



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

현대차 005380

모비스와 달리 '정공법'을 선택

- ✓ CEO 간담회에서 제시된 Elliott 주주제안에 대한 현대차의 대응 방안은 새로운 주주환원 정책이 아닌 실적개선이라는 정공법 (당사 추정 및 시장 기대를 상회하는 가이던스 제시)
- ✓ 한전부지 매입과 장기화된 실적악화로 신뢰상실의 문제를 겪고 있는 현대차, 단기 배당에 높은 가중치를 두는 기조가 주류가 된다면 주총을 앞두고 주가 급등락 가능
- ✓ 그러나 주주제안 충돌을 넘어 주총을 마친다면, 향후 기업가치 방향성은 결국 실적개선이라는 본질과 동행할 예정. 19년 실적은 중장기 실적 가이던스의 바로미터

Buy

적정주가 (12개월)	150,000 원
현재주가 (2.27)	129,000 원
상승여력	16.3%
KOSPI	2,234.79pt
시가총액	275,632억원
발행주식수	21,367만주
유동주식비율	65.78%
외국인비중	44.87%
52주 최고/최저가	164,000원/92,800원
평균거래대금	780.3억원
주요주주(%)	
현대모비스 외 5 인	29.11
국민연금	8.70
The Capital Group Companies, Inc. 외	7.16
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.7 0.4 -16.9
상대주가	1.3 6.7 -1.7

주가그래프



CEO Investor Day, 새로운 주주환원 정책이 아닌 실적개선 카드를 선택

정기주총을 앞두고 현대차그룹에 대한 투자자 관심은 Elliott 주주제안에 대한 대응방안이 어떻게 제시될지 여부였다. 하루 먼저 투자자 미팅을 진행한 모비스는 특별배당 요구액 2.5 조원에 상응하는 3년간 2.6 조원의 주주환원 정책을 제시했으며, 이 중 8,125 억원이 새로운 내용이었다. 4.5 조원의 특별배당을 요구 받은 현대차에 대해서도, 모비스와 같은 가정을 적용한다면 1조원 이상 신규 주주환원 정책이 제시되길 기대할 수 있었다.

그러나 현대차가 선택한 주주제안 대응기재는 '실적개선'이라는 정공법이었다. 주주환원 지속확대라는 키워드가 제시됐으나, 구체적인 수치는 부재했다. 대신 시장 기대치 및 당사 추정치를 상회하는 대규모 중장기 실적개선 가이던스 (22년 영업이익률 7%, ROE 9%)가 제시됐고, 이를 통해 발생될 영업현금흐름 (OCF)을 주주환원 (FCF)보다는 오히려 투자 (ICF)와 유보 (14~15 조원 유동성 유지)에 집중하겠다는 의미가 강하게 전달됐다.

신뢰의 문제가 지속됐던 현대차, 향후 기업가치 관건은 결국 전망의 겸종

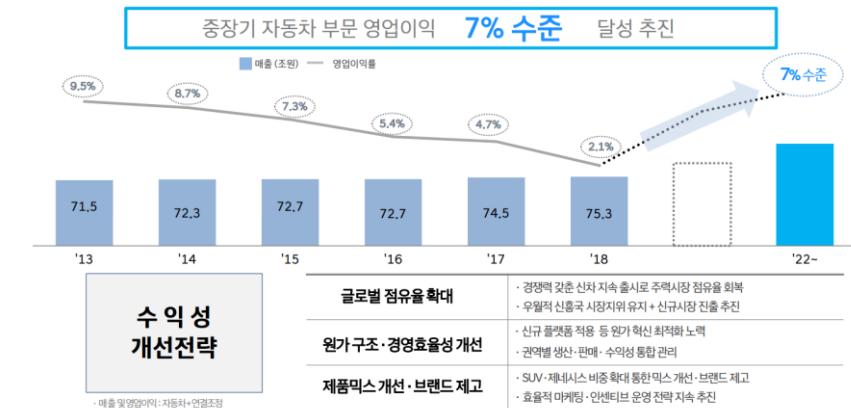
이 같은 발표에 대한 투자자의 반응은 1) 유의미한 주주환원이 없었다는 점에 대한 실망 또는 2) 최근 보여졌던 영업지표 회복세 확장을 통한 이익성장 흐름 지속에 대한 기대로 나뉠 예정이다. 만약 한전부지 매입과 장기화된 실적악화로 신뢰상실 문제에 봉착해 있는 현대차의 실적개선 전망을 믿지 않고 단기 배당에 더 높은 가중치를 두고 있는 기조가 시장의 주류가 된다면, Elliott 의 주주제안이 통과될 가능성 또한 배제할 수 없으며 이 경우 주가는 주총을 전후해 급등과 급락을 보일 가능성이 높다.

그러나 주주제안 충돌을 넘어 주총을 마친다면, 향후 기업가치의 방향성은 결국 영업지표 호전과 이를 통한 실적실현 여부라는 본질에 달렸다고 볼 수 있다. 새롭게 제시된 중장기 실적개선 가이던스의 첫 단추가 될 19년 자동차사업 영업이익률 가이던스는 4.0%이며, 당사는 이와 근접한 3.9%를 전망한다 (시장 기대치는 3% 중반 수준으로 산정 가능). 19년 실적개선은 중장기 실적 가이던스 신뢰에 대한 바로미터가 될 예정이다 (20년 가이던스 5.0% vs. 당사 추정 4.0%, 21년 가이던스 6.0% vs. 당사 추정 4.1%).

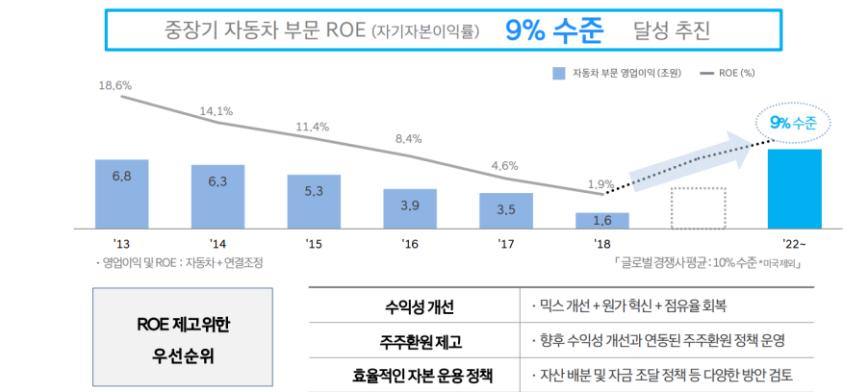
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	93,649.0	5,193.5	5,406.4	23,414	-15.8	253,415	5.6	0.5	1.3	7.8	147.2
2017	96,376.1	4,574.7	4,032.8	17,178	-25.4	261,867	7.6	0.5	1.2	5.5	138.4
2018P	97,251.6	2,422.2	1,508.1	5,716	-62.6	259,274	22.7	0.5	1.8	2.0	139.6
2019E	103,613.0	4,326.6	4,102.1	17,379	172.0	270,103	7.5	0.5	1.4	5.4	136.5
2020E	109,054.4	4,604.0	4,583.5	19,440	11.9	282,088	6.7	0.5	1.3	5.8	132.3

그림1 현대차, 당사 추정치와 시장 기대치를 상회하는 중장기 이익성장 가이던스를 제시

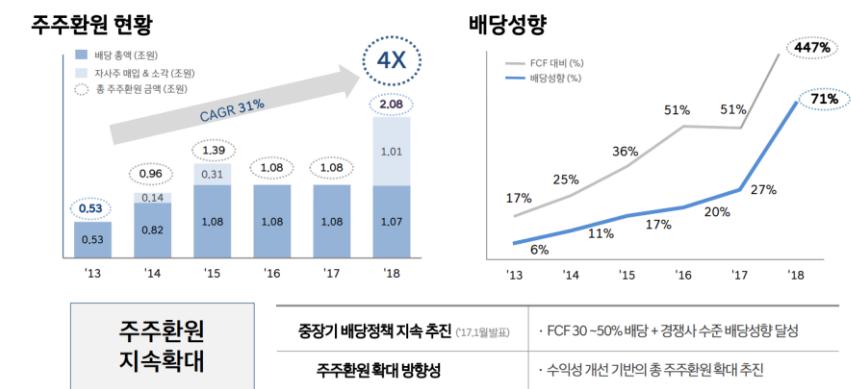
경영진 목표 : 수익성 개선



경영진 목표 : ROE 개선



경영진 목표 : 주주환원



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림2 개선된 실적을 바탕으로 New Mobility에 대한 투자 확대를 예고

Clean Mobility 중장기 전략 (전기차 모델 확대)

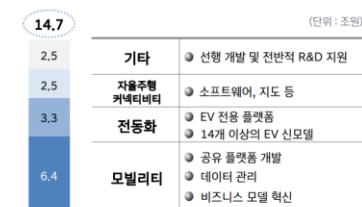


향후 5개년 중장기 투자 로드맵

R&D 및 경상투자



미래기술 관련 투자



30.6 조원

상품 경쟁력 강화

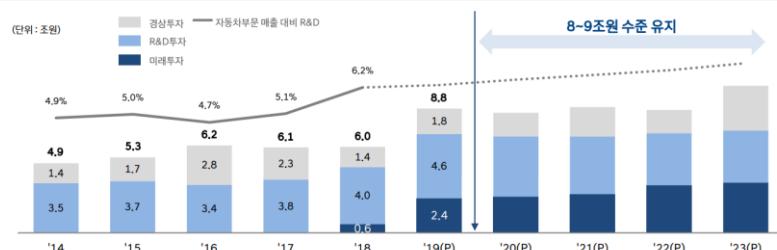
14.7 조원

자동차 산업 대변혁 준비

45.3 조원

향후 5개년 총 투자금액

중장기 투자 전망



R&D 와 미래 기술 을 위해서 일정 수준의 투자 필수

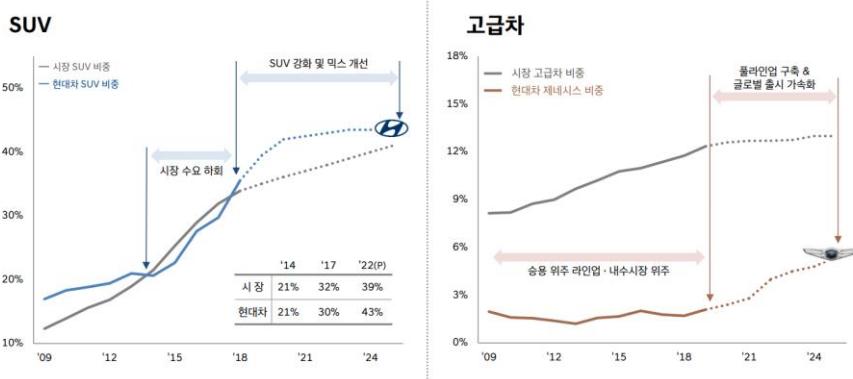
총 투자 금액은 5 ~ 6조원 에서 8 ~ 9조원 수준으로 증가할 전망

* 중국 투자 포함, GBC 관련 투자 제외

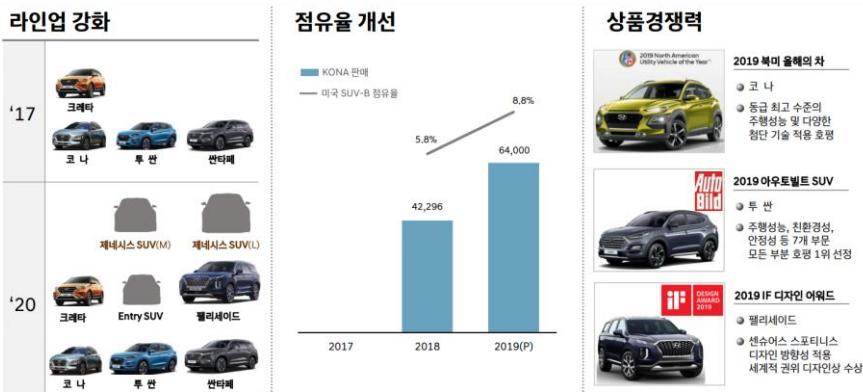
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림3 실적 개선의 주요 근거는 SUV/Luxury Mix 확대 중심의 신차 Cycle 개시와 원가절감

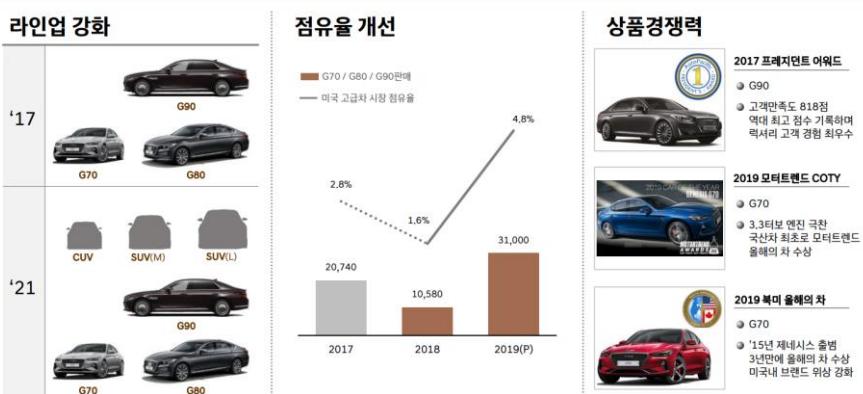
시장 수요와 현대자동차 판매 트렌드



SUV 라인업 개선 상품경쟁력 확보



제네시스 풀라인업 구축 글로벌 경쟁력 확보



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표1 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	22,436.6	24,711.8	24,433.7	25,669.5	23,932.1	26,484.0	25,346.7	27,850.2	97,251.6	103,613.0	109,054.4
(% YoY)	-4.0	1.7	1.0	4.8	6.7	7.2	3.7	8.5	0.9	6.5	5.3
판매볼륨 (중국 제외)	858	953	914	1,023	920	1,008	917	1,026	3,747	3,871	3,982
(% YoY)	-2.7	-4.2	3.3	12.5	7.2	5.8	0.4	0.3	2.1	3.3	2.9
연결기준 ASP (백만원)	18.9	19.0	18.7	19.6	19.6	20.2	19.6	20.6	19.1	20.0	20.4
(% YoY)	-5.0	-0.4	-1.4	6.0	3.4	6.3	4.9	5.1	-0.2	4.9	1.9
자동차	17,389	18,852	18,625	20,399	18,706	20,814	19,751	22,117	75,265	81,387	85,296
(% YoY)	-2.4	-1.7	-1.1	9.3	7.6	10.4	6.0	8.4	1.0	8.1	4.8
금융	3,778	4,216	4,041	3,362	3,820	3,983	3,852	4,078	15,398	15,733	16,955
(% YoY)	-7.8	18.1	8.8	-16.6	1.1	-5.5	-4.7	21.3	-0.1	2.2	7.8
기타	1,269	1,643	1,768	1,908	1,406	1,687	1,744	1,655	6,589	6,492	6,804
(% YoY)	-12.2	6.0	6.2	5.3	10.8	2.7	-1.4	-13.3	1.8	-1.5	4.8
OP	681.3	950.8	288.9	501.1	995.2	1,193.2	1,002.6	1,106.9	2,422.2	4,298.0	4,573.7
(% YoY)	-45.5	-29.3	-76.0	-35.4	46.1	25.5	247.0	120.9	-47.1	77.4	6.4
자동차	469.9	596.4	3.8	500.1	757.6	861.0	716.0	871.9	1,570.2	3,206.5	3,389.4
(% YoY)	-51.0	-43.5	-99.6	-10.8	61.2	44.4	18,816.0	74.3	-55.4	104.2	5.7
금융	172.9	266.1	197.2	110.0	182.8	264.7	216.9	172.1	746.2	836.5	918.9
(% YoY)	-3.5	24.9	10.2	-25.2	5.7	-0.5	10.0	56.5	3.9	12.1	9.8
기타	38.5	88.3	88.0	-109.0	54.8	67.5	69.7	62.9	105.7	255.0	265.4
(% YoY)	-65.6	16.4	5.5	-261.0	42.5	-23.6	-20.7	-157.7	-68.8	141.1	4.1
RP	925.9	1,128.8	362.3	112.6	1,318.7	1,507.6	1,279.0	1,476.1	2,529.6	5,581.4	6,219.6
(% YoY)	-47.3	-3.1	-67.1	-72.9	42.4	33.6	253.0	1,211.3	-43.0	120.6	11.4
NP	668.0	700.6	269.2	-129.8	965.1	1,105.3	931.6	1,078.1	1,508.1	4,080.1	4,560.1
(% YoY)	-49.8	-14.2	-68.4	-112.6	44.5	57.8	246.0	-930.8	-62.6	170.5	11.8
Margin											
OP margin (%)	3.0	3.8	1.2	2.0	4.2	4.5	4.0	4.0	2.5	4.1	4.2
자동차	2.7	3.2	0.0	2.5	4.0	4.1	3.6	3.9	2.1	3.9	4.0
금융	4.6	6.3	4.9	3.3	4.8	6.6	5.6	4.2	4.8	5.3	5.4
기타	3.0	5.4	5.0	-5.7	3.9	4.0	4.0	3.8	1.6	3.9	3.9
RP margin (%)	4.1	4.6	1.5	0.4	5.5	5.7	5.0	5.3	2.6	5.4	5.7
NP margin (%)	3.0	2.8	1.1	-0.5	4.0	4.2	3.7	3.9	1.6	3.9	4.2
글로벌 판매볼륨	1,024	1,174	1,097	1,262	1,110	1,238	1,112	1,281	4,557	4,741	4,882
(% YoY)	-6.0	5.9	1.9	4.4	8.4	5.5	1.4	1.5	1.6	4.0	3.0
글로벌 ASP (백만원)	18.5	18.3	17.9	18.7	19.0	19.4	19.0	19.9	18.4	19.4	19.8
(% YoY)	-2.7	-0.9	-2.3	6.1	2.9	6.5	5.9	6.1	0.1	5.4	2.2
글로벌 ASP (천달러)	17.3	16.9	16.0	16.6	17.0	17.4	16.9	17.8	16.7	17.3	18.0
(% YoY)	4.7	3.7	-1.3	4.1	-1.5	2.7	6.0	6.8	2.9	3.6	4.0
평균환율 (원·달러)	1,072	1,080	1,121	1,127	1,120	1,120	1,120	1,120	1,100	1,120	1,100
기밀환율 (원·달러)	1,067	1,115	1,109	1,129	1,120	1,120	1,120	1,120	1,129	1,120	1,100

자료: 현대차, 메리츠종금증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	93,649.0	96,376.1	97,251.6	103,613.0	109,054.4
매출액증가율 (%)	1.8	2.9	0.9	6.5	5.3
매출원가	75,959.7	78,798.2	82,108.6	86,413.8	90,784.0
매출총이익	17,689.3	17,577.9	15,143.1	17,199.2	18,270.4
판매관리비	12,495.8	13,003.2	12,720.9	12,901.2	13,696.7
영업이익	5,193.5	4,574.7	2,422.2	4,298.0	4,573.7
영업이익률	5.5	4.7	2.5	4.1	4.2
금융손익	433.2	-147.4	217.9	205.0	219.4
종속/관계기업손익	1,729.4	225.1	405.0	1,182.0	1,426.6
기타영업외손익	-49.1	-213.7	-515.4	-103.6	0.0
세전계속사업이익	7,307.1	4,438.5	2,529.6	5,581.4	6,219.6
법인세비용	1,587.4	-107.9	884.6	1,283.7	1,430.5
당기순이익	5,719.7	4,546.4	1,645.0	4,297.7	4,789.1
지배주주지분 순이익	5,406.4	4,032.8	1,508.1	4,080.1	4,560.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	997.0	3,922.4	2,672.6	7,922.5	8,246.9
당기순이익(손실)	5,719.7	4,546.4	1,645.0	4,297.7	4,789.1
유형자산상각비	2,164.6	2,254.6	2,338.4	2,353.7	2,429.0
무형자산상각비	1,194.2	1,274.8	1,419.3	1,426.5	1,437.0
운전자본의 증감	-13,565.1	-11,384.3	-10,899.4	-9,306.1	-9,429.9
투자활동 현금흐름	-6,311.8	-4,744.4	-63.9	-5,828.0	-6,115.1
유형자산의증가(CAPEX)	-2,971.2	-3,055.0	-2,902.3	-2,931.3	-2,960.6
투자자산의감소(증가)	-78.8	-192.5	-260.2	-1,479.1	-1,304.0
재무활동 현금흐름	5,691.4	2,181.2	-2,013.9	-1,490.2	-1,614.8
차입금의 증감	7,124.8	3,215.8	-506.2	-397.8	-386.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	558.6	931.4	417.4	604.3	516.9
기초현금	7,331.5	7,890.1	8,821.5	9,238.9	9,843.2
기말현금	7,890.1	8,821.5	9,238.9	9,843.2	10,360.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	72,449.6	73,975.9	72,235.1	74,705.0	76,992.4
현금및현금성자산	7,890.1	8,821.5	9,238.9	9,843.2	10,360.2
매출채권	4,437.6	3,838.0	3,890.1	3,626.5	3,271.6
재고자산	10,523.8	10,279.9	9,919.7	10,361.3	10,905.4
비유동자산	106,386.3	104,223.5	105,084.4	107,666.9	110,044.5
유형자산	29,405.7	29,827.1	29,922.3	30,499.8	31,031.4
무형자산	4,586.2	4,809.3	4,751.6	4,775.7	4,810.9
투자자산	20,730.2	19,910.0	20,236.8	21,715.9	23,019.9
자산총계	178,835.9	178,199.5	177,319.5	182,371.9	187,036.9
유동부채	43,609.8	43,160.7	45,866.7	47,655.5	48,794.4
매입채무	6,985.9	6,483.9	6,445.5	6,763.5	7,009.7
단기차입금	8,760.7	9,889.7	10,384.1	10,488.0	10,592.9
유동성장기부채	14,837.0	13,098.5	15,718.3	15,403.9	15,095.8
비유동부채	62,881.6	60,281.4	57,435.8	57,629.8	57,757.8
사채	36,456.4	36,454.2	36,818.7	36,818.7	36,818.7
장기차입금	13,390.0	12,488.1	9,366.1	9,178.8	8,995.2
부채총계	106,491.4	103,442.1	103,302.5	105,285.3	106,552.1
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,202.6	4,201.2	4,201.2	4,201.2	4,201.2
기타포괄이익누계액	-1,223.2	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0
이익잉여금	64,361.4	67,332.3	65,895.7	68,747.7	71,916.8
비지배주주지분	5,154.9	5,653.9	5,790.8	6,008.4	6,237.4
자본총계	72,344.6	74,757.4	74,017.0	77,086.7	80,484.8

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	425,143	437,523	441,498	470,377	495,080
EPS(지배주주)	23,414	17,178	5,716	17,280	19,334
CFPS	76,654	78,662	68,817	78,214	80,248
EBITDAPS	38,825	36,790	28,055	36,673	38,314
BPS	253,415	261,867	259,274	270,026	281,929
DPS	4,000	4,000	4,000	4,500	5,100
배당수익률(%)	3.1	3.1	3.1	3.5	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	7.6	22.7	7.5	6.7
PCR	1.7	1.7	1.9	1.7	1.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	85,523.3	81,040.6	61,798.1	80,782.3	84,396.8
EV/EBITDA	1.3	1.2	1.8	1.4	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	5.5	2.0	5.4	5.8
EBITDA 이익률	9.1	8.4	6.4	7.8	7.7
부채비율	147.2	138.4	139.6	136.6	132.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	1.9	1.4	0.8	1.5	1.6
매출채권회전율(X)	21.0	23.3	25.2	27.6	31.6
재고자산회전율(X)	9.0	9.5	9.6	9.6	9.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	1.6	13.3	
2017.03.27	산업분석	Hold	150,000	김준성	2.7	13.3	
2017.04.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-0.1	13.3	
2017.04.27	기업브리프	Hold	150,000	김준성	-0.3	13.3	
2017.05.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	0.9	13.3	
2017.05.22	산업분석	Buy	192,000	김준성	-14.9	-11.5	
2017.07.03	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-15.4	-11.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.4	-11.5	
2017.07.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.9	-11.5	
2017.08.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-19.8	-11.5	
2017.09.01	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.4	-11.5	
2017.10.11	산업분석	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.11	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.1	-11.5	
2017.11.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-20.7	-11.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	200,000	김준성	-19.8	-17.8	
2017.12.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.1	-17.8	
2018.01.03	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.6	-17.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.02.01	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.8	-17.8	
2018.03.05	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.9	-17.8	
2018.03.08	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.5	-17.8	
2018.04.16	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.04.24	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.04.27	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.05.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.05.24	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.9	-17.8	
2018.06.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.2	-17.8	
2018.07.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.9	-17.8	
2018.07.12	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.7	-27.4	
2018.07.23	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.7	-25.4	
2018.07.27	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.8	-23.4	
2018.09.07	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.5	-23.4	
2018.10.11	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.5	-23.4	
2018.10.26	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-28.5	-26.7	
2018.11.07	산업분석	Buy	140,000	김준성	-21.0	-12.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	140,000	김준성	-18.9	-6.4	
2019.01.25	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-17.0	-13.7	
2019.02.27	산업브리프	Buy	150,000	김준성	-16.9	-13.7	
2019.02.28	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-	-	

