



2018/04/09

# 현대차(005380)

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

## 1분기, 가장 힘든 터널의 끝

### ■ 1Q18 Preview – 손익에서 큰 기대는 어려운 분기

생산과 판매의 비수기인 1분기가 지나갔다. 초조하게 실적발표를 기다리는 순간이다. 5회에 걸친 부분파업과 설날연휴, 우리 1분기가 가장 힘든 터널의 끝이라 예상하고 있다. 특히 권역별 책임제나 KPI가 도매판매로 전환된 이후 가동률 조정을 통한 공급축소, 재고위주의 판매가 예상되었던 바, 생산-판매 단계의 손익에서 큰 기대를 하기 힘든 분기라고 생각한다. 거기에 18년 1월부터 K-IFRS 1115이 회계에 적용되면서 매출에서 미래 지급가능성이 있는 보증충당금이 차감되면서 외형이 예상보다 작게 계상될 가능성이 있고, 주지하다시피 환율이 크게 하락(원화강세)해 원화기준 외형 및 수익성이 작아질 것으로 전망된다. 먼저 매출액은 양적으로 생산감소에도 불구하고, 도매기준 판매가 증가해 긍정적이었으나, 질적으로 재고위주 도매판매 증가에 따른 인센티브 부담(매출차감요인)과 환율의 부정적 효과, IFRS 변경에 따른 매출차감이 영향을 줄 것으로 보인다. 중국을 제외한 Ex-factory 기준 전년 1분기 88.2만대에서 86.5만대로 1.9%의 감소를 보였다. 그만큼 생산을 줄여 공급을 컨트롤했다는 의미다. 반면 도매기준 판매는 2.1% 증가한 88.6대를 기록해 실질적 재고소진이 이뤄졌음을 알 수 있다. 특히 1분기는 만성적으로 생산>판매의 재고축적기란 점을 감안하면 긍정적 해석이 가능하다. 반면 주력차종의 조기진부화와 세단위주 Product mix로 인해 인센티브 부담이 커졌다. 우리 1분기 매출액을 전년동기 3.7% 감소한 22.5조로 예상한다. 국내, 인도, 러시아를 제외한 해외공장 가동률 하락으로 상대적 고정비 부담이 커져 원가율이 높아졌으리라 짐작된다. 특히 미국의 경우 전년동기 9.4만대 대비 68.9%로 부진한 6.5만대 생산에 그쳤다. 쏘나타, 엘란트라 부진에 따른 재고관리 가능성이 크다. 원화강세에 따른 외형감소도 원가에 (-)요인이다. 물론 노무비, 경비는 고정비 성격이 강하다. 매출액 대비 원가율을 82.2%까지 높여 전망했다. 판관비에서는 미래기술에 대한 경상개발비, 신타페 TM 시판에 따른 마케팅비와 1월 ABS 관련 리콜, 3월 에어백 관련 리콜 등 판매보증비 부담에서 자유로울 수 없다. 특히 ZF-TRW 에어백의 ACU 귀책사유가 어떻게 밝혀지느냐에 따라 비용부담은 달라질 수 밖에 없다. 우리 매출액 대비 2.2% 수준인 4,953억원을 판매보증비로 추정했다. 따라서 1분기 영업이익은 전년동기 22% 감소한 9,760억원(OPM 4.3%)으로 추정한다.

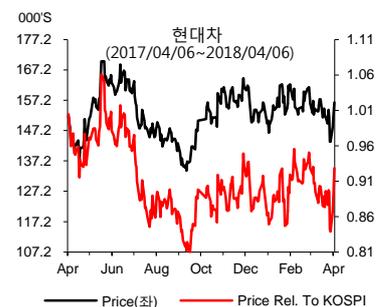
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원
증가(2018/04/06)	152,500원

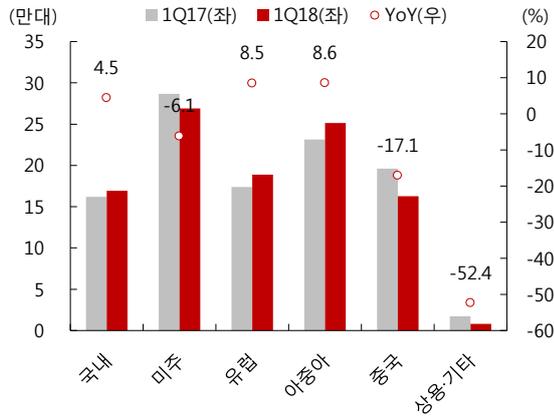
### Stock Indicator

자본금	1,489십억원
발행주식수	28,548만주
시가총액	40,659십억원
외국인지분율	46.3%
배당금(2017)	5,000원
EPS(2018E)	14,726원
BPS(2018E)	249,110원
ROE(2018E)	6.0%
52주 주가	134,000~170,000원
60일평균거래량	582,166주
60일평균거래대금	90.3십억원

### Price Trend

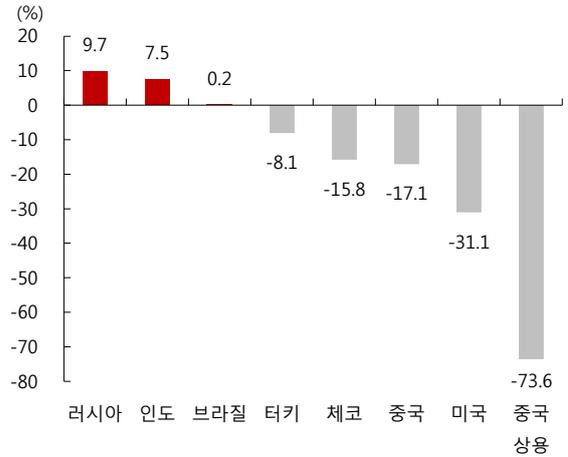


<그림 1> 지역별 도매판매 및 전년동기비 증감



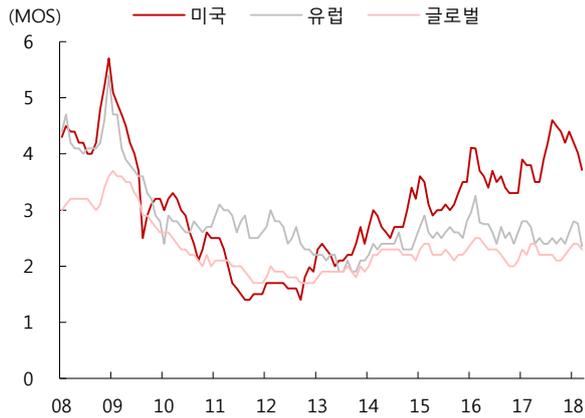
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 2> 해외 공장별 생산 전년동기비 증감



자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 3> 글로벌 재고 추이 - 재고 관리 노력으로 감소 추세



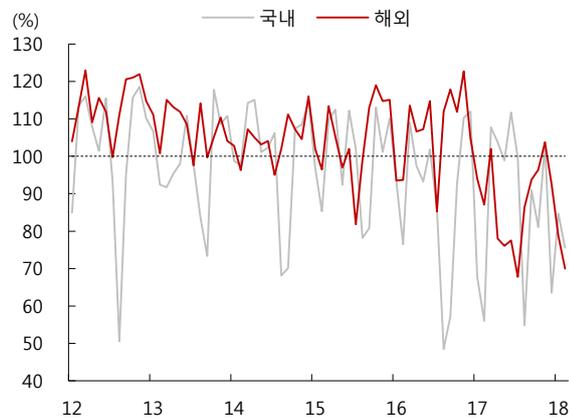
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 4> 미국시장 인센티브 추이 - 여전히 높은 수준



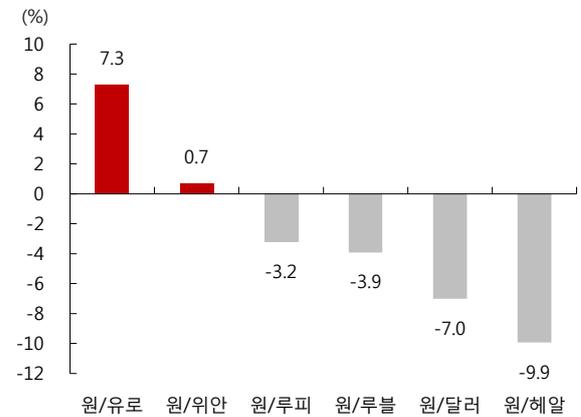
자료: Automotive News, 하이투자증권

<그림 5> 현대차 국내 및 해외공장 가동률 추이



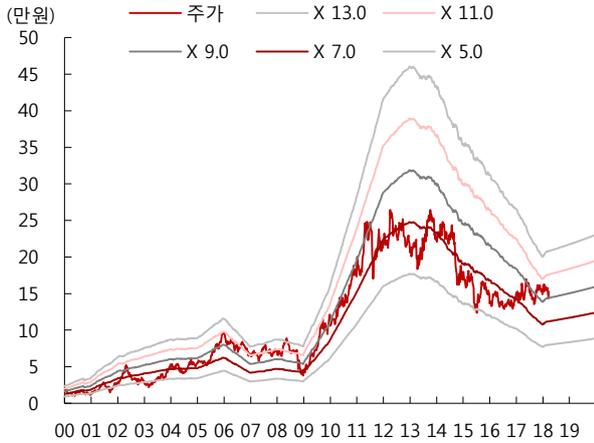
주: 18년 3월 미집계  
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 6> 주요 진출국 분기평균환율 전년동기비 증감



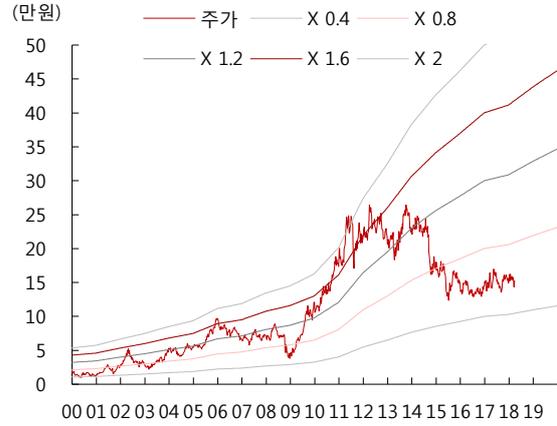
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 7> 현대차 가중평균 PER Band - 10.6 배 수준



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 8> 현대차 PBR Band - 0.6 배 수준



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 1> 현대차 실적 추이와 전망 - 시장 컨센서스 대비 영업이익 8.4%, 세전이익 15.5% 하회할 것으로 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E (a)	YoY	QoQ	1Q18 컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	233,660	243,080	242,013	245,008	225,127	-3.7%	-8.1%	229,359	-1.8%
영업이익	12,508	13,445	12,042	7,752	9,760	-22.0%	25.9%	10,650	-8.4%
%	5.4	5.5	5.0	3.2	4.3	-1.0%p	1.2%p	4.6	-0.3%p
세전이익	17,571	11,650	11,004	4,161	11,907	-32.2%	186.1%	14,086	-15.5%

자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 2> 18년 1분기 실적 전망

(단위: 대 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	YoY	QoQ
현대차 출하	1,089,520	1,107,133	1,071,179	1,201,907	1,031,188	-5.4%	-14.2%
국내공장	380,350	484,084	393,848	394,595	395,792	4.1%	0.3%
해외공장	709,170	623,049	677,331	807,312	635,396	-10.4%	-21.3%
미국	94,274	95,741	75,471	62,514	64,966	-31.1%	3.9%
인도	160,182	157,486	177,505	183,989	172,145	7.5%	-6.4%
터키	55,800	62,200	50,300	58,700	51,300	-8.1%	-12.6%
체코	97,735	90,445	77,017	89,803	82,296	-15.8%	-8.4%
러시아	53,030	60,173	55,600	64,527	58,189	9.7%	-9.8%
브라질	40,870	42,646	49,075	48,998	40,938	0.2%	-16.4%
중국	196,119	105,158	188,063	294,660	162,612	-17.1%	-44.8%
중국상용	11,160	9,200	4,300	4,121	2,950	-73.6%	-28.4%
매출액	233,660	243,080	242,013	245,008	225,127	-3.7%	-8.1%
자동차	178,234	191,868	188,236	186,565	170,687	-4.2%	-8.5%
금융	40,975	35,710	37,137	40,324	39,039	-4.7%	-3.2%
기타	14,451	15,503	16,639	18,119	15,401	6.6%	-15.0%
매출원가	190,727	195,812	198,616	202,827	185,055	-3.0%	-8.8%
%	81.6	80.6	82.1	82.8	82.2	0.6%p	-0.6%p
판관비	30,425	33,824	31,354	34,429	30,313	-0.4%	-12.0%
%	13.0	13.9	13.0	14.1	13.5	0.4%p	-0.6%p
영업이익	12,508	13,445	12,042	7,752	9,760	-22.0%	25.9%
%	5.4	5.5	5.0	3.2	4.3	-1.0%p	1.2%p
자동차	10,831	8,772	5,546	705	6,793	-37.3%	863.3%
%	6.1	4.6	2.9	0.4	4.0	-2.1%p	3.6%p
금융	1,792	2,130	1,789	1,471	1,562	-12.9%	6.2%
%	4.4	6.0	4.8	3.6	4.0	-0.4%p	0.4%p
기타	1,119	759	834	677	755	-32.5%	11.4%
%	7.7	4.9	5.0	3.7	4.9	-2.8%p	1.2%p
영업외이익	5,063	-1,795	-1,038	-3,591	2,148	-57.6%	적자지속
%	2.2	-0.7	-0.4	-1.5	1.0	-1.2%p	2.4%p
세전이익	17,571	11,650	11,004	4,161	11,907	-32.2%	186.1%
%	7.5	4.8	4.5	1.7	5.3	-2.2%p	3.6%p
법인세	3,514	2,513	1,612	-8,718	2,501	-28.8%	납부
%	20.0	21.6	14.7	-209.5	21.0	1.0%p	230.5%p
당기순이익	14,057	9,136	9,392	12,879	9,407	-33.1%	-27.0%
%	6.0	3.8	3.9	5.3	4.2	-1.8%p	-1.1%p
지배주주	13,306	8,169	8,524	10,330	8,828	-33.7%	-14.5%
%	5.7	3.4	3.5	4.2	3.9	-1.8%p	-0.3%p

자료: 현대차, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	48,440	49,422	54,561	59,077
현금 및 현금성자산	8,822	9,418	12,259	15,467
단기금융자산	20,633	21,252	22,314	23,430
매출채권	7,203	7,204	7,969	8,319
재고자산	10,280	10,121	10,662	10,574
비유동자산	78,592	81,458	84,337	87,753
유형자산	29,827	31,169	31,939	32,928
무형자산	4,809	3,934	3,407	3,078
자산총계	178,199	184,094	192,112	200,045
유동부채	43,161	46,292	49,931	52,679
매입채무	16,759	18,823	20,862	22,610
단기차입금	9,890	10,890	11,890	12,890
유동성장기부채	13,099	13,199	13,799	13,799
비유동부채	60,281	60,756	60,656	60,306
사채	36,454	36,454	36,454	36,454
장기차입금	12,488	12,888	12,788	12,438
부채총계	103,442	107,049	110,587	112,985
지배주주지분	69,103	71,116	75,184	80,244
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,201	4,201	4,201	4,201
이익잉여금	67,332	70,459	75,642	81,815
기타자본항목	-1,640	-1,640	-1,640	-1,640
비지배주주지분	5,654	5,930	6,341	6,816
자본총계	74,757	77,045	81,525	87,060

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	96,376	96,388	106,625	111,304
증가율(%)	2.9	0.0	10.6	4.4
매출원가	78,798	78,712	84,695	87,699
매출총이익	17,578	17,676	21,930	23,605
판매비와관리비	13,003	13,060	15,267	16,084
연구개발비	1,039	1,039	1,150	1,200
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,575	4,616	6,663	7,521
증가율(%)	-11.9	0.9	44.3	12.9
영업이익률(%)	4.7	4.8	6.2	6.8
이자수익	441	429	519	583
이자비용	333	370	415	419
지분법이익(손실)	528	2,319	2,556	2,677
기타영업외손익	-214	51	-42	-44
세전계속사업이익	4,439	5,671	8,553	9,907
법인세비용	-108	1,191	1,882	2,179
세전계속이익률(%)	4.6	5.9	8.0	8.9
당기순이익	4,546	4,480	6,671	7,727
순이익률(%)	4.7	4.6	6.3	6.9
지배주주귀속 순이익	4,033	4,204	6,261	7,251
기타포괄이익	-1,114	-1,114	-1,114	-1,114
총포괄이익	3,432	3,366	5,557	6,613
지배주주귀속총포괄이익	4,033	4,204	6,261	7,251

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,922	9,268	9,575	11,363
당기순이익	4,546	4,480	6,671	7,727
유형자산감가상각비	2,255	2,308	2,380	2,411
무형자산상각비	1,275	1,275	1,028	879
지분법관련손실(이익)	528	2,319	2,556	2,677
투자활동 현금흐름	-4,744	-5,597	-5,640	-5,993
유형자산의 처분(취득)	-3,055	-3,350	-2,850	-3,100
무형자산의 처분(취득)	-1,463	-600	-700	-750
금융상품의 증감	-547	-619	-1,063	-1,116
재무활동 현금흐름	2,181	525	526	-324
단기금융부채의증감	1,346	1,000	1,000	1,000
장기금융부채의증감	1,870	400	-100	-350
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1,139	-1,080	-1,078	-1,078
현금및현금성자산의증감	931	596	2,841	3,208
기초현금및현금성자산	7,890	8,822	9,418	12,259
기말현금및현금성자산	8,822	9,418	12,259	15,467

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	14,127	14,726	21,930	25,401
BPS	242,062	249,110	263,362	281,085
CFPS	26,490	27,278	33,866	36,927
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	11.0	10.6	7.1	6.2
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	5.9	5.7	4.6	4.2
EV/EBITDA	10.3	10.2	8.0	7.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.9	6.0	8.6	9.3
EBITDA 이익률	8.4	8.5	9.4	9.7
부채비율	138.4	138.9	135.6	129.8
순부채비율	56.8	55.5	49.5	42.1
매출채권회전율(x)	12.7	13.4	14.1	13.7
재고자산회전율(x)	9.3	9.4	10.3	10.5

자료 : 현대차, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대차)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-07-13	Buy	200,000	1년	-25.8%	-23.0%
2017-07-27	Buy	180,000	1년	-19.4%	-11.4%
2017-10-27	Buy	190,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
  - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-