

2009년 11월 06일

## 현대차 (005380)

Don't BUY

### 몽구형의 잠 못 드는 밤.

#### v 내수시장, 더 이상의 독점은 없다

현대자동차의 성장에서 내수시장의 역할이 크다는 것은 누구도 부정 할 수 없을 것이다. 국내 소비자 입장에서는 충실한 꿀단지 역할을 하며 기업을 키워줬지만, 현재 그 대가는 충분하지 못하다는 생각이 지배적이다. 이러한 상황 속에서 세계 1위 자동차 업체 도요타의 본격적인 국내 진출로 내수시장의 판도에 변화가 생겼다. 관심이 있는 사람이라면 한번쯤 어떤 영향을 미칠지 생각해 봤을 것이다. 소비자는 좋은 제품을 원할 뿐이고, 경쟁에서 승리한 자만이 살아 남을 것이다. 이제 그 치열한 꿀단지 속으로 들어가 보자.

#### v 요행은 끝났다

금융위기 이후 미국 경기침체 기간 동안 현대차는 고회환 덕분에 공격적 마케팅을 펼칠 수 있었고, 저가격/소형차 수요에 편승하여 시장점유율이 상승하였다. 그러나 도요타가 미국 시장에서 성장하던 시기와는 달리 파산위기까지 갔던 빅3는 대대적인 조정과 대처를 빠르게 실시하였고, 일본 3사는 미국 시장의 1/3이상을 차지하며 확고히 버티고 있다. 유럽업체들 또한 미국 시장을 견주고 있는 상황에서 반짝 올랐던 점유율은 다시 하락세를 보이고 있다. 결국에는 경기침체가 이전과 동일하거나 높은 수준의 점유율로 돌아갈 것이다.

#### v 괴물 시장을 때려잡다

중국 자동차 시장은 세계경쟁의 승부처로 떠오르고 있다. 중국 완성차 판매는 2002년부터 폭발적으로 성장했으며 2009년 자동차 시장 중 가장 큰 폭의 성장세를 기록했다. (37.7%, yoy) 이는 정부의 소형차 진작책과 함께 Motorization지역의 지속적 확산, 1,2급 시장에서 3,4급 시장으로의 시장 확대 등 때문이다. 이렇듯 성장하는 중국 시장에서 현대차그룹은 공격적인 영업으로 올해 들어 2위권 메이커로 올라섰으며 JV(Joint Venture)인 북경현대는 7위에서 4위로 부상했다. 현재 소형차 부문에서 강세를 보이고 있는 현대자동차는 상품성과 가격경쟁력으로 이 성장세를 유지할 것이라 예상된다.

#### v 제2의 중국, 인도! 이제 인도가 아닌 차도로

인도는 중국 다음으로 인구가 많은 나라인 만큼 시장의 성장 잠재력 또한 크다. 소형차 위주의 라인업을 잘 갖추고 있는 현대 자동차는 소형차 수요가 많은 인도 시장에서 강세를 보이고 있다. 현대차는 이러한 경쟁력을 바탕으로 현지 기업들과의 경쟁에서도 전혀 밀리지 않고 있지만, 정부의 해외 업체들에 대해 개방적이지 못한 정책과 아직까지 미약한 인프라, 노조의 잦은 파업 등 인도 시장에서 당면해 있는 해결 과제들이 남아있다.

적정주가:  
92,746원  
현재주가:  
104,500원 (11/6 기준)  
하락여력: 11%

|           |            |
|-----------|------------|
| 시가총액      | 230,189억 원 |
| ROE       | 7.6%       |
| ROA       | 4.7%       |
| 영업이익률     | 5.8%       |
| 배당수익률     | 0.81%      |
| P/E Ratio | 20.58      |
| P/B Ratio | 1.48       |

주요주주:  
현대모비스 외 (25.99%)  
미래에셋 (8.33%)  
국민연금 (5.95%)  
외국인지분율: 35.53%



SMIC 리서치 1팀  
팀장 조재명  
팀원 이상은  
이찬우  
장해수

# 1. 세계여행 가기 전 몸풀기

현대자동차는 완성차 제작 업체이다.

## 1. 현대차는?

동사는 철강(열연, 냉연), 알루미늄, 페인트 등의 원부자재 및 브레이크, 타이어, 전장품 등의 부품을 조달하고, 이를 조립하여 완성차를 제작한다. 그리고 국내 생산 또는 중국, 인도, 미국 등의 현지 생산을 통해 생산된 차를 현지딜러망, 판매법인 등을 통해 판매하는 사업구조를 갖고 있다.

현대차는 소형차, 중형차, 대형차를 비롯해 SUV, 밴을 생산한다.

## 2. 현대-기아차 자동차 라인업

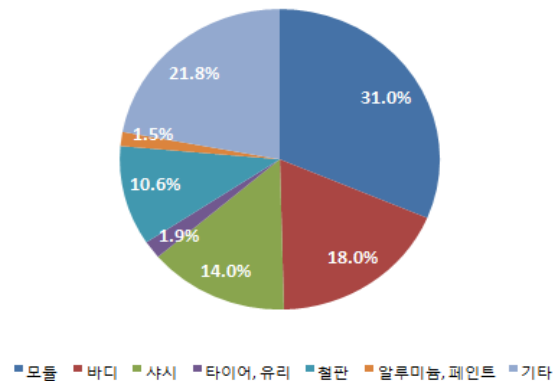
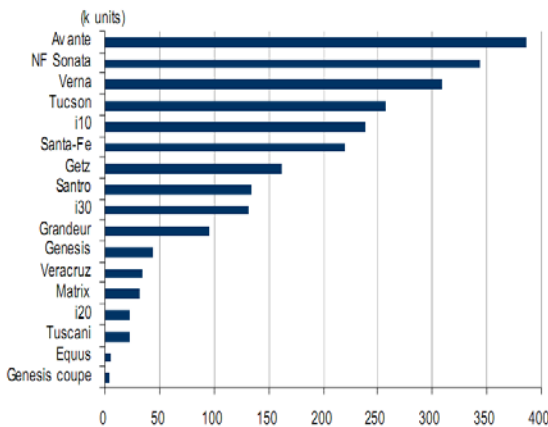
동사는 소형과 중형 세단부터 럭셔리급의 세단 그리고 SUV까지 폭넓은 라인업을 갖추고 있다. 이 중에서 아반테, 쏘나타, 그랜저, 제네시스, 싼타페의 매출 비중이 높은 편이다. 최근 출시한 모델로는 YF쏘나타('09년 9월)와 투싼('09년 8월)이 있다. 국내와 미국 시장에서는 거의 모든 모델이 판매되고 있지만, 중국과 인도 등지에서는 주로 소형차 위주의 라인업을 갖추고 있다.

그림 1. 현대-기아차가 생산하는 자동차 라인업 분류

|           | 현대자동차                         | 기아자동차  | 비고                 |
|-----------|-------------------------------|--|--------------------|
| mini      | 아토즈                           | 프라이드(RIO), 모닝(PICANTO)                                   |                    |
| 소형차       | 아반테(ELANTRA), i30<br>엑센트(베르나) | 벤가, 쎬라토(SPECTRA)<br>포르테, 쏘울                              |                    |
| 중형차       | 쏘나타, 제네시스 쿠페 <sup>1)</sup>    | 옵티마, 로체  | <sup>1)</sup> 스포츠카 |
| 대형차       | 그랜저(AZERA)                    | 오피러스(AMANTI)   |                    |
|           | 에쿠스, 제네시스                     |  | Luxury 레벨          |
| SUV<br>RV | 싼타페, 투싼, 베라크루즈<br>그랜드 스타렉스    | 쏘울, 스포티지, 소렌토<br>카렌스(RONDO), 카니발(SEDONA)<br>모하비(BORREGO) |                    |

출처: Research Team 1

그림 2. 2009년1Q-3Q 자동차별 판매 대수(단위: 천대)    그림 1. 원재료별 매입액 비중



출처: 현대자동차

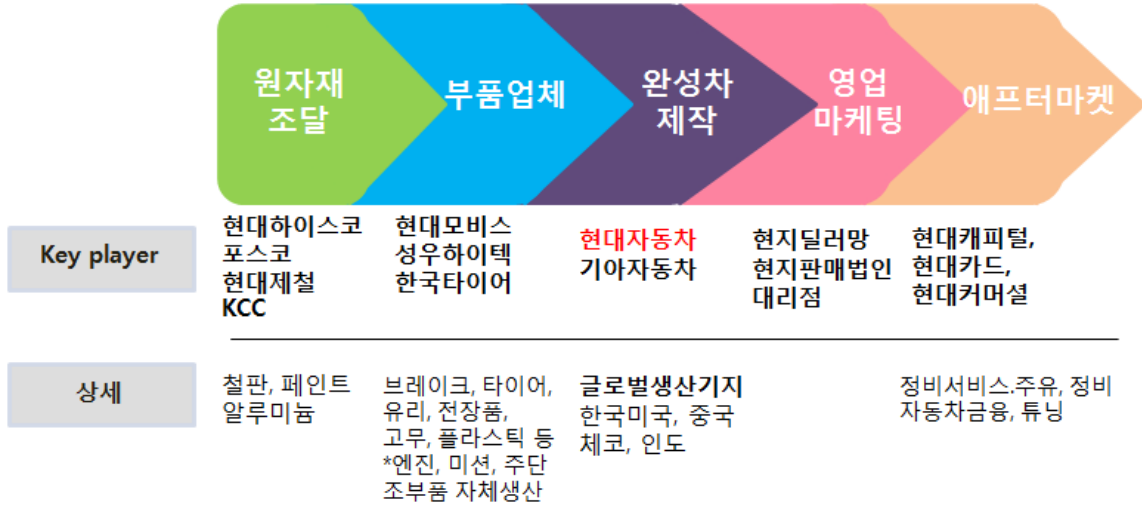
출처: 현대자동차, Research Team 1

### 3. 현대자동차의 Value Chain

철강과 같은 원부자재와 브레이크, 타이어, 전장품 등의 부품들 주로 계열사로부터 조달해와 완성차를 제작한다.

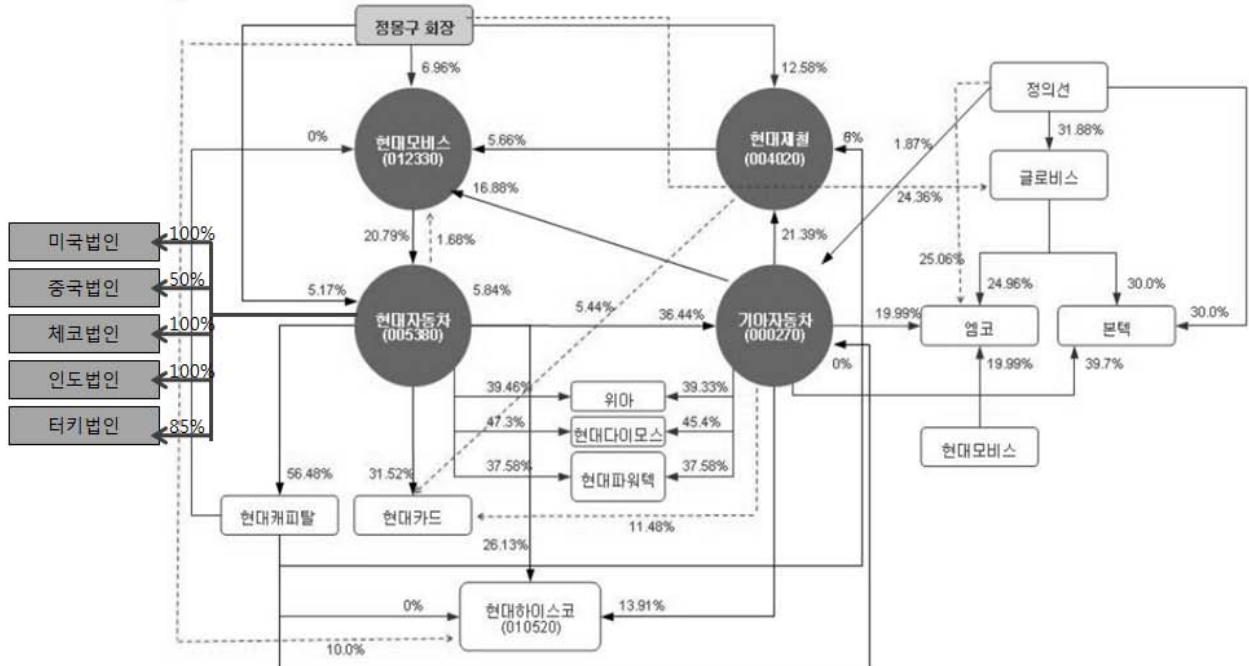
자동차 제조용 철강은 포스코와 현대자동차그룹의 계열사인 현대하이스코로부터 조달하고 있다. 부품의 경우, 핵심부품인 엔진, 미션, 주단조 부품은 동사가 직접생산(재료비 중 45%)하고, 브레이크, 타이어, 유리, 전장품 등은 대부분 국내 부품업체로부터 조달(재료비 중 55%)한다. 엑센트가 100% 국산화율을 달성한 이래 해외로부터 수입해오는 부품은 점차 규모가 감소하고 있으며, 현재 국내에 도입되는 부품은 경제성이 낮은 일부 품목에 불과하다.

그림 3. 현대차의 Value Chain



출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 4. 현대차그룹의 지배구조



출처: 현대자동차, HMC투자증권

**현대차그룹의 선순환사이클**

**Value Chain내의 현대차그룹들과 선순환사이클을 형성한다.**

동사는 자동차 Value Chain내의 기업들의 주식을 다량 보유하고 있으며, 이 기업들로부터 완성체제조를 위한 부품을 공급받는다. 위아(39.46%, '09년 6월 기준), 현대하이스코(26.13%), 다이모스(42.27%), 파텍스(56%), 현대파워텍(37.58%), 오토에버시스템즈(29.90%), 현대캐피탈(56.47%) 등과 같은 기업들은 동사와 긴밀한 거래관계에 있기 때문에, 동사의 완성차 판매량이 증가할 때 이들 기업들 역시 좋은 영업성과를 거두게 된다. 그리고 이들 기업의 수익은 동사의 지분법이익으로 연결되어 동사의 이익증대가 된다.

**현대차그룹의 부품회사- 모비스**

**현대모비스는 현대차그룹의 부품회사로서 동사의 지분 5.83%를 갖고 있다.**

현대모비스는 동사의 지분을 5.83% 갖고 있는 현대차그룹의 자동차부품회사로서 동사의 원자재비 중 31%를 차지할 정도로 비중이 큰 공급업체이다. 브레이크, 에어백 및 조향장치, 전장품 등을 생산하고, A/S부품을 판매하는 부품사업부와 여러 부품업체들의 부품들을 모아 조립(새시, 운전석 및 프런트엔드모듈을 생산)하는 모듈사업부로 이루어져 있다. 2008년에는 카오디오 및 네비게이션을 만드는 현대오토넷을 합병함으로써 전장분야를 강화하였다.

**현대모비스는 안정적인 높은 수익성을 유지하고 있다.**

동사의 신차에 납품하는 핵심부품 수가 점점 증가하고, 신모델 런칭에 따른 부품단가가 상승했으며, 동사와 기아차가 국내에서 파업 없이 안정적으로 공장을 가동함에 따라 현대모비스는 모듈부분의 매출이 증가했다. 수익성으로 보면, 안정적으로 10% 이상의 영업이익률을 기록하고 있는데, AS부품사업과 모듈사업이 각각 23.9%, 7.4%(2009년 3Q)이다. 이처럼, 현대모비스는 AS부품판매의 안정적 수익구조와 모듈사업의 성장성을 바탕으로 지속적으로 성장해나가고 있다.

**현대모비스는 동사의 경쟁력과 밀접한 연관을 갖고 있다. 최근 성장이 눈부시지만, 아직 앞길이 멀다.**

현대모비스는 동사의 완성차 사업에 의미하는 바가 크다. 가장 큰 비중을 차지하는 부품 공급업체로서 현대모비스의 제품과 가격경쟁력이 곧 동사의 경쟁력으로 이어지기 때문이다. 이러한 현대모비스는 "2008 Top 100 global OEM parts suppliers"에서 19위를 차지하며 몸집을 키워가고 있다. 하지만 동사의 경쟁사인 도요타는 Denson(2위), Aisin Seiki(5위), Toyota Boshoku Corp.(12위) 등과 같이 최상위권의 부품업체의 지분을 가진 상태로 이들로부터 부품을 공급받고 있다는 점을 고려하면, 현대모비스의 경쟁력은 아직 부족하다고 할 수 있다. 더욱이 한국은 100위 안에 드는 부품업체가 현대모비스와 만도(73위)에 불과할 정도로 자동차 부품업체의 경쟁력은 낮다. 때문에 동사의 우수한 엔진 기술에도 불구하고, 이를 뒷받침할 부품은 해외업체로부터 비싼 값에 수입할 수밖에 없는 현실이다.

4. 생산- 현지법인을 통한 현지생산

국내공장 뿐만 아니라 중국, 인도, 체코 등지의 현지공장에서도 생산한다.

동사는 중국, 인도, 미국, 체코, 터키에 현지법인이 있다. 각 현지법인에 소속된 현지공장에서부터 생산된 자동차는 주로 그 국가 또는 인접지역으로 판매되고, 그 수익이 동사의 지분법이익으로 잡힌다. '09년도에 지분법이익이 크게 늘어난 중국시장을 눈 여겨 볼 필요가 있다. 체코공장은 '09년에 가동을 시작하였고, 초기 해외시장 개척비 때문에 적자폭이 확대되었다. '07년에 25만대의 CAPA를 추가한 인도공장은 '09년에 흑자전환에 성공했다. 한편 '08년에는 중국에 제 2공장을 지으며 생산량(30만대)을 늘렸고, '11년에 브라질과 러시아에 각각 연간 10만대를 생산할 수 있는 공장을 설립할 계획을 갖고 있다.

그림 5. 해외 현지법인 설립과 공장설립을 통한 현지생산

|          | CAPA(십만) | 생산모델                              | 판매지역    | 07년 매출   | 07년 지분법이익 | 08년 매출   | 08년 지분법이익 |
|----------|----------|-----------------------------------|---------|----------|-----------|----------|-----------|
| 중국(BMHC) | 60       | 쏘나타, 엘란트라1), 투싼, 엑센트              | 중국      | 2조 8680억 | 510억      | 3조 9780억 | 630억      |
| 인도(HMI)  | 50       | 산트로2), 클릭, i10, i20 엑센트, 베르나, 쏘나타 | 인도      | 2조 1320억 | 1150억     | 3조 8980억 | (-140억)   |
|          |          |                                   | 유럽      |          |           |          |           |
| 미국(HMMA) | 30       | 쏘나타, 싼타페                          | 미국, 캐나다 | 3조 8300억 | 130억      | 4조 2610억 | (-1270억)  |
| 체코(HMMC) | 30       | i30                               | 서유럽     | 08년부터가동  | (-230억)   | 1730억    | (-1410억)  |
| 터키(HAOS) | 10       | 엑센트, 메트릭스                         | 서유럽     | 1조 1980억 | -         | 1조 2180억 | -         |
| 한국       | 229      | -                                 | 전지역     |          | 해당사항없음    |          | 해당사항없음    |

1) 아반테의 미국 수출명, 2) 아토스를 변형한 모델

출처: 현대자동차, Research Team 1

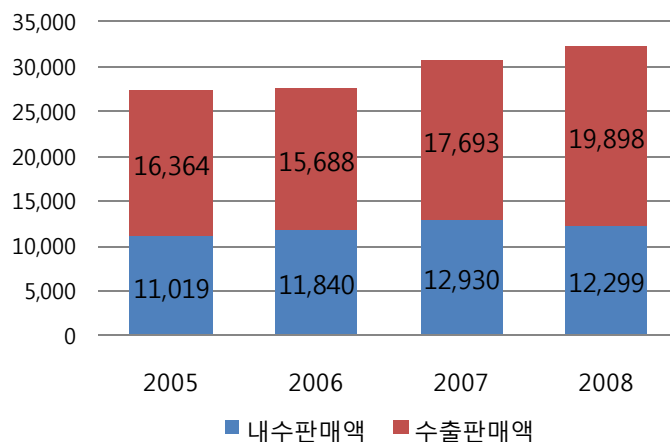
5. 현대차의 시장 점유현황

정체된 국내 시장, 성장 중인 해외시장

2008년의 판매대수로 보면, 이미 해외시장 판매대수가 80%정도에 이를 정도로 해외시장의 비중이 큰 편이다. 국내공장 생산분의 내수 매출액은 정체된 데 반해, 수출 매출액은 지속적으로 커지고 있다. 해외시장의 성장세와 그 중요성을 이 자료만으로 판단해서는 안 된다. 현지공장의 생산물량뿐만 아니라 국내공장에서 해외시장에 판매되는 물량까지 고려한다면, 해외시장의 가파른 성장세가 동사에게 얼마나 중요한지를 알 수 있다.

그림 6. 국내공장 생산물량의 내수와 수출액수 비교

(단위: 백만)

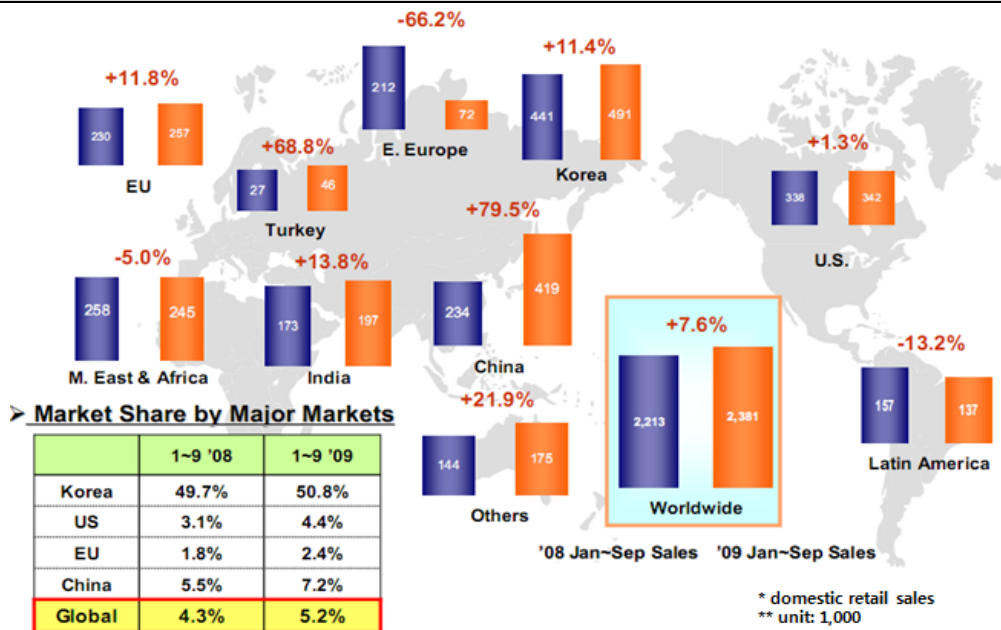


출처: 현대자동차, Research Team 1

해외시장 현황: 어디 하나 포기할 수 없다 or 모든 곳이 기회 땅이다

동사는 1976년에 포니를 시작으로 해외시장으로의 수출을 개시하여, 북미, 유럽(서유럽, 북유럽), 중국, 인도 등의 해외시장 판매를 꾸준히 늘려왔다. 각 시장에서 고른 판매를 기록한 것으로 볼 때, 어느 한 시장의 자동차 수요가 급속히 줄어들었을 때의 risk가 상대적으로 경쟁사에 비해 덜하다고 할 수 있다. 또한 최근 급성장하고 있는 인도와 중국과 같은 아시아 시장에 대한 판매비중이 높고, 세계자동차 시장의 축소판이라 할 수 있는 미국시장에서의 판매비중은 경쟁사에 비해 적은 편이다.

그림 7. 주요 시장 시장점유율과 '08-'09 판매 대수비교(1Q-3Q)



출처: 현대자동차

그림 8. 지역별 판매대수 분포(2009년 ~3Q)

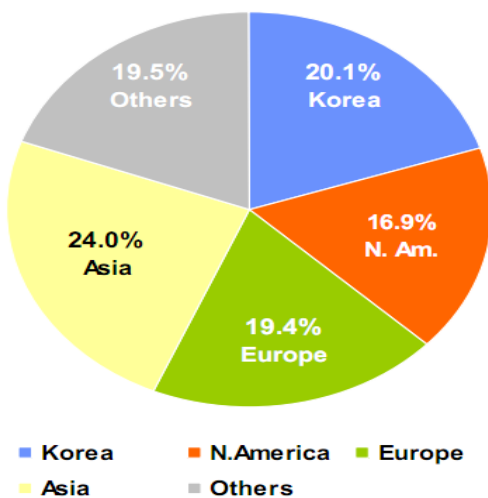
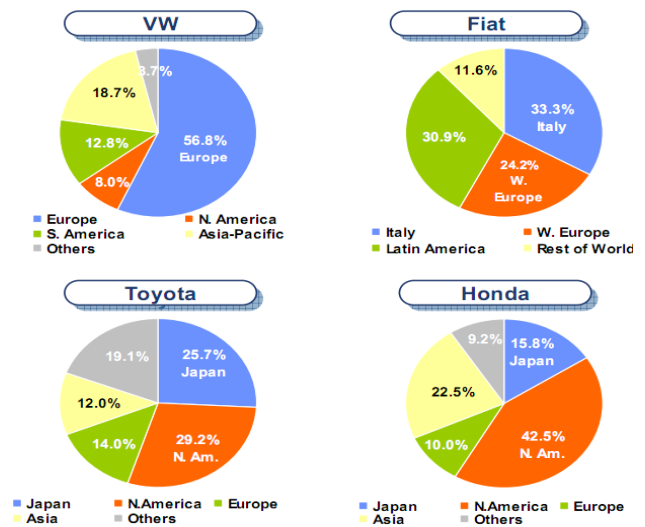


그림 1. 경쟁사 지역별 판매대수 분포(2009년 ~3Q)



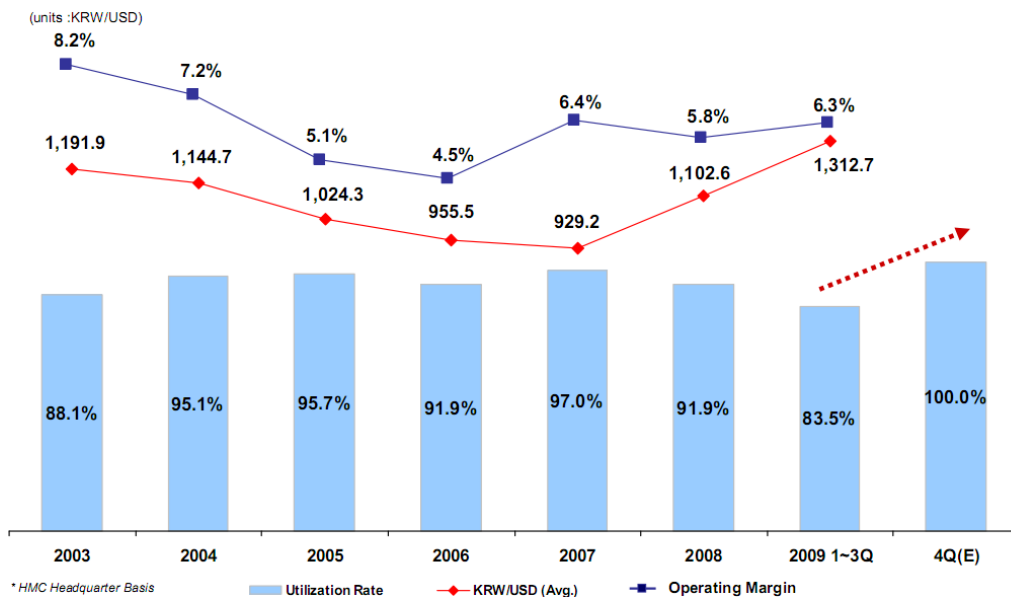
출처: 현대자동차

출처: 현대자동차

해외시장의 비중이 크기 때문에 환율에 따라 마케팅 여력, 영업마진, 가동률이 크게 영향을 받는다.

앞서 언급했듯이 현대 자동차는 해외시장의 판매비중이 거의 80%(2008년, 판매대수 기준)에 이른다. 따라서 해외시장개척비, 마케팅비, 판매단가 등이 환율에 따라서 크게 변하고, 이에 따라서 수익성이 결정된다. 환율이 급등한 시점에는 프로모션과 광고를 늘리고, 공장의 가동률을 높여 시장의 점유율을 높여왔다. 반대로 자동차시장의 수급상황이 좋지 않거나, 환율이 낮은 시점에서는 해외시장개척 또는 시장점유율을 높이기 위해 공격적인 마케팅을 할 수 없게 된다. 한편 2006년-2007년에는 환율이 하락추세였지만 빠르게 성장하던 신흥시장의 수요 증가로 공장 가동률이 높았다. 그러나 가동률의 증가로 인한 생산물량의 확대였지 공장신설을 통한 생산능력의 확대는 이루어지지 못했다.

그림 9. 환율과 영업마진 변동추이, 가동률 추이



출처: 현대자동차

6. 재무분석

안정적인 재무구조

동사는 안정적인 영업현금을 바탕으로 꾸준히 부채를 줄여왔다. 금융위기에 이은 경기 침체로 자동차 수요가 줄어, 많은 경쟁사들이 적자를 기록하며 재무상태가 악화되던 상황에서조차 동사는 부채비율을 줄여왔다는 점이 돋보인다. 지속적으로 90%를 넘나드는 가동률과 60%대의 부채비율로 판단할 때, 동사는 공격적인 투자를 통한 확장보다는 안정성에 바탕을 둔 경영을 하고 있으며 앞으로도 이러한 전략을 유지할 것이라 예상된다. 한편 130%에 이르는 높은 유동비율과 지속적으로 상승하는 자기자본비율은 동사의 탄탄한 재무적 안정성을 다시 한번 확인시켜준다.



그림 10. 재무적 안정성 분석

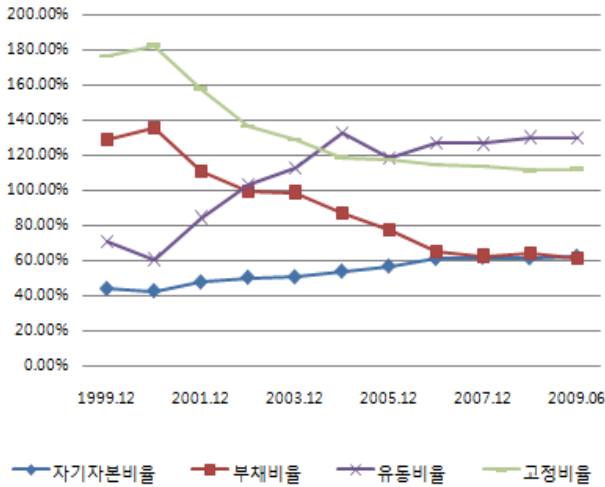
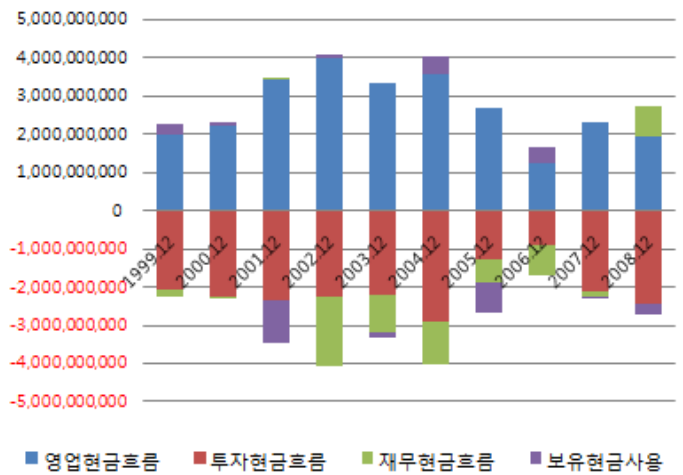


그림 11. 현금흐름 분석



출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

**현금흐름의 안정성**

동사는 거의 10년간 안정적인 영업현금흐름을 보이고 있으며, 벌어들인 현금을 투자와 부채를 상환하는 데 사용해왔다. 증가하던 영업현금흐름이 2005년을 기점으로 점점 감소하는 모습을 보이는 것은 해외시장에 현지공장을 짓고 생산 판매함으로써 기존에 국내공장에서 생산에 따른 영업현금흐름을 대체했기 때문이다.

**7. 기아차**

**기아차는 10년 동안의 적자에서 벗어나 '08년에 흑자전환에 성공했다.**

기아차는 1998년 12월 현대차그룹에 인수된 완성차업체로, 동사가 36.23%('09년 6월)의 지분을 갖고 있다. 기아차는 인수된 후 10년 동안 적자를 냈지만, '08년에 드디어 턴어라운드 성공했다. 국내시장에서 '08년에 점유율이 22.6%에 불과했던 기아차지만, '디자인 기아'라는 브랜드를 바탕으로 신차판매에 성공하면서 급속히 시장을 확대해 '09년 7월에 32.1%의 점유율을 기록하기도 했다. 주목할만한 것은 국내시장이 2.6% 성장하는 동안 기아는 22.8% 성장했다는 점이다. 이 밖에도 미국, 캐나다, 독일, 유럽 등에 법인을 갖고 있으며 이들 시장에 수출과 현지생산을 하고 있는데, 점유율 면에서 눈에 띄게 증가하고 있는 곳은 중동을 꼽을 수 있고 다른 시장은 정체상태이다.

**취약한 수익구조에서 벗어났다.**

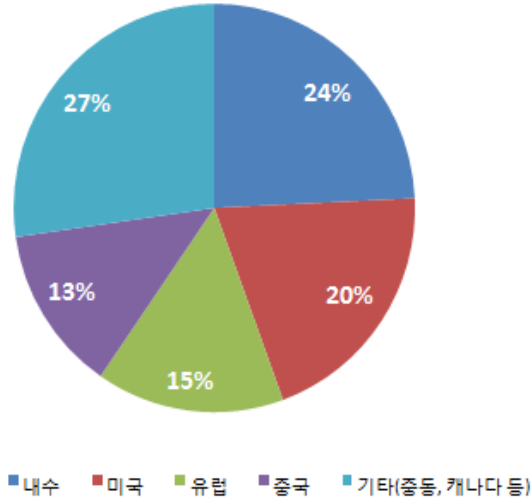
가동률이 낮아 취약했던 수익구조는 개선되고 있다. 기아차는 '09년 3Q에는 7%의 영업이익률을 기록하며 4.5조 매출, 3140억 원의 영업이익을 기록했고, 해외법인의 수익이 반영된 영업외손익 부분에서도 1,400억 원의 수익을 거둬 사상최대수준인 2,020억 원의 당기순이익을 기록했다. 이러한 수익성 개선은 동사와의 플랫폼 공용화에 따른 시너지효과와 국내 및 해외의 신차(쏘렌토R, 쏘울)판매증가 때문이다.



앞으로 안정적인 수익을 창출할 수 있을 것이라 기대된다.

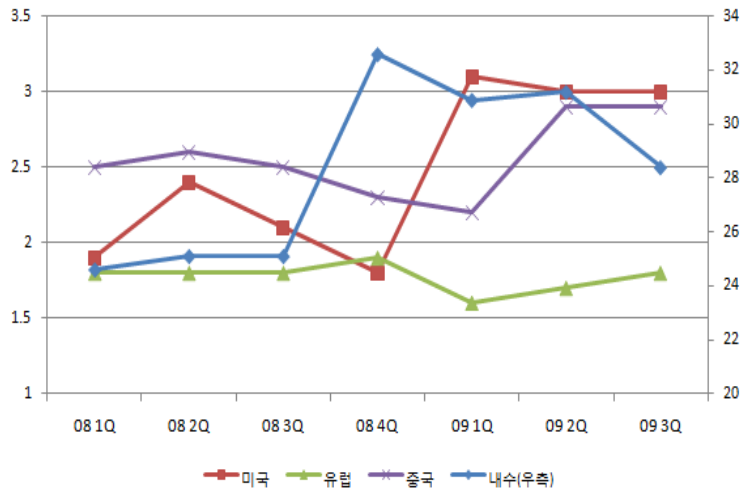
판매호조에 힘입어 기아차의 영업현금흐름은 개선되고 있으며, 146.7%까지 감소된 부채 비율 등 전반적인 재무구조도 안정화되어 가고 있다. 미국 조지아 공장의 신규가동이 단기적으로는 재무적 부담이 될 수 있지만, 턴어라운드 이후 이머징 마켓과 소형차 시장성장세를 바탕으로 향후 안정적인 수익을 창출할 수 있을 것으로 보인다.

그림 12. 기아차 시장별 판매 비중



출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 13. 기아차 시장점유율 추이 (단위: %)



출처: 현대자동차, Research Team 1

## 2. 국내 시장, 독점은 독이 되어...

명실상부 세계 1위 업체 도요타가 본격적으로 국내에 진출

### 1. Toyota는 캠리를 싣고 꼴단지 속으로

캠리와 프리우스를 양손에 들고서 본격적으로 국내 시장에 진출한 도요타는 명실상부 세계 자동차 시장 1위 기업이다. 도요타는 현재 세계 여러 곳에 활발히 진출하고 있는 현대자동차의 최대 수입처라 할 수 있는 내수시장을 공략함으로써 세계 시장에서의 입지를 굳건히 다지겠다는 것으로 보인다. 한국 시장 공략의 주축으로 삼고 있는 캠리는 지난달 기준으로 주문이 벌써 4천대를 넘어섰다. 애초에 도요타는 '09년도에 월 500대 썩만 공급 하기로 했지만, 이러한 수요의 폭발적인 증가로 100~200대의 추가공급물량 확대를 검토 중이다. 이렇게 공급이 부족한 상황에서도 폭발적으로 그 공급 물량을 늘리지 않는 것은 도요타 특유의 보수적 성향과 더불어 수입차의 약점이라 할 수 있는 A/S 등의 서비스에 대한 기반을 확실히 다져 한국 시장에서의 우위를 점하겠다는 전략이라 생각한다.

현대자동차의 신모델 YF쏘나타 잘 나가지만 도요타는 충분히 위협적

현대자동차에서 새롭게 출시된 YF쏘나타2.0(이하 YF2.0)도 그 명성답게 현재 17,000대가 넘는 판매량을 기록하고 있다. 현대자동차는 이를 바탕으로 도요타의 진출과 관련해 국내 시장에서 충분히 좋은 모습을 보여주고 있다고 한다. 하지만 새로 출시된 쏘나타와 투싼을 제외하고는 사실 모두 전월 대비 판매량이 감소했다. 최근 도요타가 미국에

서 대규모 리콜 문제와 함께 약간의 흔들림이 있었다고는 하지만, 국내 시장에 있어서는 충분히 위협적인 존재인 것이 사실이다.

| 그림 14. 국내 자동차 판매 순위                                     |     |     |        |        |    |        | 그림 15. 캠리, 쏘나타, 그랜저 비교 |                |                   |                    |
|---|-----|-----|--------|--------|----|--------|------------------------|----------------|-------------------|--------------------|
| 순위  | 브랜드 | 모델  | 10월    | 9월     | 순위 | 증감     | 차종                     | 캠리 2.5         | YF쏘나타 2.0 Premier | 그랜저TG Q270 Premier |
| 1   | 현대  | 쏘나타 | 21,701 | 16,299 | 1  | 33.1%  | 사양                     |                |                   |                    |
| 2   | 기아  | 모닝  | 8,942  | 9,038  | 3  | -1.10% | 배기량                    | 2494cc         | 1988cc            | 2656cc             |
| 3   | 현대  | 아반떼 | 8,633  | 10,657 | 2  | -19.0% | 엔진                     | 직렬 4기통 DOHC 듀얼 | 세타II 2.0 VVT      | 2.7 V6 DOHC        |
| 4   | 현대  | 투싼  | 6,623  | 6,103  | 7  | 8.50%  | 연비                     | 12.0km/l       | 12.8km/l          | 9.4km/l            |
| 5   | 현대  | 포터  | 6,622  | 7,785  | 4  | -14.9% | 최고출력                   | 175hp          | 165hp             | 192hp              |
| 참고: 쏘나타= YF(17,906)+NF(3,795)<br>투싼=투싼xi(6,270)+투싼(353) |     |     |        |        |    |        | 최대토크                   | 23.6 kg.m      | 20.2 kg.m         | 25.5 kg.m          |
|   |     |     |        |        |    |        | 가격                     | 3400만원         | 2490만원            | 3200만원             |
|   |     |     |        |        |    |        | 참고: YF쏘나타와 그랜저는 무 옵션   |                |                   |                    |

출처: Research Team 1

출처: 네이버

**YF쏘나타를 통한 현대 자동차의 도요타 견제**

단순히 차량만을 놓고 비교 했을 때, 캠리와 YF2.0의 사양에 분명히 차이가 존재 한다. (그림2) 그렇지만 현대자동차는 YF2.0이 캠리와 비교했을 때 결코 뒤지지 않는다고 말한다. 이것은 일종의 현대자동차의 전략이라 볼 수 있다. 캠리의 이미지를 현재 출시된 YF2.0과 비교 함으로써 후속 모델인 YF쏘나타2.4(이하YF2.4)의 우위성을 확보 함과 동시에 캠리와 사양과 가격에서 YF쏘나타보다 유사한 그랜저TG의 점유율에 대한 방어책으로도 볼 수 있다.

**2.0의 하극상, 현대자동차의 입장을 잘 보여주는 현재 상황**

실제로 캠리는 품질과 사양에서 우수한 결과를 보여줬기 때문에 북미를 비롯해 세계적인 베스트셀러가 될 수 있었던 것이다. 현대자동차를 이용하는 소비자들의 입장에서 자동차의 내구성에 대한 불만이 계속 있어 왔던 만큼 이러한 내구성에서 확실한 우위를 가지고 있는 도요타의 진출은 큰 위협이라고 볼 수 있다. 현대자동차는 YF2.4를 YF2.0의 고급 사양보다 20% 정도 싼 가격인 2,700만원 대에 출시 예정이다. 이로 인해서 YF2.0 고급모델은 YF2.4보다 비싸지는 하극상의 결과가 생겼다. 고급모델과의 비교 이기는 하지만 이것은 현대자동차의 입장을 잘 보여주는 결과라 할 수 있다.

**JD Power를 통한 현대자동차의 품질인증**

이렇듯 국내에서 현대자동차의 품질과 수입차 대비 경쟁력은 국내에서 항상 논쟁의 대상이다. 제이디파워(J.D. Power)라고 하는 미국 자동차 품질조사 업체가 있다. 이 조사 업체는 미국에서 우편으로 소비자들의 불만에 대한 품질을 조사한다. 조사비용은 자동차 업체들에게 청구하며 조사결과를 인용할 경우 사용업체로부터 광고료를 받는다. 그런데 당해 6월 발표한 올해의 신차 품질조사에서 현대자동차는 일반 브랜드 부문 최고 점수를 기록하며 1위에 올랐으며 종합 순위에서도 도요타를 제치고 4위를 기록했다. 조사 결과만 보아서는 국내에서의 경쟁력은 충분히 있어 보인다.

그림 16. J.D. Power 품질 조사 표

| Company       | Ratings Factors |                              |                                 |                                      |   |
|---------------|-----------------|------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---|
|               | Overall Quality | Overall Quality - Mechanical | Powertrain Quality - Mechanical | Body & Interior Quality - Mechanical | Features & Accessories Quality - Mechanical |
| Sort: ▼       | ▲               | ▼                            | ▼                               | ▼                                    | ▼   |
| Lexus         | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Porsche       | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Cadillac      | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Hyundai       | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Honda         | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Mercedes-Benz | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Toyota        | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Ford          | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Chevrolet     | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Suzuki        | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Infiniti      | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Mercury       | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |
| Nissan        | ★★★★★           | ★★★★★                        | ★★★★★                           | ★★★★★                                | ★★★★★                                       |

출처: J.D. Power

**JD Power와 현대자동차는 상부상조 관계**

제이디파워는 자신들이 조사하는 항목을 중심으로 자동차 업체들에게 컨설팅을 해주는데 이 컨설팅에 대해 현대자동차는 제이디파워의 가장 큰 고객이기도 하다. 또한 조사를 할 때 288개의 항목 중에서 원하는 조사항목을 자동차 업체 측에서 정할 수 있고, 두 회사의 협력관계도 어느 정도 있다고 보기 때문에 결과에 대한 신뢰성이 떨어지는 면이 존재한다. 하지만 현대자동차의 기술력과 품질이 세계시장에서 인정을 받고 있는 것은 분명하고, 국내에서도 이러한 개선이 얼마나 효과를 볼지는 국내 시장의 소비자들이 판단 할 것이다. 그렇기 때문에 단순한 조사의 결과 보다는 국내 사정을 좀더 자세히 살펴 볼 필요가 있다.

**2. 국내시장 독점, 풀단지는 바닥까지 긁어 먹어야 제 맛!**

**세계에서 찾아볼수 없는 자동차 독점 시장, 한국.**

도요타의 진출 속에서 현대자동차는 국내 시장에서의 우위만큼은 걱정 없다고 한다. 실제로 현대자동차는 내수시장의 약 50%를 점유하고 있고 여기에 기아자동차의 점유율까지 합치면 80%가까이 된다. 여기에 정부의 정책적 지원 등을 바탕으로 국내 시장은 현대자동차가 거의 독점하고 있는 상황이다. 매년 신차에 대한 수요가 100만대 이상 존재하는 나라 중에서 이러한 독점 구조를 가지는 시장은 한국이 유일하다.

그림 17. 세계 주요국가 브랜드별 점유율

| 미국     | 점유율  | 유럽   | 점유율  | 중국    | 점유율  | 인도       | 점유율  |
|--------|------|------|------|-------|------|----------|------|
| GM     | 19.6 | VW   | 20.1 | VW    | 17.4 | Suzuki   | 36.4 |
| Toyota | 16.3 | PSA  | 13.3 | 현대기아  | 10.4 | Tata     | 24.6 |
| Ford   | 16.1 | Ford | 10.3 | GM    | 9    | 현대기아     | 12.5 |
| Honda  | 11.1 | Fiat | 9.7  | Honda | 7.1  | Mahindra | 9.6  |

출처: Research Team 1

**수출품과 비교되는 내수차량의 옵션을 통한 가격 부풀리기**

국내 자동차 판매 가격은 꾸준히 상승하고 있으며 여기에 현대자동차는 옵션을 통해서 자동차 구매 시 추가적인 비용을 발생시킨다. 옵션은 차량 구매 시 추가적으로 차량에 추가 할 수 있는 기능이나 장비 등을 말하는데 기본적인 옵션 몇 개를 추가 하다 보면 기본판매가에서 2-3백 만원 가까이 가격이 올라가는 실정이다. 옵션이라는 조건에 의해 고르는 재미가 있다고 할 수 있겠지만, 역으로 생각해보면 이것은 소비자를 우롱하는 행위라고도 할 수 있다. 왜냐하면 수출 모델의 경우 최하위 모델임에도 불구하고 6개의 에어백을 비롯해 안전사양을 모두 기본장착 했다. 그럼에도 불구하고 가격 면에서는 오히려 싼 실정이며 여기에 한 술 더 떠서 국내에서는 같은 차종이어도 등급 별로 추가 할 수 있는 옵션 등에도 차이가 생긴다..

**납품 단가의 하락 요구와 함께 부품의 질 저하**

독점 상황 속에서 자동차 제작업체 간의 적절한 시장경쟁이 이루어 지지 않는다. 그렇기 때문에 부품업체 입장에서는 수요의 대부분이 현대자동차에 의해 이루어지는 상황이다. 여기서 제작업체, 즉 현대자동차는 이익률을 높이기 위해 납품가를 계속 낮추려 한다. 이렇게 납품가의 하락을 요구 하면 부품업체에서도 더 낮은 단가의 부품을 쓰거나 중국산을 쓸 수 밖에 없기 때문에 부품의 질은 떨어 질 수 밖에 없다

**세계 5대 자동차 국가라는 명성과는 어울리지 않는 자동차 부품업체 상황**

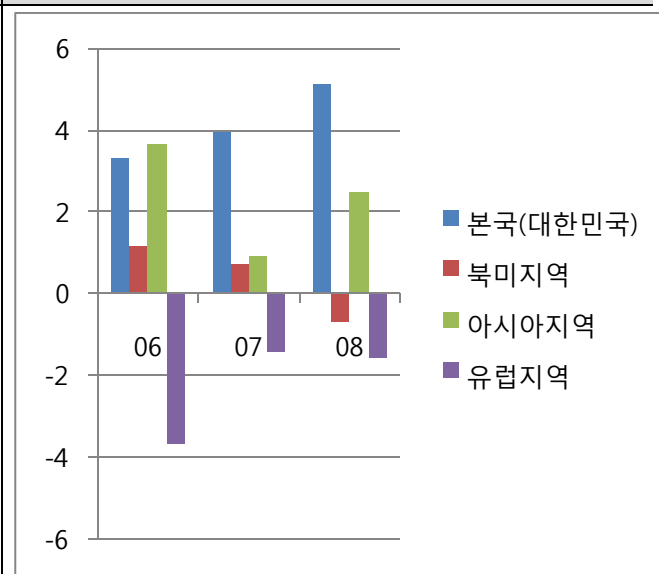
이러한 시장 환경 때문에 세계 5대 자동차 국가라는 이름에 어울리지 않게 국내 자동차 부품 업체는 세계 시장에서 고전을 면치 못하고 있다. '06년도 기준으로 세계 100대 부품 업체의 매출액 비중에서 국내 기업이 차지하고 있는 비율은 1.43% 정도이다. 순위에서 누락된 기업을 포함하더라도 2%를 조금 넘는 수준으로 보인다. 더군다나 여기에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 업체조차도 현대모비스다. 근래에 들어서는 국내 부품업체들은 이제 해외 시장에까지 진출하여 기술력을 인정받고 있지만 중소기업 같은 경우에는 국내 성장동력이 없기 때문에 발전이 힘든 상황인 것이다.

그림 18. '06년 주요 자동차 부품업체(OEM 납품실적 기준)

| 순위 | 업체명                      | 납품액(백만불) | 점유율  |
|----|--------------------------|----------|------|
| 1  | Robert Bosch GmbH        | 29,687   | 5.57 |
| 2  | Delphi Corp.             | 24,400   | 4.58 |
| 3  | Denso Corp.              | 24,000   | 4.50 |
| 4  | Magna International Inc. | 23,883   | 4.48 |
| 5  | Johnson Controls Inc.    | 19,500   | 3.66 |
| 6  | Aisin Seiki Co. Ltd.     | 19,367   | 3.63 |
| 7  | Lear Corp.               | 17,839   | 3.34 |
| 8  | Faurecia                 | 15,000   | 2.81 |
| 9  | Valeo SA                 | 12,700   | 2.38 |
| 10 | TRW Automotive Inc.      | 12,162   | 2.28 |
| 25 | Hyundai Mobis            | 5,686    | 1.07 |
| 77 | Mando Corp.              | 1,958    | 0.37 |

출처: 자동차공업협동조합, Research Team 1

그림 19. 현대차그룹 지역별 영업이익률



출처: 투자설명서, Research Team 1

**국내를 제외한 대부분의 시장에서 영업이익률이 미비**

현대자동차의 영업이익에서 해외법인들은 대부분 마이너스이거나 실적이 미비하다. 즉 아직까지 이익의 대부분이 내수 시장에서 나오고 있는 상황이다. 실제로 현대자동차를 비롯한 현대차그룹(현대차, 기아차, 현대모비스 등)의 '08년 영업이익은 3조 규모인데 내수 부분만을 놓고 보면 3.4조원 규모의 영업이익이 나온다. 영업 이익률을 봤을 때도 5.1%로 해외보다 훨씬 높은 상황이다. 내수시장은 말 그대로 끝단지인 셈이다. 자동차 판매 경쟁이 치열한 해외시장에서는 품질이 좋지 못하거나 가격 경쟁력이 없는 업체는 살아남지 못하는 게 당연한 사실이지만 내수 시장은 독점이기 때문에 앞과 같은 상황을 만들어 낸 것이다. 즉 가격은 높이고, 원가는 낮추어 내수 시장에서 영업이익이 잘 나왔던 것이다. 그러나 앞으로의 판세는 장담할 수 없다. 이는 도요타의 진출과 더불어 수입차 시장이 성장할 것이라 예상하기 때문이다.

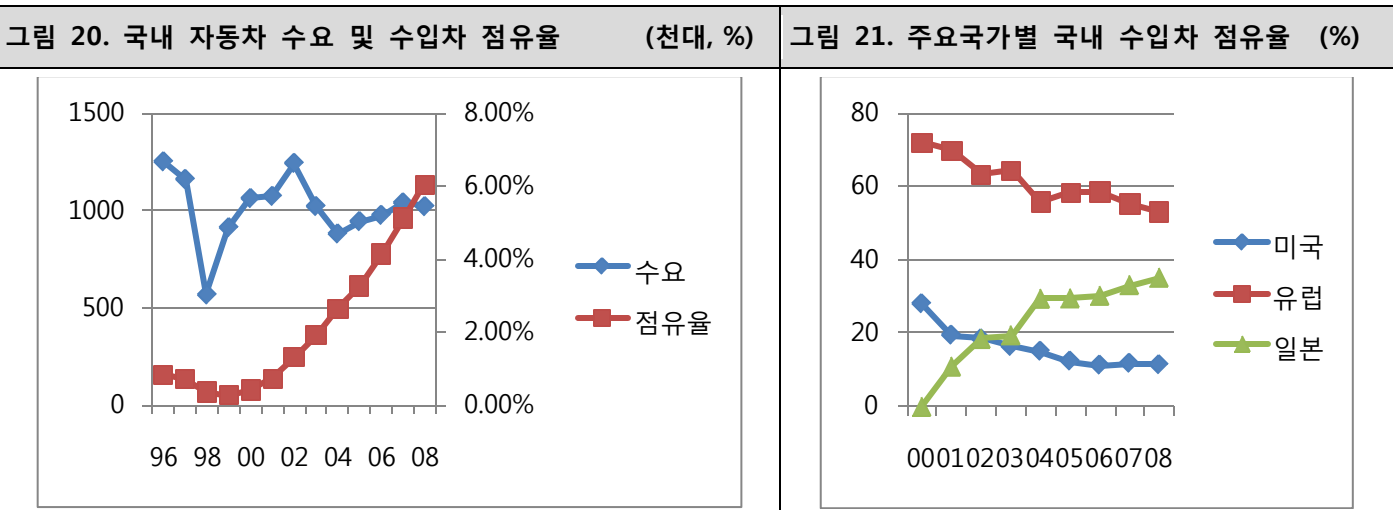
**3. 수입차 시장, 끝은 나눠서 먹어야 제 맛!**

**수입차의 시장 점유율은 꾸준히 증가하다 하락한 5% 정도**

국내 수입차의 시장 점유율은 '04년 2%를 넘어선 이후 '08년도 6% 대까지 꾸준한 성장을 해오다 글로벌 금융 위기와 더불어 환율 상승으로 인해서 '09년도에는 그 수치가 약간 감소해 5% 수준이 될 것이다. 그런데 이 수치는 등록 대수를 비교한 것으로 판매액 규모로 따질 때 수입차의 점유율은 더 높아진다. '06년 자동차공업협회의 조사결과에 따르면 수입차의 판매액 대비 시장점유율은 13.6%로 당시 등록대수 대비 시장점유율 4.3%의 3배를 넘는 수준이다. 이를 바탕으로 '09년도 판매액 대비 수입차의 시장점유율은 15% 정도 수준에 이를 것으로 생각된다.

**수입차에서 일본 브랜드의 점유율 꾸준히 증가**

수입차 점유율 수치를 구체적으로 살펴보면 지난해 팔린 수입차들 가운데 유럽 3만 2756대(53.1%), 일본 2만1912대(35.5%), 미국 6980대(11.3%)였다. 일본차는 2001년 (10.9%) 첫 진출 이래 2007년 33.0%, 2008년 35.5%로 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 특히 일본 브랜드 혼다의 어코드는 출시 한지 얼마 되지 않아 수입차 점유율 1위를 차지한 기록이 있다. 그렇기 때문에 같은 일본의 브랜드인 도요타의 진출에 더욱 주목할 필요가 있다.



출처: Research Team1

출처: 수입자동차협회, Research Team 1

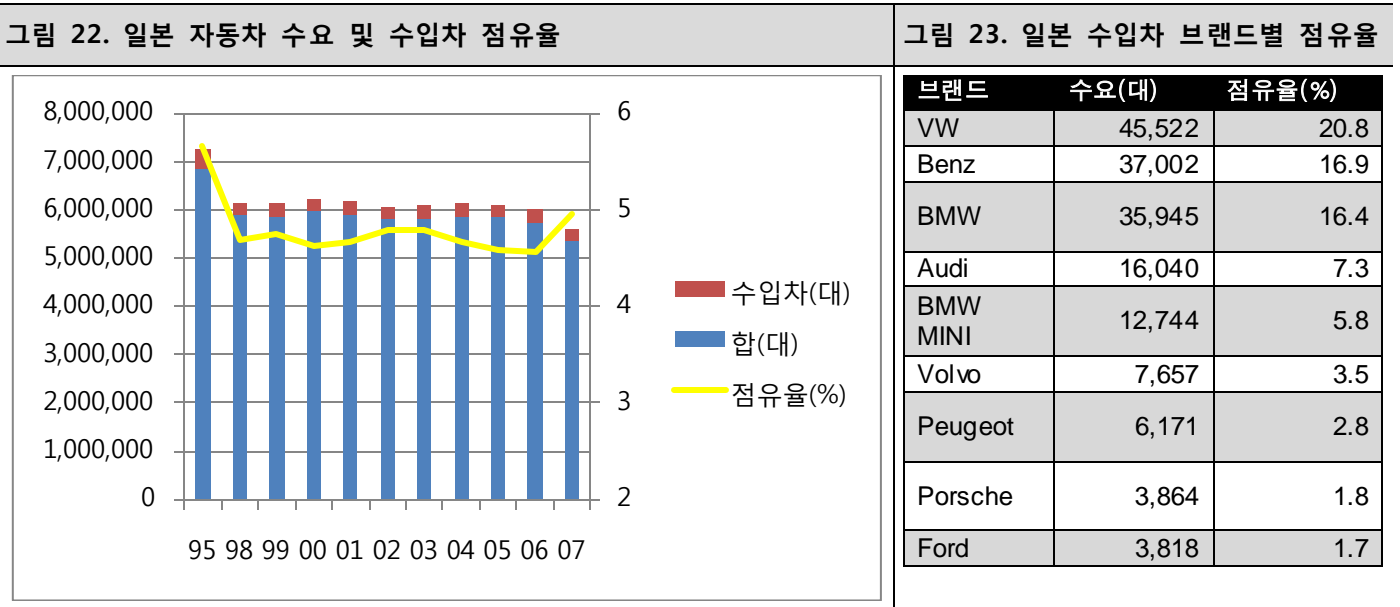
4. 현대차의 꼴단지 내수 시장의 운명은..

일본 수입차 시장과는 다른 국내의 수입차 시장

현재 시장에는 앞으로 수입차 시장이 일본과 같은 형태로 갈 것이라는 의견이 많이 있다. 일본에서 수입차 판매는 1965년 개방 이후 오랫동안 정체 되어 있다가 20년이 지난 80년대 중반부터 그 수요가 크게 늘어났다. 이후 마의 5%라 불리는 임계 포인트를 넘은 후 점유율의 가파른 상승을 보였다. 이러한 시장의 성장에는 일본 정부의 수입차 정책 변화가 중요한 역할을 했다. 미국, 유럽과의 무역 갈등이 생길 때 저금리 자동차 대출을 실시하고 국산차 딜러의 수입차 취급을 허용하는 등 적극적인 수입 장려정책을 쓰면서 판매가 크게 늘어났다. 이후 일본 시장에서 수입차의 점유율은 약간 하락하여 현재는 5%정도의 수준을 유지하고 있다. 현재 국내 수입차 시장의 흐름은 일본의 수입차 시장의 흐름이 국내의 시장과 어느 정도의 시간을 두고 비슷하다고 할 수는 있다. 하지만 향후의 흐름을 국내 시장에 적용 하기에는 소비자들의 기호, 자국 산 자동차 브랜드에 대한 신뢰도, 양국 자동차 산업의 성숙도의 차이 등 많은 변수들이 존재한다고 생각한다.

일본 과 한국 소비자 들의 자국 브랜드에 대한 신뢰감은 차이가 큼

일본 자동차 시장에서 미국의 빅3나 기타 브랜드의 수입차는 영 힘을 못 쓰고 오직 독일차와 고급 스포츠카 같은 강력한 브랜드 파워를 가진 차들만 부유층과 젊은 층 사이에서 소비되고 있다. 이렇듯 일본 소비자들은 자국 브랜드 대한 자부심과 신뢰가 크다. 이러한 일본과 비교해 국내 소비자들의 자국 브랜드에 대한 신뢰도는 앞서 나온 이유들 때문에 턱없이 낮은 수준이다. 또한 독일차 말고는 비교우위에 있는 제품이 거의 없었던 80년대 중반의 일본의 수입차 시장과 달리, 요즘 국내시장에서는 다양한 시장 참여자가 존재하므로 그 선택의 폭이 훨씬 넓어 졌다. 거기에 일본시장에서 큰 변수가 되지 않는 한국 자동차와는 달리, 국내 시장에서는 도요타나 혼다, 닛산 같은 일본 자동차가 무엇보다 큰 위협이 된다. 더욱이 앞으로 렉서스나 인피니티 같은 프리미엄 브랜드가 아닌 도요타, 혼다의 일반 브랜드는 대중차이기 때문에 그 영향력은 더욱 클 것이다.



출처: 일본자동차공업사, 일본수입차협회, Research Team1



**미국과 유럽 브랜드의 수입차 공략 시작**

이와 더불어 지난해 하반기 글로벌 금융위기의 직격탄을 맞아 숨 죽이고 있던 미국 브랜드들이 1년여 만에 국내시장 공략에 나서고 있다. 지난해 미국차는 '덩치만 커 기름 많이 먹는 차'라는 인식이 부각돼 국내 소비자들에게도 외면 받아 온 게 현실이다. 하지만 미국차가 신차를 통해 이미지 변신을 꾀하고 있다. 특히 이번에 선보이는 차들은 시장의 기호에 맞춰 연비를 강화하고 편의사양을 한국 소비자에게 맞게 바꿨다. 이들은 판매 수량이 많지 않음에도 불구하고 한국 시장을 중요하게 생각하고 있다. 이것은 도요타의 한국 진출과 비슷한 의미를 가진다고도 생각한다. 거기에 내년부터는 한-EU 자유무역협정(FTA)이 발효될 가능성이 높아 유럽 수입차 브랜드의 가격인하도 유도 할 수 있을 것이다. 이렇듯 가격차이가 나지 않는 중저가의 수입차들이 몰려 오고, A/S 등 수입차의 약점이 보완된다면 수입차의 점유율은 일본의 그것보다는 확실히 올라 갈 것이다. 현대자동차의 국내 상황 등을 고려 할 때 10%정도의 수준도 가능할 것으로 보인다.

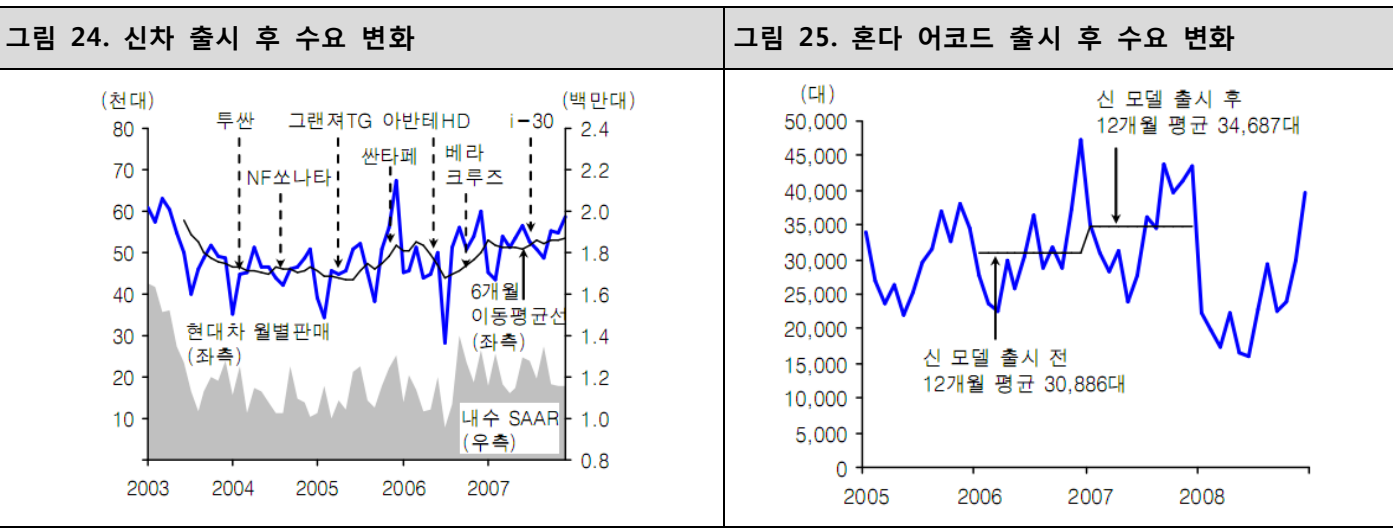
**5. 끝단지의 운명은?**

**노조문제는 어느정도 완화, 조업에는 차질 없을 듯**

항상 문제가 되던 현대자동차 노조는 하반기에 들어서면서 강경보단 중도실리 노선위주로 바뀌고 있는 추세이다. 지난달 중도실리 노선의 집행부가 들어선 가운데 지난 3일 대의원선거에서도 강성 현장노동조직에 속하지 않은 무소속의원이 대거 당선되었다. 이 때문에 무소속 또는 중도실리 노선 쪽 대의원(64%)들이 강성 노동조직 대의원(36%)을 압도 하게 됐다. 그렇기 때문에 앞으로 노조 파업에 따른 조업차질 강도는 실현된다 하더라도 심각하지 않은 수준이 될 것이라 생각한다.

**신차(반짝)효과와 정부 정책 지원이 종료와 함께 내수 수요 감소**

YF쏘나타 출시에 따른 수익성 확대 효과는 신차효과로 일어나는 수요인만큼 꾸준히 이어지지는 않을 것이라 생각한다. 이번 YF2.0은 NF쏘나타 이후 5년 만에 나온 쏘나타 시리즈의 신모델이다. 신모델 출시에 있어 5년은 짧은 주기라 할 수 있다. 도요타와 혼다 역시도 5년 만에 신모델을 낼 경우 그 수요가 10% 이상 증가하지는 않았다. 거기에 이번 년도에는 노후차 교체 시 세금을 감해주는 정부의 지원정책과 더불어서 내수시장에서 많은 수요가 있었지만, 정책이 끝나는 내년부터는 내수에 대한 전체적인 수요 역시 올해 보다 줄어들 것으로 생각 된다.



출처: 삼성증권

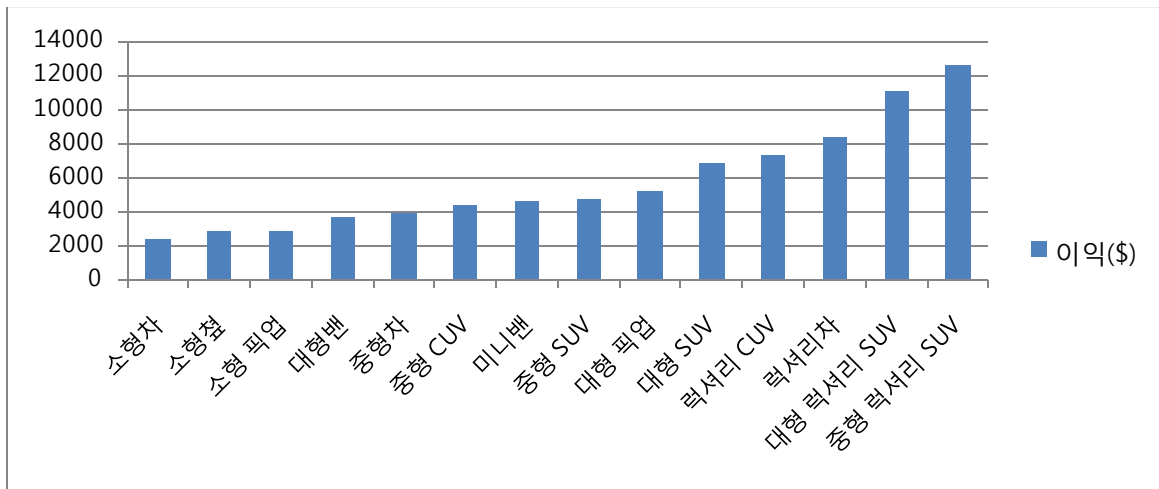
출처: 삼성증권



**수입차에 대한 수요 증가로 인한 매출액 감소**

종합적으로 향후 내수 시장의 예측에 있어서 전체 내수 시장규모의 감소와 수입차들의 적극적인 진출로 인해, 현대자동차의 내수 시장 매출규모에 하락이 있을 것이라 생각된다. 앞서서 수입차 업체의 점유율을 10% 정도로 예측 했는데 현재 점유율 대비 5% 정도 증가한 수준이다. 여기서 현대자동차(기아차포함)의 내수 점유율이 80% 이므로 약 4% 정도는 현대자동차의 점유율에서 가져올 것이라고 생각한다. 거기에 수입업체들의 판매 차량의 대부분이 중형차이거나, 대형차이기 때문에 매출과 영업이익에 대한 감소는 4% 이상이 될 것이라고 생각한다.

그림 26. 자동차 크기 별 이익 수준



출처: UMTRI, WARD's AutoinfoBank and CIR Estimates, LGERI, Research Team 1

### 3. 세계시장의 축소판, 미국

**자동차산업에서 미국 시장이 가지는 함의**

**1. 왜 미국 시장을 살펴보아야 할까**

세계에서 판매되는 자동차는 약 6,500만대 수준이며 이중 25%인 1,600만대가 미국에서 판매되고 있다. 단일 시장으로는 최대규모로 서유럽과 아시아에서의 판매수준과 비슷하다. 하지만 많은 국가들로 구성되어 있는 유럽의 경우 판매망 구축, A/S망 구축을 각 나라별로 해야 되지만, 미국 시장은 단일 시장이기 때문에 판매망 구축, 전략차종 투입, 마케팅 전략 등에서 상대적으로 비용이 저렴하게 소요된다. 또한 세계 시장의 축소판이라고 할 수 있는 미국 시장에서 성공한 완성차 브랜드는 다른 모든 시장에서도 성공할 수 있다는 자신감과 자연스러운 광고효과로 브랜드 이미지가 올라간다고 한다.

그림 27. 지역별 자동차 수요

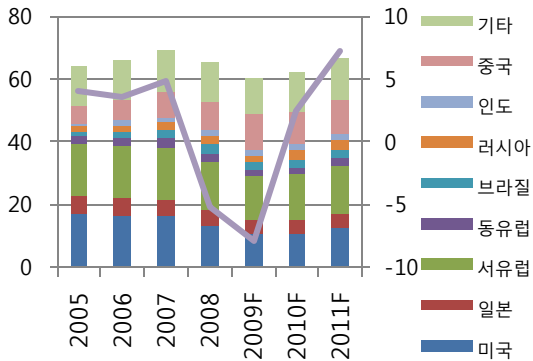
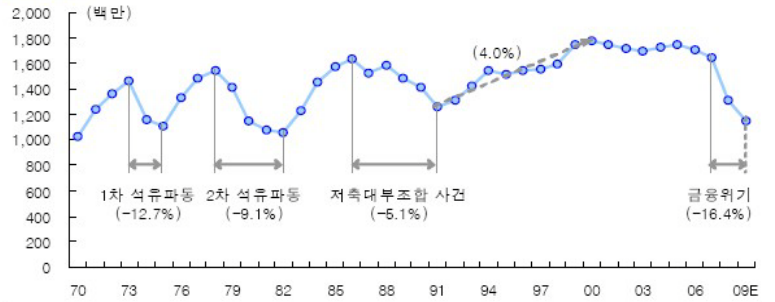


그림 28. 미국 자동차 판매 추이 및 전망



출처: 대우증권리서치센터, Research Team 1

출처: Wards, CSM

**2. 다시 찾아온 미국 자동차 시장의 침체기**

**2005년 이후 감소세이던 미국 자동차 판매 대수는 금융위기 이후 급락하였다.**

미국 내 자동차(light vehicle) 판매는 2005년에 1,699만 대를 정점으로 고유가, 주택경기 침체 등으로 인한 소비심리 위축으로 인해 완만한 감소세를 보여왔다. 2008년 9월 금융위기로 시작된 실물경기 침체는 자동차 수요의 급격한 감소로 이어지면서 이후 판매량은 전년 동기 대비 26.6%, 31.9%, 36.7% 감소하여 1983년 이후 15년 만에 최초로 월 판매 기준 1백만 대에 미치지 못하였다.

**유럽, 일본, 한국업체들은 감소폭은 빅3보다 적었으며, 현재 다시 판매량은 상승세이다.**

일본, 유럽, 한국 등 외국계 자동차 회사들의 미국 시장 판매량 역시 2007년까지 증가세를 보이고 있었으나 금융위기 이후 하락세를 면하지 못하였다. 2008년 11월 말까지의 누적 국가별 자동차 판매실적을 살펴보면, 전년 동기 대비해서 일본업체들은 10.2%, 유럽업체들은 8.8%, 현대기아는 9.3% 감소하였으나, 미국 완성차 업체 빅3(GM, Crysler, Ford)의 -22.5%의 감소율에 비하면 감소폭이 낮은 수준이다. 상위 8개 업체는 2008년 말 ~ 2009년 1월에 판매량 최저점을 기록하고 상승세로 돌아섰다. 이는 미국 정부가 미국의 기동산업인 자동차산업을 보호하기 위해 적극적인 중고차 현금보상 프로그램 벌여 신차수요를 증대시킨 덕분이었다.

**빅3의 위기**

**과거의 침체경험에도 불구하고 대비없던 빅3는 90년대 이후 점점 하락세를 보이고 있었다.**

오랫동안 부실의 경고가 있었던 미국 빅3의 북미시장 점유율은 90년대 80%를 육박하던 수치가 지속적으로 감소세를 보이다 금융위기 이후 50% 이하까지 급락하여 파산위기에 직면했다. 미국 자동차 산업이 하락국면을 맞을 때마다 연비 좋은 소형차를 앞세운 일본 업체들은 시장 점유율을 잠식하였다. 하지만 이러한 과거의 경험에도 불구하고 미국 업체들은 품질 강화보다는 M&A를 통한 규모의 경제 실현에 더욱 집중하였고, 제품경쟁력과 소비자 만족도는 낮아졌다. 이러한 과정은 결국 Toyota에게 세계 1위 자동차 업체 자리를 내주는 결과를 초래하였다.

**고수익성의 대형차만 출시, 고효율 승용차에 대한 수요에 준비되어 있지 않았다.**

미국 시장에서 2000년 이후의 유가는 20~30\$/배럴의 낮은 수준을 유지하고 있었고, 이를 계기로 업체마다 경쟁적으로 수익성이 높은 상용차 출시에 집중하였다. 2004년에는 상용차 판매대수가 승용차를 앞지를 정도로 인기를 얻었다. 전통적으로 소형차보다 트럭분야에서 강점을 가졌던 미국 빅3는 시장평균을 상회하는 65.4%까지 트럭의 판매비중을 늘린 반면, 소형 승용차에 대한 투자는 더욱 소홀히 하였다. 또한 미국 정부가 자국산업 보호정책으로 픽업 트럭의 관세를 25%(일반 차량은 2.5%)로 유지하여 외국 업체들의 진입을 어렵게 만들었고, 미국 빅3는 픽업트럭 및 대형 SUV 생산을 더욱 강화하였다. 하지만 유가가 2004년 이후 연평균 30%씩 올라가자 소비자들의 수요는 승용차로 다시 돌아오기 시작했고, 경기침체가 심화되면서 소형차에 대한 수요는 최근 급증하였다. 그러나 빅3는 이러한 수요변화에 대응할만한 고효율 승용차가 준비되어 있지 않았고 시장점유율은 41%까지 하락하였다.

그림 29. 2008년 미국 자동차 판매비중(단위: %)

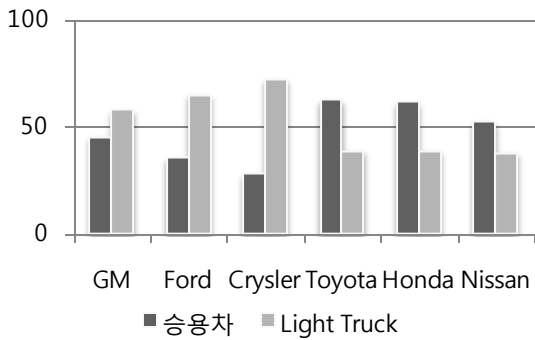
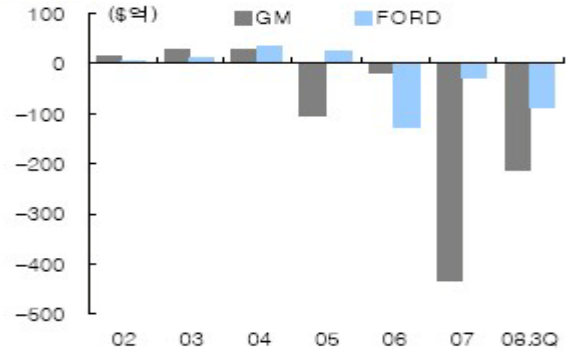


그림 30. GM/Ford 순이익 추이



출처: Automotive news

출처: Datastream

**빅3는 부실한 경영관리와 강경노조로 인해 높은 복지비용을 떠안으면서 파산위기에 직면하였다.**

빅3의 위기는 강경노조와 경영전략 실패의 합작품이라고 할 수 있다. 빅3는 가장 많은 딜러망을 보유하면서도 딜러당 판매대수는 도요타의 1/6수준으로 비효율적인 판매망을 운영하고 있다. 또한 미국 내에서 빅3의 공장 노동자만 노조(UAW)에 가입되어 있으며, 이들의 연금 및 의료보험에 대한 복지비용이 누적되고 퇴직자들까지 범위가 확대되면서 회사의 부담은 급증하였다. 복지비용은 노동비용의 상승을 초래하였고, 이 비용은 소비자에게 전가되어 가격에 비해 낮은 질의 제품이라는 결과를 초래하였다. 판매가 감소하자 이를 극복하기 위해 높은 판촉 인센티브를 제공하면서 경영실적은 더욱 악화되었다. GM은 2004년부터 적자를 기록하여 2008년 3분기 말 기준 누적손실이 770억 달러에 육박하였고, 포드 역시 2006년부터 240억 달러의 누적 손실이 있었다. 크라이슬러는 실적이 공개되지 않았지만, 판매가 부진하긴 마찬가지였다.

포드는 자체적인 구조조정을, GM과 크라이슬러는 파산보호신청 이후 대대적인 사업부 정리 및 구조조정을 시행하였다.

포드는 자체적인 구조조정을 일찍이 시작하여 파산보호를 면하였지만, GM과 크라이슬러는 2008년 12월에 174억 달러의 구제금융을 받았음에도 불구하고 결국 파산보호 신청을 하였다. 크라이슬러는 이탈리아의 Fiat에 우량자산 대부분을 매각하였고 피아트는 크라이슬러가 파산보호에서 벗어난 뒤 경영 정상화를 위해 17억 달러를 추가 투입했다. 지난 6월 1일에 파산보호 신청을 한 GM은 7월 10일 전체 판매의 83%를 차지하는 Chevrolet와 Cadillac, GMC, Buick 등 수익성이 양호한 자산과 사업부 일부만을 인수한 'New GM'으로 공식 출범하였다. 나머지 브랜드들은 모두 올해 안으로 매각하거나 폐기한다는 방침을 밝혔으나, 최근 오펔의 매각은 철수하기로 하였다. GM은 또 6만2000명에 달하는 근로자 수를 내년 말까지 4만 명으로 줄이고 현재 47개인 미국 내 공장 수도 내년 말까지 34개, 오는 2012년 말까지 31개로 단계적으로 축소할 계획이다.

3. 현대자동차의 성장스토리

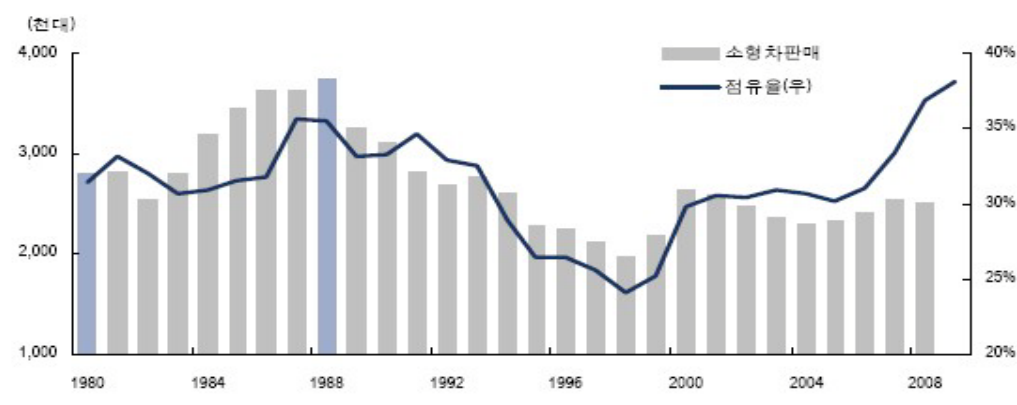
현대자동차는 경기침체기를 거치면서 시장점유율을 지난 8월 4.8%(현대/기아차는 8.0%)까지 끌어올렸다. 아래에서는 이러한 점유율 상승의 이유를 알아보겠다

소비자 니즈의 변화

고효율 소형차 수요로 전환되는 과정에서 현대차는 소형차 중심의 라인업으로 점유율을 높였다.

미국으로 대표되는 선진국 시장에서 약 10년간 이어져 오던 대형승용/SUV/Pickup 판매 강세가 고연비/소형차급/저가격으로 변화하고 있다. 2007년은 고유가로 인해 소비자들이 연비에 대한 부담을 느끼면서 고효율 자동차에 대한 요구가 상대적으로 늘고 있던 상황이었다. 미국 시장 내 소형차급 점유율은 2009년 상반기에 38.1%로 사상 최고치를 기록하였다. 파산 위기를 맞았던 빅3뿐만 아니라 일본업체들, 대부분의 프리미엄 브랜드들이 적자를 기록하는 가운데, 흑자를 기록한 현대/기아차, VW, Fiat, Suzuki 등은 소형차 비중이 높은 라인업을 갖추고 있다는 것이 특징이다. 동사는 미국에서 엘란트라, 엑센트, 소나타를 중심으로 한 중형차와 소형차 라인업(67%의 비중)을 갖추고 있었고, 경쟁사 대비 가격이 낮았기 때문에 소비자 니즈 변화에 유연하게 대처할 수 있었다.

그림 31. 미국 소형차 판매대수와 점유율



출처: Autonews

그림 32. 2008년도 미국시장 자동차 분류별 판매비중 비교

(단위 %)

| Product mix    | GM  | Ford | Chrysler | Toyota | Honda | Nissan | Hyundai |
|----------------|-----|------|----------|--------|-------|--------|---------|
| Small car      | 12  | 10   | 6        | 26     | 30    | 20     | 38      |
| mid-size car   | 24  | 22   | 17       | 27     | 27    | 33     | 29      |
| Large-size car | 2   | 4    | 0        | 0      | 0     | 0      | 4       |
| Luxury car     | 5   | 3    | 5        | 9      | 6     | 9      | 3       |
| Van            | 5   | 6    | 18       | 5      | 9     | 2      | 1       |
| Pickup         | 25  | 28   | 18       | 13     | 2     | 9      | 0       |
| SUV            | 13  | 8    | 26       | 6      | 7     | 10     | 24      |
| Wagon          | 15  | 20   | 10       | 14     | 20    | 17     | 0       |
| total          | 100 | 100  | 100      | 100    | 100   | 100    | 100     |

출처: Autodata, 현대자동차, Research Team 1

**소비자 인식의 변화**

소비자들은 경기침체로 인해 저가격, 소형차에 관심을 갖게 되었다.

경기활황기에 소비자는 브랜드 인지도가 낮은 차를 택하기보다 더 많은 비용을 지불해 서라도 검증된 브랜드를 선택한다. 하지만, 경기침체기에는 인지도가 낮더라도 가격이 저렴한 차를 선택하는 경향을 띤다. 최근의 심각한 경기침체기로 미국 소비자들은 상대적으로 저렴하면서도 서서히 성능이 입증되고 있는 동사의 소형차와 중형차에 관심을 갖게 되었다.

**미국 정부의 노력**

미정부는 신차수요확충을 위해 폐차 보상 프로그램을 실시하였고, 이 과정에서 승용차 구매가 반 이상, 현대차 또한 수혜를 입었다.

지난 7~8월 중에 시행된 중고차 보상 프로그램은 'Cash for Clunkers', 공식 명칭으로는 'Car Allowance Rebate System: CARS'으로 연비가 낮은 대형차를 고연비차로 교환할 경우 연비 향상 여부에 따라 대당 3,500달러~4,500달러의 보조금을 지급하는 것이었다. 총 예산은 30억 달러로 이 프로그램을 통해 총 68만 5천 대가 폐차, 판매되었다. 폐차된 68만 5천대 중 승용차가 16%, 소형상용차가 84%로 소형상용차(RV 및 픽업트럭)가 많았다. 그러나 재 구매된 차량은 승용차가 59%, 소형상용차는 41%였다. 폐차된 소형상용차 중 51%가 RV와 픽업트럭 대신 승용차를 구매한 것이다. 프로그램 기간 동안 인기를 끌었던 모델은 도요타의 Corolla, 하이브리드차 Prius, Camry, 혼다의 Civic, Fit 등으로, 일본업체들이 신차 구매의 41%를 차지하면서 33%대로 떨어졌던 시장점유율을 39%까지 올렸다. 현대의 Elantra도 6위에 오르면서 8월 판매대수는 사상 최고로 6만대를 기록하였다. 반면 빅3는 CARS에서 1~7월 시장점유율에도 못 미치는 성적을 거뒀다.

그림 33. 신차/폐차 판매 수

(단위: 대)

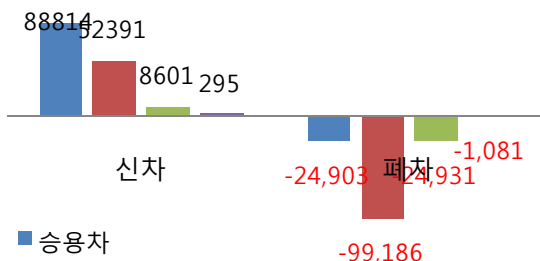


그림 34. 신차구매/폐차 순위

| 신차 구매 순위             | 폐차 순위                         |
|----------------------|-------------------------------|
| 1. Toyota Corolla    | 1. Ford Explorer 4WD          |
| 2. Ford Focus FWD    | 2. Ford F150 Pickup 2WD       |
| 3. Honda Civic       | 3. Jeep Grand Cherokee 4WD    |
| 4. Toyota Prius      | 4. Jeep Cherokee 4WD          |
| 5. Toyota Camry      | 5. Dodge Caravan              |
| 6. Hyundai Elantra   | 6. Ford Explorer 2WD          |
| 7. Ford Escape FWD   | 7. Chevrolet Blazer 4WD       |
| 8. Dodge Caliber     | 8. Ford F150 Pickup 4WD       |
| 9. Honda Fit         | 9. Chevrolet C1500 Pickup 2WD |
| 10. Chevrolet Cobalt | 10. Ford Windstar FWD Van     |

출처: Automotive News, Research Team 1

출처: Automotive News

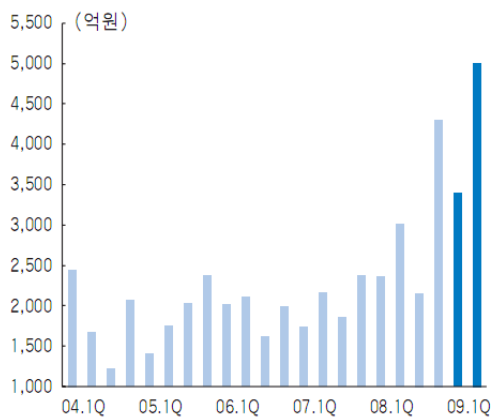
현대자동차 스스로의 노력

- 환율효과와 그에 따른 마케팅 증액

현대차는 고환율을 틈 타 공격적인 마케팅을 펼쳤다.

동사가 성공적으로 미국시장의 점유율을 늘려갈 수 있었던 것은 공격적인 마케팅이 기여한 바가 크다. 이 시기에 원/달러 환율은 1,300-1400원 사이에서 움직였고, 높을 때는 1,600원에 이를 정도였다. 2008년 상반기만 하더라도 900원대 중반에 불과했던 것과 비교하면 크게 상승한 것이고, 따라서 동사는 마케팅에 많은 비용을 집행할 여력이 생겼다. 이에 따라 동사는 '09년 1월에 실직자 보장 및 휘발유 지원 프로그램, 현대 어슈어런스 프로그램, 미식축구 슈퍼볼, 아카데미 시상식 광고를 비롯한 높은 광고비, 산업평균보다 높은 딜러 인센티브 등 공격적인 마케팅을 행하였다.

그림 35. 현대자동차 마케팅비용 추이



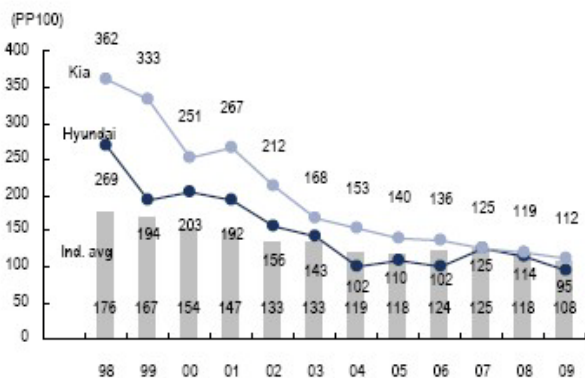
출처: 현대차, 푸르덴셜투자증권

그림 36. 현대자동차 분기매출액 대비 마케팅비율 추이



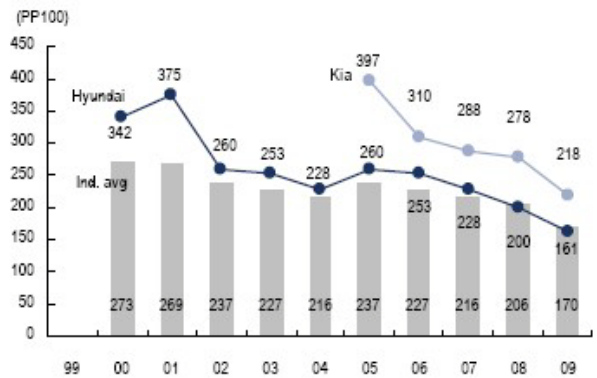
출처: 현대차, 푸르덴셜투자증권

그림 37. 현대/기아차 IQS추이



출처: JD Power

그림 38. 현대/기아차 VDS추이



출처: JD Power

IQS, VDS와 같은 품질 테스트에서 높은 순위를 기록하였고, 제네시스 출시로 브랜드 이미지를 재고하였다.

**- 가격대 성능비를 갖춘 고연비 중소형차**

미국시장진입 초기만 하더라도 동사의 성능은 인정받지 못했다. 2004년에는 JD Power의 초기품질테스트IQS(Initial Quality Study, 90일 이내의 신차 결함조사)에서 102점으로 겨우 산업평균(114점)보다 낮았다(점수가 낮을수록 높은 품질을 의미). 하지만, 2009년 IQS점수는 95점으로 프리미엄 브랜드를 제외하면 1등을 차지했다. 내구품질테스트VDS에서도 역시 2년 연속 산업평균보다 낮은 점수를 받았다. 뿐만 아니라 '08년에 출시한 제네시스는 "2009년 북미 올해의 차"에 선정되며, 동사의 높아진 성능과 고객 만족도를 입증하였을 뿐만 아니라 브랜드 이미지를 제고했다. 이와 같은 성능상의 진보가 있었기 때문에 고유가와 경기침체에 바뀐 소비자의 니즈에 맞춰 시장 점유율을 늘려갈 수 있었다고 할 수 있다.

도요타 역시 경기침체를 틈타 고효율 저가형 승용차로 성장하였다.

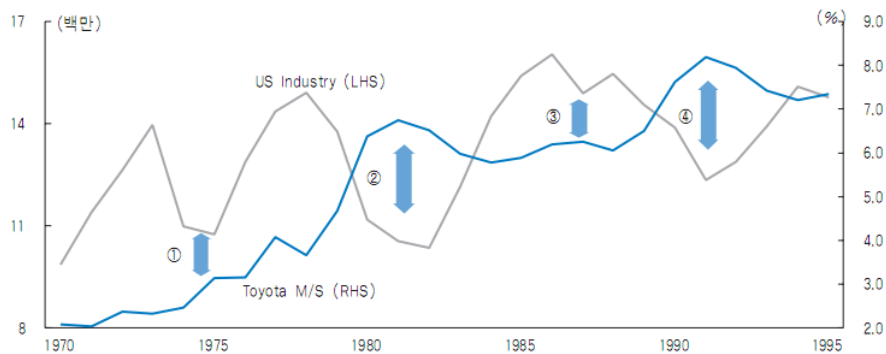
**4. 도요타와 같은 성장경로를 밟고 있는 현대자동차?**

1970-1980년대에 있던 두 차례의 오일쇼크와 1980년대 중 후반에 있던 S&L쇼크(저축대부조합), 그리고 뒤이어 유가폭등을 가져온 걸프전에 이르기까지 경기침체기마다 미국 소비자들의 소비심리가 크게 변화했다. 기존에 값싼 석유를 저연비의 대형차량에 듬뿍 넣던 대다수 소비자들은 경기침체기가 왔을 때, 가격 대비 성능이 좋은 차에 관심을 갖게 된 것이다.

중소형차 라인업과 품질경쟁력, Lexus출시로 인한 브랜드 이미지 개선 등이 도요타의 성공요인이었다.

도요타는 GM, 크라이슬러, 포드로 대표되는 막강한 브랜드파워에 밀려 경기가 좋을 때는 주목 받지 못했지만, 경기침체기에는 소비자들의 주목을 받을 수 있었고 미국 시장 점유율을 늘릴 수 있었다. 그리고 일단 급속히 솟아오른 도요타의 점유율은 떨어질 줄을 몰랐다. 기존의 미국 자동차 시장을 점유하고 있었던 빅3보다 뛰어난 성능의 자동차를 싼 값에 내놓았고, 빅3가 수익성이 낮다는 이유로 소홀히 했던 소형차와 중형차 부분의 시장에 중점을 두었기 때문이다. 또한 처음에는 가격대비 성능이 좋은 차라는 인식에서 구입되었지만, 도요타가 갖고 있는 우수한 품질경쟁력이 바탕이 되었기에 시장에서의 지속적인 성장을 할 수 있었다. 특히 1989년에 최우수한 품질의 렉서스LEXUS의 출시로 도요타라는 브랜드의 이미지 개선에 크게 성공하고, 기존의 미국 Big3사, 그리고 시장에 뛰어드는 후속주자와 차별화된 브랜드 프리미엄을 갖게 되었다.

**그림 39. Toyota 미국시장 점유율 추이**





| Case      | ①           | ②           | ③           | ④           |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 시기        | 1차 오일쇼크     | 2차 오일쇼크     | S&L crisis  | 걸프전         |
| 미국시장수요    | ↓ 23%       | ↓ 31%       | ↓ 7%        | ↓ 20%       |
| MS 변화     | 2.3% → 3.1% | 3.7% → 6.7% | 5.8% → 6.3% | 6.1% → 8.2% |
| 단기 점유율 정점 | 1975        | 1981        | 1987        | 1991        |

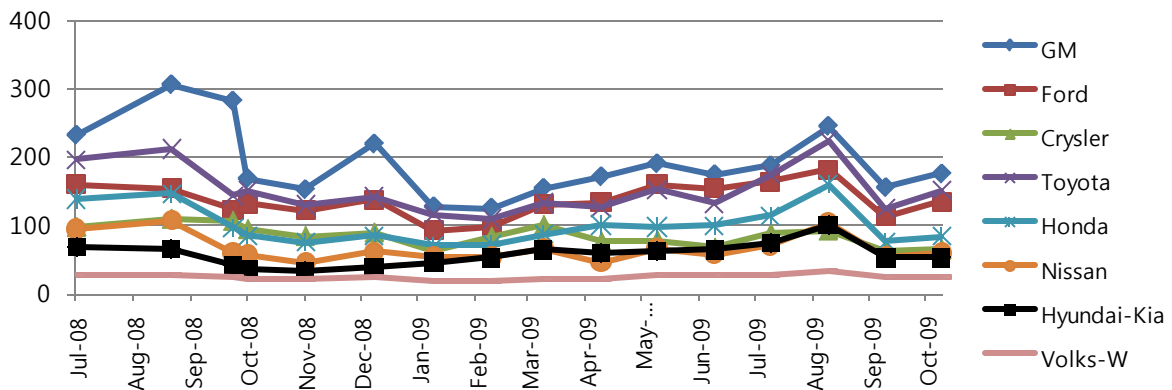
출처: 푸르덴셜투자증권

5. 도요타처럼 성장할 수 없는 이유

- 빅3의 희생, 그리고 더욱 치열한 경쟁

그림 40. 메이커별 월별 판매 대수 추이

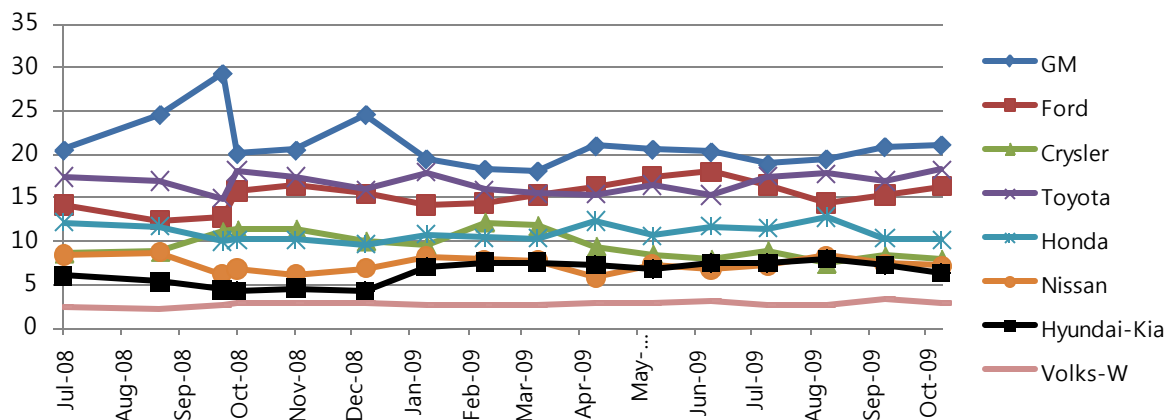
(단위: 천 대)



출처: Automotive News

그림 41. 메이커별 월별 시장점유율 추이

(단위: %)



출처: Automotive News, Research Team 1

지난 10월 현대/기아 차의 점유율은 하락, GM, 포드, 일본업체들의 회복세가 두드러졌다.

10월 자동차 판매는 정부보조금 정책이 종료되었음에도 전년동월대비 0.2% 증가한 83.6만대를 기록하였고, 계절조정 연환산 판매대수(SAAR)는 9월 919만대에 비해 1,043만대로 12% 증가하여 회복하는 모습을 보였다. 고유가로 억제되어있던 Light Truck부문의 수요에 있어 인센티브가 대당 5,000달러를 넘어선 것이 중대한 영향을 미쳤다. 픽업 트럭에 강점을 가지고 있는 GM과 포드가 회복세를 보여 빅3의 희생이 조짐이 보이고 있다. 또한 프리미엄급 세단의 경우에도 인센티브가 확대되어 일본 업체들의 판매회복세가 좋았다. 동사는 전년 동월 대비 49%, 기아자동차도 45.3% 증가한 판매량을 보였

으나, 지난 8월에 8%(현대차 4.8%, 기아차 3.2%)에 육박했던 점유율은 2개월째 하락하여 6.4%(현대차 3.7%, 기아차 2.7%)에 그쳤다.

**자체구조조정으로 회생한 포드는 생산라인을 소형차 중심으로 변경할 계획이다.**

빅3 중 유일하게 파산보호신청을 하지 않았던 포드는 10월 판매대수가 전년 동월 대비 3% 밖에 증가하지 않았으나, 판매대수가 최저였던 지난 1월에 비하면 45%나 증가하였고, 중고차 현금 보상 프로그램 기간이었던 8월에는 1월 대비 95%나 증가한 판매량을 기록하였다. 포드는 소형차 라인업 확충을 위해 소형상용차 중심으로 생산을 해 오던 미시간 주 공장을 소형차 생산라인으로 교체하였다. 픽업 트럭 전용공장이었던 멕시코 공장 역시 소형차 전용 생산이 가능한 라인으로 변경 중이며, 조만간 켄터키 공장도 소형상용에서 소형차 중심 라인으로 전환할 예정이다. 또한 연간 \$15억 달러 수준의 마케팅비용을 4분기에는 15-20%증액하여 신차에 대한 관심을 유도할 계획이다.

**파산보호 이후 회복세를 보이고 있는 GM은 공격적인 마케팅활동을 펼치고 있다.**

최근 회복세를 보이고 있는 GM은 박차를 가하여 대대적인 마케팅 전략을 펴기 시작했다. 대표적으로 '60 Day Satisfaction Guarantee'라고 하여 시보레, 뷰익 GMC, 캐딜락 브랜드 고객의 경우 구매 후 4천 마일이 넘지 않는 한 60일 이내에는 전액 환불을 보장해주는 제도를 도입하였다. 또 GM 모델의 경쟁력을 고객들에게 인식시키기 위해 렉서스, 혼다 등 일본 업체들의 동급 경쟁차종과의 과감한 비교 광고도 내놓고 있다. 공격적인 마케팅과 더불어 GM은 중고차 보상 프로그램 기간 동안 줄어든 재고 확충과 공장 및 생산라인 정리를 동시에 하기 위해서 Kansas주의 Fairfax, Michigan주의 Delta Township, Indiana주의 fort Wayne 공장을 내년부터 24시간 풀가동시킬 계획이다.

**피아트와의 연합으로 크라이슬러 역시 점진적인 회복세를 보이고 있다.**

빅3 중 최악의 상태를 직면하고 있던 크라이슬러도 파산보호 신청 이후 강도 높은 구조조정을 단행하고 피아트와 공동구매 방식을 통해 비용을 감축시키면서 지난 9월에 영업이익 기준으로 흑자를 기록했다. 또한 산하 3개 브랜드(크라이슬러, 지프, 닷지)의 2009년형 모델에 대해 최대 4천500달러의 인센티브나 72개월의 무이자 할부를 내놨다. 또한 꾸준히 피아트와 공동구매 방식을 통해 비용을 줄여, 2014년까지 29억 달러를 절감할 계획이다.

**도요타는 북미 사업을 재조정하고 마케팅비용을 증액하였다.**

사상 최악의 적자를 낸 도요타는 고위 임원 40%를 물갈이하고 북미 사업을 재조정하는 등 대대적인 경영 쇄신에 돌입하는 한편 연내 비정규직 및 정규직 직원에 대한 감원도 단행할 계획이다. 상품전략측면에서도 일본업체들은 승용차위주의 라인업을 확장하고, 인센티브, 딜러 광고 지원 등 공격적 마케팅에 동참할 예정이다.

**유럽업체들은 미국 소형차 시장에 적극적으로 가담하고자 하고 있다.**

또한 미국 시장의 소형차 수요 증대에 있어서는 이전부터 소형차 분야에서 경쟁력을 보유하고 있던 유럽업체들도 적극적으로 가담할 움직임을 보이고 있다. 그간 Fiat와 Maserati, Ferrari 등으로 프리미엄 스포츠카 시장에서 우위를 점해온 피아트는 크라이슬러 인수로 소형차와 대형차 시장에서도 세력 확장을 꾀하고 있다. Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini 등 9개의 브랜드를 거느리는 폭스바겐그룹은 소형차부터 럭셔리급, 상용차까지 고른 라인업을 보이고 있다. 그리고 2010년 완공하는 미국 Tennessee주 공장에서도

는 고연비 차량 위주로 생산라인업을 구성할 예정이다.

그림 42. 업체별 향후 제품전략

|             |             | Toyota | Honda | Nissan | GM | Crysler | Ford | VW | BMW | Benz | Hyundai |
|-------------|-------------|--------|-------|--------|----|---------|------|----|-----|------|---------|
| 2009        | 승용차         | 4      | 3     | 3      | 1  | 0       | 0    | 3  | 1   | 0    | 2       |
|             | Light truck | 2      | 2     | 2      | 3  | 1       | 2    | 3  | 1   | 0    | 1       |
| 2010        | 승용차         | 5      | 1     | 5      | 3  | 0       | 1    | 5  | 4   | 2    | 2       |
|             | Light truck | 3      | 1     | 2      | 6  | 3       | 3    | 0  | 0   | 1    | 3       |
| 2011        | 승용차         | 3      | 0     | 1      | 11 | 1       | 1    | 2  | 1   | 1    | 5       |
|             | Light truck | 1      | 2     | 4      | 2  | 2       | 0    | 2  | 3   | 0    | 1       |
| 2012        | 승용차         | 1      | 0     | 1      | 4  | 5       | 2    | 1  | 3   | 0    | 0       |
|             | Light truck | 1      | 1     | 1      | 1  | 1       | 0    | 0  | 0   | 1    | 0       |
| 09-12 Total | 승용차         | 13     | 4     | 10     | 19 | 6       | 4    | 11 | 9   | 3    | 9       |
|             | Light truck | 7      | 5     | 9      | 12 | 7       | 5    | 5  | 4   | 2    | 5       |

출처: Autodata, Goldman Sachs Research

**도요타가 미국 시장에 진출할 때와는 달리 빠른 빅3의 대처, 확고한 일본3사, 유럽업체들의 합종연횡 등으로 현대차는 성장세를 지속하기 어려울 것으로 보인다.**

이전의 침체기 때마다 성장세를 올린 도요타와는 조금 판세가 달라졌다는 것을 볼 수 있다. 일본업체들이 미국 시장으로 진출할 당시에는 빅3와의 경쟁이었지만, 30년이 지난 지금 일본업체들은 1/3이상의 시장점유율을 확고히 유지하고 있고, 선진업체들의 합종연횡이 이루어지고 있다. 또한 동사의 시장점유율을 확대하도록 해준 소형차 라인업의 경쟁은 더욱 치열해졌다. 파산위기까지 내몰리면서 대대적인 다이어트를 감행한 빅3 역시 이전의 실수를 반복하지 않기 위해 고연비 승용차 생산을 강화하고 있다. 반면, 동사는 Tucson IX, Sonata YF 출시를 앞두고 있어 중대형차급으로 관심을 돌리고 있는 모습을 보여주고 있다. 투싼의 경우 2005년 이후 모델이 노후화되면서 지속적으로 판매량이 감소하고 있었기 때문에 신모델 출시 이후 단기적인 판매량 급증이 기대된다. YF쏘나타 역시 미국에서 동사의 모델 중 가장 잘 팔리고 있는 모델이고, 이전 모델보다 성능의 향상이 눈에 띄므로 NF의 판매량을 충분히 대체하고도 남을 것이다. 그러나 중대형차 부문에서는 아직 미국 소비자들에 대한 인식이 크게 개선되지 않은 가운데 성급하게 중대형차 부문으로 역량을 모아가는 것은 소형차로 힘들게 얻은 시장점유율을 다시 내어주는 결과를 초래할 것이다. 이에 고연비 중소형차 라인업을 보다 확충하여 출시하는 것이 급선무라고 생각된다.

**현대차의 시장점유율은 경기침체기 이전으로 돌아갈 듯 하다.**

기존에 동사가 집중하고 있는 라인업 내에서 경쟁이 치열해지고, 새로운 라인업으로의 확장 또는 미국현지 생산확장 계획이 없는 것으로 판단할 때, 동사의 향후 미국 시장 점유율은 경기침체기 이전 상태로 돌아가거나 조금 높은 수준일 것이라 예상된다.

**- 친환경차 시장에 대한 미흡한 대처**

**미국 하이브리드카 시장의 확대, 강력한 정책에도 불구하고 이에 대한 대처가 늦었다.**

오바마 미국 대통령이 자동차 연비 규제 강화책을 발표하면서 고연비 자동차 출시경쟁 뿐만 아니라, 하이브리드카와 클린 디젤차, 전기차 등 친환경차 경쟁이 본격화되고 있다. 미국 하이브리드카 시장은 지난 2000년 도요타가 Prius를 내놓으면서 본격적으로 열리기 시작했으며 이후 혼다 Civic, 포드 Escape, 도요타 Highlander, Camry 등이 잇달아 출시되면서 크게 확대되었다. 미국 하이브리드카 시장은 2007년까지 고성장을 거듭해오다 2008년에 금융위기의 영향으로 마이너스성장을 했다. 하지만 시장점유율은 2.4%로 07년에 비해 0.2% 상승했다. 그러다 올해 들어 유가 상승, 중고차 보상 프로그램의 영향으로 회복세로 돌아섰다. 현대자동차는 이제야 하이브리드카 양산체제를 도입한 수

준에 불과하다. 선진 업체들의 친환경차들과 경쟁에서 우위를 점하기는 어려울 것이기 때문에, 증대되는 하이브리드카 시장에서 큰 성장을 보이지는 못할 것으로 전망된다.

**- 환율 하락**

**2010년 환율은 1,100 원대 정도로 예상되어, 공격적인 마케팅을 지속할 수 없을 것이다.**

1,300원 ~ 1,400원을 넘나들던 환율 덕분에 동사는 마케팅 여력이 확대되어 공격적인 시장 점유율 확대에 나설 수 있었다. 하지만 2010년은 다르다. 국내외 기관들의 2010년 환율예측에 따르면 1,100원대에서 어느 정도 컨센서스가 형성된 것으로 보아 동사가 경쟁업체에 비해 유리한 조건으로 공격적인 마케팅을 지속해나갈 수 없다는 것을 알 수 있다. 이는 곧 동사의 시장점유율 성장과 상대적으로 높은 가동률을 유지해나갈 수 있게 해준 요인이 줄어들어 줄어드는 것을 의미한다.

**그림 43. 주요 국내외 기관의 2010년 환율예측**

|                | 해외    |       |       | 국내    |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|                | 볼로버그  | 도이치뱅크 | HSBC  | KDI   | SERI   | LGERI  |
| <b>발표일자</b>    | 8월17일 | 8월 5일 | 8월14일 | 9월 8일 | 9월 25일 | 9월 21일 |
| <b>09년 4분기</b> | 1200원 | 1200원 | 1200원 | -     | -      | -      |
| <b>10년 연간</b>  | 1100원 | 1100원 | 1200원 | 1054원 | 1130원  | 1140원  |

출처: Research 1 Team

**- 앞당겨진 자동차 수요**

**올해 하반기에 보였던 회복세는 교체수요를 앞당긴 것으로 2010년 자동차 수요는 소폭 상승할 것으로 전망된다.**

과거 1970-80년대에 경기침체 후, 자동차 시장의 수요가 크게 늘어났었다. 1980년대 초반의 2차 오일쇼크 이후 기간에는 약 3년의 기간 동안 미국 자동차 시장이 3백 만대 이상 확대되었다. 하지만 2010년과 이후의 미국시장이 전처럼 성장할 것이라 예상하기는 힘들다. 미국정부는 구매세 공제, 노후차량교체 지원금과 같은 재정정책을 이용해 전후방 산업의 연과 효과가 큰 자동차시장의 수요를 진작시켰는데, 이 때 생겨난 수요는 올해의 수요라기 보다는 내년의 수요를 미리 앞당긴 것이라 볼 수 있기 때문이다. 이 때문에 예상과 달리 2009년의 자동차 시장이 차갑게 냉각되지 않았다. 따라서 2010년의 자동차 수요는 1980년대에 경기회복과 동행했던 과거를 반복할 것이라 예상할 수 없다. 오히려 신차수요보다는 교체수요에 크게 의존하고 있는 미국시장은 소폭상승에 그칠 것이라 생각된다. 미국시장이라는 상징성 때문에 완성차 업체들은 결코 이 시장을 포기할 수 없기에 경쟁의 강도는 약해질 수 없다. 하지만 시장의 회복폭이 과거의 경제침체기 이후만큼이지 않다면, 동사의 점유율과 수익성을 밝게 볼 수 없을 것이다.

## 4. 무슨 산업이든 괴물시장, 중국

### 1. 자동차 시장도 괴물

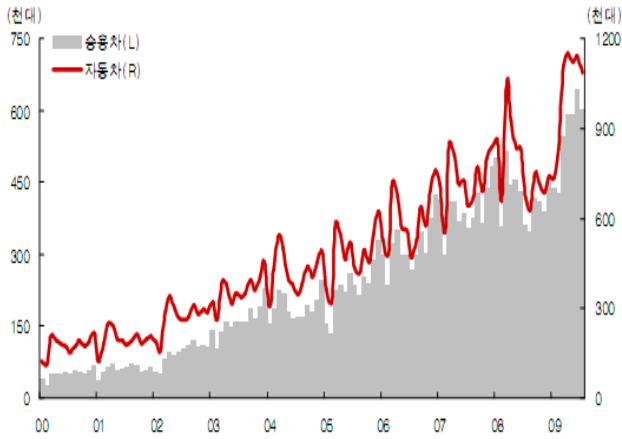
세계경쟁의 승부처로  
떠오른 중국시장

역시 중국이다. 거의 모든 부분에서 전세계의 이목을 집중시키고 있는 중국시장은 자동차 시장에서도 세계경쟁의 승부처로 떠오르고 있다. 중국 완성차 판매는 2002년부터 폭발적으로 성장했으며, 2009년 1~8월에는 세계적 침체에도 불구하고 492만대(37.7%, yoy)로 주요 자동차 시장 중 가장 큰 폭의 성장세를 기록했다. 이렇게 성장할 수 있었던 이유는 무엇일까? 우선 중국이 무섭게 성장하는 시장이라는 데에는 이견이 없을 것이다. 이러한 상황에서 자동차 구매 시 할부금융 비중이 10% 이내로 낮아 연초 금융시장 충격의 부정적 영향이 제한적이었다. 이에 더해 정부의 소형차에 대한 자동차 수요 진작책이 뒷받침 되었기 때문에 올해 상반기 큰 폭의 성장을 이룰 수 있었던 것이다. 이에 따라 2009년 예상 판매량은 1,000만대 정도로 조만간 미국시장을 제치고 국가별 완성차 판매 1위 시장으로 도약할 것으로 예상된다. 그러면 이러한 높은 성장세는 과연 지속될 수 있을까?

현재 중국정부가 소형  
차 수요 진작책을 시  
행하고 있으며  
Motorization 지역이  
지속적으로 확산되고  
있다.

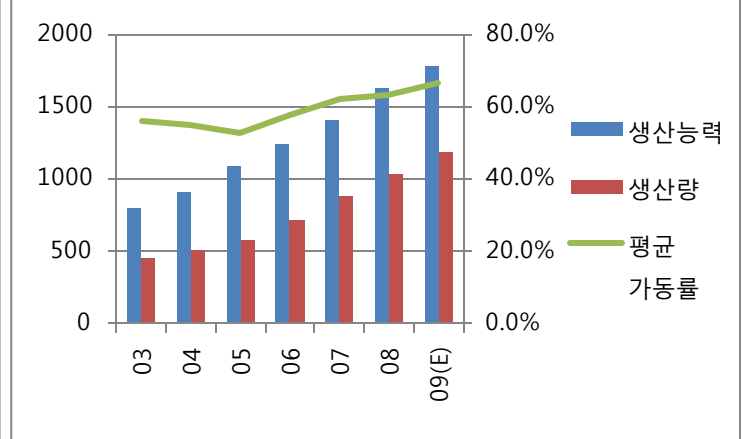
현재 중국 정부는 두 개의 소형차 수요 진작책을 시행하고 있다. 첫 번째는 배기량 1,600cc 미만의 소형 자동차 구매세를 10%에서 5%로 인하하는 것으로 약 5000위엔 정도의 절감 효과가 있다. 두 번째는 소형 차량으로 교체하는 농민에게 차량 가격의 10%를 보조해주는 것이다. 이는 각각 2009년 1월과 3월에 시행하였는데 그 시행 기간이 2009년 말까지이다. 그러나 원자바오총리도 몇 번 언급한 적이 있는 바와 같이 중국 정부가 수요 기반을 공고히 하기 위한 전략으로 2010년까지 구매세 인하를 유지할 것이라 예상되기 때문에 그 부정적 영향이 제한적이라 생각된다. (중국 로컬 3사-상하이 자동차, 장안자동차, 길리자동차 IR 공통의견) 이런 상황에서 중국 자동차 시장이 주목을 받는 또 하나의 중요한 이유는 Motorization 지역의 확산이 지속된다는 점이다. Motorization이란 간단히 말해 자동차대중화를 뜻하는 말로, 중국은 이 Motorization이 본격화되고 있는 시장이다. 이에 따라 현재 6만km 수준에 불과한 자동차 도로화가 2015년에는 10만km 이상으로 확대될 것이며(현재 미국이 9만km), 수요층도 본래의 수요층이었던 1급~2급 시장(도시)에서 3급~4급 시장(상대적 시골)으로 확대될 것 있다. 결론적으로 올해 경기부양 효과가 컸다고는 하나, 앞의 이유로 인해 장기적으로 중국이 성장 시장이라는 점이 분명하기 때문에 중국시장은 앞으로도 꾸준한 성장을 할 것으로 예상된다.

그림 44. 중국 자동차 및 승용차 판매 추이 (단위: 천대)



출처: CEIC, 대우증권, Research Team 1

그림 45. 중국 자동차 생산능력, 생산량, 가동률 (단위: 만대)



출처: Fourin, 대신증권, Research Team 1

**중국 로컬 업체들의 특징은 자동화 비율이 낮다는 점**

**2. 괴물시장의 특징**

중국은 자동차 수요가 증가하는 것만큼 생산능력 또한 폭발적으로 증가하고 있다. 2005년에 이미 1,000만대의 생산능력을 확보하였으며 2010년에는 2,000만대를 넘을 것으로 예상된다. 반면 가동률은 60% 내외이다. 이렇게 낮은 가동률은 시설의 노후화나 퇴출 직전의 로컬 업체들의 시설 등의 이유도 있지만 중국 로컬 업체들의 가동률이 낮은 이유도 있다. 중국 로컬 업체에 대해 살펴보면, 우선 가동률은 60~70% 정도로 글로벌 완성차메이커(80%)들에 비해 낮은 상황이다. 이는 설비투자에 의한 자동화 비율이 낮은 중국 자동차 업체의 특성 때문이다. 자동화 비율은 20~30% 수준으로 인건비 중 고정비가 차지하는 비중이 극히 낮다. 따라서 BEP 생산량이 5만대 수준으로 매우 낮은 편이다. 이런 이유로 보통 글로벌 메이커의 경우 30만대 신축 시 3~4년 소요되지만 중국 업체의 경우 단순 설비에 투자하고 나머지는 고용만으로 생산설비 증설이 가능하다. 이는 모델 수를 늘리는 것에 대한 부담이 낮다는 것을 의미한다.

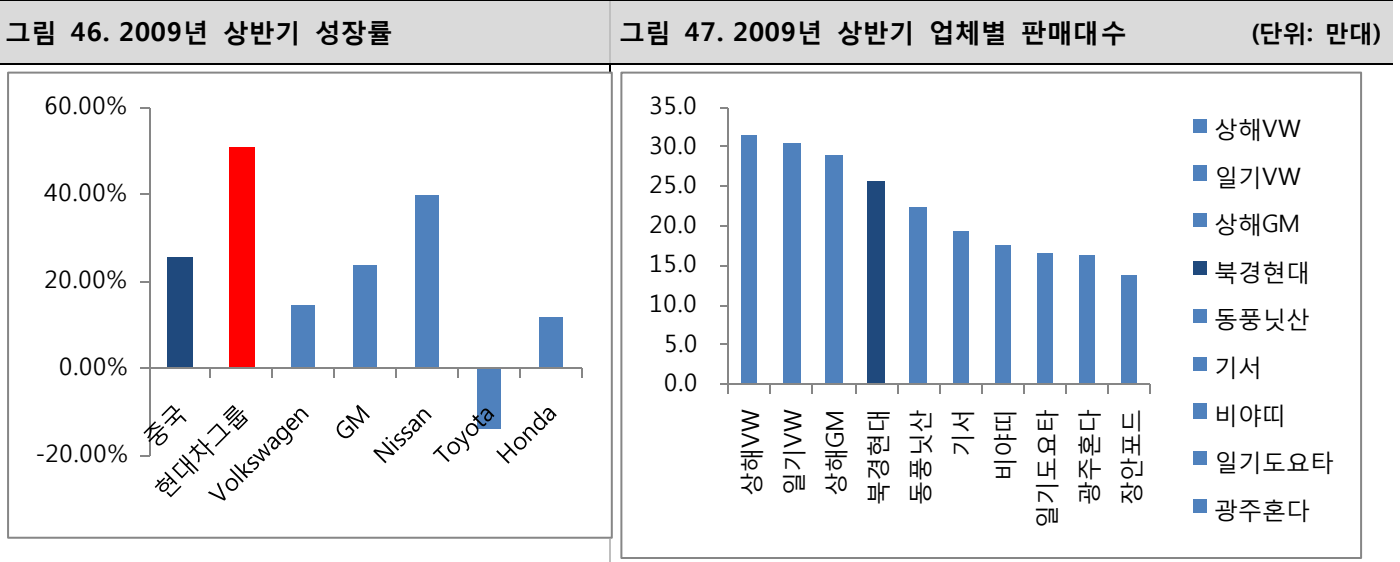
**현대차그룹의 2009년 상반기 성장률은 업계 최고인 51%**

**3. 중국 내 현대자동차의 위치는?**

중국 자동차 시장은 JV(Joint Venture)로 활발하다. 많은 글로벌 기업들이 중국 현지 기업과 JV를 통해 중국에 진출하고 있다. 현대자동차도 베이징자동차산업지주회사와 합자하여 2002년 10월 베이징현대자동차를 설립한 이후 공격적으로 중국 시장을 공략하였다. 이후 동풍열달기아, 화태현대를 설립한 현대는 올해 들어 글로벌메이커 기준으로 중국시장의 오랜 강자인 GM(상해GM, GM오릉)을 제치고 중국 자동차시장 2위권 메이커로 올라섰다. 현대차그룹은 상반기에 36.9만대를 판매, 10.4%의 점유율을 기록하였다. 이렇듯 중국에서 빠르게 성장중인 현대차그룹의 상반기 성장률은 51.0%로 업계 최고이다.

**북경현대는 높은 성장률을 보이며 일본 업체들을 제치고 4위에 올랐다.**

JV 기준으로 보아도 북경현대의 성장은 놀랍다. 2008년 연간 기준으로 7위였던 북경현대는 강력한 성장세를 보여주며, 부진을 면치 못하고 있는 일본 업체들을 제치고 4위에 올랐다. 중국에서 현대자동차의 시장지배력이 빠르게 확대되고 있는 것이다. 북경현대에는 30만대의 생산량을 갖춘 제 1공장에 이어 2008년 20만대의 생산량을 갖춘 제 2공장을 확충하였으며, 시장 내 성장에 힘입어 최근 공장 증설작업에 들어가 내년 2월이면 연간 생산능력이 60만대로 현재보다 10만대 늘어난다. 이런 공장 증설과 판매량 증가에 따라 지분법 이익 또한 크게 증가했다.



출처: Research Team 1

출처: 각 사, 푸르덴셜투자증권, Research Team 1

**현대자동차의 성공 요인은 지리적, 문화적 이점과 베이징을 기반으로 한 높은 수요층, 합작회사의 정치적 영향력**

중국시장에서는 중국에 진출한 회사 가운데 가장 공격적인 업체로 현대자동차를 꼽는다. 그리고 현대자동차는 놀라운 성과를 거뒀다. 중국에 JV를 통해 사업을 시작한지 1년 만에 미국의 GM이 5년이 걸린 10억 달러의 매출을 올린 것이다. 이렇게 중국시장에서 현대자동차가 성공할 수 있었던 이유는 무엇일까? 우선은 한국이 중국과 지리적으로 가깝고 문화적으로 유사하다는 점을 꼽을 수 있다. 특히 현대에 부품을 납품하는 한국의 주요업체들 모두가 베이징 인근에 공장을 건립하여 경쟁사들보다 효과적으로 공급 연결망을 구성할 수 있었다. 그리고 1,400만 소비자가 있는 베이징을 근거로 하는 대규모 외국 자동차업체는 현대밖에 없다. 특히 현대자동차와 JV를 한 베이징자동차산업주회사는 중국의 지배 엘리트 계층과의 커넥션으로 잘 알려져 있다. 성장 발판이 되었던 베이징 등에서의 택시용 승용차 채택도 베이징자동차의 영향력이 없진 않았을 것이다. 이런 이유 등으로 북경현대에는 소형차 부문에서 탄탄히 기반을 다지고 있었고, 이러한 상황에서 소형차 지원 정책 등 호재가 함께 하며 큰 폭의 성장을 달성할 수 있었다.



그림 48. 2008년 상반기/2009년 상반기 업체별 시장점유율

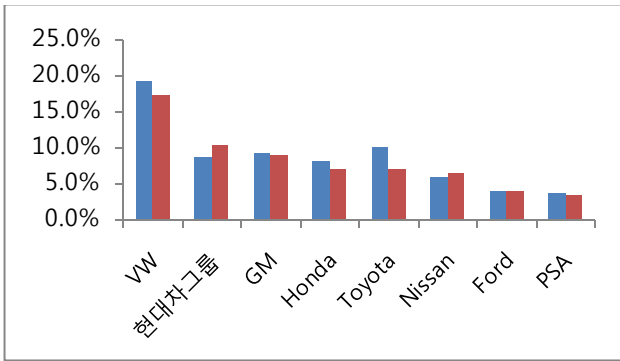


그림 49. 2008년 상반기/2009년 상반기 북경현대 지분법이익

(단위: 십억원)

|        | 1~9 '08 | 1~9 '09 | YoY(%)  |
|--------|---------|---------|---------|
| 지분법 이익 | 48.2    | 225.0   | +367.1% |
| 지분율    | 50%     | 50%     | -       |

• 주) 1~9 '09년은 감사전 숫자임

출처: 각 사, 푸르덴셜투자증권, Research Team 1

출처: 현대자동차

4. 현대자동차는 만리장성을 넘을 것인가?

- 기존의 강자, 소형차

현재 강점인 소형차 부문은 정치적 수혜와 상품성, 가격경쟁력으로 성장세를 유지할 전망이다

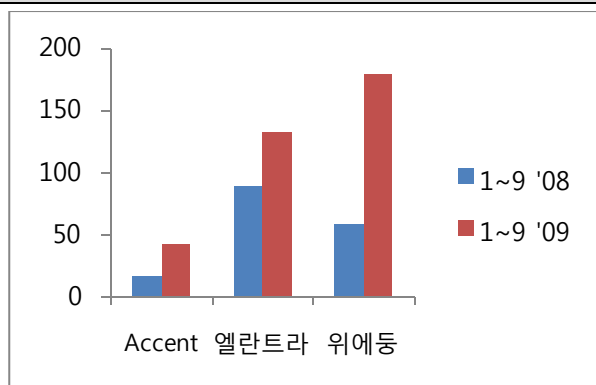
최근 중국 시장은 대도시에서 중서부 중소도시 지역을 중심으로 자동차 대중화가 진행되고 있는데다 정부의 자동차 수요 진작책이 1,600cc 이하 소형 차량에 집중되면서 소형차 시장이 확대되고 있다. 현재 현대자동차는 이 소형차 부문에서 확실한 강자이다. 제일 인기 모델은 아반떼HD의 중국 모델인 위에등으로 2009년 중국 승용차 판매 순위 2위이다. 이에 더해 구형모델인 아반떼XD의 중국 모델인 엘란트라 또한 판매 호조를 보이고 있어 이 두 차종이 매출의 대부분을 차지하고 있다. 엘란트라는 판매순위 6위이다. 이런 상승세로 북경현대는 지난 8월 월간 최대 판매량인 5만 713대를 기록했는데 한 달만인 9월에 6만 870대로 다시 한번 새로운 기록을 세웠다. 위에등은 경쟁 차종과의 가격 경쟁력에서도 우위를 점하는데다 현지인들에게 품질에 대한 평가도 좋다. 실제로 중국질량협회에서 발표하는 '2009 고객만족도조사'에서 현대자동차의 위에등, 투싼이 기아차인 세라토, 포르테와 함께 차급별 1위에 올랐다. 이 조사는 중국 주요 28개 도시 도객들에게 차량성능, 연비를 포함한 품질 만족도 및 서비스에 이르는 종합적인 평가로서 중국 소비자들의 구매에 큰 영향력을 끼치는 권위 있는 평가이다. 이렇듯 현대자동차는 상품성과 가격경쟁력을 기반으로 소형차 부문에서 현재의 성장세를 유지할 것이라 생각된다.

그림 50. 중국 승용차 판매순위(2009년 상반기)

|    |                    |
|----|--------------------|
| 1  | BYD F3             |
| 2  | 현대 위에등 (아반떼 HD)    |
| 3  | 뷰익 Excelle         |
| 4  | Volkswagen Jetta   |
| 5  | Volkswagen Santana |
| 6  | 현대 엘란트라 (아반떼 XD)   |
| 7  | 혼다 여코드             |
| 8  | 치루이 QQ             |
| 9  | 도요타 Corolla        |
| 10 | 도요타 캠리             |

그림 51. 북경현대 C-segment 모델별 판매량

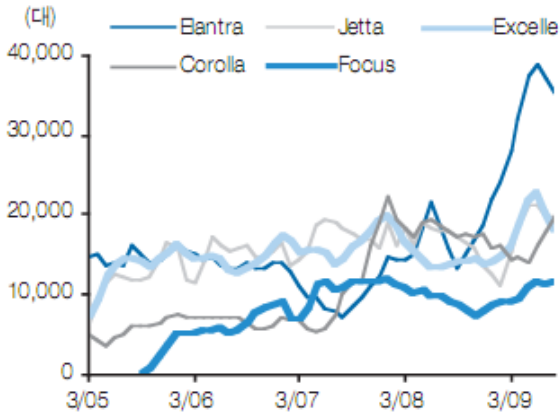
(단위: 천대)



출처: SBS, Research Team 1

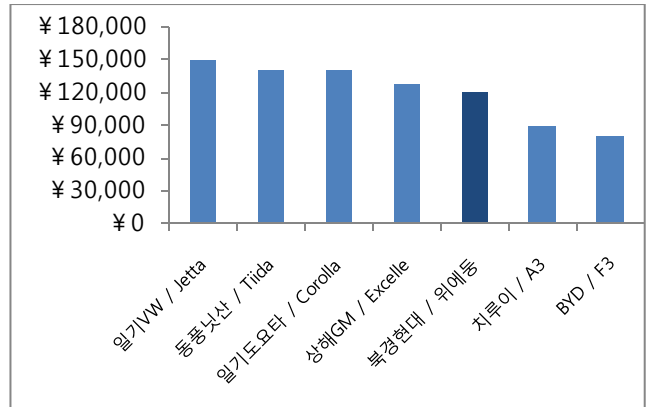
출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 552. C-segment 내 엘란트라 판매현황



출처: 현대증권

그림 53. 위예등 경쟁차종 가격 비교



출처: Research Team 1

**- 이제는 내륙이다**

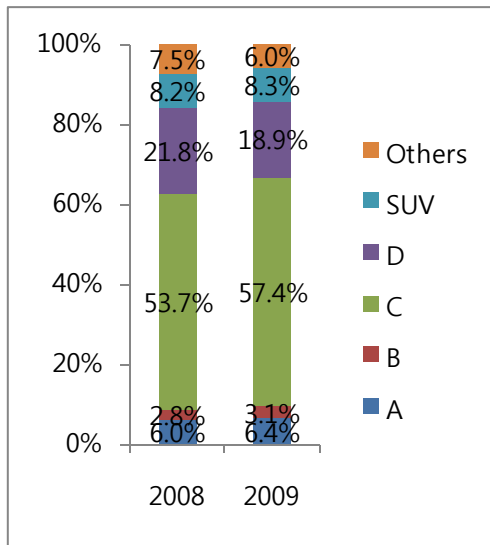
**딜러망의 충분한 확보가 성장을 견인**

현대자동차가 중국에서 성장할 수 있었던 이유 중의 하나가 딜러망이다. 북경, 상해, 광둥, 심천 등 1급 대도시 외에 각급 성도와 중소도시 등 2, 3급 시장 개척에 주력하고 위성 딜러망을 개척해 내륙 수요를 이끌어 낸 것이 주요했던 것이다. 북경현대의 경우 생산 거점인 화북지역에 충분한 수의 딜러망을 확보한 뒤, 원래 자동차 중심지인 상해 부근 연안 지역에 판매망을 확보하려 했었다. 그러나 대리점 하나 개설에 50억 원 이상 들어가자 내륙으로 전략을 수정했다. 이런 전략에 따라 북경현대는 난징, 우한, 쑤저우, 청두 등 중소 도시의 영업을 강화했다. 2008년에만 38개 중소 도시에 진출했고, 올해에도 30개 이상 중소 도시에 딜러망을 구축하고 있다. 내륙은 자동차 보급의 불모지로 도로망이 낙후되어 있어 상대적으로 다른 업체들의 관심이 없었다. 특히 이 지역은 소득이 적어 이익이 많이 나는 중대형차보다 소형차 수요가 상대적으로 크다. 현대자동차는 이러한 전략 수정과 때맞춰 나온 정부의 소형차 수요 진작책이 맞아 떨어져 높은 성장을 이룩할 수 있었다.

**내륙지역의 적극적인 수요 개척으로 앞으로 더 유리한 고지를 차지할 것이다**

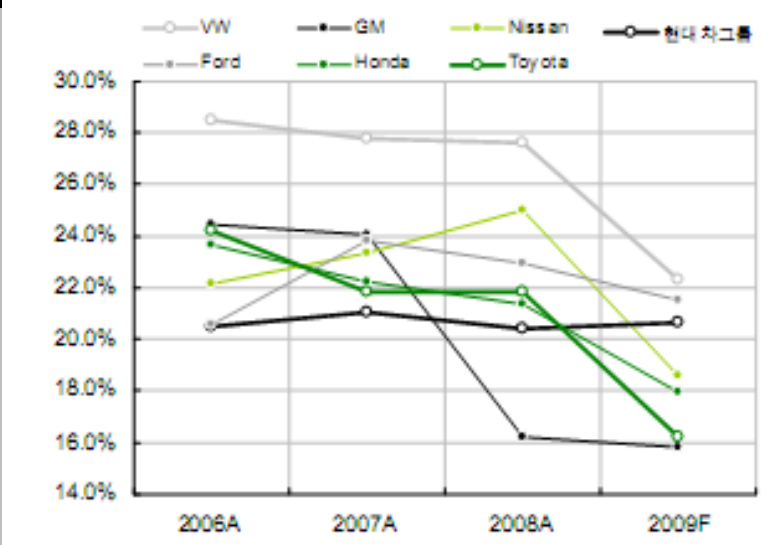
지난 2001~2007년 동안 중국 자동차 산업의 수요를 견인한 것은 분명 1급 시장과 2급 시장이지만 이제는 점차 내륙지역에 해당하는 3급 시장과 4급 시장의 중요성도 부각될 것이다. 이러한 추세를 뒷받침하듯 서남지역을 시작으로 서북지역, 동북지역으로의 딜러망 확보 경쟁은 점점 심화되고 있다. 이러한 상황에서 현대자동차는 내륙 지역 수요 개척에 적극적으로 나서면서 앞으로 중국 시장에서 더 유리한 고지를 차지할 것이라 생각한다.

그림 54. 중국 내 Segment별 수요 비중과 추이



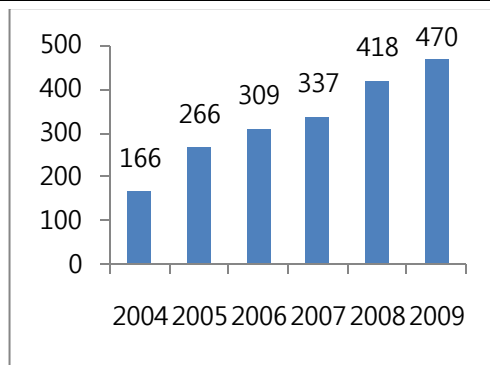
출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 55. 메이커별 내륙지역 딜러망 비중 추이



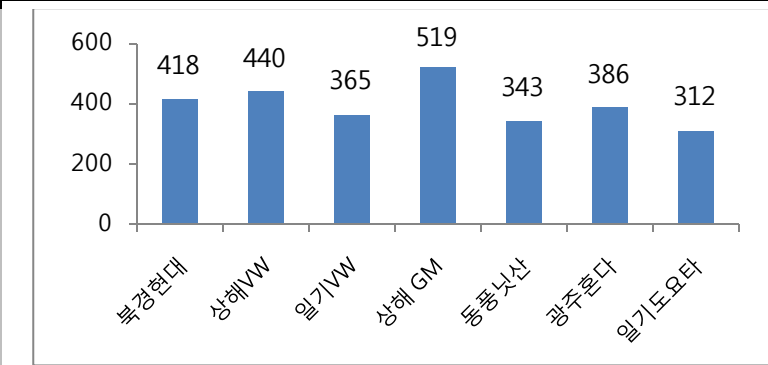
출처: Fourin, 대신증권

그림 56. 북경현대 딜러망 수 추이



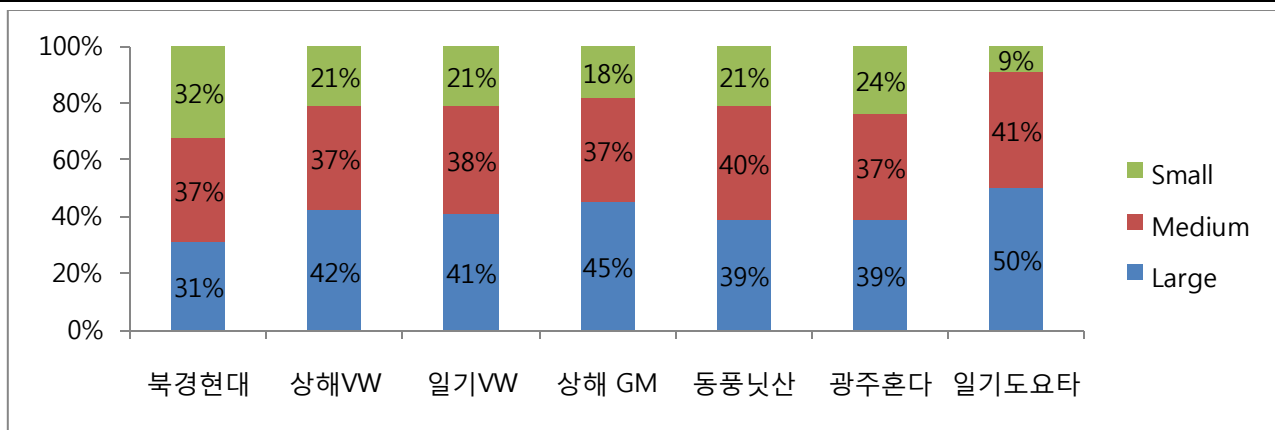
출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 57. JV 업체 딜러망 수 비교 (2008년 기준)



출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 58. JV 업체별 딜러 지역 비중 비교



출처: 현대자동차, Research Team 1

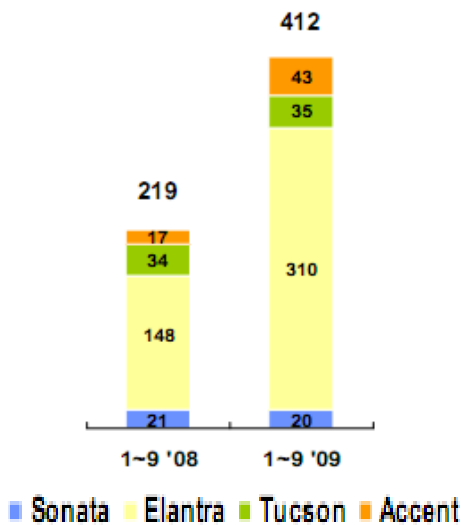
소형차 이미지에 국한되고 있어 중형차 시장 확대는 어려울 듯

- 소형차를 넘어 중형차로?

대중들의 인기와 함께 큰 성장률을 보이는 소형차 부문과 달리 중형차 부문에서 현대자동차는 힘을 못 쓰고 있다. 중형차 부문에서는 도요타, 혼다, 폭스바겐, 등의 선도 브랜드들이 대부분의 시장을 점유하고 있는 것이다. NF 쏘나타(링상)의 경우 가격적인 우위에도 불구하고 판매량이 매우 미미한 상황임을 볼 때에 아직까지 중국 소비자들은 현대자동차를 소형차에 한해 선호하고 있다고 판단된다. EF쏘나타의 중국 모델인 밍위가 비싼 소형차 급인데도 판매량이 거의 없는 것이 이런 판단을 뒷받침한다. 물론 소형차 부문에서 인기가 늘고 있는 만큼 중형차 판매도 장기적으로는 늘어날 가능성도 있다. 그러나 현대자동차가 소형차 이미지에 국한되고 있는 기간이 점차 늘어나고 있어, 이대로 고착화될 가능성도 무시할 수 없다. 게다가 현대자동차의 중국 공장 생산량 중 80% 가량이 소형차이고, 소형차 부문에서의 성장력을 생각한다면 중형차의 새로운 라인업을 마련하기도 현실적으로 불가능하다. 따라서 중국시장에서 중형차 판매 증가는 낙관적이지 않다.

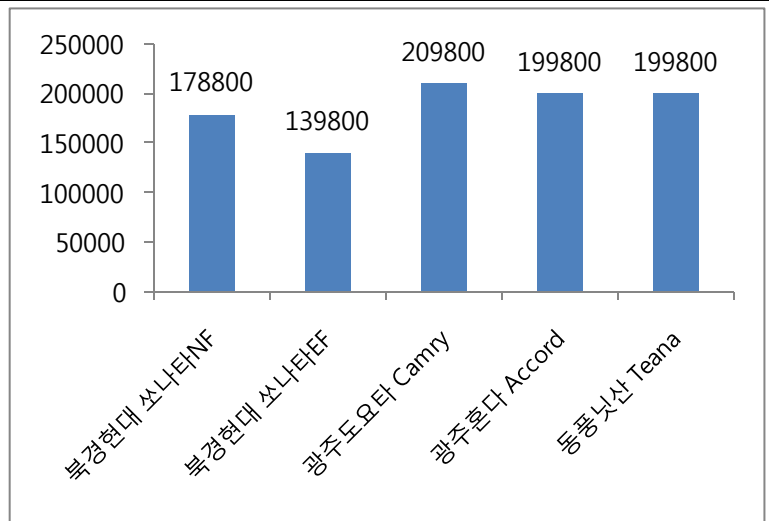
5. 인도 시장, 제2의 텃밭

그림 59. 현대자동차 차종별 매출구성(단위: 천대)



출처: 현대자동차, Research Team 1

그림 60. 쏘나타 경쟁차종 가격비교 (단위: 위엔)



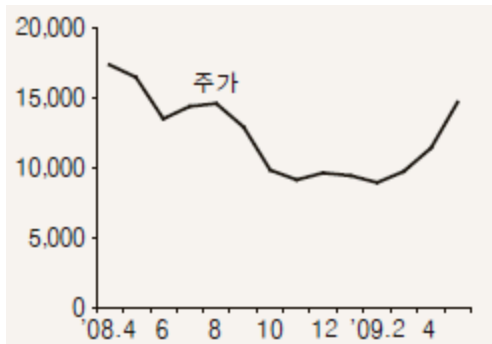
출처: Research Team 1

**1. 인도의 부활**

인도 시장은 경제위기로부터 점차 벗어나는 추세이며, 정부에 의해 제조업이 육성되고 있다.

인도 시장도 글로벌 경제위기로부터 예외일 수는 없었다. 고유가, 루피화 강세, 외국인 자본의 급격한 이탈, 금리 상승, 산업생산 침체 등 악재들이 줄줄이 이어져 신흥 경제권의 총아로 불리던 인도의 체면도 구겨지는 듯 했다. 그러나 인도 시장은 최근 들어 경제 전반에 걸쳐 확연한 회복세를 보이고 있는데, 이는 환율, 소비심리와 기업투자, 부동산 시장 등 금융과 실물경제의 여러 지표들을 통해 나타나고 있으며, 주가의 경우 금융 위기 이전의 수준으로 이미 회복한 상태이다. 특히 5월 총선 이후 공격적인 경기 부양정책이 시행됨에 따라 회복이 특히 가속화되는 추세인 가운데, 글로벌 경제 위기는 인도에게 선진국 수출 의존도가 높은 IT 아웃소싱 등 서비스업(인도 GDP의 5%) 만으로는 성장 동력상의 한계가 있음을 보여주었고, 이에 인도 정부는 산업 구조 개혁을 통해 전략적으로 제조업을 육성하려 하고 있다.

그림 61. 뭄바이 센섹스 지수 추이



출처: 인도 중앙은행

그림 62. BRICs 경기선행지수 변화율

|     | 2008.12 | 2009(전기비) |      |      |      | 전년동기비<br>(4월) |
|-----|---------|-----------|------|------|------|---------------|
|     |         | 1월        | 2월   | 3월   | 4월   |               |
| 브라질 | -2.2    | -2.1      | -1.7 | -1.4 | -0.7 | -12.8         |
| 중국  | -1.0    | -0.3      | 0.4  | 0.8  | 0.9  | -8.3          |
| 인도  | -0.9    | -0.6      | -0.3 | -0.1 | 0.4  | -7.9          |
| 러시아 | -2.9    | -2.2      | -1.5 | -0.8 | -0.3 | -21.3         |

출처: 경제협력개발기구(OECD)

**2. 자동차 시장, 정부와 함께 춤을**

자동차 산업 내 해외 자본을 유치하기 위한 노력이 진행중이며, 큰 성장 잠재력을 지니고 있다.

이러한 상황에서 자동차 산업은 자동차 산업 전용 특별경제구역 지정, 제조세 인하, 자동차 대출금리 인하 및 조건 완화 등 정부 정책으로부터 큰 수혜를 얻고 있다. 그리고 각종 규제를 완화하고 외국 자본과 기업들의 투자를 적극적으로 유인하려는 방침 아래 인도 자동차 시장은 매력적인 투자처로 다시금 부상하고 있다. 그 회복세는 인도시장 내 점유율이 높은 업체들 위주로 나타났고, 승용차 시장 2위 업체인 현대자동차 역시 전년 동기 대비 높은 판매 성장을 보였다. 2006-07 회계년도 기준으로 34,285 Million USD의 시장규모를 기록한 인도 자동차 시장은 경제 위기로 인해 성장세가 주춤한 듯 했으나 절대 생산량은 계속해서 증가하고 있다. 하지만 아직까지 단기적으로는 연방정부의 의지와는 달리 주정부의 독단적인 규제, 외국자본에 대한 세제, 노동관련 법규 적용 등에서 차별이 존재하는 등 여전히 해외 기업의 활동에 대해 우호적이지만은 않다고 볼 수 있다. 그러나 인도 인구의 6% 수준인 6천만 명의 중산층이 2015년에는 20%, 2025년에는 40% 수준까지 증가할 것이라 예상(Mckinsey Global Institute)되고 있으며, 인구 1,000명당 불과 7대의 승용차를 보유한 상황(2007년)은 앞으로의 성장 잠재력을 잘 보여준다. 인도가 BRICs 시장 중에서도 괄목한 만한 속도로 이번 글로벌 경제위기로부터 벗어나고 있음을 고려할 때 글로벌 기업들은 인도 자동차 시장으로부터 큰 기회를 얻을 것으로 기대된다.

그림 63. 인도 승용차 생산량 추이

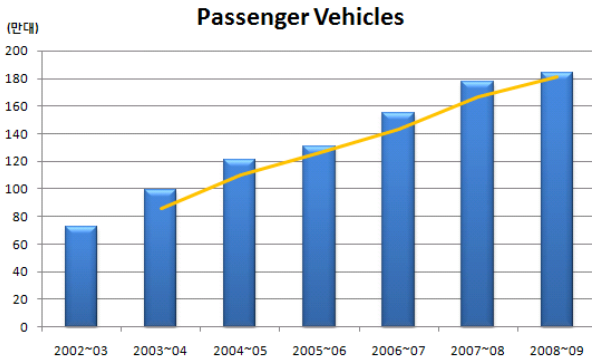


그림 64. 인도 Passenger Car 10월 전년 동기 대비 내수판매

| 구분            | 2008. 10 | 2009. 10 | 증가율      |
|---------------|----------|----------|----------|
| Maruti Suzuki | 59127(대) | 71,551   | 21.01(%) |
| Hyundai       | 20,009   | 28,301   | 41.44    |
| Tata Motors   | 17,014   | 20,011   | 17.61    |
| Mahindra      | 13,935   | 18,410   | 32.11    |
| GM India      | 6,465    | 7,413    | 14.66    |
| Ford India    | 1,744    | 3,458    | 98.28    |

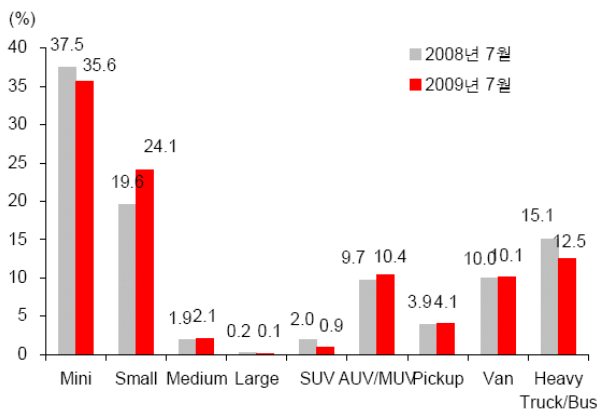
출처: SIAM(인도 자동차공업협회)

출처: 회사별 리포트

**인도 자동차 시장은 소형차 위주의 시장이다.**

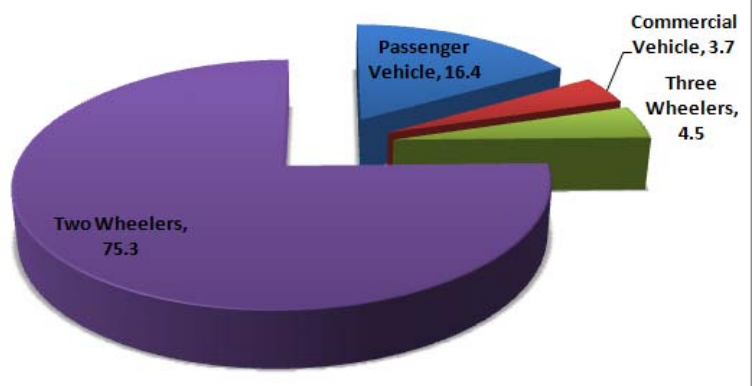
인도 자동차 시장의 특성은 자동차 판매량의 많은 부분을 1,500cc미만의 소형 차량이 차지하고 있다는 것이며, 승용차 시장에서 볼 때 그 수치는 80% 수준으로 높아진다. 이는 4차선 이상의 도로가 12%에 불과하고 전체 도로망의 2%에 해당하는 고속도로가 교통량의 40%를 담당하는 등 열악한 도로 인프라를 지니고 있다는 점, 이외에도 승용차 수요 계층의 대부분을 이루는 개인들이 구매의사 결정 시 자신의 경제상황 및 소득 수준에서 비용 관련 요소를 최우선적으로 고려한다는 점 때문에 나타나는 현상이다. 또한 아직은 개인 교통수단의 대부분을 차지(75%)하고 있는 2륜차, 즉 오토바이 수요가 중산층 및 가처분 소득의 증가로 인해 점차 자동차 수요로 대체될 것을 감안하면 소형차 중심의 시장은 상당 기간 지속될 것으로 보이며, 상류층을 대상으로 한 중, 대형차 시장의 성장도 기대해 볼 만하다.

그림 65. 인도 시장 차급별 판매 비중



출처: SIAM, 유진투자증권

그림 66. 인도 자동차 산업 구조(by 생산량) (2009.7)

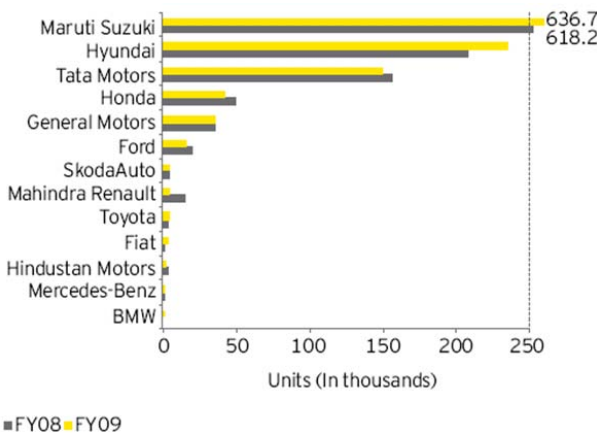


출처: IBEF(India Brand Equity Foundation)

일찌감치 입지를 굳힌 주요 업체들 이외에도 많은 글로벌 기업들이 인도로의 진출을 꾀하고 있다.

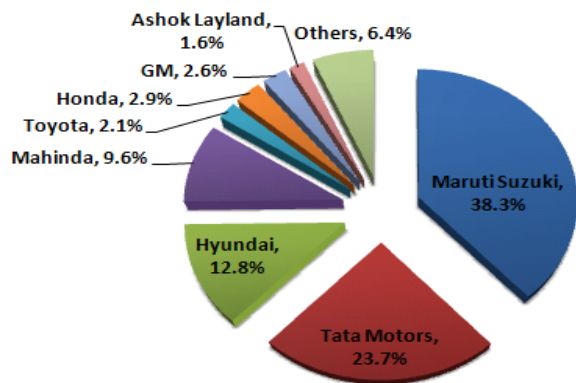
1990년대 후반부터 글로벌 자동차 업체들이 본격적으로 진출하면서 인도시장을 소형차 중심의 생산기지로 부상시키는데 기여하고 있으며, 현재 인도에는 국내기업 4개 및 외국인 투자기업 11개 등 총 15개 회사가 활동하고 있다. 인도 현지기업과 일본기업의 합작으로 이루어진 Maruti-Suzuki(38.3%)와 현지기업 Tata Motors(23.7%)가 각각 시장 1, 2위를 점하고 있고 현대자동차(12.8%)가 3위를 기록하며 자동차 시장을 선점하고 있는 상황이며, 최근에는 자동차 산업을 지원하려는 정부의 적극적인 움직임에 따라 많은 글로벌 기업들이 저렴한 제조비용을 노리고 인도에 생산기지를 늘리면서 인도 자동차 시장은 이제 탄탄한 내수 시장을 넘어 수출기지로 성장하고 있는 추세이다. 또한 소형차 개발을 위해 박차를 가하던 현지 기업 Tata Motors가 '나노'를 내놓으면서 가격 경쟁은 더욱 심화되고 있다.

그림 67. 승용차 판매량 현황



출처: SIAM

그림 68. 인도 전체 자동차 시장 업체 별 점유율(2009.7)



출처: SIAM, 유진투자증권

현대자동차는 인도 시장에서 소형차 위주로 큰 폭의 성장을 이루고 있다.

3. 인도 자동차 시장의 강자, 현대자동차

현대자동차는 인도 전체 자동차 시장에서 12%의 점유율로 3위를, 승용차 시장에서 20%로 2위를 차지하고 있다. Maruti-Suzuki가 시장의 80% 이상을 독식하고 있던 인도 시장에 진입한 이래, 현대자동차는 꾸준한 매출증대를 바탕으로 점유율을 늘려왔고, 그 수치는 2003년 18%에서 2008년 20.4%에 이른다. 특히 올 상반기에는 경제 위기 이후 회복하는 인도 자동차 시장으로부터 상당 부분 혜택을 얻으면서 26.6%까지 점유율을 끌어올릴 수 있었다. 경제위기로 인해 2008년 12월 Maruti-Suzuki, Tata Motors, Mahindra 등 현지기업들의 판매가 10%, 47%, 30% 감소되었던 것에 반해 현대자동차가 56% 판매 성장을 달성한 것은 소형차 시장에서 이미 지배적인 위치를 점하고 있음을 보여주는 예이다. 또한 다른 글로벌 기업들보다 일찌감치 현지의 저렴한 생산비용을 이용하여 인도 이외의 국가들로 차량을 수출할 수 있도록 생산기지화하는 데 성공했으며, 승용차 수출 부문에서 현지 기업들을 제치고 압도적 1위를 기록하고 있다.



그림 69. 인도 승용차 사별 수출 현황(FY2008)

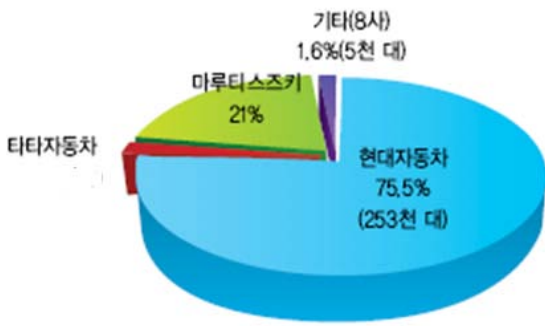
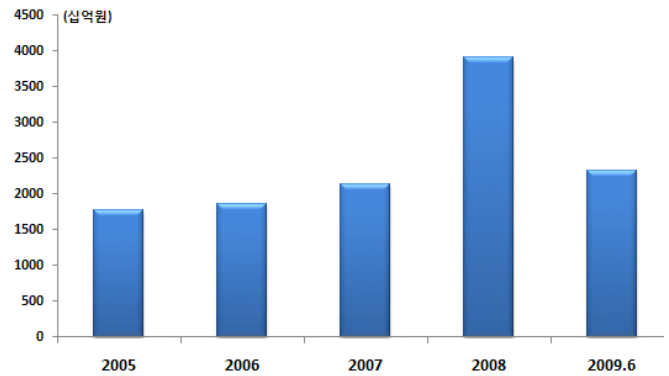


그림 70. 인도법인HMI 매출액 추이



출처: SIAM

출처: 사업보고서, Research Team 1

**인도 생산시설은 유럽  
향 수출 모델의 기지  
이기도 하다.**

인도 공장은 내수와 수출 생산을 50대50으로 양립시켜 나가고 있는 추세이다. 이곳에서 생산된 B-segment 이하 모델인 i10과 i20 모델을 유럽 시장에 수출하고 있으며 소형차 시장 확대 추세에 힘입어 2010년에는 60만 대 생산능력의 풀가동이 가능할 것으로 보인다. 인도 공장 전체 가동률은 2009년 98%, 2010년 96% 수준을 기록할 전망이다.

그림 71. HMI 당기순이익 및 지분법손익 추이

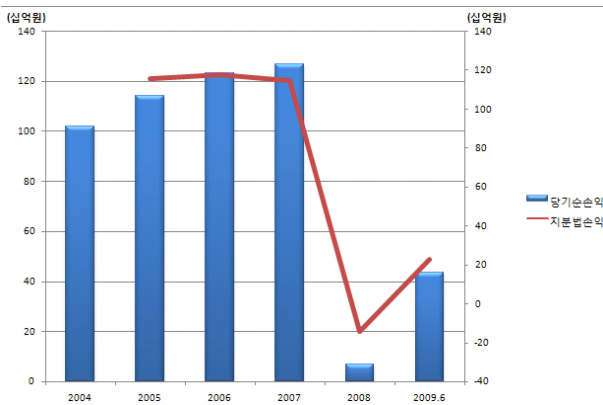
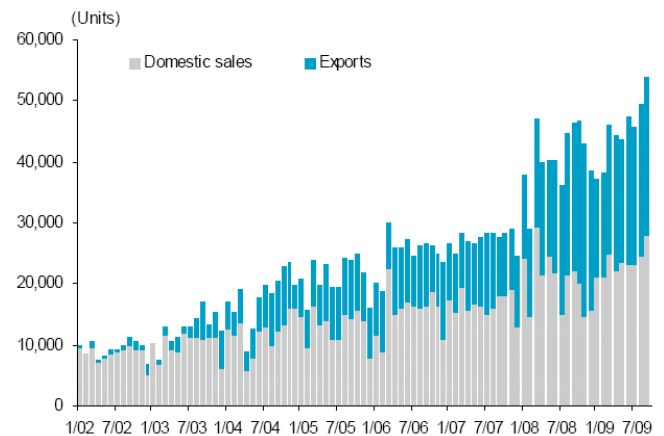


그림 72. HMI 내수 및 수출 대수



출처: 사업보고서, Research Team 1

출처: 현대차, 한국투자증권

**점차 많은 업체들이  
소형차 생산으로 전략  
을 우회하고 있다.**

그러나 성장하는 인도 자동차 시장 파이를 언제까지나 현대자동차가 가져갈 수 있는 것일까? 최근 들어 인도 정부의 경기 부양정책과 규제 완화 추세에 힘입어 많은 글로벌 기업들이 인도에 생산기지를 세우고자 진출을 꾀하고 있다. 그동안 고급자동차에 치중하면서 시장점유율에서 큰 활약을 보이지 않았던 Toyota와 Honda가 소형차 생산계획을 발표하고 시장점유율을 확대하고자 하고 있으며, Nissan은 르노와 합작해 소형차 생산기지로의 발판을 마련하고자 인도에 진출한다고 선언했다. 반면, 유럽과 미국 자동차사들은 인도 내수용 차량의 생산능력 증대에 주력한다. 폭스바겐, 피아트, 포드가 중 소형 고급차를 생산하고 다임러크라이슬러와 BMW가 고급차 시장에 참여했다. 최근에는 GM이 소형차 생산을 위한 2공장을 건설하고 한국의 마티즈 후속모델을 생산할 예정이다.

Tata Motors의 '나노'는 신흥시장에서 소형차량 위주의 경쟁을 가속화하고 있으며, 인도 시장에서는 현대자동차가 유리한 위치를 점하고 있다.

특히 Tata Motors가 던진 초저가 차량 '나노' 카드는 세계 차 시장을 긴장하게 만들고 있다. 이는 인도를 비롯한 신흥시장의 중산층을 공략하는 데 있어 소형차의 역할을 증폭시킬 것으로 예상되며, 현대자동차와 Toyota 역시 300~500만원 대의 초저가형 차량을 개발할 것이라고 밝힌 바 있다. 이처럼 저가차 시장 규모가 크게 확대되는 가운데 자동차 업체들은 수익성 저하를 막기 위해 개발 비용을 절감하는데 주력할 것이고, 인도와 같이 세계에서 가장 임금이 낮은 국가에 생산기지를 두어 소형차 생산을 집중시키는 전략이 유효하게 된다. 이것이 최근 글로벌 업체들의 이목이 인도로 집중되는 이유이다. 현대자동차는 이미 인도 승용차 시장 2위 기업으로서 브랜드 이미지를 다진 상태이며, 특히 소형차 시장에서는 Maruti-Suzuki에 비교해서도 우세함이 국제 금융위기를 거치면서 증명되었다.

인도 자동차 시장의 성장 잠재력을 실현하기 위해서는 정부의 적극적인 정책이 필수적이다.

다만, 자동차 노조의 잦은 파업은 여전히 골칫거리로 남아있다. 지난 4월 2주간 발생했던 파업을 정부의 중재에 의해 해결하긴 했으나 회사로의 압박은 여전하다. 이는 현대자동차만이 아니라 현지 기업 Tata Motors와 Mahindra 역시 골머리를 앓고 있는 문제이기도 한데, 현대자동차는 유럽 전략형 모델 i20을 동유럽으로 이전 생산하는 방안을 검토중에 있다. 뿐만 아니라 앞서 언급했듯이 인도정부의 취약한 수출 장려정책과 수출물량을 지원해 줄 향만 인프라가 부족하다는 점 역시 생산기지 이전을 고려하게 한다. 잠재 수요 성장이나 산업 성장의 측면에서 인도 자동차 시장은 무궁한 가능성을 지니고 있지만, 아직은 해외기업에 완전히 개방되지 않은 경제 정책과 미약한 제조업 인프라 및 사회 인프라로 인한 한계점들을 지니고 있기 때문에 인도 정부의 더욱 적극적인 해외 자본 유치 정책이 필요한 시점이다.

## 6. 잡기엔 너무나 먼 유럽

시장의 큰 감소에도 불구하고 유일하게 성장한 현대자동차

### 1. 유럽에서의 선전

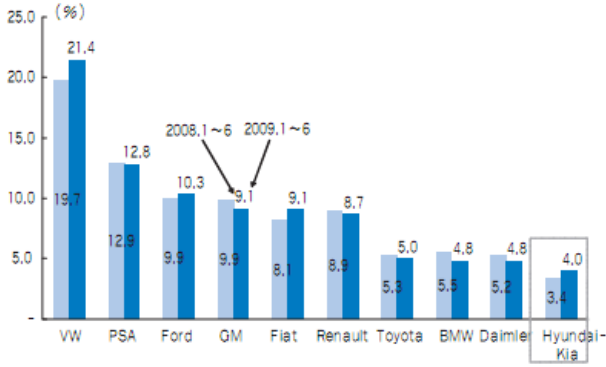
유럽시장 전체 산업수요가 큰 폭으로 감소하고 있음에도 불구하고 현대차그룹은 유일하게 (+) 성장률을 기록하며 Top10을 유지, 도요타, BMW, Daimler를 위협하고 있다. 올해 상반기 유럽지역 총 자동차판매는 742.6만대로 2008년 상반기 834.7만대대비 -11.1% 감소한 것으로 나타났다. 하지만 이와 같은 시장상황에서 현대차그룹은 지난해 상반기 28.1만대에서 올해 상반기 29.4만대로 오히려 +4.7% 판매가 증가하며 유일한 성장메이커로 기록되고 있다.

하반기 들어 유럽은 폐차 인센티브제도를 시행중인(혹은 9월 중 종료된) 주요 5개국(독일, 프랑스, 이탈리아, 영국, 스페인)을 중심으로 판매회복세를 보이고 있다. 특히 9월초 50억 유로의 지원 프로그램이 종료된 독일은 전월에 이어 가장 큰 폭의 판매 증가실적을 기록했다.

**향후 시장의 회복이 예상되나 친환경 기술력의 부족으로 성장이 제한적이라 생각한다**

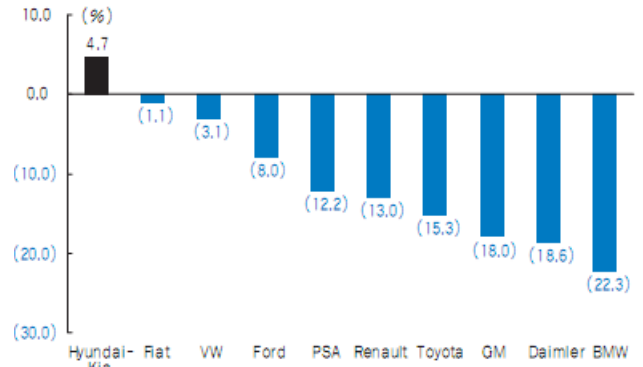
이는 금융위기 상황이 안정기에 들어서고 경기회복 시그널이 감지되면서 전 업체의 판매가 고르게 증가하고 있는 것으로 판단된다. 유럽의 자동차 시장은 향후 점차 회복될 것이라 생각되지만 규제가 엄격한 유럽시장에서 친환경 기술력이 상대적으로 뒤떨어진 현대자동차의 성장은 제한적일 것이라 생각한다.

그림 73. 서유럽시장 시장점유율 순위 (메이커 기준)



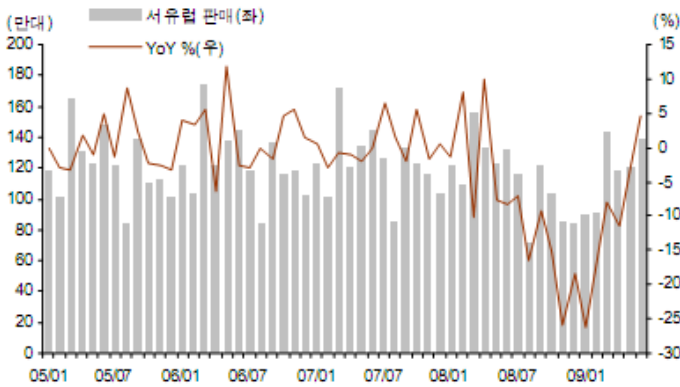
출처: ICEA, 푸르덴셜투자증권

그림 74. 서유럽시장 판매성장률 (2009년 상반기, 메이커 기준)



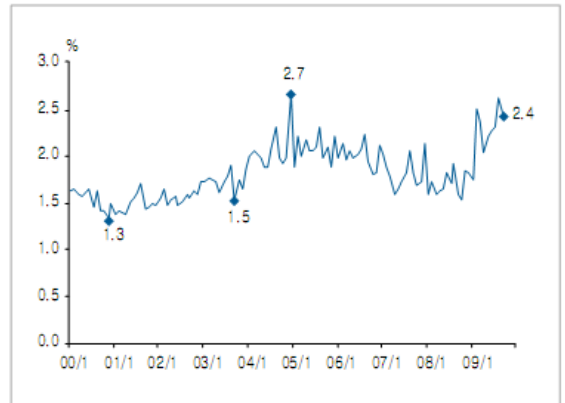
출처: ICEA, 푸르덴셜투자증권

그림 75. 2009년 상반기 성장률



출처: ACEA, 동부증권

그림 76. 현대자동차 서유럽 M/S 추이



출처: ACEA, 교보증권

## 7. Valuation

동사는 자회사의 비중이 크고 향후 그 비중이 늘어날 전망이기 때문에 RIM을 이용하여 가치를 산출하였다.

### 매출액총이익률/영업이익률

현대자동차는 2005~2007년 동안 환율하락으로 마진에 압박을 받았고, 이를 판관비 절감으로 버텼다. 이 기간 매출총이익률은 19%로 2000년대 초반의 24%에 비해 크게 낮아졌다. 그러나 매출액 대비 판관비는 13.5%로 그 이전의 17%보다 많이 낮아졌다. 2008년 적극적인 마케팅으로 판관비율이 높아지긴 했으나 13%대로 떨어뜨릴 수 있는 여력을 지니고 있다고 할 수 있다. 환율에 의해 상승했었던 매출총이익률이 하락하겠지만 2009년 판관비율 또한 소폭 하락할 전망이므로 이런 추세를 반영하여 수치를 적용하였다.

### 매출액총이익률 / 영업이익률

|         | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 평균(08계리) | 과거 10년 평균 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|-----------|
| 매출총이익률  | 22.15% | 21.00% | 19.70% | 19.70% | 19.70% | 19.70% | 19.70% | 19.92%   | 22.17%    |
| 매출액판관비율 | 18.92% | 18.00% | 14.20% | 14.20% | 14.20% | 14.20% | 14.20% | 14.83%   | 15.43%    |
| 영업이익률   | 6.83%  | 6.00%  | 5.60%  | 5.60%  | 5.60%  | 5.60%  | 5.60%  | 6.68%    | 6.78%     |

### 영업외수익

자동차 판매에서 2009년 상반기에는 전년도에 비해 해외 시장에서의 판매가 크게 호조를 보이고 있고, 그 매출액 중 자회사의 비중이 크기가 크다. 특히 중국의 경우에는 지분법 이익으로 전년도에 비해 약 4배 이상 증가할 전망이다. 이렇듯 해외 판매의 증가에 따라 지분법 이익이 증가할 것이라 판단되어 영업이익대비 영업외수익의 비율을 2009년에 110%로 적용하였다. 또한 큰 규모는 아니지만 꾸준히 해외 공장을 설립 및 증설하고 있기 때문에 영업외수익의 비율은 꾸준히 증가할 것이라 생각하여 2년 단위로 그 비율을 10%씩 상승시켰다.

### 영업외비용

지분법이익의 증가로 영업외수익의 비율이 늘어난다는 것은 여태껏 지분법 손실을 기록하였던 회사의 턴어라운드를 뜻하기도 한다. 실제로 올해의 예상 실적을 보면 전년도에 손실이 났던 해외 자회사 중 체코의 경우 적자폭이 줄었고 미국은 흑자 전환이 예상된다. 이러한 점을 반영하여 영업이익대비 영업외비용의 비율은 전년도보다 적은 수치인 60%를 적용하였다. 이후 그 적자폭은 점차 줄어들 것이라 예상하여 2년 단위로 5%씩 하락시켰다.

영업외수익 / 영업외비용

|                 | 2008   | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 평균(08제외) | 과거 9년 평균 |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 영업이익대비 영업외수익 비율 | 80.43% | 110.00% | 110.00% | 120.00% | 120.00% | 130.00% | 130.00% | 120.00%  | 89.70%   |
| 영업이익대비 영업외비용 비율 | 84.80% | 80.00%  | 85.00%  | 85.00%  | 80.00%  | 80.00%  | 45.00%  | 82.60%   | 78.78%   |

그 외의 수치는 추세를 반영하여 일괄 적용하였다.

ROE 추정치 종합

|          | 2008   | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 평균(08제외) | 과거 9년 평균 |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 조세부담률    | 80.66% | 82.00%  | 83.00%  | 83.00%  | 83.00%  | 83.00%  | 83.00%  | 82.83%   | 77.30%   |
| 이자부담률    | 95.62% | 150.00% | 155.00% | 165.00% | 170.00% | 180.00% | 185.00% | 167.50%  | 117.23%  |
| 금융연승이익률  | 22.18% | 21.00%  | 19.70%  | 19.70%  | 19.70%  | 19.70%  | 19.70%  | 19.92%   | 22.24%   |
| 금융연승관리비용 | 16.82% | 18.00%  | 14.20%  | 14.20%  | 14.20%  | 14.20%  | 14.20%  | 14.33%   | 15.46%   |
| 영업이익률    | 5.83%  | 6.00%   | 5.50%   | 5.50%   | 5.50%   | 5.50%   | 5.50%   | 5.58%    | 6.78%    |
| 자산회전률    | 1.0425 | 1.1000  | 1.1000  | 1.1000  | 1.1000  | 1.1000  | 1.1000  | 1.1000%  | 1.1067   |
| 자주회버리지   | 1.63   | 1.60    | 1.57    | 1.54    | 1.51    | 1.50    | 1.50    | 1.53.67% | 1.93     |
| ROE      | 7.65%  | 12.99%  | 12.22%  | 12.76%  | 12.89%  | 13.66%  | 13.93%  | 13.06%   | 13.07%   |

6년 예상

|                    | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자기자본장부가치           | 19,652,291,000 | 21,869,784,158 | 24,032,800,150 | 26,514,749,548 | 29,281,036,834 | 32,494,209,751 | 36,159,031,447 |
| ROE                |                | 12.99%         | 12.22%         | 12.76%         | 12.89%         | 13.56%         | 13.93%         |
| 당기순이익              | 1,447,904,000  | 2,552,596,773  | 2,672,448,313  | 3,066,496,738  | 3,417,801,727  | 3,969,937,614  | 4,527,958,461  |
| 배당금                | 276,005,000    | 335,103,615    | 509,432,322    | 584,547,340    | 651,514,441    | 756,764,697    | 863,136,765    |
| 예상 residual income |                | (61,363,132)   | (236,468,080)  | (130,124,034)  | (108,944,936)  | 75,244,944     | 205,879,251    |
| 할인기간               |                | 0.16           | 1.16           | 2.16           | 3.16           | 4.16           |                |
| 현재가치               |                | - 60,155,170   | - 204,578,999  | - 99,360,099   | - 73,422,261   | 44,757,288     |                |

|                     |                |                |         |
|---------------------|----------------|----------------|---------|
| 자기자본비용              | 13.30%         | 자기자본비용         | 13.30%  |
| 배당성향                | 13.13%         | 1년치일별베타        | 1.21881 |
| persistent factor   | 0.30           | Adj. 한국시장프리미엄  | 7.50%   |
| continuing value    | 247,150,774    | 3년만기국채수익률(연평균) | 4.16%   |
| 자기자본장부가치            | 19,652,291,000 |                |         |
| RI 현재가치의 합          | (392,759,241)  |                |         |
| PV of CV            | 147,010,518    |                |         |
| Value of the Equity | 19,406,542,277 |                |         |
| 발행주식수(희석효과고려)       | 209,244,738    |                |         |
| 적정주가                | ₩ 92,746       |                |         |
| 현재주가                | ₩ 104,500      |                |         |
| 안전마진                | -11%           |                |         |

이와 같이 적용하여 Valuation 한 결과 목표주가 92,746원이 나왔다. 현재주가가 104,500원인 점을 가만하였을 때, 현재 현대자동차는 성장가능성이 있지만 그에 따른 가치를 시장에서 인정받고 있다고 판단하였다. 따라서 본 리서치 1팀은 현대자동차에 대해 'Don't buy'를 제시한다.

## 민감도분석

| <안정마진 변화>  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| PF 계수 \ Ks | 9.00%   | 10.00%  | 11.00%  | 12.00%  | 13.00%  | 14.00%  | 15.00%  | 16.00%  | 17.00%  |  |
| 0.0        | -11.46% | -11.47% | -11.48% | -11.48% | -11.48% | -11.49% | -11.49% | -11.49% | -11.49% |  |
| 0.1        | -11.41% | -11.42% | -11.43% | -11.44% | -11.44% | -11.45% | -11.45% | -11.45% | -11.46% |  |
| 0.2        | -11.34% | -11.36% | -11.37% | -11.38% | -11.39% | -11.40% | -11.41% | -11.41% | -11.42% |  |
| 0.3        | -11.26% | -11.28% | -11.30% | -11.31% | -11.33% | -11.34% | -11.35% | -11.36% | -11.37% |  |
| 0.4        | -11.16% | -11.18% | -11.20% | -11.23% | -11.25% | -11.26% | -11.28% | -11.29% | -11.31% |  |
| 0.5        | -11.00% | -11.04% | -11.08% | -11.11% | -11.14% | -11.17% | -11.19% | -11.21% | -11.25% |  |
| 0.6        | -10.80% | -10.86% | -10.91% | -10.95% | -10.99% | -11.03% | -11.06% | -11.09% | -11.12% |  |
| 0.7        | -10.49% | -10.58% | -10.65% | -10.72% | -10.78% | -10.83% | -10.88% | -10.93% | -10.97% |  |
| 0.8        | -9.98%  | -10.11% | -10.23% | -10.34% | -10.44% | -10.52% | -10.60% | -10.67% | -10.73% |  |
| 0.9        | -8.92%  | -9.19%  | -9.42%  | -9.62%  | -9.80%  | -9.96%  | -10.10% | -10.22% | -10.33% |  |
| 1.0        | -8.61%  | -8.47%  | -7.17%  | -7.73%  | -8.20%  | -8.60%  | -8.93%  | -9.21%  | -9.45%  |  |

| 손익 계산서          |         |         |         |         | 대차대조표        |               |               |               |               |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (100Mn.)        | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 | (100Mn.)     | 2005.12       | 2006.12       | 2007.12       | 2008.12       |
| <b>매출액</b>      | 273,837 | 275,275 | 306,197 | 321,898 | <b>유동자산</b>  | 90,034        | 80,430        | 89,212        | 103,010       |
| 매출원가            | 221,857 | 224,086 | 246,388 | 250,586 | 현금등가물 및 단기금융 | 56,640        | 41,381        | 43,853        | 47,928        |
| <b>매출총이익</b>    | 51,980  | 51,189  | 59,808  | 71,311  | 시장성유가증권      | 0             | 3,103         | 1,109         | 2,205         |
| 판매비 및 일반관리비     | 38,139  | 36,923  | 40,353  | 52,539  | <b>매출채권</b>  | <b>13,122</b> | <b>15,586</b> | <b>21,968</b> | <b>25,135</b> |
| 인건비             | 7,780   | 8,100   | 9,547   | 9,854   | 재고자산         | 10,081        | 12,196        | 14,490        | 18,090        |
| 감가상각비           | 657     | 704     | 711     | 723     | <b>비유동자산</b> | 176,580       | 183,870       | 206,658       | 218,667       |
| 무형자산상각비         | 86      | 91      | 88      | 84      | 투자자산         | 65,753        | 71,484        | 90,794        | 100,768       |
| 기타판매비 및 일반관리비   | 8,722   | 7,007   | 8,021   | 16,897  | 유형자산         | 89,456        | 94,655        | 97,211        | 97,538        |
| <b>영업이익</b>     | 13,841  | 14,265  | 19,455  | 18,772  | 무형자산         | 9,204         | 11,186        | 13,811        | 16,059        |
| 영업외손익           | 13,549  | 4,593   | 2,765   | -822    | <b>자산총계</b>  | 266,613       | 264,300       | 295,869       | 321,677       |
| 이자수익            | 2,546   | 2,559   | 2,992   | 3,861   | <b>유동부채</b>  | 76,166        | 63,337        | 70,560        | 79,151        |
| 이자비용            | 1,629   | 1,546   | 1,584   | 1,834   | 매입채무         | 34,440        | 21,181        | 29,386        | 24,438        |
| 외환차손익           | 1,299   | 369     | -216    | -1,921  | 단기차입금        | 7,804         | 4,742         | 4,312         | 13,869        |
| 외환환산손익          | 222     | 125     | -97     | -570    | 유동성장기차입금     |               |               | 15            | 7             |
| 지분법이익           | 7,722   | 7,111   | 5,063   | 3,942   | <b>비유동부채</b> | 39,917        | 40,454        | 43,283        | 46,003        |
| 기타영업외손익         | 146     | -44     | -614    | 1,366   | 사채           | 9,198         | 10,977        | 11,975        | 12,469        |
| <b>세전계속사업이익</b> | 27,391  | 18,859  | 22,220  | 17,950  | 장기차입금        | 153           | 139           | 153           | 163           |
| 법인세비용           | 3,903   | 3,598   | 5,396   | 3,471   | <b>부채총계</b>  | 116,084       | 103,791       | 113,843       | 125,154       |
| 계속사업이익          | 23,487  | 15,261  | 16,824  | 14,479  | 자본금          | 14,829        | 14,849        | 14,870        | 14,890        |
| 중단사업이익          |         |         |         |         | 자본잉여금        | 53,916        | 54,090        | 57,521        | 58,518        |
| <b>당기순이익</b>    | 23,487  | 15,261  | 16,824  | 14,479  | 미익잉여금        | 89,245        | 100,905       | 114,844       | 124,191       |
| EPS (원)         | 8,606   | 5,636   | 6,207   | 5,325   | 자본조정         | -7,219        | -7,070        | -7,189        | -7,197        |
| 수정EPS           | 8,563   | 5,614   | 6,192   | 5,319   | <b>자본총계</b>  | 150,530       | 160,508       | 182,026       | 196,523       |

| 현금흐름표                 |         |         |         |         | 주요투자지표                      |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (100Mn.)              | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 | (%,%)                       | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b>   | 26,810  | 12,594  | 23,064  | 19,398  | <b>Growth Ratios</b>        |         |         |         |         |
| 당기순이익                 | 23,487  | 15,261  | 16,824  | 14,479  | 매출액성장률 %                    | -0.3%   | 0.5%    | 11.2%   | 5.1%    |
| 비현금수익비용가감             | 8,709   | 15,965  | 18,221  | 30,558  | EBITDA성장률 %                 | -19.8%  | 7.8%    | 23.4%   | 3.5%    |
| 유형자산감가상각비             | 7,658   | 7,913   | 8,132   | 8,803   | EBIT성장률 %                   | -30.1%  | 3.1%    | 36.4%   | -3.5%   |
| 무형자산상각비               | 1,894   | 3,048   | 3,532   | 4,640   | 총자산성장률 %                    | 9.2%    | -0.9%   | 11.9%   | 8.7%    |
| 퇴직급여                  | 2,775   | 2,773   | 3,380   | 3,749   | <b>Profitability Ratios</b> |         |         |         |         |
| 외환환산손익                | -222    | -125    | 97      | 570     | 매출총이익률 %                    | 19.0%   | 18.6%   | 19.5%   | 22.2%   |
| 지분법평가손익               | -7,229  | 12,594  | 23,064  | 19,398  | EBITDA마진률 %                 | 8.5%    | 9.2%    | 10.2%   | 10.0%   |
| 기타                    | 3,833   | -10,238 | -19,984 | -6,602  | EBIT마진률 %                   | 5.1%    | 5.2%    | 6.4%    | 5.8%    |
| <b>영업활동으로인한자산부채변동</b> | -5,386  | -18,631 | -11,981 | -25,639 | 세전계속사업이익률 %                 | 10.0%   | 6.9%    | 7.3%    | 5.6%    |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b>   | -12,805 | -8,825  | -21,088 | -24,304 | 당기순이익률 %                    | 8.6%    | 5.5%    | 5.5%    | 4.5%    |
| 유형자산 투자               | -12,534 | -12,217 | -9,780  | -8,135  | <b>Stability Ratios</b>     |         |         |         |         |
| 유형자산 처분               | 635     | 322     | 57      | 93      | 부채비율 %                      | 77.1%   | 64.7%   | 62.5%   | 63.7%   |
| 무형자산 증감               | -4,454  | -5,145  | -6,092  | -6,818  | 순부채비율 %                     | -23.1%  | -17.1%  | -14.6%  | -10.5%  |
| 투자자산 증감               | -4,805  | -2,948  | -6,183  | -8,213  | 유동비율 %                      | 118.2%  | 127.0%  | 126.4%  | 130.1%  |
| 기타                    | 8,354   | 11,164  | 910     | -1,230  | 당좌비율 %                      | 105.0%  | 107.7%  | 105.9%  | 107.3%  |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b>   | -6,040  | -7,975  | -1,341  | 8,010   | 이자보상배율                      | 8.5     | 9.2     | 12.3    | 10.2    |
| 장단기차입금증가              | 1,872   | -4,179  | -546    | 9,192   | <b>Performance Ratios</b>   |         |         |         |         |
| 사채증감                  | 2,991   | 2,991   | 2,991   | 3,485   | ROE %                       | 16.7%   | 9.8%    | 9.8%    | 7.6%    |
| 자본증감                  | 0       | 0       | 0       | 0       | ROA %                       | 9.2%    | 5.7%    | 6.0%    | 4.7%    |
| 배당금의지급                | -3,268  | -3,423  | -2,754  | -2,760  | ROIC %                      | 19.2%   | 18.8%   | 19.8%   | 13.1%   |
| 기타                    | -7,635  | -3,364  | -1,032  | -1,907  | <b>Per Share Ratios</b>     |         |         |         |         |
| <b>영업투자재무활동기타현금흐름</b> | 0       | 0       | 0       | 0       | 수정EPS                       | 8,274   | 5,368   | 5,909   | 5,078   |
| 순현금흐름                 | 7,966   | -4,206  | 634     | 3,105   | 주당순자산                       | 52,955  | 56,384  | 63,852  | 68,840  |
| 기초현금                  | 10,067  | 18,033  | 13,827  | 14,461  | 주당현금흐름                      | 11,639  | 9,223   | 10,006  | 9,793   |
| 기말현금                  | 18,033  | 13,827  | 14,461  | 17,565  | 주당배당금                       | 1,250   | 1,000   | 1,000   | 850     |

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.