

2017/07/27

현대차(005380)

자동차/타이어 고태봉

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

자동차/타이어 강동욱

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

Top-line과 Bottom-line의 온도차가 극심한 실적

■ 2Q17 Review - Top-line과 Bottom-line의 온도차가 극심한 실적

Top-line과 Bottom-line의 온도차가 극심한 실적이다. 매출액은 전년동기비 1.5% 감소한 24.3조, 영업이익은 23.7% 감소한 1.34조를 기록했다. Top-line에서는 EBITDA가 2.2조에 달해 현금창출 능력에는 큰 문제가 없음을 보여줬지만 Bottom-line에서는 가장 큰 걱정이었던 BHMC가 1,500억 이상의 적자를 기록한 것으로 보이고, 기아차 역시 부진한 실적을 보탠 것으로 판단된다. 예상치 못했던 것은 매도가능증권인 현대제철의 취득가-최근 주가간 괴리를 손상차손으로 3,000억 이상 반영한 것이다. 이에 세전이익이 전년동기 51.1% 감소한 1.16조로 크게 위축되었고, 지배주주순이익은 1조를 하회한 8,169억원에 불과했다. Earning shock로 인식될만한 결과다.

■ 3Q17 Preview - 예상치 못했던 Bottom-line에서 불확실성 확대

전년도 3분기는 극단적인 파업과 개소세 인하 종료로 영업이익이 겨우 1조를 넘겨 낮은 베이스가 형성되어 있다. 정상적 생산과 판매가 이뤄진다면 (+) 가능성이 높다. 특히 전년동기엔 13만대 이상의 파업손실로 별도기준 영업이익률이 0.3%까지 낮아진 바 있다. B-Seg SUV 코나와 G70(9월) 판매가 시작되면서 별도기준 손익이 전년동기비 크게 개선될 것이다. 2분기 해외/판매법인의 부진한 실적 요소를 반영해도 3분기 영업이익 규모는 1.1조를 넘어설 것으로 본다. 그럼에도 아쉬운 것은, Bottom-line에서 기아차의 통상임금이 현대차 지분법평가이익을 크게 훼손시킬 가능성이 높고, BHMC의 THAAD 피해와 현대제철의 손상차손 반영 이후 현대건설에 대한 우려 제기도 생각해볼 수 있다. 기아차 통상임금을 제외한 추정 매출액 22.9조, 영업이익은 전년동기비 8.6% 증가한 1.16조로 예상한다.

■ Bottom의 위험요인을 주가에 반영, 10% 하향한 18만원 제시

고민이 깊다. PER을 Valuation의 Tool로 주로 사용해온 입장에서 Bottom-line의 (-)요인을 쉽게 무시할 수가 없다. 최악의 경우 기아차 통상임금으로 인해 거의 1조 가량의 지분법 손실이 반영될 수도 있다. 그럼에도 지난 4년간 오랜 부진이 신차출시와 더불어 개선의 조짐을 보이고 있는 것은 간과할 수 없는 본질적 변화다. 3분기 Bottom-line에서 오는 일시적 Risk factor를 반영해 목표주가는 기존 20만원에서 10% Discount한 18만원으로 하향한다.

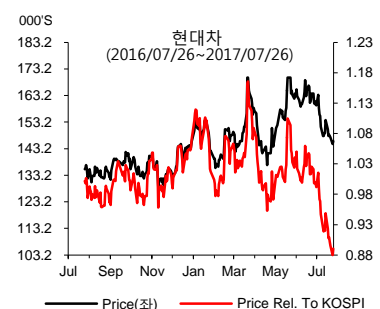
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M) | 180,000원 |
| 종가(2017/07/26) | 148,000원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 1,489십억원 |
| 발행주식수 | 28,548만주 |
| 시가총액 | 39,680십억원 |
| 외국인지분율 | 45.3% |
| 배당금(2016) | 5,000원 |
| EPS(2017E) | 15,296원 |
| BPS(2017E) | 247,775원 |
| ROE(2017E) | 6.3% |
| 52주 주가 | 129,000~173,000원 |
| 60일평균거래량 | 577,699주 |
| 60일평균거래대금 | 91.2십억원 |

Price Trend

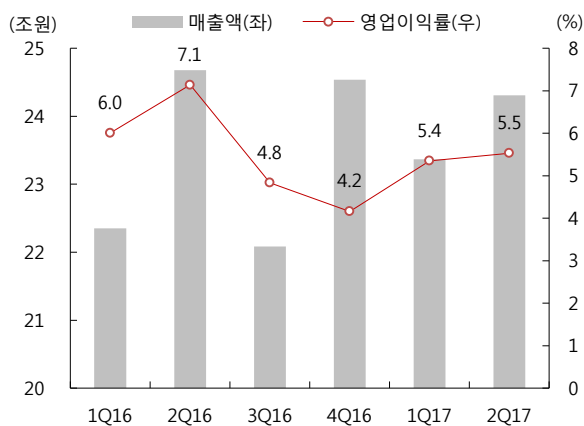


2Q17 Review

Top-line과 Bottom-line의 온도차가 극심한 실적

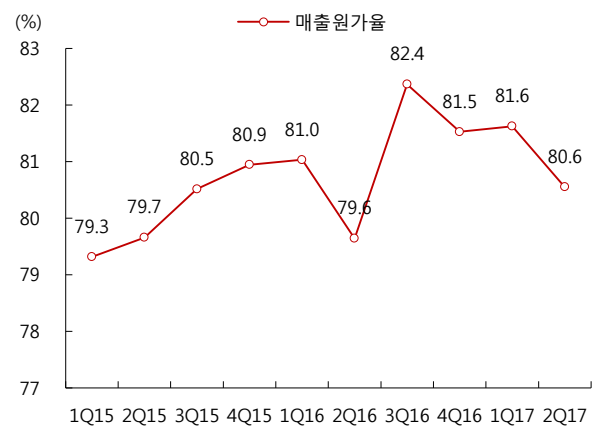
2분기 실적이 발표되었다. Top-line과 Bottom-line의 온도차가 극심한 실적이다. 매출액은 전년동기비 1.5% 감소한 24.3조, 영업이익은 23.7% 감소한 1.34조를 기록했다. Preview를 통해 25.5조의 매출액에 1.46조의 영업이익(OPM 5.7%)을 예상했는데, 실제로는 인센티브 차감으로 외형이 더 축소되고, 비용이 늘면서 이익률이 더 낮아졌다. 부문별로는 자동차가 19.19조의 매출, 8,770억원(OPM 4.6%)의 영업이익을 기록했다. 금융부문은 HCA의 어려움에도 불구하고, 매출액 3.57조, 영업이익은 2,130억원(OPM 6.0%)을 기록했다. 기타부문은 8.5% 감소한 1.55조 매출액에 영업이익은 760억원(OPM 4.9%)이었다. 그나마 Top-line에서는 EBITDA가 2.2조에 달해 현금창출 능력에는 큰 문제가 없음을 보여줬다. 하지만 Bottom-line에서는 가장 큰 걱정이었던 BHMC가 1,500억 이상의 적자를 기록한 것으로 보이고, 기아차 역시 부진한 실적을 보탠 것으로 판단된다. 전혀 예상치 못했던 것은 금융손익인데, 매도가능증권인 현대제철의 취득가-최근 주가간 괴리를 손상차손으로 반영한 것이다. 여기서 3,000억원 이상의 부담이 더해졌다. 이에 세전이이익이 전년동기 51.1% 감소한 1.16조로 크게 위축되었고, 지배주주순익은 1조를 하회한 8,169억원에 불과했다. Earning shock로 인식될만한 결과다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 전년동기비 크게 부진



자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 2> 매출원가율 추이 - 전분기 대비 1%p 개선



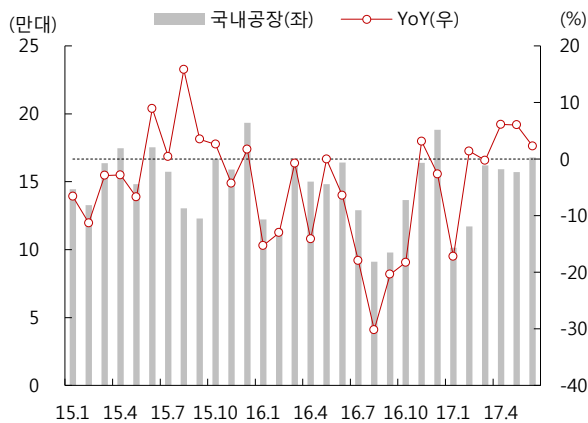
자료: 현대차, 하이투자증권

이번 2분기 실적에서 좀 더 살펴봐야 할 것은,

첫째, 가장 관심이 많은 별도재무제표의 손익이 개선되었을지에 관련한 힌트들이다. 공개 이전에 알수는 없지만, 우선 그랜저IG와 쏘나타 뉴라이즈를 중심으로 한 내수 판매가 QoQ로 12.9% 증가했고, 수출이 YoY 10.8% 증가했다는 점에서 최악은 벗어났다는 생각이다. 무엇보다 1분기 국내공장 가동률 84.2%에서 2분기 104.8%로

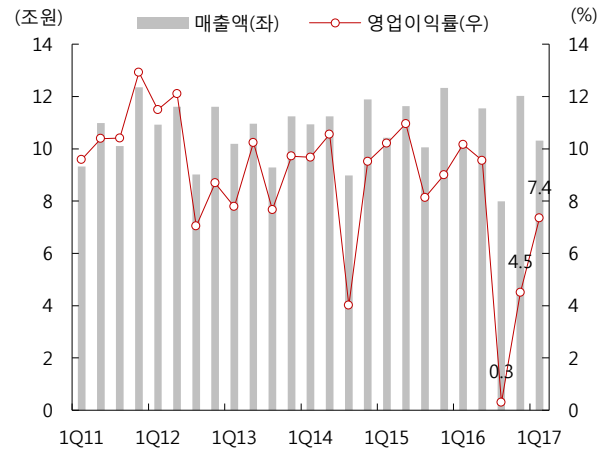
크게 증가한 부분이 별도 손익의 개선을 짐작케한다. 이미 16년 3분기 별도 영업이익률 0.3%를 바닥으로 4분기 4.5%, 17년 1분기 7.4%로 개선세를 보이고 있던 중이다. 별도 영업이익률은 통상 10-12%의 높은 레벨에서 형성되어 왔다. 2분기엔 1분기 대비 분명 개선되었을 것으로 확신한다. 누누히 강조하지만 개선의 순서는 신차투입 속도와 비례하기 때문이다. 즉, 내수→수출→해외의 순서로 개선세를 보일 것이다. 내수+수출이 만들어내는 실적개선은 별도 손익계산서에 바로 반영된다. Bottom-line의 노이즈로 인해 별도의 개선이 가려져선 안될 것이다.

<그림 3> 국내공장 출하 및 전년동기비 증감 추이 - 내수, 수출의 증가로 전년동기비 증가



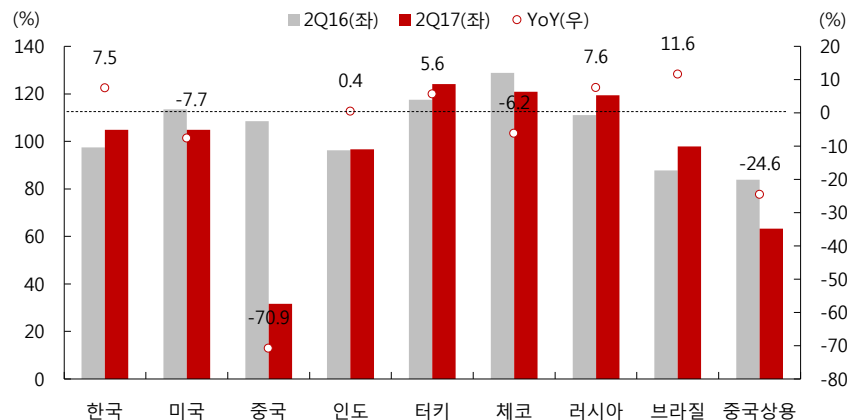
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 4> 별도기준 매출액 및 영업이익률 추이 - 1Q17 7.4%로 개선세를 보이고 있던 중 2Q17에도 개선됐을 것으로 전망



자료: DART, 하이투자증권

<그림 5> 각국 공장 분기 가동률 및 전년동기비 증감률 - 국내 공장 가동률 개선은 별도 손익의 개선을 짐작케함, 미국 재고조정에 따른 가동률 하락, 중국은 사드 영향 본격화로 크게 부진

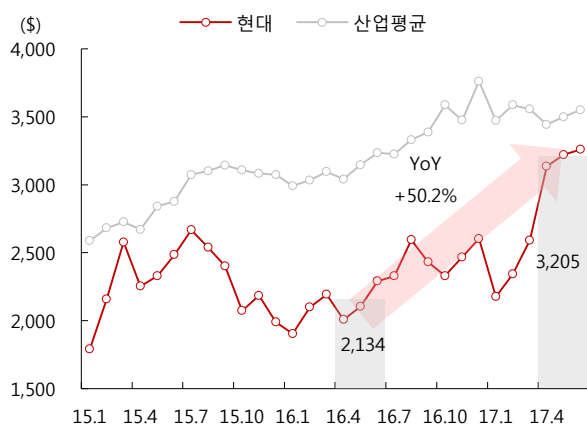


자료: 현대차, 하이투자증권

둘째, 예상했던대로 미국이 정말 어렵다. 미국에서 경쟁력 약화에 따른 판매부진은 ① 전년동기 인센티브의 상향, ② 재고의 증가, ③ 중고차 시장 가격하락, ④ HCA 부담 가중 등의 수익성 악화 결과로 연결된다. 모든 것이 일정하다고 가정해도 전년도 2분기 대비 해당 1,071달러의 인센티브 증가를 가정하면, 순수하게

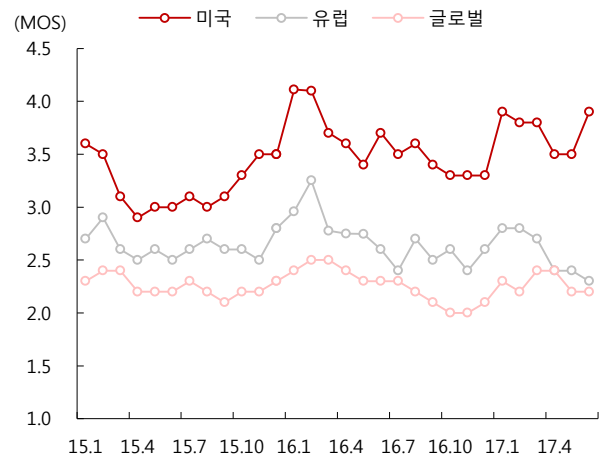
1,449억원이 추가비용으로 지출되는 셈이다. 아쉬운 것은 신차투입이 예정된 18년 하반기 전까지 미국에서 획기적 개선을 기대하긴 힘들다는 점이다. 경쟁심화와 Fleet 진출의 어려움 때문에 아래 <그림8>처럼 파격적인 Promotion을 통해 재고 소진을 꾀할 수 밖에 없다. 여전히 Light Truck이 주도하는 시장에서 세단형 승용의 비중이 높은 현대차가 상황을 개선시킬 방법은 균형 잡힌 믹스로 신차를 투입하는 방법 밖에 없다. SUV가 대거 투입되는 내년 하반기를 기약할 수 밖에 없다.

<그림 6> 미국시장 인센티브 추이 - 전년동기비 50.2% 증가로 손익에 부정적 영향을 미침



자료: Automotive News, 하이투자증권

<그림 7> 현대차 글로벌 재고 추이 - 미국 재고는 6월 기준 3.9 개월로 여전히 부담스러운 수준



자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 8> HMA의 프로모션 - 60개월 무이자+\$500 캐시백 또는 \$4,250 볼 지원(Irvine 기준)

LOCAL OFFERS : PROMOTIONS

HYUNDAI

summer

CLEARANCE EVENT



2017 Elantra - From \$17,150

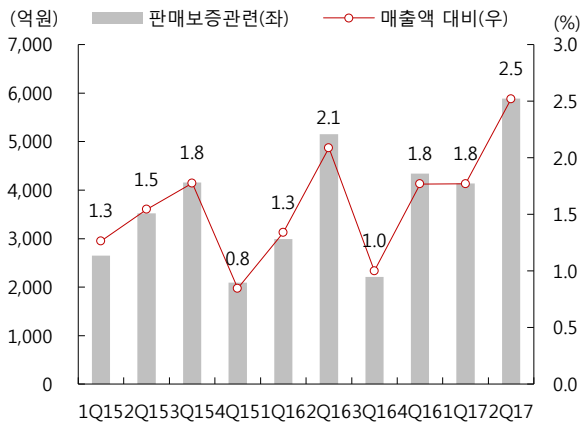
- Lease starting at \$169/month for 36 months with \$1,999 due at signing PLUS up to \$500 cash back (Sales Event Cash) [7/6/2017 - 7/31/2017]
- Low APR 0.0% financing for up to 60 months PLUS up to \$500 cash back (Sales Event Cash) [7/6/2017 - 7/31/2017]
- Or up to \$4,250 Total Savings (includes \$3,000 Retail Bonus Cash + \$750 HMF Standard Rate Bonus Cash + \$500 Sales Event Cash) [7/6/2017 - 7/31/2017]

자료: HMA, 하이투자증권

셋째, 비용 면에서 부담요인으로 작용하고 있는 리콜 관련 충당금을 포함, 판매보증충당금이 매출액 대비 2.5%인 5,885억에 달했다. 내부고발에 따른 국토부 강제 리콜이 2분기까지 전부 반영된 것으로 본다. 평균환율 대비 기말환율이 불리하게 작용한 것도 전입액 규모를 늘게 했다.

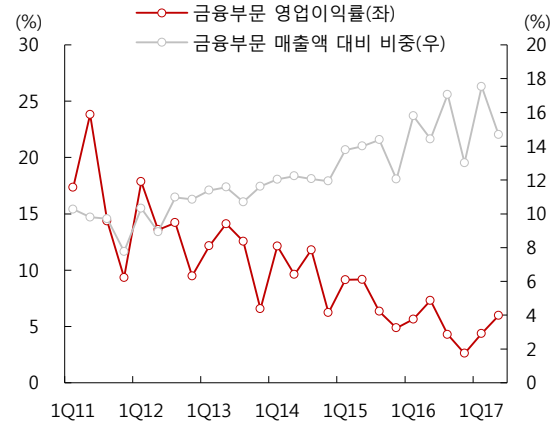
넷째, 금융법인의 전체 매출에서 차지하는 비중이 14%대로 줄었다. 장기 무이자할부가 증가하고 Residual value 하락과 미국의 중고차 공급증가에 따른 가격하락 영향을 고스란히 전가받았지만, 그 규모가 점차 감소하고 있기 때문인 것으로 보인다. 리스상품에 따른 손실이 추가로 확대되지 않음은 그나마 다행이다. 하지만 국내의 현대카드, 캐피탈이 방어하지 않는다면 더 힘들어질 수 있다.

<그림 9> 판매보증관련 비용 및 매출액 대비 비중 추이 - 매출액 대비 2.5%로 IFRS 도입 후 최고 수준



자료: 현대차, 하이투자증권

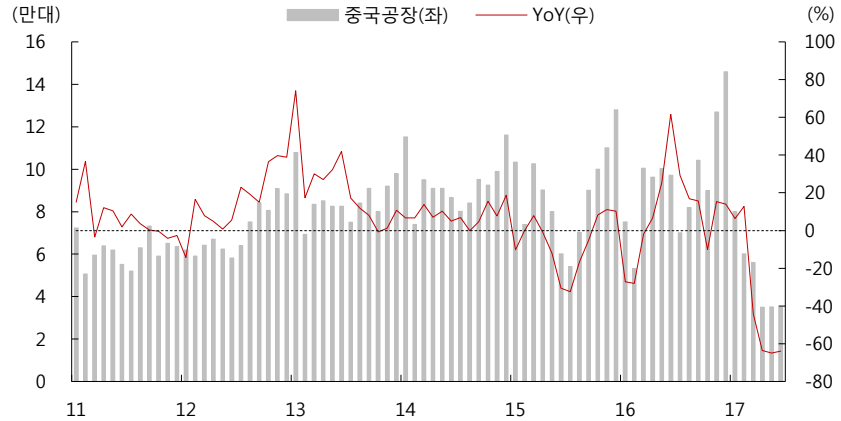
<그림 10> 금융부문 영업이익률 및 매출액 대비 비중 추이 - 2Q17 매출액 대비 비중은 하락했으나 영업이익률은 상승



자료: 현대차, 하이투자증권

다섯째, 지분법평가이익에서 BHMC 적자를 고려하여 60.6% 감소한 2,382억원으로 전망했는데, 실제로는 76.2% 감소한 1,436억에 불과해 BHMC와 기아차가 예상보다 크게 하회했음을 알 수 있다. 중국의 가동률이 31.6%에 불과해 당사 판단으로 적자폭이 1,500억원을 넘어선 것으로 보인다. THAAD 문제가 3분기까지 발목을 잡을 가능성이 큰 까닭에 3분기도 Bottom-line에 대한 우려는 여전할 것으로 보인다. 기아차 역시 8월 17일 통상임금 1차 판결에서 밝혀질 규모(최소 7천억 - 최대 3.4조)에 따라 대규모 지분법평가손실이 반영될 수 있다는 점에서 안심할 수 없다.

<그림 11> 중국공장 출하 판매 및 전년동기비 증감 추이 - 사드 영향 본격화로 2Q17 가동률이 31.6%에 머물러 BHMC의 적자를 전망하며 Bottom-line 우려



자료: 현대차, 하이투자증권

여섯째, 실적악화 가운데 매도가능 증권의 손상차손을 반영한 것은 전혀 예상하지 못한 바다. 금융손익이 3,000억 넘는 적자로 전환되었다. 매도가능증권으로 분류되는 현대제철의 취득원가 대비 현재주가의 괴리를 손상차손으로 반영한 것이다. 우려되는 것은 더 규모가 큰 현대건설 역시 같은 잣대를 적용한다면 현대제철 대비 2.7배 가량 큰 잠재손실이 더 발생할 수 있다는 점이다. 시장에서 잊고 있었던 악재가 다시 표면에 등장한 셈이다. (주가 상승시 환입이 가능함)

<표 1> 현대제철, 현대건설 주가 30% 하락시 손상차손 추정치 - 2Q17 현대제철이 손상차손으로 반영되었지만, 현대건설도 같은 기준으로 반영시 더 큰 잠재손실 발생 가능성 존재

(단위: 주, 원)

| 구분 | 보유주식수 | 취득 원가 | 30% 하락시 주가 | 30% 하락시 손상차손 |
|------|------------|---------|------------|------------------|
| 현대제철 | 9,173,595 | 121,076 | 84,753 | -333,211,200,000 |
| 현대건설 | 23,327,400 | 127,577 | 89,304 | -892,811,912,940 |

주: 당사 추정치
자료: DART, 하이투자증권

결론적으로 Top-line에서는 내수-수출에서의 개선이 진행되는 가운데, 예상보다 미국의 판매악화가 부정적 영향을 더 미쳤지만, 감내할 수준이었다. 하지만 Bottom-line에서 중국발 지분법평가손실과 금융손익에서 현대제철 손상차손 반영은 시장 우려보다도 훨씬 크게 걱정을 끼쳤다는 판단이다.

3Q17 Preview

예상치 못했던 Bottom-line에서 불확실성 확대

하반기 전망자료를 작성하면서 소극적 변화지만, 3분기부터는 Base effect를 기대할 수 있다는 언급을 한 바 있다. 전년도 3분기는 극단적인 파업과 개소세 인하 종료로 영업이익이 겨우 1조를 넘겨 낮은 베이스가 형성되어 있다. 정상적 생산과 판매가 이뤄진다면 (+) 가능성이 높다는 판단이다. 특히 13만대 이상의 파업손실로 별도기준 영업이익률이 0.3%까지 낮아진 바 있다. B-Seg SUV 코나와 G70(9월) 판매가 시작되면서 별도기준 손익이 전년동기비 크게 개선될 것이다. 2분기 해외/판매법인의 부진한 실적 요소를 반영해도 3분기 영업이익 규모는 1.1조를 넘어설 것으로 본다. 전년동기비 8.6%의 증익이 나타날 것이다. 오랜만의 (+)를 예상한다.

그럼에도 아쉬운 것은, 앞서 언급했듯이 Bottom-line에서 걱정이 커졌다는 점이다. 먼저 기아차의 통상임금이 현대차 지분법평가이익을 크게 훼손시킬 가능성이 크기 때문이다. 현대차가 기아차 지분 33.9%를 보유하고 있기에 통상임금 규모에 따라 평가손실이 크게 반영될 수 있기 때문이다. 이는 BHMC의 THAAD 피해와 더불어 3분기에도 부정적 영향을 끼칠 것이다. 현재로선 기아차 통상임금에 대한 어떤 가정도 할 수 없는 상황이다. 판결이 내년으로 미뤄질 가능성도 있다. 따라서 이번 전망에서도 기아차 통상임금 위험을 실적에 반영시키지 못했다. 단, 노조 측 주장대로 판결이 난다면 Max 3.4조 가량의 통상임금 관련 충당금 부담이 추가되고, 이는 현대차 지분비율로 봤을 때 1조 가량의 지분법 평가손실로 연결될 수 있다는 점을 유념해야 한다. 현대제철의 손상차손 반영 이후 현대건설에 대한 우려 제기도 생각해볼 수 있다.

기아차 통상임금을 제외한 추정은 매출액 22.9조, 영업이익은 전년동기비 8.6% 증가한 1.16조로 예상한다.

<표 2> 17년 2분기 실적 및 17년 3분기 실적 전망

(단위 : 억원)

| | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | YoY | QoQ | 3Q17E | YoY |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 현대차 출하 | 1,285,207 | 1,083,649 | 1,386,935 | 1,089,518 | 1,107,133 | -13.9% | 1.6% | 1,019,633 | -5.9% |
| 국내공장 | 461,408 | 317,696 | 496,728 | 380,350 | 484,084 | 4.9% | 27.3% | 362,880 | 14.2% |
| 해외공장 | 823,799 | 765,953 | 890,207 | 709,168 | 623,049 | -24.4% | -12.1% | 656,753 | -14.3% |
| 미국 | 104,206 | 102,730 | 85,532 | 94,272 | 95,741 | -8.1% | 1.6% | 94,240 | -8.3% |
| 인도 | 163,437 | 174,725 | 178,629 | 160,182 | 157,486 | -3.6% | -1.7% | 161,832 | -7.4% |
| 터키 | 58,136 | 47,285 | 63,135 | 55,800 | 62,200 | 7.0% | 11.5% | 51,309 | 8.5% |
| 체코 | 96,775 | 82,061 | 89,181 | 97,735 | 90,445 | -6.5% | -7.5% | 84,725 | 3.2% |
| 러시아 | 55,800 | 54,400 | 56,474 | 53,030 | 60,173 | 7.8% | 13.5% | 57,500 | 5.7% |
| 브라질 | 40,222 | 41,903 | 45,326 | 40,870 | 42,646 | 6.0% | 4.3% | 55,648 | 32.8% |
| 중국 | 293,758 | 256,231 | 363,016 | 196,119 | 105,158 | -64.2% | -46.4% | 140,000 | -45.4% |
| 중국상용 | 11,465 | 6,618 | 8,914 | 11,160 | 9,200 | -19.8% | -17.6% | 11,500 | 73.8% |
| 매출액 | 246,767 | 220,837 | 245,380 | 233,660 | 243,080 | -1.5% | 4.0% | 229,471 | 3.9% |
| 자동차 | 194,210 | 166,180 | 194,060 | 178,234 | 191,870 | -1.2% | 7.7% | 174,453 | 5.0% |
| 금융 | 35,610 | 37,670 | 31,950 | 40,975 | 35,710 | 0.3% | -12.8% | 39,208 | 4.1% |
| 기타 | 16,940 | 16,990 | 19,380 | 14,451 | 15,500 | -8.5% | 7.3% | 15,810 | -6.9% |
| 매출원가 | 196,537 | 181,900 | 200,050 | 190,727 | 195,810 | -0.4% | 2.7% | 187,019 | 2.8% |
| % | 79.6 | 82.4 | 81.5 | 81.6 | 80.6 | 0.9%p | -1.1%p | 81.5 | -0.9%p |
| 판관비 | 32,612 | 28,255 | 35,119 | 30,425 | 33,825 | 3.7% | 11.2% | 30,848 | 9.2% |
| % | 13.2 | 12.8 | 14.3 | 13.0 | 13.9 | 0.7%p | 0.9%p | 13.4 | 0.6%p |
| 영업이익 | 17,618 | 10,681 | 10,212 | 12,508 | 13,445 | -23.7% | 7.5% | 11,604 | 8.6% |
| % | 7.1 | 4.8 | 4.2 | 5.4 | 5.5 | -1.6%p | 0.2%p | 5.1 | 0.2%p |
| 자동차 | 13,440 | 2,160 | 8,250 | 10,830 | 8,770 | -34.7% | -19.0% | 6,629 | 206.9% |
| % | 6.9 | 1.3 | 4.3 | 6.1 | 4.6 | -2.3%p | -1.5%p | 3.8 | 2.5%p |
| 금융 | 2,600 | 1,610 | 830 | 1,790 | 2,130 | -18.1% | 19.0% | 1,568 | -2.6% |
| % | 7.3 | 4.3 | 2.6 | 4.4 | 6.0 | -1.3%p | 1.6%p | 4.0 | -0.3%p |
| 기타 | 1,600 | 1,440 | 1,750 | 1,120 | 760 | -52.5% | -32.1% | 1,107 | -23.1% |
| % | 9.4 | 8.5 | 9.0 | 7.8 | 4.9 | -4.5%p | -2.8%p | 7.0 | -1.5%p |
| 영업외이익 | 6,197 | 4,272 | 2,462 | 5,063 | -1,795 | 적자전환 | 적자전환 | 2,261 | -47.1% |
| % | 2.5 | 1.9 | 1.0 | 2.2 | -0.7 | -3.2%p | -2.9%p | 1.0 | -0.9%p |
| 세전이익 | 23,816 | 14,947 | 12,674 | 17,571 | 11,650 | -51.1% | -33.7% | 13,865 | -7.2% |
| % | 9.7 | 6.8 | 5.2 | 7.5 | 4.8 | -4.9%p | -2.7%p | 6.0 | -0.7%p |
| 법인세 | 6,177 | 3,759 | 1,985 | 3,514 | 2,513 | -59.3% | -28.5% | 3,050 | -18.9% |
| % | 25.9 | 25.1 | 15.7 | 20.0 | 21.6 | -4.4%p | 1.6%p | 22.0 | -3.1%p |
| 당기순이익 | 17,639 | 11,188 | 10,688 | 14,057 | 9,136 | -48.2% | -35.0% | 10,815 | -3.3% |
| % | 7.1 | 5.1 | 4.4 | 6.0 | 3.8 | -3.4%p | -2.3%p | 4.7 | -0.4%p |
| 지배주주 | 16,580 | 10,614 | 10,000 | 13,306 | 8,169 | -50.7% | -38.6% | 10,149 | -4.4% |
| % | 6.7 | 4.8 | 4.1 | 5.7 | 3.4 | -3.4%p | -2.3%p | 4.4 | -0.4%p |

자료: 현대차, 하이투자증권

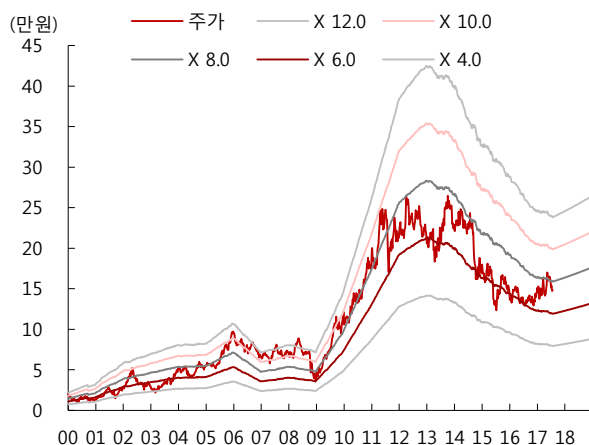
투자전략

Bottom line의 위험요인을 목표주가에 반영, 10% 하향한 18만원 제시

고민이 깊다. PER을 Valuation의 Tool로 주로 사용해온 입장에서 Bottom-line의 (-)요인을 쉽게 무시할 수가 없다. 특히 중국에서의 불확실성이 계속되고 있고, 기아차의 통상임금이 예상했던 수준을 크게 상회할 우려가 제기되고 있다. 최악의 경우 기아차에서만 거의 1조 가량의 지분법 손실이 반영될 수도 있다. 그럼에도 지난 4년간 오랜 부진이 신차출시와 더불어 개선의 조짐을 보이고 있는 것은 간과할 수 없는 긍정적 변화다. 2분기 지배주주기준 당기순이익이 1조를 하회해 충격을 줬지만, EBITDA는 여전히 2.2조에 달해 최악의 환경에서도 영업현금흐름은 양호함을 알 수 있다.

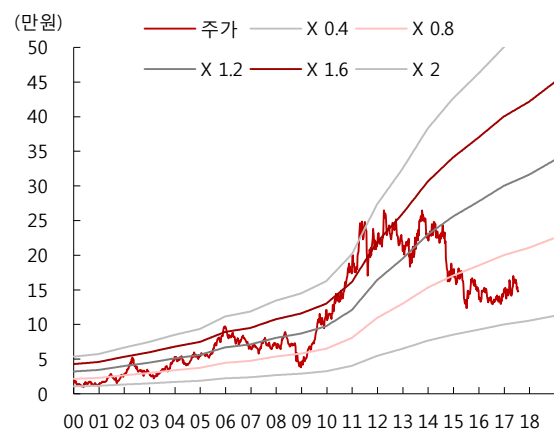
3분기 기아차發 Earning shock 가능성은 열어두자. 하지만 현대차의 본질적 경쟁력을 의미하는 Top-line의 긍정적 변화까지 무시할 수는 없다. PBR 0.6배의 절대저평가, 국내주체들의 낮은 편입비율을 고려하면 단기 위험에도 불구하고 ‘매수’ 의견을 고수하는 것이 옳다는 판단이다. 3분기 Bottom-line에서 오는 일시적 Risk factor는 목표주가에 반영한다. 목표주가는 기존 20만원에서 10% Discount한 18만원으로 하향한다.

<그림 12> 현대차 가중평균 PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 13> 현대차 PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

질의응답

1. 상반기 경영실적 대한 평가 및 하반기 전망 부탁드립니다.

→ 17년 상반기 글로벌 자동차 시장은 유럽 및 신흥국의 판매 회복세에도 불구하고 미국, 중국 등 주요시장 중심으로 성장세가 둔화되며 전반적으로 비우호적인 시장 환경이 이어졌다. 내수시장 그랜저와 신흥시장 크레타 등 주요 신차의 성공적 판매 확대를 바탕으로 어려운 경영환경 속에서도 견고한 판매를 이어가는 한편 아이오닉 등 친환경차의 본격적인 글로벌 시장 진출을 통해 미래 모빌리티에도 대응하기 위해 노력했다. 그러나 미국 수요 둔화에 따른 재고 증가로 인센티브가 급증하고 최근 세타엔진 리콜 등 품질 관련 비용 증가로 상반기 영업이익은 전년동기대비 16% 감소한 2조 5,952억을 기록했다. 3월 이후 사드 관련 이슈로 중국 판매가 둔화되며 당기순이익도 하락했다.

→ 하반기에도 미국 수요 둔화 및 중국 사드 이슈 등 부정적 대외 변수로 쉽지 않은 영업환경이 이어질 것으로 예상된다. 당사는 어려운 환경 속에서도 주요 신차들의 성공적 출시에 힘입어 하반기 수익성 확보를 위해 노력할 예정이다. 특히 6월 출시된 소형 SUV 코나는 이달말 기준 누적 1만대의 예약대수 기록할 것으로 보이며 크레타에 이어 글로벌 SUV 시장에서 당사 입지를 강화해줄 것으로 보인다. 또한 하반기 출시 예정인 G70은 판매는 물론 브랜드 가치 제고에 큰 역할을 해줄 것으로 기대한다. 최근 신흥시장 반등 역시 당사에 긍정적 영향을 줄 것이다. 러시아, 브라질 등 주요 신흥국 환율 안정세와 함께 주요 모델 판매 확대가 꾸준히 이어질 것으로 보이며, 당사가 시장점유율 2위를 유지하고 있는 인도시장 역시 단일부가제 도입으로 성장세가 이어지며 향후 판매 성장을 견인할 것으로 전망한다. 더불어 친환경차, 자율주행 등 미래 주요기술에 대한 R&D 투자 확대 및 대내외협력 강화를 통해 저성장 기조에 효과적으로 대응하기 위한 미래 성장동력을 공고히 할 것이다.

2. 중국 둔화가 두드러지고 있다. 사드로 인한 판매 부진이 어느정도 지속될 것인지 그리고 하반기 들어서 이를 극복할 수 있는 사측 전략이 있다면 설명 부탁드립니다.

→ 중국에서 올해 2월까지의 전년동기 9% 증가하며 양호한 성장세를 보였으나 3월 이후 중국 내 반한정서 확대로 당사 판매는 하락세를 보였다. 당사는 불확실한 경영환경하에서 판매 만회를 위한 단기적 대응을 지양하고 딜러 재고 안정화에 주력하는 등 향후 여건 개선시 판매 조기 정상화를 위한 동력 축적에 집중하고 있다. 당사는 이런 상황을 극복하기 위해 모든 역량을 결집한다는 방침이다. 하반기 예정된 다수의 중국 전용 신차들과 상품성 개선 ix25등을 성공적으로 출시하여 판매 확대 계기를 마련하겠다. 또한 차량 내 IT 선호도가 높은 중국 내 소비자를 고려해 금년말부터 중국 내 자동차 업체 최초로 바이두와 공동 개발한 바이두 맵 오토와 DU OS 오토를 순차적으로 적용하는 등 지속적인 상품 경쟁력 강화에도 만전을 기하겠다. 당사는 이달초 발표된 2017년 J.D Power 중국 판매 만족도 조사에서 41개 일반 브랜드 중 1위를 달성하며 당사의 우수한 역량을 입증했다. 향후 여건이

개선되면 향상된 상품 경쟁력과 우수한 판매 만족도, 안정화된 딜러 재고 등을 기반으로 판매를 조기에 회복할 수 있도록 역량을 집중하도록 하겠다

3. 상반기 자동차 부문 이익만 봤을 때 해외 쪽 이익이 우려되는 것이 사실이다. 문제가 될 것 같은 미국 경쟁심화 관련 향후 인센티브나 재고 완화 관련하여 어떤 전략을 갖고 있는지 설명 부탁드립니다.

→ 상반기 미국시장 수요는 당사 주력 차급인 승용차급 수요 부진 심화와 SUV 성장률 둔화로 전년대비 2% 감소했다. 이러한 경쟁심화의 결과로 상반기 평균 인센티브는 전년동기 대비 32% 증가한 대당 2,800불을 기록했다. 이러한 수요 부진 지속과 일부 모델 노후화로 재고 또한 전년동기 3.7개월에서 3.9개월로 증가했다. 하반기에도 승용급 수요 감소 지속과 SUV 성장률 둔화로 미국시장 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 전망된다. 여기에 수요에 영향력이 큰 플릿 업체들의 실적 악화와 과도한 할인 요구로 플릿 수요까지 침체된 상황이 지속될 것으로 보이며 하반기 산업 수요는 상반기보다 더 낮은 2.7% 수준의 감소를 예상한다. 당사는 무리하게 양적 성장에 집중하기 보다는 수익성 개선을 최우선으로 삼아 상품 경쟁력 강화를 통해 인센티브 및 재고 안정화에 주력하고자 한다. 이를 위해 쏘나타 뉴라이즈 출시와 투싼 밸류트림 및 18MY 상품성 강화 모델을 투입하여 판매 모멘텀 회복을 도모할 예정이다. 아울러 상품 경쟁력이 우수한 아이오닉 판매 확대를 통해 친환경 이미지도 제고해 나갈 방침이다.

4. 아중동을 포함한 신흥국에서의 전략 설명 부탁드립니다.

→ 러시아시장은 상반기 경쟁 성장률 호조를 바탕으로 소비심리가 개선되었으며 정부의 신차 보조금 정책 등에 힘입어 하반기에도 수요 증가세가 유지될 것으로 전망한다. 브라질시장은 만연된 정치 불안에도 불구하고 최근 경제 상황이 다소 개선세를 보여 자동차 시장 수요 회복은 이어질 것으로 예상된다. 브라질에서는 하반기 주요 경쟁업체의 신차 출시가 예정되어있어 SUV 차급을 중심으로 경쟁구도가 심화될 것으로 보인다. 아중동시장은 저유가 장기화로 재정적자가 심화되고 금융권 부실 대출 증가로 자동차 할부 금융시장이 위축됨에 따라 수요 감소폭이 확대될 것으로 보인다. 당사는 점진적 회복세가 전망되는 러시아와 경쟁 심화가 예상되는 브라질에서 지역 특성에 맞는 전략적 신차 출시를 토대로 한 상품 경쟁력 확보를 통해 판매 증대와 수익성 제고를 추진할 계획이다. 아중동시장에서는 향후 수요 회복을 대비해 중장기적 관점에서 지속적인 성장 기반을 구축하고자한다. 러시아에서는 크레타 판매 호조를 이어가는 동시에 상반기 출시한 신형 쏘라리스의 성공적 시장 안착과 제네시스의 본격적 판매로 믹스 개선을 추진할 계획이다. 브라질에서는 성장이 지속되고 있는 소형 SUV 차급 내 시장 지배력을 강화하고 하반기 신형 i30, 그랜저의 성공적 출시를 통해 판매 모멘텀을 유지하고자 한다. 아중동에서는 신형 그랜저, G80, 아이오닉 등 고급차 및 친환경차 판매 확대를 통해 당사 브랜드를 강화하고, 크레타 공급 확대, 코나 출시 등 SUV 라인업을 보강함으로써 판매 및 수익성 제고 노력을 계속할 계획이다

5. 신차인 코나 반응이 좋은데, 하반기 실적에 긍정적 영향 있을지 그리고 코나 출시 당시 SUV 라인업 확대 계획을 발표하셨는데 이런 SUV 믹스 변화가 수익성 개선으로 이어질 수 있을지 답변 부탁드립니다.

→ SUV 시장 내 경쟁력 제고를 위해 소형 SUV인 코나를 지난 6월 내수 시장에 출시하였으며, 순차적으로 미국과 유럽으로 판매를 확대해 나갈 예정이다. 코나가 진출 예정인 B-seg SUV 시장은 가장 경쟁이 치열한 차급으로 이를 위해 당사는 디자인과 상품성, 경제성 모두에서 경쟁력을 갖춘 모델 개발에 중점을 두었다. 코나는 사전 계약에서 5,000대 이상의 높은 고객 호응을 얻으며 내수 2.6만대 포함 올해 6.7만대 목표를 순조롭게 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 글로벌 판매가 본격화 되는 18년에는 연간 19만대 이상을 판매하면서 신흥시장에서 성공적으로 판매를 이어가고 있는 크레타와 더불어 선진시장과 신흥시장 모두에서 B-seg SUV 차급 성장을 주도해 나갈 것으로 기대 중이다. 뿐만 아니라 향후 20년까지 점진적 라인업 확대를 통해 A-seg SUV, E-seg SUV를 포함한 SUV 풀 라인업을 구축하고, 내년 상반기 코나 전기차와 신형 수소전기차 등 SUV 기반의 친환경차 판매를 시작할 계획이다. 당사는 고객 니즈에 부합하는 다양한 SUV 모델 출시 전략을 통해 승용 차급에 대한 의존도를 점진적으로 줄이고 주요 시장 수요 변화에 적극적으로 대응하며 판매 및 점유율 확대를 통한 시장 지위 강화와 믹스개선을 통해 지속적으로 수익성 창출 기반 마련을 위해 최선의 노력을 다할 예정이다.

6. 친환경차 부문 질문이다. 친환경과 관련된 규제가 중국과 독일을 중심으로 빠르게 강화되는 모습이다. 아이오닉 이후 기대할 수 있는 친환경차 관련 전략과 방향성에 대한 답변 부탁드립니다.

→ 올해 글로벌 친환경차 시장은 HEV 대표 차종인 신형 프리우스 부진에도 불구하고 전기차 및 PHEV 판매 호조, 하반기 출시 예정인 테슬라 모델3 등 신모델 효과로 전년대비 22.4% 성장한 347만대 규모가 될 것으로 예상된다. 환경 규제와 관련하여 15년 폭스바겐 디젤 사태, 파리기후협약 체결 후 완성차 업체들의 친환경차 투입 및 각국 정부의 친환경차 보급 정책이 확대되고 있으며, 미국과 유럽, 중국에서는 20년까지 매년 4~5% 연비 개선을 요구하는 등 규제가 지속되고 있는 상황이다. 특히 중국의 경우 최근 신에너지 의무생산제도에 대한 의견수렴안이 공개되었으며 하반기 내 최종안이 발표될 것으로 보인다. 제도 내용은 18년부터 신에너지차 생산제도를 실시하는 등 중국정부의 강력한 친환경차 육성 의지를 보여준다. 당사는 각국 정부의 적극적인 친환경차 육성 정책과 강화되는 환경규제를 달성하기 위해 친환경차 경쟁력 강화에 주력하고 있다. 금년 초 아이오닉 PHEV를 추가 투입하며 아이오닉 플라인업을 완성했다. 아이오닉은 유럽 등 해외시장에서 높은 소비자 반응을 이끌어내었으며 이로 인해 17년 상반기 당사 친환경차 판매는 전년대비 74% 증가한 4.5만대를 기록했다. 내년 상반기에는 수소전기차 전용 SUV와 코나 전기차를 출시할 예정이며, 코나 전기차의 경우 1회 충전 주행거리 390km를 목표로 개발 중에 있다. 중국에서는 하반기에 위에동 전기차 모델을 시작으로 20년까지 신에너지차 6종을 투입하며 의무생산제도를 반드시 달성할 수 있도록 할 계획이다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | 47,584 | 48,773 | 50,018 | 53,217 |
| 현금 및 현금성자산 | 7,890 | 8,008 | 8,463 | 10,302 |
| 단기금융자산 | 20,086 | 20,688 | 21,309 | 22,374 |
| 매출채권 | 7,934 | 8,437 | 8,758 | 9,153 |
| 재고자산 | 10,524 | 10,546 | 10,450 | 10,401 |
| 비유동자산 | 79,468 | 81,992 | 85,441 | 88,820 |
| 유형자산 | 29,406 | 30,640 | 31,896 | 32,593 |
| 무형자산 | 4,586 | 3,692 | 3,146 | 2,852 |
| 자산총계 | 178,836 | 184,619 | 191,468 | 198,047 |
| 유동부채 | 43,610 | 45,052 | 45,479 | 45,310 |
| 매입채무 | 16,245 | 16,523 | 16,687 | 16,917 |
| 단기차입금 | 8,761 | 8,761 | 8,761 | 8,761 |
| 유동성장기부채 | 14,837 | 16,037 | 16,337 | 15,937 |
| 비유동부채 | 62,882 | 63,361 | 63,840 | 63,740 |
| 사채 | 36,456 | 36,156 | 36,156 | 36,156 |
| 장기차입금 | 13,390 | 14,090 | 14,490 | 14,390 |
| 부채총계 | 106,491 | 108,412 | 109,320 | 109,050 |
| 지배주주지분 | 67,190 | 70,734 | 76,260 | 82,635 |
| 자본금 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 |
| 자본잉여금 | 4,203 | 4,203 | 4,203 | 4,203 |
| 이익잉여금 | 64,361 | 67,650 | 72,920 | 79,040 |
| 기타자본항목 | -1,640 | -1,640 | -1,640 | -1,640 |
| 비지배주주지분 | 5,155 | 5,472 | 5,889 | 6,361 |
| 자본총계 | 72,345 | 76,207 | 82,149 | 88,997 |

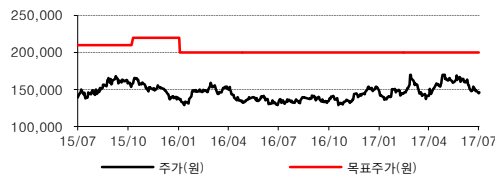
| 포괄손익계산서 | (단위:십억원%) | | | |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 93,649 | 95,877 | 99,520 | 104,011 |
| 증가율(%) | 1.8 | 2.4 | 3.8 | 4.5 |
| 매출원가 | 75,960 | 77,863 | 79,845 | 82,618 |
| 매출총이익 | 17,689 | 18,014 | 19,675 | 21,393 |
| 판매비와관리비 | 12,496 | 12,785 | 13,228 | 14,030 |
| 연구개발비 | 1,019 | 1,043 | 1,083 | 1,132 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 5,194 | 5,229 | 6,448 | 7,363 |
| 증가율(%) | -18.3 | 0.7 | 23.3 | 14.2 |
| 영업이익률(%) | 5.5 | 5.5 | 6.5 | 7.1 |
| 이자수익 | 378 | 387 | 417 | 490 |
| 이자비용 | 272 | 338 | 380 | 415 |
| 지분법이익(손실) | 1,728 | 2,072 | 2,319 | 2,556 |
| 기타영업외손익 | -49 | -59 | 52 | -41 |
| 세전계속사업이익 | 7,307 | 5,954 | 8,672 | 9,833 |
| 법인세비용 | 1,587 | 1,270 | 1,908 | 2,163 |
| 세전계속이익률(%) | 7.8 | 6.2 | 8.7 | 9.5 |
| 당기순이익 | 5,720 | 4,684 | 6,764 | 7,670 |
| 순이익률(%) | 6.1 | 4.9 | 6.8 | 7.4 |
| 지배주주귀속 순이익 | 5,406 | 4,367 | 6,347 | 7,197 |
| 기타포괄이익 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 총포괄이익 | 5,975 | 4,940 | 7,020 | 7,925 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 5,406 | 4,367 | 6,347 | 7,197 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|--------|--------|--------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | 997 | 1,315 | 3,195 | 3,697 |
| 당기순이익 | 5,720 | 4,684 | 6,764 | 7,670 |
| 유형자산감가상각비 | 2,165 | 2,266 | 2,394 | 2,453 |
| 무형자산상각비 | 1,194 | 1,194 | 946 | 794 |
| 지분법관련손실(이익) | 1,728 | 2,072 | 2,319 | 2,556 |
| 투자활동 현금흐름 | -6,312 | -4,181 | -4,807 | -4,852 |
| 유형자산의 처분(취득) | -2,971 | -3,150 | -3,350 | -2,850 |
| 무형자산의 처분(취득) | -1,406 | -500 | -600 | -700 |
| 금융상품의 증감 | -2,846 | -603 | -621 | -1,065 |
| 재무활동 현금흐름 | 5,691 | 433 | -465 | -1,665 |
| 단기금융부채의증감 | -1,369 | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | 8,494 | 700 | 400 | -100 |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -1,085 | -1,080 | -1,078 | -1,078 |
| 현금및현금성자산의증감 | 559 | 117 | 456 | 1,839 |
| 기초현금및현금성자산 | 7,331 | 7,890 | 8,008 | 8,463 |
| 기말현금및현금성자산 | 7,890 | 8,008 | 8,463 | 10,302 |

| 주요투자지표 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 18,938 | 15,296 | 22,234 | 25,212 |
| BPS | 235,358 | 247,775 | 267,130 | 289,462 |
| CFPS | 30,704 | 27,416 | 33,933 | 36,586 |
| DPS | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 7.7 | 9.5 | 6.6 | 5.8 |
| PBR | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| PCR | 4.8 | 5.3 | 4.3 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 9.8 | 9.8 | 8.7 | 7.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 8.4 | 6.3 | 8.6 | 9.1 |
| EBITDA 이익률 | 9.1 | 9.1 | 9.8 | 10.2 |
| 부채비율 | 147.2 | 142.3 | 133.1 | 122.5 |
| 순부채비율 | 62.8 | 60.8 | 56.0 | 47.8 |
| 매출채권회전율(x) | 11.3 | 11.7 | 11.6 | 11.6 |
| 재고자산회전율(x) | 9.5 | 9.1 | 9.5 | 10.0 |

자료 : 현대차, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

| 의견제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|------|---------|
| 2017-07-27 | Buy | 180,000 |
| 2017-07-13 | Buy | 200,000 |
| 2016-01-26 | Buy | 200,000 |
| 2015-11-02 | Buy | 220,000 |

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 기관투자가 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(매수): 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 2017-06-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2 % | 10.8 % | - |