

2017. 5. 18

Sector Update



임은영
Analyst
esther.yim@samsung.com
02 2020 7727

자동차 (NEUTRAL)

삼성 컨퍼런스 Key Takeaways: 분위기 전환과 회복되는 자신감

- 외부 리스크 완화 및 지배구조 재편에 대한 기대로 현대차 4.1% 등 현대차 그룹의 큰 폭의 주가 반등 시현.
- 현대차는 5/18일에 실시된 당사 컨퍼런스를 통해 2017년에 영업실적 회복에 대한 자신감 표명. 실적회복의 Driver는 내수시장 및 기타 신형시장.
- 외부 영업환경의 불확실성 완화, 실적회복에 대한 기대감으로 현대차는 주가 박스권 탈출. 이어 모비스, 계열사 순서로 실적 Turnaround예상. 현대차 Top-pick유지.

1. 외부환경 변화

1) G2시장의 정치적 불확실성 완화

● **트럼프 대통령에 대한 특검 결정:** 트럼프 대통령은 멕시코산 자동차에 대한 고관세, NAFTA 재협상, 한미FTA 재협상 추진의지를 보여왔으며, 이로 인한 최대 피해주는 한국 자동차 산업에 집중되었음.

● 영업측면에서 미국 향 자동차 수출에 대한 관세 부과 여부는 큰 영향 없고, 상품 경쟁력이 가장 중요한 요소. 다만, 부정적 투자심리가 완화된다는 점에서 긍정적.

● **중국 사드 이슈, 6월 이후 완화 예상:** 본격적인 판매 반등은 4Q17로 예상되나, 6월 이후 판매 감소폭은 축소 될 전망.

2) **GM, 인도시장 포기 발표:** GM은 2017년말부터 인도시장에서 판매 중단 발표. 현대차가 M/S 16~18%로 2위 유지, 기아차가 투자를 발표한 상황에서 경쟁 완화는 긍정적.

3) 지배구조 개편 기대감 확대

● **신정부의 경제민주화 의지 확인:** 김상조 교수가 공정거래위원장에 내정되면서 현대차 그룹에 대한 지배구조 개편 기대감 확대.

● **사업구조 재편, 생존을 위한 필요조건:** 당사는 현대차그룹이 외부환경 변화보다는 내부적 필요에 의해 사업구조 재편을 추진할 것으로 전망. 기아차, 부품계열사의 실적부진이 심화되고 있으며, 산업 패러다임 변화에 따라 사업구조 재편은 불가피해지고 있음. 지배구조 재편의 핵심인 현대차의 실적회복이 시작되면서 자금적인 어려움도 갖추어지기 시작했다고 판단.

● **사업구조 재편, 그룹 전체의 효율성 제고 예상:** 그룹 전체에 긍정적. 자산 비중이 높은 현대차, 모비스가 최대 수혜주가 될 전망. 자산가치 부각 시 현대차그룹 3사의 적정 주가는 현대차 24만원, 기아차 4.6만원, 모비스 40.7만원 예상.

(뒷장에 계속)

AT A GLANCE

현대차 (005380 KS, 165,000 원)

SELL HOLD **BUY**

목표주가: 190,000원 (15.2%)

현대모비스 (012330 KS, 260,000 원)

SELL HOLD **BUY**

목표주가: 290,000원 (11.5%)

기아차 (000270 KS, 38,200 원)

SELL HOLD **BUY**

목표주가: 40,000원 (4.7%)

2. 현대차, 영업실적 회복에 대한 자신감

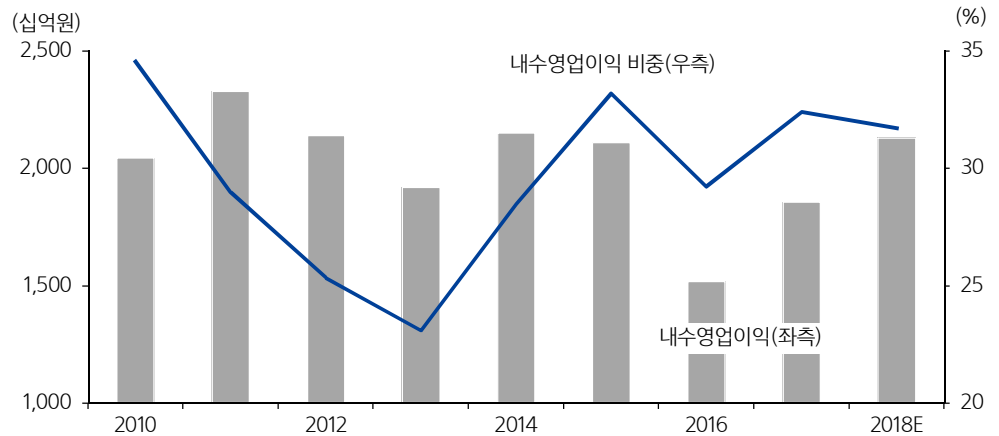
1) 컨퍼런스를 통해 G2 시장을 제외하고는 모든 시장에서 실적 회복이 진행되고 있음에 대한 자신감 표명

- **내수시장:** 그랜저, 쏘나타 F/L가 판매를 견인하는 상황에서 소형SUV(6월 출시), G70(9월 출시)로 이어지는 라인업에 자신감을 보여주고 있음.
- **기타 신흥시장:** 환율 강세 및 크레타 판매 호조로 2018년까지 원가율 2%p를 낮추는 효과가 있을 전망.
- **중국시장:** 6월 이후에는 판매감소폭이 감소할 전망이며, ix35가 출시되는 9월 이후 본격적인 판매회복 예상. ix35 및 1Q18에 출시되는 소형SUV는 중국 로컬 부품사 소싱 비중 확대로 가격경쟁력을 갖추고 출시될 예정.
- **미국시장:** 쏘나타 F/L 출시로 인센티브를 낮출 수 있을 것으로 예상. 본격적인 실적 회복은 코나, 신타페 후속모델이 출시되는 2018년 예상.

2) 지배구조 변화 및 주주환원

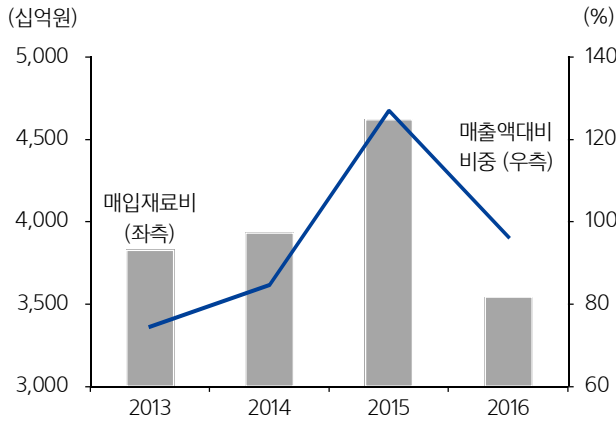
- 지배구조 변화에 대한 내부적 움직임은 없는 상황. 신정부의 규제나 법이 개정되면 이에 맞추어서 움직일 계획.
- **주주환원:** 연간 FCF의 30~50% 수준에서 배당확대 및 자사주 매입을 실시할 계획. 2016년에는 2조원의 FCF를 기록하였으며, 2013~2015년 평균 FCF는 2.6조원이었음.

현대차: 내수시장 영업이익 및 비중



자료: 현대차, 삼성증권 추정

브라질 및 러시아: 재료비 매입액 및 매출액 대비 비중



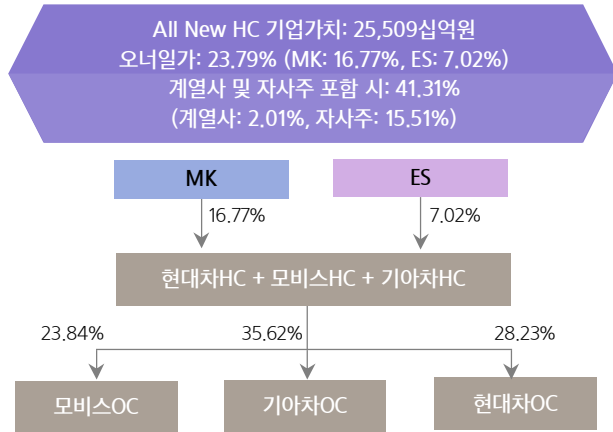
자료: 현대차, 삼성증권

브라질 및 러시아: 현대차 ASP



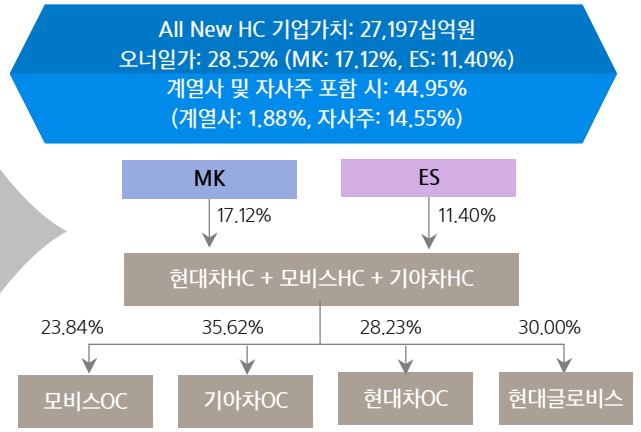
자료: 현대차, 삼성증권

3사HC 합병



참고: 5월 8일 종가 기준
 자료: 삼성증권

현대차그룹HC에 대한 대주주의 현대글로벌비지 지원 현물출자



참고: 5월 8일 종가 기준
 향후 대주주의 글로벌비지 주식 현물출자 시 MK회장 854억원/ ES부회장 2,963억원의 세금 추가발생
 자료: 삼성증권

현대차 3사: 기업분할 시 가치 평가

(십억원)	현대차	기아차	모비스
현재 시가총액	41,399	14,492	23,995
주가 (원)	158,000	35,750	246,500
투자회사 가치			
그룹 3사 가치	4,909	4,049	7,234
금융계열사	1,691	792	193
자사주	2,089	158	660
소계	8,689	4,999	8,087
지주사 Discount 30% (A)	6,082	3,499	5,661
사업회사 가치			
사업회사 추정자본	56,399	18,253	20,581
분할 후 순이익*	4,476	1,486	2,131
분할 후 ROE (%)	7.9	8.1	10.4
적정 PBR** (배)	0.70	0.70	1.36
영업가치 평가	39,248	12,849	28,074
기타 계열사 가치***	3,244	1,787	724
소계 (B)	42,491	14,636	28,798
현금 (C)	14,400	631	5,188
목표 시가총액 (A+B+C)	62,974	18,767	39,647
Upside potential (%)	52.1	29.5	65.2
적정 주가	240,000	46,300	407,000

참고: 5월 8일 종가 기준

* 금융자회사 및 지분법 이익 제외

** Global peer ROE 대비 PBR 회귀분석 식(완성차 PBR = 0.0394*ROE + 0.3832, 자동차부품 PBR = 0.1352*ROE - 0.0358) 사용해 목표 PBR 산출

*** 기타 계열사가치는 장부가대비 30%디스카운트

자료: 각 사, 삼성증권

현대차 그룹 3사 FCF

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
현대차							
영업현금흐름	8,665	9,426	10,629	6,512	7,394	6,809	6,190
Capex	(2,045)	(2,899)	(3,000)	(3,171)	(3,307)	(2,859)	(2,838)
R&D 자산화	(831)	(763)	(799)	(1,020)	(1,353)	(1,220)	(1,374)
free Cashflow	5,789	5,763	6,831	2,321	2,734	2,730	1,978
순현금	1,330	6,258	11,229	14,038	16,800	14,657	14,400
배당총액	412	480	521	534	817	1,080	1,078
FCF 대비 배당액비중 (%)	7.1	8.3	7.6	23.0	29.9	39.5	54.5
순이익	7,983	8,105	9,061	8,993	7,649	6,509	5,720
배당성향(%)	5.2	5.9	5.7	5.9	10.7	16.6	18.8
기아차							
영업현금흐름	4,396	4,745	4,345	4,777	2,364	3,375	3,276
Capex	(2,102)	(1,313)	(1,453)	(1,035)	(1,388)	(1,950)	(1,493)
R&D 자산화	(397)	(435)	(324)	(551)	(582)	(705)	(814)
free Cashflow	1,897	2,997	2,569	3,191	394	721	969
순현금	(2,486)	(1,668)	394	3,025	2,623	540	284
배당총액	199	242	263	283	404	441	441
FCF 대비 배당액 비중 (%)	10.5	8.1	10.2	8.9	102.6	61.2	45.5
순이익	2,842	3,519	3,865	3,817	2,994	2,631	2,755
배당성향(%)	7.0	6.9	6.8	7.4	13.5	16.8	16.0
모비스							
영업현금흐름	2,287	2,159	3,113	1,880	847	4,352	2,018
Capex	(778)	(690)	(849)	(643)	(1,047)	(1,673)	(1,281)
R&D 자산화	(13)	(31)	(87)	(49)	(41)	(56)	(33)
free Cashflow	1,496	1,438	2,177	1,187	(241)	2,623	704
순현금	879	533	3,570	3,735	2,731	3,575	4,652
배당총액	143	167	182	186	287	331	331
FCF 대비 배당액 비중 (%)	9.6	11.6	8.3	15.7	(118.7)	12.6	47.0
순이익	2,506	3,027	3,542	3,396	3,393	3,040	3,047
배당성향(%)	5.7	5.5	5.1	5.5	8.4	10.9	10.9
3사합산							
영업현금흐름	15,348	16,330	18,088	13,168	10,605	14,536	11,484
Capex	(4,924)	(4,902)	(5,301)	(4,849)	(5,742)	(6,483)	(5,612)
R&D 자산화	(1,241)	(1,229)	(1,210)	(1,620)	(1,977)	(1,980)	(2,220)
free Cashflow	9,182	10,199	11,576	6,698	2,886	6,073	3,651
순현금	(277)	5,123	15,193	20,798	22,154	18,771	19,336

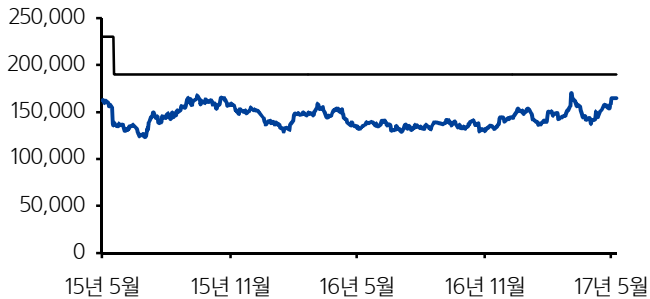
자료: 각 사, 삼성증권

Compliance Notice

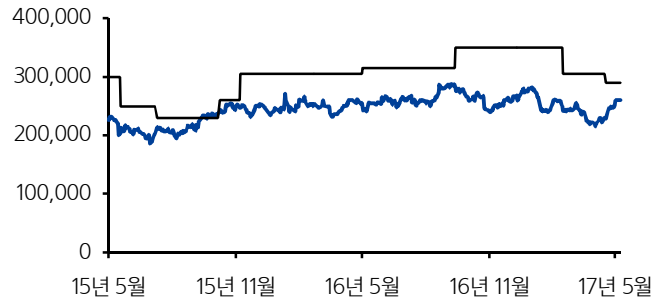
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

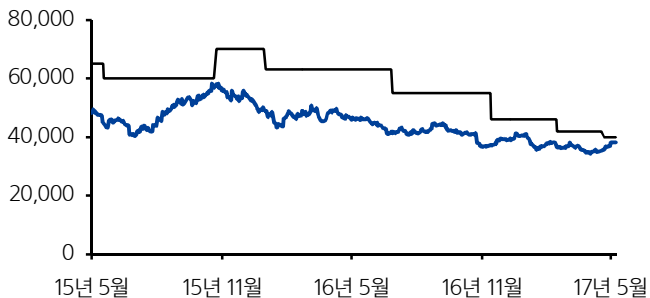
현대차
(원)



현대모비스
(원)



기아차
(원)



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

현대차

일 자	2015/5/18	6/4
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	230,000	190,000

현대모비스

일 자	2015/5/18	6/4	7/26	10/24	11/24	2016/5/18	9/29	2017/3/3	5/3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	300,000	250,000	230,000	260,000	305,000	315,000	350,000	305,000	290,000

기아차

일 자	2015/5/18	6/4	11/9	2016/1/17	7/14	11/30	2017/3/3	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	65,000	60,000	70,000	63,000	55,000	46,000	42,000	40,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고
 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상
 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준
 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상
 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 3월 31일 기준

매수 (82%) | 중립 (18%) | 매도 (0%)