

현대차증권 (001500)

증권

정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com



투자 의견

Not Rated

목표주가

N.A

현재주가 (4/27)

8,400원

시가총액	2,464억원
총발행주식수	38,755,290주
60일 평균 거래대금	9억원
60일 평균 거래량	124,580주
52주 고	10,900원
52주 저	5,090원
외인지분율	5.13%
주요주주	현대자동차 외 3 인 49.46%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.5	(13.4)	(18.0)
상대	10.4	1.2	(7.1)
절대(달러환산)	21.0	(18.1)	(23.0)

[4월 중소형 탐방기] 이익 체력 상승 기대

작년 RCPS 발행으로 성장 여력 확보

투자포인트 1: 이익 체력에 비해 부진한 주가 흐름

동사는 2015년 이후 별도 이익은 500억원대 전후를 유지하고 있으며, 연결 이익은 대체투자 자산 매각이익이 발생한 2019년을 제외하고는 별도 이익과 유사한 수준을 보이고 있다. 한편 이런 이익 체력에도 불구하고, 동사 역시 코로나19로 인한 증시 하락으로 주가가 크게 약세를 보였다. 그러나 1분기 잠정 실적 공시(4/23)에서도 나타나듯이 증시 약세로 인한 이익에의 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

투자포인트 2: RCPS 발행으로 성장 여력 확보 + 배당성향 확대

이에 더불어 성장 여력도 확보했다는 판단이다. 2019년 11월 RCPS(상환전환우선주) 1,036억원 발행으로 자본을 확충했기 때문이다. 동사는 PF에서 경쟁력이 있고 PI 부문을 추가로 확대하고 있기 때문에 성장을 위해서는 우선 자본을 확보해야한다. 또한 주목할 만한 점은 배당성향의 확대이다. 이는 그룹 차원의 배당 확대 기조에 발맞춘 것으로 판단한다.

투자포인트 3: 자본적정성 및 유동성 우려도 제한적

자본적정성과 유동성에 대한 우려가 타사보다 낮다는 점도 긍정적이다. PF를 주력으로 하는 회사인 것을 감안했을 때 NCR비율과 유동성비율은 기대 이상이라는 판단이다. 또한 지난 3월에 문제가 되었던 파생결합상품 마진콜 이슈에서도 자유롭다. 동사는 발행량 전액을 백투백 헤지로 운용하고 있기 때문이다.

2020E 실적 추정: 별도 이익 +16.4% YoY 전망

연간 이익은 별도 +16.4% YoY, 연결 -4.8% YoY를 예상한다. 별도 이익 성장을 예상하는 이유는 PF 시장 둔화로 경비율은 하락할 전망이다 가운데 RCPS 발행으로 PI 부문은 성장하며 순영업이익을 방어할 것으로 예상하기 때문이다. 연결 이익은 감소할 전망이다. 이는 작년 대채투자자산 매각 효과 소멸을 반영한 것이다. 올해에도 추가로 매각이 발생할 경우 연결 이익 성장 또한 가능하다는 판단이다.

* 월간 중소형 탐방기는 매월 마지막 주에 나옵니다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업이익	70	5.8	52.2	N/A	-
영업이익	33	17.7	228.8	N/A	-
세전이익	33	17.6	230.7	N/A	-
연결순이익	25	20.7	223.8	N/A	-
지배주주순이익	25	20.7	223.8	N/A	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2018A	2019A	2020E	2021E
순영업이익	218	253	232	239
영업이익	68	98	94	102
지배주주순이익	51	72	68	74
PER (배)	4.9	3.5	4.4	4.0
PBR (배)	0.30	0.33	0.31	0.30
ROE (%)	6.3	7.9	6.8	7.0
ROA (%)	0.78	1.05	0.86	0.82

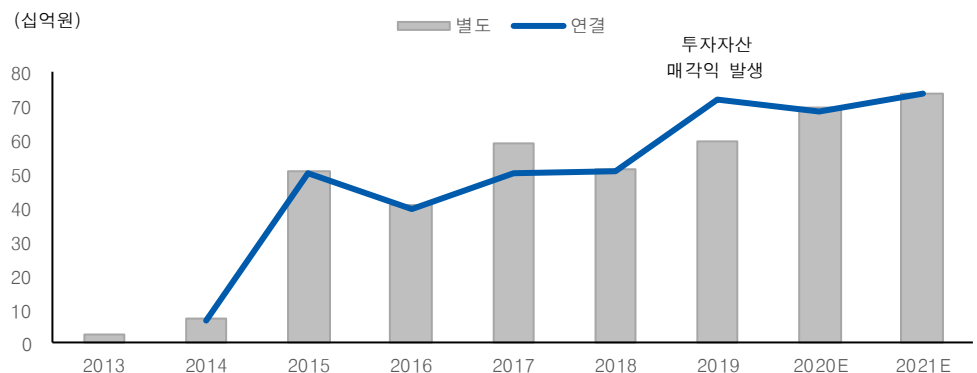
자료: 유안타증권

투자포인트 1: 이익 체력에 비해 부진한 주가 흐름

동사는 1955년 신흥증권으로 출범하여 2008년 현대차그룹에 편입되었다. 이후 2013~14년 거래대금 감소로 브로커리지 실적이 악화됨에 따라 2014년에 대규모 구조조정을 진행하였고, 2015년부터는 PF 중심의 회사로 변모하였다. 이에 더불어 2016년부터는 채무보증 규모를 자본의 100% 이내로 통제하고 있어 자본적정성 또한 양호한 수준을 유지하고 있다. 2015년 이후 별도 이익은 500억원대 전후를 유지하고 있으며, 연결 이익은 대체투자자산 매각익이 발생한 2019년을 제외하고는 별도 이익과 유사한 수준을 보이고 있다.

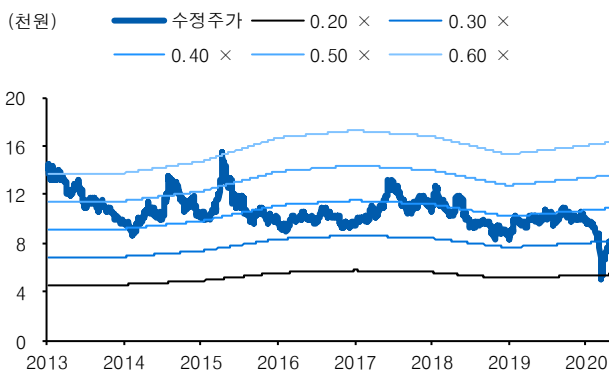
한편 이런 이익 체력에도 불구하고, 동사 역시 코로나19로 인한 증시 하락으로 주가가 크게 약세를 보였다. 그러나 1분기 잠정 실적 공시(4/23)에서도 나타나듯이 증시 약세로 인한 이익에의 영향은 크지 않을 것으로 판단한다. 1) ELS 자체헤지를 수행하지 않아 관련 피해가 없고 2) PI 자산은 주로 채권과 부동산 관련 자산으로 구성되어 있으며 3) ABCP 롤오버를 위한 유동성도 충분히 확보되어있기 때문이다. 거래대금 증가의 수혜도 받았을 것으로 예상된다.

[그림 1] 별도 vs. 연결 이익 추이



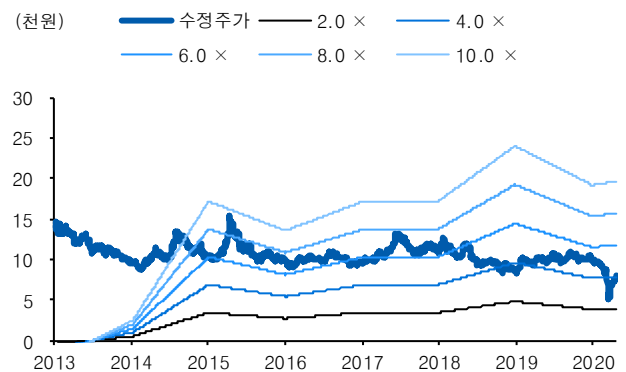
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] PER 밴드 차트



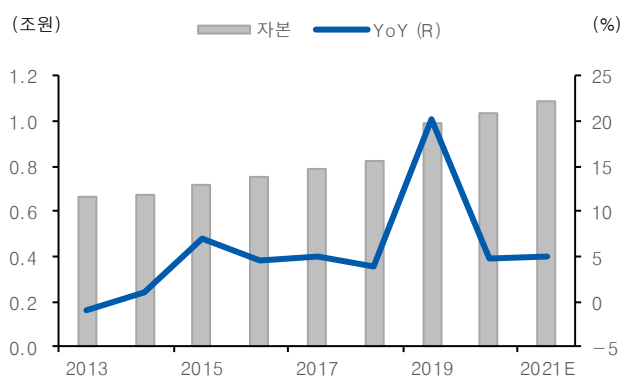
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 2: RCPS 발행으로 성장 여력 확보 + 배당성향 확대

이에 더불어 성장 여력도 확보했다는 판단이다. 2019년 11월 RCPS(상환전환우선주) 1,036억원 발행으로 자본을 확충했기 때문이다. 당사는 PF에서 경쟁력이 있고 PI 부문을 추가로 확대하고 있기 때문에 성장을 위해서는 우선 자본을 확보해야한다. 1) PF(주로 채무보증)는 앞서 언급했듯이 자본적정성 유지를 위해 자본 대비 비중을 70% 내외에서 관리하고 있고 2) PI는 자기자본의 규모만큼 투자자산을 사용할 수 있기 때문이다. 당사는 코로나19 여파로 인해 단기적으로 채무보증 잔액이 증가하기는 어려울 것으로 판단, 보수적으로 올해 자본 대비 채무보증 비중의 하락을 전망하였다. 그러나 여력을 확보해놓은 만큼 시장 정상화 시 빠르게 비중을 늘릴 수 있기 때문에 전망치를 상회하는 성장도 충분히 가능하다는 판단이다.

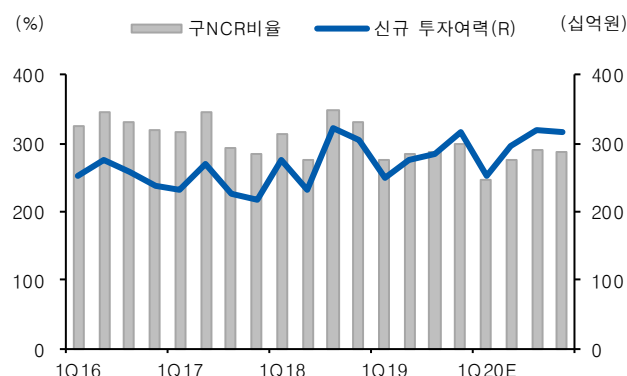
또한 주목할 만한 점은 배당성향의 확대이다. 이는 그룹 차원의 배당 확대 기조에 발맞춘 것으로 판단한다. 배당성향 30% 이상이 유지된다고 할 경우 이익에 따라 주당배당금 또한 작년 600원을 유지 또는 상회하는 수준이 지속될 수 있을 것으로 기대한다.

[그림 4] 자본 추이



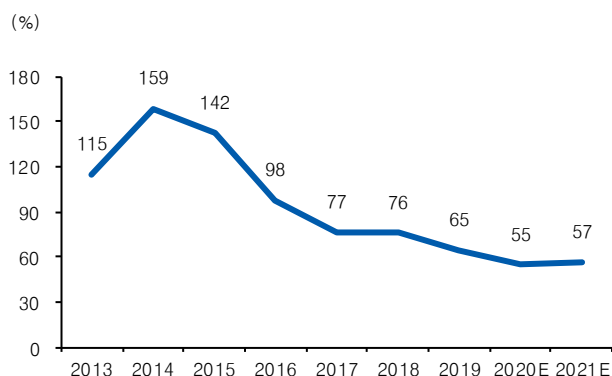
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 구NCR비율 및 신규 투자여력 추이



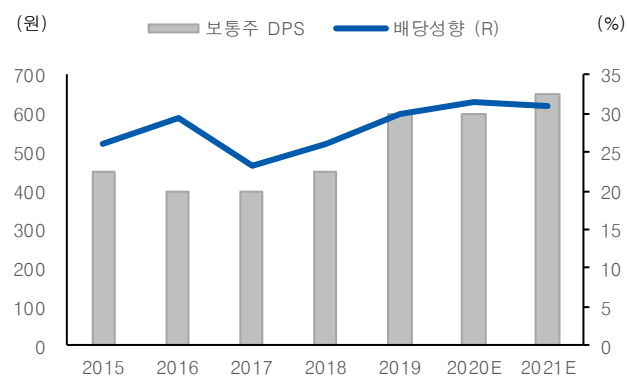
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 자본대비 채무보증 잔액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 배당성향 vs. DPS 추이



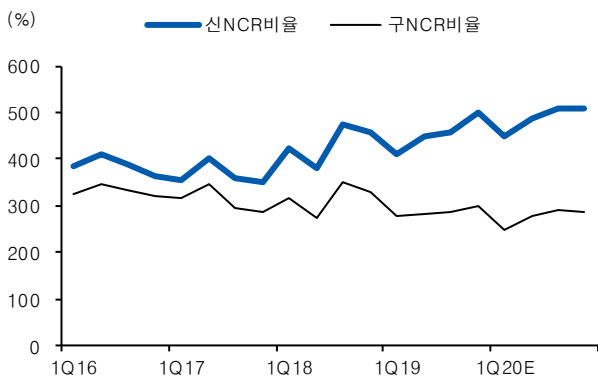
자료: 유안타증권 리서치센터

투자포인트 3: 자본적정성 및 유동성 우려도 제한적

자본적정성과 유동성에 대한 우려가 타사보다 낮다는 점도 긍정적이다. PF를 주력으로 하는 회사인 것을 감안했을 때 NCR비율과 유동성비율은 기대 이상이라는 판단이다. 대형사들에게 문제가 되는 구NCR비율과 조정유동성비율(유동성비율에 채무보증 부담을 가산) 모두 요구 수준(구NCR비율 150% 이상, 조정유동성비율 100% 이상)을 크게 상회하고 있기 때문이다. 따라서 지난 3월과 같이 CP 시장 경색이 발생하더라도 ABCP 롤오버 물량을 자체적으로 충분히 소화할 수 있다는 판단이다.

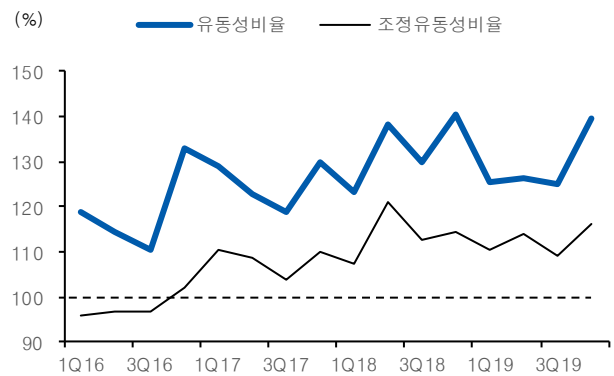
또한 지난 3월에 문제가 되었던 파생결합상품 마진콜 이슈에서도 자유롭다. 당사는 발행량 전액을 백투백 헤지로 운용하고 있기 때문이다. 자산 대비 파생결합상품 발행잔고 비중 또한 20% 수준을 유지하고 있어 조달 구조도 안정적이다. 이는 곧 트레이딩 및 상품손익의 낮은 변동성과 높은 이익 안정성을 의미한다.

[그림 8] NCR 비율 추이



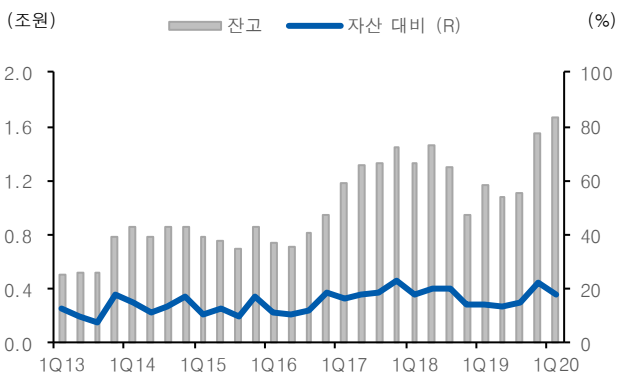
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 유동성비율 vs. 조정유동성비율 추이



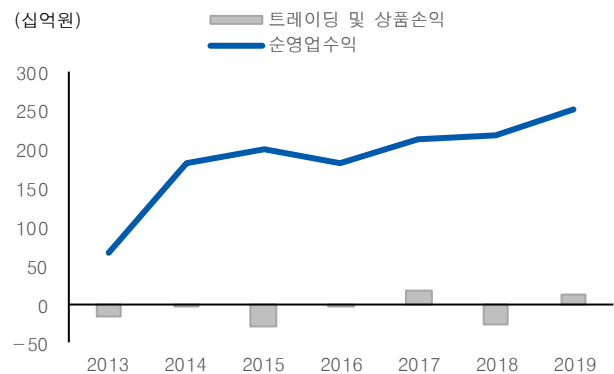
주: 조정유동성비율 = 유동자산 / (유동부채+채무보증)
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 파생결합상품 발행잔고 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 트레이딩 및 상품손익 vs. 순영업수익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2020E 실적 추정: 별도 이익 +16.4% YoY 전망

지난 23일 잠정 실적 공시에 따르면 1분기 이익은 별도 +22.1% YoY, 연결 +20.7% YoY 증가한 것으로 나타났다. 상세한 내용은 오는 5월 15일 분기보고서를 통해 발표될 예정이지만, 당사는 1) 거래대금 증가에 따른 위탁매매수수료 증가와 2) 금리 하락과 대체투자 확대에 따른 트레이딩 및 상품손익 증가가 주효했을 것으로 판단한다. PF 채무보증 잔액은 코로나19 영향으로 인해 크게 늘지 못했을 것으로 예상된다.

연간 이익은 별도 +16.4% YoY, 연결 -4.8% YoY를 예상한다. 별도 이익 성장을 예상하는 이유는 PF 시장 둔화로 경비율은 하락할 전망이다 가운데 RCPS 발행으로 PI 부문은 성장하며 운영업이익을 방어할 것으로 예상하기 때문이다. 연결 이익은 감소할 전망인데, 이는 작년 대체투자 자산 매각 효과 소멸을 반영한 것이다. 올해에도 추가로 매각이 발생할 경우 연결 이익 성장 또한 가능하다는 판단이다.

[표 1] 별도 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
순영업수익	70	62	53	47	235	232	239
순수수료이익	40	34	33	33	153	140	142
이자손익	13	12	12	13	47	51	56
트레이딩 및 상품손익	9	9	1	-6	7	14	14
기타손익	8	6	6	7	27	27	27
영업이익	35	28	19	14	83	95	102
세전이익	35	28	19	14	83	95	102
당기순이익	26	20	14	10	60	70	74

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
순영업수익	70	62	53	47	253	232	239
순수수료이익	40	34	33	33	151	140	142
이자손익	13	12	12	13	66	51	56
트레이딩 및 상품손익	9	9	1	-6	11	14	14
기타손익	8	6	6	7	25	27	27
영업이익	33	28	19	14	98	94	102
세전이익	33	28	19	14	98	94	102
연결순이익	25	20	14	10	72	68	74
지배주주순이익	25	20	14	10	72	68	74

자료: 유안타증권 리서치센터

현대차증권 (001500) 추정재무제표 (K-IFRS)

별도 포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	208	235	232	239	249
순수수료이익	165	153	140	142	150
수수료수익	173	159	146	149	157
위탁매매	47	30	30	31	31
자산관리	24	27	27	27	27
IB 및 기타	102	102	89	91	99
수수료비용	8	7	6	6	7
이자손익	55	47	51	56	57
트레이딩 및 상품손익	-31	7	14	14	14
기타손익	18	27	27	27	27
판매비와 관리비	139	152	136	137	142
영업이익	69	83	95	102	106
영업외수익	2	0	0	0	0
영업외비용	1	1	1	1	1
세전이익	70	83	95	102	106
법인세비용	19	23	26	28	29
당기순이익	51	60	70	74	77

별도 재무상태표	(단위: 원, 배, 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	5,860	6,554	8,806	9,255	9,718
현금 및 예치금	338	494	664	698	733
유가증권	4,935	5,491	7,379	7,755	8,143
대출채권	421	403	440	503	493
유형자산	8	14	19	20	21
무형자산	25	24	32	33	35
투자부동산	0	0	0	0	0
기타자산	133	128	273	246	293
부채	5,026	5,565	7,770	8,167	8,575
예수부채	148	141	190	198	208
차입부채	4,637	5,134	7,174	7,541	7,918
기타충당부채	6	7	10	11	11
이연법인세부채	15	13	19	20	21
기타부채	221	270	378	397	417
자본	834	989	1,036	1,089	1,143
자본금	147	194	194	194	194
자본잉여금	312	369	369	369	369
이익잉여금	305	352	400	453	507
기타자본	69	74	74	74	74

별도 ROA 분해	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익의 구성					
순수수료이익	79.4	65.1	60.2	59.5	60.4
수수료수익	83.3	67.9	62.9	62.1	63.1
위탁매매	22.6	13.0	13.1	12.9	12.3
자산관리	11.6	11.4	11.6	11.2	10.8
IB 및 기타	49.1	43.5	38.2	38.0	40.0
이자손익	26.6	20.1	22.0	23.3	23.0
트레이딩 및 상품손익	-14.9	3.0	5.9	5.7	5.5
기타손익	8.5	11.7	11.8	11.4	11.0
자산회전율					
순수수료이익	2.82	2.33	1.58	1.54	1.55
수수료수익	2.96	2.43	1.65	1.61	1.62
위탁매매	0.80	0.46	0.34	0.33	0.32
자산관리	0.41	0.41	0.31	0.29	0.28
IB 및 기타	1.74	1.56	1.01	0.98	1.02
이자손익	0.94	0.72	0.58	0.60	0.59
트레이딩 및 상품손익	-0.53	0.11	0.16	0.15	0.14
기타손익	0.30	0.42	0.31	0.30	0.28

자료: Company data, 유안타증권

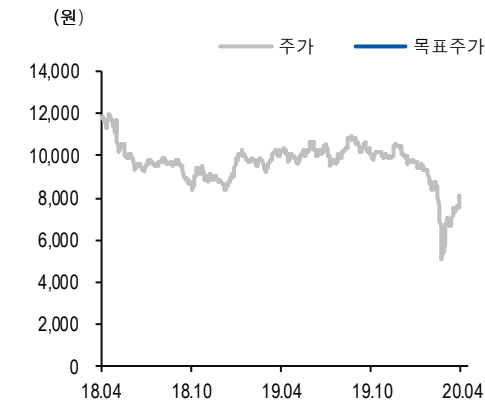
연결 재무제표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	218	253	232	239	249
순수수료이익	165	151	140	142	150
이자손익	62	66	51	56	57
트레이딩 및 상품손익	-25	11	14	14	14
기타손익	16	25	27	27	27
판매비와 관리비	150	154	138	137	142
영업이익	68	98	94	102	106
영업외수익	2	1	1	0	0
영업외비용	1	1	1	1	1
세전이익	69	98	94	102	106
법인세비용	19	27	25	28	29
연결당기순이익	51	72	68	74	77
지배주주순이익	51	72	68	74	77
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
자산	6,601	7,031	8,806	9,255	9,718
부채	5,779	6,041	7,770	8,167	8,575
자본	822	989	1,036	1,089	1,143

주요 투자지표	(단위: 원, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
P/B	0.30	0.33	0.31	0.30	0.28
P/E	4.9	3.5	4.4	4.0	3.9
배당수익률	5.4	7.1	7.1	7.7	7.7
주당지표					
BPS	28,033	25,525	26,733	28,096	29,501
EPS	1,724	2,403	1,917	2,076	2,159
DPS	450	600	600	650	650
성장성					
BPS 성장률	-2.7	-8.9	4.7	5.1	5.0
EPS 성장률	0.8	39.4	-20.2	8.3	4.0
수익성					
ROE	6.3	7.9	6.8	7.0	6.9
ROA	0.78	1.05	0.86	0.82	0.81
비용/수익비율	66.8	64.8	58.9	57.3	57.3
영업이익률	31.3	38.9	40.4	42.7	42.7
세전이익률	31.8	38.9	40.4	42.7	42.7
순이익률	23.2	28.4	29.5	31.0	31.0
재무레버리지 (별도)	7.0	6.6	8.5	8.5	8.5

연결 ROA 분해	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익의 구성					
순수수료이익	75.8	59.7	60.2	59.5	60.4
이자손익	28.4	26.0	22.0	23.3	23.0
트레이딩 및 상품손익	-11.6	4.5	5.9	5.7	5.5
기타손익	7.3	9.8	11.8	11.4	11.0
자산회전율					
순수수료이익	2.50	2.15	1.58	1.54	1.55
이자손익	0.94	0.94	0.58	0.60	0.59
트레이딩 및 상품손익	-0.38	0.16	0.16	0.15	0.14
기타손익	0.24	0.35	0.31	0.30	0.28

주식 수와 배당성향	(단위: 백만 주, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
기말발행주식수	29,337	38,755	38,755	38,755	38,755
보통주	29,337	29,337	29,337	29,337	29,337
우선주	0	9,418	9,418	9,418	9,418
배당성향	26.1	30.0	31.5	31.1	29.9
보통주배당성향	26.1	24.5	25.7	25.7	24.8
우선주배당성향	0.0	5.5	5.8	5.3	5.1

현대차증권 (001500) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2020-04-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.