LEADING

Company Update

현대차(005380KS)

2014년 03월 17일

Key issues…

- ✓ 투자의견 매수, 목표주가 320,000 원 유지
- ✓ LF Sonata 신차 출시로 수익성 개선 전망. 그러나 과도한 기대는 금물
- ✓ 2014 년, 2015 년 안정적인 이익 성장 전망
- ✓ 중장기적으로 브랜드 고급화와 탄력적인 글로벌 시장 대응이 중요

완만하지만 견조한 성장 전망

투자의견 매수, 목표주가 320,000원 유지

현대차에 대해 투자의견 매수, 목표주가 320,000원을 유지한다. 목표주가 320,000원은 12개월 FWD 지배주주순이익 9.2조원에 목표 PER 9배를 적용한 후, 보통주 기준으로 목표 주가를 재산출했다. PER 9배는 과거 NF와 YF Sonata 출시 후, 현대차의 지수 대비 상대 PER 평균치 100.7%를 현재 시장 PER (MSCI Korea 12개월 FWD PER)에 적용했다.

LF Sonata 신차 출시로 수익성 개선 전망. 그러나 과도한 기대한 금물

현대차의 신차는 작년 말 Genesis 출시를 시작으로 14년 3월 24일 기준 LF Sonata가 공식 출고를 앞두고 있다. Sonata는 전체 글로벌 판매 대수의 11%를 차지하는 볼륨모델로 과거 YF 출시 후, 영업이익률은 약 2%p 상승해 동사의 이익성장에 기여했다. 올해 역시 LF Sonata 출시에 따른 수익성과 믹스 개선 효과가 예상된다. 그러나 그 효과는 원화강세, 기존 모델 노후화 (글로벌 시장 기준 15년에 출시될 모델 노후화의 정점은 14년 2분기로 추정), 그리고 가격 대폭 인상에 대한 한계로 YF Sonata 출시 때 보다 크지는 않을 전망이다.

2014년, 2015년 안정적인 이익 성장 전망

14년~15년 현대차의 실적은 완만하지만 견조할 것으로 예상된다. 14년 글로벌 리테일 판매는 중국과 미국을 중심으로 견조한 글로벌 시장 수요, 증설 효과, 그리고 작년 생산 차질 기저 효과 등으로 478만대 (+3.7% YoY), 연결 매출에 반영되는 중국 제외 판매는 382만대 (+3.4% YoY)가 전망되기 때문이다. 14년 현대차의 연결 영업이익과 지배주주 순이익은 각각 8.92조원 (+7.2% YoY), 9.09조원 (+6.4% YoY)이 예상된다. (가정된 2014년 원/달러 평균 환율은 1,058원)

중장기적으로 브랜드 고급화와 탄력적인 글로벌 시장 대응이 중요

올해에는 판매의 양적 성장과 이익 증가 측면에서 모멘텀이 크지 않을 수도 있다. 하지만 과거 Toyota와 GM의 무리한 양적 성장에 따른 실패를 타산지석으로 삼아, 현대차 역시 질적 성장을 위한 전략적 진지구축 단계를 지향하고 있다. 따라서 치열해지는 자동차 시장 경쟁 속에서 브랜드 고급화와 같은 질적 성장과 탄력적인 글로벌 시장 대응이 Tier1으로 도약하는 중요한 발판이 될 전망이다.

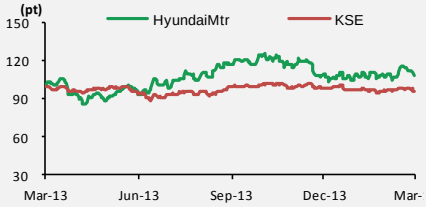
BUY (유지, 담당자 변경)

목표주가	320,000 원
현재주가	229,000 원
목표수익률	39.7%

Key Data	2014 년 03 월 14 일
산업분류	자동차 및 부품
시가총액 (십억원)	50,443.3
발행주식수 (백만주)	220.3
외국인 지분율 (%)	43.5
52 주 고가 (원)	266,000
저가 (원)	183,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	118.3
주요주주	**(%)**
현대모비스 외 8인	25.97
국민연금공단	6.99
KOSPI	1,919.90

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	0.7	(7.7)	8.0
상대주가	1.5	(3.9)	12.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

최주홍 Analyst (자동차/자동차부품)

jhchoi@leading.co.kr

+822-2009-7087

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	77,798	16.1	8,029	10.3	8,105	34,756	37.5	6.1	5.8	22.8	1.6
2012	84,470	8.6	8,437	10.0	9,056	38,869	11.8	5.6	5.3	21.1	1.4
2013	87,308	3.4	8,317	9.5	8,995	38,202	(1.7)	6.0	4.9	17.8	1.3
2014E	92,699	6.2	8,916	9.6	9,619	40,687	6.5	5.6	4.0	16.0	1.1
2015E	97,956	5.7	9,600	9.8	10,337	43,780	7.6	5.2	3.2	14.8	0.9

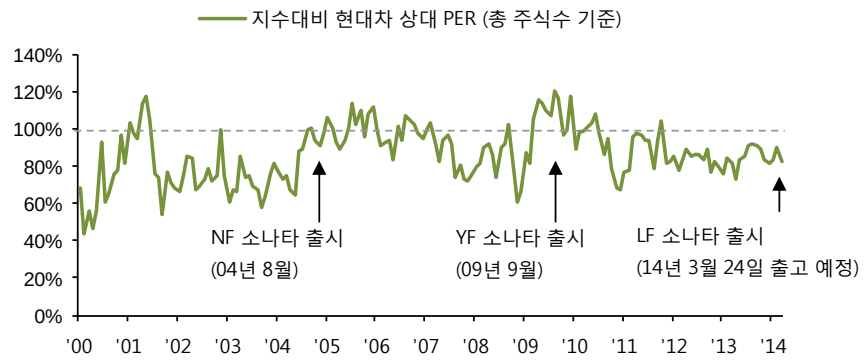
Key Chart

Exhibit 1. 목표주가 산출 과정

(십억원, 원)	2014년F	2015년F	Rationale
MSCI Korea 12개월 FWD PER	8.9		
지수 대비 적정 상대 PER	100.7%		1) 매크로 변수에 따른 변동성을 감안해, 절대 PER 대신 한국 지수 대비 상대 PER을 적용함
① 12개월 FWD 목표 PER	9.0		
지배주주 순이익	9,090	9,772	2) '지수 대비 상대 PER'에서 '지수'는 MSCI Korea 12개월 FWD를 기준으로 함
② 12개월 FWD 지배주주 순이익	9,204		
③ (=① x ②) 적정 시가총액	82,415		3) 기준이 되는 time line는 과거 NF Sonata (04년 8월), YF Sonata (09년 9월) 출시 후 12개월임
④ 총 시가총액에서 보통주 비중	84.8%		
⑤ (=③ x ④) 적정 보통주 시가총액	69,894		4) NF, YF Sonata 출시 후 12개월간 평균적으로 한국 지수 대비 현대차의 상대 PER은 100.7%
⑥ 보통주 주식 수 (천주)	220,276		
(⑤÷⑥) 보통주 적정주가	317,300		5) 따라서 12개월 FWD 목표 PER 9배, 적정주가 32만원 제시
현재주가	236,500		
상승여력	**34.2%**		

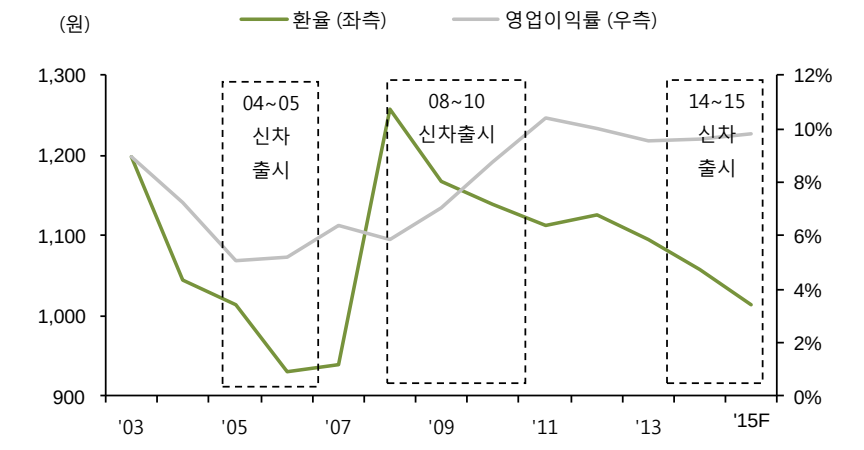
Source: Leading Research Center

Exhibit 2. 지수 대비 현대차 상대 PER과 소나타 신차 출시



Source: Datastream, Dataguide, Leading Research Center (2014.03.14 기준)

Exhibit 3. 현대차 신차 출시와 영업이익률 추이



Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (2014.03.14 기준)

Exhibit 4. 상세 실적 추이 및 전망

(천대, 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2011	2012	2013	2014F	2015F
글로벌 리테일 판매	**1,100**	**1,199**	**1,151**	**1,171**	**1,186**	**1,235**	**1,125**	**1,246**	**4,133**	**4,392**	**4,621**	**4,792**	**5,031**
매출액	**21,367**	**23,184**	**20,819**	**21,938**	**21,951**	**23,810**	**22,214**	**24,724**	**77,798**	**84,470**	**87,308**	**92,699**	**97,956**
자동차	17,663	19,057	17,055	17,760	17,741	19,213	17,621	19,938	67,128	71,307	71,535	74,512	79,041
금융	2,433	2,683	2,227	2,550	2,743	2,794	2,719	2,837	7,288	8,663	9,893	11,092	11,110
기타	1,271	1,444	1,537	1,628	1,468	1,803	1,875	1,950	3,382	4,500	5,880	7,095	7,805
매출원가	**16,663**	**17,866**	**16,215**	**17,116**	**16,875**	**18,283**	**17,318**	**18,964**	**58,902**	**64,972**	**67,859**	**71,440**	**75,622**
매출원가율(%)	78.0%	77.1%	77.9%	78.0%	76.9%	76.8%	78.0%	76.7%	75.7%	76.9%	77.7%	77.1%	77.2%
판관비	**2,836**	**2,912**	**2,594**	**2,791**	**3,007**	**3,143**	**2,954**	**3,239**	**10,904**	**11,061**	**11,133**	**12,344**	**12,734**
판관비율(%)	13.3%	12.6%	12.5%	12.7%	13.7%	13.2%	13.3%	13.1%	14.0%	13.1%	12.8%	13.3%	13.0%
영업이익	**1,868**	**2,406**	**2,010**	**2,031**	**2,069**	**2,384**	**1,941**	**2,522**	**8,075**	**8,437**	**8,316**	**8,916**	**9,600**
영업이익률(%)	8.7%	10.4%	9.7%	9.3%	9.4%	10.0%	8.7%	10.2%	10.4%	10.0%	9.5%	9.6%	9.8%
영업외손익	**876**	**789**	**804**	**913**	**787**	**1,006**	**903**	**962**	**2,371**	**3,168**	**3,381**	**3,658**	**3,913**
세전이익	**2,744**	**3,195**	**2,815**	**2,944**	**2,856**	**3,390**	**2,844**	**3,484**	**10,447**	**11,605**	**11,697**	**12,574**	**13,512**
세전이익률(%)	12.8%	13.8%	13.5%	13.4%	13.0%	14.2%	12.8%	14.1%	13.4%	13.7%	13.4%	13.6%	13.8%
법인세	656	672	562	813	671	797	668	819	2,341	2,549	2,703	2,955	3,175
법인세율(%)	23.9%	21.0%	20.0%	27.6%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	22.4%	22.0%	23.1%	23.5%	23.5%
순이익	**2,088**	**2,523**	**2,252**	**2,131**	**2,185**	**2,593**	**2,176**	**2,665**	**8,105**	**9,056**	**8,994**	**9,619**	**10,337**
순이익률(%)	9.8%	10.9%	10.8%	9.7%	10.0%	10.9%	9.8%	10.8%	10.4%	10.7%	10.3%	10.4%	10.6%
지배주주 순이익	**1,946**	**2,401**	**2,140**	**2,056**	**2,065**	**2,451**	**2,056**	**2,518**	**7,656**	**8,562**	**8,542**	**9,090**	**9,772**
지배주주순이익률(%)	9.1%	10.4%	10.3%	9.4%	9.4%	10.3%	9.3%	10.2%	9.8%	10.1%	9.8%	9.8%	10.0%
비지배주주 순이익	142	122	113	75	120	143	120	147	449	494	452	529	565
YoY (%)													
매출액	6.0%	5.7%	6.0%	-3.4%	2.7%	2.7%	6.7%	12.7%	-	8.6%	3.4%	6.2%	5.7%
영업이익	-10.6%	-5.2%	1.7%	10.8%	10.8%	-0.9%	-3.4%	24.1%	-	4.5%	-1.4%	7.2%	7.7%
세전이익	-12.8%	1.5%	5.6%	11.3%	4.1%	6.1%	1.1%	18.3%	-	11.1%	0.8%	7.5%	7.5%
지배주주순이익	-15.4%	-1.8%	5.7%	14.8%	6.1%	2.1%	-3.9%	22.5%	-	11.8%	-0.2%	6.4%	7.5%
QoQ (%)													
매출액	-6.0%	8.5%	-10.2%	5.4%	0.1%	8.5%	-6.7%	11.3%	-	-	-	-	-
영업이익	1.9%	28.8%	-16.4%	1.0%	1.9%	15.2%	-18.6%	29.9%	-	-	-	-	-
세전이익	3.7%	16.4%	-11.9%	4.6%	-3.0%	18.7%	-16.1%	22.5%	-	-	-	-	-
지배주주순이익	8.7%	23.4%	-10.9%	-3.9%	0.4%	18.7%	-16.1%	22.5%	-	-	-	-	-

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 현대차 공장별 생산 능력 추이 및 전망 (16년 이후는 당사 추정)

(만대)	'09	'10	'11	'12	'13	'14F	'15F	'16F	'17F
국내	182	182	182	182	182	182	182	182	182
해외	170	190	218	260	295	334	374	409	424
미국	30	30	34	38	40	40	50	55	60
체코	10	20	26	33	33	33	33	33	33
중국 (BHMC)	60	70	72	87	100	115	130	140	150
중국 (사천현대)					6	15	20	20	20
인도	60	60	66	66	66	66	66	66	66
터키	10	10	10	10	10	20	20	20	20
러시아			10	25	25	25	30	45	45
브라질				1	15	20	25	30	30
총계	**352**	**372**	**400**	**442**	**477**	**516**	**556**	**591**	**606**
YoY (%)	**'09**	**'10**	**'11**	**'12**	**'13**	**'14F**	**'15F**	**'16F**	**'17F**
총계	**24.8%**	**5.7%**	**7.5%**	**10.5%**	**7.9%**	**8.2%**	**7.8%**	**6.3%**	**2.5%**

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. 현대차 신차 출시 일정

	국내	중국	유럽	미국
1Q13	맥스크루즈 (3월)			
2Q13	투싼 F/L		맥스크루즈	
3Q13	아반떼 F/L		투싼 F/L	맥스크루즈 에쿠스 F/L 투싼 F/L
4Q13	제네시스 (11월) 아반떼 디젤	투싼 F/L 미스트라 (11월)	i10 (10월)	
1Q14	소나타LF (4월)		아반떼 F/L	제네시스 (2월) 아반떼 F/L
2Q14		제네시스 아반떼 F/L		
3Q14			소나타LF	소나타LF (7월)
4Q14	AG	소형 SUV		
1Q15	투싼 액센트			
2Q15	아반떼			
3Q15	그랜저 F/L	투싼 액센트	투싼 액센트	투싼 액센트
4Q15		아반떼 그랜저 F/L	아반떼 그랜저 F/L	아반떼 그랜저 F/L

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	48,926	54,848	58,642	62,838	67,493
현금성자산	35,421	40,106	43,323	45,740	48,360
매출채권	6,013	5,925	6,452	7,271	8,213
재고자산	6,238	6,773	6,938	7,819	8,831
비유동자산	60,554	66,690	73,336	76,847	80,470
투자자산	38,345	43,067	49,023	51,013	53,084
유형자산	19,548	20,740	21,335	22,715	24,161
무형자산	2,660	2,883	2,978	3,119	3,224
자산총계	**109,480**	**121,538**	**131,978**	**139,685**	**147,963**
유동부채	33,164	32,836	31,705	32,830	34,181
매입채무	10,887	11,881	11,358	12,800	14,458
유동성이자부채	16,656	14,842	13,399	12,799	12,199
비유동부채	35,989	40,785	44,070	41,579	38,718
비유동이자부채	27,339	30,869	32,960	30,018	26,688
부채총계	**69,152**	**73,620**	**75,775**	**74,409**	**72,898**
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,114	4,159	4,105	4,105	4,105
이익잉여금	32,264	39,993	48,091	57,165	66,953
자본조정	(753)	(1,602)	(1,576)	(1,576)	(1,576)
자기주식	(1,129)	(1,129)	(1,129)	(1,129)	(1,129)
자본총계	**40,328**	**47,918**	**56,202**	**65,276**	**75,065**
투하자본	35,550	38,861	42,841	45,290	47,835
순차입금	8,574	5,606	3,036	(2,923)	(9,473)
ROA	7.5	7.4	6.7	6.7	6.8
ROE	22.8	21.1	17.8	16.0	14.8
ROIC	18.3	17.7	15.7	15.5	15.8

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**4,177**	**5,353**	**6,530**	**9,723**	**10,417**
당기순이익	8,105	9,056	8,995	9,619	10,337
자산상각비	2,335	2,524	2,614	2,857	3,013
운전자본증감	(8,551)	(8,298)	(7,062)	(54)	(84)
매출채권감소(증가)	(814)	298	(113)	(819)	(942)
재고자산감소(증가)	(962)	(538)	(447)	(881)	(1,012)
매입채무증가(감소)	2,090	1,432	(1,238)	1,443	1,657
투자현금	**(7,109)**	**(7,044)**	**(5,531)**	**(4,669)**	**(4,827)**
단기투자자산감소	(330)	(1,744)	(666)	(1,450)	(1,509)
장기투자증권감소	0	0	767	2,483	2,624
설비투자	(2,899)	(3,000)	(2,801)	(3,292)	(3,479)
유무형자산감소	(643)	(727)	(605)	(1,085)	(1,085)
재무현금	**3,056**	**2,404**	**(35)**	**(4,088)**	**(4,479)**
차입금증가	3,928	2,684	745	(3,542)	(3,930)
자본증가	(458)	(523)	(554)	(546)	(549)
배당금지급	458	523	554	546	549
현금 증감	16	527	855	967	1,111
총현금흐름(Gross CF)	**15,023**	**16,180**	**14,631**	**9,778**	**10,502**
(-) 운전자본증가(감소)	440	(250)	265	54	84
(-) 설비투자	2,899	3,000	2,801	3,292	3,479
(+) 자산매각	(643)	(727)	(605)	(1,085)	(1,085)
Free Cash Flow	11,041	12,702	10,960	5,346	5,854
(-) 기타투자	0	0	(767)	(2,483)	(2,624)
잉여현금	11,041	12,702	11,727	7,829	8,477

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**77,798**	**84,470**	**87,308**	**92,699**	**97,956**
증가율 (Y-Y,%)	16.1	8.6	3.4	6.2	5.7
영업이익	**8,029**	**8,437**	**8,317**	**8,916**	**9,600**
증가율 (Y-Y,%)	35.7	5.1	(1.4)	7.2	7.7
EBITDA	10,364	10,961	10,931	11,773	12,612
영업외손익	**2,418**	**3,168**	**3,381**	**3,658**	**3,913**
순이자수익	(18)	179	251	266	320
외화관련손익	(166)	119	(76)	(30)	(44)
지분법손익	2,404	2,580	3,057	3,149	3,317
세전계속사업손익	**10,447**	**11,605**	**11,698**	**12,574**	**13,512**
당기순이익	**8,105**	**9,056**	**8,995**	**9,619**	**10,337**
지배기업당기순이익	7,656	8,562	8,542	9,090	9,772
증가율 (Y-Y,%)	35.1	11.7	(0.7)	6.9	7.5
NOPLAT	**6,229**	**6,584**	**6,395**	**6,821**	**7,344**
(+) Dep	2,335	2,524	2,614	2,857	3,013
(-) 운전자본투자	440	(250)	265	54	84
(-) Capex	2,899	3,000	2,801	3,292	3,479
OpFCF	5,225	6,358	5,943	6,331	6,793
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(0.8)	(2.6)	9.2	6.0	5.1
영업이익증가율(3Yr)	37.7	14.5	12.0	3.6	4.4
EBITDA 증가율(3Yr)	16.7	6.0	10.6	4.3	4.8
순이익증가율(3Yr)	95.0	30.8	14.4	5.9	4.5
영업이익률(%)	10.3	10.0	9.5	9.6	9.8
EBITDA 마진(%)	13.3	13.0	12.5	12.7	12.9
순이익률 (%)	10.4	10.7	10.3	10.4	10.6

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	34,756	38,869	38,202	40,687	43,780
BPS	130,003	154,264	182,535	214,319	248,607
DPS	1,750	1,900	1,910	1,920	1,930
Multiples(x,%)					
PER	6.1	5.6	6.0	5.6	5.2
PBR	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/ EBITDA	5.8	5.3	4.9	4.0	3.2
배당수익율	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	4.0	3.9	4.5	6.7	6.2
PSR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	171.5	153.6	134.8	114.0	97.1
Net debt/Equity	21.3	11.7	5.4	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	82.7	51.1	27.8	n/a	n/a
유동비율	147.5	167.0	185.0	191.4	197.5
이자보상배율	436.2	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4
자산구조					
투하자본(%)	32.5	31.8	31.7	31.9	32.0
현금+투자자산(%)	67.5	68.2	68.3	68.1	68.0
자본구조					
차입금(%)	52.2	48.8	45.2	39.6	34.1
자기자본(%)	47.8	51.2	54.8	60.4	65.9

Source: Company data, Leading Research Center

주) EPS 는 완전희석 EPS

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

현대차 (005380 KS)

일자	2012-01-02	2013-04-09	2013-08-12	2013-10-07	2013-11-25	2014-01-13
투자의견	BUY (신규)	BUY (담당자변경)	BUY (담당자변경)	BUY (TP 유지)	BUY (TP 상향)	BUY (TP 유지)
목표주가	330,000 원	250,000 원	300,000 원	300,000 원	320,000 원	320,000 원

일자	2014-03-17
투자의견	BUY (담당자변경)
목표주가	320,000 원

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*