

현대차(005380)

체력이 약해지면 감기도 병이 된다

1분기 실적은 파업과 환율로 부진
국내 이익 기여도 상승과 가동률 하락으로 파업과 환율에 취약해진 기초체력
기초체력 회복의 방향성은 그대로

Facts: 부진한 1분기 실적

현대차 1분기 실적은 파업과 환율로 부진했다. 영업이익은 6,813억원(-45.5%, OPM 3.0%)으로 추정치와 컨센서스를 각각 25%, 31% 하회했다. 영업이익 내 추정 손실은 파업으로 인한 원가율 상승이 약 3,000억원, 원화강세가 약 2,500억원이다. 4분기 파업 당시에 높은 원가율로 생산된 차종들이 1분기에도 판매되면서 원가율을 악화시켰다. 한편 에어백 리콜비용 750억원을 예상했으나 미반영됐다. 이는 2분기에 최대 2,900억원 반영되고 이후 부품업체로부터 비용을 보상받을 전망이다(ZF-TRW 결합으로 잠정결론, 규모는 58만대로 확대, 대당 50만원 가정).

Pros & cons: 파업과 환율에 취약해진 기초체력

이번 실적이 우리 예상을 넘어 더 부진했던 배경은 기초체력이 약화된 점을 간과했기 때문으로 판단한다. 사실 이 정도 파업(4Q17 5만대, 1Q18 2만대 추정)과 원화강세(원/달러 평균 -7.1% YoY)는 과거에도 있어왔다. 그러나 14~15년 평균 105%였던 국내 공장의 가동률이 90% 초반으로 내려오면서 동일한 파업규모에도 고정비 부담이 더욱 커졌다. 여기에 국내 이익 기여도가 높아지고(연결 OP 80% 이상) 미국 실적이 부진해 natural hedge가 약해지면서(17년 미국법인 적자 8,681억원) 원화강세에 더 취약한 구조가 됐다.

Action: 기초체력 회복의 방향성은 그대로

과거 3~4년간 잘못된 시장대응으로 인해 기초체력이 약해진 대가를 톡톡히 치르는 중이다. 2분기까지 리콜 및 환율로 인해 실적 불확실성이 커진 상황이나 회복의 방향성은 여전하다. 중국 판매가 9월까지 기저효과로 증가하는 가운데 2분기 내수시장에서 쏘타페와 그랜저의 쌍끌이 판매가 실적회복을 이끌 전망이다. 중장기적으로는 SUV라인업 확대와 신형엔진 출시로 인한 연비경쟁력 회복으로 턴어라운드를 예상한다. 매수의견과 목표주가 185,000원을 유지한다(12MF PER 8x와 SOTP 가중평균).

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 185,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,476
주가(4/26)	156,500
시가총액(십억원)	34,473
발행주식수(백만)	220
52주 최고/최저가(원)	170,000/134,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	82,396
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.8/46.5
주요주주(%)	현대모비스 외 5 인 28.2
	국민연금 8.4

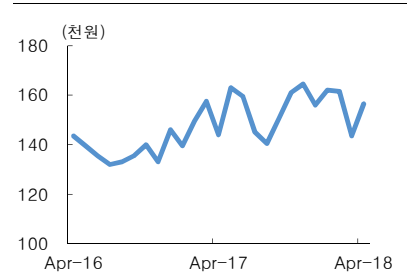
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.4	10.7	7.9
PBR(x)	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	5.9	5.6	7.4
DY(%)	2.6	3.5	4.2
EV/EBITDA(x)	10.8	11.5	9.8
EPS(원)	14,993	14,616	19,752
BPS(원)	247,807	252,006	259,768

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	(1.9)	3.6
KOSPI 대비(%p)	3.1	(1.7)	(8.5)

주가추이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jjinwoo.kim@truefriend.com

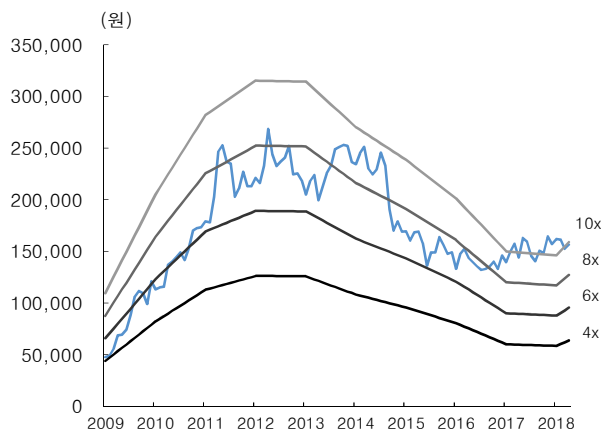
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	23,366	24,308	24,201	24,501	22,436	(8.4)	(4.0)	22,729
영업이익	1,251	1,344	1,204	775	681	(12.2)	(45.6)	965
영업이익률	5.4	5.5	5.0	3.2	3.0	(0.1)	(2.3)	4.2
세전이익	1,757	1,165	1,100	416	925	122.3	(47.4)	1,239
순이익	1,331	817	852	1,033	668	(35.3)	(49.8)	908

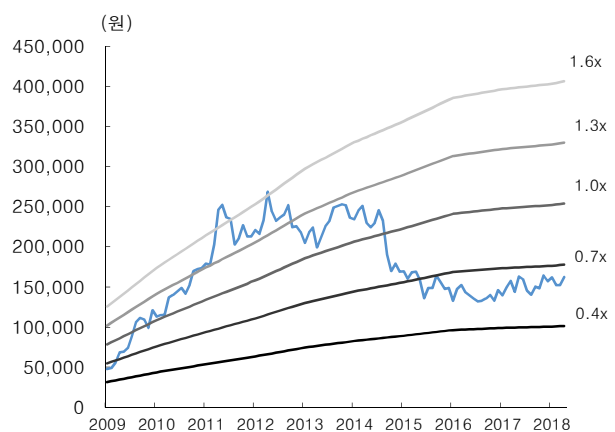
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Marklines, 한국투자증권

〈표 2〉 현대차 밸류에이션 내역

(단위: 십억원, %)

항목	내용	비고
영업가치 (A=a+b+c)	31,359	조정순이익에 PER 8x
연결순이익 (a)	4,482	12MF
지분법이익 (b)	1,291	12MF
중국JV이익 (c)	407	12MF
순현금 (B=d-e)	22,148	
현금성자산 (d)	29,454	3Q17말 기준. 현금 + 단기금융자산
차입금 (e)	7,306	3Q17말 기준. 금융부문 차입금은 제외
비영업자산 (C)	12,077	보유 계열사 지분 30% 할인. 비영업부채는 제외
총 기업가치 (D=A+B+C)	65,584	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	229,732	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	134,000	
가중평균 적정주가(원)	182,000	50:50

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

	추정	실적	차이
매출액	23,348	22,436	(3.9)
자동차매출	17,876	17,389	(2.7)
미국공장(HMMA)	1,320	1,334	1.1
인도공장(HMI)	1,576	1,659	5.3
터키공장(HAOS)	2,015	1,594	(20.9)
체코공장(HMMC)	760	724	(4.7)
러시아공장(HMMR)	779	745	(4.4)
브라질공장(HMB)	605	505	(16.5)
금융매출	3,880	3,778	(2.6)
기타매출	1,593	1,269	(20.3)
ASP(천원)	20,174	19,625	(2.7)
판매관리비	3,222	2,786	(13.5)
영업이익	913	681	(25.4)
자동차부문	568	400	(29.6)
금융부문	175	173	(0.9)
기타부문	96	38	(60.2)
대당 영업이익(천원)		641	451
지분법손익	164	242	47.1
중국공장(BHMC) 매출	2,501	2,712	8.4

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 현대차 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	97,978	106,515	96,608	105,508	(1.4)	(0.9)
영업이익	4,835	6,070	4,183	5,842	(13.5)	(3.8)
영업이익률	4.9	5.7	4.3	5.5	(0.6)	(0.2)
지분법이익	1,088	1,470	1,158	1,478	6.4	0.5
순이익	4,296	5,444	3,911	5,281	(9.0)	(3.0)

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 대, 십억원, %)

		기존전망	수정전망	차이
출하대수		4,649	4,649	-
국내공장		1,635	1,635	-
	내수	696	696	-
	수출	939	939	-
해외공장		3,014	3,014	-
	미국공장(HMMA)	303	303	-
	중국공장(BHMC)	942	942	-
	인도공장(HMI)	689	689	-
	터키공장(HAOS)	227	227	-
	체코공장(HMMC)	359	359	-
	러시아공장(HMMR)	245	245	-
	브라질공장(HMB)	191	191	-
	중국상용(CHMC)	59	59	-
ASP(천원)		20,525	20,499	(0.1)
매출액	자동차부문	76,020	75,924	(0.1)
	금융부문	15,572	15,572	-
	기타부문	6,486	6,486	-
영업이익	자동차부문	3,131	2,595	(17.1)
	금융부문	790	736	(6.8)
	기타부문	389	332	(14.8)
대당 영업이익(천원)		845	701	(17.1)

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	23,366	24,308	24,201	24,501	22,436	24,562	24,731	24,879	93,649	96,376	96,608	105,508	109,425
－ 자동차	17,823	19,187	18,824	18,656	17,389	19,217	19,369	19,100	72,684	74,490	75,924	81,676	84,879
－ 금융	4,097	3,571	3,714	4,033	3,778	3,736	3,768	4,089	14,052	15,415	15,572	17,100	17,556
－ 기타	1,445	1,550	1,664	1,812	1,269	1,609	1,594	1,690	6,914	6,471	6,486	6,733	6,990
영업이익	1,251	1,344	1,204	775	681	1,011	1,177	1,313	5,194	4,574	4,183	5,842	6,644
－ 자동차	1,083	877	555	70	400	668	574	953	3,481	2,585	2,595	4,198	4,971
－ 금융	179	213	179	147	173	172	207	184	703	718	736	940	1,053
－ 기타	112	76	83	68	38	97	96	101	575	339	332	404	419
영업이익률	5.4	5.5	5.0	3.2	3.0	4.1	4.8	5.3	5.5	4.7	4.3	5.5	6.1
－ 자동차	6.1	4.6	2.9	0.4	2.3	3.5	3.0	5.0	4.8	3.5	3.4	5.1	5.9
－ 금융	4.4	6.0	4.8	3.6	4.6	4.6	5.5	4.5	5.0	4.7	4.7	5.5	6.0
－ 기타	7.8	4.9	5.0	3.8	3.0	6.0	6.0	6.0	8.3	5.2	5.1	6.0	6.0
지분이익	402	143	(32)	(289)	242	265	282	369	1,729	225	1,158	1,478	1,705
세전이익	1,757	1,165	1,100	416	925	1,279	1,461	1,685	7,307	4,438	5,349	7,257	8,265
지배주주순이익	1,331	817	852	1,033	668	930	1,063	1,226	5,406	4,032	3,911	5,281	6,014
글로벌 판매(천대)	1,090	1,110	1,020	1,205	1,036	1,218	1,091	1,304	4,860	4,425	4,649	5,013	5,215
－ 국내공장	380	484	334	389	382	484	342	427	1,669	1,587	1,635	1,736	1,787
－ 해외공장	710	626	686	816	654	734	749	877	3,191	2,838	3,014	3,278	3,427
ASP(천원)	20,457	19,315	20,597	22,330	19,625	19,700	20,518	21,265	19,840	20,611	20,499	21,077	21,432
대당 영업이익(천원)	1,243	883	607	84	451	685	608	1,061	950	715	701	1,083	1,255
YoY													
매출	4.5	(1.5)	9.6	(0.2)	(4.0)	1.0	2.2	1.5	1.8	2.9	0.2	9.2	3.7
영업이익	(6.8)	(23.7)	12.7	(24.1)	(45.6)	(24.8)	(2.3)	69.4	(18.3)	(11.9)	(8.5)	39.7	13.7
지분이익	(14.4)	(76.2)	적전	적전	(39.9)	85.0	흑전	흑전	(10.4)	(87.0)	414.6	27.6	15.3
세전이익	(18.8)	(51.1)	(26.4)	(67.2)	(47.4)	9.8	32.7	304.8	(13.6)	(39.3)	20.5	35.7	13.9
지배주주순이익	(21.1)	(50.7)	(19.7)	3.3	(49.8)	13.9	24.7	18.7	(15.8)	(25.4)	(3.0)	35.0	13.9
글로벌판매	(1.6)	(13.7)	(6.0)	(12.7)	(5.0)	9.7	7.0	8.2	(2.1)	(8.9)	5.1	7.8	4.0
ASP	0.8	(5.6)	15.7	7.1	(4.1)	2.0	(0.4)	(4.8)	5.6	3.9	(0.5)	2.8	1.7
대당 영업이익	(3.6)	(37.6)	162.4	(90.5)	(63.7)	(22.4)	0.2	1,166.5	(28.5)	(24.7)	(2.0)	54.6	15.9

자료: 한국투자증권

기업개요

현대차는 1967년 설립된 국내 최대, 세계 5위(기아차 합산)의 자동차 회사다. 2015년에는 판매량 800만대를 돌파했으며 주요 모델은 아반떼(19%), 엑센트(14%), 투싼(11%), 쏘나타(10%), i10(7%), 그리고 쏘타페(6%) 등이다. 자동차가 전체 매출의 79%를 담당하고 금융이 13%, 기타(로템 등)가 8%를 차지하고 있다(2016년 기준). 최대주주는 20.78%를 보유한 모비스이며 정몽구 회장 또한 5.17%를 보유하고 있다. 현대차는 기아차 지분 33.9%를 비롯해 현대위아(25.4%), 현대다이모스(47.3%), 현대건설(21%) 등 여러 계열사의 지분을 들고 있다. 2016년 기준 내수 점유율은 36.1%(기아차 합산 65.3%), 미국 점유율은 4.4%(기아차 합산 8.1%), 중국 점유율은 4.6%(기아차 합산 7.2%)를 기록했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	47,584	48,440	48,556	49,272	51,101
현금성자산	7,890	8,822	8,843	7,386	7,660
매출채권및기타채권	7,934	7,203	7,220	7,886	8,178
재고자산	10,524	10,280	10,305	11,254	11,672
비유동자산	79,468	78,592	80,304	85,441	87,949
투자자산	20,730	19,910	21,020	22,956	23,808
유형자산	29,406	29,827	30,361	30,897	31,380
무형자산	4,586	4,809	4,821	5,265	5,460
자산총계	178,836	178,199	180,151	190,730	197,146
유동부채	43,610	43,161	43,422	48,838	51,199
매입채무및기타채무	16,245	16,759	16,799	18,346	19,028
단기차입금및단기사채	8,761	9,960	10,212	11,465	12,397
유동성장기부채	14,837	13,099	14,238	15,388	15,572
비유동부채	62,882	60,281	60,431	62,873	63,534
사채	36,456	36,454	36,578	36,701	36,782
장기차입금및금융부채	13,413	12,926	12,926	14,238	14,375
부채총계	106,491	103,442	103,853	111,711	114,733
지배주주지분	67,190	69,103	70,302	72,518	75,319
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,203	4,201	4,201	4,201	4,201
기타자본	(1,640)	(1,640)	(1,640)	(1,640)	(1,640)
이익잉여금	64,361	67,332	69,519	72,724	76,513
비지배주주지분	5,155	5,654	5,995	6,501	7,094
자본총계	72,345	74,757	76,298	79,019	82,413

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	997	3,922	5,787	10,258	11,318
당기순이익	5,720	4,546	4,138	5,588	6,364
유형자산감가상각비	2,165	2,255	2,318	2,394	2,465
무형자산상각비	1,194	1,275	1,308	1,429	1,482
자산부채변동	(13,565)	(11,384)	(1,174)	1,359	518
기타	5,483	7,230	(803)	(512)	489
투자활동현금흐름	(6,312)	(4,744)	(5,330)	(13,170)	(9,802)
유형자산투자	(2,971)	(3,055)	(2,852)	(2,930)	(2,948)
유형자산매각	133	118	0	0	0
투자자산순증	(2,079)	(381)	(940)	(1,447)	(1,533)
무형자산순증	(1,396)	(1,461)	(1,320)	(1,873)	(1,677)
기타	1	35	(218)	(6,920)	(3,644)
재무활동현금흐름	5,691	2,181	(435)	1,454	(1,241)
자본의증가	60	75	0	0	0
차입금의순증	7,125	3,216	1,516	3,838	1,333
배당금지급	(1,085)	(1,139)	(1,080)	(1,484)	(1,752)
기타	(409)	29	(871)	(900)	(822)
기타현금흐름	182	(428)	0	0	0
현금의증가	559	931	21	(1,457)	274

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

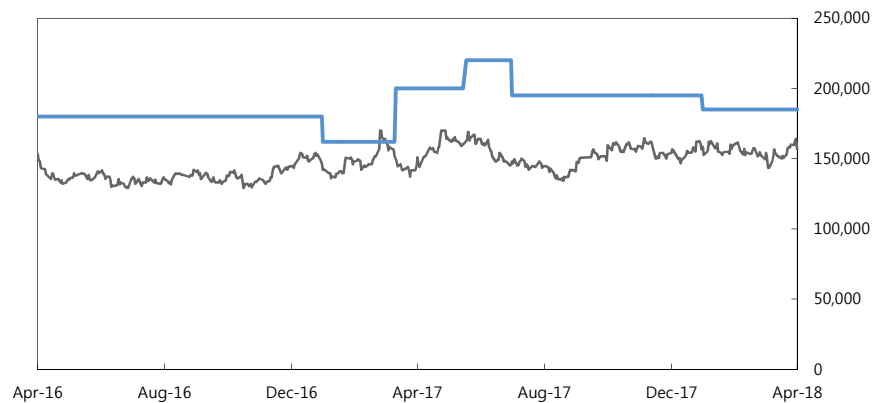
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	93,649	96,376	96,608	105,508	109,425
매출원가	75,960	78,798	78,803	84,684	87,242
매출총이익	17,689	17,578	17,805	20,824	22,182
판매관리비	12,496	13,003	13,622	14,982	15,538
영업이익	5,194	4,575	4,183	5,842	6,644
금융수익	1,111	973	1,063	1,054	1,055
이자수익	378	441	531	522	522
금융비용	678	1,120	871	883	895
이자비용	272	333	334	346	358
기타영업외손익	(49)	(214)	(214)	(234)	(243)
관계기업관련손익	1,729	225	1,158	1,478	307
세전계속사업이익	7,307	4,439	5,349	7,257	8,265
법인세비용	1,587	(108)	(130)	(176)	(201)
연결당기순이익	5,720	4,546	4,138	5,588	6,364
지배주주지분순이익	5,406	4,033	3,911	5,281	6,014
기타포괄이익	256	(1,114)	(1,114)	(1,114)	(1,114)
총포괄이익	5,975	3,432	3,024	4,474	5,250
지배주주지분포괄이익	5,615	2,995	2,683	3,968	4,657
EBITDA	8,552	8,104	7,810	9,665	10,591

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,118	14,993	14,616	19,752	22,618
BPS	241,103	247,807	252,006	259,768	269,580
DPS	4,000	4,000	5,500	6,500	7,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.8	2.9	0.2	9.2	3.7
영업이익증가율	(18.3)	(11.9)	(8.6)	39.7	13.7
순이익증가율	(15.8)	(25.4)	(3.0)	35.0	13.9
EPS증가율	(15.7)	(25.5)	(2.5)	35.1	14.5
EBITDA증가율	(6.6)	(5.2)	(3.6)	23.8	9.6
수익성(%)					
영업이익률	5.5	4.7	4.3	5.5	6.1
순이익률	5.8	4.2	4.0	5.0	5.5
EBITDA Margin	9.1	8.4	8.1	9.2	9.7
ROA	3.3	2.5	2.3	3.0	3.3
ROE	8.4	5.9	5.6	7.4	8.1
배당수익률	2.7	2.6	3.5	4.2	4.5
배당성장	20.0	26.8	37.9	33.2	30.9
안정성					
순차입금(십억원)	45,630	43,010	43,991	48,867	49,143
차입금/자본총계비율(%)	101.7	96.9	96.4	97.9	95.5
Valuation(X)					
PER	7.3	10.4	10.7	7.9	6.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.3	10.8	11.5	9.8	9.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대차(005380)	2016.04.10	매수	180,000원	-23.0	-14.4
	2017.01.25	매수	162,000원	-8.1	4.9
	2017.04.05	매수	200,000원	-23.0	-15.0
	2017.06.12	매수	220,000원	-28.8	-23.2
	2017.07.26	매수	195,000원	-22.6	-15.6
	2018.01.25	매수	185,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 26일 현재 현대차 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대차 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.