

현대차(005380)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

일회성의 향연

일회성 비용 집중으로 영업이익 컨센서스 38% 하회
비정상의 정상화 지속, 실적회복 이어질 전망
상반기까지의 실적회복 미국이 주도, 이후의 회복은 원가절감을 중심으로

Facts : 영업이익 컨센서스 38% 하회

현대차 4분기 실적은 일회성 비용이 집중되며 부진했다. 영업이익은 5,011억원 (-35.4% YoY, 영업이익률 2%)으로 추정치와 컨센서스를 각각 38%, 37% 하회했다. 부문별 영업이익은 자동차사업부 4,630억원(영업이익률 2.3%, +1.9%p), 금융사업부 1,100억원(영업이익률 3.3%, -0.4%p), 기타사업부 -1,090억원(영업이익률 -5.7%, -9.5%p), 연결조정 370억원(영업이익률 0.2%, -2.4%p)이다. 영업이익 부진은 현대로템의 대규모 적자와 현대캐피코의 부진으로 기타부문의 손실이 컸기 때문이다(약 -2,500억원 영향, 한투 추정). 자동차부문은 미국 회복과 판매믹스 개선으로 이익이 증가했다. 연결조정 영업이익 감소는 재고축소로 재고판매가 줄었기 때문이다. 영업외에서는 매도가능증권 손상차손 인식이 있었고(약 -2,100억원 영향, 한투 추정), 순이익에서는 세무조사 여파로 법인세가 늘어났기 때문으로 보인다(약 -3,000억원 영향, 한투 추정).

Action : 비정상의 정상화 지속, 실적회복 전망

현대차 실적회복에 대한 긍정적인 관점을 유지한다. 4분기 실적은 영업이익과 영업외이익 모두 일회성 비용 반영이 집중된 결과로 판단한다. 2019년 상반기까지의 실적회복은 미국 적정재고 복귀에 따른 수익성 정상화를 중심으로, 이후의 실적회복은 원가절감을 중심으로 이루어질 전망이다. 이러한 원가절감은 3세대 플랫폼 도입(19년 3월~)으로 인한 재료비 절감과(그림 3, 4), 정년퇴직자 급증(2018년~)에 따른 인건비 절감이 핵심이다(그림 5~8). 지배구조 개편 재추진도 실적회복과 맞물려 진행될 전망이다. 현대차에 직접적인 손해는 없으나 재추진이 발표될 경우 실적회복이 가속화되는 시그널로 해석 가능하다. 비정상의 정상화가 이끄는 회복의 방향성에 주목할 시점이다.

매수(유지)

목표주가: 165,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/24)	2,145
주가(1/24)	130,000
시가총액(십억원)	27,777
발행주식수(백만)	214
52주 최고/최저(원)	164,000/92,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	68,409
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.2/45.4
주요주주(%)	현대모비스 외 5인 29.1
국민연금	8.7

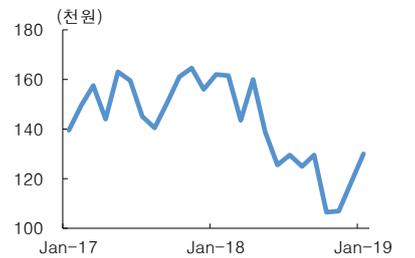
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.4	23.0	9.1
PBR(x)	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	5.9	2.2	5.3
DY(%)	2.6	3.1	4.3
EV/EBITDA(x)	10.8	13.7	10.7
EPS(원)	14,993	5,659	14,158
BPS(원)	247,807	255,951	262,086

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.7	0.4	(16.9)
KOSPI 대비(%p)	1.3	6.3	(1.4)

주가추이



자료: FnGuide

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	24,501	22,437	24,712	24,434	25,670	5.1	4.8	25,842
영업이익	775	681	951	289	501	73.4	(35.4)	793
영업이익률	3.2	3.0	3.8	1.2	2.0	0.8	(1.2)	3.1
세전이익	416	926	1,129	362	113	(68.9)	(72.9)	1,012
순이익	1,033	668	701	269	(130)	적전	적전	734

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 4분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

	추경	실적	차이
매출액	27,053	25,670	(5.1)
자동차매출	21,053	20,399	(3.1)
미국공장(HMMA)	2,090	2,055	(1.7)
인도공장(HMI)	1,507	1,660	10.2
터키공장(HAOS)	1,687	1,759	4.3
체코공장(HMMC)	778	748	(3.9)
러시아공장(HMMR)	804	785	(2.3)
브라질공장(HMB)	631	535	(15.2)
금융매출	4,112	3,362	(18.2)
기타매출	1,887	1,908	1.1
ASP(천원)	21,733	21,057	(3.1)
판매관리비	3,733	3,555	(4.8)
영업이익	811	501	(38.2)
자동차부문	439	463	5.6
금융부문	156	110	(29.6)
기타부문	66	(109)	NM
연결조정	150	37	(75.3)
지분법손익	148	(168)	NM
중국공장(BHMC) 매출	3,358	3,342	(0.5)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	101,251	105,082	100,777	105,036	(0.5)	(0.0)
영업이익	4,336	5,236	4,177	5,117	(3.7)	(2.3)
영업이익률	4.3	5.0	4.1	4.9	(0.1)	(0.1)
지분법이익	926	1,241	870	1,241	(6.0)	0.0
순이익	3,885	4,772	3,722	4,682	(4.2)	(1.9)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천대, 십억원, %)

	기존전망	수정전망	차이
출하대수	4,752	4,752	0.0
국내공장	1,798	1,798	0.0
내수	760	760	0.0
수출	1,038	1,038	0.0
해외공장	2,954	2,954	0.0
미국공장(HMMA)	345	345	0.0
중국공장(BHMC)	790	790	0.0
인도공장(HMI)	724	724	0.0
터키공장(HAOS)	203	203	0.0
체코공장(HMMC)	354	354	0.0
러시아공장(HMMR)	251	251	0.0
브라질공장(HMB)	195	195	0.0
중국상용(CHMC)	12	12	0.0
ASP(천원)	20,201	20,210	0.0
매출액			
자동차부문	77,735	77,327	(0.5)
금융부문	16,478	16,478	0.0
기타부문	7,039	6,973	(0.9)
영업이익			
자동차부문	2,641	2,709	2.6
금융부문	813	810	(0.5)
기타부문	282	279	(0.9)

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 벨류에이션

(단위: 십억원)

항목	내용	비고
영업가치(A=a-b+c)	26,336	조정순이익(a-b+c)에 PER 8x
연결순이익(a)	3,962	12MF
지분법이익(b)	963	12MF. 비영업자산 가치와 중복되므로 제외
중국JV이익(c)	52	12MF. 영업가치로 분류
순현금(B=d-e)	20,216	
현금성자산(d)	27,213	3Q18 기준. 현금 + 단기금융자산
차입금(e)	6,997	3Q18 기준. 금융부문 차입금은 제외
비영업자산(C)	12,311	보유 계열사 지분 30% 할인
총 기업가치(D=A+B+C)	58,863	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	206,191	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	120,000	연결순이익에 PER 8x
가중평균 적정주가(원)	163,000	50:50

자료: 한국투자증권

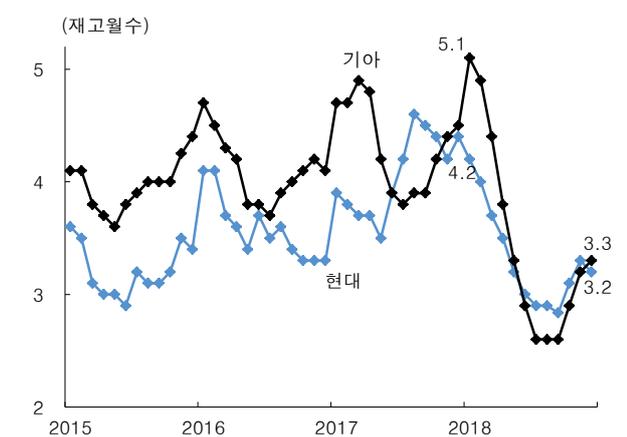
〈표 6〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	22,437	24,712	24,434	25,670	22,886	25,325	24,432	28,134	93,649	96,376	97,252	100,777	105,036
- 자동차	17,389	18,852	18,625	20,399	17,362	19,260	18,560	22,145	72,684	74,490	75,907	77,327	80,818
- 금융	3,778	4,216	4,041	3,362	3,856	4,301	4,126	4,194	14,052	15,415	16,148	16,478	17,466
- 기타	1,269	1,643	1,768	1,908	1,668	1,764	1,746	1,795	6,914	6,471	6,500	6,973	6,752
영업이익	681	951	289	501	923	1,138	994	1,122	5,194	4,575	2,422	4,177	5,117
- 자동차	400	451	(252)	463	649	760	517	783	3,481	2,585	1,062	2,709	3,374
- 금융	173	266	197	110	177	258	206	168	703	718	746	810	873
- 기타	38	88	88	(109)	67	71	70	72	575	339	106	279	270
영업이익률	3.0	3.8	1.2	2.0	4.0	4.5	4.1	4.0	5.5	4.7	2.5	4.1	4.9
- 자동차	2.3	2.4	(1.4)	2.3	3.7	3.9	2.8	3.5	4.8	3.5	1.4	3.5	4.2
- 금융	4.6	6.3	4.9	3.3	4.6	6.0	5.0	4.0	5.0	4.7	4.6	4.9	5.0
- 기타	3.0	5.4	5.0	(5.7)	4.0	4.0	4.0	4.0	8.3	5.2	1.6	4.0	4.0
지분법이익	242	236	94	(168)	203	217	217	234	1,729	225	404	870	1,241
세전이익	926	1,129	362	113	1,111	1,340	1,195	1,341	7,307	4,439	2,530	4,986	6,272
지배주주순이익	668	701	269	(130)	829	1,000	892	1,001	5,406	4,033	1,508	3,722	4,682
글로벌 판매(천대)	1,048	1,188	1,097	1,289	1,086	1,220	1,126	1,320	4,860	4,489	4,623	4,752	4,914
- 국내공장	402	442	398	506	414	455	409	520	1,669	1,652	1,748	1,798	1,850
- 해외공장	646	746	700	783	672	765	717	800	3,191	2,837	2,875	2,954	3,064
ASP(천원)	20,242	19,450	20,255	21,057	19,354	19,265	19,582	20,597	19,570	20,366	20,223	20,210	20,431
YoY													
매출	(4.0)	1.7	1.0	4.8	2.0	2.5	(0.0)	9.6	1.8	2.9	0.9	3.6	4.2
영업이익	(45.5)	(29.3)	(76.0)	(35.4)	35.5	19.7	243.9	123.9	(18.3)	(11.9)	(47.1)	72.5	22.5
지분법이익	(39.7)	64.4	흑전	적지	(16.2)	(8.1)	130.7	흑전	(10.4)	(87.0)	79.5	115.3	42.6
세전이익	(47.3)	(3.1)	(67.1)	(72.9)	20.0	18.7	229.8	1,090.9	(13.6)	(39.3)	(43.0)	97.1	25.8
지배주주순이익	(49.8)	(14.2)	(68.4)	적전	24.2	42.8	231.3	흑전	(15.8)	(25.4)	(62.6)	146.8	25.8
글로벌 판매	(5.0)	6.5	2.8	7.3	3.7	2.7	2.6	2.4	(2.1)	(7.6)	3.0	2.8	3.4
ASP	(3.2)	(3.4)	(1.3)	5.5	(4.4)	(1.0)	(3.3)	(2.2)	1.0	4.1	(0.7)	(0.1)	1.1

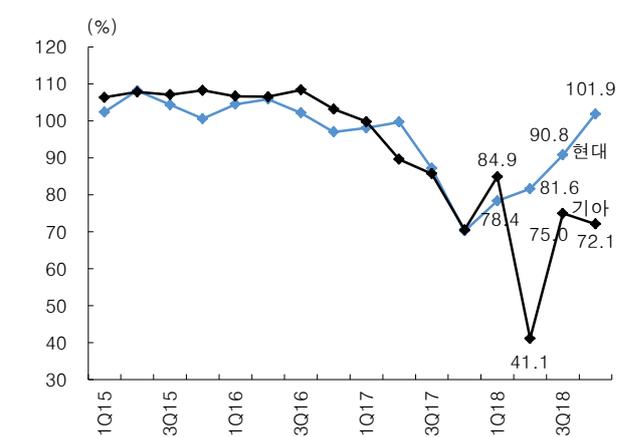
자료: 한국투자증권

[그림 1] 현대기아 미국 재고



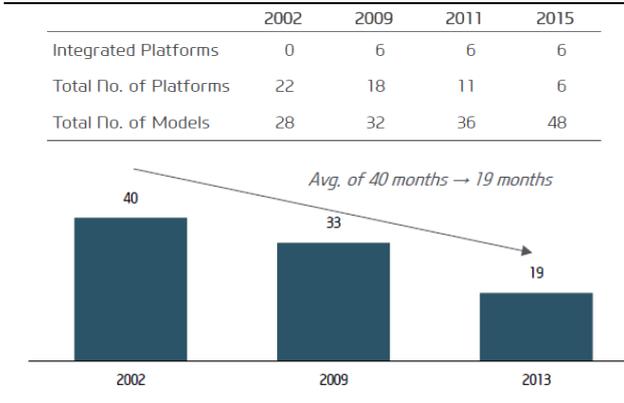
자료: 한국투자증권

[그림 2] 현대기아 미국공장 가동률



자료: 한국투자증권

[그림 3] 2세대 플랫폼은 개수 축소와 신차 개발기간 단축에 초점



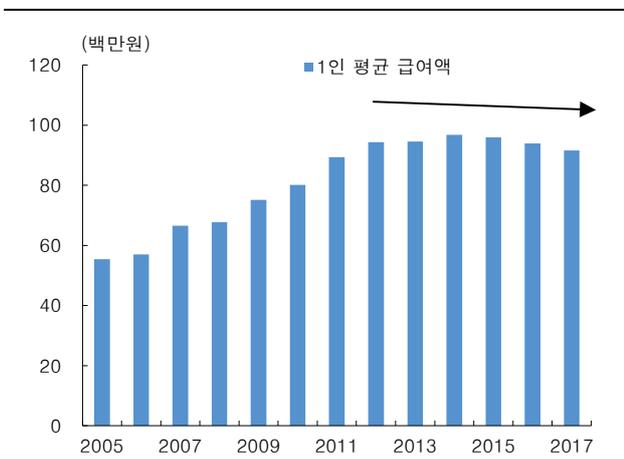
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 4] 3세대 플랫폼은 원가절감, 초소형, 후륜 강화



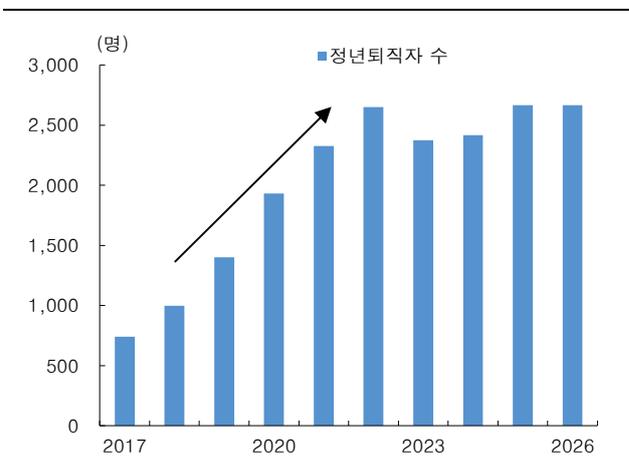
자료: 업계, 한국투자증권

[그림 5] 현대차 연봉은 고속성장 이후 정체 상태



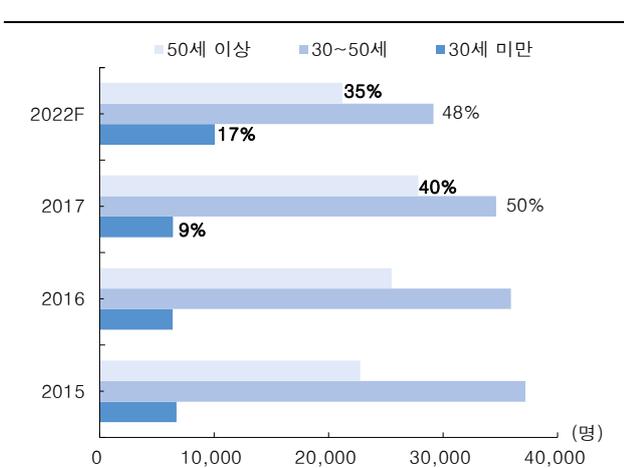
주: 국내공장 기준
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 6] 급증하는 현대차 정년퇴직자



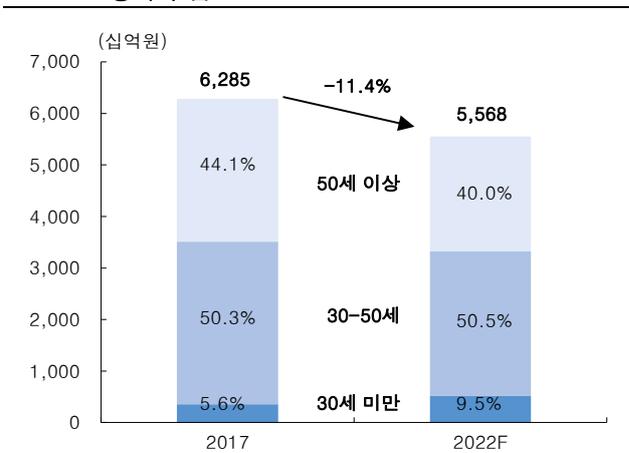
주: 국내공장 기준
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 7] 현대차 국내 직원의 연령구조 변화



주: 2022년은 추정치, 신규 채용은 모두 30세 미만 가정, 퇴직자는 모두 50세 이상 가정.
연령별 동일분포 가정
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 8] 현대차 세대별 직원 구성 변화에 따른 연간 급여 총액의 감소



자료: 현대차, 한국투자증권

<표 7> 현대차 세대별 인건비 변화 추정내역

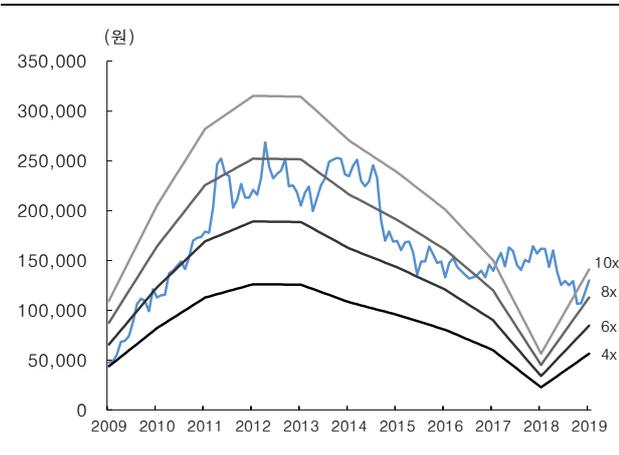
(단위: 백만원)

항목	연령	금액
2017년 급여총액		6,285,190
2017년 1인 평균 급여액		91.6
세대별 평균임금 추정(2017)	30세 미만	50.0
	30~50세	91.6
	50세 이상	100.0
세대별 인건비 추정(2017)	30세 미만	352,460
	30~50세	3,160,389
	50세 이상	2,772,340
세대별 인건비 추정(2022)	30세 미만	528,711
	30~50세	2,809,968
	50세 이상	2,229,580
2022년 급여총액 추정		5,568,259
2017년 대비 급여총액 변화		(11.4%)

주: 18~22년 인당 연간 임금 상승률 1% 가정, 13~17년 평균은 -0.6%

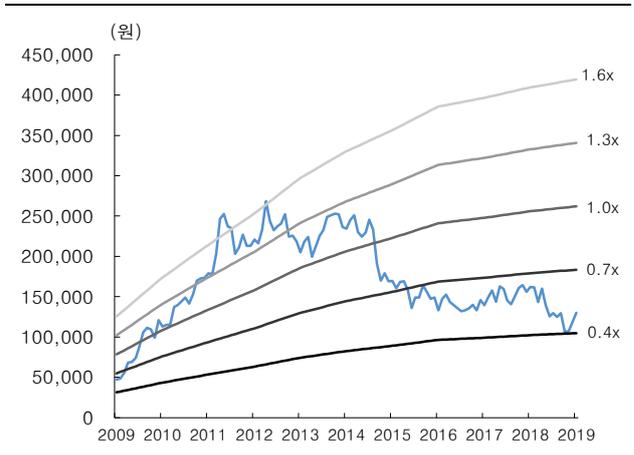
자료: 한국투자증권

[그림 9] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 10] PBR band



자료: 한국투자증권

기업개요

현대차는 1967년 설립된 국내 최대, 세계 5위(기아차 합산)의 자동차 회사. 2017년 판매량은 450만대를 기록했으며 주요 모델은 아반떼(15%), 투싼(14%), 엑센트(12%), i10(8%), 쏘나타(6%) 그리고 싼타페(5%) 등. 자동차가 전체 매출의 83%를 담당하고 금융이 12%, 기타(로템 등)가 6%를 차지(2017년 기준). 최대주주는 20.78%를 보유한 모비스이며 정몽구 회장 또한 5.17%를 보유. 현대차는 기아차 지분 33.9%를 비롯해 현대위아(25.4%), 현대다이모스(47.3%), 현대건설(21%) 등 여러 계열사의 지분을 들고 있음. 2017년 기준 내수 점유율은 38.4%(기아차 합산 67.3%), 미국 점유율은 4.0%(기아차 합산 7.4%), 중국 점유율은 3.3%(기아차 합산 4.9%)를 기록.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	47,584	48,440	48,880	47,063	49,051
현금성자산	7,890	8,822	8,902	7,054	7,353
매출채권및기타채권	7,934	7,203	7,269	7,532	7,850
재고자산	10,524	10,280	10,373	10,749	11,204
비유동자산	79,468	78,592	80,637	82,996	85,681
투자자산	20,730	19,910	21,160	21,927	22,853
유형자산	29,406	29,827	30,361	30,897	31,380
무형자산	4,586	4,809	4,853	5,029	5,241
자산총계	178,836	178,199	181,150	183,563	190,498
유동부채	43,610	43,161	43,719	42,885	46,083
매입채무및기타채무	16,245	16,759	16,911	17,524	18,264
단기차입금및단기사채	8,761	9,960	11,445	11,445	13,472
유동성장기부채	14,837	13,099	13,239	11,501	11,501
비유동부채	62,882	60,281	62,380	63,528	64,625
사채	36,456	36,454	38,454	39,203	40,119
장기차입금및금융부채	13,413	12,926	12,926	12,926	12,626
부채총계	106,491	103,442	106,100	106,413	110,708
지배주주지분	67,190	69,103	69,243	70,942	73,088
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	67,728	69,766	72,441
비지배주주지분	5,155	5,654	5,807	6,209	6,701
자본총계	72,345	74,757	75,050	77,150	79,790

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	997	3,922	3,846	7,660	8,696
당기순이익	5,720	4,546	1,645	3,939	4,955
유형자산상각비	2,165	2,255	2,318	2,394	2,465
무형자산상각비	1,194	1,275	1,317	1,365	1,422
자산부채변동	(13,565)	(11,384)	(1,229)	248	380
기타	5,483	7,230	(205)	(286)	(526)
투자활동현금흐름	(6,312)	(4,744)	(6,142)	(6,618)	(8,760)
유형자산투자	(2,971)	(3,055)	(2,852)	(2,930)	(2,948)
유형자산매각	133	118	0	0	0
투자자산순증	(2,079)	(381)	(1,102)	(236)	(214)
무형자산순증	(1,396)	(1,461)	(1,361)	(1,541)	(1,635)
기타	1	35	(827)	(1,911)	(3,963)
재무활동현금흐름	5,691	2,181	2,376	(2,890)	362
자본의증가	60	75	0	0	0
차입금의순증	7,125	3,216	3,625	(989)	2,642
배당금지급	(1,085)	(1,139)	(1,080)	(1,063)	(1,456)
기타	(409)	29	(169)	(838)	(824)
기타현금흐름	182	(428)	0	0	0
현금의증가	559	931	80	(1,847)	298

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

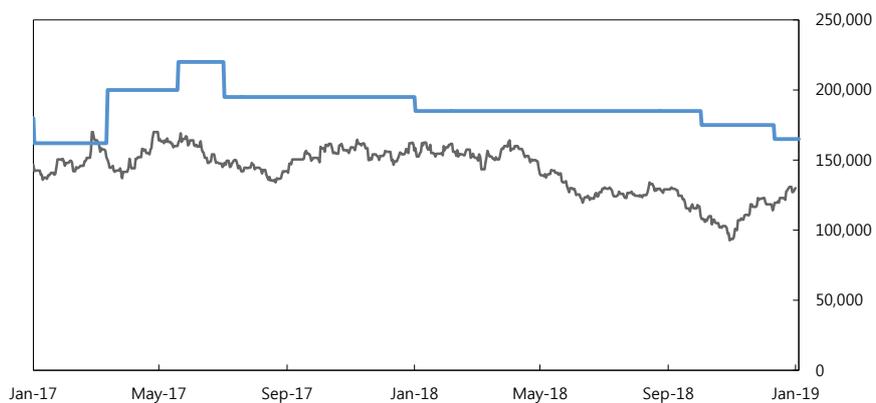
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	93,649	96,376	97,252	100,777	105,036
매출원가	75,960	78,798	82,109	82,391	85,004
매출총이익	17,689	17,578	15,143	18,387	20,033
판매관리비	12,496	13,003	12,720	14,210	14,915
영업이익	5,194	4,575	2,422	4,177	5,117
금융수익	1,111	973	1,065	1,045	1,032
이자수익	378	441	533	512	500
금융비용	678	1,120	876	882	886
이자비용	272	333	339	345	348
기타영업외손익	(49)	(214)	(216)	(223)	(233)
관계기업관련손익	1,729	225	404	870	1,241
세전계속사업이익	7,307	4,439	2,530	4,986	6,272
법인세비용	1,587	(108)	885	1,047	1,317
연결당기순이익	5,720	4,546	1,645	3,939	4,955
지배주주지분순이익	5,406	4,033	1,508	3,722	4,682
기타포괄이익	256	(1,114)	(289)	(383)	(595)
총포괄이익	5,975	3,432	1,356	3,557	4,359
지배주주지분포괄이익	5,615	2,995	1,203	3,155	3,867
EBITDA	8,552	8,104	6,058	7,935	9,005

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,118	14,993	5,659	14,158	17,817
BPS	241,103	247,807	255,951	262,086	269,838
DPS	4,000	4,000	4,000	5,500	6,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.8	2.9	0.9	3.6	4.2
영업이익증가율	(18.3)	(11.9)	(47.1)	72.5	22.5
순이익증가율	(15.8)	(25.4)	(62.6)	146.8	25.8
EPS증가율	(15.7)	(25.5)	(62.3)	150.2	25.8
EBITDA증가율	(6.6)	(5.2)	(25.3)	31.0	13.5
수익성(%)					
영업이익률	5.5	4.7	2.5	4.1	4.9
순이익률	5.8	4.2	1.6	3.7	4.5
EBITDA Margin	9.1	8.4	6.2	7.9	8.6
ROA	3.3	2.5	0.9	2.2	2.6
ROE	8.4	5.9	2.2	5.3	6.5
배당수익률	2.7	2.6	3.1	4.3	5.0
배당성향	20.0	26.8	70.5	39.1	36.7
안정성					
순차입금(십억원)	45,630	43,010	45,904	47,427	48,919
차입금/자본총계비율(%)	101.7	96.9	100.8	96.7	96.9
Valuation(X)					
PER	7.3	10.4	23.0	9.1	7.2
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.3	10.8	13.7	10.7	9.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대차 (005380)	2016.02.01	매수	180,000원	-22.2	-11.7
	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	-24.8	-11.4
	2018.10.26	매수	175,000원	-37.9	-29.7
	2019.01.04	매수	165,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 24일 현재 현대차 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 주가등락 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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 높게 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.