



현대차

BUY (신규)

목표주가 : 158,000 (신규)

현대차 30만원 시대를 가늠하며...

2010년 2월 4일

Analyst 임은영

02)369-3713

erica1@dongbuhappy.com

지금 도요타 리콜 사태로 현대차 가치를 논할 때인가? 이미 상징성을 잃어버린 미국 M/S에서 현대차의 반사이익을 따지기보다는 전세계 자동차 산업의 패러다임 변화가 가져다 줄 투자기회에 주목할 필요가 있다. 현대차에 16년 근무한 경험과 직관에 근거해 애널리스트로서 데뷔 보고서를 작성한다.

중국시장은 2009년에 1,350만대 수요로 이미 글로벌 최대시장으로 떠올랐으며, 새로운 시장 질서 하에서 이제 미국이 아닌 중국시장을 지배하는 메이커가 자동차 산업을 대표할 것이다. 우리는 도요타가 미국시장을 통하여 가졌던 글로벌시장 지배력을 현대차가 중국시장을 통해 이루어 갈 것으로 확신한다. 2010년, 현대차의 중국시장 판매대수는 내수시장을 넘어서며 그 가능성을 확인시켜 줄 것이다. 2013년, 현대차 중국 공장의 영업이익이 1.2조를 기록하면서 현대차의 P/E밴드는 현재의 8.0~12.5X에서 12.5~19.5X로 상향되어, 주가가 30만원을 넘어가더라도 우리는 놀라지 않을 것이다.



Summary

우리는 도요타 미국 성공스토리의 핵심을 ‘자국시장보다 더 큰 시장을 가진 것’으로 정의한다. 도요타가 미국시장 M/S 10%를 돌파하던 2001년, 미국시장 판매대수가 일본시장 판매대수를 앞섰다. 도요타는 일본에서 40% M/S를 유지하는 최대 메이커인 동시에 상징성과 수익성을 지닌 미국시장을 더 큰 시장으로 가지게 된 것이다. 그러나, 금융위기로 자동차 산업의 패러다임이 바뀌었다. 신흥시장과 중국시장의 수요가 선진시장과 미국시장의 수요를 앞서면서, 이제 자동차 산업의 질서는 중국을 중심으로 재편되고 있으며 미국시장이 아닌 중국시장을 지배하는 메이커가 자동차 시장을 선도할 것이다.

새로운 패러다임 하에서 가장 유력한 승자는 현대차이다. 현대차는 중국시장에서 모델경쟁력, 현지화 전략, 브랜드 가치 제고의 조합으로 2012년 이후 상위메이커끼리의 2차 경쟁에서 우위를 점할 것이다. 현대차의 중국 3공장이 안정적으로 운영되는 2013년, 현대차는 100만대의 판매대수와 영업이익 1.2조원으로 중국시장에 대한 지배력을 확인시켜 줄 것이다. 도요타 Valuation 상승 사례에 비추어, 이 시기 현대차의 P/E밴드는 현재의 8~12.5X에서 12.5~19.5X로 상향되고, 30만원의 주가를 기대해도 좋다.

2010년 현대차 목표주가 158,000원으로 매수의견을 제시한다. 2010년 예상 EPS 12,638원에 2009년 P/E밴드 상단인 12.5X를 적용하여 산출하였다. 2010년 현대차의 중국판매는 내수판매를 앞서며 Valuation Re-rating의 신호탄이 될 것이며, 중국시장이 자동차 산업의 상징성을 확보하는 2013년에 현대차 중국법인의 실적은 회사 전체의 가치를 향상시킬 것이다.

Prolog

애널리스트를 하기 위해 16년간 다니던 현대차를 떠나서 2009년 12월 21일, 여의도로 출근하였다. 첫 리포트로 현대차를 준비하면서 현대차가 유독 환경이 척박한 신흥시장에서 약진하는 이유가 뭘까 고민해 보았다.

현대차에 근무 중이던 2003년, 인도시장에서의 성공을 축하하며, 임직원을 대상으로 인도공장 방문 행사를 한 적이 있다. 행사를 시작하며 인도공장 설립 초기 필름을 보았다. 소와 자동차와 사람이 함께 섞여 다니는 비포장 도로 여건상 중장비 운행이 불가능하여 직원들이 일렬로 서서 돌과 시멘트를 운반하여 도로를 만들고, 식수와 위생 문제로 파견된 직원들은 물론 가족들의 고생은 말할 수가 없었다. 그 필름을 보면서 감동보다는 한국인의 몸서리 쳐지는 근성을 느꼈고, 지금은 그 근성이 현대차가 유독 환경이 척박한 신흥시장에서 약진하는 바탕이라고 생각한다.

누가 앞서 있는가를 결정하는 시장의 시스템이 반드시 효율적인 것만은 아니어서, 어떤 조건에서 어떤 노력을 기울였는가에 대해서는 관심을 두지 않는다. 다만, 결과로서 평가하고 그 후에 노력에 대한 대가가 주어진다. 사람에게는 명성이, 그리고 기업에게는 브랜드가 결국, 시장에서는 어떻게 준비해 왔는가 보다는 어떤 기회를 만나서 어떤 결과를 드러내느냐가 더 중요한 문제이다.

이제 자동차 산업의 패러다임이 바뀌면서 현대차에게 기회가 왔다. 1990년대 미국 메이커들이 수익성 보전을 위해 Pick-up 트럭에 치중한 사이, 일본메이커들이 미국 승용차 시장을 지배한 것처럼, 2000년대 일본메이커들이 선진시장과 중대형 차급에 치중한 사이, 현대차는 신흥시장을 지배하기 시작했다. 새로운 시장질서 가운데, 중국시장을 통해 현대차는 도요타를 대체하는 메이커가 될 것이다. 그리고 시장은 주가상승으로 현대차의 노력에 대하여 보답할 것이다.

Contents

I. 중국 주도의 새로운 질서

II. 현대차, 중국을 지배할 것인가?

성공 전략 : 모델 경쟁력과 중소도시 판매망	11
수익성 향상 : 가동률 및 구형모델의 수익성	13
브랜드 가치 제고: 대표모델의 시장지배력 강화	14
현대차 중국시장 영업실적 전망	15

III. Valuation Re-rating의 서막

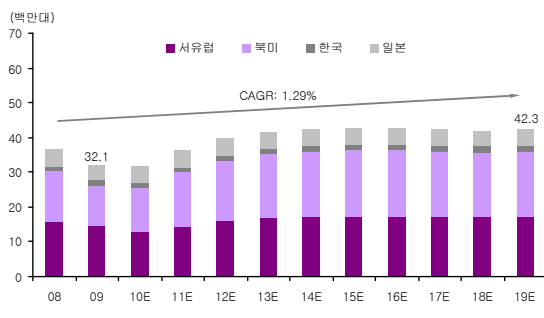
도요타의 미국시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대	17
현대차의 신흥시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대	18
지는 해와 뜨는 해	20
현대차 2010 년 목표주가	23

1. 중국 주도의 새로운 질서

반드시 미국 시장이어야만 하는 것은 아니다

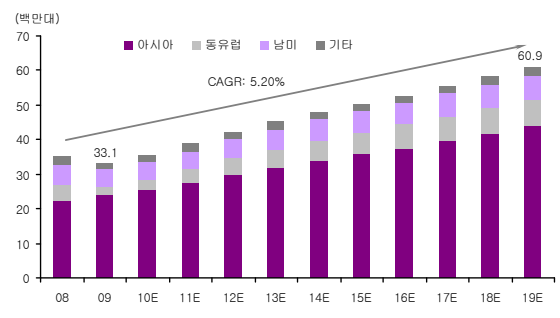
금융위기로 인한 세계적 격변기 중에 한 세기 이상 유지되어온 자동차 산업의 질서가 재편되고 있다. 지난 100년간 질서의 중심이었던 미국시장을 배경으로 성장해온 도요타는 2000년대 Lexus 브랜드와 현지화 전략의 성공으로 자동차 산업의 상징적 존재로 부상하였다. 그러나, 금융위기로 미국시장 수요가 급락하자 도요타는 대규모 적자를 기록하였고, 시장의 구조는 바뀌었다. 2009년에 신흥시장의 수요가 선진국 시장을 추월했고, 그 중심에 년 판매 1,350만대의 중국시장이 자리잡고 있다. 이제 자동차 산업의 질서는 중국이 주도할 것이며, 향후 미국이 아닌 중국시장을 지배하는 메이커가 글로벌 자동차 산업을 대표할 것이다.

도표 1. 선진시장 수요전망



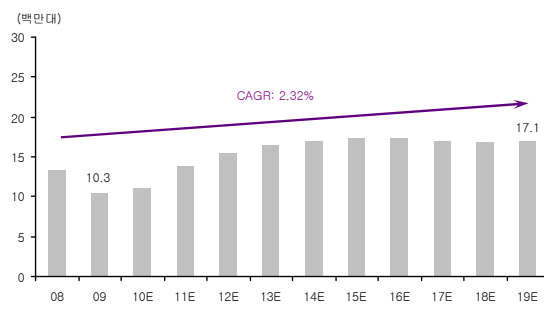
자료: Global Insight(2009.10) 동부 리서치

도표 2. 신흥시장 수요전망



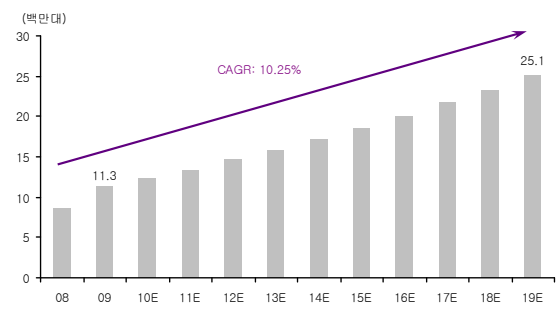
자료: Global Insight(2009.10) 동부 리서치

도표 3. 미국시장 수요 전망



자료: Global Insight(2009.10), 동부 리서치

도표 4. 중국시장 수요 전망

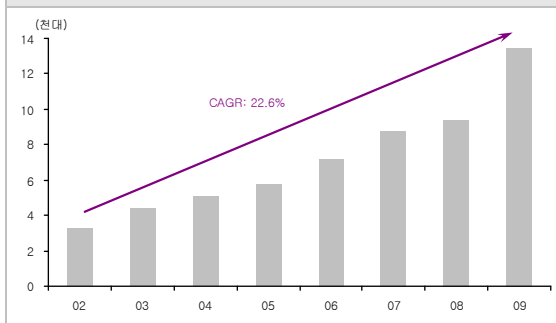


자료: Global Insight(2009.10), 동부 리서치

초고속 성장 이후에도 무궁한 잠재력의 중국

중국 자동차 시장은 2002년 WTO가입 이후 본격적으로 개방되어 글로벌 메이커들이 합작회사 형태로 진출하였고, 동부 연안을 중심으로 Motorization이 시작되면서, 2009년까지 연평균 성장률 22%를 기록하였다. 그럼에도 2008년 기준으로 중국 승용차 시장의 천명당 보유대수는 13.7대에 불과하여, 글로벌 평균 103대에 비해 1/8수준이다(KAMA자료). 향후 10년간 년 평균 10%성장을 가정하더라도, 중국은 2018년이 되어야 2008년 기준 글로벌 평균 보유대수에 도달할 정도로 성장 잠재력이 무궁한 시장이다. 한편, 단기적으로도 중국 정부는 2010년 이후 정책 중심을 수출에서 내수로 전환하는 의지를 피력한 가운데 2009년에 실시했던 자동차 수요 부양책을 2010년에도 유지하는 것으로 발표하였다.

도표 5. 연평균 20%를 상회하는 중국시장 수요



자료: CAAM, KARI, 동부리서치

도표 6. 중국시장 자동차 산업 부양정책

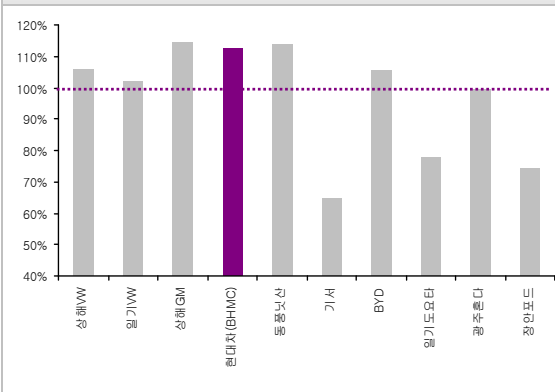
정책	대상	2009	2010
자동차 구입세 감면	1.6ℓ 이하 승용차	50%감면 (10%→5%)	25%감면 (10%→7.5%)
자동차 하향	1.3ℓ 이하 승합차, 트럭	보조금 3천RMB	동일
이구환신 (폐차보조금)	노후 차량	보조금 상한 5천RMB	보조금 확대 상한 1.8만RMB

자료 : 중국언론, 동부리서치

상위 업체의 생산능력 확충은 시장지배력 강화의 계기

이 같은 대규모 수요 성장세를 충족시키기 위해 중국의 생산능력은 지속적으로 확충될 전망이다. 과잉생산능력에 대한 우려는 시기 상조이다. 첫째, 중국 정부는 2006년 이후 자동차 기업 설립 기준 및 재투자 억제제를 실시하면서 경쟁력 없는 업체의 퇴출을 유도해 왔으며, 둘째, 30만대 기준 증설에 통상 2~2.5년이 소요되는 점 때문이다. 오히려 주요 증설이 마무리 되는 2012년 이후에는 상위업체들은 가동률을 유지하는 가운데 하위업체와의 판매격차를 벌이며 시장지배력을 더욱 강화할 가능성이 높다.

도표 7. 중국시장 상위메이커 가동률 현황



자료: CAAM, 동부 리서치

도표 8. 중국 시장 상위메이커 증설현황

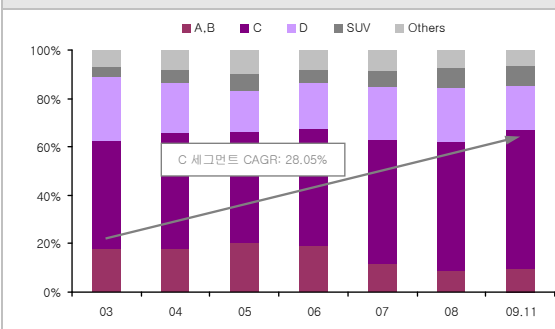
No.	업체명	생산능력(천대)		
		증설	시기	증설 후
1	상해VW	300	2012년	960
2	일기VW	350	2012년	1010
3	상해GM	-	-	600
4	현대차(BHMC)	300	2012년	900
5	동풍닛산	240	2012년	690
6	기서	200	2010년	850
7	BYD	400	2010년	800
8	일기도요타	500	2010년	1020
9	광주혼다	120	2010년	480
10	장안포드	300	2011년	720

자료: 언론자료 종합, 동부 리서치

향후 10년간 C세그먼트가 중국시장에서 가장 중요한 차급

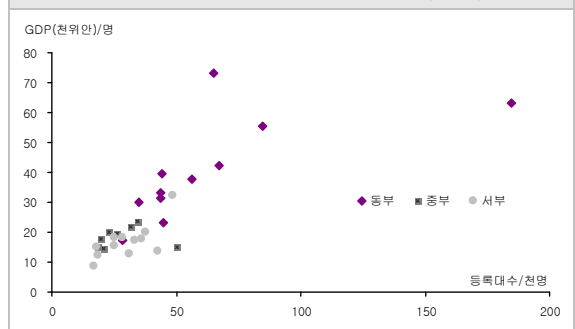
중국시장은 승용차, 특히 C세그먼트 위주의 성장세가 지속되고 있다. C세그먼트는 현대차의 베르나, 아반테에 해당되는 1.4~1.8ℓ 배기량 차급으로 자동차 대중화 시기에 가장 크게 성장한다. 중국 승용차 시장의 C세그먼트 비중은 2002년 44%에서 2009년 57%로 증가하였다. Motorization이 먼저 진행된 동부연안 대도시 중에서도 북경을 제외하면, 1,000명당 보유대수가 50대 전후에 불과한 상황에서, 수요의 중심이 중소도시로 이전되고 있어, C세그먼트의 성장세는 최소 향후 10년간은 지속될 것이다.

도표 9. 중국 C세그먼트 성장률



자료: CAAM, 동부 리서치

도표 10. 중국 지역별 GDP 및 자동차 보유대수('08년)



자료: China Statistical Year Book, 동부 리서치

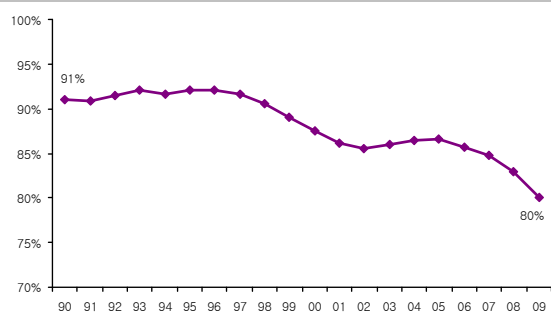
주) 동부: 북경, 상해 등 11개성 / 중부: 길림 등 8개성

서부: 중경 등 11개성

미국시장은 치열한 경쟁구도와 인센티브 증가로 수익성 기대 난망

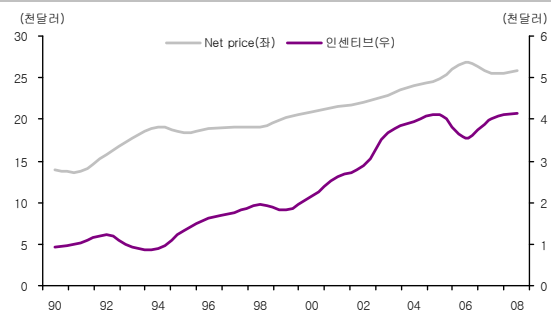
미국시장 상위 6개 업체의 M/S는 종전 90%에서 2000년 이후 미국업체의 부진으로 계속 하락하고 있다. 향후 수년간 시장 주도권을 탈환하려는 상위업체와 금융위기로 얻은 기회를 놓치지 않으려는 후발업체간의 M/S확대 전쟁이 치열하게 전개될 것이다. 특히, 인센티브의 지속적 증가로 인하여, 경쟁구도가 정리될 때까지는 수익성을 기대하기 힘들다.

도표 11. 미국시장 상위 6개 메이커 시장점유율 추이



자료:WardsAutomotiveNews, 동부 리서치

도표 12. 미국시장 인센티브 및 Net Price 추이

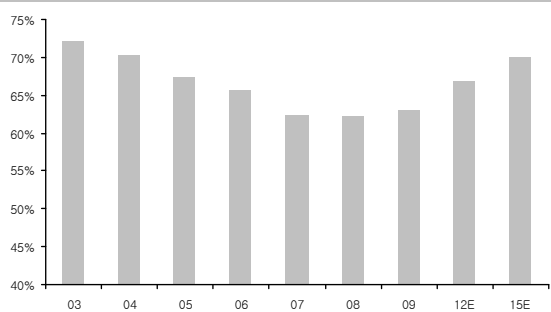


자료:CNWmarketing, 동부 리서치

중국의 경쟁구도는 현대차 그룹, VW, 중국 로컬 메이커의 경쟁으로 압축될 것

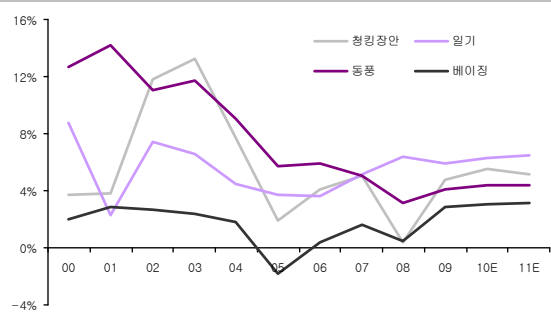
43개사가 난립한 중국 승용차 시장에서는 1위인 상해 VW의 M/S가 10%를 넘지 못하는 등 아직 주도 메이커가 결정되지 않은 상황이지만, 상위 10개 업체의 M/S가 2007년 이후 상승하고 있다. 현재 발표된 증설 계획을 감안하면, 2012년 이후 중국시장의 경쟁구도는 1백만대 규모의 생산설비를 갖춘 메이커들을 중심으로 현대차 그룹, VW 그룹, 중국 로컬 메이커의 경쟁으로 압축될 전망이다. 또한, 시장성장과 함께 상위권 업체들의 수익성 또한 개선되는 것으로 추정된다.(비상장 합작사의 데이터를 구할 수 없기 때문에 중국 로컬업체들의 수익성 추이를 대신 살펴보면, 2008년을 저점으로 상승하고 있다.)

도표 13. 중국시장 상위 10개 업체 시장점유율 상승



자료:CAAM, 동부 리서치

도표 14. 중국 로컬메이커 영업 이익률 상승



자료: 동부 리서치

도표 15. 중국시장 상위 10위권 내 업체 현황

구 분	설립시기	생산능력 (천대)	'08년M/S	'09년M/S	현 황
상해VW	1985	660	9.1%	8.7%	- 중국시장 개방 전 진출로 시장선점효과 있음 - 경쟁 업체의 진출로 M/S 지속 하락, '08년부터 신모델 출시로 회복세
일기VW	1990	660	9.3%	8.4%	- C세그먼트 모델 경쟁력 및 모델효율성 감안시, 현대차 그룹의 가장 강력한 경쟁사
상해 GM	1997	600	8.3%	8.5%	- GM의 경영위기 이후 M/S하락 추세, 모델 효율성 낮음 - GM이 지분율 1%와 경영권을 상하이차로 이전하여 중국메이커로 분류 예정 - GM대우의 모델(CKD) 의존도 50%로 GM대우 경영상황에 따라 경쟁력에 영향
북경현대	2001	600	5.5%	7.0%	- '05년 M/S 7.5%로 4위 기록 후 '07~'08년 판매부진 - '09년 현지화 전략의 성공으로 M/S 회복
동풍닛산	2001	450	6.5%	6.4%	- 활발한 신차출시(Tiida, Qashqai)로 일본JV중 유일하게 M/S유지 - 모델 수 대비 효율성 낮음
BYD	2003	400	3.0%	5.3%	- 전지업체로 출발, 워렌버핏의 10% 지분투자로 유명해짐 - 신차 F3의 성공(23만대, 모델 판매 순위 1위)으로 10권내 진입
Chery	1997	650	4.1%	5.2%	- QQ판매 급증으로 '06년까지 M/S 상승세 ('06년, M/S 7.3%로 4위) - JV업체들의 가격 인하 후 가격경쟁력 약화로 M/S 하락
일기도요타	2002	520	6.8%	5.1%	- '07년까지 코롤라 판매를 바탕으로 M/S상승세 지속 - 수요 중심이 중소도시로 이전되면서 가격저항에 부딪침
광주혼다	1998	360	5.7%	4.5%	- Accord판매 증가세 저조 및 소형차(Fit, City) 판매 부진으로 M/S하락
장안포드	-	420	3.8%	3.9%	- Ford 경영위기 이후 판매 부진

자료: CAAM, 언론자료, 동부 리서치

주) '09년 M/S는 1~11월 판매기준

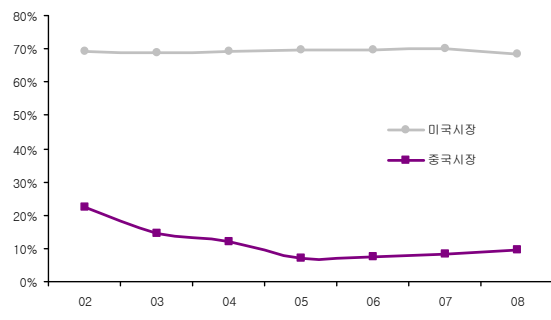
미국시장은 높은 금융 이용 비중으로 중고차 가치에 민감

미국시장의 딜러점은 3S(Sales, Service, Spare part)형태를 기본으로 표준화가 되어 있고, 풍부한 자금력과 여러 가지 판매기법을 기반으로 제조업체나 소비자에게 강력한 영향력을 행사할 수 있다. 또한, 자동차 금융산업의 발달로 신차 구매 시 금융이용 비중이 70%에 달하고, 중고차 시장 규모는 신차시장의 2.5배로 브랜드 가치 평가의 잣대로 인용되는 중고차 가치에 대해 민감하다.

중국시장은 메이커 주도의 시장

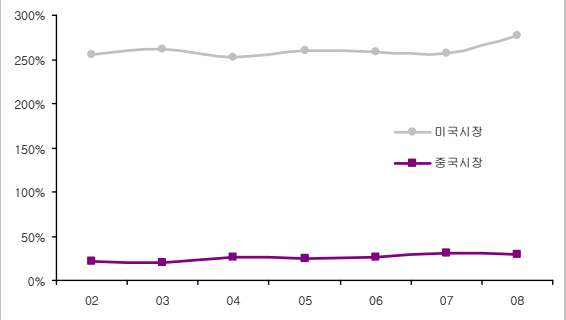
반면, 중국시장의 딜러점은 4S(Sales Information 포함)부터 내륙지방의 1S(Sales)까지 다양한 형태가 혼재되어있고, 재고 보유 능력이나 판매 기법이 부족하여 메이커나 소비자에 대해 영향력 행사가 쉽지 않다. 할부금융 시장은 2004년 자동차 담보 대출 부실 문제가 부각되면서 오히려 위축되었고, 중고차 시장 규모는 신차시장의 30%수준에 머물고 있다. 종합하면, 중국시장은 딜러점, 자동차 금융 등 관련산업의 미성숙으로 메이커의 주도력이 미국시장 대비 훨씬 위력적이다.

도표 16. 미국 vs 중국 신차 구매시 금융이용 비중



자료: US Department of Transportation, CNW marketing, 동부 리서치

도표 17. 미국 vs 중국 중고차 시장 규모(신차 시장 대비)



자료: US Department of Transportation, 현대차, 동부 리서치

중국정부의 올해 초 긴축 정책은 단기적인 영향에 그칠 것

중국정부의 2010년 1월 대출 규제 및 긴축정책 실시로 부동산 대출뿐만 아니라 자동차 대출의 축소 가능성도 제기되면서 자동차 수요 위축과 가격경쟁 촉발이 우려될 수 있으나, 다음의 4가지 근거로 자동차 시장에 대한 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 첫째, 이미 수년간 실시된 가격인하로 가격이 많이 낮아졌으며 둘째, 90% 이상의 가동률을 유지하고 있는 상위 업체들이 가격인하에 경쟁적으로 참여하지 않을 것이며 셋째, 중국시장의 차량 대출 및 할부금융 비중이 2003년 14.4% 대비 2009년은 7~8% 수준이고 넷째, 중소 도시의 소비자들도 자동차를 소비재로 인식하기 시작했다는 점 때문이다.

II. 현대차, 중국을 지배할 것인가?

2010년 현대차의 판매대수 측면에서 중국시장은 내수시장을 추월함으로써 가능성을 확인시켜 줄 것이며, 모델 경쟁력, 현지화 전략, 브랜드 가치 상승의 복합적 요인을 기반으로 2012년 이후 상위업체들간의 2차 경쟁에서 우위를 점하게 될 것으로 전망한다.

성공 전략 : 모델 경쟁력과 중소도시 판매망

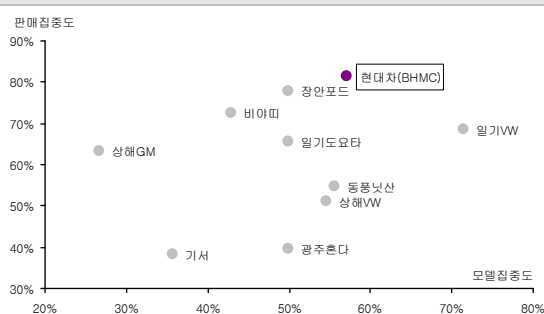
C세그먼트 모델 경쟁력 우위

현대차(BHMC)의 중국 현지화 모델 위에는 엘란트라 후속모델로 2009년 24만대 판매를 기록하며 중국 승용차 시장 전체 227개 모델 중 2위를 차지하는 등 현대차(BHMC)는 경쟁업체 대비 C세그먼트의 모델 집중도가 높고 가격경쟁력 또한 상위에 있다.

신구 모델 병행 판매 전략으로 모델수 증가 및 효율성 상승

또한 지역별 소득수준의 차이로 가격 경쟁력 있는 구형 모델에 대한 수요가 지속되는 중국시장의 특징에 주목하여, 현대차(BHMC)는 위에는 출시하면서 구형 모델인 엘란트라를 병행 판매하고 있으며, NF쏘나타 출시 후에도 FF쏘나타 판매를 지속하고 있다 (통상 메이커들은 주기적으로 신모델을 출시하여 가격 인상과 판매대수 증가로 신차효과를 누리고 구형모델은 간접효과를 없애기 위해 단종함). 신구 모델 병행 판매전략은 성공적으로 진행되어, 2009년중 위에는의 판매대수가 전년비 300% 증가하는 상황에서도 엘란트라는 출시 후 가장 높았던 판매 수준인 17만대를 회복, 간접효과가 거의 없음을 증명했다. 결국 신구모델 병행 판매전략으로 현대차(BHMC)는 경쟁업체 대비 열세에 있던 모델수 증가 및 모델 효율성을 향상 시켰다.

도표 18. 주요업체 C세그먼트 집중도 (08,09년 판매 기준)



자료: CAAM, 동부 리서치

주) 판매집중도: 전체 판매대수 중 C세그먼트 판매대수
모델집중도: 전체 모델 중 C세그먼트 모델 비중

도표 19. 주요업체 모델수 및 효율성



자료: CAAM, 동부 리서치

도표 20. 메이커별 C 세그먼트 대표모델 현황

BHMC (위예둥)

- 9.98~12.98 만 위안
- 가격경쟁력: 100
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 112~130hp

BHMC (엘란트라)

- 8.98~12.68 만 위안
- 가격경쟁력: 94
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 112~130hp

상해VW (Lavida LangYi)

- 11.28~16.48 만 위안
- 가격경쟁력: 121
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 105~120hp

일기VW (Jetta)

- 7.48~9.98 만 위안
- 가격경쟁력: 76
- 1.6ℓ
- 64~95hp

일기도요타 (Corolla)

- 12.78~19.28 만 위안
- 가격경쟁력: 140
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 122~136hp

동풍닛산 (QiDa)

- 10.68~16.78 만 위안
- 가격경쟁력: 120
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 109hp

장안포드 (Focus)

- 11.89~15.39 만 위안
- 가격경쟁력: 119
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 124~141hp

상해GM (Excele)

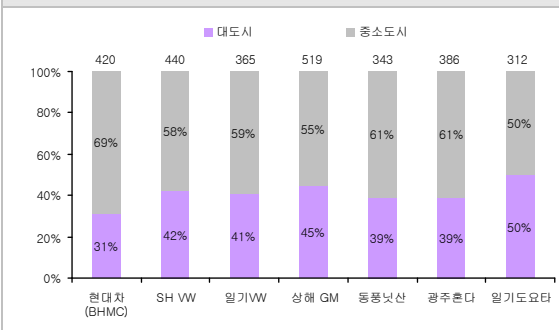
- 7.58~14.98 만 위안
- 가격경쟁력: 98
- 1.6ℓ/1.8ℓ
- 106~120hp

자료: 동부 리서치 주) 가격경쟁력은 위예둥을 '100'으로 하여 환산

중소 도시 판매망 활성화 전략

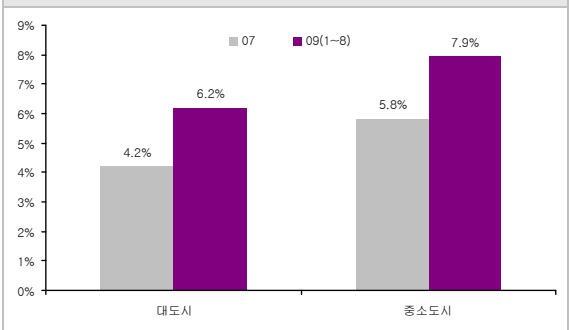
이 같은 신규 모델 병행 판매 전략에 맞추어, 현대차(BHMC)는 대도시 위주의 4S 딜러 중심 판매망 전략에서 2007년 이후 중소 도시 판매망을 활발히 개척하였다. 중국시장은 메이커의 주도력이 강한 시장으로 현대차(BHMC)는 4S딜러를 통한 하위 딜러점을 확충하였고, 2008년 말에는 중소 도시에 경쟁사 대비 더 높은 비중의 딜러망을 갖추게 되었다.

도표 21. 중국 메이커 도시급별 딜러비중 및 딜러개수



자료: 현대차, 동부 리서치

도표 22. 현대차(BHMC) 대도시 vs 중소도시 M/S증가



자료: 현대차, 동부 리서치

수익성 향상 : 가동률 및 구형모델의 수익성

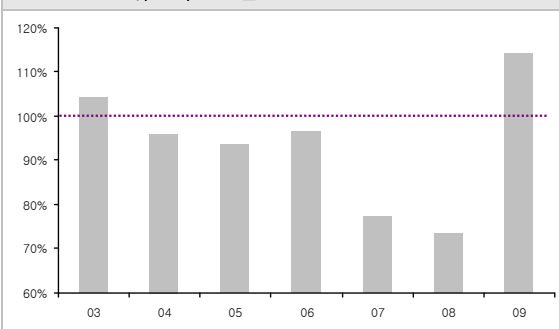
114%의 높은 가동률

현대차 중국법인의 2009년 지분법이익은 3,110억원으로 2002년 준공 이후 가장 높은 수준을 기록하였는데, 이는 114%에 이르는 현대차(BHMC)의 높은 가동률이 주원인이다. 높은 수요 성장률과 신모델 출시 등을 고려할 때, 향후에 가동률이 하락할만한 특별한 이유를 찾기 어렵다.

감가상각이 끝난 구형모델의 수익성 개선

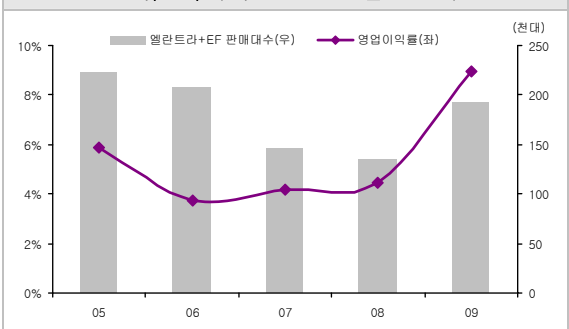
현대차(BHMC) 수익성 향상의 또 다른 배경은 감가상각이 끝난 구형모델 판매를 통한 수익성 개선이다. 이미 감가상각이 끝난 구형모델은 높아진 현지화율로 재료비 비중이 낮고 확보된 인지도로 마케팅 비용이 적어 신차 대비 수익성이 월등하다. 구형모델인 엘란트라 가격은 RMB10.8만, EF쏘나타의 가격은 RMB13.5만으로 2005년 대비 각각 20%, 30% 인하되었지만 현대차(BHMC)의 수익성은 크게 향상되고 있다.

도표 23. 현대차(BHMC) 가동률



자료: 현대차, 동부 리서치

도표 24. 현대차(BHMC) 수익성 및 구형 모델 판매대수



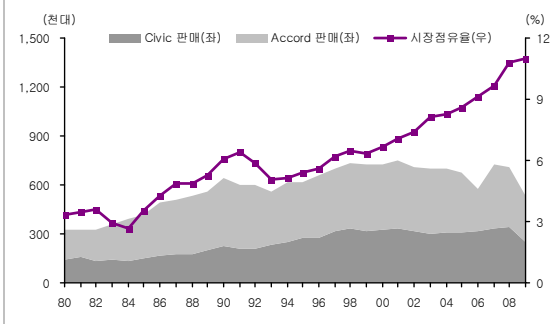
자료: 현대차, 동부 리서치

브랜드 가치 제고: 대표모델의 시장지배력 강화

일반 브랜드의 브랜드 가치 상승에 가장 중요한 요소는 대표모델의 시장지배력

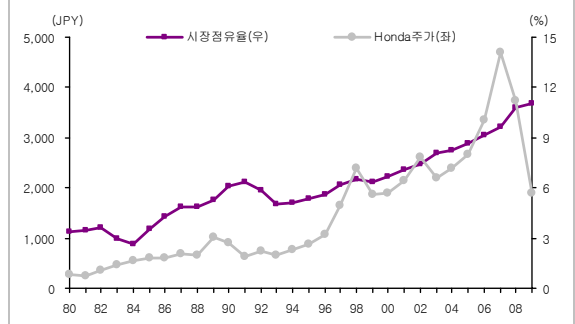
브랜드 가치 상승에 대표모델의 시장지배력이 가장 중요한 역할을 하고 있음은 미국시장의 혼다 사례에서 잘 나타나고 있다. 혼다의 럭셔리 브랜드 Acura는 별다른 성과를 나타내지 못했으나, 대표차종인 Civic과 Accord는 중고차 가치에서 도요타의 동급모델을 앞서고 판매대수 또한 도요타의 모델과 1, 2위를 다투고 있다. 혼다의 대표모델 Civic은 출시 당시 배기량 1.2ℓ로 경쟁 차종에 비해 작았지만 1970년대 Oil Shock을 거치면서 고연비 차량으로 인기를 끌었고, 상위차급 모델인 1.6ℓ Accord는 Civic의 10만대 판매 상회 시점인 1976년에 출시되었다. 그 후 Civic과 Accord는 8번의 세대교체를 거치면서 한 차급씩 상향조정 되었고, 혼다의 미국시장 판매 50~90%를 차지하였다. 혼다의 브랜드 가치는 소형차에서 출발하여 대표모델의 시장 지배력 확대로 축적되었고, 이는 중국시장에서 대표모델인 위에등을 기반으로 브랜드 가치를 제고하려는 현대차의 전략에 다시 적용되고 있다.

도표 25. 혼다 Civic, Accord 미국 시장 판매, 미국 M/S



자료: KARI, Automotive news, 동부 리서치

도표 26. 혼다 미국 시장 M/S 및 주가



자료: Wards, Automotive news, 현대차, 동부 리서치

위에등의 시장지배력 확대로 인한 브랜드 가치 상승

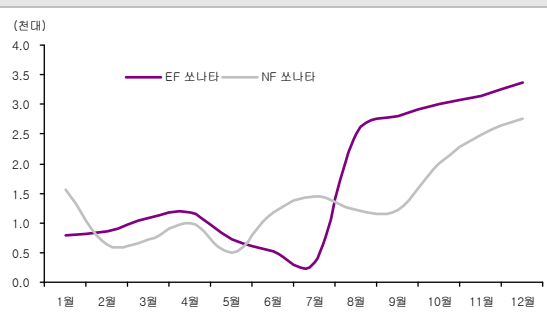
현대차(BHMC)의 대표모델 위에등은 확실한 시장 지배력을 보여주었고, 상위 차급 모델에 긍정적인 효과를 발휘하였다. 2005년 베이징의 택시 교체 시기 중에 진행된 엘란트라와 EF쏘나타의 택시 판매는 도리어 수익성 악화 및 브랜드 이미지 저하를 초래했다. 그러나 위에등의 시장지배력이 확인된 후 2009년 7월에 개조 출시된 EF쏘나타(현지명 EF명위)는 월 판매 3천대로 2005년 전성기의 수준을 회복하였고, NF쏘나타도 2005년 출시 후 처음으로 월 판매 2천대를 상회하였다.

중국시장 브랜드가치 측정의 잣대는 M/S상승과 히트모델

또한 중국시장은 자동차 관련산업의 미성숙으로 중고차 가치에 대한 개념이 형성되지 않은 상태로 브랜드 가치 측정에 유용한 잣대는 M/S상승과 히트모델의 존재이다. 현대차(BHMC)는 대도시와 중소도시에서 M/S를 고르게 상승시키고 있으며, 앞서 강조한대로 위에등은 2009년 중국시장 전체 226개 모델 중 2위의 히트 상품이다. 반면, 일본 메이커들은 미국시장의 높은 중고차 가치를 이유로 중국시장에서도 프리미엄 가격을 제시하고 있으나, 가족을 위한 첫 차를 막 사기 시작하는

중국 소비자들에게 3년 뒤 중고차 가치는 제한적인 의미만 가진다. 그리고 일본 메이커의 선두 도요타가 2008년 이후 중국시장에서도 대규모 리콜이 수 차례 실시한 바, 일본차의 프리미엄 가격정책은 설득력을 잃어가고 있다.

도표 27. EF/NF 쏘나타 09년 판매 상승추이



자료: 현대차, 동부 리서치

도표 28. 도요타 중국시장 리콜 현황

시기	차종	규모	결함 내용
08.12월	크라운, 렉서스	12만대	조향 장치 결함
09.4월	캠리	26만대	브레이크시스템 결함
09.8월	캠리, 알렉스, 비오스, 코롤라	68.8만대	창문 개폐 스위치 불량
10.1월	RAV4	7.5만대	가속 페달 결함

자료: 현대차, 동부 리서치

현대차 중국시장 영업실적 전망

현대차는 2013년까지 10년간
중국에서 평균 6% M/S와
건조한 영업 이익률 유지

현대차(BHMC)는 중국시장에서 공장 증설과 신모델 출시를 기반으로 2010~2014 CAGR 12.7%의 판매 성장률과 9% 전후의 건조한 영업이익률을 기록하면서 다른 해외 시장에 비해 판매와 수익성 측면에서 가장 큰 기여를 할 것으로 예상된다. 그리고 도요타가 미국시장 6% M/S를 10년간 유지함으로써 고급 브랜드의 초기비용을 감당하는 수익성을 확보하고 이를 기반으로 Lexus를 출시했던 것처럼, 현대차는 2013년 이후 10년간 중국시장 M/S 6%와 건조한 영업 이익률을 기반으로 고급 브랜드 출시의 가능성도 엿보게 될 것이다.

도표 29. 현대차 (BHMC) 2010~2013년 중국시장 관전포인트

년 도	내 용
2010년	- 중국판매, 내수 판매 대수 추월 - 신모델(RB, LM) 판매 추이
2011년	- 브랜드 가치 상승으로 D세그먼트 내 M/S 증가(YF출시 예상) - 수입완성차 판매대수 증가 - 생산능력 한계로 판매 증가율은 정체
2012년	- 3공장 가동 시작으로 100만대 판매 체제 구축
2013년	- 3공장 운영 안정 및 영업이익 1조 달성 - 100만대 판매 메이커끼리의 승부

자료: 동부 리서치

도표 30. 현대차 중국공장(BHMC) 영업실적 추정

(단위: 십억원)

년도	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
생산능력(천대)	250	300	300	400	500	600	600	900	900	900
가동률	93%	97%	77%	74%	114%	112%	117%	94%	111%	120%
판매대수(천대)	234	290	232	295	570	670	700	850	1,000	1,080
M/S	7.4%	7.0%	4.6%	5.5%	7.0%	6.9%	5.7%	7.4%	6.5%	5.8%
ASP(백만원)	13.4	12.1	12.4	13.5	15.4	14.5	14.7	14.7	14.7	14.7
매출	3,126	3,509	2,868	3,978	8,804	9,704	10,272	12,501	14,708	15,845
영업이익	184	131	120	178	802	896	975	1,026	1,244	1,442
영업이익률	5.9%	3.7%	4.2%	4.5%	9.1%	9.2%	9.5%	8.2%	8.5%	9.1%
순이익	170	121	111	146	642	699	760	800	971	1,125
순이익률	5.4%	3.5%	3.9%	3.7%	7.3%	7.2%	7.4%	6.4%	6.6%	7.1%
지분법이익(50%)	79	64	51	63	311	332	361	380	461	534

자료: 현대차, SIC(0912월), 동부리서치

도표 31. 해외 주요 시장 실적 추정

(단위: 십억원)

미국	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
산업수요(백만대)	17.0	16.6	16.2	13.2	10.4	11.1	13.8	15.6	16.6	17.0
미국공장생산(천대)	91	236	251	237	194	240	300	320	330	330
미국 판매대수(천대)	455	455	467	401	435	500	600	680	750	800
M/S	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%	4.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.5%	4.7%
미국합산 지분법이익	23	174	13	-127	49	60	100	120	150	200
서유럽										
산업수요(백만대)	15.2	15.8	15.9	15.6	14.5	13.0	14.6	16.2	16.9	17.2
유럽공장 생산(천대)				11	116	180	230	280	300	300
유럽시장 판매(천대)	350	342	319	287	337	340	370	400	420	420
M/S	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%
유럽공장(HMMC)					-143	30	50	80	80	100
지분법이익										
인도										
승용차 수요(백만대)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1
인도공장 생산(천대)	253	300	327	489	560	580	600	620	620	630
인도시장 판매(천대)	156	187	200	245	290	300	320	350	400	420
M/S	18.4%	18.3%	18.2%	20.4%	20.3%	19.4%	20.0%	20.6%	21.1%	20.0%
인도공장(HMI)				-14	86	90	100	150	180	180
지분법이익										

자료: 동부 리서치

III. Valuation Re-rating의 서막

도요타의 미국시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대

도요타의 성장과정은 자동차 메이커의 글로벌 시장 지배력 확대과정에 대해 많은 시사점을 준다. 도요타가 해외시장 개척을 시작한 후, 미국시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대 과정은 4단계를 거쳐서 나타났다.

도요타 1단계 :
해외시장 개척시기
미국 시장 M/S 2% → 4.6%

1단계는 1957년 ~ 1970년대 말까지 진행된 해외시장 개척 시기이다. 도요타는 1964년 ‘동경 올림픽’ 이후 진행된 Motorization과 내수점유율 50%를 기반으로 미국시장에 진출하였고, 1970년대 Oil Shock을 거치면서 품질과 연비로 인지도를 높이고 미국 M/S를 2%에서 4.6%까지 끌어올렸다.

도요타 2단계 :
1차 엔고로 해외생산 적극 추진,
미국시장 M/S 6%

2단계는 1980년대 해외시장 생산 초기 단계이다. 도요타는 플라자 합의로 1차 엔고를 겪으면서 적극적인 현지생산을 추진하였고, 1980년대 6% M/S로 충분한 수요 기반이 있고, 글로벌 수요의 25%를 차지하는 미국시장은 자연스럽게 중심축이 되었다. 이 시기 도요타의 주가는 1차 Re-rating되면서 85년 플라자 합의 시기에만 P/E 8X로 낮아졌을 뿐, P/E 25X로 상단을 높였다.

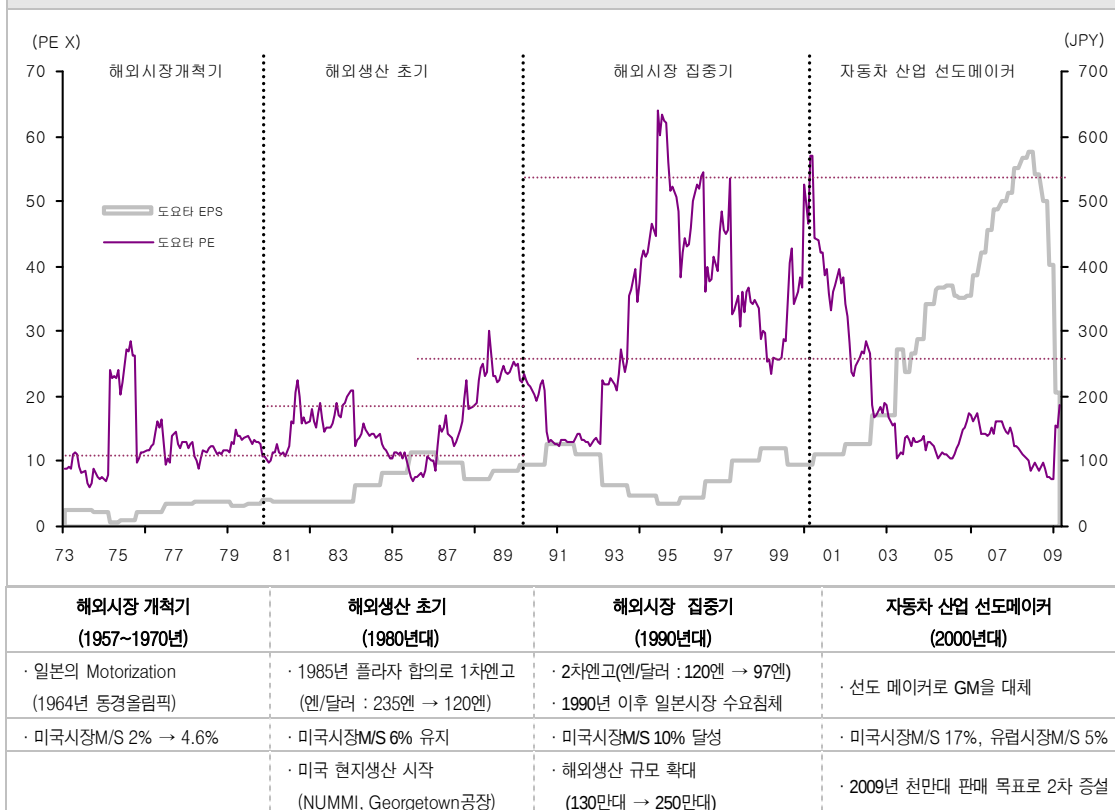
도요타 3단계 :
미국시장 판매대수, 일본시장
추월, 미국시장 M/S 10%

3단계는 1990년대 해외시장 집중기이다. 10년간 해외시장 집중기를 거친 도요타는 2001년에 미국시장 판매대수가 일본시장 판매대수를 앞서면서 내수보다 큰 시장을 가지게 되었고 일본 메이커로서는 처음으로 미국시장 M/S 10%를 돌파하였다. 이 시기 도요타의 주가는 2차 Re-rating 되면서 2단계 P/E 밴드의 상단인 25X를 저점으로 P/E 25~50X의 새로운 P/E밴드를 형성하였다. 이 시기 일본시장의 수요는 1990년 7.7백만대를 정점으로 침체되었고, 3년간 20% 엔화절상으로 도요타의 영업 이익률은 1%대까지 하락하였다. 도요타는 난관 해결을 위해 해외시장에 집중하였고 해외생산규모를 1994년 130만대에서 2000년 250만대로 6년간 92% 증가시켰다.

도요타 4단계 :
전세계 자동차산업에서 GM을
대체

4단계에 도요타는 2000년대 미국시장을 통해 글로벌 선도 메이커가 되었다. 판매대수를 제외한 이익, 생산성, 품질, 브랜드 모든 측면에서 GM을 대체하면서 도요타의 시스템은 자동차 산업의 표준이 되었다. 자동차산업의 대표성을 지닌 미국시장에 대한 지배력은 다른 시장에도 영향을 미치면서 도요타의 유럽시장 M/S는 2000년 이후 급상승하여 2002년에 4%, 2004년에 5%를 돌파하면서 다른 아시아 메이커와는 차별화 되었다.

도표 32. 도요타의 미국시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대와 Valuation



자료: Datastream, 언론자료, Wards, 도요타, 동부 리서치

현대차의 신흥시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대

현대차의 글로벌 시장 지배력 확대 과정은 도요타와 대략 15년의 시차를 두고 현재 해외시장 집중기를 진행하고 있으며, 도요타와 다르게 미국시장이 아닌 신흥시장을 중심으로 한다.

현대차 1단계 : 북미공장 실패

현대차의 해외시장 개척시기는 1976년~1990년대 중반까지 진행되었다. ‘88올림픽’으로 시작된 Motorization과 내수시장 45%의 M/S를 기반으로 현대차는 미국시장에 수출을 시작하였고 캐나다에 첫 해외공장을 설립하였다. 그러나 품질 문제와 판매 급락으로 캐나다 공장은 1981년에 철수되었다.

현대차 2단계 : 인도시장에서의 성공과 중국시장에 진출

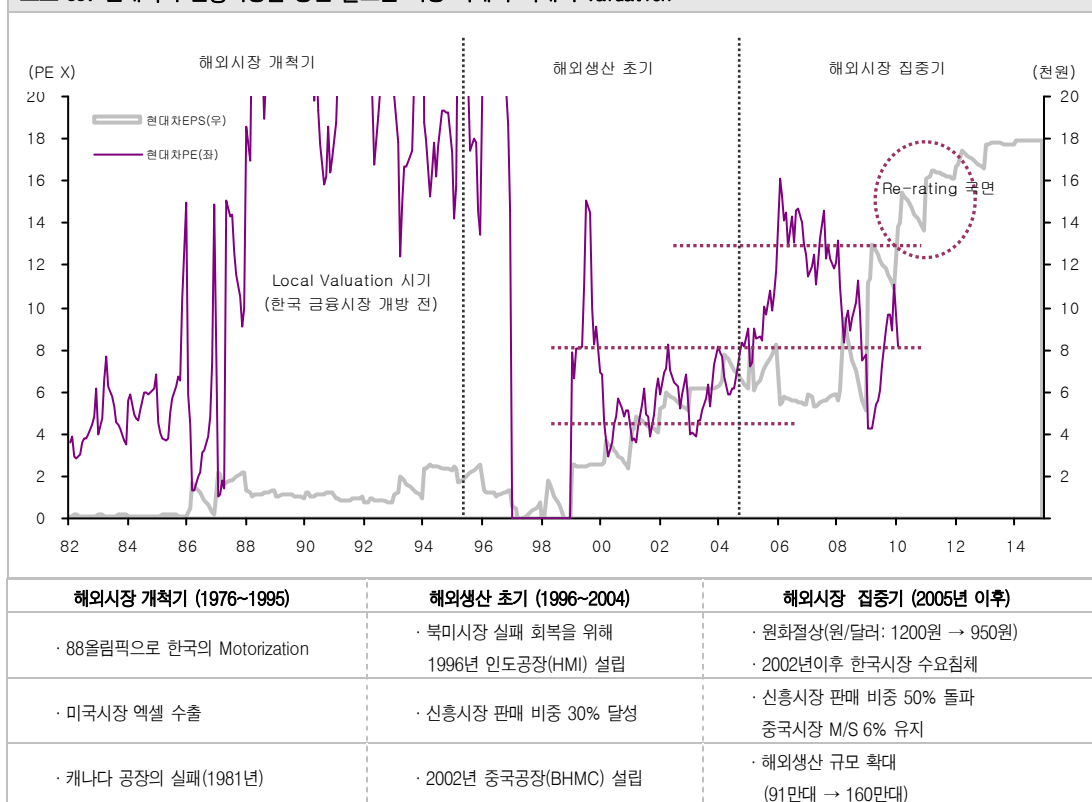
현대차의 해외생산 초기단계는 1990년대말 ~ 2004년으로 인도공장(HMI) 성공 시기이다. 현대차는 북미시장에서의 실패를 회복하고, 1998년 아시아 금융위기 기간 개발된 경차의 생산기지를 이전하기 위해 수요잠재력이 높은 인도시장을 선택하였

고 결과는 매우 성공적이었다. 현대차는 신흥시장에 대한 자신감을 가지고 2002년 중국 공장을 설립하였다.

현대차 3단계 :
신흥시장을 중심으로 글로벌
시장 지배력 확대

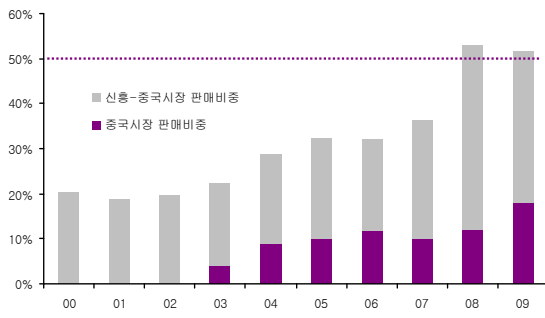
현대차는 2005년부터 3단계인 해외시장 집중기를 진행 중이며, 중국 3공장이 안정되는 2013년에 중국시장을 가장 큰 판매 시장으로 가지고, 1조 이상의 영업이익을 확보하면서 3단계를 완성해 나갈 것으로 예상된다. 해외시장 집중기가 시작되면서 현대차의 주가는 2000년대 초반의 P/E 4~8X에서 한 단계 상승하여 8X를 저점으로 8~12.5X 사이에서 형성되고 있다. 이 시기 한국시장 수요는 2002년 카드버블과 함께 1.62백만대를 정점으로 하락하였고, 원/US\$가 2004 ~ 2007년 동안 20% 하락하면서 현대차의 영업이익률은 9%에서 4%대까지 하락하였다. 현대차는 위기 해결을 위해 해외시장에 집중하면서 해외공장 생산능력을 신흥시장을 중심으로 91만대에서 160만대로 4년간 76% 증가시켰고, 신흥시장에서 원가경쟁력과 제품 경쟁력을 기반으로 판매대수와 수익성을 높여 나가고 있다.

도표 33. 현대차의 신흥시장을 통한 글로벌 시장 지배력 확대와 Valuation



자료: Datastream, 현대차, CAAM, KAMA, 동부 리서치

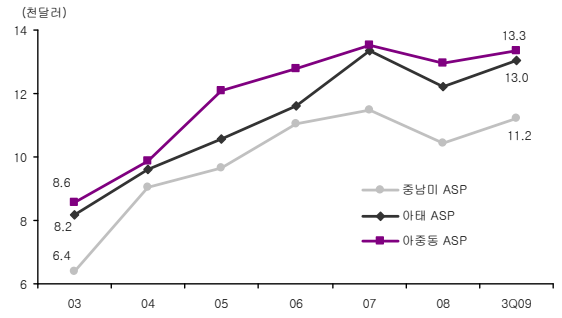
도표 34. 현대차 신흥시장 판매 비중



자료: 현대차, 동부 리서치

주) 신흥시장: 한국, 일본을 제외한 아시아, 중남미, 아중동, 동유럽

도표 35. 현대차 신흥시장 수출 ASP(국내공장)



자료: 현대차, 동부 리서치

지는 해와 뜨는 해

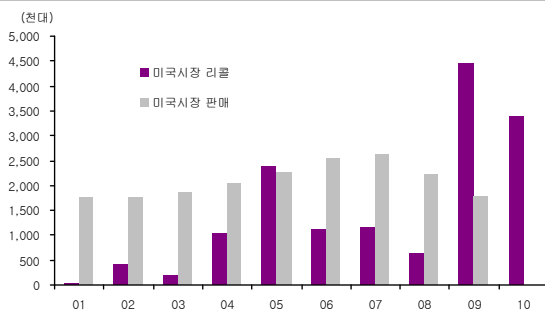
도요타는 무리한 증설과 대규모 리콜로 위기에 직면

2000년대 자동차 산업의 표준이 된 도요타는 판매 대수로도 GM을 앞서기 위해 ‘2009년 1,000만대 판매’ 목표를 세우고, 2005년 이후 매해 100만대의 생산능력을 증설하였다. 도요타는 급속하게 진행된 증설과정 후, 금융위기로 대규모 적자를 기록하였고, 미국시장에서 시작된 ‘가속페달 결함’ 리콜이 전세계 시장으로 확대되면서 현재 심각한 경영위기에 직면해있다.

현대차는 실적 호조로 금융위기가 재평가 받는 계기

반면, 현대차는 금번 금융위기가 재평가 계기가 될 것이다. 현대차의 2009년 글로벌 판매는 높은 소형차 비중과 신흥시장 판매 비중으로 2008년 대비 15% 증가하였고, ROE 14.2%로 수익성 측면에서도 글로벌 자동차 메이커중 가장 좋은 실적을 기록하였다. 또한, 품질 측면에서도 2009년 IQS조사에서 일반브랜드 1위에 재등극하면서 2005년부터 진행된 대규모 증설 중에도 품질경영이 제대로 실천되었음을 입증하였다.

도표 36. 미국시장 판매대수를 넘어서는 도요타 리콜



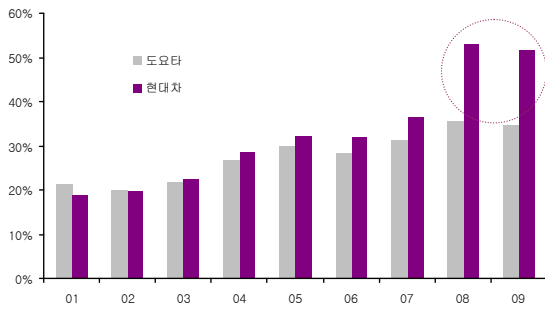
자료: 언론자료 종합, 동부 리서치

도표 37. 도요타 ‘가속페달 결함’ 리콜 현황

리콜 대상	미국	656만대	Collora, Camry 등 8개 차종
	유럽	180만대	
	중국	7.5만대	
예상 비용	달러	매월 \$24억의 판매손실(1,200개 달러)	
	도요타	매월 \$55억의 경영손실	
경쟁사 판촉	GM	\$1,000 인센티브 60개월 무이자할부	1.28~2월말
	Ford	\$1,000인센티브	1.28~3.1
	현대차	\$1,000인센티브	1.28~2.1

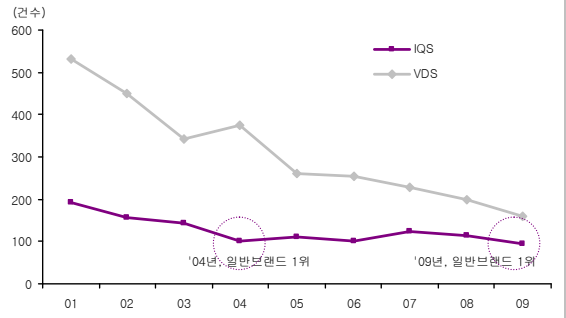
자료: 언론자료 종합, 동부 리서치

도표 38. 현대차 vs 도요타 신형시장 판매비중



자료: 각 사, 동부 리서치

도표 39. 현대차 품질지수 추이



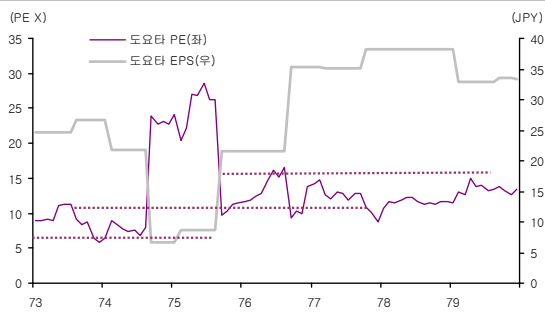
자료: J.D.Power, 현대차, 동부 리서치

주) IQS: 신차 구입 후 90일 이내 100대당 결함 건수 / VDS: 신차 구입 후 100대당 3년 이내 결함건수 / IQS, VDS 모두 숫자가 작을수록 좋음

2000년대 현대차 주가의 절대적 요인은 미국시장 M/S 상승

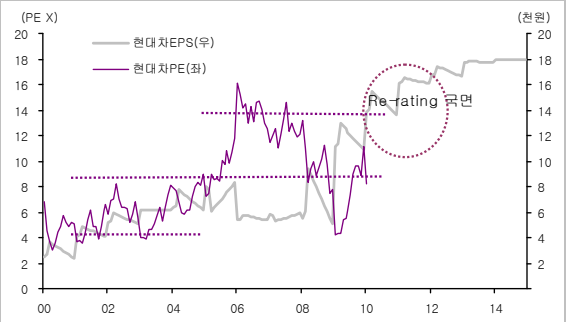
그러나, 2000년대 현대차 실적에 대한 주식시장의 평가는 인색하다. 2000년대 현대차 가치는 해외생산이 본격화된 2005년을 기점으로 한 단계 상승하여 P/E 8~12.5X 수준을 유지하고 있으나, 도요타와 비교해 보면 1970년대 P/E 10~14X를 넘지 못하는 수준이다. 흥미로운 점은 도요타의 1970년대 미국 시장 M/S(2% → 4.6%)가 현대차의 2000년대 M/S(2% → 4.3%)와 비슷하다는 것이고, 현재까지 미국 시장이 자동차 산업에서 가지는 상징성을 생각하면, 두 회사의 가치 평가에 미국 시장 M/S가 절대적인 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 결론적으로, 현대차는 2005년 이후에 도요타가 1990년대 진행했던 3단계 해외시장 집중기를 신흥시장과 중국 시장을 중심으로 진행 중이나, 주식 시장은 다시 1위 시장이 될 수 없는 미국에 너무 많은 Value를 부여하면서 현대차를 도요타의 1970년대인 해외시장 개척단계로 평가하는 인색함을 보여왔다.

도표 40. 도요타 1970년대 EPS 및 P/E 차트



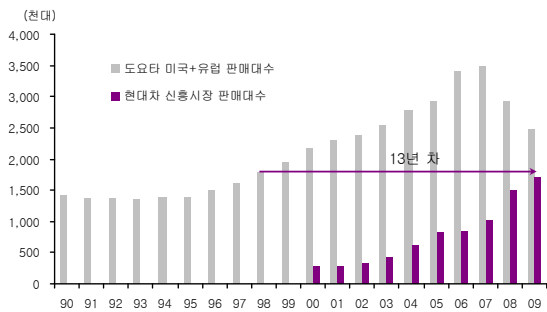
자료: Datastream, 동부 리서치

도표 41. 현대차 2000년대 EPS 및 P/E 차트



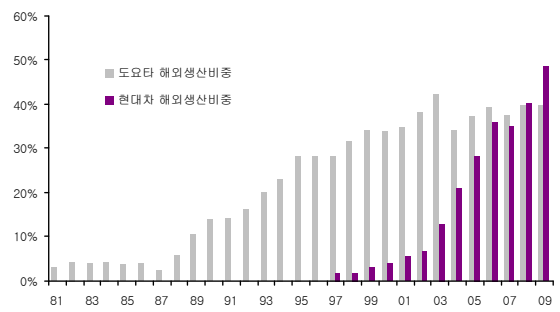
자료: Datastream, 동부 리서치

도표 42. 도요타 선진국 판매 vs 현대차 신흥시장 판매



자료: Automotive News, ACEA, 각 사, 동부 리서치

도표 43. 도요타 vs 현대차 해외생산 비중

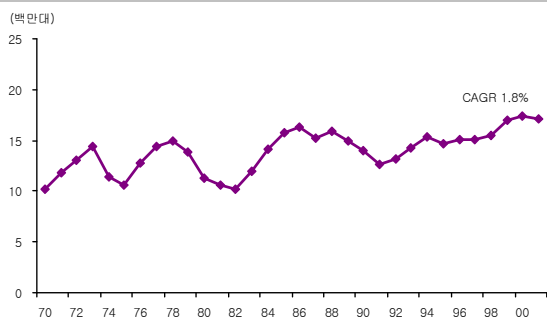


자료: 각 사, 동부 리서치

2013년 현대차의 주가는 P/E
12.5~19.5X에서 210,000~
328,000원 에서 형성될 것

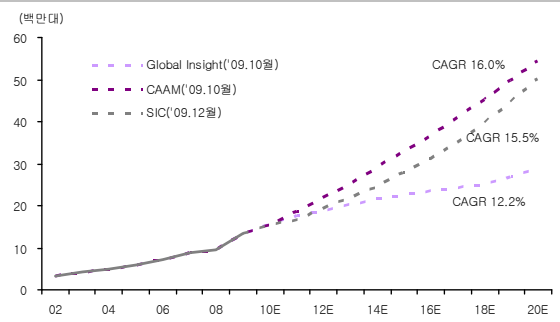
우리는 현대차의 해외시장 집중기 마무리 시점인 2013년에는 중국시장이 자동차 산업의 상징성을 완전히 확보할 것으로 예상하며, 중국시장에 대한 지배력을 입증한 현대차의 주가가 현재 P/E 배수의 상단인 12.5X를 저점으로 하여 P/E 12.5~19.5X에서 형성될 것으로 전망한다. 2013년 추정 EPS에 12.5~19.5X를 대입하면 210,000~328,000원의 주가가 산출된다. 더욱이 도요타가 미국시장 M/S를 늘려가던 시기의 미국시장 수요는 연평균 성장율이 2% 수준이었으나, 현재 중국시장의 수요는 성장율과 마무리 시점을 가늠하기 어려울 정도로 무궁한 잠재력을 가지고 있다는 점을 고려하면, 현대차의 Re-rating 과정이 결코 도요타가 받았던 평가보다 절하될 이유가 없다.

도표 44. 도요타 성장시기의 미국시장 수요



자료: Wards, Automotive News, 동부 리서치

도표 45. 현대차 성장시기의 중국시장 수요



자료: Global Insight, CAAM, SIC, 동부 리서치

도표 46. 현대차 2013년 주가 추정

현대차 순이익(십억원)	4,799
현대차 EPS(원)	16,809
P/E 12.5X(원)	210,108
P/E 19.5X(원)	327,769

자료: 동부 리서치

도표 47. 현대차 장기 수익 추정

(단위: 십억원 천대 원)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
원/달러(평균)	1,102	1,277	1,140	1,100	1,050	1,000	950
원/유로(평균)	1,776	1,772	1,658	1,595	1,523	1,450	1,378
글로벌 판매	2,796	3,133	3,394	3,538	3,742	3,960	4,120
국내공장 판매	1,668	1,612	1,704	1,748	1,752	1,750	1,800
매출액	32,190	31,859	33,903	35,754	35,654	35,375	35,508
영업이익	1,877	2,235	2,384	3,128	3,083	2,932	2,750
(영업이익률)	5.8%	7.0%	7.0%	8.7%	8.6%	8.3%	7.7%
지분법이익	21	1,337	1,413	1,568	1,678	2,031	2,239
중국공장(BHMC)	63	311	332	361	380	461	534
인도공장(HMI)	-14	86	90	100	150	180	180
미국법인 합산	-127	49	60	100	120	150	200
유럽 공장(HMMC)		-143	30	50	80	80	100
당기순이익	1,448	2,962	3,608	4,386	4,649	4,799	4,846
(순이익률)	4.5%	9.3%	10.6%	12.3%	13.0%	13.6%	13.6%
EPS	5,078	10,374	12,638	15,362	16,284	16,809	16,974
BPS	63,215	74,588	85,801	99,711	114,716	130,473	131,758

자료: 동부 리서치

현대차 2010년 목표주가

현대차 2010년 목표주가 158,000원, 매수의견 제시

현대차 2010년 목표주가는 158,000원으로 매수의견을 제시한다. 앞에서 강조한 바대로 2010년에 현대차의 중국시장 판매대수는 내수시장을 넘어서며, 현대차에게 가장 큰 시장이 될 것이며, Re-rating의 신호탄이 될 것이다. 2010년 목표주가는 2010년 추정 EPS에서 기존 P/E 밴드의 상단인 12.5X를 적용하여 산출하였으며, 중국시장이 자동차 산업의 대표성을 갖게 되는 시점에는 최하단의 가격이 될 것이다.

목표주가 158,000원은 PBR 1.84X로 글로벌 Peer Group의 현주가 대비 높은 수준이나, 현대차는 2009년 실적을 포함하여 향후 자동차 회사 중 가장 높은 ROE와 이익률을 달성 할 것으로 예상되는 바, 주식시장에서 현대차 주가에 프리미엄을 부여하는 것은 시간의 문제라고 판단한다.

도표 48. 현대차 2010년 목표주가 산정

현대차 순이익(십억원)	3,608
현대차 EPS(원)	12,638
P/E 12.5X(원)	157,979

자료: 동부 리서치

도표 49. 현대차 분기별 수익 추정

(단위: 십억원 천대 원)

	2008A	2009E	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2010E	2011E	2012E
원/달러(평균)	1,102	1,277	1,125	1,180	1,150	1,105	1,140	1,100	1,050
원/유로(평균)	1,776	1,772	1,676	1,687	1,656	1,608	1,658	1,595	1,523
글로벌 판매	2,796	3,133	778	838	863	925	3,394	3,538	3,742
국내공장 판매	1,668	1,612	405	423	415	471	1,704	1,748	1,752
내수판매	569	701	158	158	155	183	636	658	660
수출판매	1,099	911	265	265	260	288	1,068	1,090	1,092
국내공장ASP(백만원)	16.7	17.7	17.1	17.9	17.7	16.9	17.4	17.7	17.7
내수	20.1	21.5	21.6	21.9	22.0	22.1	21.9	22.6	22.7
수출(천달러)	11.9	11.6	12.8	13.2	13.2	12.5	12.9	13.4	14.0
매출액	32,190	31,859	7,822	8,648	8,377	9,056	33,903	35,754	35,654
매출총이익	7,131	6,975	1,517	1,909	1,735	1,849	7,010	7,947	7,932
영업이익	1,877	2,235	449	654	639	642	2,384	3,128	3,083
(영업이익률)	5.8%	7.0%	5.7%	7.6%	7.6%	7.1%	7.0%	8.7%	8.6%
당기순이익	1,448	2,962	662	1,025	983	1,105	3,608	4,386	4,649
(순이익률)	4.5%	9.3%	8.5%	11.9%	11.7%	12.2%	10.6%	12.3%	13.0%

자료: 동부 리서치

도표 50. 자동차 Peer Group valuation

	PER			PBR			ROE			시장대비 PER			영업이익률			EPS 성장률
	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	
현대자동차	10.2	8.9	9.0	1.3	1.1	1.0	13.3	13.3	12.4	4%	4%	9%	7.1%	7.8%	7.4%	6%
기아자동차	6.9	6.2	5.7	1.0	0.9	0.7	15.5	14.7	14.2	-27%	-26%	-30%	5.9%	6.1%	6.3%	10%
도요타	814.3	21.5	12.5	1.1	1.1	1.0	-0.1	5.6	8.3	N/A	-1%	-18%	-0.3%	3.1%	5.3%	707%
혼다	29.1	17.2	12.2	1.3	1.2	1.2	4.4	7.7	9.9	-26%	-21%	-21%	2.6%	4.3%	5.7%	55%
닛산	224.7	20.7	12.3	1.1	1.0	1.0	0.0	4.9	7.8	479%	-4%	-19%	2.2%	3.8%	5.3%	327%
포드	12.8	8.4	6.4	11.8	2.2	2.8	-67.8	-593.3	N/A	-1%	-25%	-36%	3.6%	4.7%	6.0%	42%
BMW	127.9	20.1	10.3	1.0	1.0	0.9	0.8	4.2	8.3	953%	100%	16%	0.9%	3.5%	5.6%	252%
다임러	N/A	22.4	11.7	1.1	1.1	1.0	-6.1	5.0	9.6	N/A	123%	32%	-1.6%	3.5%	5.4%	N/A
피아트	31.6	11.1	7.4	1.1	1.0	1.0	3.2	9.2	11.0	160%	19%	-10%	2.8%	4.2%	5.4%	106%
폭스바겐	24.8	16.2	8.8	0.7	0.7	0.7	2.9	4.1	7.8	104%	61%	-1%	2.0%	2.5%	3.9%	68%
르노	N/A	82.2	7.3	0.5	0.5	0.5	-15.8	0.5	6.7	N/A	752%	-18%	-2.5%	0.8%	2.7%	N/A

자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 51. 자동차 Peer Group 예상 영업실적

(단위: bn USD)

	매출			영업이익			EBITDA			EPS(USD)		
	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E
현대자동차	28.19	29.57	31.21	2.01	2.29	2.32	3.33	3.55	3.90	9.96	11.24	11.16
기아자동차	15.99	16.78	17.79	0.94	1.03	1.12	1.57	1.67	1.85	2.49	2.78	3.02
도요타	202.23	214.18	232.06	-0.60	6.63	12.24	12.04	19.64	25.33	0.05	1.77	3.05
혼다	96.14	103.24	111.67	2.51	4.45	6.34	8.35	10.21	12.71	1.14	1.92	2.71
닛산	80.75	85.92	92.53	1.81	3.25	4.87	6.73	8.53	10.28	0.04	0.38	0.65
포드	105.15	121.17	124.70	-12.16	-4.31	1.18	-3.90	3.59	10.59	-24.52	-8.98	-3.50
BMW	116.81	126.82	135.13	4.22	5.96	8.09	9.00	10.47	12.60	0.84	1.30	1.70
다임러	67.18	70.34	75.37	0.59	2.43	4.23	7.13	9.14	11.31	0.34	2.15	4.16
피아트	108.36	115.09	124.10	-1.78	3.98	6.68	4.02	10.00	13.23	-2.34	2.08	3.98
폭스바겐	70.38	75.04	77.61	1.97	3.15	4.19	6.08	7.38	7.95	0.40	1.14	1.71
르노	143.19	143.29	152.24	2.87	3.52	5.94	13.56	14.48	17.08	3.58	5.47	10.07

자료: Bloomberg, 동부 리서치

손익계산서

12월결산(십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	30,619.7	32,189.8	31,859.0	33,902.6	35,753.7
매출원가	24,638.8	25,058.6	24,884.8	26,892.7	27,807.0
매출총이익	5,980.8	7,131.1	6,974.2	7,009.9	7,946.8
판매비	4,035.3	5,253.9	4,739.6	4,626.2	4,818.7
영업이익	1,945.5	1,877.2	2,234.6	2,383.7	3,128.0
EBITDA	3,111.9	3,221.4	3,634.5	3,761.8	4,457.5
영업외손익	276.5	-82.2	1,546.0	1,792.6	1,999.3
이자손익	140.8	202.7	25.4	-175.0	-155.0
외화관련손익	-31.2	-249.1	-98.3	10.0	-20.0
지분법평가손익	445.3	21.2	1,336.9	1,412.6	1,584.3
세전계속사업이익	2,222.0	1,795.0	3,780.6	4,176.3	5,127.3
법인세비용	539.6	347.1	818.9	568.3	741.7
계속사업이익	1,682.4	1,447.9	2,961.7	3,608.0	4,385.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,682.4	1,447.9	2,961.7	3,608.0	4,385.6
EPS	5,909	5,078	10,374	12,638	15,362
증감률(%)YoY)					
매출액	12.0	5.1	-1.0	6.4	5.5
EBITDA	33.5	3.5	12.8	3.5	18.5
영업이익	57.6	-3.5	19.0	6.7	31.2
순이익	10.2	-13.9	104.5	21.8	21.6

현금흐름표

12월결산(십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	2,306.4	1,939.8	5,507.7	1,444.9	3,004.3
당기순이익	1,682.4	1,447.9	2,961.7	3,608.0	4,385.6
감가상각비	813.2	880.3	882.8	844.6	778.4
무형자산상각비	353.2	464.0	517.1	533.5	551.0
순운전자본증감	-284.4	-1,460.9	1,702.1	-693.3	-436.0
매출채권증감	-715.1	-455.5	119.9	38.9	-88.6
재고자산증감	-388.7	-511.8	167.8	-49.4	-116.9
매입채무증감	819.4	-493.6	1,414.4	-682.8	-230.5
투자활동현금흐름	-2,108.8	-2,430.4	-3,976.9	-871.9	-2,341.6
유형자산증감	-972.3	-804.3	-705.2	-796.4	-758.3
투자자산증감	-627.4	-743.3	-706.4	-878.3	-221.4
재무활동현금흐름	-134.1	801.0	-969.9	-397.0	-463.5
단기부채증감	-173.8	716.0	-1,513.0	-267.8	25.0
장기부채증감	302.0	350.2	698.2	300.0	-300.0
자본의증감	-273.3	-276.0	-233.4	-315.4	-328.9
배당금의지급	-275.4	-276.0	-235.7	-315.4	-328.9
현금의 증감	63.4	310.5	561.0	176.0	199.2
기초의 현금	1,382.7	1,446.1	1,756.5	2,317.5	2,493.5
기말의 현금	1,446.1	1,756.5	2,317.5	2,493.5	2,692.8

자료: 현대차, 동부 리서치 (주)EPS는 원전회석화 기준임.

대차대조표

12월결산(십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	8,921.2	10,301.0	12,676.6	11,426.4	12,408.7
현금/단기예금	4,385.3	4,792.8	7,365.2	5,967.1	6,677.4
매출채권	2,196.8	2,513.5	2,284.8	2,245.9	2,334.5
재고자산	1,449.0	1,809.0	1,536.1	1,585.5	1,702.3
비유동자산	20,665.8	21,866.7	23,227.5	25,718.0	27,783.3
투자자산	9,079.4	10,076.8	11,263.0	13,435.1	14,979.1
유형자산	9,721.1	9,753.8	9,662.7	9,614.5	9,594.3
무형자산	1,381.1	1,605.9	1,877.3	2,125.1	2,404.9
자산총계	29,586.9	32,167.7	35,904.1	37,144.4	40,192.0
유동부채	7,056.0	7,915.1	8,869.9	6,631.4	5,781.9
매입채무	2,938.6	2,443.8	3,853.7	3,170.9	2,940.4
단기차입금	431.2	1,386.9	168.3	200.5	225.5
유동성장기부채	201.5	300.7	299.8	-0.2	-0.2
비유동부채	4,328.3	4,600.3	4,904.4	5,090.6	4,931.1
사채	1,197.5	1,246.9	1,646.2	1,946.2	1,646.2
장기차입금	15.3	16.3	15.6	15.6	15.6
부채총계	11,384.3	12,515.4	13,774.3	11,722.0	10,713.0
자본금	1,487.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	5,752.1	5,851.8	5,815.2	5,815.2	5,815.2
이익잉여금	11,484.4	12,419.1	14,991.2	18,283.8	22,340.5
자본총계	18,202.6	19,652.3	22,129.8	25,422.4	29,479.1

주요 투자지표

12월결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E
주당지표(원)					
EPS	5,909	5,078	10,374	12,638	15,362
BPS	59,007	63,215	74,588	85,801	99,711
DPS	1,000	850	1,150	1,200	1,250
Valuation					
PER	12.1	7.8	10.8	8.9	7.3
PBR	1.2	0.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.9	2.3	5.9	6.1	4.9
수익률(%)					
EBITDA 마진	10.2	10.0	11.4	11.1	12.5
영업이익률	6.4	5.8	7	7	8.7
순이익률	5.5	4.5	9.3	10.6	12.3
ROE	9.8	7.6	14.2	15.2	16.0
ROA	6.0	4.7	8.7	9.9	11.3
ROIC	24.5	21.5	30.6	32.2	30.8
기타비율					
배당수익률	1.4	2.2	1.0	1.1	1.1
이자보상배율	12.3	10.2	9.4	10.8	15.6
순차입금비율	-14.6	-10.5	-25.9	-16.9	-17.9

Compliance Notice

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료 발간일을 기준으로 위 조사분석 기입의 유가증권 발행(DR, CO, IB, 등) 주가사로 참여한 바 없으며, 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 e-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

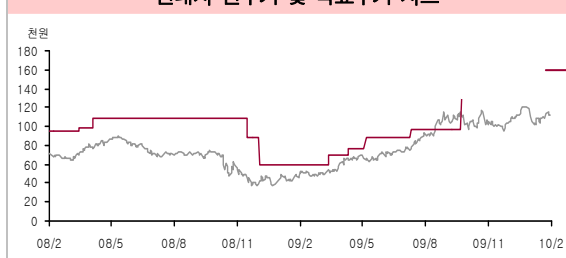
- Strong Buy: 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 30%p 이상
- Buy: 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 10~30%p
- Hold: 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 당사 KOSPI 목표 대비 업종 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 당사 KOSPI 목표 대비 업종 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 당사 KOSPI 목표 대비 업종 초과 상승률 -10%p 미만

(주) 수정된 기업 및 업종 투자 의견 기준은 2009.11.9일부터 변경 적용함

현대차 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
08/03/19	BUY	98,000	09/07/16	BUY	97,000
08/04/08	BUY	108,000	09/09/28	BUY	135,000
08/10/18	BUY	93,000	*10/02/04	BUY	158,000
08/11/19	BUY	87,500			
08/12/08	BUY	60,000			
09/03/18	BUY	70,000			
09/04/15	BUY	76,000			
09/05/11	BUY	89,000			

(주) *표는 담당자 변경



동부증권 리서치센터

팀 명	담당	애널리스트	직 위	(02) 369-	@dongbuhappy.com
리서치센터장	총괄	백관중	상무	3005	gjbaik
	기업분석총괄	용대인	이사	3448	yong3490
주식전략팀	경제/전략	장화탁	팀장	3370	mousetak
	퀀트	양해정	수석연구원	3712	hjang
	일본분석	후쿠모토	선임연구원	3377	hj.kim
	시장분석	송경근	선임연구원	3490	happy.song
	경제분석	김효진	선임연구원	3432	hjkim1984
	중국분석	가오징	연구원	3721	jing10
	중국산업분석	이은택	연구원	3479	go4it.lee
	퀀트	염동찬	연구원	3372	inuito09
채권전략팀	RA	김일혁	연구원	3709	run2you
	채권전략	박혁수	팀장	3436	bondpark
	신용분석	이경록	연구위원	3426	newgift7
	RA	노상원	연구원	3737	swnoh
IT산업팀	DTP	노연정	대리	3371	ryj104
	반도체/LCD	이민희	팀장	3368	minhee.lee
	핸드셋/통신장비	오인범	수석연구원	3321	iboh01
	게임/인터넷	김석민	선임연구원	3390	min.kim
중화학산업팀	RA	강정호	연구원	3373	jeongho.kang
	화학/에너지	이제훈	팀장	3730	alee2007
	자동차	임은영	수석연구원	3713	erica1
	철강/금속	이종형	선임연구원	3366	jh.lee
내수산업팀	RA	변재희	연구원	3374	jhbyun
	음식료/유통	차재현	팀장	3378	imcjh
	제약/화장품	김태희	선임연구원	3367	taehee.kim
	건설	홍서연	선임연구원	3396	seoyeonh
금융팀	유틸리티(운송)	유덕상	선임연구원	3458	ds.yoo
	RA	박대업	연구원	3389	dupark83
	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	증권/보험	김희준	선임연구원	3379	heedol.kim
스몰캡팀	RA	원형운	연구원	3314	hwwon09
	Small-cap	김향기	팀장	3375	hkkim7
	Small-cap	김승희	수석연구원	3747	kimsh9
	Small-cap	최보근	선임연구원	3388	small0
	Small-cap	손만승	선임연구원	3447	rcrack79
	Small-cap/통신	김인필	연구원	3457	yongsung.kim
	Small-cap	강성원	연구원	3447	rain.kang
Coordinator	Coordinator	권미경	사원	3346	mk3036



본 사

본사 영업부 02) 369-3000 서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩)

서울지역

강남구청역 02) 512-6000 서울시 강남구 삼성동 8-2 (브라운스톤 레전드상가 2층)
강남금융센터 02) 3474-9000 서울시 서초구 서초동 1329-8 (삼현빌딩 3층)
구로디지털 02) 3281-1600 서울시 구로구 구로동 212-1 (메이스트원타워 1차 3층)
대치 02) 561-6000 서울시 강남구 대치동 509 (하이마트빌딩 5층)
도곡금융센터 02) 568-3700 서울시 강남구 대치동 651 (여천빌딩 2층)
동부금융센터 02) 3011-5000 서울시 강남구 대치동 891-10 (동부금융센터빌딩 3층)
마포 02) 711-9500 서울시 마포구 도화동 559 (트라팔리스 2층)
명일 02) 3013-2000 서울시 강동구 명일1동 306-1 (시온캐슬빌딩 4층)
목동 02) 2636-6000 서울시 양천구 목동 917-1 (CBS기독교방송국 2.3층)
방배 02) 599-9922 서울시 서초구 방배동 811-6 (방배범영빌딩 2층)
서초 02) 597-9100 서울시 서초구 서초동 1573-10 (로이저즈 타워 3층)
신논현역 02) 3482-9100 서울시 서초구 서초동 1303-3 (중앙화촌빌딩 3층)
압구정로얄 02) 3445-8800 서울시 강남구 신사동 575 (가오닉스 스포츠센터 A동 9층)
율령리 02) 416-8500 서울시 송파구 방이동 44-3 (현대토탈빌딩 4층)
용산 02) 798-6060 서울시 용산구 용산동5가 24-1 (파크타워 102동 1층)
을지로 02) 753-9000 서울시 중구 다동 103 (동부빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울시 송파구 잠실동 181-2 (성진빌딩 4층)
종로 02) 2075-5200 서울시 종로구 종로1가 24 (르메이에르 종로타운 1 5층)
청담 02) 514-1414 서울시 강남구 삼성동 78-1 (동홍빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 성남시 분당구 구미동 185-4 (보명프라자 4층)
서현 031) 709-9600 성남시 분당구 서현동 246-2 (신영팔라스타워 3층)
수원 031) 222-6565 수원시 팔달구 인계동 1125-2 (백산코아 2층)
인천 032) 518-3434 인천시 부평구 삼산동 459-2 (하이존빌딩 2층)
일산 031) 915-6300 고양시 일산서구 주엽동 72-2 (현술코아 2층)
평촌 031) 382-6200 안양시 동안구 호계동 1041 (흥국생명빌딩 4층)

대전·충청지역

대전 042) 522-6600 대전시 서구 도미2동 172-15 (도마 라이프플라네타 3층)
둔산 042) 489-9500 대전시 서구 둔산동 1456 (메디빌딩 1~2층)
천안 041) 569-7000 천안시 불당동 799 (유강메트로타워 3층)
청주 043) 253-9400 청주시 상당구 문화동 100-3 (경산타워 3층)

부산·경상지역

남포 051) 242-6000 부산시 중구 남포동 6- 63번지 (남포메디칼센터 2층)
대구 053) 476-4000 대구시 남구 봉곡동 1300-1 (외환은행빌딩 2층)
동래 051) 521-0600 부산시 동래구 안락1동 423-9 (대중빌딩 1층)
범어 053) 745-4900 대구시 수성구 수성동3가 12-1 (수협빌딩 2층)
부산 051) 515-6200 부산시 금정구 부곡3동 225-27 (농심빌딩 6층)
서면 051) 816-1900 부산시 부산진구 부전동 266-2 (LG전자빌딩 1층)
센텀 051) 741-7200 부산시 해운대구 우2동 1498 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 양산시 중부동 692-1 (영동플라자 1층)
창원 055) 600-5500 창원시 두대동 The City 7 (트레이드센터 3층)
포항 054) 275-3100 포항시 북구 죽도2동 67-4 (신아빌딩 1층)

광주·전라지역

광주 062) 225-6900 광주시 남구 봉선동 111-4 (비아로마상환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전주시 완산구 효자동1가 173-8 (효자메디칼센터 2층)
천안 062) 975-1000 광주시 광산구 월계동 867-1 (센트럴빌딩 1층)

강원지역

강릉 033) 641-7800 강릉시 교동 137-9 (구) 고속메디칼빌딩 건너편)
원주 033) 765-9400 원주시 단구동 1512-1 (리더스타워 3층)

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 및 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료의 수치는 충분한 자료 수집과 검토 후 작성된 것이나, 실제치와 오차가 있을 수 있음을 유념하시기 바랍니다.