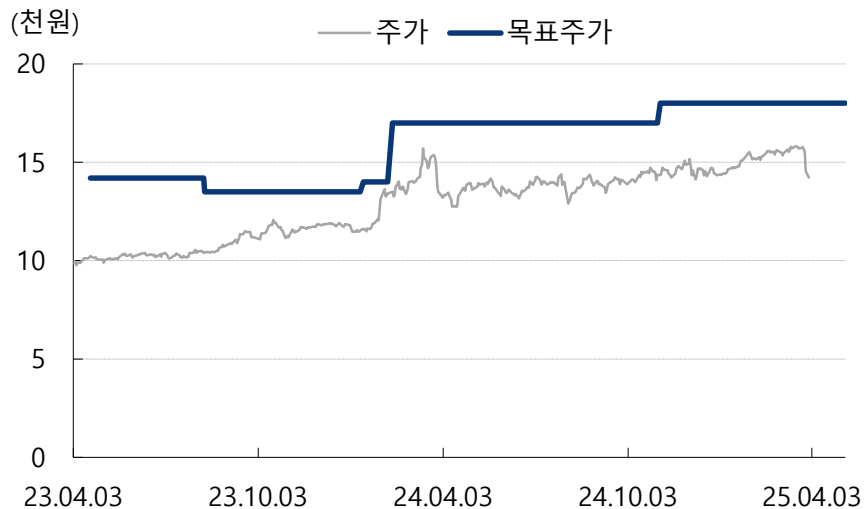
■ 하나금융지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
2023-11-10	Buy	53,000	(21.82)	(16.23)
2024-01-15	Buy	53,000	(20.14)	6.79
2024-02-13	Buy	68,000	(13.77)	(5.00)
2024-04-15	Buy	68,000	(14.73)	(5.00)
2024-04-26	Buy	68,000	(13.86)	(5.00)
2024-05-21	Buy	83,000	(26.27)	(20.24)
2024-07-15	Buy	83,000	(25.98)	(20.24)
2024-07-29	Buy	83,000	(25.29)	(17.11)
2024-10-30	Buy	83,000	(25.48)	(17.11)
2025-03-04	Buy	83,000	(26.84)	(24.58)
2025-04-02	Buy	83,000		

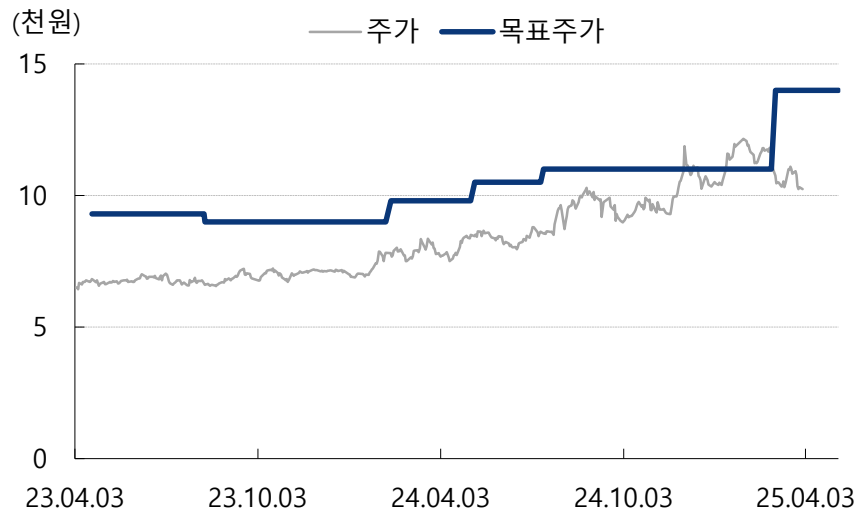
커버리지 기업 최근 2년간 목표주가 변동 추이

■ 기업은행 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
2023-08-11	Buy	13,500	(17.19)	(10.52)
2023-11-10	Buy	13,500	(15.48)	(10.52)
2024-01-15	Buy	14,000	(11.95)	(2.64)
2024-02-13	Buy	17,000	(17.45)	(7.65)
2024-04-15	Buy	17,000	(18.31)	(7.65)
2024-05-07	Buy	17,000	(18.75)	(7.65)
2024-07-15	Buy	17,000	(18.65)	(7.65)
2024-07-30	Buy	17,000	(18.28)	(7.65)
2024-11-04	Buy	18,000	(17.64)	(13.22)
2025-03-04	Buy	18,000	(16.84)	(12.22)
2025-04-02	Buy	18,000		

■ BNK금융지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
2023-04-28	Buy	9,300	(27.20)	(24.41)
2023-08-11	Buy	9,000	(23.40)	(19.78)
2023-11-10	Buy	9,000	(22.47)	(19.78)
2024-01-15	Buy	9,000	(21.85)	(12.56)
2024-02-13	Buy	9,800	(19.70)	(14.69)
2024-04-15	Buy	9,800	(19.06)	(13.27)
2024-05-07	Buy	10,500	(20.10)	(16.19)
2024-07-15	Buy	11,000	(18.87)	(12.45)
2024-08-06	Buy	11,000	(7.44)	10.55
2025-03-04	Buy	14,000	(24.32)	(20.71)
2025-04-02	Buy	14,000		

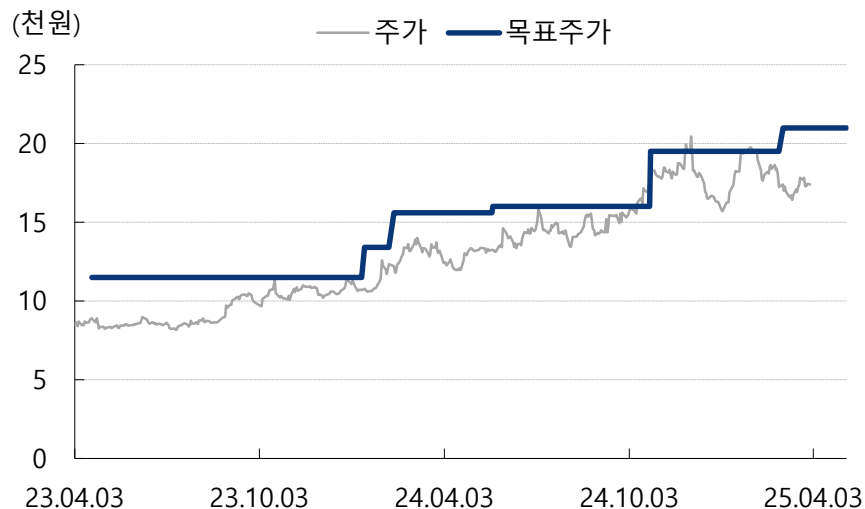
커버리지 기업 최근 2년간 목표주가 변동 추이

■ DGB금융지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
2023-08-11	Buy	8,900	(11.90)	(5.28)
2023-11-10	Buy	8,900	(9.50)	(4.49)
2024-01-15	Buy	9,500	(6.76)	3.16
2024-02-13	Buy	11,500	(22.83)	(18.43)
2024-04-15	Buy	10,500	(20.67)	(17.71)
2024-05-07	Buy	10,500	(22.36)	(17.71)
2024-07-15	Buy	10,500	(22.56)	(17.71)
2024-07-30	Buy	10,500	(22.49)	(17.71)
2024-10-29	Buy	10,500	(16.53)	(6.95)
2025-03-04	Buy	11,000	(18.29)	(16.82)
2025-04-02	Buy	11,000		

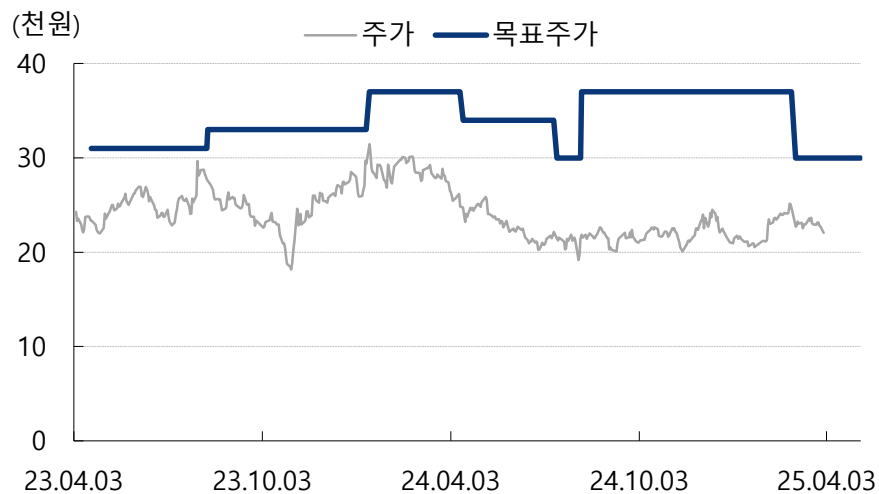
■ JB금융지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
2023-11-10	Buy	11,500	(10.54)	(0.96)
2024-01-15	Buy	13,400	(15.83)	(6.12)
2024-02-13	Buy	15,600	(16.65)	(10.19)
2024-04-15	Buy	15,600	(17.39)	(10.19)
2024-04-23	Buy	15,600	(16.85)	(10.19)
2024-05-21	Buy	16,000	(11.75)	(0.88)
2024-07-15	Buy	16,000	(11.10)	(0.88)
2024-07-26	Buy	16,000	(8.12)	7.81
2024-10-24	Buy	19,500	(7.35)	4.87
2025-03-04	Buy	21,000	(18.37)	(15.14)
2025-04-02	Buy	21,000		

커버리지 기업 최근 2년간 목표주가 변동 추이

■ 카카오뱅크 최근 2년간 목표주가 변동추이



일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
2023-05-08	Buy	31,000	(17.81)	(4.35)
2023-08-11	Buy	33,000	(28.28)	(17.88)
2023-11-10	Buy	33,000	(25.09)	(10.00)
2024-01-15	Buy	37,000	(23.12)	(17.70)
2024-02-13	Buy	37,000	(23.53)	(17.70)
2024-04-15	Buy	34,000	(27.55)	(23.97)
2024-05-09	Buy	34,000	(33.08)	(23.97)
2024-07-15	Buy	30,000	(29.89)	(27.17)
2024-08-08	Buy	37,000	(40.35)	(32.03)
2025-03-04	Buy	30,000	(23.32)	(21.17)
2025-04-02	Buy	30,000		



감사합니다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비공개시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하