

자동차

Overweight(유지)



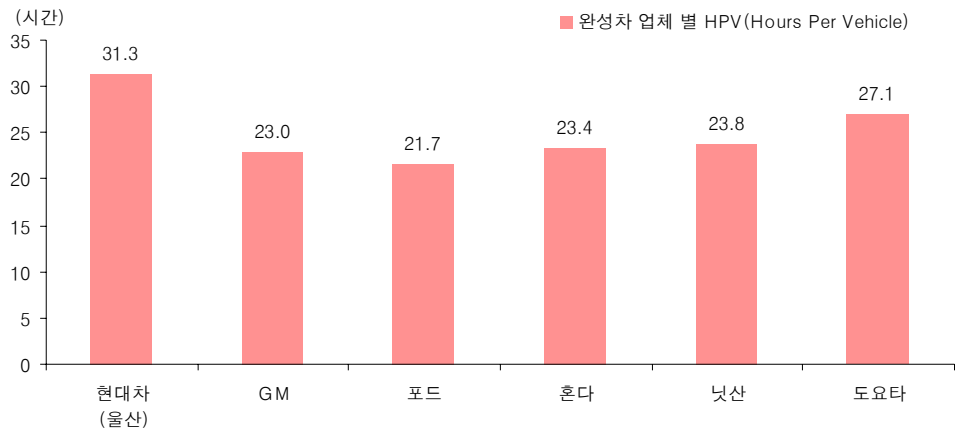
자동차 담당 장문수
Tel. 368-6199
moonsu.chang@eugenefn.com

현대차그룹, 인건비 증가 vs. 낮은 Valuation

- Fact) 현대차 노조, 통상임금 관련 소송 제기
 - 4/18 언론은 현대차 노조가 사측에 상여금 등을 포함한 통상임금 기준 변경에 대한 미지급 수당을 지급하라는 소송 제기했다고 보도. 2012년 3월 금아리무진의 해당 이슈 대법원 판결이 노조측 승소로 판결 남에 따라, 노동계의 잇단 소송이 줄 있는 과정에서 발생
 - 언론에서 보도한 지급 예상 금액은 현대차그룹 7조원(현대차 3.5조원) 규모. 2012년 현대차, 기아차, 현대모비스 합산 매출액의 4.3%, 영업이익의 47.1% 규모
 - 이에 4/19 주가는 현대차 2.7%, 기아차 1.2%, 현대모비스 1.3% 하락
- Implication) 현대차그룹, 노사간 의견 조율에 대한 시간 및 비용의 추가 발생 가능성
 - 현대차그룹은 소송이 구체화 됨에 따라, 2Q13 미지급 비용에 대한 회계 처리, 국내공장 인건비 상승 가능성이 높아질 것으로 판단. 단, 언론 보도 금액은 과도한 것으로 판단
 - 당사는 노조의 승소 시 최대 현대차 1.6조원, 기아차 8,400억원, 모비스 1,680억원의 비용이 미지급 수당 소급분으로 지급될 것으로 추정. 또한, 향후 생산직 근로자들의 수당 증가로 연결기준 인건비가 5~6% 상승할 것으로 전망(매출액 대비 0.5%p 인건비 증가)
 - 단, 해당 이슈의 파급 효과가 현대차그룹 뿐 아니라 국내 노동계 전반으로 확산될 가능성을 고려 시 대법원 판결까지 오랜 기간이 소요될 것으로 판단(대법원 판결까지 통상 3년 정도 기간이 소요). 따라서, 경영진의 전략 변경 수립에 대한 기간적 여유가 있다고 판단
- Action) 단기 투자심리 악화 요인이거나, 낮은 주가 수준에서 저가 분할 매수 유효
 - 지난 2H12 이후 자동차 주가는 생산능력 증가 둔화, 자동차 수요 둔화, 엔화 약세로 일본 업체와 경쟁 심화 등으로 매출 성장 기대가 낮아진 상황에서 주가 상승 여력 둔화. 생산능력 및 수요 증가 전 까지 Valuation Play는 제한적일 것으로 판단
 - 또한, 원화 강세에 따른 수익성 악화, 노사간 의견 충돌에 따른 생산 차질, EPA 연비 과장 이슈에 따른 충당금(비용) 지출, 북미, 국내 등 현대기아차 대규모 리콜 등으로 수익성 악화 이슈가 불거질 때 마다 주가가 단기적으로 변동성이 커지고 있음
 - 대법원 판결이 노조측 승소 시 그룹 내 해외 생산시설 및 경쟁사 대비 낮은 생산성과 추가적인 인건비 상승 부담 증가로 경영진의 해외공장 증설 필요성을 증가시킬 것으로 전망
 - 단기적인 비용 증가 가능성으로 투자 심리 악화 요인은 불가피하나, 장기적으로 저가 분할 매수 관점에서 접근이 유효할 것으로 판단. 현재 주가는 2013년 PER 기준 현대차 5.4배, 기아차 5.3배, 현대모비스(컨센서스 기준) 6.8배. 지난 EPA 연비 과장 이슈 사례와 같이 수익성 악화 수준이 구체화 되고 급여, 특근 등 노사간 합의가 진행됨에 따라 과거 Valuation 하단인 현대차 6.1배, 기아차 5.8배, 현대모비스 8.0배까지 빠르게 회복할 것으로 판단

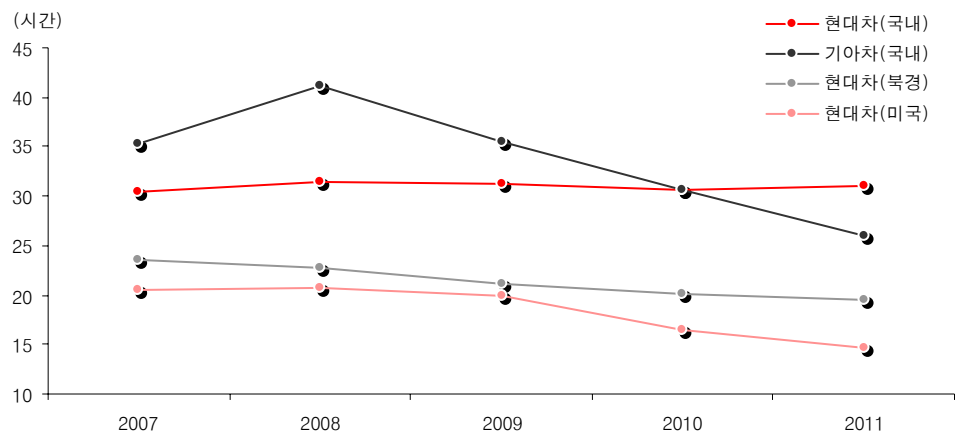


도표 1 완성차 업체별 HPV 현황: 현대차 울산공장 기준 글로벌 경쟁업체 대비 경쟁 열위



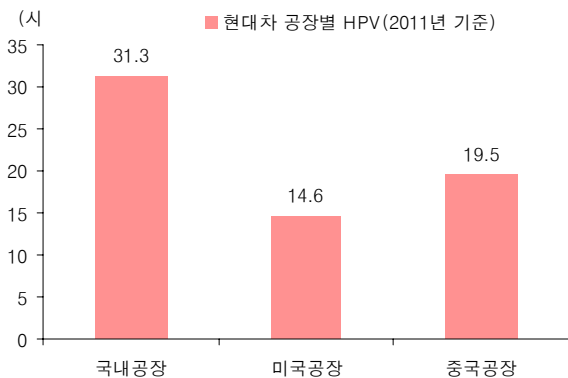
주: HPV(Hours per vehicle)은 대당 투어 시간(UPH의 역수), 낮을수록 고생산성
자료: 하버리포트(2009), 유진투자증권

도표 2 현대차그룹 공장별 1대당 생산 시간 추이: 2012년은 현대차, 기아차 국내공장 모두 생산성 향상 계획이었으나 3Q12 부분파업으로 낮은 생산성 유지



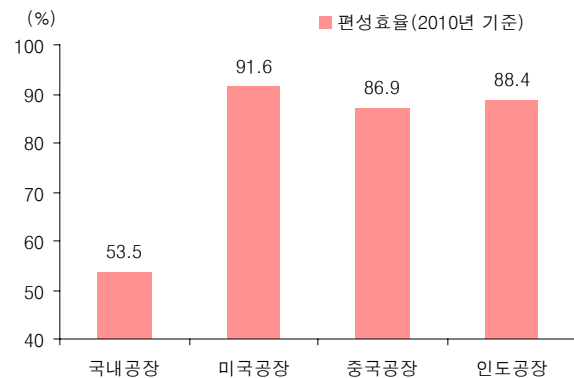
자료: 각 사, 언론(프레시안) 재인용, 유진투자증권

도표 3 현대차 공장별 1대당 생산 시간 현황: 미국, 중국공장대비 국내 공장의 생산성이 낮은 상황



주: HPV(Hours per vehicle)은 대당 투어 시간(UPH의 역수), 낮을수록 고생산성
자료: 언론 종합, 유진투자증권

도표 4 현대차 공장별 편성 효율: 미국, 중국, 인도공장 대비 국내공장은 생산량 대비 과대인원 투입



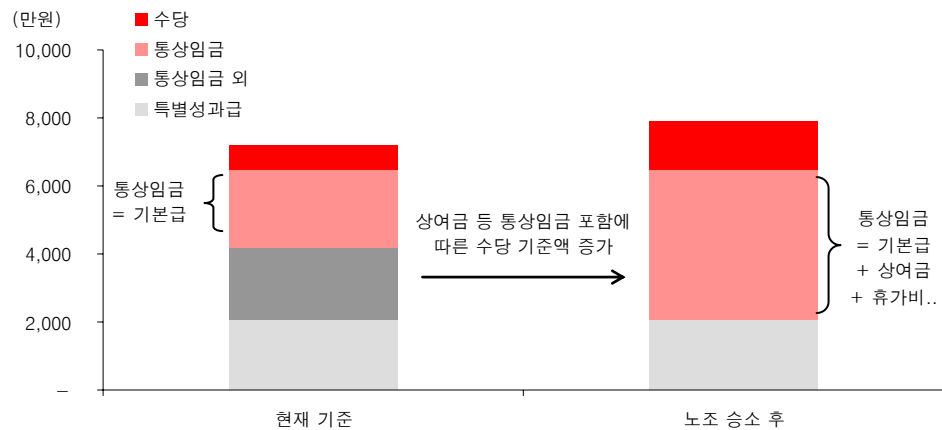
주: 편성효율은 적정운영인원/투입인원으로, 국내공장 기준 53.5명으로 효율 운영이 가능한 생산시설에 100명이 투입되어있다는 의미. 높을수록 고생산성
자료: 언론 종합, 유진투자증권

도표 5 노조 승소 시, 현대차 기준 통상임금 기준 변화에 따른 임금 변동액은 9.4%로 추정

현대차 2012년 20년차 근로자 급여 체계 (단위: 만원)			현재 통상임금 기준	
	금액	비율(%)		
기본급	2,280	32%	통상임금 (기본급 만)	2,280
정기상여금	1,900	26%	수당 (통상임금의 32% 수준)	720
하계휴가비	30	0%	총계	7,200
명절귀향비	160	2%	노조 승소 시	
명절선물비	50	1%	통상임금(상여금 등 포함)	4,420
특별성과급	2,060	29%	수당 (통상임금의 32% 수준)	1,395
휴일, 야간 수당	720	10%	총계	7,875
총계	7,200	100%	증가율	9.4%

자료: 현대차 노조(언론 재인용), 유진투자증권

도표 6 노조 승소 시, 급여 변동은 상여금 등 통상임금 포함으로 수당에 대한 기준금액이 달라짐에 기인



자료: 현대차 노조(언론 재인용), 유진투자증권

도표 7 일회성 비용은 최대 현대차 1.6조, 기아차 0.8조, 모비스 0.16조 추정. 이는 3사 합산 기준 2.6조원 규모로 언론 보도된 7조원은 과장된 것으로 판단

	현대차	기아차	모비스
근로자 수(국내 기준, 명)	59,831	32,756	7,085
연간급여총액 (십억원)	5,644	2,974	594
1인당 평균 급여액 (만원)	9,433	9,079	8,384
3년치 소급분 지급액 추정(연간 9.4% 인건비 증가 가정, 2012년 인건비로 일괄)			
인당 추가 지급 액(만원)	2,660	2,560	2,364
지급총액 (십억원)	1,592	839	168
3년치 소급분 지급액 추정(국내 제조회사가 인건비 연간 9.4% 증가 가정, 2012년 인건비로 일괄)			
연간 증가액(십억원)	369	269	30
지급총액 (십억원)	1,108	807	90

자료: 각 사, 유진투자증권

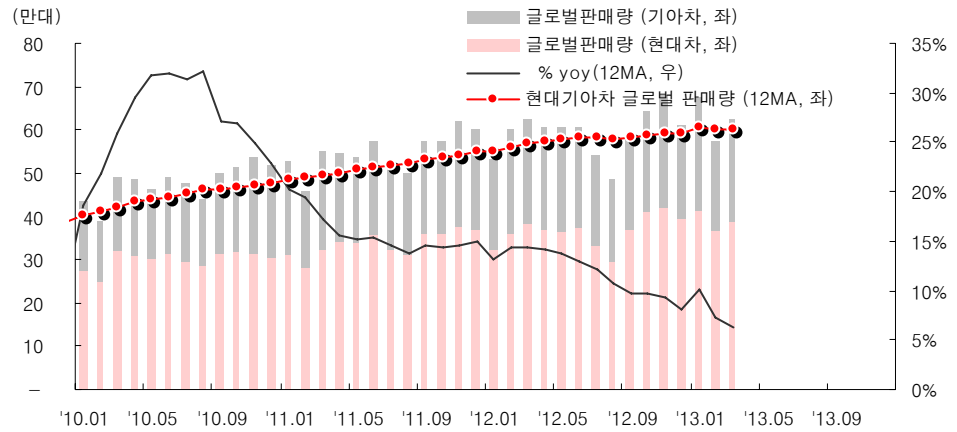


도표 8 노조 승소 시 연결기준 인건비 증가액은 현대차 5%, 기아차 6.3%, 모비스 2.4%로 추정

2012년 기준	현대차		기아차		모비스	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결
근로자수 (국내기준)						
정규직(명)	58,104		32,733		6,982	
계약직(명)	1,727		23		103	
계(명)	59,831		32,756		7,085	
연간 급여 총액(십억원)	5,644		2,974		594	
1인당 평균 급여액(만원)	9,433		9,079		8,384	
매출액(십억원)	43,162	84,470	28,008	47,243	16,866	30,789
영업이익(십억원)	4,297	8,437	1,645	3,522	21,312	2,906
순이익(십억원)	5,273	9,056	2,137	3,865	2,251	3,542
인건비 (십억원)						
제조원가	3,939	4,778	2,868	3,268	325	719
관리비(퇴직급여, 상여금 포함)	1,656	2,620	763	977	383	525
계	5,595	7,398	3,631	4,246	708	1,244
국내공장 기준 인건비(제조원가) 9.4% 증가 시						
인건비(기준)	5,595	7,398	3,631	4,246	708	1,244
인건비(변경 후)	5,964	7,767	3,900	4,514	738	1,275
인건비 증가	369		269		30	
증가율	6.6%	5.0%	7.4%	6.3%	4.3%	2.4%
매출액대비	0.9%	0.4%	1.0%	0.6%	0.2%	0.1%
영업이익대비	8.6%	4.4%	16.3%	7.6%	0.1%	1.0%

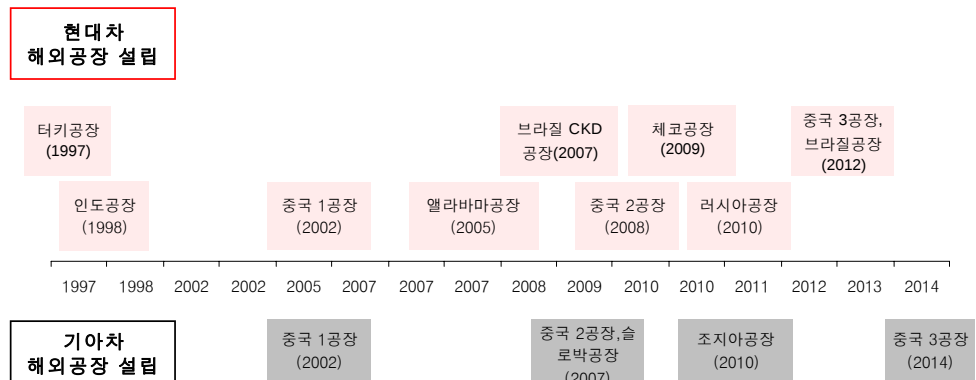
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 9 현대기아차, 생산 능력 증가 둔화로 글로벌 생산판매량 성장 또한 둔화



자료: 각 사, 유진투자증권

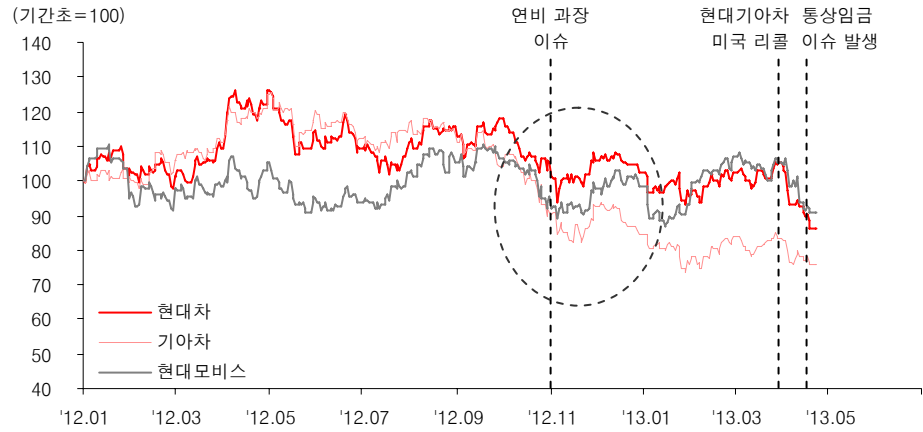
도표 10 국내 공장의 낮은 생산성, 높은 인건비 부담이 증가할수록 해외 공장 증설에 대한 경영진의 필요성은 증가할 것을 전망



자료: 각 사, 유진투자증권

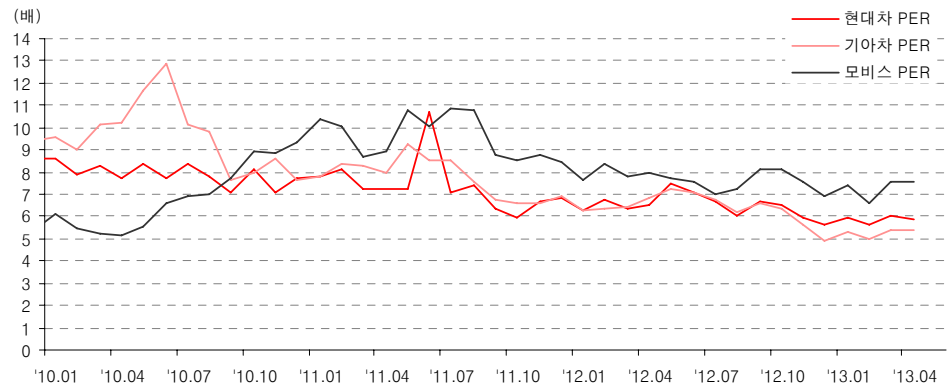


도표 11 연비 과장 이슈 당시, 지급 비용이 구체화 됨에 따라 자동차 주가는 빠르게 회복. 최근 현대기아차의 리콜, 국내공장 통상임금 이슈 발생으로 주가는 급격히 하락



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 12 주가는 2010년 이후 최저수준까지 Valuation 하락. 장기적 관점에서 분할 매수 유효하다고 판단



자료: Datastream, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

