

현대차(005380)

파업 너머 보이는 무지개

2분기 실적은 우호적 환율 속 신차 판매가 늘고 믹스가 개선되며 컨센 7% 상회
신차 상품성 회복을 통한 글로벌 점유율 상승에 주목할 시점
최근 파업 우려로 인한 조정은 비중을 늘릴 기회

Facts: 영업이익 컨센서스 7% 상회

현대차 2분기 실적은 신차 판매가 늘고 믹스가 개선되며 호조를 보였다. 영업이익은 1조 2,377억원(+30.2% YoY, 영업이익률(OPM) 4.6%, 이하 모두 YoY)으로 추정치를 5.7% 하회했고 컨센서스를 7.1% 상회했다. 부문별 영업이익은 자동차 1조 390억원(OPM 4.9%, +2.5%p), 금융 2,500억원(OPM 6.0%, -0.3%p), 기타 600억원(OPM 3.4%, -2.0%p), 연결조정 -1,110억원(OPM -0.5%, -1.3%p)이다. 자동차부문은 환율효과, 믹스개선과 인센티브 축소와 가동률 상승 덕분이고 금융부문은 비우호적인 환율 때문이다. 매출액 증가(+9.1%)는 믹스개선이 주도했고[그림 1], 영업이익 증가는 비용증가를 판매량 증가와 믹스개선이 상쇄했다[그림 2]. 당사 추정치 대비로는 자동차부문 영업이익이 5.4% 컸고, 금융부분과 기타부분도 각각 12.3%, 11% 컸다<표 2>. 그러나 연결조정 차감이 예상보다 1,611억원 크게 발생했는데 이는 펠리세이드 선적효과로 인한 재고자산 변화에 기인한 것이며 3분기 이익으로 돌아올 전망이다. 지분법 이익 감소는 대부분 부진한 중국에서 발생한 것으로 추정된다.

Action: 파업 너머 무지개를 보자

향후 2~3년 신차 사이클 내내 상품성 회복을 통한 글로벌 점유율 상승에 주목할 시점이다. 이는 2분기 실적이 보여주었듯이 실적의 정상화로 연결된다. 최근 파업 우려로 인한 조정은 비중을 늘릴 기회로 판단한다. 10월에는 제네시스 SUV(GV80) 출시, 11월에는 미국 쏘나타 출시 등 파업 고비를 넘기면 호재가 다시 이어진다. 게다가 지난 몇 년간 파업을 돌이켜보면 노조의 인력구조 변화에 따라 찬성률이 낮아지고 강도가 약해지는 흐름을 볼 수 있다(2019/7/17 '싸우지 마세요' 참조). 노사협상이 일단락되면 기존 주가 밴드를 뚫는 추가 상승이 나타날 전망이다. 중장기적으로는 신형 플랫폼과 인력구성 효율화를 통해 원가경쟁력을 높여나가는 가운데, 신형 파워트레인으로 성능을 높이고, SUV 신차들이 출시되면서 결국 글로벌 점유율 회복으로 이어질 전망이다(2019/3/6 '플랫폼이 차를 바꾼다'참조).

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 185,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/19)	2,094
주가(7/19)	134,500
시가총액(십억원)	28,738
발행주식수(백만)	214
52주 최고/최저(원)	143,500/92,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	70,339
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/44.8
주요주주(%)	현대모비스 외 5인 29.1
	국민연금공단 9.1

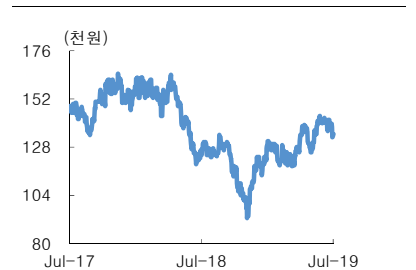
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	21.0	9.0	7.2
PBR(x)	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	2.2	5.7	6.9
DY(%)	3.4	3.3	3.7
EV/EBITDA(x)	13.2	10.7	9.8
EPS(원)	5,632	14,926	18,765
BPS(원)	249,619	257,311	266,727

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.9)	2.7	8.5
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	4.1	16.7

주가추이



자료: FnGuide

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

문성오

sander.moon@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	24,712	24,434	25,231	23,987	26,966	12.4	9.1	26,375
영업이익	951	289	501	825	1,238	50.1	30.2	1,156
영업이익률	3.8	1.2	2.0	3.4	4.6	1.2	0.7	4.4
세전이익	1,129	362	113	1,217	1,310	7.6	16.0	1,429
순이익	701	269	(130)	829	919	10.8	31.2	1,024

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 2분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

	추정	실적	차이
매출액	26,893	26,966	0.3
자동차매출	20,898	20,898	0.0
미국공장(HMMA)	1,822	1,822	0.0
인도공장(HMI)	1,778	1,778	0.0
터키공장(HAOS)	1,648	1,648	0.0
체코공장(HMMC)	654	654	0.0
러시아공장(HMMR)	749	749	0.0
브라질공장(HMB)	611	611	0.0
금융매출	4,451	4,155	(6.6)
기타매출	1,544	1,784	15.5
ASP(천원)	21,465	21,465	0.0
판매관리비	3,792	3,385	(10.7)
영업이익	1,313	1,238	(5.7)
자동차부문	986	1,039	5.4
금융부문	223	250	12.3
기타부문	54	60	11.0
연결조정	50	(111)	NM
지분법손익	284	81	(71.4)
중국공장(BHMC) 매출	2,281	2,281	0.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	104,536	110,593	104,609	110,593	0.1	0.0
영업이익	4,480	5,475	4,405	5,475	(1.7)	0.0
영업이익률	4.3	5.0	4.2	5.0	(0.1)	0.0
지분법이익	952	1,036	951	1,038	(0.0)	0.2
순이익	4,244	4,905	3,907	4,907	(7.9)	0.0

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 현대차 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천대, 십억원, %)

		기존전망	수정전망	차이
도매판매	글로벌	4,423	4,423	0.0
	국내	779	779	0.0
	해외	3,644	3,644	0.0
	- 북미	849	849	0.0
	- 중남미	349	349	0.0
	- 유럽	564	564	0.0
	- 러시아 권역	222	222	0.0
	- 인도	536	536	0.0
	- 아중동, 아태	524	524	0.0
	- 중국	568	568	0.0
	- 상용 및 기타	30	30	0.0
ASP(천원)	글로벌	21,805	21,805	0.0
매출액	자동차부문	82,632	82,761	0.2
	금융부문	15,724	15,428	(1.9)
	기타부문	6,180	6,420	3.9
영업이익	자동차부문	3,079	3,132	1.7
	금융부문	860	888	3.2
	기타부문	198	204	3.0

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 현대차 파업 히스토리

(단위: 일, 대, 십억원)

연도	파업일자	파업일수	생산차질 대수	생산차질 금액
87	7/25~8/29, 9/25~29	21	62,965	242
88	5/30~6/23	25	61,544	318
89	12/19~24	6	10,367	67
90	4/28~5/23	15	36,909	247
91~92	12/17~1/25	35	79,876	533
93	6/15~7/20	35	54,265	406
95	5/13~22	8	30,956	241
96~97	12/26~1/20	20	84,797	709
98	6/30~8/24	36	104,467	964
99	10/11~10/26	15	9,871	109
00	4/3~6/7	12	62,107	656
01	11/29~12/17	20	83,876	1,032
02	5/10~6/17	13	84,216	1,263
03	6/25~8/5	25	104,895	1,311
04	6/25~7/1	5	18,994	263
05	8/25~9/8	11	41,889	580
06	2/28, 3/2, 4/14, 4/21, 6/26~7/26, 11/15~24, 11/29~12/6	33	118,293	1,644
07	1/3~17, 6/28~29	13	23,406	358
08	7/2, 7/10, 7/16, 7/18, 8/19, 8/27~29, 9/2, 9/10~12	14	44,645	726
12	7/13, 7/20, 8/8~10, 8/13~14, 8/17, 8/21~22, 8/28~30	20	82,088	1,705
13	8/20~21, 8/23, 8/26, 8/28, 8/30, 9/2~5	10	50,191	1,023
14	8/22, 8/28, 9/23~26	6	42,200	910
15	9/23~25, 12/16	4	10,800	269
16	7/19, 7/21~22, 7/27, 8/10~12, 8/17~19, 8/22, 9/19~20, 9/27~9/30	24	142,000	3,100
17	8/10, 8/14, 8/17~18, 11/27, 12/5~8, 12/11~15, 12/18~19, '18 1/4~5, 1/8~10	24	89,000	1,890
18	7/12~13, 11/21, 12/6	4	11,487	250
평균		17.2	59,466	801
2012~17년 평균		16.2	83,256	1,779

주: 2018년 11월 21일 민노총 부분파업, 12월 6일 광주일자리 부분파업에 따른 차질대수 및 금액은 미포함됨
 자료: 언론보도종합, 한국투자증권

〈표 6〉 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	내용	비고
영업가치(A=a-b+c)	30,782	조정순이익(a-b+c)에 PER 8x
연결순이익(a)	4,573	12MF
지분법이익(b)	1,009	12MF. 비영업자산 가치와 중복되므로 제외
중국JV이익(c)	32	12MF. 영업가치로 분류
순현금(B=d-e)	18,725	
현금성자산(d)	26,806	4Q18 기준. 현금 + 단기금융자산
차입금(e)	8,080	4Q18 기준. 금융부문 차입금은 제외
비영업자산(C)	12,000	보유 계열사 지분 30% 할인
총 기업가치(D=A+B+C)	61,507	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	222,097	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	140,000	연결순이익에 PER 8x
가중평균 적정주가(원)	181,000	50:50

자료: 한국투자증권

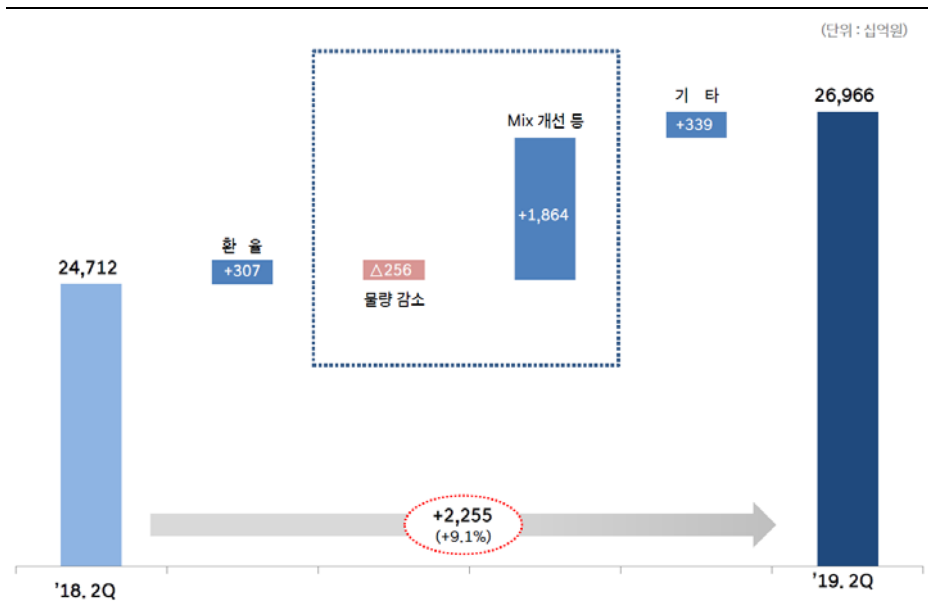
〈표 7〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	22,437	24,712	24,434	25,231	23,987	26,966	26,085	27,571	96,376	96,813	104,609	110,593	114,848
- 자동차	17,389	18,852	18,625	20,399	18,606	21,027	20,278	22,850	74,490	75,265	82,761	87,064	90,580
- 금융	3,778	4,216	4,041	2,923	3,848	4,155	4,280	3,145	15,416	14,958	15,428	16,438	16,912
- 기타	1,269	1,643	1,768	1,908	1,533	1,784	1,527	1,576	6,471	6,589	6,420	7,091	7,356
영업이익	681	951	289	501	825	1,238	1,046	1,296	4,575	2,422	4,405	5,475	6,262
- 자동차	400	451	(252)	463	507	1,039	579	1,007	2,585	1,062	3,132	3,862	4,612
- 금융	173	266	197	110	267	250	214	157	718	747	888	986	1,015
- 기타	38	88	88	(109)	59	60	53	32	339	105	204	227	235
- 연결조정	70	145	256	37	(9)	(111)	200	100	932	508	180	400	400
영업이익률	3.0	3.8	1.2	2.0	3.4	4.6	4.0	4.7	4.7	2.5	4.2	5.0	5.5
- 자동차	2.3	2.4	(1.4)	2.3	2.7	4.9	2.9	4.4	3.5	1.4	3.8	4.4	5.1
- 금융	4.6	6.3	4.9	3.8	6.9	6.0	5.0	5.0	4.7	5.0	5.8	6.0	6.0
- 기타	3.0	5.4	5.0	(5.7)	3.9	3.4	3.5	2.0	5.2	1.6	3.2	3.2	3.2
지분법이익	242	236	94	(168)	287	81	284	284	225	405	951	1,038	1,275
세전이익	926	1,129	362	113	1,217	1,310	1,320	1,570	4,439	2,530	5,417	6,572	7,597
지배 주주순이익	668	701	269	(130)	829	919	986	1,172	4,033	1,508	3,907	4,907	5,671
글로벌 판매(천대)	1,049	1,192	1,120	1,226	1,021	1,106	1,094	1,201	4,506	4,588	4,423	4,577	4,821
- 국내	169	185	171	195	184	200	180	215	689	721	779	802	826
- 해외	880	1,007	949	1,031	837	906	914	987	3,817	3,867	3,644	3,775	3,995
ASP(천원)	20,239	19,450	20,255	21,058	21,412	21,465	21,473	23,013	20,366	20,038	21,805	22,570	22,906
YoY													
매출	(4.0)	1.7	1.0	3.0	6.9	9.1	6.8	9.3	2.9	0.5	8.1	5.7	3.8
영업이익	(45.5)	(29.3)	(76.0)	(35.4)	21.1	30.2	262.1	158.6	(11.9)	(47.1)	81.9	24.3	14.4
지분법이익	(39.7)	64.4	흑전	적지	18.2	(65.6)	202.0	흑전	(87.0)	79.8	135.2	9.1	22.8
세전이익	(47.3)	(3.1)	(67.1)	(72.9)	31.4	16.0	264.4	1,295.0	(39.3)	(43.0)	114.2	21.3	15.6
지배 주주순이익	(49.8)	(14.2)	(68.4)	적전	24.2	31.2	266.1	흑전	(25.4)	(62.6)	159.0	25.6	15.6
글로벌 판매	(1.7)	10.6	(0.6)	(0.6)	(2.7)	(7.2)	(2.4)	(2.1)	(7.3)	1.8	(3.6)	3.5	5.3
ASP	(3.2)	(3.4)	(1.3)	5.5	5.8	10.4	6.0	9.3	4.1	(1.6)	8.8	3.5	1.5

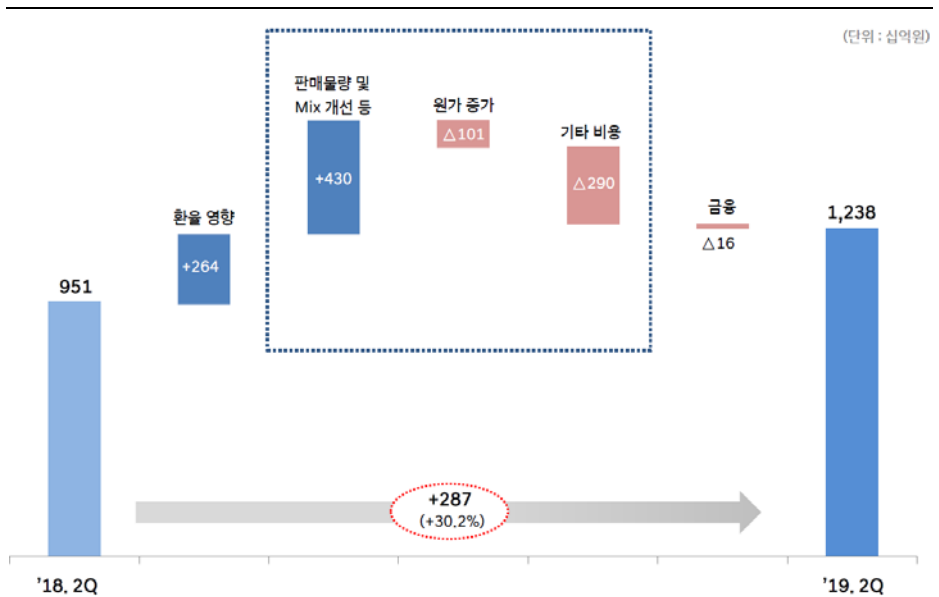
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액 주요 증감사유 분석



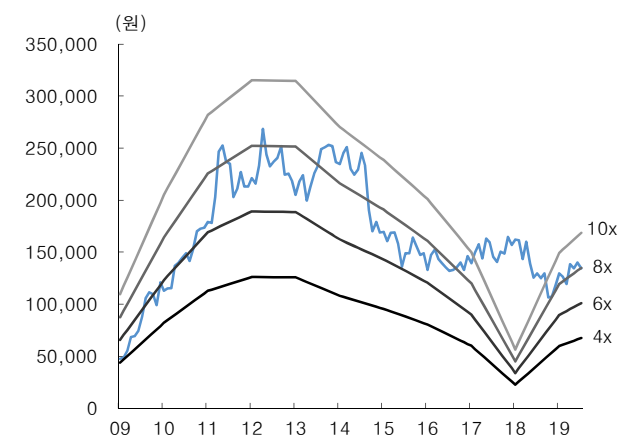
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 2] 영업이익 주요 증감사유 분석



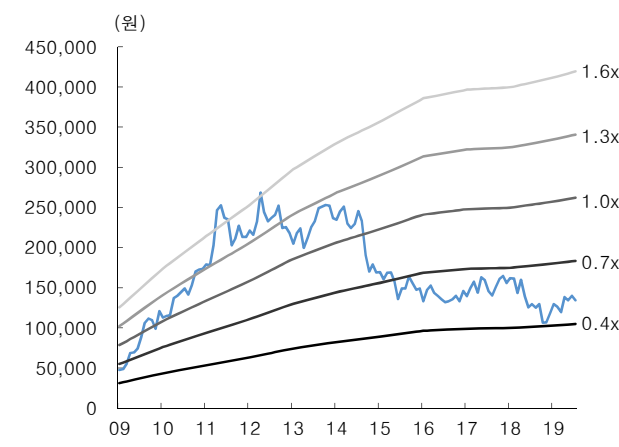
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 3] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR band



자료: 한국투자증권

기업개요

현대차는 1967년 설립된 국내 최대 자동차 회사. 2018년 판매량은 459만대를 기록했으며 주요 모델은 아반떼(15%), 투싼(13%), i10(8%), 크레타(6%), i20(6%) 그리고 싼타페(6%), 엑센트(6%) 등. 자동차가 전체 매출의 78%를 담당하고 금융이 15%, 기타(로템 등)가 7%를 차지(2018년 기준). 최대주주는 21.43%를 보유한 모비스이며 정몽구 회장 또한 5.33%를 보유. 현대차는 기아차 지분 33.9%를 비롯해 현대위아(25.4%), 현대다이모스(47.3%), 현대건설(21%) 등 여러 계열사의 지분을 들고 있음. 2018년 기준 내수 점유율은 39.8%(기아차 합산 68.9%), 미국 점유율은 4.0%(기아차 합산 7.8%), 중국 점유율은 3.6%(기아차 합산 5.3%)를 기록.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	48,440	47,144	48,128	50,881	52,838
현금성자산	8,822	9,114	8,369	8,847	9,188
매출채권및기타채권	7,203	7,206	7,786	8,232	8,549
재고자산	10,280	10,715	11,578	12,240	12,711
비유동자산	78,592	79,011	83,549	87,141	89,878
투자자산	19,910	19,479	21,048	22,252	23,108
유형자산	29,827	30,546	31,181	31,778	32,385
무형자산	4,809	4,921	5,318	5,622	5,838
자산총계	178,199	180,656	190,568	200,281	207,371
유동부채	43,161	49,438	55,832	59,634	61,537
매입채무및기타채무	16,759	17,302	18,696	19,765	20,526
단기차입금및단기사채	9,960	12,250	14,424	16,451	18,478
유동성장기부채	13,099	14,105	15,539	16,784	16,784
비유동부채	60,281	57,321	58,408	61,356	62,833
사채	36,454	36,956	37,230	39,554	40,587
장기차입금및금융부채	12,926	10,273	10,273	10,273	10,273
부채총계	103,442	106,760	114,240	120,990	124,369
지배주주지분	69,103	67,974	70,104	72,712	75,993
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201
기타자본	(1,640)	(1,155)	(1,155)	(1,155)	(1,155)
이익잉여금	67,332	66,490	69,187	72,629	76,681
비지배주주지분	5,654	5,922	6,223	6,580	7,009
자본총계	74,757	73,896	76,327	79,292	83,002

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,922	3,764	9,081	8,208	8,618
당기순이익	4,546	1,645	4,236	5,192	6,001
유형자산감가상각비	2,255	2,358	2,446	2,526	2,604
무형자산상각비	1,275	1,404	1,534	1,622	1,684
자산부채변동	(11,384)	(9,593)	1,197	(694)	(1,000)
기타	7,230	7,950	(332)	(438)	(671)
투자활동현금흐름	(4,744)	(2,415)	(12,187)	(11,593)	(9,407)
유형자산투자	(3,055)	(3,226)	(3,082)	(3,123)	(3,211)
유형자산매각	118	105	0	0	0
투자자산순증	(381)	2,308	(1,184)	(1,000)	(353)
무형자산순증	(1,461)	(1,628)	(1,930)	(1,926)	(1,901)
기타	35	26	(5,991)	(5,544)	(3,942)
재무활동현금흐름	2,181	(881)	2,361	3,864	1,129
자본의증가	75	0	0	0	0
차입금의순증	3,216	501	3,900	5,614	3,079
배당금지급	(1,139)	(1,127)	(1,066)	(1,187)	(1,318)
기타	29	(255)	(473)	(563)	(632)
기타현금흐름	(428)	(176)	0	0	0
현금의증가	931	292	(745)	479	340

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

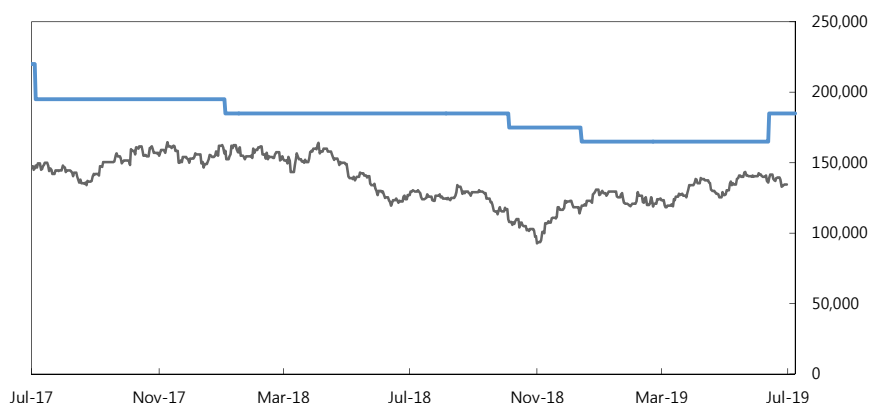
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	96,376	96,813	104,609	110,593	114,848
매출원가	78,798	81,670	86,166	89,413	92,277
매출총이익	17,578	15,142	18,443	21,179	22,571
판매관리비	13,003	12,720	14,038	15,704	16,308
영업이익	4,575	2,422	4,405	5,475	6,262
금융수익	973	823	793	801	824
이자수익	441	515	485	493	516
금융비용	1,120	601	612	632	650
이자비용	333	307	318	338	356
기타영업외손익	(214)	(520)	(105)	(111)	(115)
관계기업관련손익	225	405	951	1,038	1,275
세전계속사업이익	4,439	2,530	5,417	6,572	7,597
법인세비용	(108)	885	1,257	1,380	1,595
연결당기순이익	4,546	1,645	4,236	5,192	6,001
지배주주지분순이익	4,033	1,508	3,907	4,907	5,671
기타포괄이익	(1,114)	(996)	(618)	(910)	(841)
총포괄이익	3,432	649	3,618	4,282	5,160
지배주주지분포괄이익	2,995	554	3,317	3,926	4,731
EBITDA	8,104	6,184	8,386	9,623	10,551

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	14,993	5,632	14,926	18,765	21,695
BPS	247,807	249,619	257,311	266,727	278,574
DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	5,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.9	0.5	8.1	5.7	3.8
영업이익증가율	(11.9)	(47.1)	81.9	24.3	14.4
순이익증가율	(25.4)	(62.6)	159.0	25.6	15.6
EPS증가율	(25.5)	(62.4)	165.0	25.7	15.6
EBITDA증가율	(5.2)	(23.7)	35.6	14.8	9.6
수익성(%)					
영업이익률	4.7	2.5	4.2	5.0	5.5
순이익률	4.2	1.6	3.7	4.4	4.9
EBITDA Margin	8.4	6.4	8.0	8.7	9.2
ROA	2.5	0.9	2.3	2.7	2.9
ROE	5.9	2.2	5.7	6.9	7.6
배당수익률	2.6	3.4	3.3	3.7	4.1
배당성향	26.8	70.7	30.4	26.9	25.6
안정성					
순차입금(십억원)	43,010	46,823	51,026	55,126	57,123
차입금/자본총계비율(%)	96.9	99.6	101.1	104.4	103.4
Valuation(X)					
PER	10.4	21.0	9.0	7.2	6.2
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.8	13.2	10.7	9.8	9.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대차(005380)	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	-21.6	-13.0
	2019.07.04	매수	185,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 22일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 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.