

July.2016



SK INDUSTRY ANALYSIS

자동차

수요공백에 대한 우려.
기타시장(Rest of World)은 왜 중요해졌나?

권순우 | 3773-8882, soonwoo@sk.com



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

수요공백에 대한 우려. 기타시장(Rest of World)은 왜 중요해졌나?

주된 관심사가 아니었던 기타시장(Rest Of World)이 거론되는 빈도가 높아지고 있다. 글로벌 자동차 수요라는 측면과 기타시장이 현대, 기아차의 하반기 이후 실적과 모멘텀에서 차지하는 중요도가 높아졌기 때문으로 판단한다.

하반기 국내 완성차그룹 뿐 아니라 글로벌 자동차산업에 영향이 커질 것으로 예상되는 기타시장의 최근 동향과 회복가능성, 그리고 그에 따른 영향에 대해서 점검해 보자.

기타시장의 부진과 회복을 논하지만

기타시장에 대해서 다양한 이야기를 하지만, 막연히 알고 있던 부분에 대한 정리가 필요하다는 생각이다. 과연 1)기타시장이라고 불리는 지역과 국가는 어디이며 어떻게 구분할지, 2)해당 지역의 최근 자동차 수요와 동향은 어떤지, 3)현대차 그룹의 수출부진은 수요의 문제 혹은 경쟁심화였는지 아니면 제품력의 문제였는지, 4)향후 회복 가능성은 존재하는지, 5)가능하다면 주가와 실적에 어떤 영향이 있을지 미리 점검할 필요가 있다.

기타시장의 중요성이 높아진 이유, 그리고 회복 가능성

기타시장에 대한 관심이 높아진 이유는 1)하반기 글로벌 자동차 수요라는 측면과 2)기타시장이 현대, 기아차의 하반기 이후 실적과 모멘텀에서 차지하는 중요도가 높아졌기 때문으로 판단한다. 전년도 판매증감을 감안한다면, 기타시장의 수요회복 여부는 하반기 이후 글로벌 자동차산업과 주가에 중요한 요인으로 작용할 전망이다.

기타시장의 수요감소는 원자재 가격의 하락 영향이 컸다는 판단이다. 하지만 향후 당사에서는 추가적인 하락은 제한적이라고 전망하고 있으며 지금은 바뀐 환경에 주목해야 한다. 실제 15년 연말부터 전년 동기 대비 유가의 하락폭이 감소하면서 기타시장의 수요감소폭 또한 줄어드는 모습을 볼 수 있다. 회복 시점을 예측하기 어렵지만 빠른 대응을 위해 경제지표보다는 원자재 가격의 변화와 환율에 초점을 맞추는 것이 적절하다는 판단이다.

기타시장 수요 회복되면 실적개선과 더불어 주가의 상승 기대

본업에서는 수요처 회복으로 인한 판매량 증가 및 실적 개선을 기대할 수 있다. 더불어 수요에 대한 우려가 희석되면서 기대하는 부분은 주가 valuation 할인의 해소여부이다. 2분기 실적발표 이후 실적개선 가능성과 노조 이슈가 마무리되면서 전년도 부진했던 중국판매의 회복과 함께 기타시장의 수요도 동반 회복된다면 글로벌 판매에서 현대차그룹의 성장폭은 타 업체 대비 높아질 수 있을 것이라는 전망이다.

하반기 완성차업체의 신차비중 증가와 믹스개선, 이로 인한 재고소진 효과, 그리고 수요회복을 통한 판매의 변동성 확대라는 측면을 감안한다면 주가는 15년 하반기와 유사한 흐름으로 전개될 가능성이 존재한다. 시간이 지날수록 악재가 희석되어 간다는 점에 주목하자.

Contents

Key Chart Summary	3
1. 기타시장의 부진과 회복을 논하지만	7
2. 기타시장 개요와 동향	11
3. 그렇다면 기타시장은 왜 중요해졌을까?	17
4. 기타시장의 수요회복 가능성, 그리고 대응	23

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 7월 18일 기준)

매수	95.51%	중립	4.49%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Key Chart Summary

기타시장 구분과 비중(16.1H 기준)

- 중남미(5.8%)
- 기타유럽(2.9%)
- 인도/남아시아(4.0%)
- 중동(3.4%)
- 아프리카(1.9%)
- 동남아(1.5%)

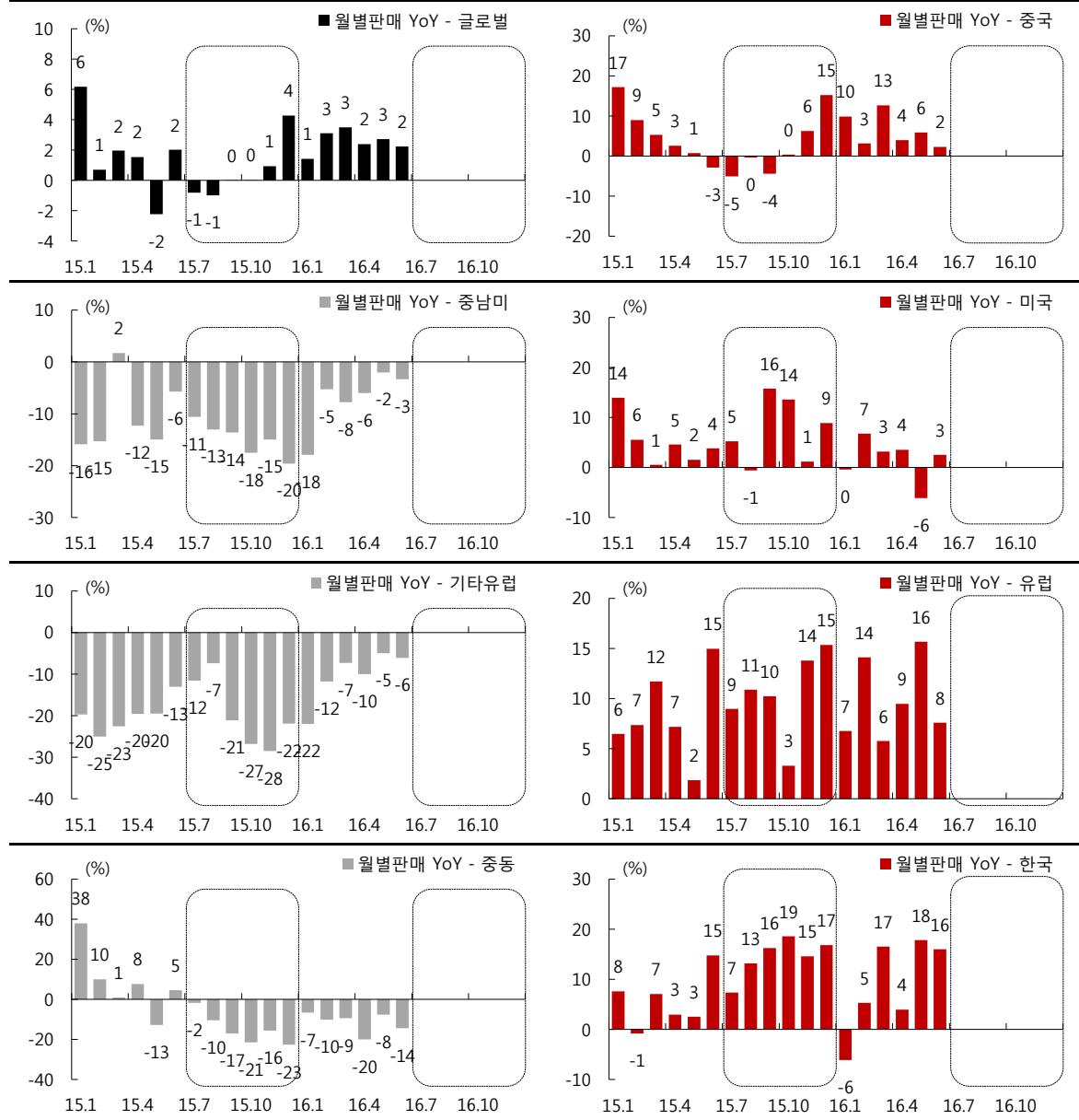
표. 글로벌 지역 및 주요 국가별 판매대수 및 판매비중 – 2014, 2015, 2016년 상반기 기준

지역		2014	2015	2016.1H	2014	2015	16.1H
글로벌수요		85,107,430	86,091,246	44,272,629	100.0	100.0	100.0
북미	전체	18,326,832	19,270,377	9,589,461	21.5	22.4	21.7
	미국	16,523,548	17,468,935	8,643,172	19.4	20.3	19.5
	캐나다	1,803,284	1,801,442	946,289	2.1	2.1	2.1
중남미	전체	6,447,399	5,610,722	2,556,481	7.6	6.5	5.8
	브라질	3,325,983	2,478,521	951,831	3.9	2.9	2.1
	멕시코	1,135,409	1,351,647	721,820	1.3	1.6	1.6
	아르헨티나	656,255	625,687	323,394	0.8	0.7	0.7
	칠레	330,042	260,851	139,350	0.4	0.3	0.3
유럽	전체	14,543,988	15,909,569	9,060,167	17.1	18.5	20.5
	독일	3,270,781	3,449,083	1,863,075	3.8	4.0	4.2
	영국	2,806,191	3,014,499	1,616,473	3.3	3.5	3.7
	프랑스	2,167,952	2,296,645	1,318,451	2.5	2.7	3.0
	이탈리아	1,460,516	1,688,780	1,114,117	1.7	2.0	2.5
	스페인	968,733	1,188,810	710,331	1.1	1.4	1.6
기타유럽	전체	3,764,014	3,008,326	1,286,386	4.4	3.5	2.9
	러시아	2,470,703	1,605,654	672,031	2.9	1.9	1.5
	터키	768,631	968,017	438,817	0.9	1.1	1.0
아시아	전체	33,790,635	34,259,219	17,858,574	39.7	39.8	40.3
	중국	21,891,533	22,743,749	12,029,575	25.7	26.4	27.2
	일본	5,490,470	4,942,588	2,493,871	6.5	5.7	5.6
	한국	1,636,017	1,804,048	920,077	1.9	2.1	2.1
	ASEAN	1,809,215	1,678,251	855,314	2.1	1.9	1.9
	호주	1,086,249	1,131,611	583,435	1.3	1.3	1.3
인도/남아시아	전체	3,352,064	3,377,740	1,752,438	3.9	3.9	4.0
	인도	3,137,894	3,159,318	1,617,428	3.7	3.7	3.7
중동	전체	3,243,670	3,098,268	1,495,725	3.8	3.6	3.4
	GCC	1,683,100	1,659,762	706,056	2.0	1.9	1.6
	이란	1,153,299	1,080,131	585,159	1.4	1.3	1.3
	사우디	794,715	791,750	349,950	0.9	0.9	0.8
	이스라엘	238,074	264,089	153,447	0.3	0.3	0.3
아프리카	전체	1,284,741	1,556,275	673,397	1.5	1.8	1.5
	남아프리카	615,766	589,138	259,447	0.7	0.7	0.6

자료: 각국협회, Markline, 산업자료, SK 증권

주: 협회 및 차종 분류에 따라 집계기관마다 차이 발생

그림. 글로벌 월별판매 YoY - 전년도 판매증감을 감안한다면, 기타시장의 수요회복 여부는 하반기 이후 자동차산업과 주가에 중요한 요인

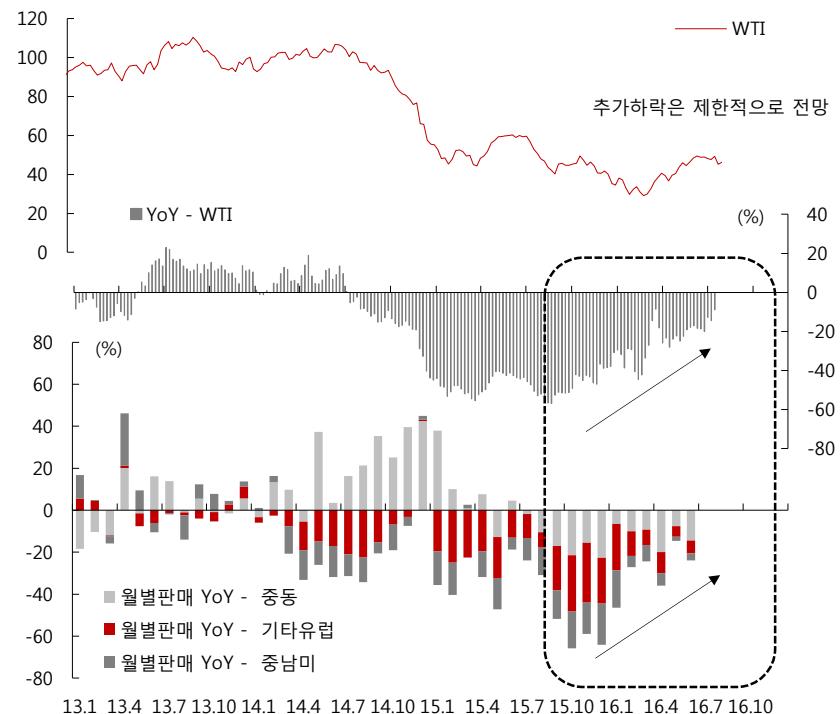


자료: 산업자료, SK 증권

환경변화

: 자동차 수요는 왜 감소했는가에 주목

그림. 원자재 가격 변화와 기타시장 판매대수 변화

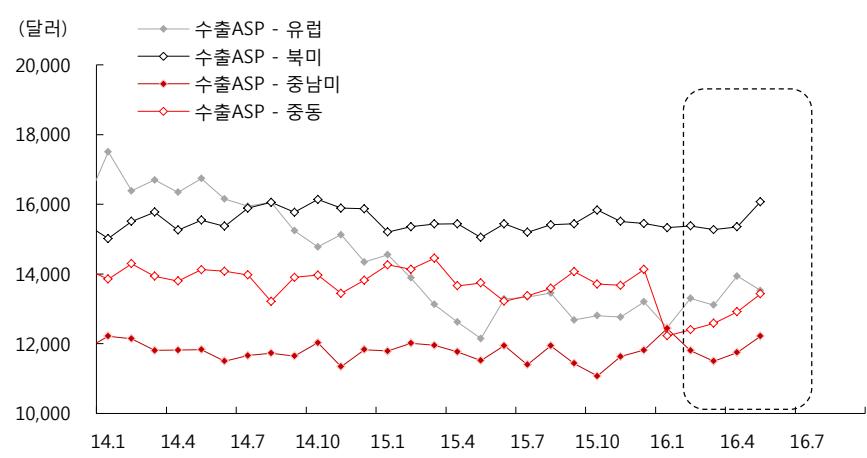


자료: Bloomberg, 산업자료 SK 증권

본업변화

: 16년 이후 중동을 중심으로
개선되고 있는 수출ASP 추이

그림. 지역별 수출ASP - 16년 이후 중동을 중심으로 개선되고 있는 수출 ASP 추이



자료: KAMA, SK 증권

그림. 현대차그룹의 지역별 판매 비중 - 21.5%에 해당하는 기타시장의 회복에 주목

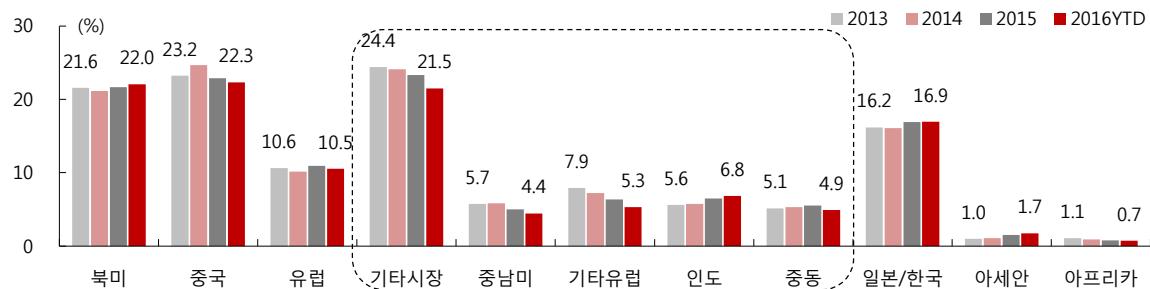
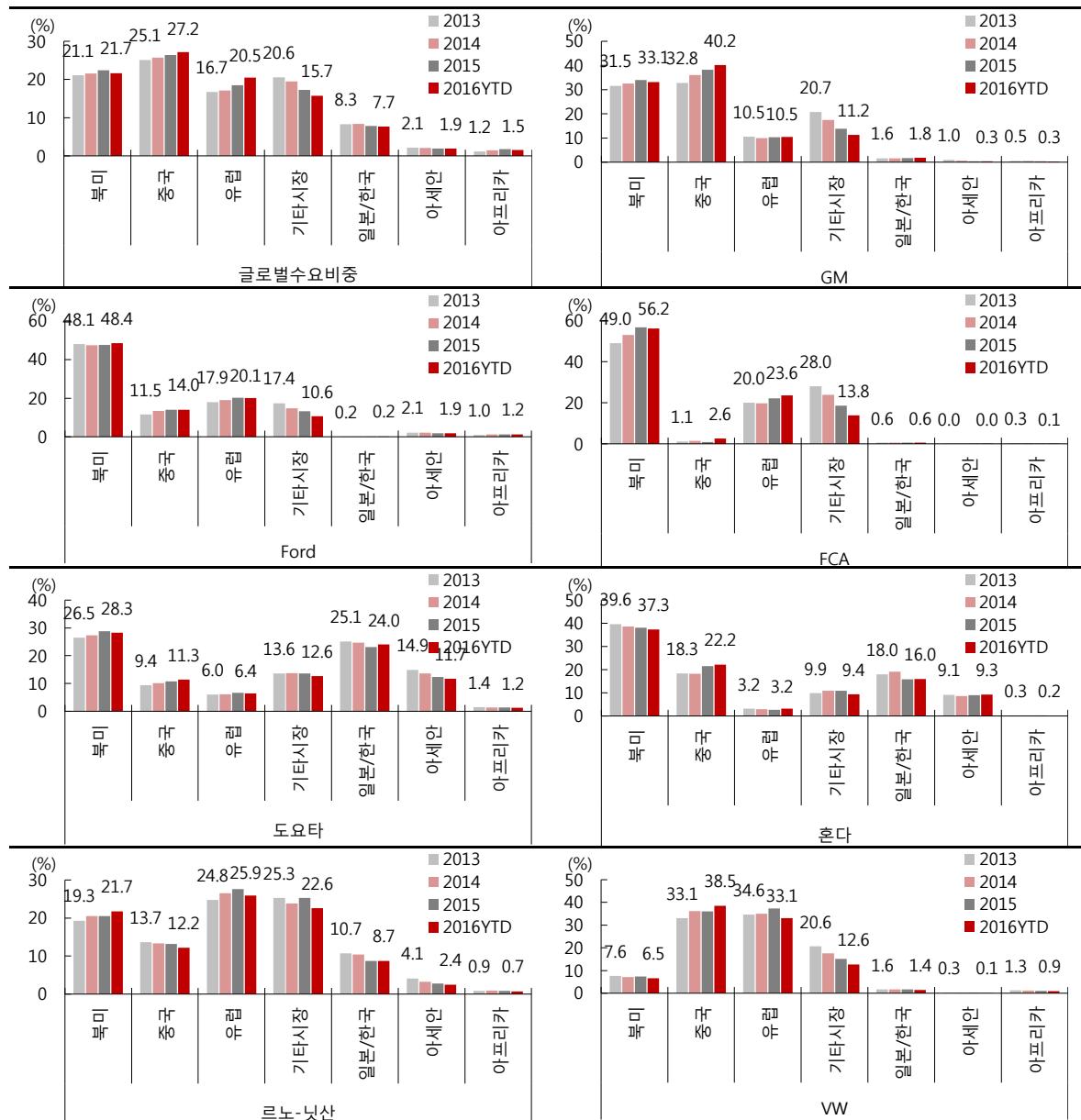


그림. 주요 업체들의 지역별 판매 비중 - 미국과 중국 등 지역별 수요변화 여부가 개별기업에 미치는 영향은 상이해질 전망



주: 기타시장 = 중남미 + 기타유럽 + 중동 + 인도 자료: Bloomberg, SK 증권

1. 기타시장의 부진과 회복을 논하지만

기타시장에 대한 관심과 우려

: 과거 실적부진의 원인이라

향후 수요의 우려요인?

2016년 상반기를 마감하고 하반기를 맞이하는 시점이다. 언젠가부터 자동차산업에서 주된 관심사가 아니었던 기타시장(Rest Of World)이 거론되는 빈도가 늘고 있다. 회자 되는 다양한 이유들이 있겠지만 요약하면 14년 하반기부터 현대차그룹의 실적부진 요인으로 작용했었고, 향후에도 추가적인 수요둔화 가능성에 대한 우려가 있기 때문일 것이다.

실제로 16년 6월을 기점으로 종료된 개별소비세 인하 정책으로 인해 하반기 내수에 대한 걱정이 큰 상황에서 주요 수출처였던 기타시장의 수요둔화가 지속된다면 국내공장 생산 정책에도 영향을 미칠 수 있다.

그림 1. 자동차내수 판매 추이 - 개별소비세 인하 정책이 종료되는 하반기 내수수요에 대한 우려

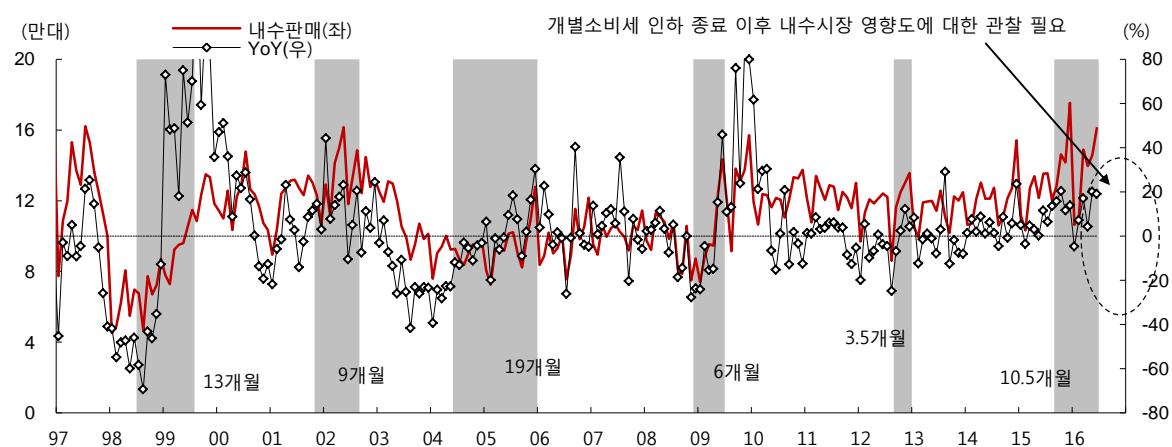


그림 2. 현대차 그룹 내수/수출 생산과 수출 비중 추이

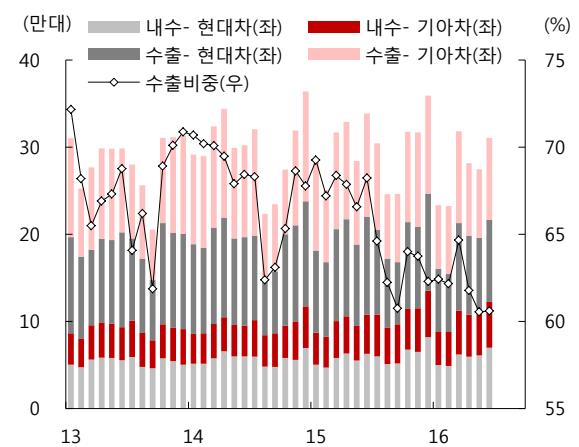
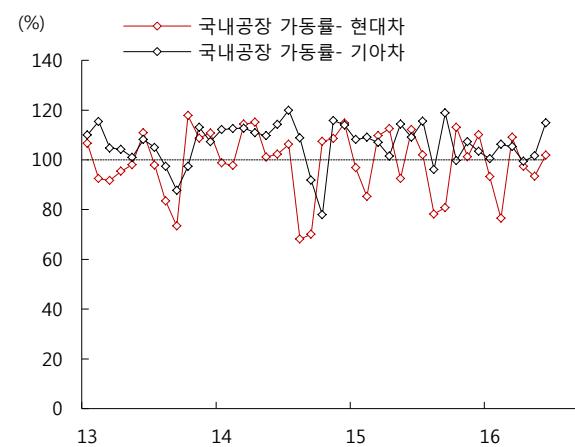


그림 3. 국내공장 가동률 - 현대차, 기아차



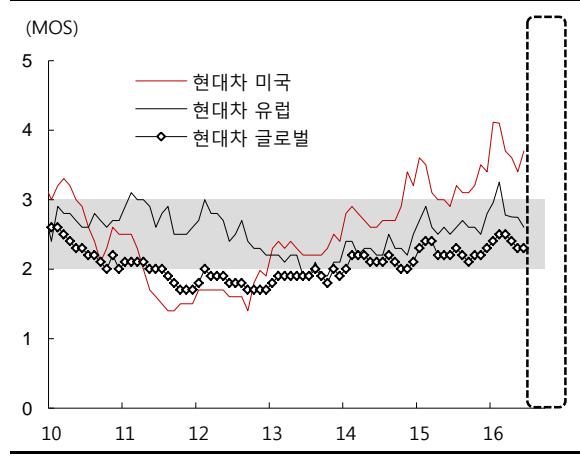
**기타시장의 부진이 지속된다면,
국내공장 가동률 유지의 경우
재고와 인센티브 부담 증가**

다른 주요 지역에 대한 기대 혹은 우려는 잠시 접어두고, 기타시장의 수요부진이 지속된다면 어떤 여파를 끼칠지 고민해보자.

만약 기타시장의 부진이 계속된다면, 가장 먼저 생산과 판매가 부진했던 현대차의 브라질, 러시아법인과 신규로 가동되는 기아차 멕시코 공장의 가동률에 대한 우려가 지속될 수 밖에 없다. 또한 수출 수요처에 대한 우려는 그간 내수생산을 통해 가동률을 유지할 수 있었던 국내공장에도 부담요인으로 작용한다.

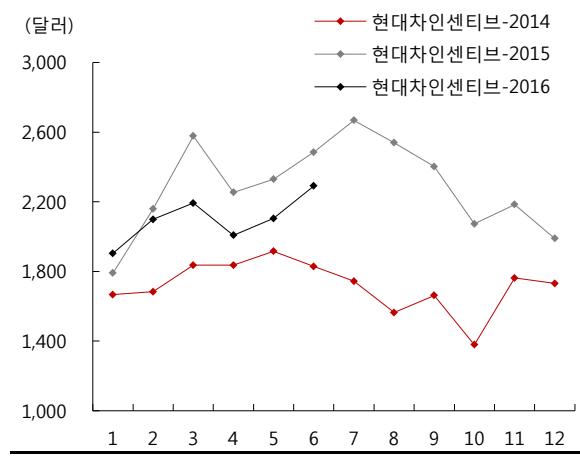
만약 하반기 국내 공장 가동률을 유지하는 방향으로 정책이 결정된다면, 수출에 대한 부담감이 재차 발생하며 16년 들어 점진적으로 감소했던 재고수준이 다시 상승할 수 있고, 판매촉진을 위해 인센티브 지출이 커질 가능성성이 높다.

그림 4. 재고 추이 - 현대차



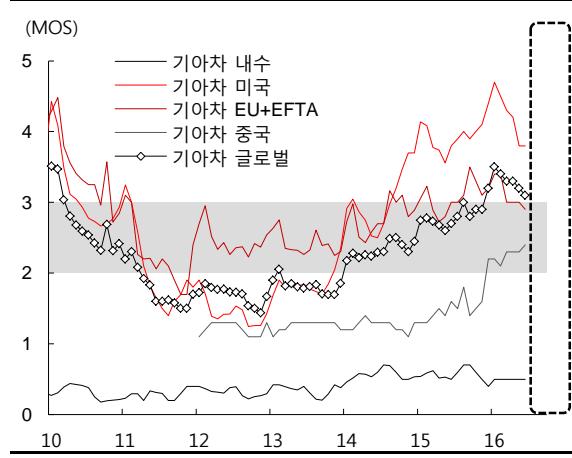
자료: 현대차, SK 증권

그림 6. 미국 인센티브 추이 - 현대차



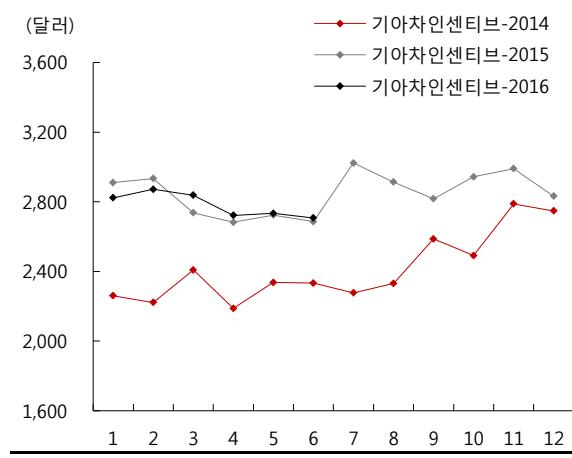
자료: Autodata, SK 증권

그림 5. 재고 추이 - 기아차



자료: 기아차, SK 증권

그림 7. 미국 인센티브 추이 - 기아차



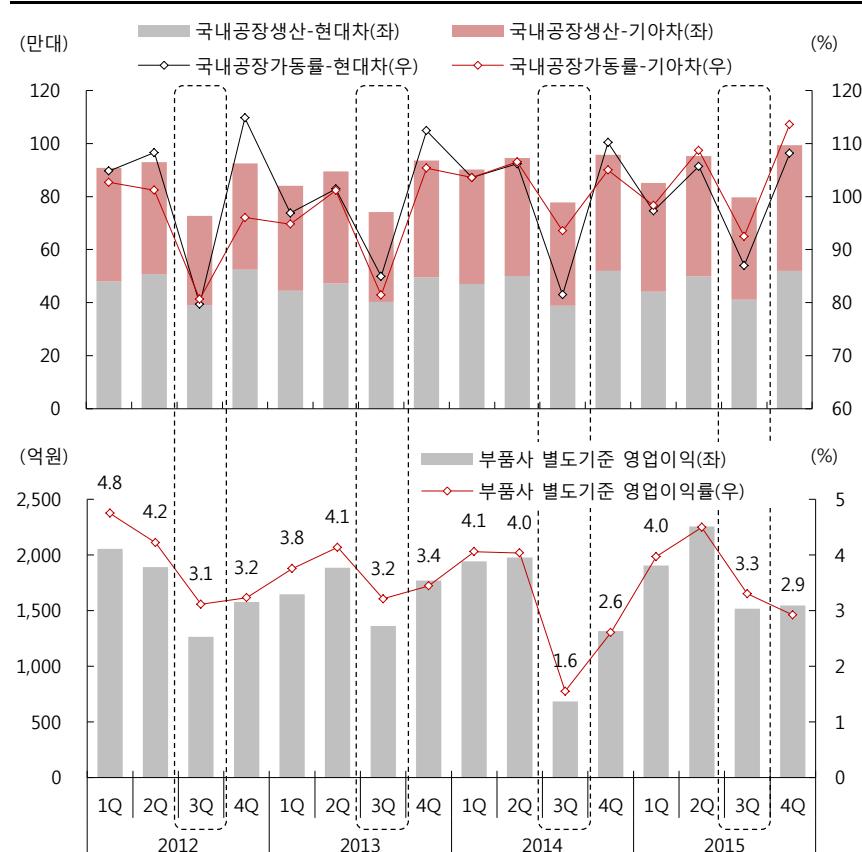
자료: Autodata, SK 증권

재고수준과 추가적인 인센티브 경쟁 우려로 인해 국내공장 가동률을 낮출 가능성도 있다. 이럴 경우에는 일차적으로는 가동률 저하로 인한 고정비 부담이 국내공장 이익에 영향을 줄 수 밖에 없다.

국내공장 가동률 하락은 결국 부품사의 실적에도 영향

또한 현대, 기아차의 실적에서 끝나지 않고, 완성차그룹의 국내공장 생산량에 영향을 받는 부품사들 실적에도 부정적으로 작용할 가능성이 높다. <그림 8>에서처럼 부품사들의 국내공장 실적의 경우, 완성차그룹의 파업과 휴가 등으로 인한 생산량 감소와 실적 악화가 있을 때마다 수익성이 하락하는 모습을 보여왔다. 하반기 기타시장 수요회복 여부에 따른 나비효과가 2~3 차 벤더에게까지 영향을 미칠 수 있는 것이다.

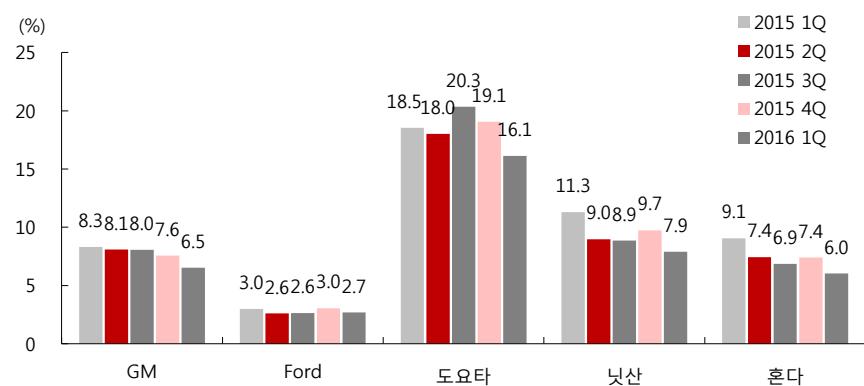
그림 8. 완성차 생산량과 밀접한 관계를 보여왔던 부품사 국내 별도 실적



자료: 현대차, 기아차, Quantwise, SK 증권

기타시장에 대한 우려가 많긴 하지만 다른 관점에서 생각해야 하는 부분은 경쟁 글로벌 업체들도 기타시장이라고 정의하는 지역이 있고, 또한 <그림 9>에서처럼 주요 업체들의 기타시장 판매비중도 현대차그룹처럼 점차 낮아지고 있다는 점이다. 결국 고민할 부분은 1)유독 현대, 기아차 기타시장의 판매 우려만 부각되는 이유는 무엇일까? 라는 것과 2)업체마다 기타시장을 모두 동일하게 정의하고 있는가? 라는 점이다.

그림 9. 글로벌 주요 업체 기타시장 판매비중 – 기타시장의 비중 감소는 현대차 그룹만의 이슈는 아님



자료: 각사, Markline, SK 증권

기타시장에 대한 고민

- 1)기타시장은 어디이며
- 2)최근 수요와 동향은
- 3)부진의 원인은 본업인가 환경인가
- 4)회복가능한가
- 5)가능하다면 어떤 영향이 있을까

기타시장에 대해서 다양한 이야기를 하지만, 이제 중요성이 커진만큼, 막연히 알고 있던 부분에 대한 정리가 필요하다는 생각이다. 과연 1)기타시장이라고 불리는 지역과 국가는 어디이며 어떻게 구분할지, 2)해당 지역의 최근 자동차 수요와 동향은 어떤지, 3)현대차 그룹의 수출부진은 수요의 문제 혹은 경쟁심화였는지 아니면 제품력의 문제였는지, 4)향후 회복 가능성은 존재하는지, 5)가능하다면 추가와 실적에 어떤 영향이 있을지 미리 점검할 필요가 있다.

2. 기타시장 개요와 동향

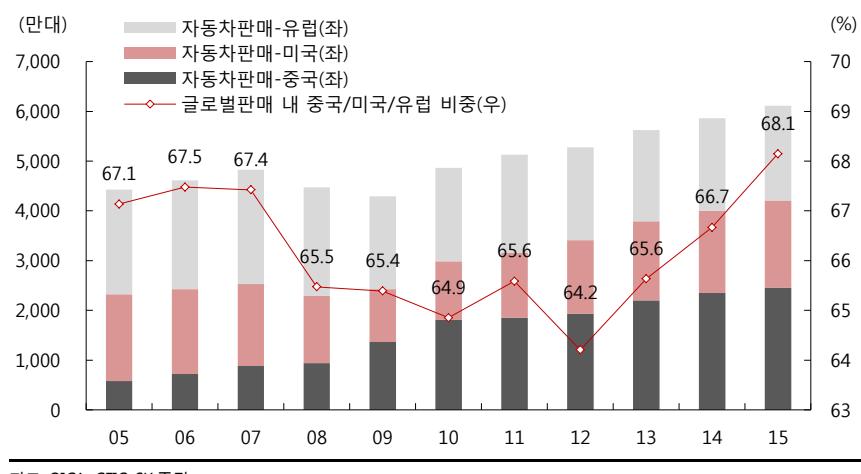
1) 기타시장 개요 및 구분

글로벌 자동차 주요 3 개 시장은
중국/미국/유럽으로
2015년 기준 68.1% 차지

자동차산업수요에서 가장 높은 비중을 차지하는 지역은 중국, 미국, 유럽의 3 대 시장이다. 집계기관마다 차이는 있지만 2015년 기준으로 해당 지역이 전체수요에서 차지하는 비중은 약 68.1%였다. 중국은 2009년 이후부터 Motorization 이 시작되며 큰 폭의 수요증가가 진행되었고, 미국과 유럽은 금융위기 이후 시차를 두고 수요회복이 진행되었다. 최근에는 러시아, 브라질 등의 신흥국 수요가 둔화/감소되며 이들 지역이 차지하는 비중은 더욱 높아진 모습이다.

그렇다면 나머지 30% 초반을 차지하는 시장은 어떻게 구성되어 있을까? 집계기관마다 상이하지만 매월 판매대수를 공표하는 LMC Automotive에서는 자동차시장을 <표 1>에서처럼 분류하고 있다.

그림 10. 주요 자동차 시장인 중국, 유럽, 미국 판매량 및 글로벌 내 비중 추이



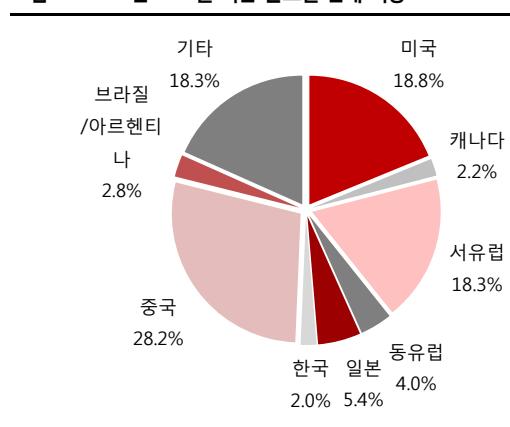
자료: OICA, CEC, SK 증권

표 1 지역별 수요 분류 - LMC 기준

	2016.06	2015.06	YoY
글로벌	7,968,186	7,552,491	5.5%
미국	1,512,626	1,475,062	2.5%
캐나다	191,088	177,686	7.5%
서유럽	1,562,743	1,478,452	5.7%
동유럽	357,384	347,494	2.8%
일본	408,280	434,900	-6.1%
한국	181,962	157,190	15.8%
중국	2,093,348	1,822,729	14.8%
브라질/아르헨티나	216,463	259,329	-16.5%
기타	1,444,293	1,399,649	3.2%

자료: LMC, SK 증권

그림 11. 2016년 1~6월 기준 글로벌 판매 비중



자료: LMC, SK 증권

LMC Automotive 기준보다 지역별/국가별 구분을 조금 더 세분화하면, 아래 <표 4>처럼 분류가 가능하다. 글로벌 3 대 시장인 중국, 미국, 유럽과 한국, 일본, 호주 등의 단일국가를 제외한다면, 기타시장은 크게 1) 브라질, 멕시코가 속해있는 중남미, 2) 러시아가 포함된 기타유럽(유라시아), 3) 인도/남아시아, 그리고 흔히 아중동으로 통칭되고 있는 4) 중동, 5) 아프리카, 6) 동남아(아세안)로 구분할 수 있다.

기타시장 구분과 비중(16.1H 기준)

- 중남미(5.8%)
- 기타유럽(2.9%)
- 인도/남아시아(4.0%)
- 중동(3.4%)
- 아프리카(1.9%)
- 동남아(1.5%)

표 2. 글로벌 지역 및 주요 국가별 판매대수 및 판매비중 – 2014, 2015, 2016년 상반기 기준

지역		2014	2015	2016.1H	2014	2015	16.1H
글로벌수요		85,107,430	86,091,246	44,272,629	100.0	100.0	100.0
북미	전체	18,326,832	19,270,377	9,589,461	21.5	22.4	21.7
	미국	16,523,548	17,468,935	8,643,172	19.4	20.3	19.5
	캐나다	1,803,284	1,801,442	946,289	2.1	2.1	2.1
중남미	전체	6,447,399	5,610,722	2,556,481	7.6	6.5	5.8
	브라질	3,325,983	2,478,521	951,831	3.9	2.9	2.1
	멕시코	1,135,409	1,351,647	721,820	1.3	1.6	1.6
	아르헨티나	656,255	625,687	323,394	0.8	0.7	0.7
	칠레	330,042	260,851	139,350	0.4	0.3	0.3
유럽	전체	14,543,988	15,909,569	9,060,167	17.1	18.5	20.5
	독일	3,270,781	3,449,083	1,863,075	3.8	4.0	4.2
	영국	2,806,191	3,014,499	1,616,473	3.3	3.5	3.7
	프랑스	2,167,952	2,296,645	1,318,451	2.5	2.7	3.0
	이탈리아	1,460,516	1,688,780	1,114,117	1.7	2.0	2.5
	스페인	968,733	1,188,810	710,331	1.1	1.4	1.6
기타유럽	전체	3,764,014	3,008,326	1,286,386	4.4	3.5	2.9
	러시아	2,470,703	1,605,654	672,031	2.9	1.9	1.5
	터키	768,631	968,017	438,817	0.9	1.1	1.0
아시아	전체	33,790,635	34,259,219	17,858,574	39.7	39.8	40.3
	중국	21,891,533	22,743,749	12,029,575	25.7	26.4	27.2
	일본	5,490,470	4,942,588	2,493,871	6.5	5.7	5.6
	한국	1,636,017	1,804,048	920,077	1.9	2.1	2.1
	ASEAN	1,809,215	1,678,251	855,314	2.1	1.9	1.9
	호주	1,086,249	1,131,611	583,435	1.3	1.3	1.3
인도/남아시아	전체	3,352,064	3,377,740	1,752,438	3.9	3.9	4.0
	인도	3,137,894	3,159,318	1,617,428	3.7	3.7	3.7
중동	전체	3,243,670	3,098,268	1,495,725	3.8	3.6	3.4
	GCC	1,683,100	1,659,762	706,056	2.0	1.9	1.6
	이란	1,153,299	1,080,131	585,159	1.4	1.3	1.3
	사우디	794,715	791,750	349,950	0.9	0.9	0.8
	이스라엘	238,074	264,089	153,447	0.3	0.3	0.3
아프리카	전체	1,284,741	1,556,275	673,397	1.5	1.8	1.5
	남아프리카	615,766	589,138	259,447	0.7	0.7	0.6

자료: 각국협회, Markline, 산업자료, SK 증권

주: 협회 및 차종 분류에 따라 집계기관마다 차이 발생

2) 기타시장 최근 동향

기타시장에서 가장 특징적인 변화는 앞선 <표 2>에서 확인할 수 있듯이 14년 대비 중남미/기타유럽/중동의 수요가 차지하는 비중이 축소되었다는 점이다. 2014년과 2016년 상반기를 비교했을 때, 중남미 1.8%p, 기타유럽 1.5%p, 중동 0.4%p 감소했다.

글로벌 수요가 중국의 성장과 유럽의 회복에 힘입어 증가한 영향도 있겠지만, 기타시장에서의 절대적인 판매대수가 지속적으로 감소하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다(<그림 12>). 우리는 판매량 감소의 주요인은 해당 시장의 경기와 수요에 큰 영향을 미치는 유가를 필두로 한 주요 원자재 가격의 하락이라 판단한다.

그림 12. 월별판매 추이 - 판매량 감소가 커던 중남미/기타유럽/중동

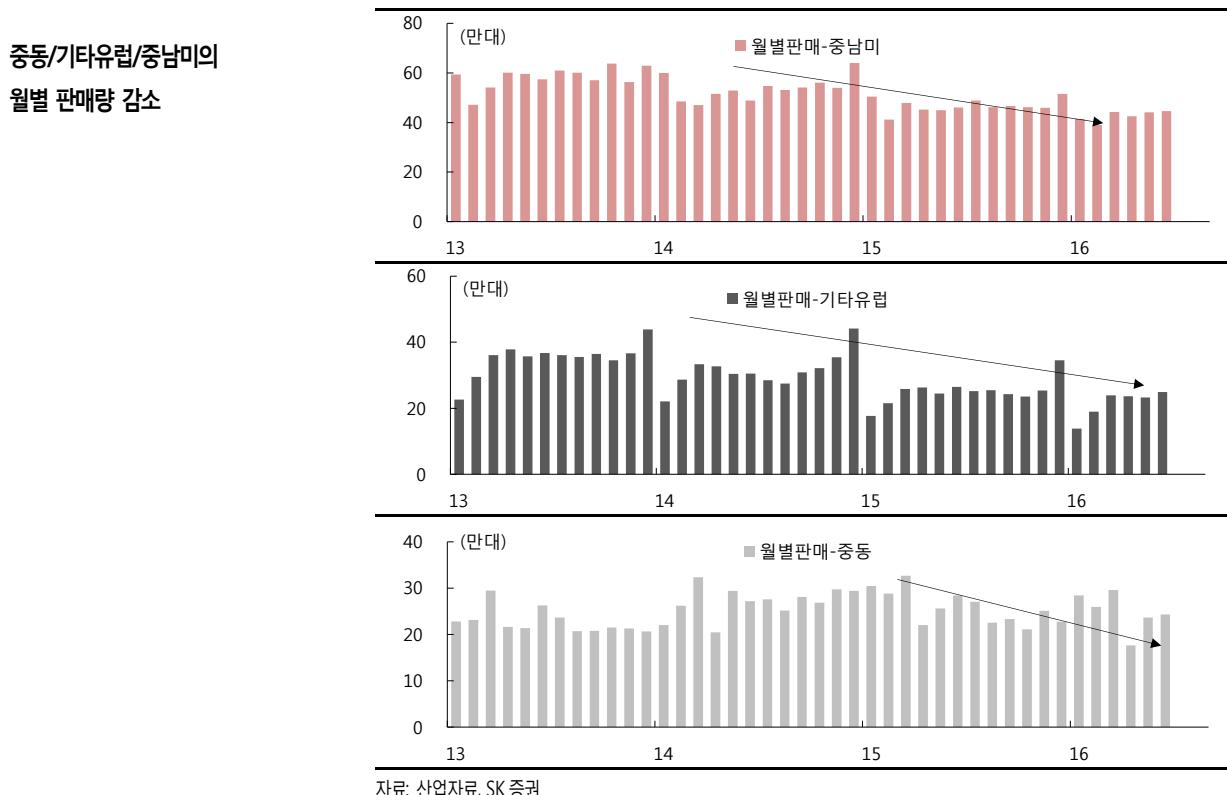
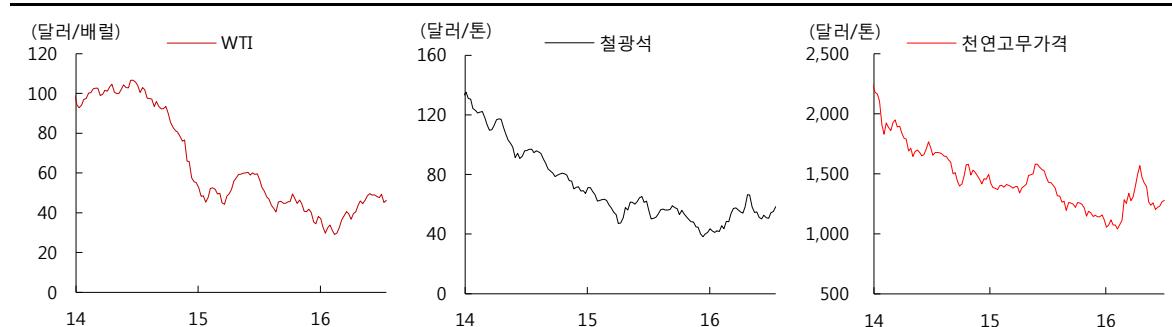


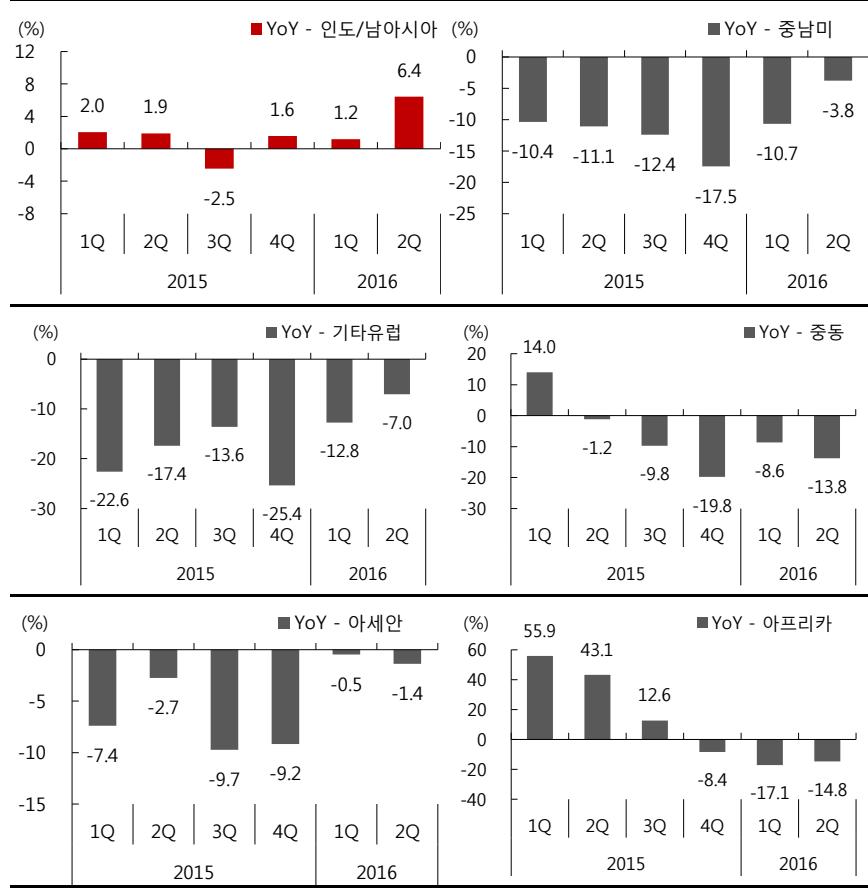
그림 13. 유가/철광석/천연고무 가격 추이 – 기타시장의 경기와 자동차 수요에 영향을 미치는 주요 원자재 가격의 하락 진행



특히 원자재 가격에 따른 영향은 15년 이후 산업수요에 크게 반영되는 모습이다. 2015년 중반을 기점으로 비중변화가 미미하게 느껴졌던 다른 기타시장들도 인도/남아시아를 제외하고는 모두 원자재 가격이 급락한 시점부터 전년 동기 대비 수요가 크게 감소하였다. 금융위기 당시 미국과 유럽의 수요가 각각 최대 33.2%, 38.6%까지 감소한 경험 있으나 이슈의 중요도와 수요둔화기간을 감안한다면, 15년 이후 기타시장의 부진 또한 심각한 수준이었음을 알 수 있다.

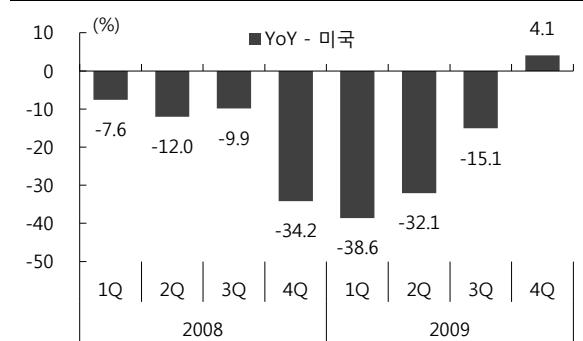
그림 14. 인도/남아시아 지역을 제외한다면 15년 이후 산업수요가 감소했던 기타시장

인도/남아시아 지역을 제외하면
15년 이후 큰 폭의 감소세를
보였던 기타시장



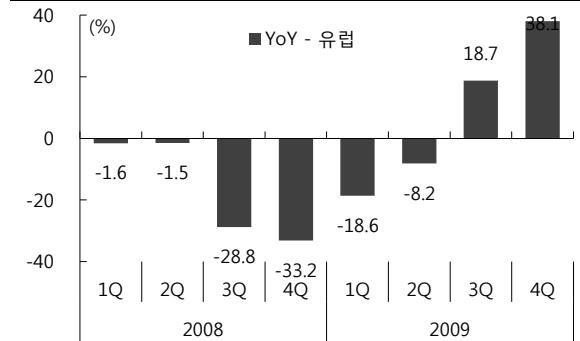
자료: 산업자료, SK증권

그림 15. 미국 분기판매 YoY - 큰 폭의 하락 이후 점진적인 회복



자료: 산업자료, SK증권

그림 16. 유럽 분기판매 YoY - 큰 폭의 하락 이후 점진적인 회복



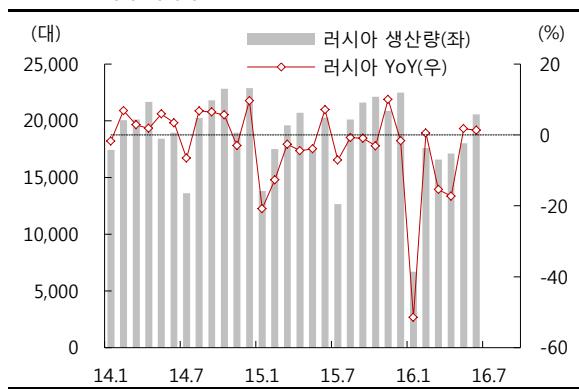
자료: 산업자료, SK증권

기타시장에서의 부진 원인 영향정도

: 본업경쟁력 < 시장수요 감소

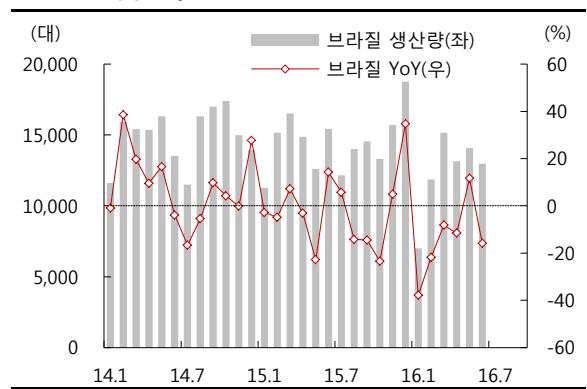
기타시장의 최근 동향을 확인한 이후에 현대차그룹의 그간 부진에 대해서 다시 생각해 보자. 1)현대차의 러시아, 브라질 법인의 생산량이 감소하고, 2)국내공장에서 중남미, 중동 중심으로의 수출이 감소하고, 그로 인해 북미와 EU 향 수출 비중이 증가한 것은 사실이다. 하지만 기타시장의 수요감소폭이 현대차 생산법인의 생산량 감소폭이 컸다는 점, 그리고 수출량 감소의 다른 원인이 내수호조에 기인했다는 점을 감안할 필요가 있다. 기타시장에서의 부진이 본업에서의 경쟁력 약화인가, 해당 지역의 수요 감소인가라는 점을 생각한다면, 후자의 영향력이 조금은 더 컸다는 판단이다.

그림 17. 현대차 러시아법인 생산



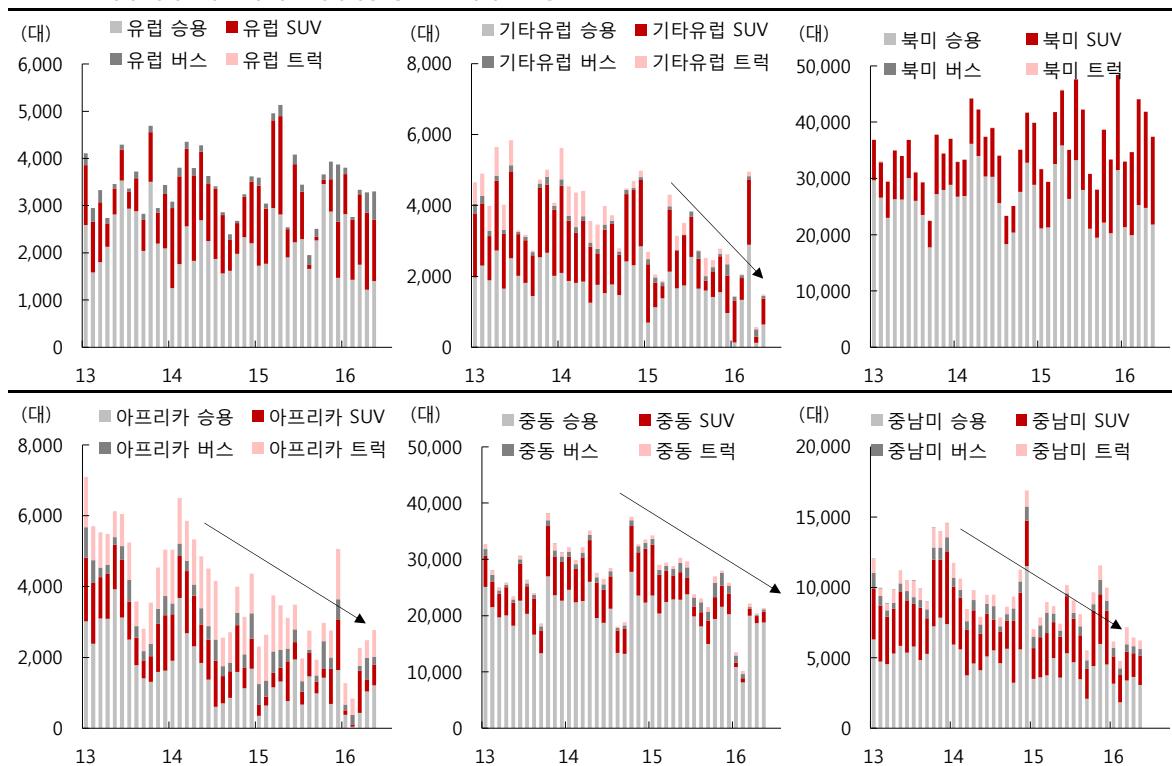
자료: 현대차, SK 증권

그림 18. 현대차 브라질 법인 생산



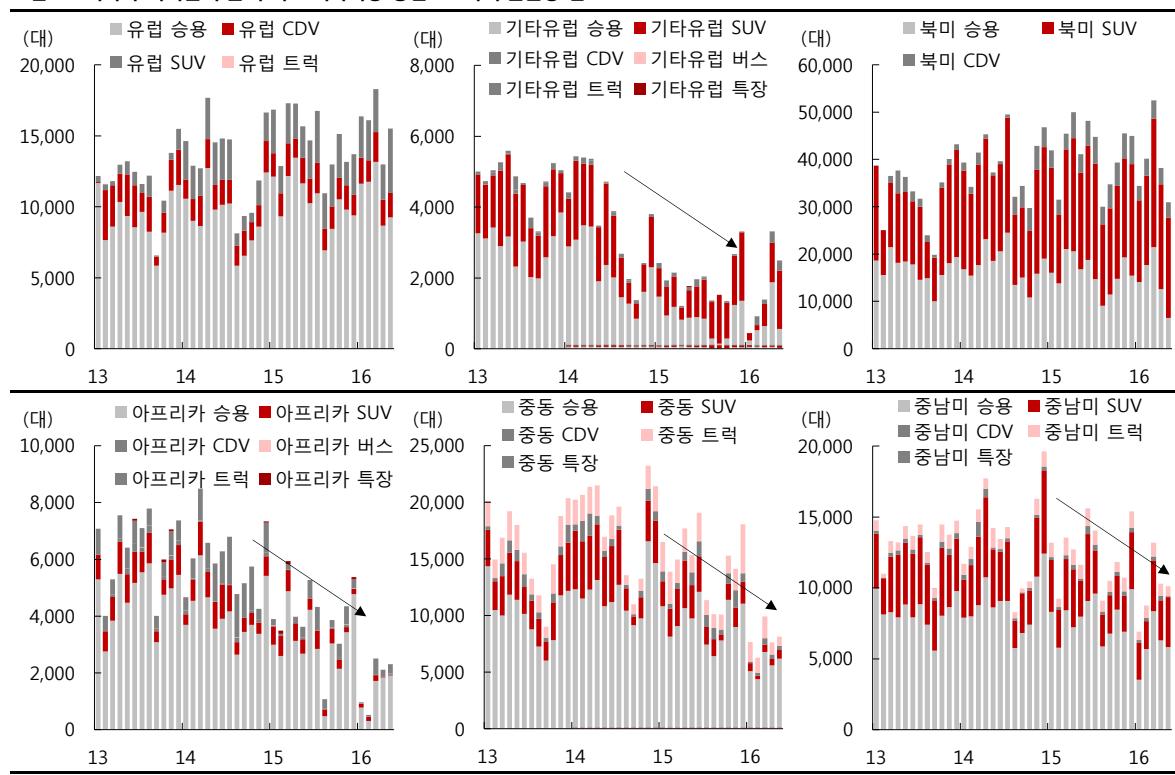
자료: 현대차, SK 증권

그림 19. 현대차 지역별 수출 추이 - 기타시장 중심으로의 수출물량 감소



자료: 현대차, KAMA, SK 증권

그림 20. 기아차 지역별 수출 추이 – 기타시장 중심으로의 수출물량 감소



자료: 기아차, KAMA, SK 증권

3. 그렇다면 기타시장은 왜 중요해졌을까?

그동안 기타시장(Rest Of World)은 명칭처럼 자동차 산업 분석에서 다소 소외되어 왔다. 70%대에 가까운 비중을 차지하는 주요 자동차시장만 분석해도 충분했었고, 기타시장의 공식적인 판매량과 차종 등의 데이터를 접하기 어려울 뿐 아니라 언론 등을 통한 소식도 많지 않았다는 이유가 있을 것이다.

최근 기타시장은 왜 중요해졌나?

- 1) 하반기 글로벌 자동차수요 전망
- 2) 현대차그룹 내 실적과 모멘텀

그렇다면 최근 들어 기타시장에 대한 관심이 높아진 이유는 무엇일까? 당사에서는 1) 하반기 글로벌 자동차 수요라는 측면과 2) 기타시장이 현대, 기아차의 하반기 이후 실적과 모멘텀에서 차지하는 중요도가 높아졌기 때문으로 판단한다.

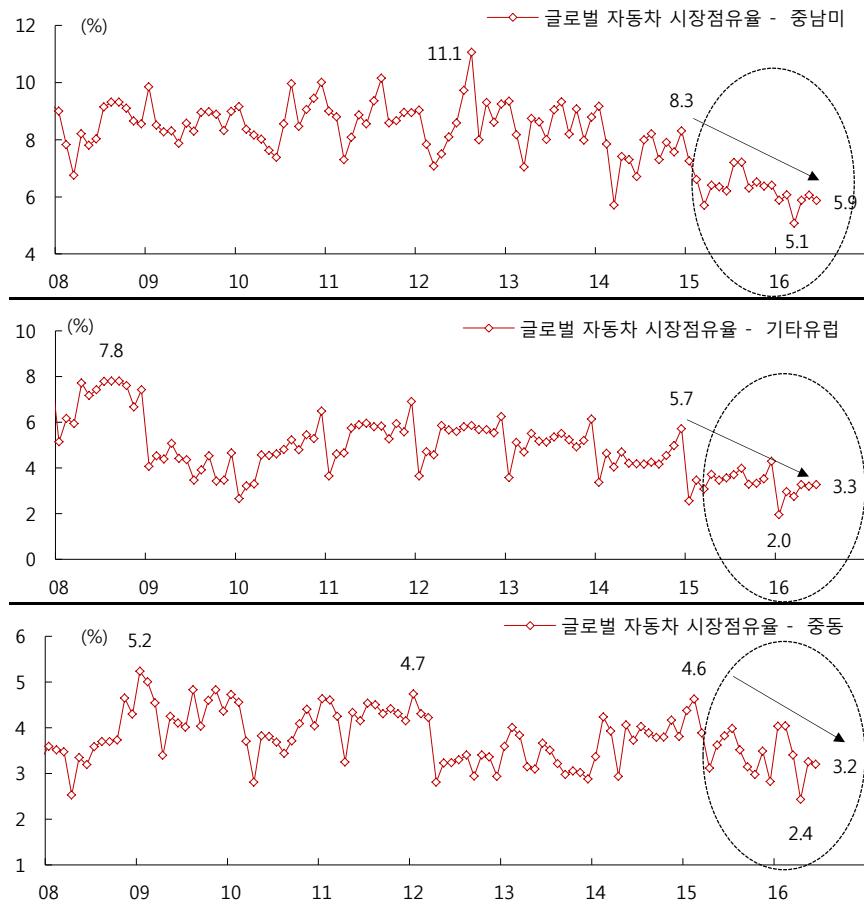
첫 번째로 글로벌 수요에서 기타시장의 중요성이다. 일단 앞선 <표>에서 확인했듯이 기타시장이 전체 자동차 산업수요에서 차지하는 비중은 과거 대비 낮아졌다. 특히 중동, 기타유럽, 중남미 지역은 <그림 21>에서처럼 15년 초 이후 비중이 급격히 낮아졌다. 해당 지역 모두 역사적 저점 수준의 글로벌 시장 점유율을 기록하고 있다는 점을 감안한다면 앞으로는 기저효과와 수요회복시점에 대해서 고민할 필요가 있다.

그림 21. 주요 지역별 글로벌 자동차 시장점유율 추이 - 중남미/기타유럽/중동

지역별 글로벌 자동차점유율

: 15년 이후 급감한 월별 비중
 - 중동(4.6%→2.4%)
 - 기타유럽(5.7%→2.0%)
 - 중남미(8.3%→5.1%)

역사적 저점 수준의 시장점유율,
 회복시점에 대해 고민할 필요



자료: 산업자료 SK 증권

수요라는 관점에서 보면, 앞선 기타시장의 부진에도 불구하고 글로벌 자동차수요를 견인했던 지역이 어디인지 확인할 필요가 있다. 그리고 해당 지역의 성장이 향후에도 지속가능한 성장인지 관심을 가져야 한다.

먼저 15년 이후 글로벌 자동차 수요 성장을 이끌었던 지역은 1)정부 정책이 시행되며 수요가 발생했던 중국/한국과 2)경기가 회복되며 이연된 수요가 발생하고 있는 유럽이었다. 또한 인도/남아시아의 경우, 글로벌 산업수요 대비 높은 성장을 기록하지는 못했지만, 부침이 심했던 다른 기타시장과는 달리 안정적인 수요를 보여주었다.

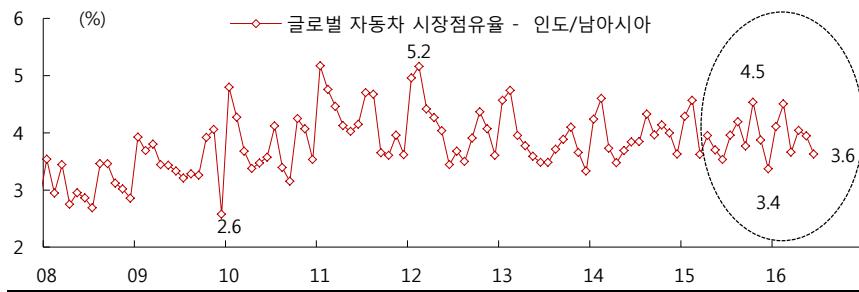
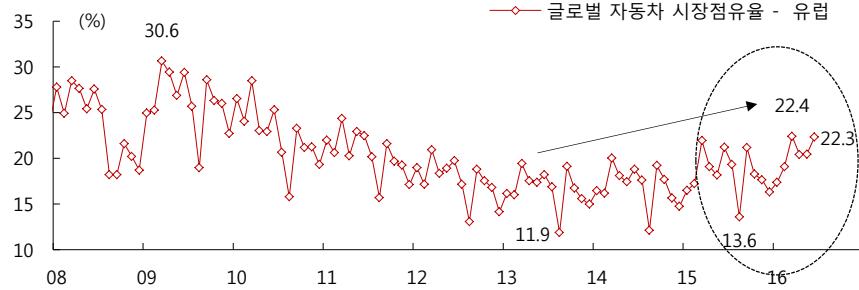
그림 22. 주요 지역 글로벌 자동차 시장점유율 추이 - 중국 / 한국 / 유럽 / 인도/남아시아

기타시장의 판매감소와 달리
유럽/중국 중심으로 성장을 보인
글로벌수요

중국+한국
: 정책에 따른 수요 증가

유럽
: 경기회복에 따른 이연된 수요

인도/남아시아
: 안정적인 수요 지속



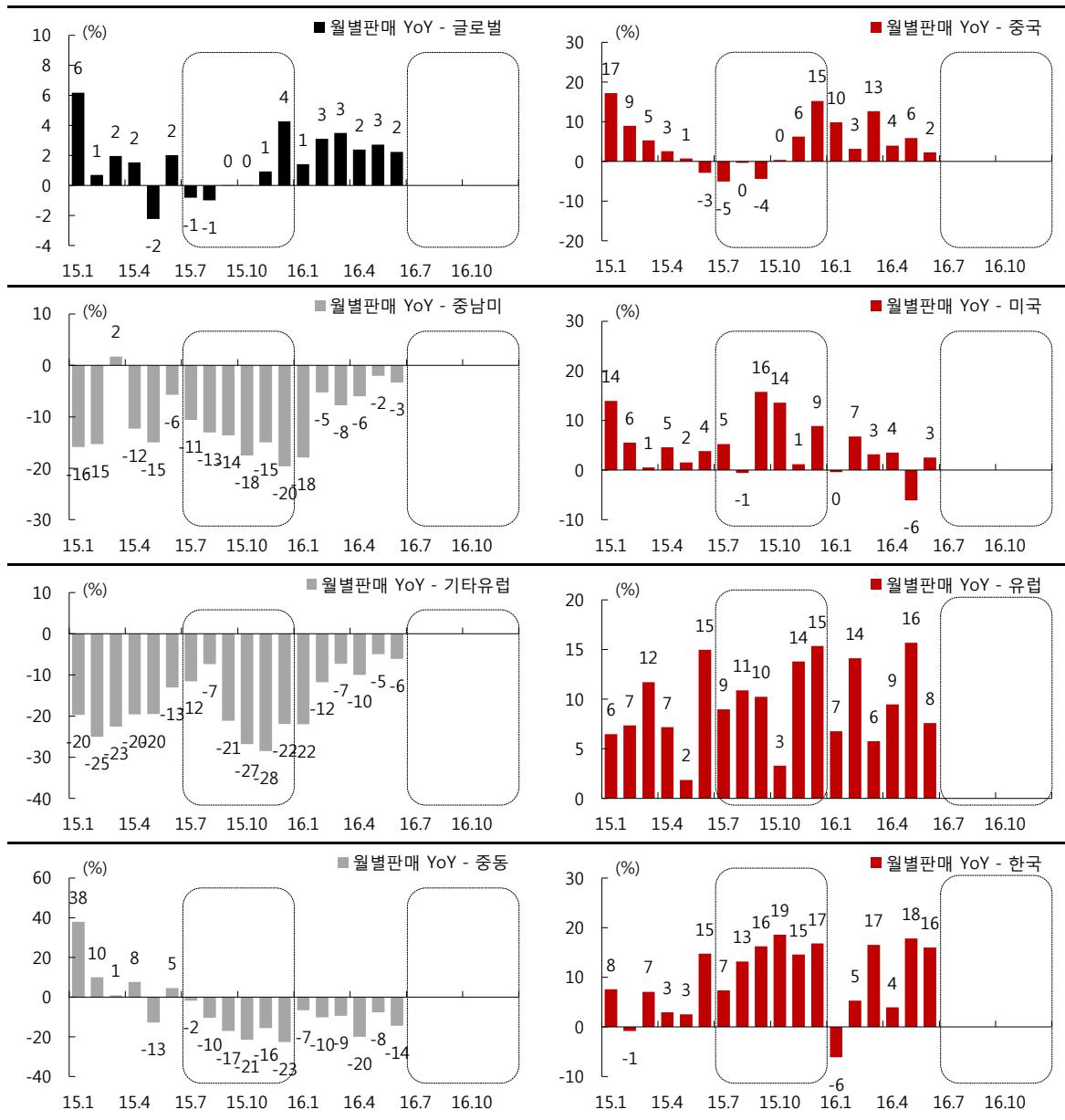
자료 산업자료, SK증권

**15년 하반기 기저효과 감안하면,
기타시장의 회복여부는
자동차수요와 주가에 중요한 요인**

당사에서는 유럽과 인도에서의 성장은 지속될 것으로 판단한다. 하지만 정책효과가 컸던 중국과 한국시장은 정책종료 이후에 단기적으로 수요둔화가 불가피할 가능성이 높다. 결국 과거 대비 수요의 변동성이 낮아진 자동차 산업에서 중요해진 기저효과를 감안하게 된다면 기타시장의 회복여부에 대한 관심은 높아질 수 밖에 없다.

특히 16년 하반기 이후 수요를 전망했을 때, <그림 23>에서처럼 유럽과 중국, 한국뿐만 아니라 미국에서도 높은 기저가 있다는 점을 감안해야 한다. 기타시장의 회복은 해당 지역 판매비중이 높은 업체들의 실적뿐만 아니라 글로벌 자동차 수요 성장과 주가에 주요한 요인으로 작용할 것으로 예상한다.

그림 23. 글로벌 월별판매 YoY - 전년도 판매증감을 감안한다면, 기타시장의 수요회복 여부는 하반기 이후 자동차산업과 주가에 중요한 요인



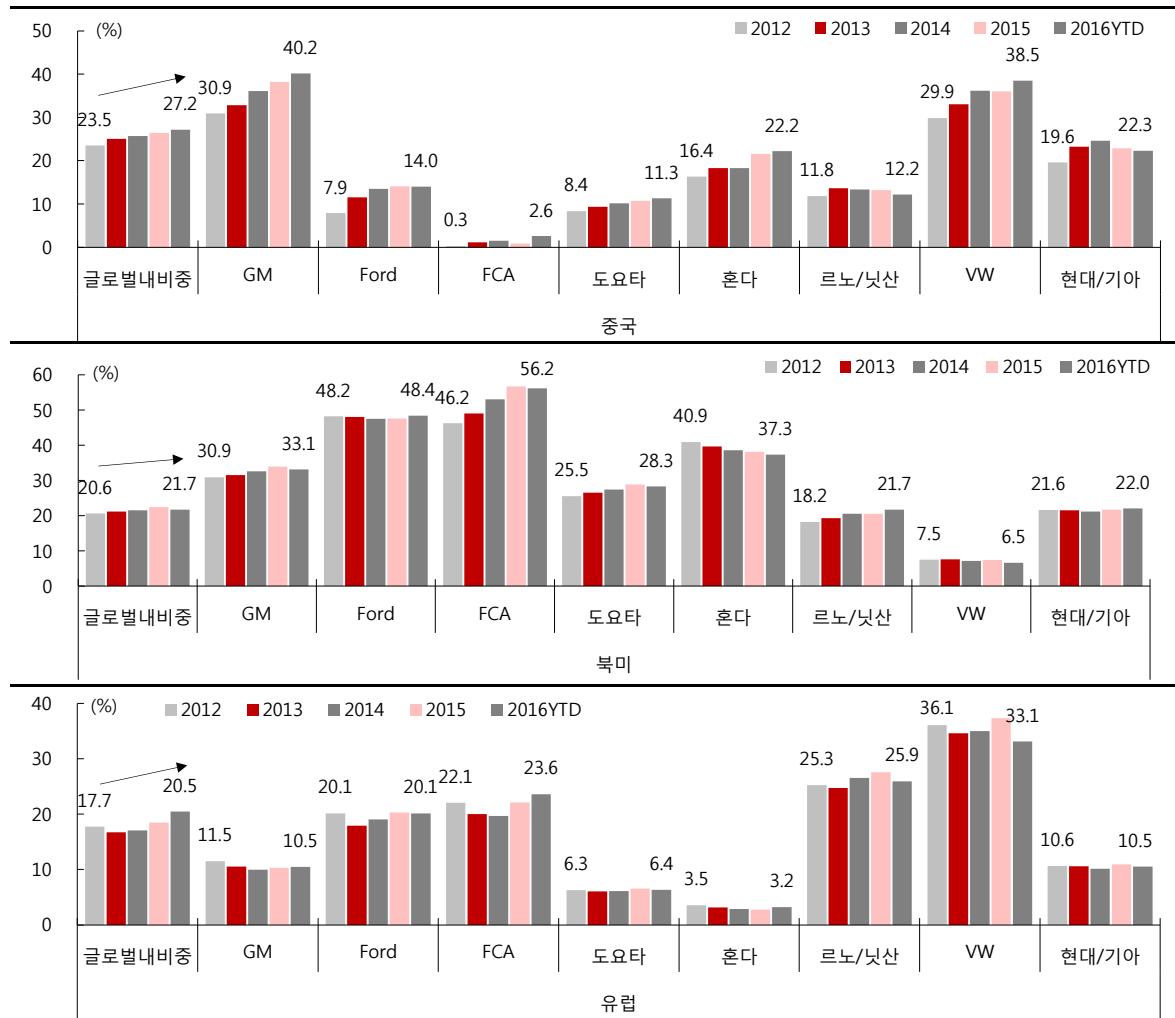
자료: 산업자료, SK증권

두 번째로 중요한 점은 현대차그룹 내에서 기타시장의 중요도이다. 자동차산업은 생산 거점과 판매망, 그리고 소비자 성향에 따라 업체마다 지역별로 다른 판매비중을 보인다. 이를 감안하여 지역별 수요와 판매비중이라는 관점에서 상황을 점검해보자.

먼저 <그림 24>은 글로벌 내에서의 판매비중이 높아졌던 지역이다. 상대적으로 경쟁업체 대비 높은 판매비중을 보이고 있던 중국에서는 SUV 선호현상에 대한 늦은 대응 등으로 인해 판매비중이 오히려 감소했다. 또한 유럽과 미국에서의 판매비중은 유지하였으나 경쟁업체 대비 낮은 판매비중 수준으로 인해 제한적인 효과만 나타났다.

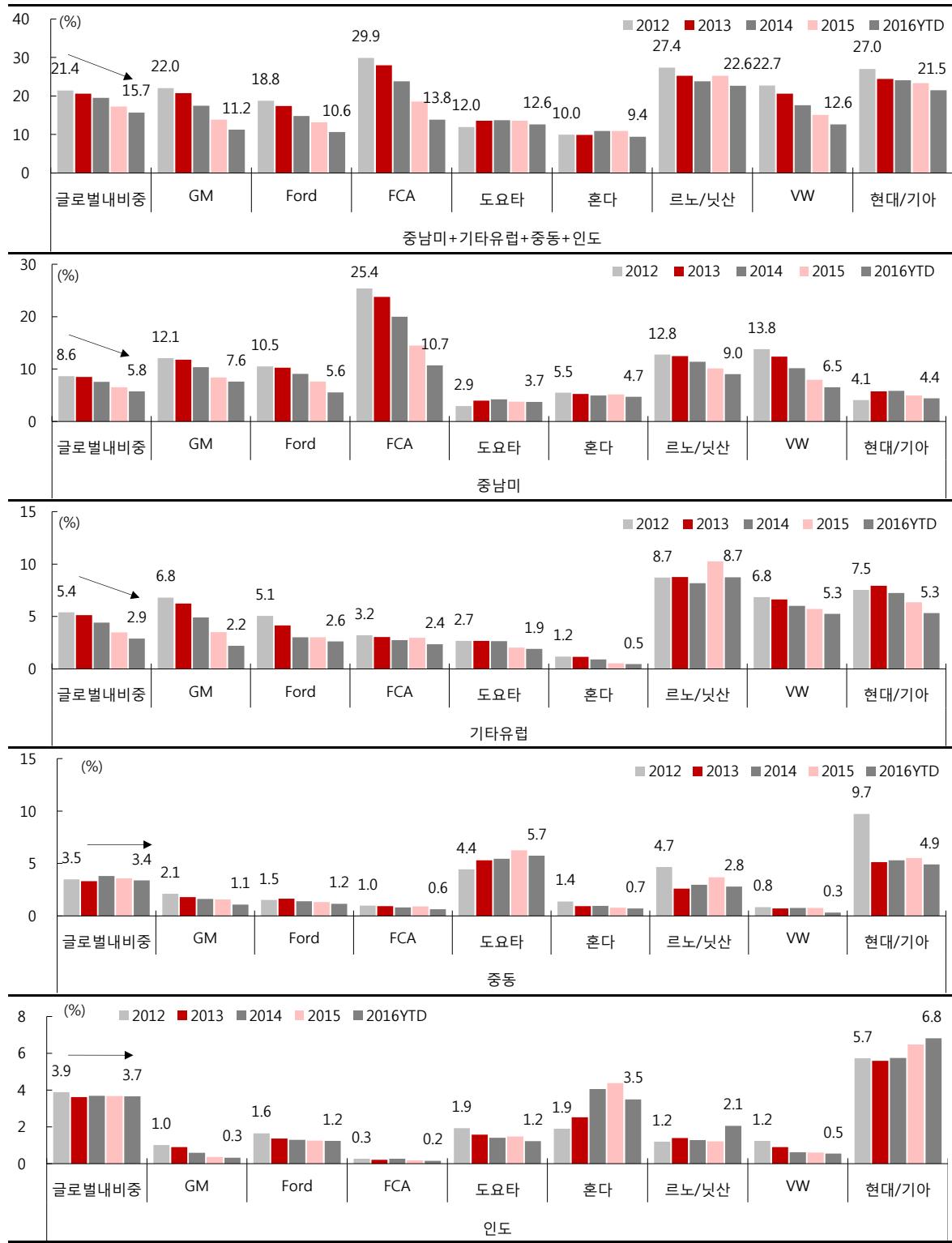
반면 <그림 25>에서처럼 경쟁업체 대비 현대차그룹의 판매비중이 가장 높은 중남미/기타유럽/중동/인도 지역은 오히려 인도를 제외한 다른 지역들의 수요 급감으로 글로벌 판매에서 차지하는 비중이 감소(21.4%→15.7%)하면서 수요부진에 대한 영향을 가장 크게 받고 말았다. 따라서 역설적으로 향후 기타시장의 수요가 회복된다면 현대차그룹은 경쟁업체 대비 높은 성장을 기록할 가능성이 크다.

그림 24. 지역별 산업수요 비중 및 주요 업체들의 판매비중 - 중국/북미/유럽



자료: 산업자료, SK증권

그림 25. 지역별 산업수요 비중 및 주요 업체들의 판매비중 - 중남미/기타유럽/중동/인도

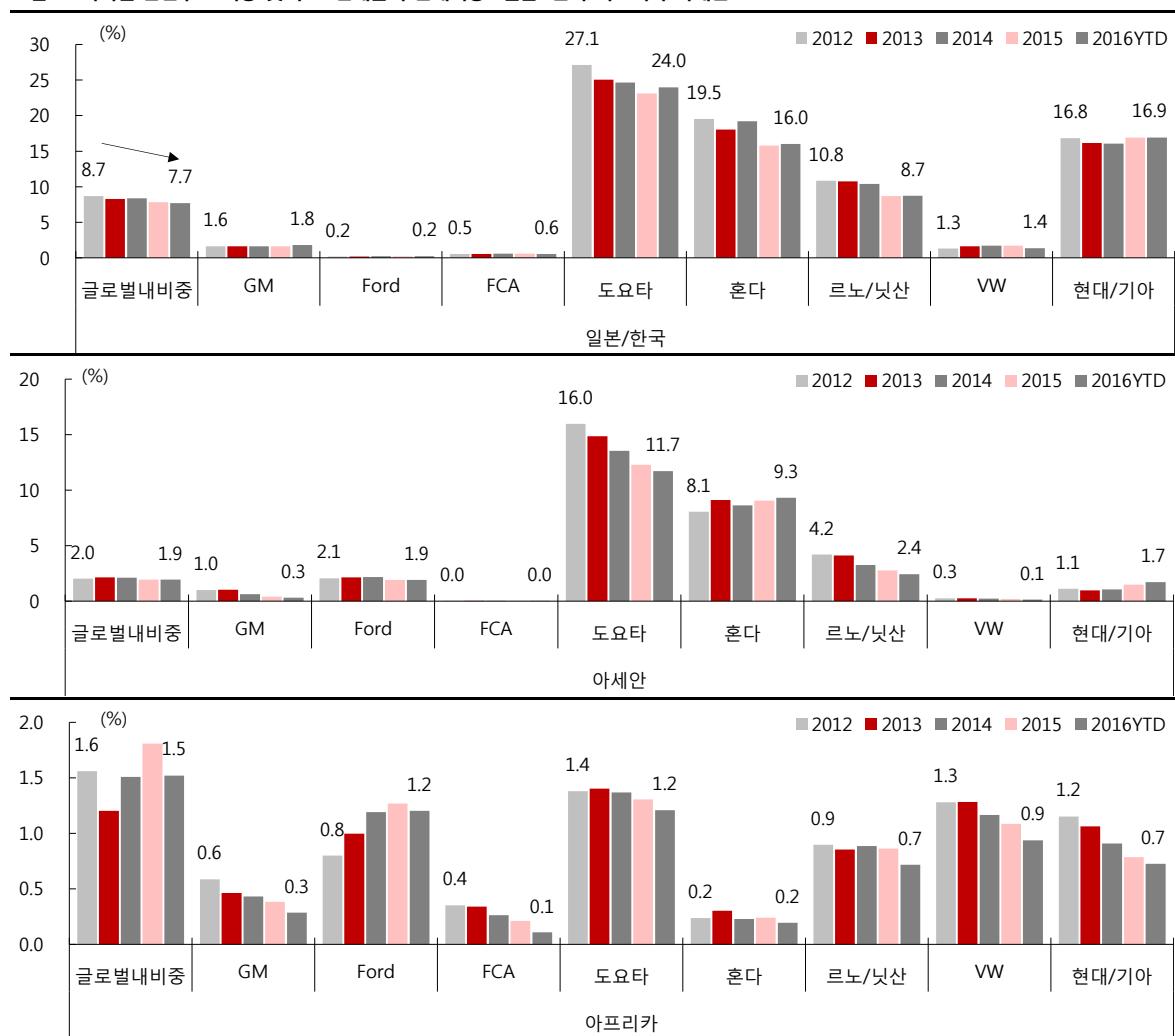


자료: 산업자료, SK 증권

참고로 일본과 한국의 경우, 내수업체들의 영향력이 높으며, 아세안 지역은 일본업체의 독과점 형태가 지속되는 모습이다. 아프리카는 향후 성장성에 대한 기대감을 가질 수는 있겠지만 아직까지는 글로벌 판매와 업체들의 판매에서 차지하는 비중은 현저하게 낮은 상황이다.

이러한 관점에서 다음 장부터는 기타시장에 대한 정의를 현대차그룹의 비중이 미미한 아프리카와 아세안을 제외한 시장으로 제한하기로 한다.

그림 26 지역별 산업수요 비중 및 주요 업체들의 판매비중 -일본+한국/아프리카/아세안



자료: 산업자료, SK 증권

4. 기타시장의 수요회복 가능성, 그리고 대응

1) 수요회복 가능성, 수요는 바닥을 통과했다는 판단

기타시장의 수요 회복은 어떤 이유에서 가능할까. 당사에서는 다음과 같은 이유로 회복에 무게를 둔다.

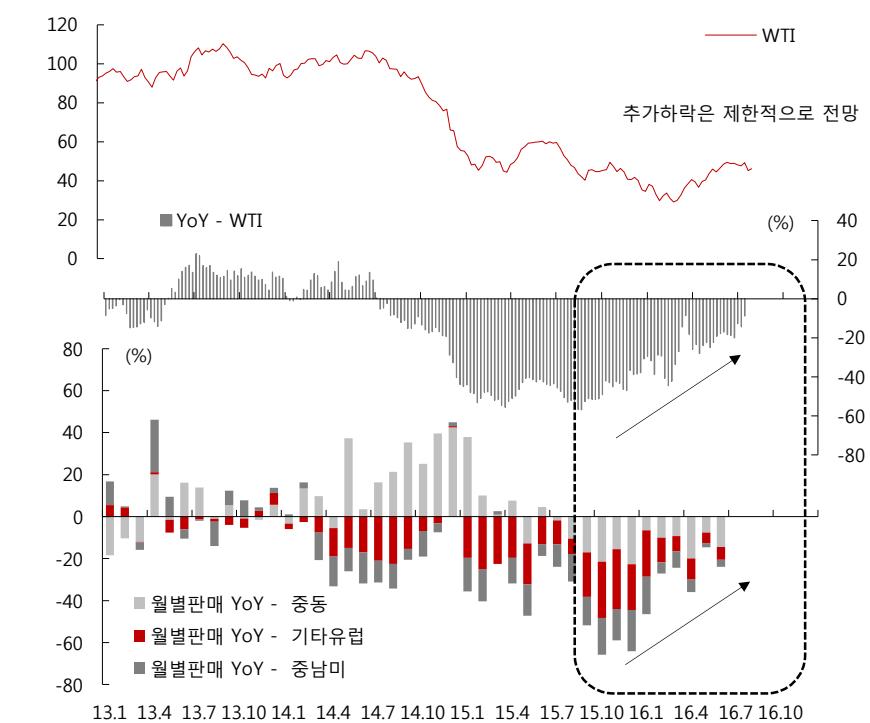
포인트 1. 환경변화. 왜 자동차 수요가 줄었는가에 주목하자.

포인트 1.

**환경변화. 자동차 수요는 왜
줄었는가에 주목**

수요 감소에 가장 큰 영향을 끼쳤던 요인은 바로 원자재 가격의 급락이었다. 반등은 나왔지만 이후 급진적인 상승을 기대할 수도 없는 상황이다. 하지만 당사에서는 추가적인 하락보다는 횡보 혹은 점진적인 상승을 예상한다. <그림 27>에서처럼 15년 연말부터 전년 동기 대비 유가의 하락폭이 감소하면서 기타시장의 수요감소폭 또한 줄어드는 모습을 확인할 수 있다. 유가를 비롯한 원자재 가격의 추가적인 하락가능성이 제한적이라면 수요에서의 기저효과를 기대해볼 수 있다는 판단이다.

그림 27. 원자재 가격 변화와 기타시장 판매대수 변화

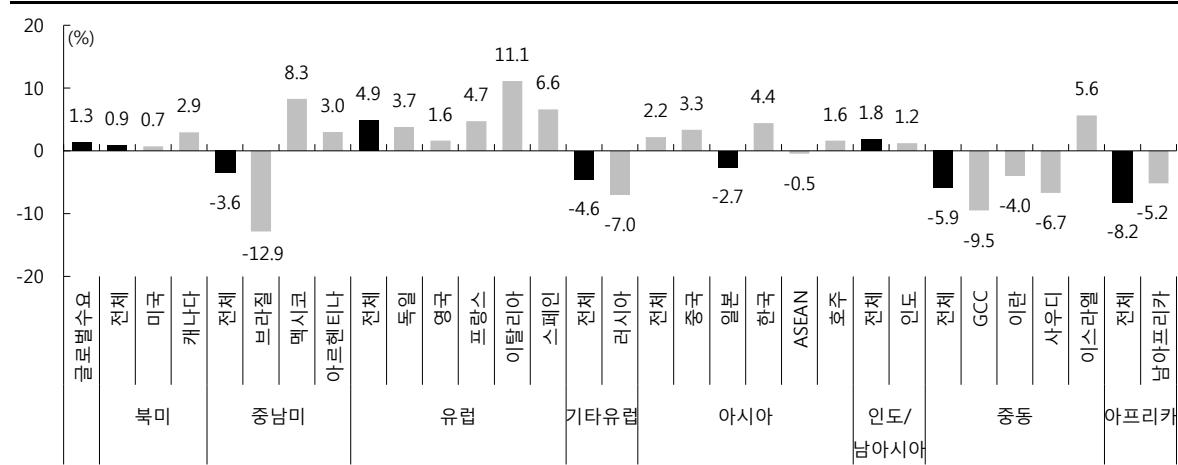


자료: Bloomberg, 산업자료, SK 증권

포인트 2. 교체주기 관점

16년 하반기 수요가 15년 하반기와 동일하다고 가정하자. 즉 모든 지역에서 수요 회복과 감소가 없다는 전제이다. 이러한 가정하에서 16년 연간 수요는 전년 대비 글로벌 +1.3%, 북미 0.9%, 중남미 -3.6%, 유럽 4.9%, 기타유럽 -4.6%, 아시아 2.2%, 인도/남아시아 1.8%, 중동 -5.9%, 아프리카 -8.2%의 증감을 보인다.

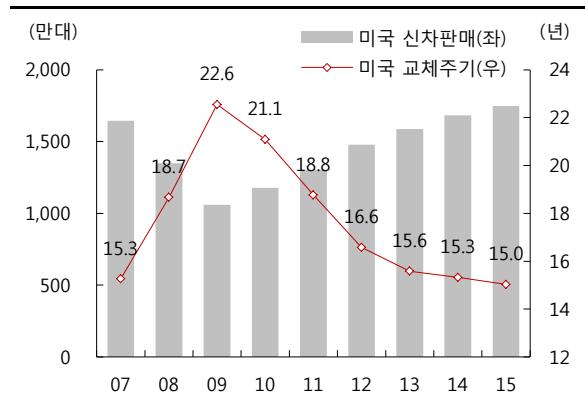
그림 28. 전년동기 대비 지역별 수요 전망 - 15년 하반기 대비 16년 하반기 수요변화가 없다고 가정



자료: 산업자료, Markline, SK 증권 추정

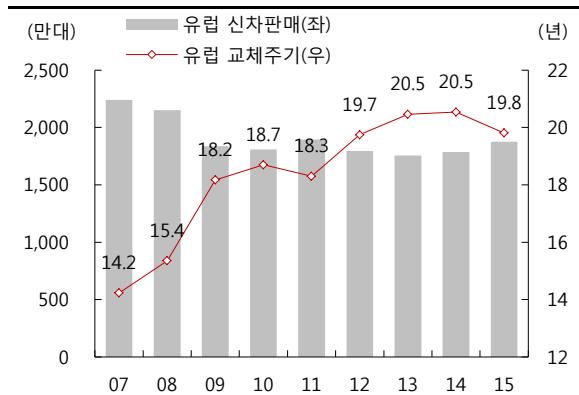
자동차라는 소비재가 가지는 특성을 생각해보자. 자동차는 각국별로, 지역별로 신차판매와 보유대수가 존재하고, 이를 바탕으로 교체주기라는 개념을 생각해볼 수 있다. 과거 미국과 유럽의 사례를 살펴보면, 수요둔화와 동반된 교체주기의 상승 이후에 미국은 10년부터, 유럽은 14년부터 수요가 회복되는 모습을 보였다. 미국의 경우 교체주기의 급격한 증가(15.3년→18.7년→22.6년) 이후 빠른 수요 회복을 보였다. 하지만 유럽은 정부지원책 등을 통해 상대적으로 교체주기의 증가가 미국보다는 제한적이었고, 이후 회복 또한 더디게 진행된 모습이었다.

그림 29. 신차판매와 교체주기 - 미국



자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

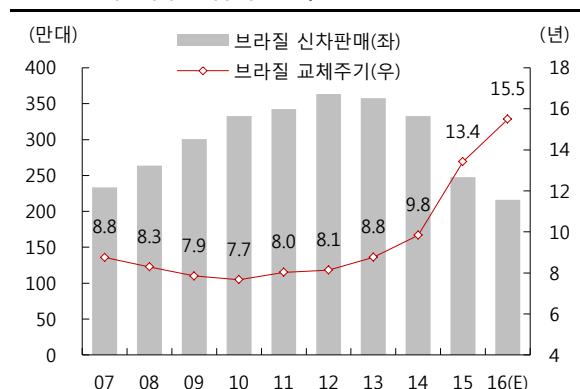
그림 30. 신차판매와 교체주기 - 유럽



자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

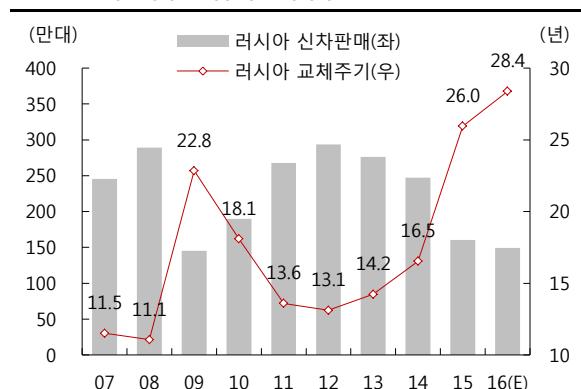
위의 가정과 교체주기의 개념을 주요 기타시장에 적용해보자. 올해 하반기 수요 증가가 없다는 전제하에서 과거 수준의 폐차율을 대입하여 16년 예상 교체주기를 구해보면 브라질 15.6년, 러시아 28.4년, 중동 17.8년, 인도 13.9년이다. 러시아를 제외하면 과거 미국과 유럽 대비 낮은 수준이기는 하지만 이전의 평균 수준과 차이에 주목할 필요가 있다. 러시아와 브라질, 중동이 속한 기타시장의 경우, 교체주기의 급격한 증가가 수요의 급감에 기인하는 것을 감안한다면 과거 유럽보다는 미국과 유사한 수요 회복을 예상한다.

그림 31. 신차판매와 교체주기 - 브라질



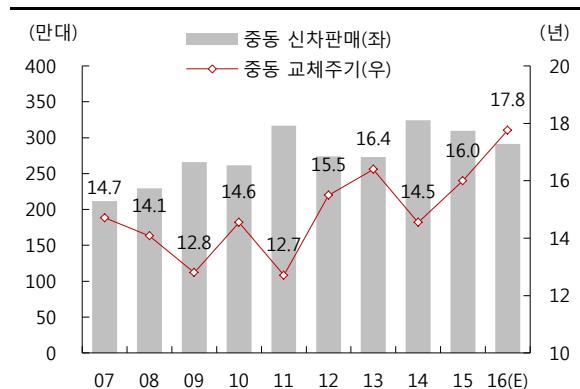
자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

그림 32. 신차판매와 교체주기 - 러시아



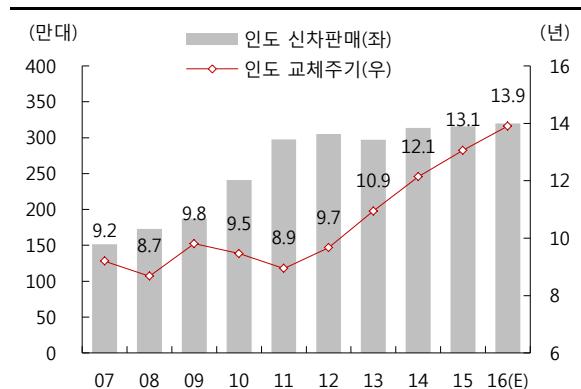
자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

그림 33. 신차판매와 교체주기 - 중동



자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

그림 34. 신차판매와 교체주기 - 인도



자료: Markline, KAMA, SK 증권 추정

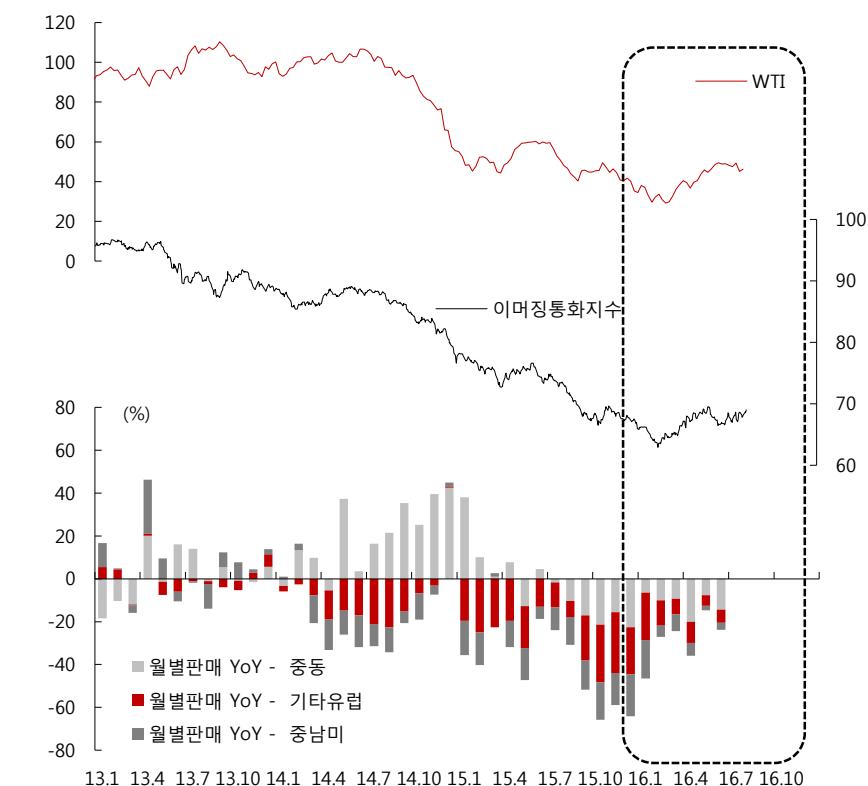
2) 시점은 언제일까, 경제지표보다는 환율과 원자재에 초점

시점은 환율과 원자재가격의 방향성에 초점

다만 매크로 불확실성과 경기라는 측면을 생각한다면 회복 시점을 예측하기 어렵다. 수요와 판매 데이터가 후행지표라는 점을 감안한다면, 해당지역의 경기선행지수나 주가도 수요를 예상하는 하나의 방편이겠다. 하지만 당시에서는 빠른 대응을 위해 경제지표보다는 원자재 가격의 변화와 환율에 초점을 맞추는 것이 적절하다는 판단이다.

특히 환율의 경우, 과거처럼 환율 변화를 단순하게 외국인이 바라보는 환산기준의 주가와 기업 입장에서만 바라볼 수 없다는 입장이다. 환율이 변동한 이후 원래의 위치로 복귀하는 것이 아니라 환율수준의 레벨대가 변함에 따라서 해당 시장에서의 경기와 수요를 대변하는 것으로 보고 있다. 16년 이후 이며징통화지수의 현대차 주가 설명력이 높아진 이유이기도 하다. 그 동안 이종통화지수의 하락이 부정적인 경기와 수요를 대변했다고 본다면, 향후 개선되는 경기와 수요를 대변하는 지표로 삼을 수 있다는 판단이다.

그림 35. 수요회복을 예상하기 위해서는 원자재가격과 환율환경의 변화에 초점을 맞출 필요



자료 Bloomberg, SK 증권

3) 본업에서 주목해야 할 수출데이터의 변화

한편 지금 수준의 판매량이 지속된다고 할지라도 최근 본업에서는 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 수출에 대한 우려가 여전히 남아있는 상황이지만 이런 시기일수록 수치적으로 자세한 확인이 필요하다는 판단이다. 대응은 늦었지만, 본업에서 어떻게 변화하고 있는지 데이터를 통해 확인해보자.

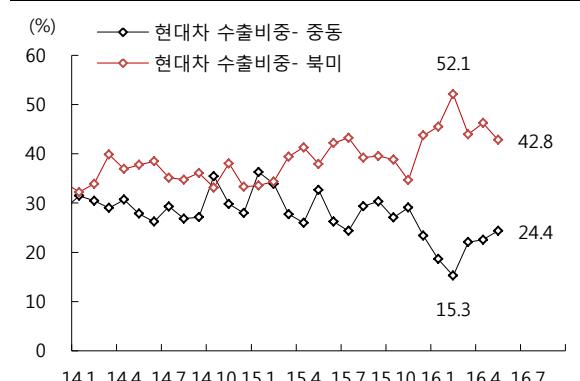
앞선 설명에서처럼 15년 하반기 이후 주요 수출처의 수요부진과 그로 인한 재고부담, 개별소비세 인하가 맞물리며 절대적인 수출수량이 줄었던 것은 사실이다.

북미에 치중되었던 수출비중은 중동과 중남미 등으로 이동

하지만 16년 이후 북미와 유럽으로 치우쳤던 수출량과 비중은 점진적으로 낮아지고 있는 모습이다. 현대차의 경우, 52.1%까지 차지했던 북미비중이 16년 5월 기준 42.8%로 낮아졌으며, 중동 비중은 15.3%에서 24.4%까지 높아졌다. 기아차 또한 51.9%까지 상승했던 북미비중이 16년 5월 40.0%까지 내려왔다.

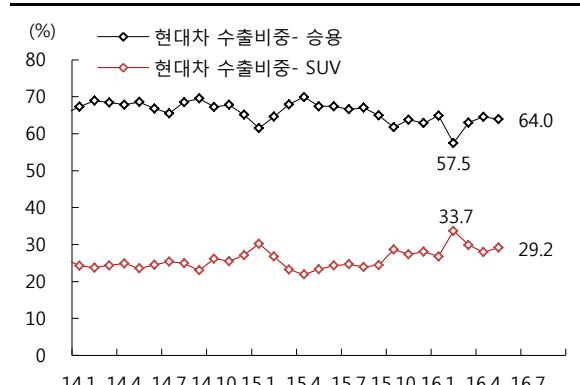
또한 믹스 기준으로 본다면 투싼과 스포티지 등 신형모델의 확대로 인해 북미시장을 중심으로 SUV가 수출에서 차지하는 비중이 높아지고 있다.

그림 36. 현대차 지역별 수출비중 - 북미/중동



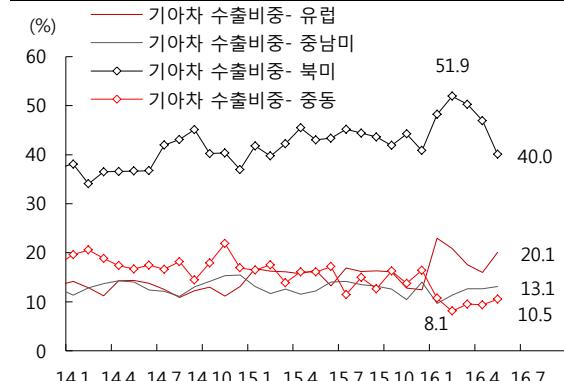
자료: 현대차, KAMA, SK 증권

그림 38. 현대차 수출비중 - 승용/SUV



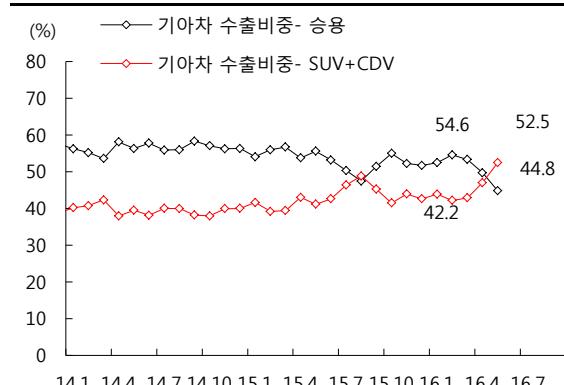
자료: 현대차, KAMA, SK 증권

그림 37. 기아차 지역별 수출비중 - 북미/유럽/중남미/중동



자료: 기아차, KAMA, SK 증권

그림 39. 기아차 수출비중 - 승용/SUV+CDV

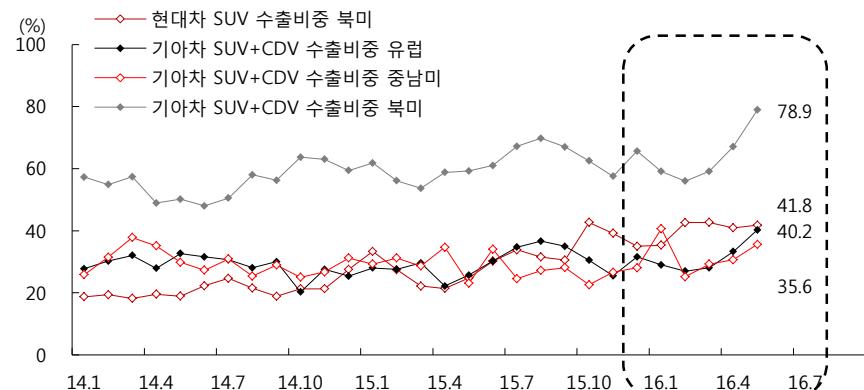


자료: 기아차, KAMA, SK 증권

수출 믹스의 변화

: 북미 중심으로 높아지는 SUV 비중

그림 40. 지역별 SUV 수출비중 - 북미를 중심으로 높아지는 SUV 비중



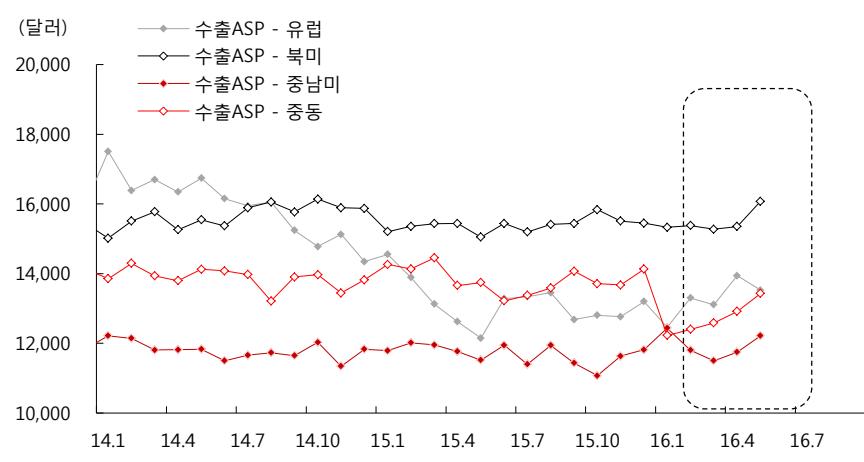
자료: KAMA, SK 증권

수출 ASP의 상승

밀어내기식 수출은 아니라는 판단

그간 일부에서는 기타시장 수요라는 거시적인 이슈뿐만 아니라, 본업경쟁력에 대한 우려와 연결하여 최근의 변화가 밀어내기식 수출의 결과가 아닐까에 대해 걱정을 해왔다. 하지만 믹스의 변화와 과거보다 조금은 개선된 수요처의 회복으로 인해 중동지역 수출 ASP는 점차 회복되는 모습이다. 또한 이러한 변화는 무리한 수출로 인해 가격부담이 존재했던 유럽과 북미의 ASP에도 영향을 주며 밀어내기 가능성에 대한 염려와 이로 인한 수익성 악화 우려는 다소 내려놓을 수 있을 것으로 판단한다.

그림 41. 지역별 수출 ASP - 16년 이후 중동을 중심으로 개선되고 있는 수출 ASP 추이



자료: KAMA, SK 증권

4) 수요회복은 어떤 영향을 끼칠까

수요가 회복된다면

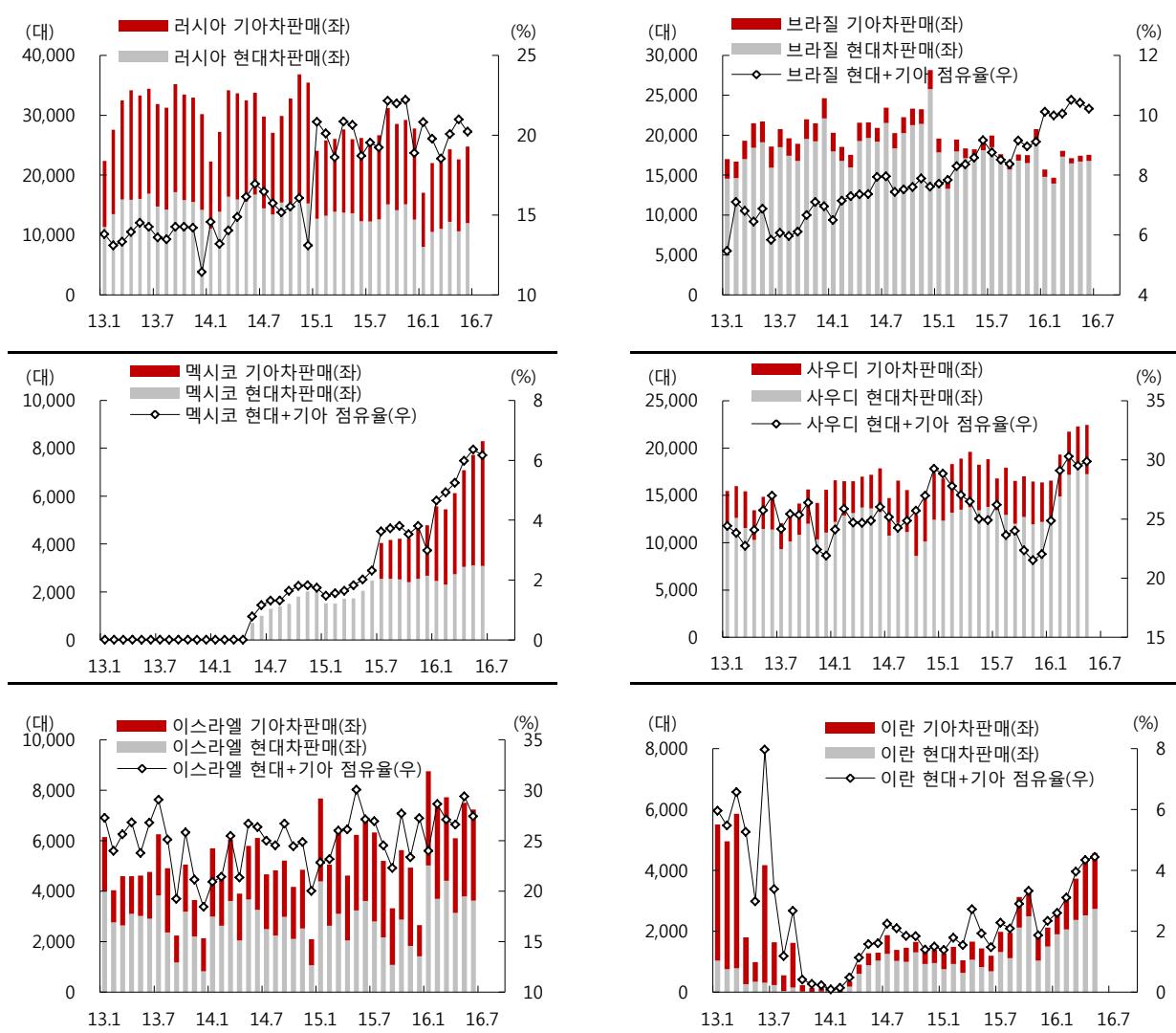
1) 본업의 실적개선과

2) 주가의 valuation에 영향

본업입장에서는 수요처 회복으로 인한 판매량 증가 및 이를 통한 자연스러운 실적 개선을 기대할 수 있다. 그간의 수요 둔화가 1)가동률 저하와 2)경쟁심화에 따른 가격정책에 영향을 미쳤다는 점, 그리고 원자재 및 환율 변화로 영업만이 아닌 영업외에도 영향을 주었다는 점을 고려해야 한다.

또한 경쟁업체 대비 높은 기타시장 비중과 함께 최근 주요 시장에서 상승한 점유율까지 감안한다면 자동차 섹터 내에서 글로벌 업체들과 차별화된 모습을 기대할 수 있다. 특히 멕시코, 사우디, 이란은 점유율 증가만이 아니라 판매량도 동시에 증가하는 모습을 보이고 있는 점에 주목할 필요가 있다.

그림 42. 현대, 기아차 판매 및 점유율 추이 – 러시아/브라질/멕시코/사우디/이스라엘/이란



자료: Bloomberg, Markline, SK 증권

**업체마다 다른 지역별 판매비중
기타시장의 회복여부는 차별화를
가져올 수 있을 것으로 판단**

실적개선과 더불어 수요에 대한 우려가 희석되면서 기대하는 부분은 주가의 valuation 할인의 해소여부이다. 당사는 글로벌 자동차 valuation의 저평가가 최근 들어서 한 단계 레벨다운된 이유 중 하나로 변동성의 부재라는 표현을 쓴 적이 있다. 하지만 글로벌 수요가 정체되어 있는 상황에서 높은 비중을 차지하고 있는 기타시장이 회복된다면, 섹터 내에서의 차별화가 진행될 수 있을 것으로 예상한다.

2 분기 실적발표 이후 실적개선 가능성과 노조 이슈가 마무리되면서 전년도 부진했던 중국판매의 회복과 함께 기타시장의 수요도 동반 회복된다면 글로벌 판매에서 현대차 그룹의 성장폭은 타 업체 대비 높아질 수 있을 것이라는 전망이다.

하반기 완성차업체의 신차비중 증가와 믹스개선, 이로 인한 재고소진 효과, 그리고 수요회복을 통한 판매의 변동성 확대라는 측면을 감안한다면 주가는 15년 하반기와 유사한 흐름으로 전개될 가능성이 존재한다. 시간이 지날수록 악재가 희석되어 간다는 점에 주목하자.

그림 43. 글로벌 자동차판매 YoY - 변동성이 감소하는 모습

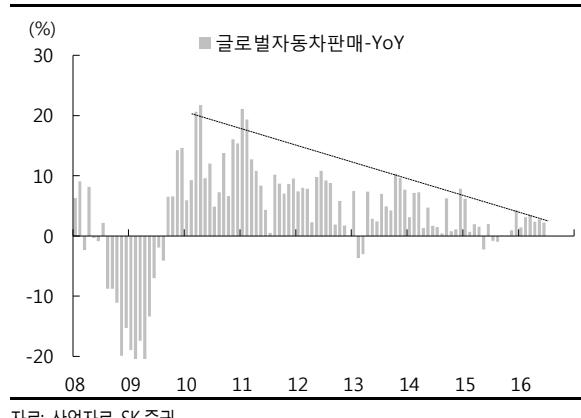


그림 44. 글로벌 자동차 PER - 최근 들어 한 단계 낮아진 뱀류에이션

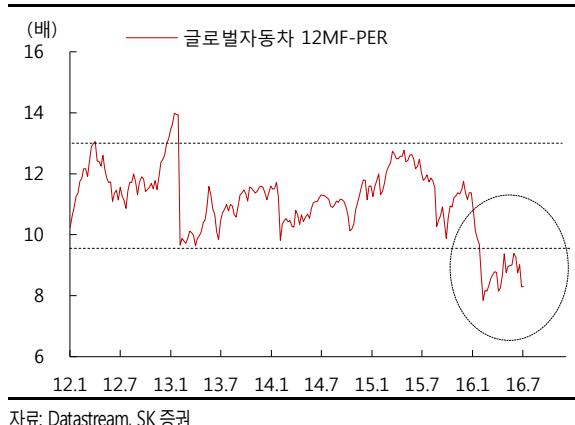
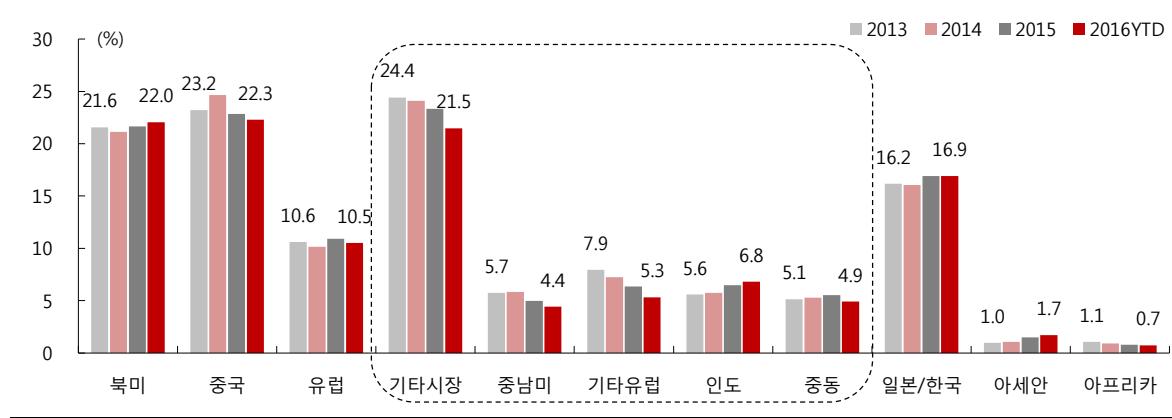
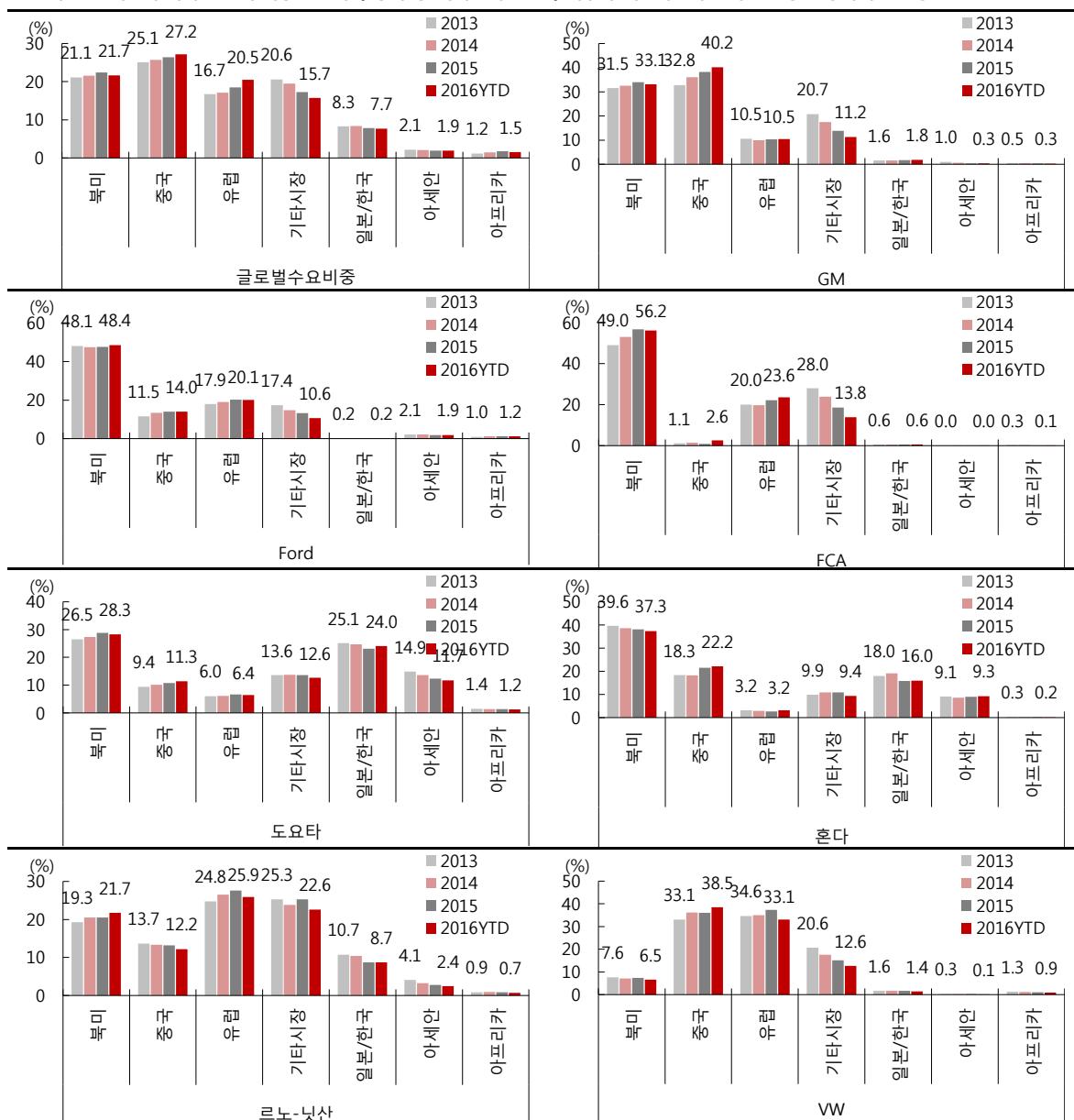


그림 45. 현대차그룹의 지역별 판매 비중 - 21.5%에 해당하는 기타시장의 회복에 주목



또한 앞으로 지역별 경기와 수요변화에 따라 업체간의 전략과 실적, 그리고 주가의 변화가 달라질 것이다. 최근 미국의 수요둔화와 중국의 성장정체 가능성으로 인해 자동차 주가와 실적에 대한 우려가 많다. 하지만 해당 지역에 대한 업체들의 비중을 확인한다면 기타시장의 회복이 기대되는 현시점에서 현대차그룹에 미치는 영향은 경쟁업체 대비 제한적일 것으로 판단한다.

그림. 주요 업체들의 지역별 판매 비중 - 미국과 중국 등 지역별 수요변화 여부가 개별기업에 미치는 영향은 상이해질 전망



주: 기타시장 = 중남미 + 기타유럽 + 중동 + 인도

자료: Bloomberg, SK 증권