

DGB금융 (139130)

최정욱, CFA
769,3837
cucho@daishin.com

김한이
769,3789
hane/kim@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

목표주가

19,000

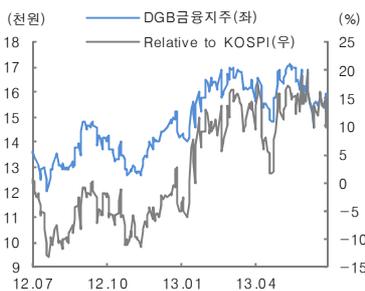
현재주가

15,250

은행업종

KOSPI	1,869.98
시가총액	2,044십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	670십억원
52주 최고/최저	17,100원 / 12,050원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	75.09%
주요주주	Aberdeen Asset Management Asia Limited 12.95% Saudi Arabian Monetary Agency 8.04%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	-6.4	7.4	10.9
상대수익률	-3.6	-3.7	14.7	5.9



현 주가는 악재 요인이 대부분 반영된 수준

투자이견 매수, 목표주가 19,000원 유지

- 목표주가는 2013년말 추정 BPS 20,602원 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출
- DGB금융은 최근 1개월간 주가가 약 5.6% 하락해 은행주 중 주가상승률이 가장 저조
- 그 배경은 1) 2분기 순이익이 전년동기대비 21.3% 감소한 570억원에 불과해 실적이 매우 저조할 것으로 예상되고, 2) 대주주인 에버딘과 사우디국부펀드가 각각 1.1%와 1.0% 지분율을 축소하면서 수급 여건이 악화된데다, 3) 경남은행 인수 가능성이 BS금융보다 낫다는 시장참여자들의 인식에 기인한 것으로 추정
- 그러나 1) 2분기 실적 부진은 주로 KOSPI 하락에 따른 보유 주식 감액손과 트레이딩 손실 등의 비경상 요인에 의한 것이고, 2) 대주주 지분 매각은 비중 조절의 일환으로 추세적인 매도라고 보기 어려운데다, 3) 우리는 지역감정과 정치논리로 인해 지방은행들의 경남은행 인수 가능성을 맹신해서는 안된다고 판단하지만 굳이 DGB금융이 BS금융보다 인수전에서 불리할 것으로 예단할 필요는 없으며, 4) PBR 0.74배로 주가가 상기 우려 요인들을 어느정도 선반영하고 있다는 점 등에서 DGB금융의 투자매력은 점차 다시 부각될 것으로 예상

2분기 실적 부진은 비이자이익 부진과 STX그룹 관련 추가 총당금에 주로 기인

- 2분기 추정 순이익은 전년동기대비 21.3% 감소한 570억원으로 컨센서스 큰폭 하회 예상
- 2분기에도 대출성장률은 3.0%를 상회했지만 NIM은 2.54%로 전분기대비 8bp 하락해 하락 폭이 은행 중 가장 클 전망. 다만 1분기에는 NIM 하락 폭이 타행대비 적었던 점 고려해야
- 이자이익 개선에도 불구하고 KOSPI 하락에 따른 보유 주식 감액손실 60억원 및 주식관련 트레이딩 손실 등으로 인해 비이자이익은 매우 부진할 전망
- NPL비율 및 연체율이 1분기보다 하락하는 등 전반적인 자산건전성은 나쁘지 않지만 상각 관련 추가 총당금 50억원 및 STX그룹 관련 보수적 총당금 적립으로 약 60억원의 추가 총당금 발생 전망(STX그룹 익스포져는 300억원). 그룹 대손총당금이 400억원대까지 증가할 것으로 추정되지만 총자산대비 대손상각비율은 0.5% 미만으로 타행대비 여전히 낮은 편 쌍용건설 익스포져 없는데다 대기업 구조조정에 따른 추가 총당금 영향도 없을 것으로 전망

경남은행 인수 가정시 예상되는 장단점

- 우리는 지역감정과 정치논리를 감안시 DGB금융이나 BS금융 등 지방은행들의 경남은행 인수 가능성을 맹신해서는 안된다고 판단. 그러나 인수 가정시의 장단점을 예상해 보면
- 경남은행 인수에 따른 총자산 증가로 규모의 경제 발생이 예상되고 시장지배력 확대 가능. 시너지는 크지 않을 듯. DGB금융이나 BS금융 누가 인수하더라도 두 은행 사이의 경쟁은 지금보다 훨씬 치열해질 전망. 이 경우 양사 NIM 하락 등 장기적인 수익성 악화 우려 상존
- 인수 금액 마련을 위해 자회사 배당, 이중레버리지 사용 등을 감안해도 증자는 불가피. 재무적투자자를 참여시킨다고 해도 이는 결국 타인자본으로 향후 상환을 위해서는 자본 확충 수반 필요. 경남은행 예보 자본 57%를 1배에 인수하고, 은행 Tier 1 비율을 9.5%로 유지시키는 범위내에서 배당 및 자회사 이중레버리지 130% 사용 등을 가정할 경우 약 2,500여억원의 유상증자 필요(BS금융은 동일 가정시 약 3,500억원의 유상증자가 필요할 것으로 추정)
- 이 경우 증자에 따른 dilution 불가피하고, 동사보다 수익성이 낮은 경남은행을 인수함에 따른 ROA 하락 불가피. 물론 타인자본 조달에 따른 레버리지 상승으로 ROE가 크게 상승할 수 있는 점은 긍정적인 요인. 43% 잔여 소수지분을 하나금융의 외환은행 인수의 경우처럼 주식교환을 통해 100% 자회사할 경우 ROE 관점에서는 주주가치가 지금보다 제고될 전망
- 그러나 인수 가격이 우리가 판단하는 적정가격인 0.9~1.0배를 상회하게 될 경우 이러한 효과도 크지 않을 듯. 결국 인수가격이 문제인데 경쟁 상황을 고려할 경우 적정가 이하의 인수 가능성은 높지 않다고 판단. 경남은행 인수 관련 이슈는 상황을 더 지켜볼 필요가 있음

DGB금융 2013년 2분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원 %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY(%)	QoQ(%)	2Q13F Consensus	Difference (%)
총진영이익	126.1	126.9	120.7	-4.3	-4.9	NA	NA
세전이익	96.1	100.6	77.7	-19.2	-22.7	NA	NA
순이익	72.0	76.6	56.6	-21.3	-26.0	75.8	-25.3

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012(%)	2013(%)		
총진영이익	545.5	523.4	500.1	-4.1	-4.5	NA	NA
세전이익	415.0	362.0	347.4	-12.8	-4.0	NA	NA
순이익	305.9	273.4	263.3	-10.6	-3.7	279.4	-5.8

자료: DGB금융, WSEIn, 대신증권 리서치센터

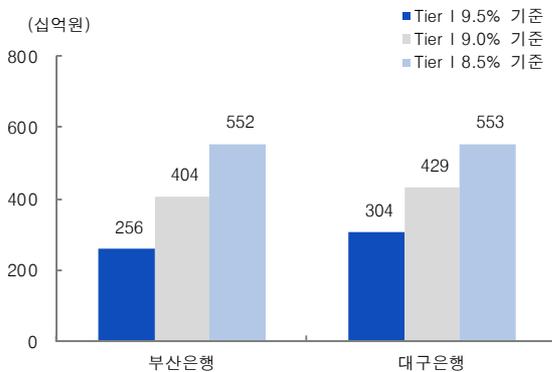
DGB금융 2013년 2분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	(QoQ,%)	(YoY,%)
순이자이익	232	227	232	226	229	1.0	-1.5
순수수료이익	17	19	18	20	18	-9.6	4.0
당기 손익안식금융상품이익	4	4	3	3	-3	NA	NA
기타비이자이익	-17	28	-20	-12	-8	NA	NA
총영업이익	236	279	233	237	235	-0.9	-0.4
판관비	110	118	156	110	115	3.7	3.9
총진영이익	126	161	77	127	121	-4.9	-4.3
영업외이익	0	0	0	0	0	NA	NA
대손상각비	30	57	30	27	43	58.9	42.9
세전이익	96	105	48	101	78	-22.7	-19.2
법인세비용	24	26	12	24	21	-12.2	-12.8
비지배주주지분이익	0	0	0	0	0	NA	NA
당기순이익	72	79	36	77	57	-26.0	-21.3

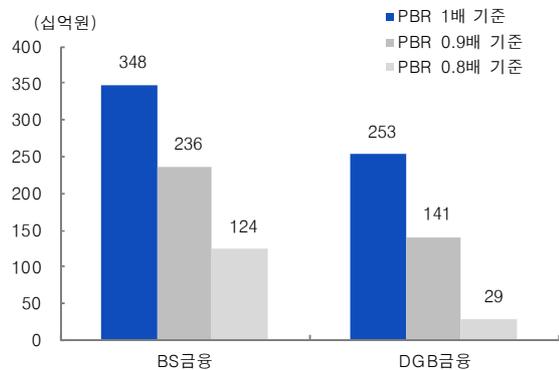
자료: DGB금융, 대신증권 리서치센터

그림 1. 대구은행과 부산은행 시나리오별 배당 가능 규모



주: Tier I 비율 8.5%, 9.0%, 9.5% 기준 자주사모의 배당가능금액, 2013년 1분기말 기준
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 경남은행 인수기별 필요 증자 규모



주: Tier I 비율 9.5%, 이중레버리지 130% 사용 가정시 경남은행 인수기별 필요 증자 규모, 2013년 1분기말 기준
 자료: 대신증권 리서치센터

표 1. DGB금융 + 경남은행 인수 합병 가정에 따른 valuation 변화 (2013F 기준)

(단위: 십억원, %, 원, 배)

		DGB금융	DGB금융 (0.25조원 증자 가정)	경남은행	예비지분 인수 (57%지분 인수)	잔여지분주식교환 (100%지분 인수)
인수가격						1,723
DGB금융 예비지분 현금인수	총 발행주식수의 56.97%	56.97%			1,085	1,085
잔여주지분 주식교환	총 발행주식수의 43.03%	43.03%				638
현금인수 영업권	인수가격-2013년말 자기지분				-121	-121
주식교환 영업권						-273
교환비율 (%)	DGB금융 주가/경남은행 주가					0.60
신주 발행 주식수 (천주)			21,858			41,813
DGB금융 예비지분 인수	57.0%, 자사주					
일반주주	43.0%					41,813
Valuation						
목표가		19,000	18,000	31,000	18,700	20,500
목표PBR		0.93	0.93	0.86	0.93	1.00
ROE		9.5	9.5	9.0	9.5	10.0
성장률		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자기지분비용		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
주가 (원)	2013.07.12 증가 기준	15,250	15,250	25,528	15,250	15,250
예비지분 인수가				32,822		
발행주식 (천주)		134,053	155,911	58,050	155,911	197,724
시가총액		2,044	2,378	1,482	2,378	3,015
/총자산대비 (%)		5.5	6.4	4.7	3.5	4.5
총자산		36,900	37,150	31,671	67,736	67,736
수정총자산	총지분+자사주-외부주지분	36,900	37,150	31,671	66,825	67,736
총지분	자사주 가산	2,762	3,012	2,117	4,043	4,043
수정총지분	총지분+자사주-외부주지분	2,762	3,012	2,117	3,132	4,043
수정총자산 / 수정총지분		13.4	12.3	15.0	21.3	16.8
순이익		263	263	207	364	457
BPS	총지분/발행주식수	20,602	19,317	36,469	25,933	20,449
Adj. BPS	수정총지분 /발행주식수	20,602	19,317	36,469	20,091	20,449
EPS I	자사주 차감	1,964	1,689	3,570	2,333	2,312
EPS II	자사주 포함	1,964	1,689	3,570	2,333	2,312
ROA I	자사주 차감	0.71	0.71	0.65	0.54	0.68
ROA II	자사주 포함	0.71	0.71	0.65	0.54	0.68
ROE I	자사주 차감	9.5	8.7	9.8	9.0	11.3
ROE II	자사주 포함	9.5	8.7	9.8	11.6	11.3
PBR I	자사주 차감	0.74	0.79	0.70	0.59	0.75
PBR II	자사주 포함	0.74	0.79	0.70	0.76	0.75
PER I	자사주 차감	7.76	9.03	7.15	6.54	6.59
PER II	자사주 포함	7.76	9.03	7.15	6.54	6.59

주: 경남은행의 주가는 PBR 0.7 배에 형성된다고 가정(경남은행이 BS 금융과 DGB 금융보다 수익성이 낮다는 점을 감안해 현 BS 금융과 DGB 금융 주가와외의 상대비교를 통해 산출), 예비지분 57%는 순자산가치대비 0.9 배에 인수한다고 가정, 잔여지분 43%는 주식교환을 통해 인수한다고 가정, DGB 금융의 현 주가와 경남은행의 예상주가 기준의 교환비율로 주식교환한다고 가정

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. DGB금융 + 경남은행 인수 합병 가정에 따른 pro forma 2013F 손익계산서

(단위: 십억원, %, 명, 개)

	DGB금융	DGB금융 (0.25조원 증자 가정)	경남은행	예보 지분 인수 (57% 지분 인수)	잔여 지분 주식교환 (100% 지분 인수)
PL					
순이자이익	924	924	697	1,603	1,603
순수수료이익	77	77	50	127	127
가타비이자이익	6	6	-39	-33	-33
총영업이익	1,007	1,007	708	1,698	1,698
판문비	507	507	311	818	818
순영업이익	500	500	398	880	880
영업외이익	0	0	0	0	0
총당금적립전이익	500	500	397	880	880
대손상각비	153	153	124	276	276
세전이익	347	347	273	603	603
법인세비용	84	84	66	150	146
순이익	263	263	207	453	457
외부주주지분 순이익	0	0	0	89	0
연결 순이익	263	263	207	364	457
Vs. Total Asset (%)					
순이자이익	2.50%	2.50%	2.20%	2.37%	2.37%
순수수료이익	0.21%	0.21%	0.16%	0.19%	0.19%
가타비이자이익	0.02%	0.02%	-0.12%	-0.05%	-0.05%
총영업이익	2.73%	2.73%	2.24%	2.51%	2.51%
판문비	1.37%	1.37%	0.98%	1.21%	1.21%
순영업이익	1.36%	1.36%	1.26%	1.30%	1.30%
영업외이익	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
총당금적립전이익	1.36%	1.36%	1.25%	1.30%	1.30%
대손상각비	0.41%	0.41%	0.39%	0.41%	0.41%
세전이익	0.94%	0.94%	0.86%	0.89%	0.89%
법인세비용	0.23%	0.23%	0.21%	0.22%	0.22%
순이익	0.71%	0.71%	0.65%	0.67%	0.68%
외부주주지분 순이익	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.00%
연결 순이익	0.71%	0.71%	0.65%	0.54%	0.68%
은행 직점수 (1Q13)	2,873	2,873	2,084	4,957	4,957
은행 지점수 (1Q13)	251	251	164	415	415

주: 경남은행의 주가는 PBR 0.7 배에 형성된다고 가정(경남은행이 BS 금융과 DGB 금융보다 수익성이 낮다는 점을 감안해 현 BS 금융과 DGB 금융 주가와와의 상대비교를 통해 산출). 예보지분 57%는 순자산가치대비 0.9 배에 인수한다고 가정. 잔여지분 43%는 주식교환을 통해 인수한다고 가정. DGB 금융의 현 주가와 경남은행의 예상주가 기준의 교환비율로 주식교환한다고 가정

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. DGB금융 + 경남은행 인수 합병 가정에 따른 pro forma 2013F 대차대조표

(단위: 십억원, 배, %)

	DGB금융	DGB금융 (0.25조원 증자 가정)	경남은행	예보 자본 인수 (57% 자본 인수)	잔여 자본 주식교환 (100% 자본 인수)
현금	574	824	1,341	1,080	1,080
유가증권	6,329	6,329	4,586	10,915	10,915
대출채권	29,131	29,131	24,342	53,473	53,473
고정자산	417	417	176	594	594
기타자산	449	449	1,226	1,675	1,675
무형자산	96	96	2	97	97
총자산	36,900	37,150	31,671	67,736	67,736
예수금	27,718	27,718	22,736	50,454	50,454
차입금	2,457	2,457	3,671	6,128	6,128
사채	2,030	2,030	1,477	3,506	3,506
기타부채	1,934	1,934	1,671	3,604	3,604
총부채	34,139	34,139	29,554	63,693	63,693
자본금	670	780	290	780	989
신종자본증권	0	0	116	0	0
자본잉여금	1,423	1,564	95	1,564	1,993
이익잉여금	645	645	1,569	765	765
자본조정	23	23	46	23	297
자사주	0	0	0	0	0
외부주주지분	0	0	0	911	0
총자본	2,762	3,012	2,117	4,043	4,043
단순자기자본비율	7.5	8.1	6.7	4.7	6.0
레버리지비율	13.4	12.3	15.0	21.3	16.8

주: 경남은행의 주가는 PBR 0.7 배에 형성된다고 가정(경남은행이 BS 금융과 DGB 금융보다 수익성이 낮다는 점을 감안해 현 BS 금융과 DGB 금융 주가와의 상대비교를 통해 산출). 예보지분 57%는 순자산가치대비 0.9 배에 인수한다고 가정. 잔여지분 43%는 주식교환을 통해 인수한다고 가정. DGB 금융의 현 주가와 경남은행의 예상주가 기준의 교환비율로 주식교환한다고 가정

자료: 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
총영업이익	1,011	1,017	1,007	1,085	1,153
세전이익	415	362	347	378	405
연결상기이익	306	273	263	286	307
EPS (원)	2,282	2,039	1,964	2,135	2,290
증감율 (%)	32.6	-10.6	-3.7	8.7	7.3
Adj. BPS	17,093	18,823	20,602	22,337	24,127
PER (배)	5.7	7.1	7.8	7.1	6.7
PBR (배)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	14.0	11.4	10.0	9.9	9.9
ROA (%)	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8

자료: DGB금융, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

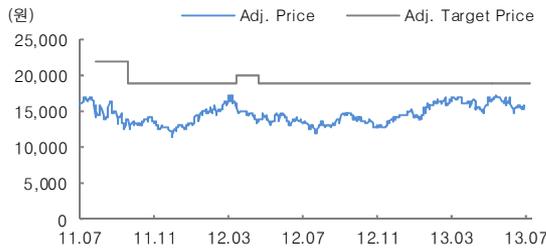
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

DGB금융(139130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.07.15	13.07.04	13.07.04	13.05.09	13.05.05	13.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
제시일자	13.02.06	13.01.15	13.01.07	13.01.01	12.11.18	12.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
제시일자	12.10.22	12.09.23	12.08.02	12.06.22	12.06.04	12.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
제시일자	12.03.28	12.02.08	12.01.15	11.11.21	11.11.12	11.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	20,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상