

자동차 담당

Analyst 서성문, 강광숙 (☎768-6159, 5820)

sungmoon.suh, puhh78@dws.co.kr

# 현대자동차 (0538)

## 매수 (유지)

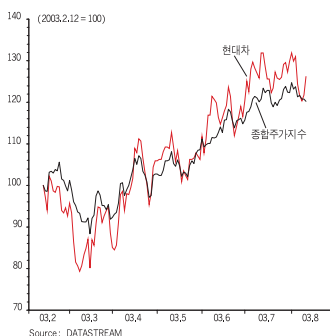
6개월 목표주가 : 46,000원

• 주가(8/13)	34,250원
• 시가총액/자본금	8,541십억원/1,477십억원
• 52주 최고/최저 주가	36,400원/20,800원
• 최근 6개월 평균 거래량	1,689,618주
• 외국인지분율	46.5%

## 현대자동차 주식을 사야 하는 7가지 이유

- 임단협 타결 후 주가 조정: 노조의 경영참여와 주5일 근무제에 대한 합의가 이뤄진 이후 3일간, KOSPI는 2.5% 하락에 그친 반면 동사 주가는 8.2% 하락했다.
- 저가 매수의 기회: 금번 노사협상 결과에 대한 많은 부정적인 시각에도 불구하고 당사는 다음의 7가지 이유를 근거로 현 시점이 현대자동차 주식을 저점 매수할 기회라고 판단한다. 동사에 대한 투자 의견 '매수'를 유지하며 03년 목표 PER 8배를 적용해 산출한 46,000원을 6개월 목표주로 제시한다.
- 현대자동차 '매수'의 7가지 이유: 1) 금번 노사가 합의한 03년 수준의 국내 생산량 유지는 무난하게 달성될 것이며 2) 해외 진출은 이미 상당부분 성과를 거두고 있으며 3) 노사관계 안정화로 생산성향상이 지속될 전망이다 4) 주5일 근무제 도입에 따른 인건비 상승은 제한적이며 5) 부정적인 요인들은 이미 상당부분 주가에 반영됐고 6) 국내 및 세계 경제 회복의 수혜가 예상되며 7) 외국인 지분율이 과거 2년 반 동안 가장 낮은 수준에 있어 조만간 순매수로 돌아설 전망이다.

최근 6개월 상대주가 추이



- 당사는 8월 13일 현재 현대자동차의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 8월 13일 현재 현대자동차의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

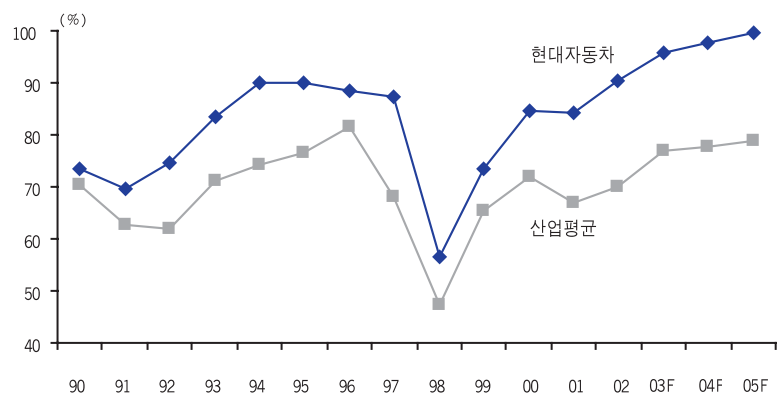
	2002A	2003F	2004F	2005F
매출액 (십억원)	26,336.9	28,358.0	30,688.5	33,104.5
(매출액증가율, %)	17.0	7.7	8.2	7.9
영업이익 (십억원)	1,606.2	1,951.5	2,150.4	2,383.3
경상이익 (십억원)	1,983.5	2,299.9	2,529.4	2,827.1
순이익 (십억원)	1,443.5	1,616.8	1,778.1	1,987.4
EPS (원)	5,078	5,687	6,255	6,991
(EPS증가율, %)	24.7	12.0	10.0	11.8
EBITDA (십억원)	3,059.0	3,074.8	3,245.4	3,505.1
BPS (원)	36,796	41,628	47,028	53,164
PER (배)	6.7	6.0	5.5	4.9
EV/EBITDA (배)	3.9	2.4	2.1	1.7
PBR (배)	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA Margin (%)	11.6	10.8	10.6	10.6
ROE (%)	14.8	14.5	14.1	14.0
부채비율 (%)	31.3	27.4	21.0	15.5

## 1. 03년 수준의 생산량 유지는 무난히 달성

### 거의 완전 가동 상태

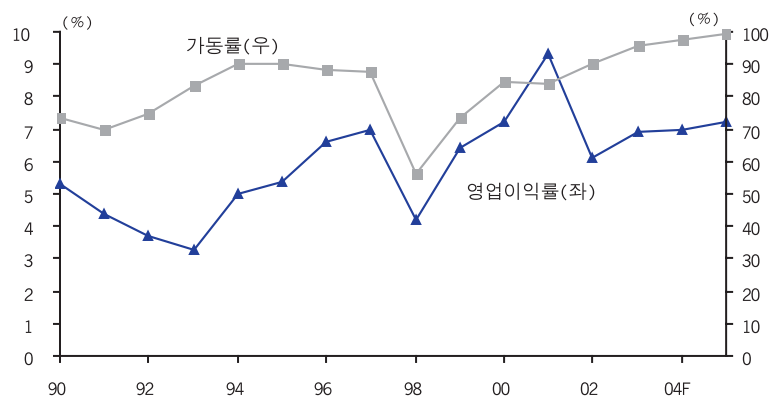
일각의 우려와는 달리 현대자동차는 이번 임단협 결정 내용 가운데 하나인 '2003년 수준의 생산량 유지' 목표를 무난히 달성할 수 있을 것으로 판단된다. 이는 국내 자동차수요가 회복세로 돌아서고 수출 역시 지금까지의 견조한 수준을 유지할 것으로 전망되기 때문이다. 9시간 2교대를 기준으로 한 동사의 생산가동률은 작년 90.3%에서 금년 상반기에 91.4%로 상승했다. 그러나 동사는 지속적인 성장과 05년 이후의 원화강세 기조에 대응하기 위해 product-mix의 업그레이드가 필요하다. 이는 보다 경쟁력 있는 고가차량의 비중을 높여야 수요 감소에 따른 생산가동률 하락과 이에 따른 고용보장 문제를 해결할 수 있기 때문이다. 이러한 맥락에서 현대자동차는 작년 12월 경차 '아토즈'의 국내 생산을 중단했으며 8월 중에 인도생산법인에서 생산한 '아토즈'를 유럽시장에 수출할 예정이다.

### 현대자동차 가동률과 산업평균



자료: 자동차공업협회, 동원증권 추정

### 현대자동차 가동률과 영업이익률



자료: 자동차공업협회, 현대자동차, 동원증권 추정

## 2. 생산시설의 해외이전은 상당히 진전된 상태

### 90년대 중반부터 해외 생산시설 확보 시작

현대자동차는 90년대 중반부터 이미 해외 생산시설을 확보하기 시작했으며 97년과 99년 각각 터키와 인도, 02년에는 중국에 공장을 건설했고 02년 4월부터 미국 공장 건설에 들어갔다. 한편 현대자동차 인도법인은 작년 8월에 2천 5백만 달러의 배당금을 지급했으며, 이는 98년 인도법인이 설립된 이후 최초의 배당금이었다.

### 노조가 중국공장의 생산능력 증대에 반대할 이유 없어

동사가 50:50의 조인트벤처 형태로 설립한 BHMC(베이징현대자동차)는 현재의 5만대 생산규모를 06년까지 20만대 수준으로 확장할 계획이나 현대자동차 노조가 이와 관련해 이의를 제기하지는 않을 것이다. 이는 1) 높은 관세(01년 12월 52%에서 06년까지 25%로 낮아질 예정)로 인해 중국으로의 자동차수출은 사실상 불가능하며 2) BHMC가 생산하고 있는 'EF소나타'의 부품 현지조달 비율은 64% 수준으로 주요 부품은 국내에서 공급되고 있어 BHMC의 생산이 증가할 경우 현대자동차의 knock-down 수출이 동반 증가하기 때문이다.

### 현지 공장없이 대미 수출 증가 어려워

수출입 불균형이 심화되고 있어 현지 공장없이 대미 수출을 증가시키기 어려운 실정이다. 현대자동차와 기아자동차는 작년 한 해 미국에 612,464대를 수출한 반면, 미국업체들의 국내 판매는 3,000대에 그쳤다. 최근 민감하게 돌아오른 교역마찰이나 환위험 등을 감안하면 현대자동차의 해외 생산시설 확장 전략은 동사의 지속적인 성장을 위한 최선이라고 판단된다. 현대자동차 국내 근로자들은 이미 고용보장이 확보됐기 때문에 현대차그룹이 '글로벌 Top 5' 달성을 위한 '국내 300만대, 해외 200만대의 생산능력 확보'에 반대할 이유가 없을 것이다.

## 3. 노사관계 안정으로 생산성 향상 지속될 전망

### 생산성 향상 지속 예상

현대자동차 경영진은 이번 임단협에서 국내 근로자들의 58세 정년을 보장한데 이어 01년 합의된 '완전고용보장'을 재확인했다. 상대적으로 낮은 현대자동차 근로자의 평균 연령을 고려했을 때, 향후 10년 간은 생산성 향상에 어려움이 없을 전망이다. 현대자동차 근로자의 평균 재직기간은 13년으로 05년까지 생산성 증가율은 평균 5%를 상회할 것으로 추정된다.

현대자동차 일인당 생산대수

(단위: 대)

92	99	00	01	02	03F	04F	05F	92-02	99-02	02-05F
								CAGR	CAGR	CAGR
20.9	24.9	31.2	31.6	34.1	36.3	38.0	39.8	5.1%	11.1%	5.2%

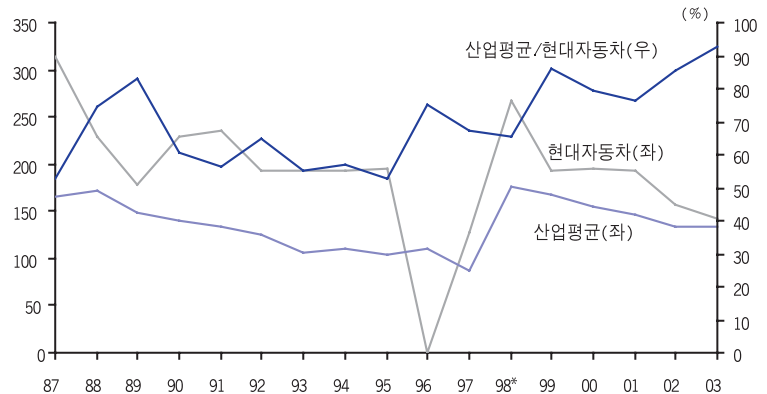
자료: 한국자동차공업협회, 동원증권 추정

### 노사관계 안정으로 품질개선도 이어질 전망

향후 현대자동차의 노사관계는 안정을 찾아갈 전망이며 이는 1) 근로자들의 고용 안정이 더욱 확고해졌고 2) 민감한 사항이었던 임금삭감 없는 주5일 근무제가 합의에 도달했으며 3) 상습적인 장기 파업에 대한 여론의 비판이 거세지고 있기 때문이다. 36일간의 최장 생산중단을 기록한 98년 파업이 회사 측의 일방적인 1,538명 인

력감축에서 촉발됐다는 점에서 알 수 있듯이 고용보장은 노사관계에서 가장 민감한 부분이다. 실제로 작년 중국시장에 조인트벤처로 진출하고 미국공장이 착공에 들어가면서 근로자들은 고용안정에 대한 불안감을 느꼈을 것이다. 그러나 회사 측이 정년까지의 고용보장을 재확인함으로써 향후 노사분규가 심각한 수준에 이르지 않을 것이다. 따라서 동사는 노사관계의 안정을 통해 지속적으로 품질을 향상시킬 수 있을 것으로 전망된다.

#### 현대자동차의 IQS와 산업평균



주: 1. IQS (Initial Quality Survey-판매 후 3개월 내 100대 당 발견되는 문제점 수)  
 2. 98년 수치급등은 기준변경에 의한 것임  
 자료: J.D. Power

#### 주5일 근무제 도입은 생산 안정화에 긍정적

최근까지 현대자동차는 주 42시간 근무를 기준으로 해왔기 때문에 주5일 근무제 도입에 따른 주40시간 근무체제 도입의 영향은 제한적일 것이다. 주5일 근무제를 임금인상으로 환산할 경우 임금을 3% 인상한 효과가 있다. 그러나 작년 10월 이후 정부와 노동계가 주5일 근무제를 놓고 지금까지 논쟁을 벌이고 있는 점을 감안하면, 금번 시행이 인건비 상승을 초래한다 할지라도 향후 생산 안정화의 측면에서는 긍정적인 것으로 판단된다. 작년 11월 5일에 현대자동차 노조는 정부의 주5일 근무제 시행안에 반대하는 파업을 단행했으며 이는 민노총의 총파업에 대한 동조 파업이었다.

#### 5. 부정적 요소들 이미 주가에 반영

#### 펀더멘탈에 눈을 돌려야 할 시점

파업기간에 현대자동차 주가는 KOSPI 수익률을 상회했다. 6월 19일부터 7월 31일까지 동사 주가는 33,500원에서 35,200원으로 5.1% 상승한 반면 동기간 중 KOSPI는 3.3% 상승하는데 그쳤다. 이러한 예상 밖의 주가 강세로 파업이 종료된 8월 6일부터 9일까지 KOSPI가 2.5% 하락에 그친 반면 동사 주가는 8.2%나 하락했다. 따라서 현시점에서 우리는 예상보다 길었던 금년 파업의 부정적인 결과들이 이미 주가에 대부분 반영됐으며 지금부터는 동사의 펀더멘탈에 눈을 돌려야 할 시점이라고 본다. 내수는 바닥을 지났으며 국내 및 세계 경제가 회복세로 돌아설 것으로 전망돼 하반기에는 긍정적인 요인들이 많을 것으로 예상된다.

## 6. 경기회복의 최대 수혜주

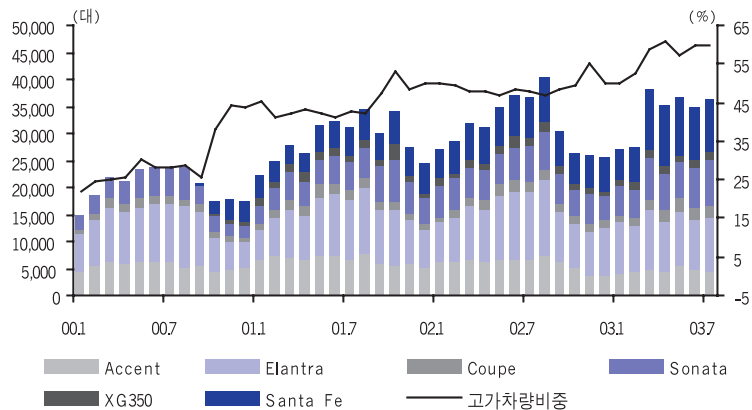
### 동사 주가는 상승장에서 더욱 돋보일 전망

현대자동차는 상반기 내수 시장점유율이 47.4%에 달하는 국내 최대 완성차업체로 국내 자동차수요가 증가세로 돌아설 경우 최대 수혜업체가 될 것이다. 또한 특소세 인하의 영향이 큰 중형급 이상에서 높은 시장점유율을 유지하고 있어 특소세 인하에 따른 동사의 영업환경 개선도 기대된다. 또한 가격 경쟁력을 유지하면서 빠른 속도로 품질과 브랜드 이미지 개선이 진행되고 있기 때문에 상반기의 수출 호조세가 하반기에도 지속될 전망이다. 또한 주요 수출 지역인 미국과 유럽의 경기가 오랜 침체에서 벗어날 것으로 보여 현대자동차 수출 전망 또한 긍정적이다. 따라서 현대자동차 주가의 베타가 1.3으로 높고 경기관련 우량주라는 점 등을 감안하면, 하반기에 상승장이 도래할 시 시장수익률을 크게 상회할 것으로 예상된다.

### 1,2차 이라크전 당시 시장수익률 상회

제 2차 이라크전 기간(03년 3월 20일 - 5월 2일)에 KOSPI는 10.3% 상승한 반면 현대자동차 주가는 24.1%나 상승했고, 걸프전(91년 1월 17일-2월 28일) 직후에도 동사 주가는 시장수익률을 상회했다. 90년 말부터 91년 1월 말까지 현대자동차 주가는 21,400원에서 18,300원으로 하락했다가 3월 말에는 21,500원으로 17.5% 상승했다. 반면 동기간 중 KOSPI는 696.11p에서 635.40p로 하락했으나 91년 3월 말 659.85p로 3.8% 상승하는데 그쳤다.

현대자동차 미국 소매 판매대수



자료: Automotive News

현대자동차 미국시장 고객 인센티브(USD)

	2003 모델	02.12	03.03	03.06	03.08
현대자동차	Sonata	-	1,000	1,000	1,000
	XG350	-	2,000	2,500	2,000
기아자동차	Sedona	1,000	2,000	2,000	2,000
	Sorento	-	-	1,000	1,000
GM	Buick Century	2,000	2,000	3,000	3,000
Ford	Taurus	2,000	3,000	2,500	3,000
Toyota	Camry	-	500	700	750

자료: Automotive News

## 7. 외국인 조만간 순매수로 전환할 듯

01년 2월 이후 45~55%의  
외국인 지분을 유지

예상보다 길었던 파업에도 불구하고 현대자동차의 외국인 지분율은 여전히 46% 수준이 유지되고 있다. 파업 이전인 6월 19일에 46.1%였던 외국인 지분율은 8월 8일에 46.0%로 소폭 하락하는데 그쳤으며 7월 29일 이후로 9일 연속 하락하기는 했으나 그 폭은 보통주 1.1%에 해당하는 230만주에 불과했다. 우리는 동사의 견조한 펀더멘탈과 01년 2월 이후 동사의 외국인 지분율이 45%에서 55% 사이를 유지해 왔다는 점을 감안해 조만간 외국인이 순매수로 돌아설 것으로 전망한다.

현대자동차와 삼성전자의 외국인 지분율



자료: Datastream

투자의견 및 목표주가 변경내역

대상기업	일 시	투자의견	목표주가
현대자동차(0538)	2002.10.02	매수	40,600원
	2003.02.07	매수	34,700원
	2003.05.14	매수	37,400원
	2003.06.12	매수	41,000원
	2003.07.07	매수	43,000원
	2003.08.01	매수	46,000원

추정 대차대조표		(단위 : 십억원)				
	2000A	2001A	2002A	2003F	2004F	2005F
<b>유동자산</b>	4,061	4,935	6,604	6,978	7,402	7,912
현금및 단기금융상품	1,193	2,914	4,331	4,400	4,619	5,053
시장성유가증권	184	533	533	542	569	622
매출채권	1,124	751	1,087	1,100	1,160	1,223
재고자산	1,022	704	680	851	924	1,011
<b>고정자산</b>	13,907	14,698	14,263	14,527	15,419	16,443
투자자산	3,960	4,357	4,870	5,195	6,015	6,919
유형자산	8,439	8,744	8,447	8,059	8,152	8,256
무형자산	1,508	1,596	946	1,274	1,251	1,268
<b>자산총계</b>	17,968	19,633	20,867	21,506	22,820	24,354
<b>유동부채</b>	6,698	5,848	6,417	6,371	6,318	6,502
매입채무	2,762	2,449	2,673	2,649	2,737	2,847
단기차입금	527	498	447	456	207	145
유동성장기부채	1,807	1,043	1,089	1,079	1,115	1,160
<b>고정부채</b>	3,647	4,472	3,990	3,300	3,133	2,738
사채	2,031	3,147	1,673	1,650	1,424	978
장기차입금	513	250	66	55	60	65
<b>부채총계</b>	10,345	10,535	10,407	9,671	9,450	9,240
자본금	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
자본잉여금	5,361	5,376	5,376	5,376	5,376	5,376
이익잉여금	1,535	2,261	3,665	5,039	6,574	8,318
<b>자본총계</b>	7,623	9,098	10,461	11,835	13,370	15,114
<b>부채와자본총계</b>	17,968	19,633	20,867	21,506	22,820	24,354

추정 현금흐름표		(단위 : 십억원)				
	2000A	2001A	2002A	2003F	2004F	2005F
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,230	3,428	3,978	2,645	2,955	3,208
당기순이익	668	1,165	1,444	1,617	1,778	1,987
감가상각비	557	707	764	760	729	780
무형자산상각비	168	390	689	363	366	342
순운전자본감소	736	-570	-1,157	-455	-279	-264
매출채권감소	-21	373	-336	-13	-60	-63
재고자산감소	-124	318	24	-171	-73	-87
매입채무증가	373	-313	224	-24	87	110
기타	7	1,785	2,814	714	716	732
<b>투자활동 현금흐름</b>	-2,163	-1,745	-708	-2,297	-2,059	-2,073
순고정자산감소	-1,291	-1,045	-610	-700	-800	-900
투자자산의 감소	-872	-701	-98	-1,597	-1,259	-1,173
<b>재무활동 현금흐름</b>	-56	37	-1,853	-279	-677	-701
단기부채증가	259	-29	-50	8	-249	-62
장기부채증가	-136	89	-1,612	-44	-186	-395
자본금(잉여금)증가	430	15	0	0	0	0
배당금의 지급	-140	-165	-215	-243	-243	-243
<b>현금증가</b>	11	1,720	1,417	69	219	434
기초현금	1,182	1,193	2,914	4,331	4,400	4,619
<b>기말현금</b>	1,193	2,914	4,331	4,400	4,619	5,053

추정 손익계산서		(단위 : 십억원)				
	2000A	2001A	2002A	2003F	2004F	2005F
<b>매출액</b>	18,231	22,505	26,337	28,358	30,688	33,105
<b>매출원가</b>	14,230	17,079	20,397	21,793	23,501	25,213
<b>매출총이익</b>	4,001	5,426	5,940	6,565	7,188	7,892
<b>판매비및 일반관리비</b>	2,688	3,329	4,333	4,614	5,037	5,508
<b>영업이익</b>	1,313	2,097	1,606	1,952	2,150	2,383
<b>영업외수익</b>	715	1,008	1,512	1,232	1,296	1,389
이자수익	227	268	275	256	287	323
외환관련이익	140	163	275	243	256	293
지분법평가이익	71	234	592	335	338	341
<b>영업외비용</b>	1,132	1,439	1,135	884	917	945
이자비용	646	533	354	241	224	191
외환관련손실	288	286	133	144	153	172
지분법평가손실	0	0	0	0	0	0
<b>경상이익</b>	896	1,666	1,983	2,300	2,529	2,827
<b>특별손익</b>	-116	0	0	0	0	0
<b>세전순이익</b>	780	1,666	1,983	2,300	2,529	2,827
<b>법인세비용</b>	112	501	540	683	751	840
<b>당기순이익</b>	668	1,165	1,444	1,617	1,778	1,987

주요 투자지표		2000A	2001A	2002A	2003F	2004F	2005F
EPS (원)		2,382	4,072	5,078	5,687	6,255	6,991
BPS (원)		25,815	32,002	36,796	41,628	47,028	53,164
CPS (원)		4,966	7,902	10,188	9,638	10,107	10,937
SPS (원)		65,022	78,629	92,641	99,750	107,947	116,446
DPS (원)		600	750	850	850	850	850
PER (배)		14.4	8.4	6.7	6.0	5.5	4.9
PBR (배)		1.3	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
PCR (배)		6.9	4.3	3.4	3.6	3.4	3.1
PSR (배)		0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Dividend Yield (%)		1.8	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
Payout Ratio (%)		24.8	18.5	16.8	15.0	13.7	12.2
EBITDA/Share (원)		7,168	11,231	10,760	10,816	11,416	12,329
EV/EBITDA (배)		6.0	3.3	3.9	2.4	2.1	1.7
ROA (%)		3.9	6.2	7.1	7.6	8.0	8.4
ROE (%)		9.0	13.9	14.8	14.5	14.1	14.0
ROIC (%)		15.3	18.0	10.7	12.4	13.3	14.2
이자보상배율 (배)		3.1	7.9	20.2	-129.0	-34.1	-18.1
매출액영업이익률 (%)		7.2	9.3	6.1	6.9	7.0	7.2
매출액순이익률 (%)		3.7	5.2	5.5	5.7	5.8	6.0