

2013년 이익 방어에 핵심은 중국(요약)

Analyst 이명훈

02) 3787-2639
mhlee@hmcib.com

Jr. Analyst 김형욱

02) 3787-2620
kimhu@hmcib.com

- 판매대수 증가와 ASP 상승이 겹치며 현대기아차 중국공장 이익 급증할 전망
- 현대차는 2013년, 기아차는 2014년이 중국 모델링 최대 구간
- 중국지역 이익 증가로 영업이익 감소를 상쇄할 것
- 이익 증가 없어도 book value는 빠르게 증가, 현대기아차 2013F PBR은 1배

판매대수 증가와 ASP 상승이 겹치며 현대기아차 중국공장 이익 급증할 전망

2013년 중국 승용차시장은 10% 성장이 가능할 전망이다. SUV 및 C2 세그먼트(Avante급) 수요가 빠르게 증가하고 있다. 따라서 지난 8월 이후 Avante 후속, K3, Santa Fe 등 수요 증가율이 높은 세그먼트에 신차를 잇따라 투입한 현대기아차의 판매전망은 매우 밝다. 현대기아차는 2013년 중국공장 판매 목표를 147만대(+10.0% YoY)로 잡았지만 우리는 이를 꽤 보수적인 목표라 판단하며 실제로는 150만대를 무난히 상회해 158.6만대(+18.7% YoY)에 이를 것으로 예상한다. 2015년에는 200만대를 넘어설 전망이다.

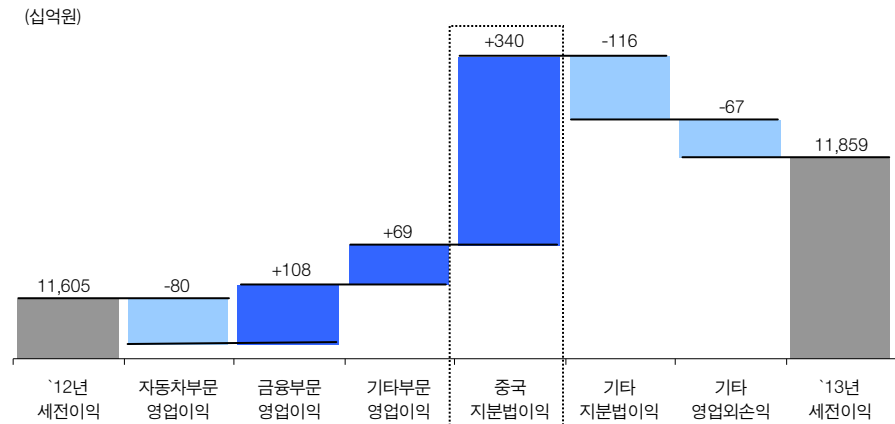
SUV 비중 증가와 신차효과로 인해 가파른 ASP 상승도 겹칠 전망이다. 이미 지난 4분기에 ASP 급상승세가 나타났으며 2013년 연간으로는 현대차 22%, 기아차 11%의 ASP 상승이 예상된다. P와 Q가 동시에 기여하면서 현대차 중국공장의 지분법평가이익은 50% 이상 증가하며 1조원에 이를 전망이고 기아차는 2013년 4,380억원(+15% YoY), 2014년 5,790억원(+32% YoY)으로 증가할 전망이다.

중국지역 이익 증가로 영업이익 감소를 상쇄할 것, 현대기아차 2013F PBR은 1배

현대기아차의 올 해 영업이익(현대차는 자동차부문)은 작년대비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 이런 상황에서 중국 지분법이익의 급증은 세전이익과 순이익단에서 이익을 방어하는데 가장 큰 기여를 할 전망이다. 현대기아차 중국공장의 지분법이익과 로열티 수익이 연결 세전이익에서 차지하는 비중은 2013년에 처음으로 10%를 넘어설 것으로 보인다. 중국으로의 완성차 수출, 기타 중국 자회사의 지분법이익, 기아차와 모비스 등 자회사의 지분법이익에서 중국이 차지하는 부분 등까지 포괄적으로 합산할 경우 중국에서 발생하는 이익의 비중은 13% 수준에 이를 것으로 추정된다.

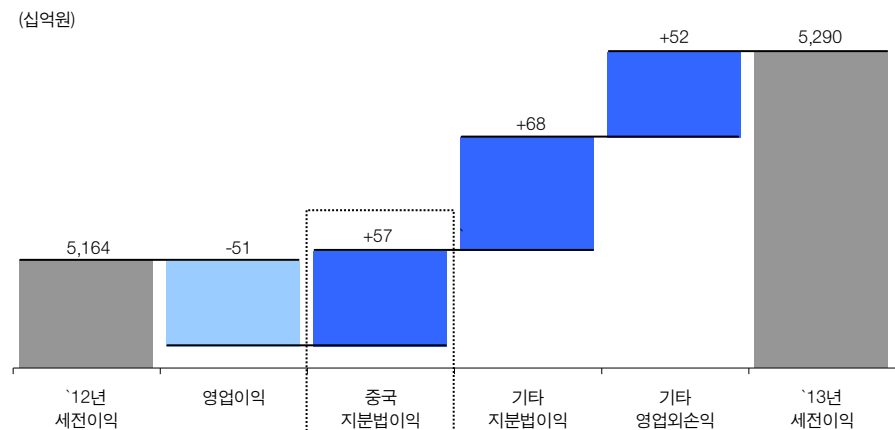
가시성 높은 중국공장 이익이 연결 순이익을 방어하는 핵심적인 역할을 할 것으로 전망되는 가운데 현대차와 기아차의 2013년 말 예상 PBR은 여전히 1배에 머무르고 있다. 극도로 보수적인 전망에서도 10% 증반의 ROE가 가능한 상황에서 이 정도 valuation은 분명 매력적이다. 자동차 업종의 투자심리를 짓누르고 있는 엔화 약세 흐름이 둔화되고 1분기 실적을 통해 연간 실적에 대한 가시성이 높아지면 valuation 할인폭은 단계적으로 축소될 것이라 예상된다.

〈그림1〉 현대차 2013F 세전이익 변동의 항목별 기여도 분석



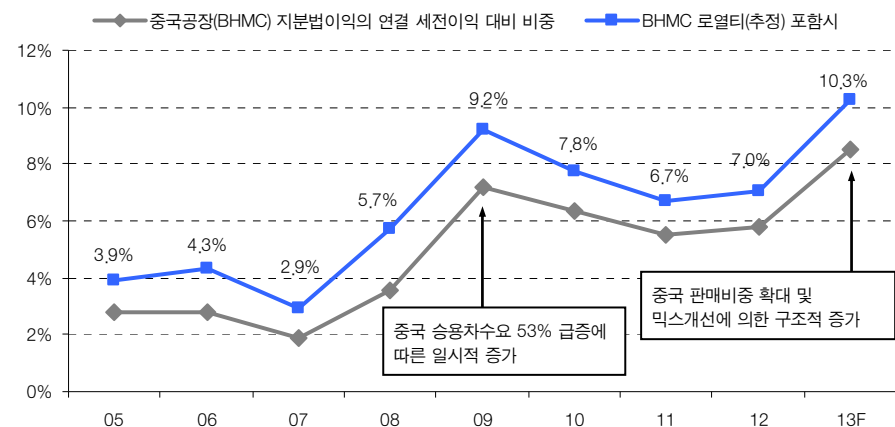
자료: 현대차, HMC투자증권

〈그림2〉 기아차 2013F 세전이익 변동의 항목별 기여도 분석



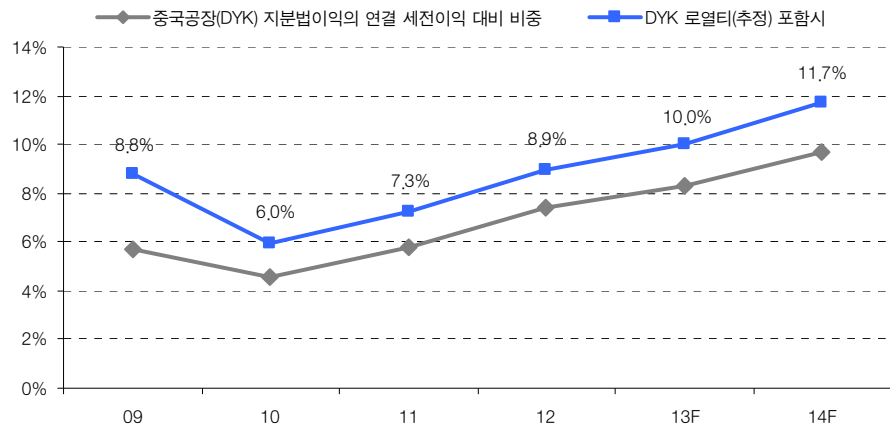
자료: 기아차, HMC투자증권

〈그림3〉 현대차 중국공장(BHMC)의 연결 세전이익 기여도



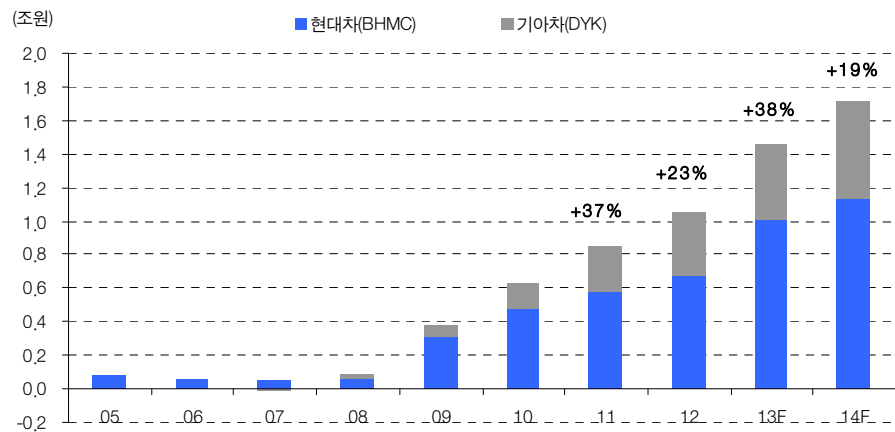
자료: 현대차, HMC투자증권

〈그림4〉 기아차 중국공장(DYK)의 연결 세전이익 기여도



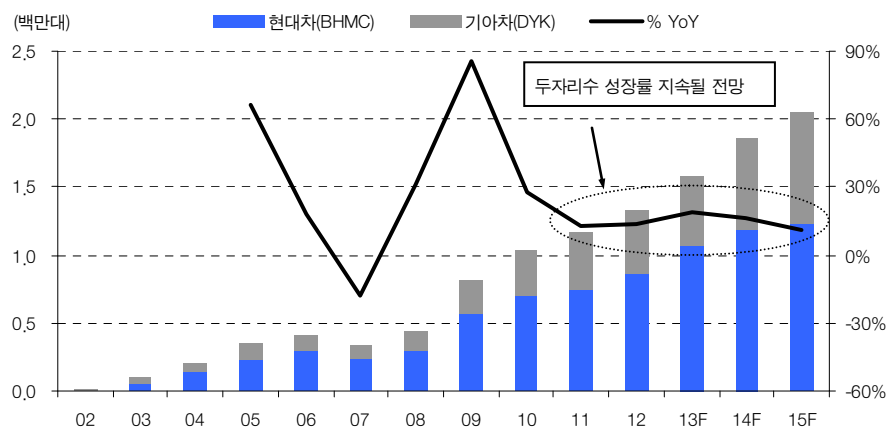
자료: 기아차, HMC투자증권

〈그림5〉 현대기아차 중국공장 지분법이익 전망



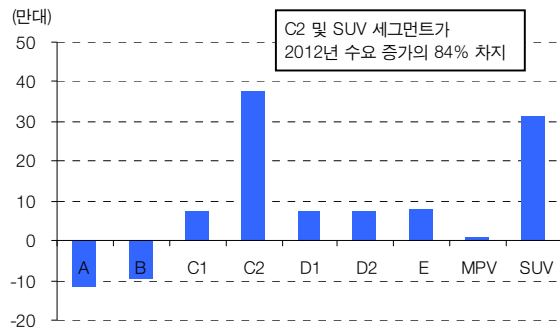
자료: 현대차, 기아차, HMC투자증권

〈그림6〉 현대기아차 중국공장 판매대수 전망



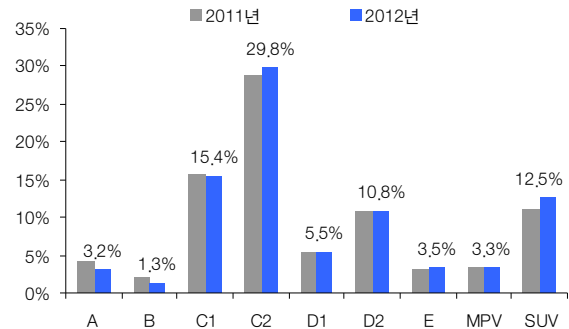
자료: 현대차, 기아차, HMC투자증권

〈그림7〉 2012년 중국 승용차 세그먼트별 수요 증감



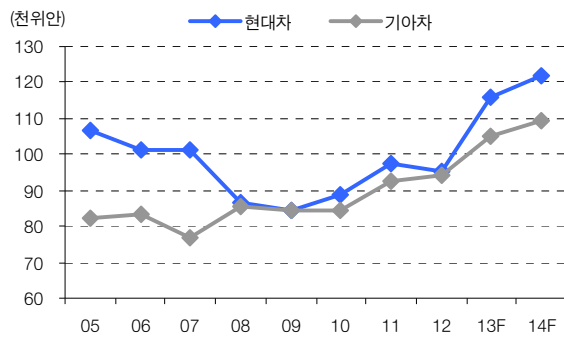
자료: 중국승용차연석회의, 한국자동차산업연구소, HMC투자증권

〈그림8〉 중국 승용차시장 세그먼트별 비중



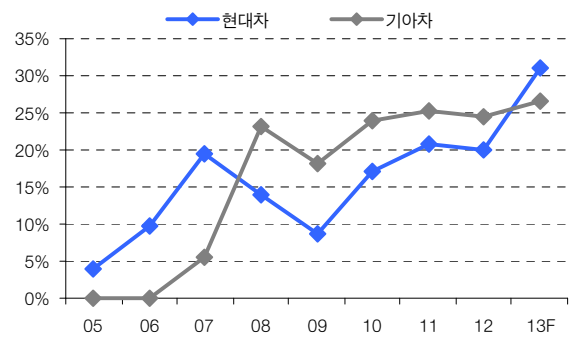
자료: 중국승용차연석회의, 한국자동차산업연구소, HMC투자증권

〈그림9〉 현대기아차 중국공장 ASP 전망



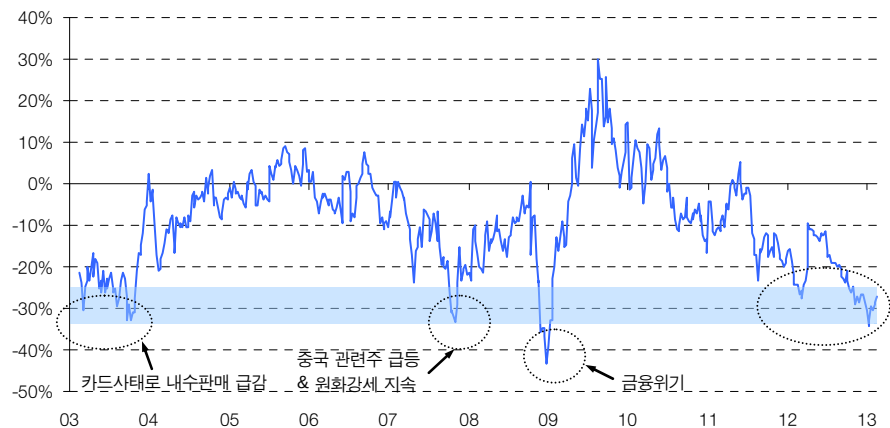
자료: 현대차, 기아차, HMC투자증권

〈그림10〉 현대기아차 중국공장 SUV 판매비중(연간)



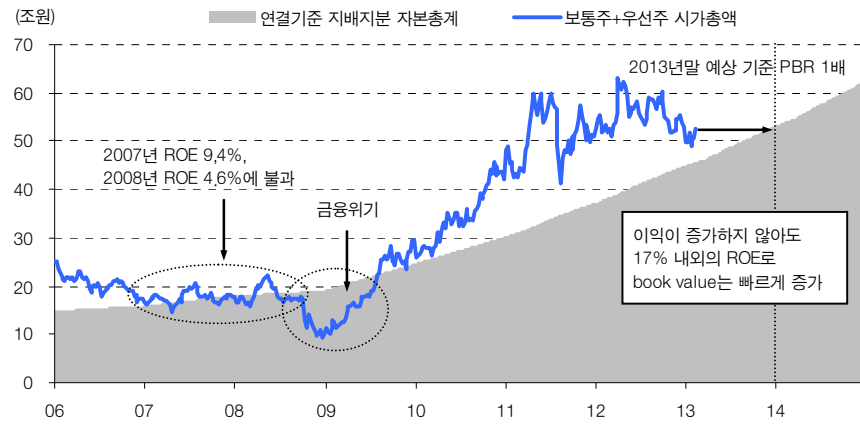
자료: 현대차, 기아차, HMC투자증권

〈그림11〉 KOSPI 대비 현대차 12개월 forward PER 프리미엄



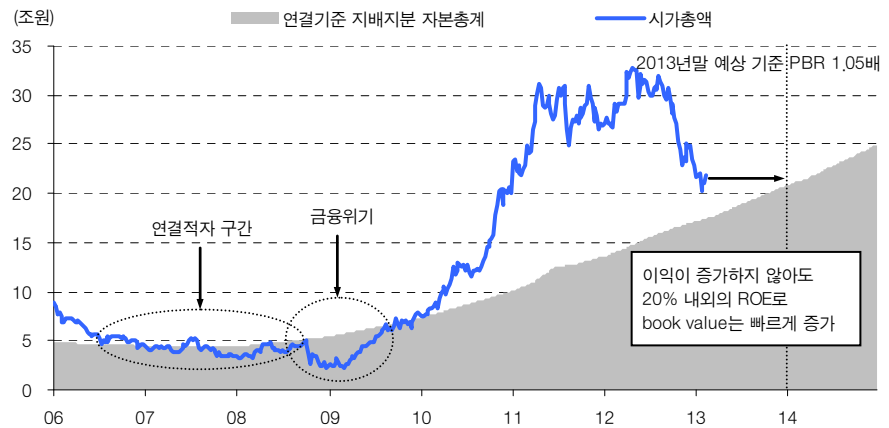
자료: Quantiwise, HMC투자증권

〈그림12〉 현대차 자본총계 vs 시가총액



자료: Quantiwise, HMC투자증권

〈그림13〉 기아차 자본총계 vs 시가총액



자료: Quantiwise, HMC투자증권

현대차

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	112,590	77,798	84,470	86,583	92,303
증가율 (%)	23.1	-30.9	8.6	2.5	6.6
매출원가	86,060	58,902	64,972	66,984	71,195
매출원가율 (%)	76.4	75.7	76.9	77.4	77.1
매출총이익	26,530	18,896	19,498	19,600	21,109
매출이익률 (%)	23.6	24.3	23.1	22.6	22.9
증가율 (%)	30.0	-28.8	3.2	0.5	7.7
판매관리비	17,412	10,904	11,086	11,066	11,732
판매비율(%)	15.5	14.0	13.1	12.8	12.7
EBITDA	13,001	10,410	11,190	11,285	12,262
EBITDA 이익률 (%)	11.5	13.4	13.2	13.0	13.3
증가율 (%)	41.3	-19.9	7.5	0.9	8.7
영업이익	9,118	7,992	8,411	8,533	9,376
영업이익률 (%)	8.1	10.3	10.0	9.9	10.2
증가율 (%)	62.2	-12.3	5.2	1.5	9.9
영업외손익	234	51	607	424	552
금융수익	848	748	1,011	1,049	1,171
금융비용	1,241	780	666	625	619
기타영업외손익	628	83	261	0	0
중속/관계기업관련손익	1,100	2,404	2,580	2,804	3,147
세전계속사업이익	10,452	10,530	11,866	11,859	13,182
세전계속사업이익률 (%)	9.3	13.5	14.0	13.7	14.3
증가율 (%)	88.1	0.7	12.7	-0.1	11.2
법인세비용	2,469	2,342	2,549	2,608	2,898
계속사업이익	7,983	8,105	9,056	9,251	10,283
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,983	8,105	9,056	9,251	10,283
당기순이익률 (%)	7.1	10.4	10.7	10.7	11.1
증가율 (%)	97.4	1.5	11.7	2.2	11.2
지배주주지분 순이익	5,441	7,666	8,562	8,745	9,749
비지배주주지분 순이익	2,542	449	494	507	534
기타포괄이익	0	-252	-307	0	0
총포괄이익	0	7,853	8,749	9,251	10,283

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	16,822	4,132	7,254	11,343	12,321
당기순이익	7,983	8,105	9,056	9,251	10,283
유형자산 상각비	2,987	1,596	1,673	1,790	1,884
무형자산 상각비	896	739	837	864	895
외환손익	-167	98	89	-93	-105
운전자본의 감소(증가)	2,949	-8,596	-5,078	2,335	2,510
기타	2,175	2,191	676	-2,804	-3,147
투자활동으로인한현금흐름	-17,664	-7,116	-7,356	-10,734	-13,175
투자자산의 감소(증가)	-2,024	-5,754	-1,168	-2,679	-3,002
유형자산의 감소	333	109	64	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,038	-2,899	-2,423	-2,506	-2,601
기타	-11,935	1,428	-3,829	-5,549	-7,573
재무활동으로인한현금흐름	1,585	3,109	1,418	754	650
차입금의 증가(감소)	-1,177	-9,081	-1,014	14	15
사채의증가(감소)	4,717	4,470	2,189	800	800
자본의 증가	168	-1,847	43	0	0
배당금	-659	-458	-480	-519	-546
기타	-1,464	10,025	679	459	382
기타현금흐름	-12	-109	-51	0	0
현금의증가(감소)	731	16	1,264	1,363	-204
기초현금	8,660	6,216	6,232	7,496	8,859
기말현금	9,391	6,232	7,496	8,859	8,655

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012	2013F	2014F
유동자산	41,368	48,926	35,154	39,172	44,910
현금성자산	9,391	6,232	7,496	8,859	8,655
단기투자자산	8,647	9,539	12,070	14,120	18,676
매출채권	7,556	3,846	4,085	4,088	4,358
채고자산	11,525	6,238	6,746	6,751	7,197
기타유동자산	4,249	23,072	4,756	5,353	6,025
비유동자산	42,097	60,554	47,955	52,787	57,361
유형자산	28,878	19,548	20,442	21,158	21,874
무형자산	3,948	2,660	2,809	2,901	2,993
투자자산	7,934	13,819	14,987	17,665	20,667
기타비유동자산	1,337	24,527	9,718	11,063	11,826
기타금융융입자산	34,613	0	39,441	43,536	48,055
자산총계	118,078	109,480	122,550	135,494	150,326
유동부채	45,604	33,164	33,933	35,312	37,241
단기차입금	12,134	7,650	5,445	5,045	4,645
매입채무	10,412	6,666	7,168	7,173	7,647
유동성장기부채	8,682	8,550	8,769	9,228	9,610
기타유동부채	14,377	10,297	12,551	13,867	15,339
비유동부채	35,460	35,989	39,762	42,595	45,761
사채	19,184	23,654	24,924	25,724	26,524
장기차입금	8,546	3,484	4,857	5,257	5,657
장기금융부채 (리스포함)	114	200	130	130	130
기타비유동부채	7,615	8,650	9,851	11,484	13,450
기타금융융입부채	278	0	0	0	0
부채총계	81,342	69,152	73,695	77,907	83,002
지배주주지분	27,266	37,113	44,911	53,137	62,340
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	5,961	4,114	4,157	4,157	4,157
자본조정 등	-918	-1,129	-1,129	-1,129	-1,129
기타포괄이익누계액	991	375	84	84	84
이익잉여금	19,742	32,264	40,310	48,535	57,738
비지배주주지분	9,470	3,215	3,944	4,451	4,985
자본총계	36,736	40,328	48,855	57,588	67,325

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2010	2011	2012	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	35,794	36,277	40,562	41,419	46,047
EPS(지배순이익 기준)	24,256	34,239	38,318	39,119	43,622
BPS(자본총계 기준)	114,851	131,945	161,296	191,561	225,345
BPS(자본총계 기준)	81,678	120,685	147,481	175,971	207,883
DPS	1,500	1,750	1,900	2,000	2,200
PER(당기순이익 기준)	4.8	5.9	5.4	5.2	4.7
PER(지배순이익 기준)	7.2	6.2	5.7	5.5	5.0
PBR(자본총계 기준)	1.5	1.6	1.4	1.1	1.0
PBR(지배지분 기준)	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(Reported)	6.3	7.9	7.4	7.1	6.4
배당수익률	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	98.8	1.3	11.8	2.1	11.2
EPS(지배순이익 기준)	84.4	41.2	11.9	2.1	11.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.3	21.0	20.3	17.4	16.5
ROE(지배순이익 기준)	22.2	23.8	20.9	17.8	16.9
ROA	7.2	7.1	7.8	7.2	7.2
안정성 (%)					
부채비율	221.4	171.5	150.8	135.3	123.3
순차입금비율	83.6	70.0	52.9	41.1	30.5
이자보상배율	9.6	15.8	19.8	19.5	20.9

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결기준

기아차

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	42,290	43,191	47,243	47,679	49,966
증가율 (%)	43.6	2.1	9.4	0.9	4.8
매출원가	33,098	33,139	36,536	37,140	38,695
매출원가율 (%)	78.3	76.7	77.3	77.9	77.4
매출총이익	9,192	10,052	10,707	10,539	11,271
매출이익률 (%)	21.7	23.3	22.7	22.1	22.6
증가율 (%)	37.7	9.4	6.5	-1.6	6.9
판매관리비	6,356	6,553	7,185	7,068	7,455
판매비율(%)	15.0	15.2	15.2	14.8	14.9
EBITDA	3,902	4,516	4,599	4,576	4,926
EBITDA 이익률 (%)	9.2	10.5	9.7	9.6	9.9
증가율 (%)	80.8	15.7	1.8	-0.5	7.6
영업이익	2,836	3,499	3,522	3,471	3,817
영업이익률 (%)	6.7	8.1	7.5	7.3	7.6
증가율 (%)	137.3	23.4	0.7	-1.5	10.0
영업외손익	-164	-114	275	241	322
금융수익	133	180	398	487	535
금융비용	333	320	206	246	213
기타영업외손익	37	26	83	0	0
중속/관계기업관련손익	838	1,337	1,414	1,539	1,788
세전계속사업이익	3,511	4,748	5,247	5,290	5,976
세전계속사업이익률 (%)	8.3	11.0	11.1	11.1	12.0
증가율 (%)	187.6	35.2	10.5	0.8	13.0
법인세비용	668	1,202	1,299	1,349	1,524
계속사업이익	2,842	3,519	3,965	3,941	4,452
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,842	3,519	3,965	3,941	4,452
당기순이익률 (%)	6.7	8.1	8.2	8.3	8.9
증가율 (%)	178.5	23.8	9.8	2.0	13.0
지배주주지분 순이익	2,641	3,416	3,865	3,941	4,452
비지배주주지분 순이익	202	104	0	0	0
기타포괄이익	0	275	-9	0	0
총포괄이익	0	3,794	3,856	3,941	4,452

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	4,396	4,745	4,653	4,065	4,224
당기순이익	2,842	3,519	3,865	3,941	4,452
유형자산 상각비	827	696	728	780	830
무형자산 상각비	239	295	312	287	229
외환손익	-44	62	-84	-15	-10
운전자본의 감소(증가)	100	-923	-471	611	511
기타	431	1,096	303	-1,539	-1,788
투자활동으로인한현금흐름	-2,618	-2,631	-3,062	-2,880	-3,492
투자자산의 감소(증가)	-1,062	-3,135	-1,662	-1,811	-1,863
유형자산의 감소	24	121	61	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,229	-1,456	-1,292	-1,400	-1,480
기타	-351	1,840	-168	331	-149
재무활동으로인한현금흐름	-2,468	-1,441	-1,603	-1,128	-1,051
차입금의 증가(감소)	-2,382	-1,237	-367	-377	-344
사채의증가(감소)	-574	283	-261	-422	-298
자본의 증가	94	59	9	0	0
배당금	-97	-199	-242	-263	-283
기타	491	-347	-742	-66	-125
기타현금흐름	82	15	-55	0	0
현금의증가(감소)	-608	688	-67	56	-319
기초현금	2,301	1,616	2,304	2,237	2,293
기말현금	1,693	2,304	2,237	2,293	1,973

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012	2013F	2014F
유동자산	11,464	11,075	12,534	14,081	16,084
현금성자산	1,693	2,304	2,237	2,293	1,973
단기투자자산	1,374	1,634	2,972	4,196	6,143
매출채권	3,236	2,179	2,376	2,457	2,574
채고자산	3,802	4,303	4,236	4,380	4,590
기타유동자산	1,358	655	713	757	803
비유동자산	16,130	19,180	21,285	23,430	25,714
유형자산	9,654	9,184	9,611	10,231	10,881
무형자산	1,272	1,517	1,434	1,147	917
투자자산	4,942	8,077	9,739	11,551	13,414
기타비유동자산	262	401	502	502	502
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	27,593	30,255	33,819	37,511	41,797
유동부채	12,355	11,422	10,625	10,838	11,094
단기차입금	1,949	1,588	1,072	872	672
매입채무	5,039	4,826	4,988	5,157	5,405
유동성장기부채	1,362	1,516	680	614	489
기타유동부채	4,005	3,492	3,885	4,195	4,529
비유동부채	5,033	5,324	6,061	5,863	5,724
사채	1,413	1,696	1,435	1,013	715
장기차입금	1,696	784	956	778	634
장기금융부채 (리스포함)	2	23	18	18	18
기타비유동부채	1,922	2,820	3,653	4,053	4,357
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	17,388	16,745	16,686	16,701	16,818
지배주주지분	9,464	13,510	17,133	20,810	24,979
자본금	2,102	2,132	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,706	1,734	1,736	1,736	1,736
자본조정 등	-15	-24	-24	-24	-24
기타포괄이익누계액	1,254	443	544	544	544
이익잉여금	4,418	9,225	12,738	16,415	20,584
비지배주주지분	741	0	0	0	0
자본총계	10,205	13,510	17,133	20,810	24,979

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2010	2011	2012	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	7,237	8,815	9,537	9,721	10,984
EPS(지배순이익 기준)	6,724	8,556	9,537	9,721	10,984
BPS(자본총계 기준)	22,454	29,685	38,729	48,509	59,359
BPS(자본총계 기준)	20,592	29,685	38,729	48,509	59,359
DPS	500	600	650	700	800
PER(당기순이익 기준)	7.0	7.6	5.9	5.6	4.9
PER(지배순이익 기준)	7.5	7.8	5.9	5.6	4.9
PBR(자본총계 기준)	2.3	2.2	1.5	1.1	0.9
PBR(지배순이익 기준)	2.5	2.2	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA(Reported)	6.2	6.3	4.8	4.1	3.3
배당수익률	1.0	0.9	1.2	1.3	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	160.7	21.8	8.2	1.9	13.0
EPS(지배순이익 기준)	152.4	27.2	11.5	1.9	13.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	32.5	29.7	25.2	20.8	19.4
ROE(지배순이익 기준)	32.6	29.7	25.2	20.8	19.4
ROA	10.6	12.2	12.1	11.0	11.2
안정성 (%)					
부채비율	170.4	124.0	97.4	80.3	67.3
순차입금비율	32.9	12.5	-6.1	-15.3	-22.4
이자보상배율	9.4	18.3	22.5	27.7	39.2

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	일 자	투자 의견	목표주가
11/10/10	BUY	300,000원	12/08/28	BUY	300,000원
11/10/28	BUY	300,000원	12/10/10	BUY	330,000원
11/11/04	BUY	300,000원	12/10/26	BUY	330,000원
12/01/11	BUY	300,000원	12/11/14	BUY	330,000원
12/01/27	BUY	300,000원	12/11/29	BUY	330,000원
12/04/06	BUY	300,000원	13/01/07	BUY	330,000원
12/04/27	BUY	300,000원	13/01/25	BUY	300,000원
12/05/29	BUY	300,000원	13/02/15	BUY	300,000원
12/06/14	BUY	300,000원			
12/07/09	BUY	300,000원			
12/07/27	BUY	300,000원			
12/08/08	BUY	300,000원			

▶ 최근 2년간 현대차 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	일 자	투자 의견	목표주가
11/10/10	BUY	100,000원	12/06/14	BUY	100,000원
11/10/31	BUY	100,000원	12/07/09	BUY	100,000원
11/11/04	BUY	100,000원	12/07/30	BUY	100,000원
11/11/25	BUY	100,000원	12/09/17	BUY	100,000원
11/12/09	BUY	100,000원	12/10/10	BUY	100,000원
12/01/11	BUY	100,000원	12/10/29	BUY	90,000원
12/01/30	BUY	100,000원	12/11/14	BUY	90,000원
12/02/14	BUY	100,000원	13/01/09	BUY	85,000원
12/03/15	BUY	100,000원	13/01/28	BUY	75,000원
12/04/09	BUY	100,000원	13/02/15	BUY	75,000원
12/04/30	BUY	100,000원			
12/05/29	BUY	100,000원			

▶ 최근 2년간 기아차 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이명훈, 김형욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 현대자동차, 기아자동차는 당사와 계열사 관계에 있습니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 : HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.