GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13

금융/소비재팀

김재우 팀장
jaewoo79.kim@samsung.com

윤희재 Research Associate
heejae23.yoon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Unicredit (UCG IM)

이탈리아 대표 은행 – M&A도 주주환원이다!

- Unicredit은 이탈리아 대표 은행으로 수 차례의 금융위기로 인해 긴 시간 정상화에 할애. 하지만, 이제는 적극적으로 외형 확장에 나서는 은행.
- 동사는 주주환원 중 절반은 배당에, 나머지는 타행 지분 인수를 통한 inorganic 성장을 추구하되, 남는 자금은 자사주 매입 방식으로 환원하는 독특한 정책 보유.
- 26E PBR 1.3배로 ROE 16.8% 감안 여전히 이론적 가치대비 낮은 가운데, 동사의 inorganic 성장이 포함된 주주환원 정책의 향후 성과 확인이 관건.

WHAT'S THE STORY?

역사 및 소개 – 수 차례 위기를 거쳐 정상화. 그리고 이제는 적극적 확장 정책까지: Unicredit의 역사는 1870년 설립된 Banca di Genova에서 시작됨. Banca di Genova는 이후 Credito Italiano로 사명이 변경되었으며, 1998년 Unicredito와 합병이 이뤄짐. 이후 동사는 동유럽으로 확장함은 물론, 2005년 독일의 HVB, 2007년 카자흐스탄의 ATF Bank, 우크라이나의 Ukrostsbank 등 수 차례의 M&A를 통해 글로벌 확장 정책을 시행. 그러나, 글로벌 금융위기 및 유럽 재정 위기를 거치며 동사는 대규모 충당금 및 글로벌 사업 축소 등에 따른 구조조정 비용이 발생하였고, 자본비율은 ECB의 요구치를 하회, 대규모 유상증자 등을 단행. 긴 시간의 정상화를 거쳐 23년부터 동사는 재차 투자 확대에 나서고 있음.

현재 규모 – 총자산 7,840억 유로의 중소기업 중심 은행: 24년 기준 Unicredit의 자산은 총 7,840억 유로, 한화 기준 1,200조원이며, 당기순이익은 97.2억 유로를 기록. 총 2천만명의 고객을 보유하고 있음. 참고로, 동사는 중소기업 중심 은행.

수익 구성 – 기업대출이 65%: 3Q25 누적 기준 대출은 기업 65%, 리테일 35%로 구성되어 있으며, 지역별로는 이탈리아, 독일, 오스트리아, CEE 순임.

주요 지표 점검 – 낮은 CCR과 높은 ROE로 대변되는 리스크 관리 역량: 24년 기준 ROE는 16.2%, 이익성장률 2.2% 등을 기록, 1) 동사는 중소기업 중심 대출을 취급함에도 불구하고 Credit cost는 0.34%로 낮은 수준을 유지한 가운데, 2) 자산성장률 -0.1%의 역성장은 동사가 organic 성장보다는 inorganic 성장을 추구하고 있음을 시사.

향후 관건 – 차별화된 성장 전략의 효과 확인이 관건: Unicredit은 26E PBR 1.3배(Bloomberg)로 ROE 16.8% 감안 여전히 이론적 가치대비 낮은 Valuation에 거래 중. 참고로, 지난 1년간 동사 주가는 62.4% 급등하였는데, 이의 핵심은 실적 개선과 주주환원 강화로 생각. 즉, 동사의 실적 및 주주환원 정책의 이행 속도, 그리고 동사가 추구하는 inorganic 성장에 따른 펀더멘털 개선 확인이 향후 관건.

(다음 페이지에 계속)

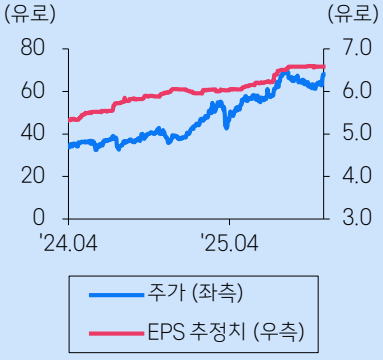
▶ 종목 정보

현재주가	68.1 EUR
블룸버그 평균목표주가	71.3 EUR
시가총액 (달러)	106.0 십억 유로
시가총액 (원)	180.5 조원
Shares (float)	1,524.8 백만주 (97.9%)
52주 최저/최고	35.5 / 69.8 유로
90일-평균거래대금	0.3 십억 유로
국가	Italy
상장거래소	Brsaltaliana
산업	Banks

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
Unicredit (%)	8.8	23.3	67.5
Eurostoxx 50 대비 (%pts)	4.9	16.5	45.4

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

최근 이슈 점검 1. Alpha Bank 및 Commerzbank 지분 확보: 동사는 현재 그리스의 Alpha bank 지분을 26%, 독일 Commerzbank의 지분을 29% 확보. Alpha Bank 지분과 관련해서는 Alpha Bank와의 협업을 위해 지분을 추가확보한 것으로 언급. 반면, Commerzbank는 Unicredit의 인수에 대해 반대 의사를 분명히 하고 있는 상황.

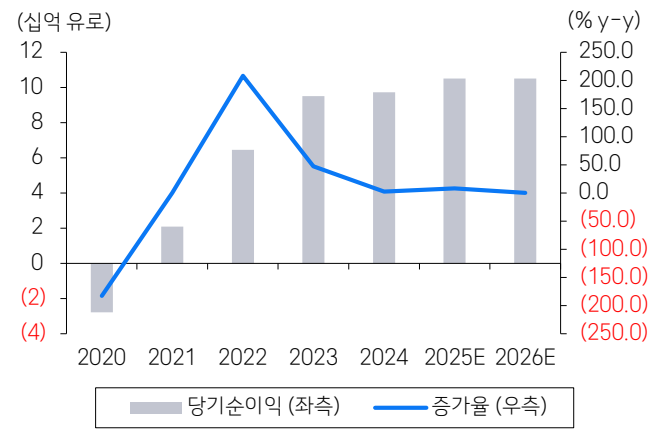
최근 이슈 점검 2. M&A도 주주환원이라는 차별화된 주주환원 정책: 동사는 주주환원에도 적극적이되 다소 차별화되는 전략을 구사. 동사는 25년 총 주주환원 규모로 95억 유로 이상을 목표로 하고 있으며, 이 중 절반은 배당에 할애하되, 나머지 절반은 자사주 매입 혹은 share buyout (주식 공개매수)을 계획하고 있음. 동사가 언급한 share buyout의 의미는 타사 지분 인수로 앞서 언급된 Alpha Bank와 Commerzbank의 지분 인수가 대표적 예시. 이는 주주환원 중 절반은 타행 지분 인수에 할애, inorganic 성장을 추구하되, 마땅한 매물이 없을 경우, 이를 자사주 매입 방식으로 주주에게 환원하겠다는 것. 참고로, 26년 주주환원율 목표는 80% 이상이며 이 중 현금 배당 비중은 50%임.

Unicredit 상장 시장 및 티커

종목명	상장 시장	티커
Unicredit	이탈리아	UCG IM
Unicredit	독일	CRIN DE

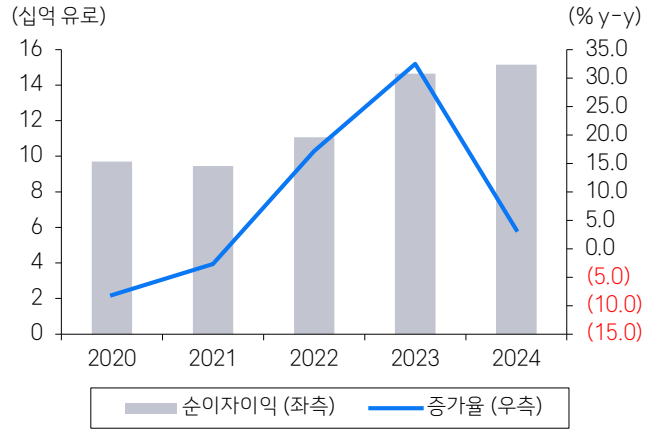
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 당기순이익 및 증가율 추이



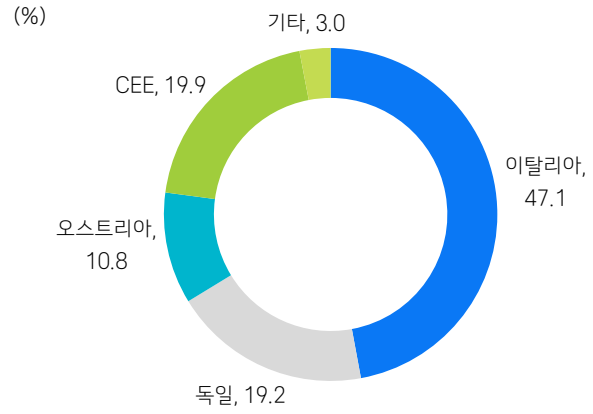
참고: 2025, 2026년은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 순이자이익 및 증가율 추이



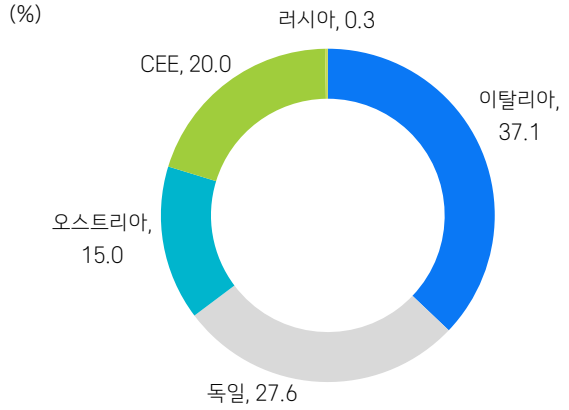
자료: Bloomberg, 삼성증권

Unicredit 국가별 이익 비중



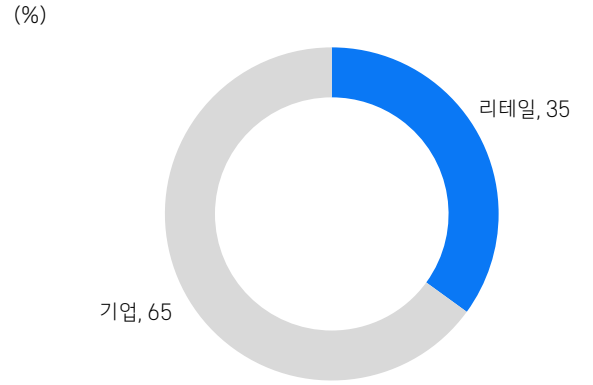
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 국가별 대출 비중



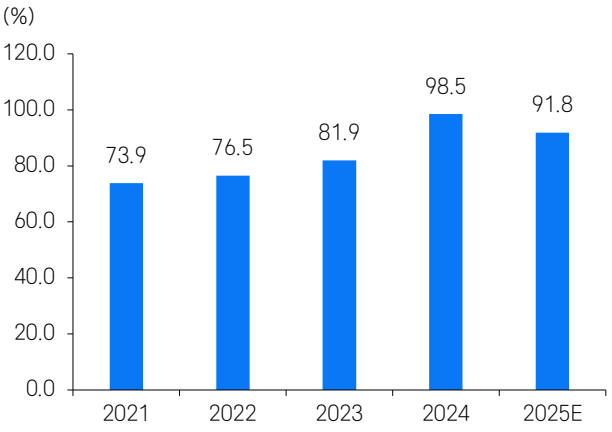
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 차주별 대출 비중



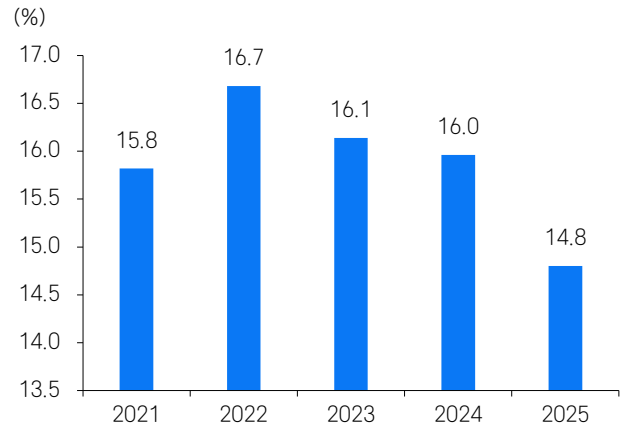
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 주주환원율 추이



참고: 2025년은 컨센서스 기준
자료: Unicredit, Bloomberg, 삼성증권

Unicredit CET-1 비율 추이



참고: 2025년은 3Q25 기준
자료: Unicredit, 삼성증권

Unicredit 주요 지표 가이던스

	3Q25	타겟
순이익	87억 유로	27년 110억 유로 달성
RoTE	21.7%	~ 27년 20%
EPS 및 DPS	각각 20%, 31% 성장	24-27년 성장률 두 자릿수 유지
CET-1 비율	14.8%	12.5-13.0%
주주환원	중간배당 22억 유로	25년 주주환원 95억 유로 이상 26년부터 주주환원율 80%

자료: Banco Santander, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
순영업수익	**18,430**	**19,244**	**21,982**	**25,828**	**26,879**
순이자이익	9,705	9,442	11,061	14,653	15,139
이자수익	13,390	13,054	16,776	34,224	35,306
이자비용	(3,685)	(3,612)	(5,715)	(19,571)	(20,167)
비이자수익	8,725	9,802	10,921	11,175	11,740
비이자비용	(14,610)	(14,365)	(13,003)	(14,030)	(13,842)
대손충당금	(4,640)	(1,630)	(2,031)	(661)	(641)
충당금적립후순이자수익	5,065	7,812	9,030	13,992	14,498
영업이익	**2,941**	**6,552**	**8,227**	**14,244**	**14,996**
기타영업외이익	(5,446)	(4,773)	(938)	(2,793)	(2,136)
법인세차감전순이익	**(2,505)**	**1,779**	**7,289**	**11,451**	**12,860**
법인세	(322)	343	(819)	(1,917)	(3,086)
당기순이익	**(2,785)**	**2,096**	**6,458**	**9,507**	**9,719**
소수주주지분	7	30	15	27	55
당기순이익(GAAP)	**(2,785)**	**2,096**	**6,458**	**9,507**	**9,719**
EPS (GAAP, 유로)	(1.25)	0.93	3.09	5.11	5.84
희석 EPS (유로)	(1.25)	0.92	3.06	5.05	5.78

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 유로)	2020	2021	2022	2023	2024
현금및현금등가물	101,707	107,407	111,776	61,000	41,442
은행간 거래 자산	153,246	109,643	81,138	73,364	80,600
유가증권	172,677	186,505	159,409	174,550	189,907
대출채권	412,978	428,924	430,633	407,845	402,836
이자부자산	840,608	832,479	782,956	716,759	714,785
기타자산	(10,859)	(22,659)	(36,959)	7,194	27,777
자산총계	**931,456**	**917,227**	**857,773**	**784,953**	**784,004**
예수금	459,944	476,943	492,087	474,363	475,899
차입금	222,904	238,856	200,977	130,397	122,857
사채	104,842	97,960	86,055	91,549	92,191
이자부부채	787,690	813,759	779,119	696,309	690,947
기타부채	83,824	40,818	15,157	24,401	30,216
부채총계	**871,514**	**854,577**	**794,276**	**720,710**	**721,163**
우선주 및 신종자본증권	6,841	6,595	6,100	4,863	4,958
보통주자본 및 APIC	30,446	26,579	23,736	21,301	21,391
자사주	(3)	(200)	0	(1,727)	0
이익잉여금	(2,785)	2,096	6,458	9,507	9,719
기타	25,008	27,115	27,045	30,135	26,373
소액주주 지분	435	465	158	164	400
자본총계	**59,942**	**62,650**	**63,497**	**64,243**	**62,841**

현금흐름표

12월 31일 기준 (%)	2020	2021	2022	2023	2024
고정이하여신/총여신	4.94	3.67	2.84	2.80	2.71
NCO rate	1.07	0.37	0.46	0.15	0.15
대출성장률	(2.0)	3.9	0.4	(5.3)	(1.2)
예금성장률	9.4	3.7	3.2	(3.6)	0.3
자산성장률	8.9	(1.5)	(6.5)	(8.5)	(0.1)
CET-1 자본비율	16.0	15.8	16.7	16.1	16.0
Tier 1 자본비율	18.2	17.9	18.7	17.8	17.8

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
순영업수익	(9.2)	4.4	14.2	17.5	4.1
영업이익	(47.1)	122.8	25.6	73.1	5.3
순이익	(182.6)	(175.3)	208.1	47.2	2.2
희석 EPS	(182.9)	(173.9)	230.7	65.1	14.6
주당지표					
희석 EPS	(1.25)	0.92	3.06	5.05	5.78
BPS	23.6	25.3	29.7	34.8	37.3
DPS (보통주)	0.12	0.54	0.99	1.78	2.40
비율					
ROE (%)	(5.1)	3.9	11.3	16.0	16.2
ROA (%)	(0.3)	0.2	0.7	1.2	1.2
ROIC (%)	0.8	1.2	2.2	3.2	3.6
배당성향 (%)	N/A	55.9	29.9	32.5	39.1
주주환원율 (%)	N/A	73.9	76.5	81.9	98.5