

2017. 11. 9



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) **11,500 원**
현재주가 (11.8) **9,810 원**
상승여력 **17.2%**

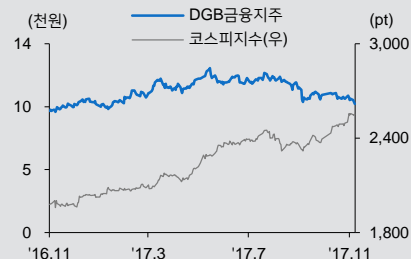
KOSPI	2,552.40pt
시가총액	16,593억원
발행주식수	16,915만주
유동주식비율	87.44%
외국인비중	62.71%
52주 최고/최저가	12,550원/9,220원
평균거래대금	54.7억원

주요주주(%)

국민연금	8.13
삼성생명보험	6.95
Harris Associates LP	6.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6	-17.6	4.8
상대주가	-12.4	-25.9	-17.7

주가그래프



DGB금융지주 139130

하이투자증권 인수: 기대 반 우려 반

- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 11,500원으로 하향조정
- ✓ 3Q17P 순이익 902억원(+28.2% YoY, -0.3% QoQ)을 기록하며 당사추정치 부합
- ✓ 1) NIM -1bp, 2) Loan growth +0.9%, 3) CCR 0.48%, 4) CIR 47.8%, 5) CET1 10.4%
- ✓ 실적 발표와 함께 이사회 결의를 통해 하이투자증권 인수를 확정
- ✓ 중장기적으로 긍정적인 효과 기대되나, 단기적으로는 투자 불확실성 증대 불가피

3Q17 Earnings review

3Q17 지배주주순이익은 902억원(+28.2% YoY, -0.3% QoQ)을 기록하며 당사추정치와 컨센서스에 부합했다. 선 집행된 50억원의 판관비용을 제외시 특이요인이 부재한 평이한 실적이다. NIM이 정체 중이나, 9월 이후 은행채 금리가 가파르게 상승하고 있다는 점에서 4분기 NIM은 계절적 대출 증가 속도 둔화의 영향에도 시장 기대치를 상회하는 수준의 개선이 예상된다.

하이투자증권 인수 결정

실적 발표와 함께 이사회 결의를 통해 하이투자증권 인수를 확정했다. 인수대금은 4,500억원(신종자본증권 1,500억원 + 회사채 3,000억원)이며, 내년 상반기 중 관련 작업을 마무리 지을 계획이다. 또한 하이투자증권의 자회사인 하이자산운용(92.4%)과 현대선물(65.2%)은 차후 재매각을 추진할 예정이다.

기대 반 우려 반

증권사 인수를 통해 비은행 포트폴리오를 완성한다는 점은 긍정적이다. 또한 인수작업이 마무리되는 내년 상반기에 약 1,380억원의 여가매수차익도 기대할 수 있다. 문제는 수익성이다. 회사에서 목표하고 있는 분기 100억원대의 이익체력(Target ROE 6%)을 확보하기 위해서는 보유 우발채무의 안정적 관리, 낮은 자본규모 극복 등 다소 공격적인 가정이 필요하다. 또한 자회사간 시너지 창출, 은행 영업기반 확대 등의 기대도 중장기적으로 실적에 반영될 요인들이다. 즉, 하이투자증권 인수는 단기적으로 투자 불확실성을 증대시키는 요인으로 작용할 가능성이 더 크다. 지배구조 및 M&A 불확실성을 근거로 적정주가를 11,500원으로 하향하며, 제한적인 상승 여력을 감안해 투자의견도 Trading Buy로 조정한다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2015	1,193	566	343	294	1,740	1.5	20,624	5.8	0.5	9.2	0.6
2016	1,222	583	387	288	1,702	-2.2	21,773	5.7	0.4	8.0	0.6
2017E	1,270	618	432	322	1,904	11.9	23,611	5.2	0.4	8.4	0.6
2018E	1,346	674	476	348	2,059	8.2	25,281	4.8	0.4	8.4	0.6

3Q17 Earnings Review: 평이한 실적

3Q17 Earnings 컨센서스 부합

3분기 지배주주순이익은 902억원(+28.2% YoY, -0.3% QoQ)을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스에 부합했다. 선 집행된 50억원의 판관비용을 제외시 특이요인이 부재한 평이한 실적이다. 주요 특징은 1) NIM 1bp 하락, 2) 원화대출금 성장률 +0.9% QoQ, 3) 대손비용율 0.48%(-4bp QoQ), 4) CIR 47.84%, 5) CET1 ratio 10.44%(+5bp QoQ) 등으로 요약된다.

단기 은행채 금리 급등

→ 4Q 마진 개선폭 3bp 이상

NIM이 3분기 동안 정체 국면을 지속하고 있다. 단기 은행채 금리 하락의 영향이다. 실제 지난 2년간 은행 단기채(3개월)와 대구은행의 분기 NIM은 높은 상관관계를 보이고 있다. 9월 이후 은행채 금리가 가파르게 상승하고 있다는 점에서 4분기 NIM은 계절적 대출 증가 속도 둔화의 영향에도 시장 기대치를 상회하는 수준의 개선이 예상된다.

표1 3Q17 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
판관비	50	4분기 판관비 일부 선 집행 (용역비 20억 + 광고선전비 20억 + 구매비용 10억)

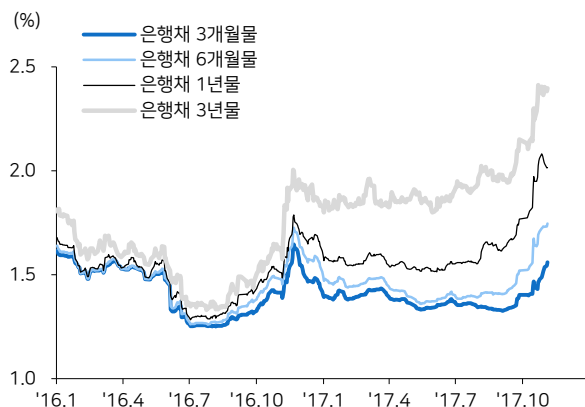
자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표2 3Q17 Earnings Summary

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	328	301	8.8	322	1.9				
총영업이익	321	295	8.8	310	3.4				
판관비	159	156	1.8	149	7.2				
총전이익	162	139	16.6	162	0.0				
총당금전입액	42	44	-5.2	43	-3.7				
지배주주순이익	90	70	28.2	90	-0.3	91	-0.9	91	-1.3

자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림1 은행채 금리 추이



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 단기 은행채와 대구은행 NIM 추이



자료: 인포맥스, DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표3 DGB금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	FY16	FY17E
순이자이익	294	297	301	310	311	322	328	332	1,202	1,292
이자수익	433	434	432	439	438	454	462	467	1,739	1,821
이자비용	139	137	131	129	127	132	134	135	537	529
순수수료이익	20	16	17	16	24	17	18	17	70	77
수수료수익	35	35	33	34	40	36	37	36	138	149
수수료비용	15	18	17	18	16	19	18	18	68	72
기타비이자이익	15	-11	-23	-31	-16	-29	-25	-29	-50	-100
총영업이익	329	303	295	295	319	310	321	320	1,222	1,270
판관비	137	148	156	198	147	149	159	197	639	652
총전영업이익	192	155	139	97	173	162	162	123	583	618
총당금전입액	61	42	44	50	51	43	42	50	196	186
영업이익	131	114	95	48	121	118	120	73	387	432
영업외손익	4	-1	-2	-1	2	6	1	-2	1	7
세전이익	135	113	93	47	123	124	121	71	388	439
법인세비용	30	28	19	9	29	30	27	17	86	103
당기순이익	105	85	74	38	94	94	94	54	302	336
지배주주	101	82	70	34	91	90	90	50	288	322
비지배지분	4	4	4	4	4	4	4	4	14	14

자료: DGB금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

하이투자증권 인수 결정: 기대 반 우려 반

하이투자증권 지분 85.32%
4,500 억원에 인수

실적 발표와 함께 이사회 결의를 통해 하이투자증권 인수를 확정했다. 하이투자증권 지분 85.32%를 약 4,500억원에 인수하며, 9일 현대미포조선 이사회 승인이 확정되면 SPA(주식매매계약)를 체결할 예정이다. 인수 자금은 신종자본증권 1,500억원과 3,000억원의 회사채 발행을 통해 조달하며, 내년 상반기 중 관련 작업을 마무리 지을 계획이다. 또한 하이투자증권의 자회사인 하이자산운용과 현대선물의 경우 차후 재매각을 추진할 것으로 예상된다.

긍정과 부정이 혼재
→ 긍정: 포트폴리오 다각화
→ 부정: 수익성 훼손

우선 증권사 인수를 통해 금융지주사 포트폴리오를 완성한다는 점은 긍정적인 부분이다. 또한 인수 작업이 마무리되는 내년 상반기엔 약 1,380억원의 잉가매수 수익도 기대할 수 있다. 문제는 수익성이다. 시장 상황에 민감한 증권사의 취약한 수익구조와 함께 타사대비 높은 우발채무(약 1조원) 등이 부담이다. 실제 하이투자증권 인수가 언론을 통해 가시화 된 이후 DGB금융지주 주가는 연일 하락하고 있으며, 이는 투자자의 불편한 심리를 대변하는 단적인 예이다.

하이투자증권 수익성에 대한
시장의 의심은 지속

3분기 하이투자증권은 전분기 1) 선박펀드 관련 손실, 2) 일회성 구조조정 비용 집행, 3) 채권(대우조선해양) 평가손실 등의 기저효과와 파생상품(ELS) 관련 수익 증가로 흑자전환에 성공했다. 그러나 과거 평균 ROE가 5%를 상회한 경우가 없는 만큼, 수익성에 대한 시장의 의구심은 지속될 수 밖에 없다.

중장기적으로 긍정적인 결정
다만, 단기 투자 불확실성 증대

DGB금융지주는 중개영업 중심의 전통적인 증권사 수익구조 보다는 PI, IB 분야에 집중해 분기 100억원대의 이익체력(Target ROE 6%)확보를 목표하고 있다. 목표 ROE 달성을 가정시 그룹 기준 ROE 희석효과는 약 0.3%에 불과하다. 다만, 보유 우발채무의 안정적 관리, 낮은 자본규모 극복 등의 다소 공격적인 가정이 필요하다. 또한 사업 포트폴리오 강화, 자회사간 시너지 창출, 은행 영업기반 확대 등의 기대도 중장기적으로 실적에 반영될 요인들이다. 즉, 하이투자증권 인수 결정은 단기적으로 투자 불확실성을 증대시키는 요인으로 작용할 가능성이 더 크다.

표4 하이투자증권 인수에 따른 ROE 희석 효과

	FY18E 자본	FY18E 순이익	FY18E ROE	ROE 희석효과
DGB금융지주	4,564.9	364.2	8.2	
하이투자증권	700.0	10.0	1.4	
		20.0	2.9	
		30.0	4.3	
		40.0	5.8	
		50.0	7.2	
DGB금융지주+하이투자증권	5,264.9	374.2	7.3	0.9
		384.2	7.5	0.7
		394.2	7.7	0.5
		404.2	7.9	0.3
		414.2	8.1	0.1

주: 음영 부분은 DGB금융지주가 목표하고 있는 하이투자증권 이익 수준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 하이투자증권 실적 추이

(십억원)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17.1H
자산	1,834.0	4,651.1	5,163.6	5,490.2	5,280.4	5,021.8	5,708.9
자본	562.2	565.0	559.0	581.2	698.7	696.2	689.1
순이익	6.7	0.8	-9.2	18.7	26.4	1.3	-7.0
ROA	0.37	0.02	-0.19	0.35	0.49	0.03	-0.26
ROE	1.20	0.13	-1.63	3.27	4.12	0.19	-2.03

주: FY17 ROE, ROA의 경우 단순 연율화

자료: 하이투자증권, 메리츠증권리서치센터

표6 하이자산운용 실적 추이

(십억원)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17.1H
자산	51.5	50.2	47.4	54.6	72.3	63.3	50.8
자본	49.6	44.8	43.9	48.4	51.3	50.9	47.3
순이익	4.5	3.6	2.3	6.6	8.9	7.4	2.2
ROA	8.34	6.99	4.72	12.90	14.10	10.88	7.77
ROE	8.75	7.53	5.20	14.24	17.94	14.43	9.02

주: FY17 ROE, ROA의 경우 단순 연율화

자료: 하이투자증권, 메리츠증권리서치센터

표7 현대선물 실적 추이

(십억원)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17.1H
자산	136.1	147.3	164.0	154.0	138.0	155.0	182.9
자본	48.3	46.6	45.1	44.1	44.4	44.5	44.1
순이익	0.6	-1.0	-0.7	-0.7	0.1	0.1	-0.9
ROA	0.52	-0.73	-0.48	-0.43	0.04	0.05	-1.07
ROE	1.35	-2.19	-1.61	-1.52	0.13	0.18	-4.10

주: FY17 ROE, ROA의 경우 단순 연율화

자료: 하이투자증권, 메리츠증권리서치센터

지방은행 상대매력도는 여전

1. 주주환원정책 기대
2. 은행주 내 금리민감주

그러나 단기적으로

지배구조 + M&A 불확실성 ↑
투자의견 Trading Buy 변경
적정주가 11,500 원 하향조정

투자의견 Trading Buy, 적정주가 11,500 원 하향조정

시중은행 대비 지방은행의 투자매력도가 낮은 국면이 지속되고 있음에도 당사는 DGB금융지주에 대해 Buy 투자의견을 유지해왔다. 지방은행 중 상대적으로 높은 자본비율 보유로 적극적인 주주환원정책을 기대할 수 있으며, 전술하였듯이 시중 금리 상승에 따른 NIM 민감도도 크기 때문이다. 실제 FY17 예상 배당수익률은 3.6%(배당성향 18.5% 가정)로 추정되며, 국내 기준금리 인상(단기금리 상승)에 따른 추가 마진 개선도 가능하다.

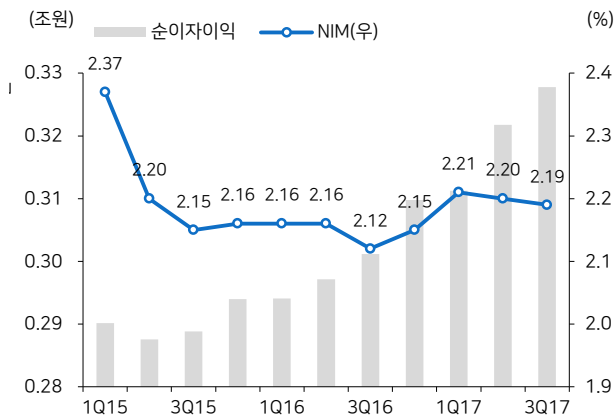
그러나 최고 경영진 관련 지배구조 리스크, 하이투자증권 인수에 따른 단기 불확실성 증대 등을 감안시 주주가치 하락은 불가피하다. 이익추정치 변화가 미미함에도 지배구조 및 M&A 불확실성을 근거로 PBR Discount율을 기존 20%에서 30%로 확대 적용한다. 이에 적정주가가도 11,500원으로 하향하며, 제한적인 상승 여력을 감안해 Trading Buy로 투자의견을 변경한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 25,100원에 Target PBR Multiple 0.46배를 적용해서 산출했으며, 현 주가 대비 상승여력은 17.2%로 추정한다.

표8 DGB금융지주 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	8.4
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	8.4
Risk Free Rate	%	C	2.2
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	1.0
COE 조정계수	%	F	4.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	12.9
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.65
Premium/Discount	%	J	-30.0
Target PBR	배	$K=I \times (1+J)$	0.46
12M Fwd BPS	원	L	25,100
적정주가	원	$M=K \times L$	11,500
현재가(11/08)	원	N	9,810
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	17.2

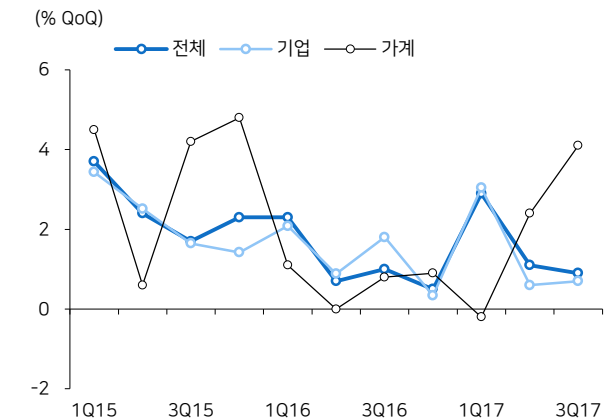
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 NIM 2.19%



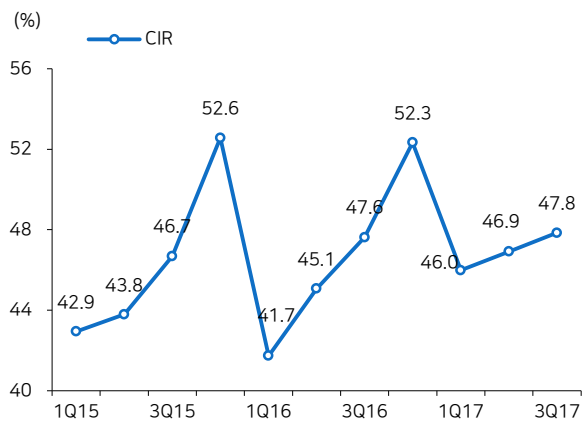
자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Loan Growth 0.9%



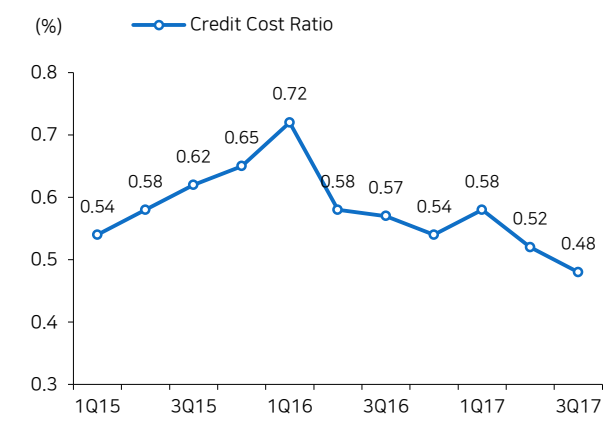
자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Cost Income Ratio 47.8%



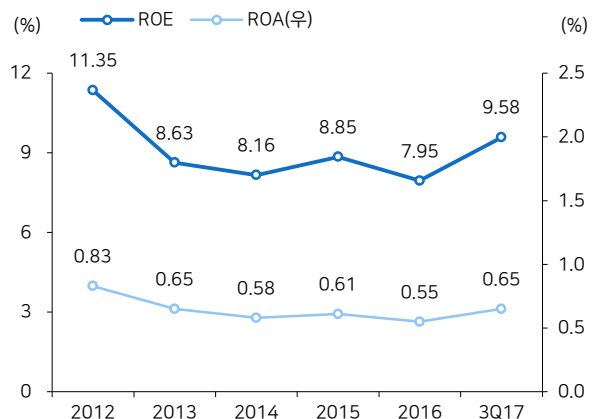
자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Credit Cost Ratio 0.48%



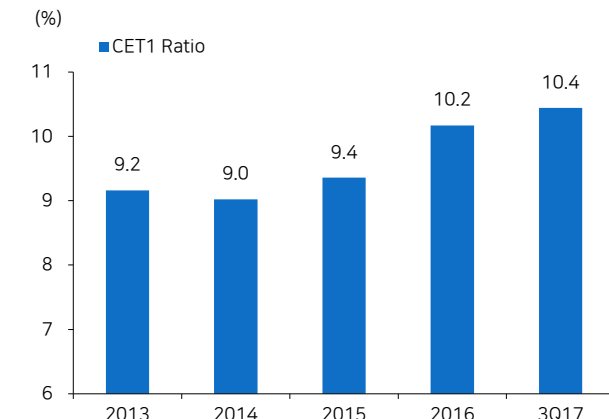
자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림7 ROA 0.65%, ROE 9.58%



자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림8 CET1 Ratio 10.4%



자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

DGB 금융지주(139130)

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
현금 및 예치금	2,092	2,547	2,391	2,521
대출채권	36,053	37,455	41,587	43,413
금융자산	12,237	12,575	13,191	13,771
유형자산	377	429	444	463
기타자산	385	456	515	538
자산총계	51,144	53,462	58,129	60,706
예수부채	33,493	35,385	37,388	39,408
차입부채	3,329	3,175	3,568	3,489
사채	3,146	4,108	4,493	4,394
기타부채	7,399	6,822	8,397	8,850
부채총계	47,367	49,490	53,846	56,141
자본금	845	845	846	846
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	1,560	1,560	1,561	1,561
자본조정	0	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	18	-27	-26	-27
이익잉여금	1,063	1,303	1,614	1,898
비지배지분	291	292	290	289
자본총계	3,777	3,972	4,283	4,565

Key Financial Data I

	2015	2016	2017E	2018E
주당지표 (원)				
EPS	1,740	1,702	1,904	2,059
BPS	20,624	21,773	23,611	25,281
DPS	280	300	350	400
Valuation (%)				
PER (배)	5.8	5.7	5.2	4.8
PBR (배)	0.5	0.4	0.4	0.4
배당수익률	2.8	3.1	3.6	4.1
배당성장	16.1	17.6	18.5	19.5
수익성 (%)				
NIM	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE	9.2	8.0	8.4	8.4
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
Credit cost	0.6	0.5	0.4	0.5
효율성 (%)				
예대율	107.6	105.8	111.2	110.2
C/I Ratio	52.6	52.3	51.3	49.9

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
순이자이익	1,160	1,202	1,292	1,368
이자수익	1,777	1,739	1,821	1,929
이자비용	616	537	529	561
순수수료이익	78	70	77	72
수수료수익	141	138	149	146
수수료비용	63	68	72	74
기타비이자이익	-45	-50	-100	-94
총영업이익	1,193	1,222	1,270	1,346
판관비	627	639	652	672
총전영업이익	566	583	618	674
총당금전입액	223	196	186	198
영업이익	343	387	432	476
영업외손익	0	1	7	0
세전이익	343	388	439	476
법인세비용	35	86	103	112
당기순이익	308	302	336	364
지배주주	294	288	322	348
비지배지분	14	14	14	16

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E
자본적정성				
BIS Ratio	12.9	12.9	12.3	12.8
Tier 1 Ratio	10.2	10.9	10.6	11.2
CET 1 Ratio	9.4	10.2	10.0	10.6
자산건전성				
NPL Ratio	1.2	1.2	1.0	1.0
Precautionary Ratio	2.3	2.2	1.8	1.8
NPL Coverage	129.6	127.8	144.1	148.4
성장성				
자산증가율	24.7	4.5	8.7	4.4
대출증가율	15.2	3.9	11.0	4.4
순이익증가율	28.0	-2.2	11.9	8.2
Dupont Analysis				
순이자이익	2.3	2.2	2.2	2.3
비이자이익	0.1	0.0	0.0	0.0
판관비	-1.2	-1.2	-1.1	-1.1
대손상각비	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경원)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	11,000	은경원	-16.2	-9.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	11,000	은경원	-15.6	-9.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	12,000	은경원	-18.3	-15.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	12,000	은경원	-17.6	-13.8	
2017.02.09	기업브리프	Buy	12,000	은경원	-13.7	-2.1	
2017.04.10	산업브리프	Buy	13,700	은경원	-17.2	-10.9	
2017.05.12	기업브리프	Buy	13,700	은경원	-15.6	-8.4	
2017.05.29	산업분석	Buy	14,000	은경원	-17.3	-14.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	14,000	은경원	-16.7	-12.9	
2017.08.01	기업브리프	Buy	14,000	은경원	-17.2	-12.9	
2017.09.04	산업분석	Buy	14,000	은경원	-19.1	-12.9	
2017.10.10	산업분석	Buy	13,000	은경원	-20.6	-18.1	
2017.11.09	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경원	-	-	