

May.2016



자동차, 무엇이 변했는가

- 패러다임 전환에 대한 직시와 인정, 그리고 대응

권순우 | 3773-8882

- 자동차산업을 둘러싼 환경의 변화
- 변화의 또 다른 의미, 경쟁업체와 신규사업의 등장
- 확증편향의 위험성과 완성차업체의 대응
- 산업의 변화, 주가 결정요인에는 어떤 영향을 주었나



자동차

자동차, 무엇이 변했는가

- 패러다임 전환에 대한 직시와 인정, 그리고 대응

비중확대(신규편입)

Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

자동차산업 분석을 시작하면서 궁금했던 점은 ‘무엇이 변했는가’라는 점이었다. 그리고 준비하는 과정에서 단편적인 기술을 비롯하여 자동차산업을 둘러싼 많은 환경이 변했다는 결론을 내릴 수 있었다.

산업수요에서는 경기와 수요간의 동반상승보다는 1)경기 둔화시에 정부 정책에 힘입은 수요의 하방경직성이 커진 반면, 2)소비재로서의 대체가능성과 3)공유경제라는 패러다임의 변화로 인한 수요 우려가 생겼다. 그리고 안전과 환경이라는 규제강화로 인해 융합의 시대가 나타나면서 연구개발에 대한 부담과 신규참여자와의 경쟁심화 환경을 맞이하게 되었다. 신규사업기회가 발생하면서 전통적인 제조업에서 서비스업으로 정체성이 변화될 가능성도 높다. 자동차산업에 많은 기회요인이 있지만, 투자자들이 기존참여자보다는 신규참여자들에게 더욱 많은 관심을 가질 수 밖에 없는 상황이다.

그리고 주가측면에서는 변화가 더디어질수록 유리해지는 산업특성, 공격적인 증설보다는 내실을 다지기 시작한 본업, 그로 인한 안정적인 실적변동성 때문에 기존 성장주의 위치에서 방어주로서의 위상이 조금씩 높아지기 시작했다는 판단이다. 이러한 성격변화는 기존업체들의 노력으로 인해 우려가 희석되는 시점에서야 다시 바뀔 것으로 예상된다.

자동차산업을 둘러싼 많은 것이 변했고 앞으로 지금까지의 변화보다 큰 변화가 나타날 것으로 예상된다. 투자자 입장에서나 기업입장에서 본업에 집중하고, 산업의 변화에 민감해야 한다는 점은 바뀌지 않겠지만, 산업과 주가에 대한 접근 방식은 바뀔 필요가 있다. 자동차산업에 대한 많은 기회요인이 기존업체만의 것은 아니라는 반갑지 않더라도 직시해야 할 현실은 존재한다. 이를 인정하고 대응해야 할 시점이다.

Contents

1. 자동차, 무엇이 변했는가	3
2. 글로벌 자동차산업, 무엇이 변했는가	15
3. 확증편향의 위험성과 완성차업체의 대응	32
4. 한국자동차 어떻게 대응해야 할까	53
5. 개별기업분석	67
- 현대차	68
- 기아차	78
- 현대모비스	86
- 현대위아	91

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 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 5월 16일 기준)

매수	96.45%	중립	3.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

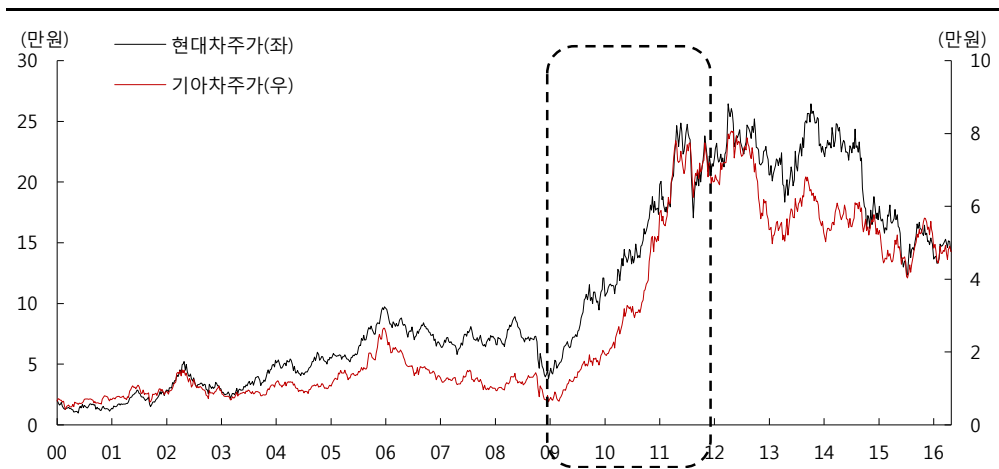
1. 자동차, 무엇이 변했는가

1) 전망 이전에 복귀

자동차산업을 전망하기에 앞서 과거를 반추해보도록 하자. 과거 09~11 시절은 자동차주의 전성기였다. ‘차화정’ 혹은 ‘화정자’로 칭해지며 시장을 주도하는 섹터 중 하나로 군림했다. 많은 사람들이 기억하는 것처럼 당시 주가는 09 년 저점 대비 현대차 기준 7 배, 기아차 기준 11.3 배 올랐다. 현대, 기아차와 동반으로 해외공장에 진출한 부품업체들 주가 역시 투자에 이은 이익회수기에 동반 상승하였다. 자동차업종이 국내 주식시장에서 차지하는 비중은 09 년 4%에서 12%까지 증가했고, 09 년 이후 12 년 초까지 시장 대비 320%의 초과수익을 기록했다.

또한 지금은 낮은 밸류에이션과 시장 대비 할인율이 적용되는 섹터지만, 08 년 이후 이익이 증가하는 기간에는 높은 가치를 받았다. 현대, 기아차의 밸류에이션은 당해년도 EPS 기준으로 각각 PER 10 배, PER 12 배였다. 이 시기 MSCI 기준으로 한국 자동차섹터의 밸류에이션은 시장대비 할인율이 크게 축소되었을 뿐 아니라 일부 기간에서는 할증을 받으며 성장에 대한 가치를 보여주기도 했다.

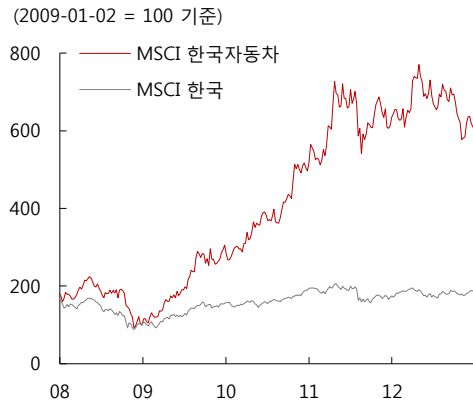
<그림 1> 현대, 기아차 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

과연 이 시기에는 어떤 일이 있었던 것일까. 현재와 앞으로의 주가를 전망하기 위해서 해당 시기의 주가가 어떤 요인 때문에 가능했는지 되돌아 볼 필요가 있다. 편의를 위해 시계열을 08~12 년으로 고정시키자.

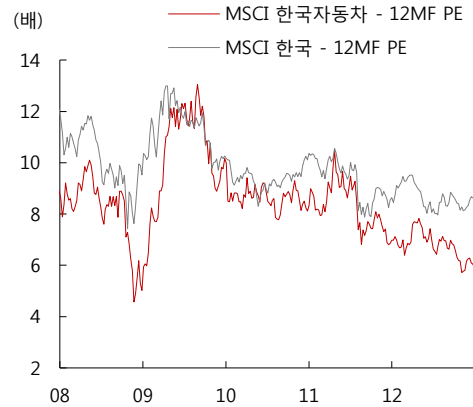
<그림 2> 한국 시장과 자동차섹터 주가 흐름



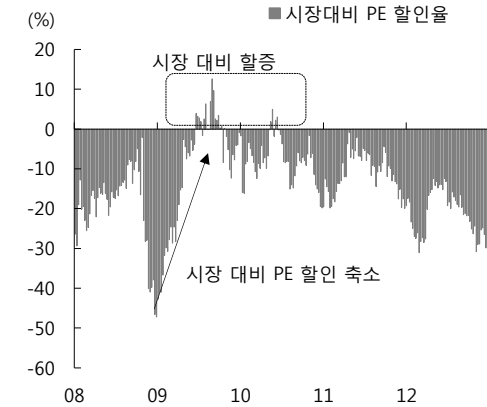
<그림 3> 시장대비 자동차섹터의 상대수익률



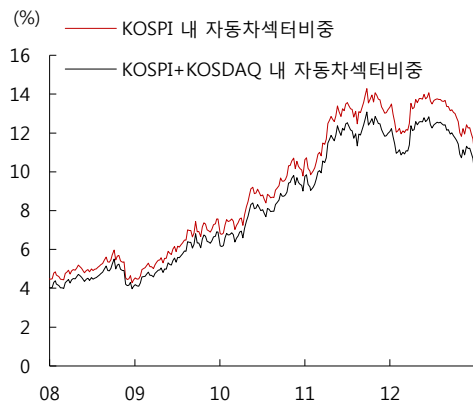
<그림 4> 한국시장과 자동차섹터 12MF PE 추이



<그림 5> 시장대비 PE 밸류에이션 할인율 추이



<그림 6> 자동차섹터의 비중 추이



<그림 7> 부품사 주가 추이 - 완성차와 동반하여 상승



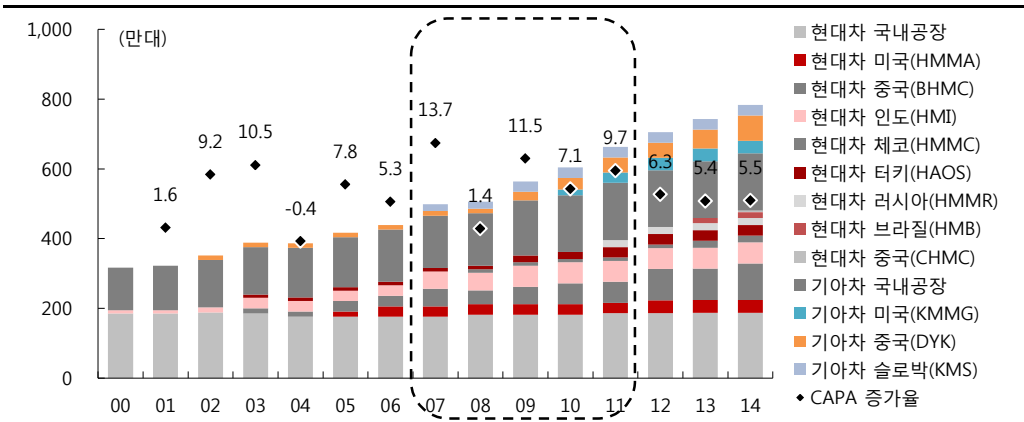
자료: Datastream, Quantiwise, SK 증권

Q - 공격적인 증설과 판매량증가

현대차그룹은 97 년 터키, 98 년 중국공장 진출 이후 05 년 현대차 미국공장을 필두로 인도 2 공장(현대), 슬로박(기아), 중국 2 공장(현대, 기아), 체코(현대), 미국(기아), 러시아(현대), 브라질(현대)에서 적극적인 해외공장투자를 진행했다.

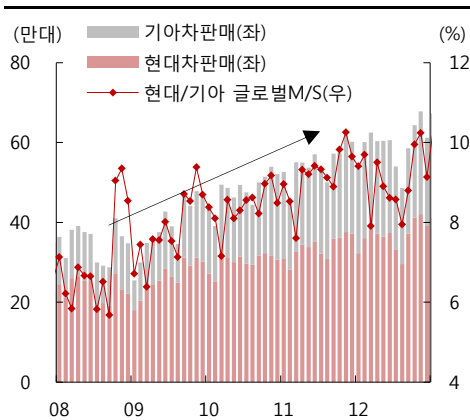
공격적인 투자 이후에는 주요 시장인 미국과 중국, 유럽을 중심으로 디자인과 성능이 개선된 신차투입과 특화모델 출시, 관계사를 통한 금융지원, 적극적인 제품홍보 등 다양한 채널을 통하여 판매를 지원했다. 이렇듯 경쟁력이 있는 신차와 경쟁사 대비 높은 가성비 등을 중시한 현대차그룹의 전략은 금융위기 이후 경기상황과 맞물리며 판매호조로 이어졌다. 주요지역에서의 판매량 증가에 힘입어 글로벌 점유율은 크게 높아졌다(<그림 9>).

<그림 8> 현대, 기아차 CAPA 증설 -



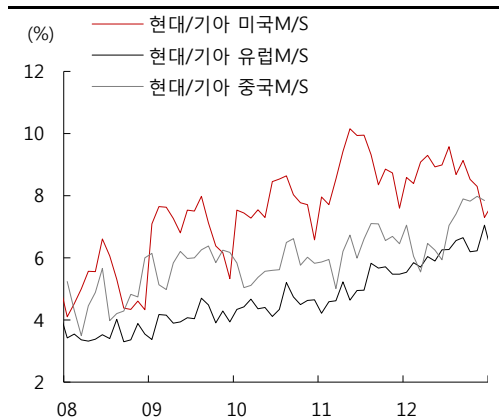
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 9> 현대, 기아차 판매량과 글로벌 M/S 추이



자료: 현대차, 기아차, Bloomberg, SK 증권

<그림 10> 미국, 유럽, 중국 점유율 추이

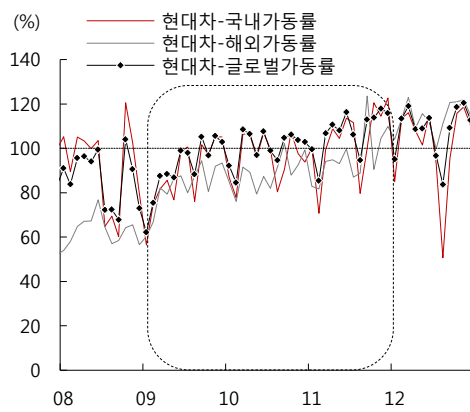


자료: 현대차, 기아차, Bloomberg, SK 증권

Cost - 높은 가동률과 플랫폼 통합으로 인한 원가율 개선

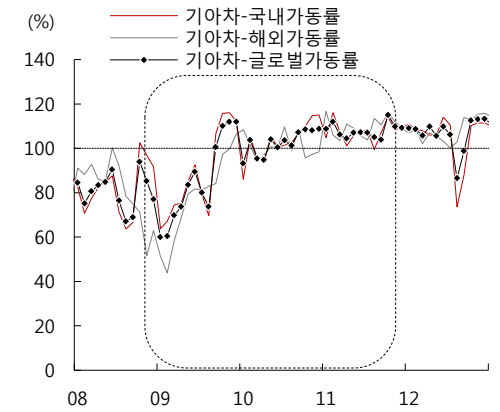
CAPA 가 증가했음에도 불구하고 판매량이 증가하며 제조업에서 중요한 덕목인 높은 가동율을 유지할 수 있었다. 계절성을 무시할 경우 현대차그룹의 국내공장과 해외공장은 모두 100% 이상의 가동률을 보였던 것으로 나타난다. 당시 동일본대지진, 태국홍수, 유럽경기 악화 등으로 인해 낮은 가동률을 보였던 타 완성차업체들과 차별화된 모습이었다. 또한 모듈 중심 계열사인 모비스와 위아를 기반으로 하여, 소수의 플랫폼으로 다수의 차량을 생산할 수 있는 플랫폼 통합이 동시에 진행되며 원가율이 크게 개선되었다.

<그림 11> 현대차 가동률 추이 - 글로벌 / 국내 / 해외



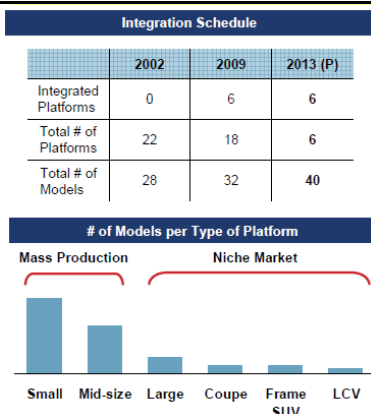
자료: 현대차, SK 증권

<그림 12> 기아차 가동률 추이 - 글로벌 / 국내 / 해외



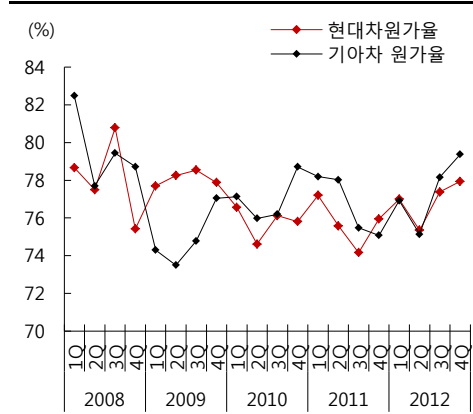
자료: 기아차, SK 증권

<그림 13> 현대차 플랫폼 통합 계획



자료: 현대차, SK 증권

<그림 14> 높은 가동률과 플랫폼 통합에 힘입어 낮아진 원가율



주: 2010년까지 K-GAAP, 2011년부터 K-IFRS 적용

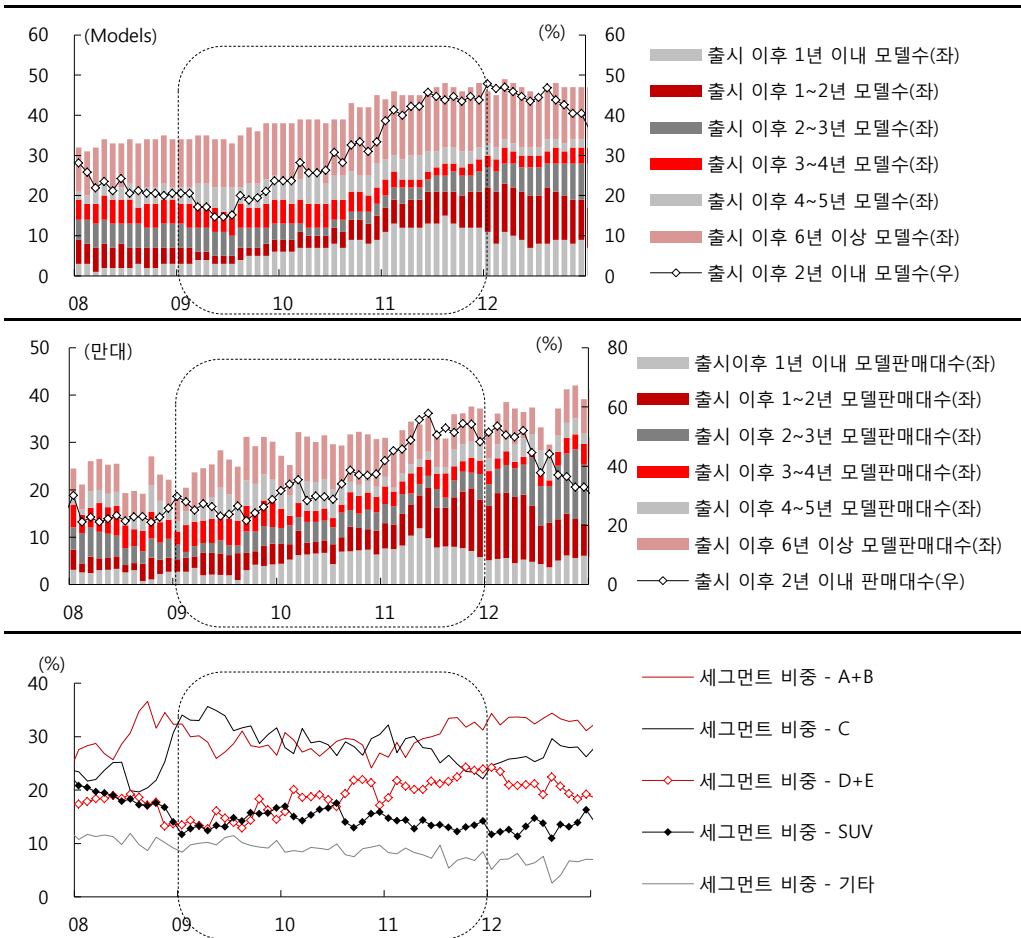
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

P - 신차를 통한 수익성 개선 및 비용 축소

신차, 특히 쏘나타, 아반떼, K5, 스포티지 등의 볼륨 모델들이 판매량 호조를 보였던 영향도 컸다. 이들 차량은 판매량측면에서뿐 아니라 브랜드 홍보측면에서도 크게 기여했다.

현대차의 경우, 출시 이후 1,2 년 된 모델이 차지하는 비중이 전체 모델수 기준으로 20%에서 50%로, 판매대수 기준으로는 60%까지 상승했다. 이러한 신차의 경쟁력은 프로모션에 대한 부담을 약화시키며 낮은 인센티브로 이어졌고, 특히 볼륨모델인 쏘나타의 판매호조는 <그림>에서처럼 수익성 높은 D+E 세그먼트의 비중을 높이며 수익성 개선에 도움을 주었다. 즉 경쟁력 있는 신차 출시로 누릴 수 있는 판매량 증가, 수익성 개선이라는 이상이 모두 달성되었던 시기였다.

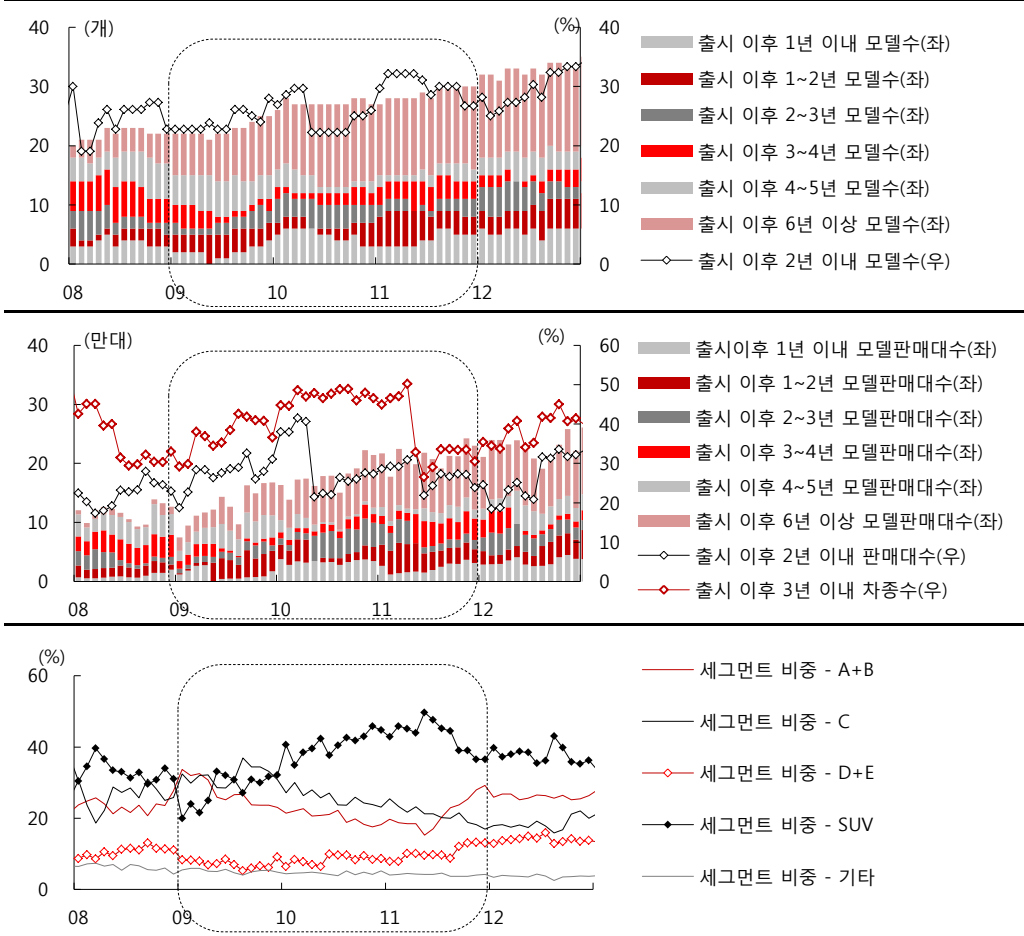
<그림 15> 현대차 - 출시 연한에 따른 모델수, 판매량과 세그먼트 비중 추이, 이상적으로 작용했던 신차효과



자료 현대차, SK 증권

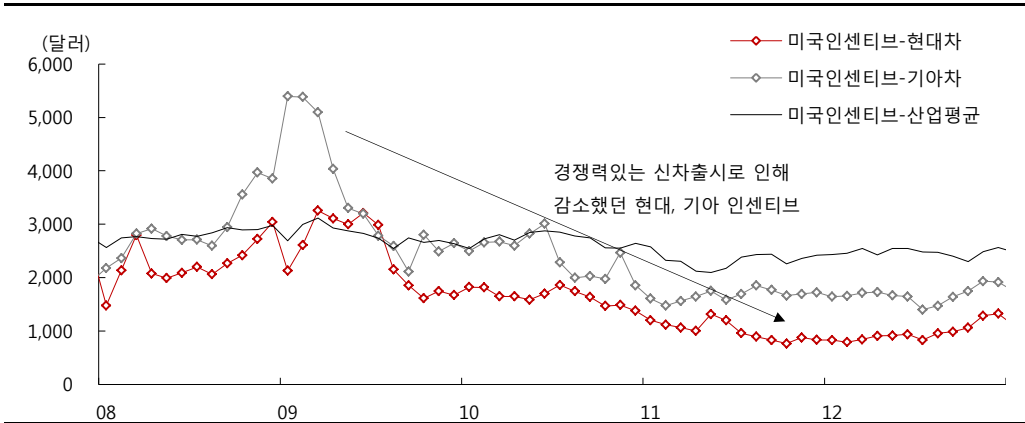
기아차의 경우, 현대차와 비교할 때 신차출시에 따른 긍정적인 효과는 상대적으로 제한적이었다. 하지만 K5를 필두로 차량판매 전반이 호조를 보였고, 특히 SUV의 비중은 20%에서 50%까지 높아지면서 신차출시로 인한 효과보다는 믹스개선으로 인한 수익성 개선효과가 더욱 크게 나타났던 시기였다.

<그림 16> 기아차 - 출시 연한에 따른 모델수, 판매량과 세그먼트 비중 추이, 신차효과보다는 SUV 중심의 믹스개선



자료 기아차, SK 증권

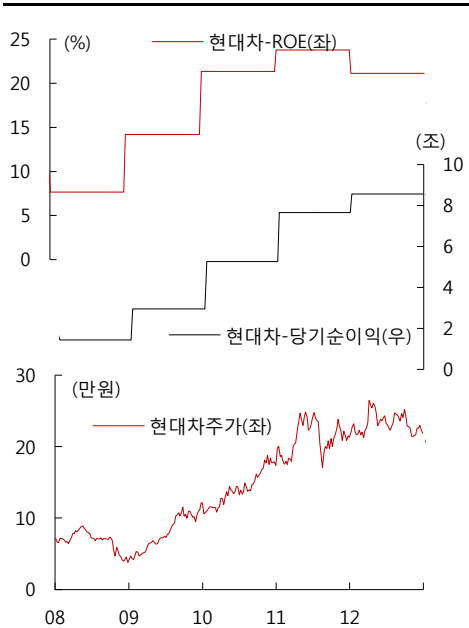
<그림 17> 높아졌던 산업평균과 경쟁사 대비 오히려 낮아지며 수익성 개선에 일조했던 현대, 기아 미국 인센티브 추이



자료: Autodata, SK 증권

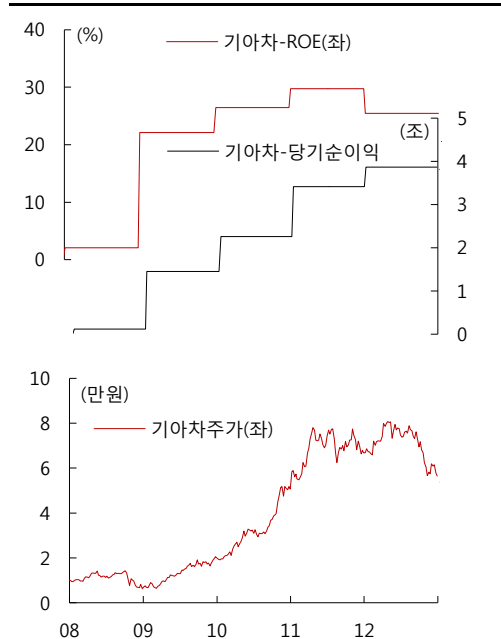
결론적으로 현대차그룹 입장에서 2009~2012 년은 제조업의 매출과 이익을 결정하는 주 요인인 P 와 Q, C 모두에서 개선이 이루어졌던 시기였다. 이를 바탕으로 당기순이익의 큰 폭 증가가 이루어졌으며 ROE 개선이 나타났다. 주가도 성장을 반영하여 자연스럽게 올랐다.

<그림 18> ROE, 당기순이익, 주가 추이 - 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 19> ROE, 당기순이익, 주가 추이 - 기아차

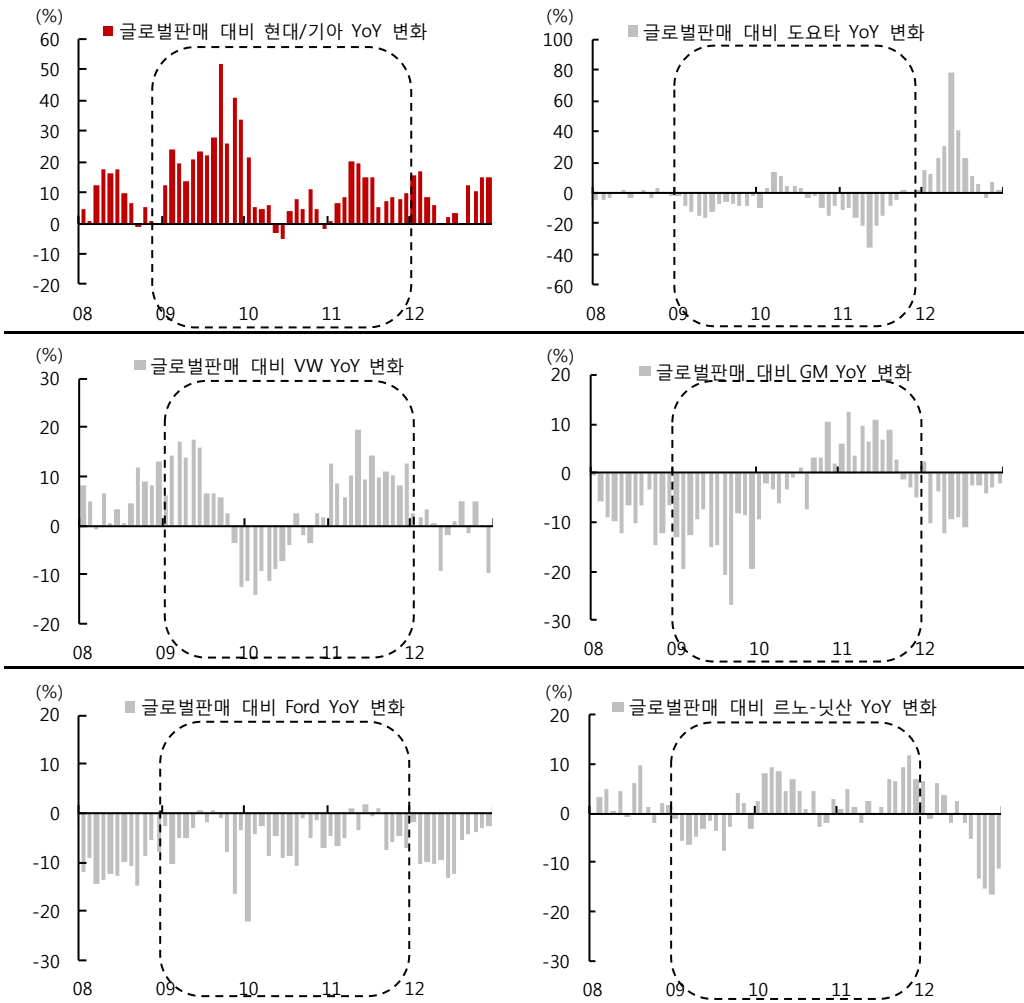


자료: Quantwise, SK 증권

글로벌 자동차섹터, 그리고 한국시장에서의 상대적 매력 부각

시선을 현대차그룹에서 더 확대하면, 이시기는 현대차그룹의 주식시장에서 상대적 매력 또한 돋보였던 시기였다. 수요 감소에도 불구하고 전년동기 대비 판매증가를 보였던 현대, 기아차와 달리, 글로벌 업체들은 판매량이 감소했고, 이는 점유율 하락으로 이어졌다. 판매대수 감소로 인한 낮은 가동률을 만회하기 위해 각사는 프로모션을 진행하였지만 이에 따른 수익성 악화는 필연적이었다.

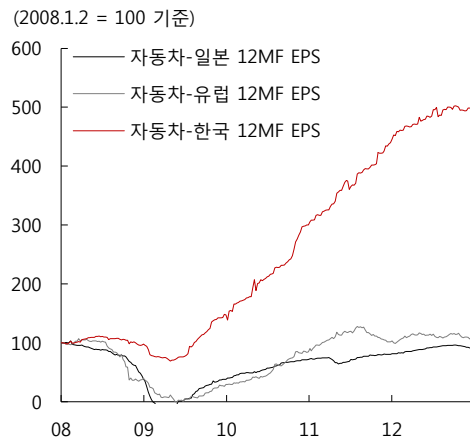
<그림 20> 글로벌판매 대비 주요 업체별 YoY 차이 - 09~11 년 사이 경쟁사 대비 압도적인 판매량 증가를 보였던 현대, 기아



자료: Markline, Bloomberg, SK 증권

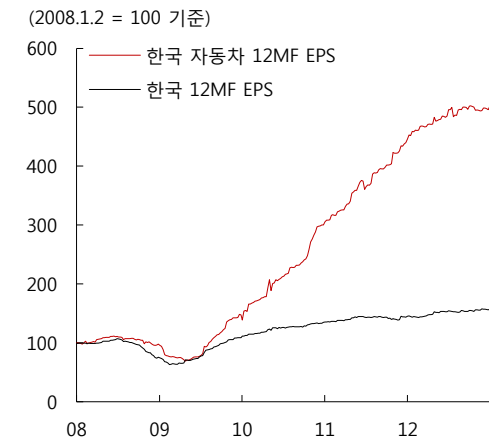
한국 시장 내에서 자동차업종의 다른 업종대비 상대적인 매력 또한 높았던 시기였다. 업체의 압도적인 성장은 글로벌 자동차 섹터 내에서뿐만 아니라, 속해있는 한국시장(Market)에서 상대적인 우위로 이어졌다. 본업의 실적성장(기업)과 경쟁업체의 부진(섹터)이, 그리고 속해있던 시장 내에서의 독보적인 위치로 이어진 좋기만 했던 시절이었다.

<그림 21> 글로벌 자동차 대비 높은 이익 성장률



주: 09 년 GM, 포드의 적자로 인해 미국 지역 EPS (-)를 기록함에 따라 미국과 글로벌 EPS 비교는 제외
자료: Datastream, SK 증권

<그림 22> 시장 내에서도 이익이 증가하였던 시기



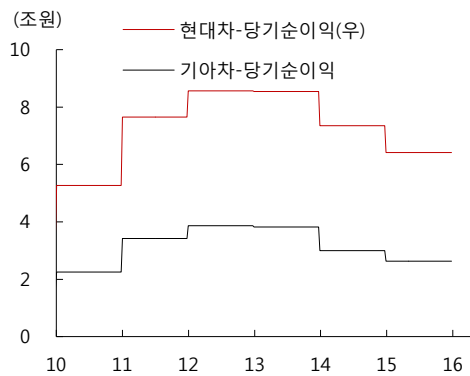
자료: Datastream, SK 증권

2) 이후 경쟁업체의 회복과 최근 높아진 동행성

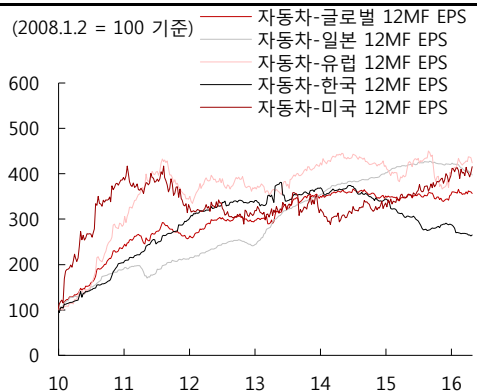
하지만 이후 한국완성차업체의 주가는 박스권을 횡보하기 시작했고, 경쟁업체들의 주가는 회복을 보이며, 일정한 수준으로 수렴하는 모습을 보였다(<그림 25>). 12 년 이후 현대, 기아차의 당기순이익과 ROE 가 낮아졌던 영향도 있겠지만, 그보다는 경쟁업체들의 이익개선이 크게 나타나면서 이러한 변화가 나타나기 시작한 것이다. 판매량 또한 <그림 26>에서처럼 경쟁사 대비 낮은 성장률을 보였다.

현대, 기아차만 보면 09~11 년 평균 대비 낮은 밸류에이션으로 인해 저평가를 논할 수도 있다. 그러나 09~11 년 사이의 주가상승과 밸류에이션이 본업의 개선만이 아닌 글로벌 경쟁업체 대비, 그리고 시장대비 돋보였던 상대강도에 기인했다는 점을 고려해야 한다. 12 년 이후 추가성장이 제한되었던 이익과 상대강도를 감안할 때, 현대 현대, 기아차의 밸류에이션이 적정하지 않다고 판단할 근거는 없다.

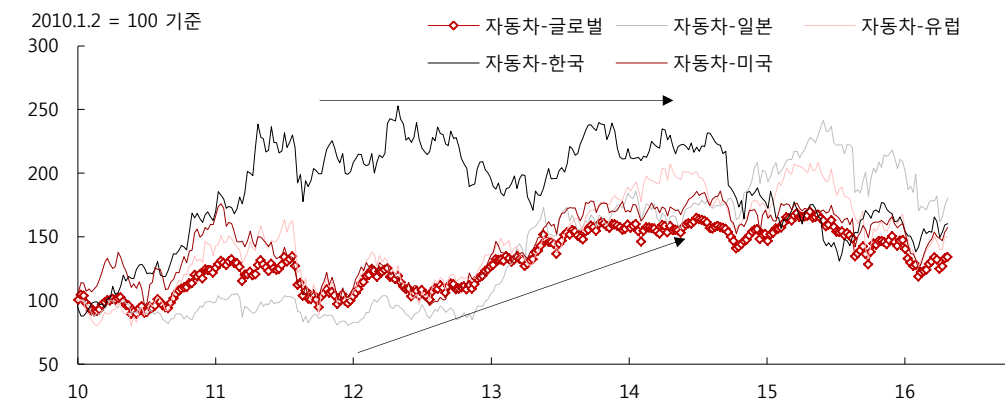
<그림 23> 12 년 이후 순이익은 감소한 반면



<그림 24> 경쟁사들의 수익성은 회복

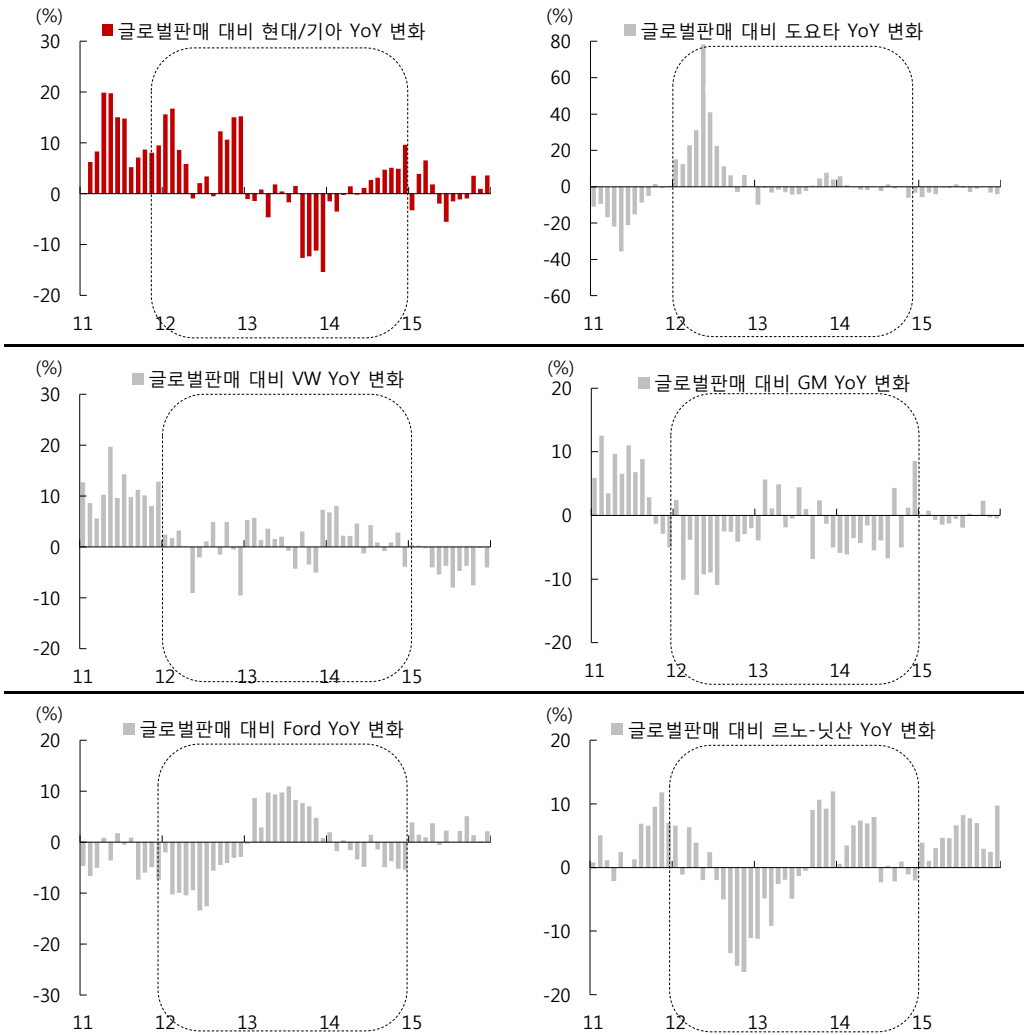


<그림 25> 글로벌 자동차 추가 흐름 - 한국업체의 주가가 횡보하는 동안 회복한 경쟁업체의 주가



자료 Datastream, SK 증권

<그림 26> 글로벌판매 대비 주요 업체별 YoY 차이 - 12년 이후 글로벌 시장판매 대비 낮은 증가율과 역성장을 번갈아 기록

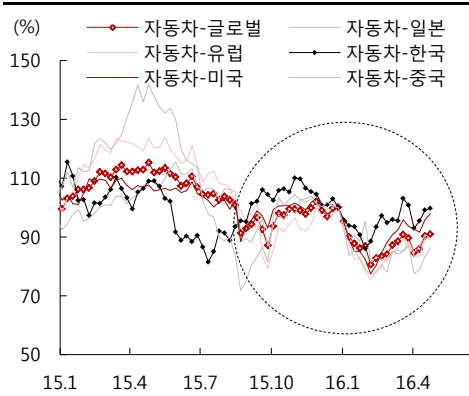


자료: Markline, Bloomberg, SK 증권

한편 최근 들어 특징적인 부분은 <그림 27>에서처럼 글로벌 자동차주가의 동행성이 높아지고 있다는 점이다. 또한 이익의 개선에도 불구하고, 밸류에이션은 오히려 하락하고 있으며 해당 지역의 시장 PE와 비교할 때 일본을 제외하고 모든 지역에서 시장과의 괴리율이 커지고 있다.

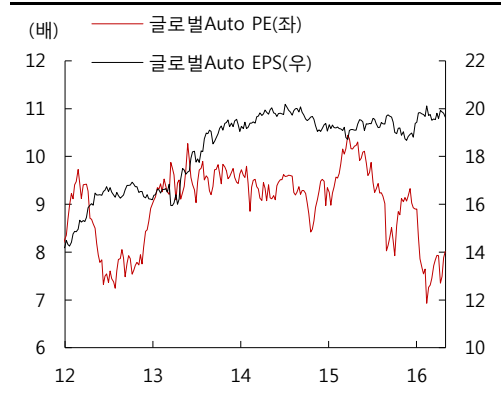
그렇다면 한국시장에 속한 자동차섹터의 저평가를 논하기 이전에 왜 이런 현상이 일어나고 있는 지에 대한 근본적인 질문이 필요하다. 대체 자동차산업을 둘러싼 무엇이 변했는가.

<그림 27> 주요 지역별 자동차섹터 주가 추이
- 최근 들어 동행성이 높아진 자동차섹터



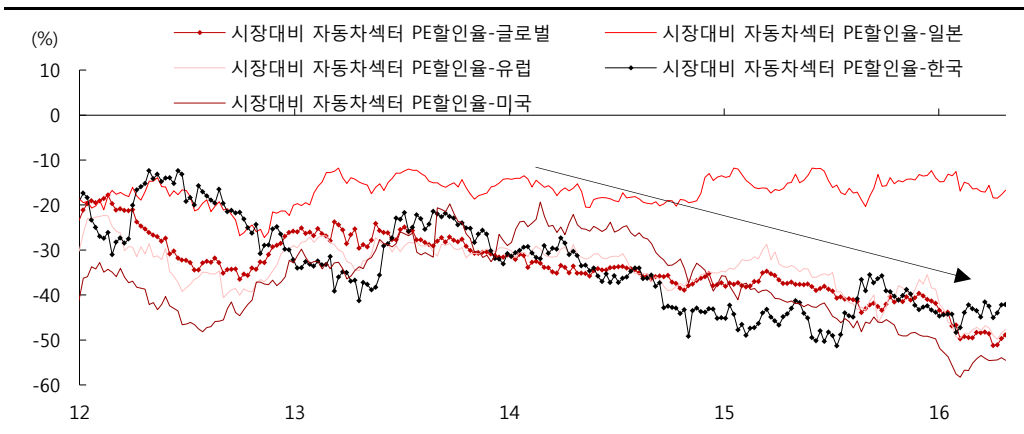
자료: Datastream, SK 증권

<그림 28> 글로벌 자동차 PE와 EPS 추이
- EPS의 제한적 변동에도 불구하고 낮아진 밸류에이션



자료: Datastream, SK 증권

<그림 29> 시장 대비 자동차섹터 PE 밸류에이션 할인율 추이 - 일본을 제외하고 밸류에이션 할인율은 확대되는 모습



자료: Datastream, SK 증권

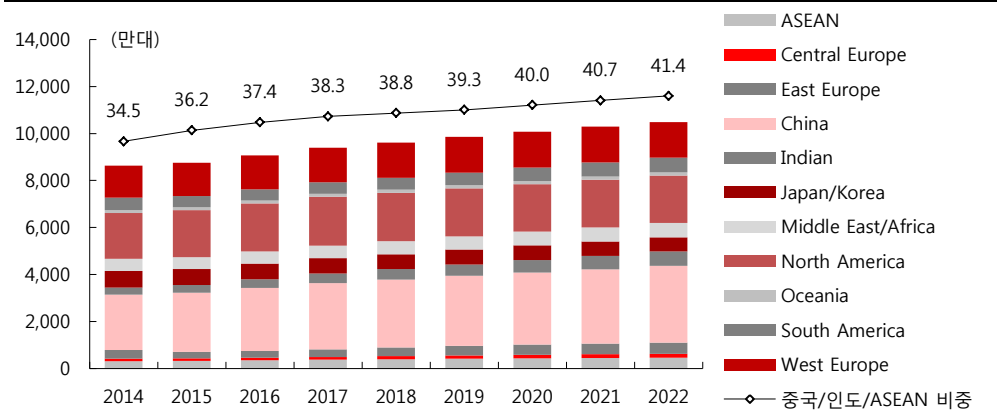
2. 글로벌 자동차산업, 무엇이 변했는가

1) 우려 - Q의 성장여부, 그리고 소비형태의 변화

전통적인 믿음에 대한 변화 - Q는 과연 지속성장 가능할까?

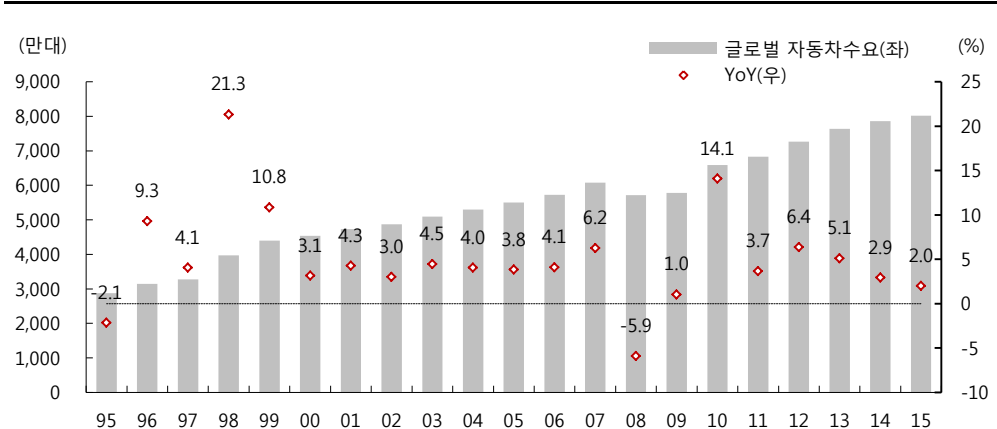
자동차 산업을 전망함에 있어서 가장 선결되어야 하는 부분은 바로 수요에 대한 전망이다. 전망치는 다소 차이가 있을 수 있으나 결론은 장기적으로 산업수요가 꾸준히 증가한다는 점과 그 성장의 주된 축이 일 것이라는 점이다. 실제로 과거의 글로벌 수요를 보면 지역별로 편차는 존재하지만 <그림>에서처럼 지속적인 성장을 보여왔다

<그림 30> 글로벌 자동차 산업수요 장기 전망 - 수요는 신흥시장을 중심으로 우상향하는 것으로 대부분의 기관에서 전망



자료: 산업자료, SK 증권

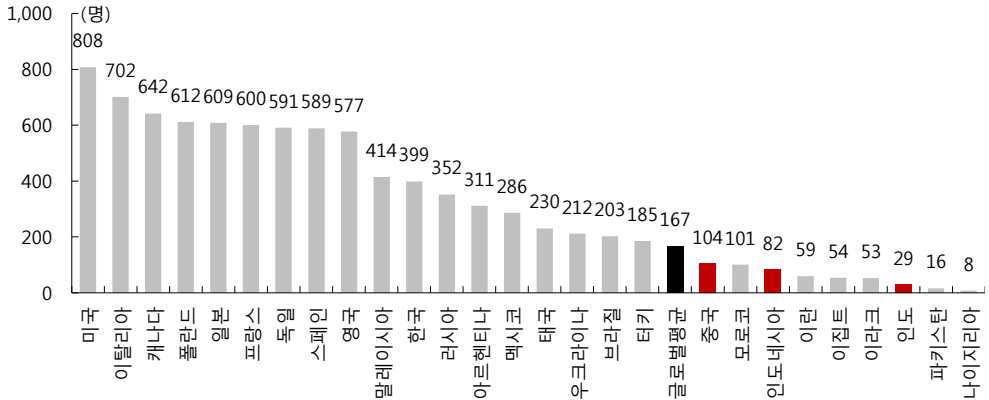
<그림 31> 글로벌 자동차 산업수요 추이 - 꾸준한 성장을 보여왔던 수요



자료: Bloomberg, SK 증권

이를 뒷받침하는 요소로 많이 알고 있는 인구 천명당 보급대수를 들 수 있다. 선진시장에서의 교체수요는 꾸준히 발생하고, 인구가 많은 중국, 인도, 인도네시아의 낮은 보급률이 향후 수요로 이어질 것이라는 얘기다.

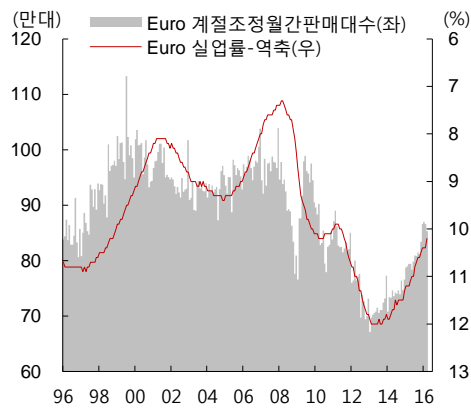
<그림 32> 인구 천명당 자동차 보급대수(2014년 기준) - 인 중국, 인도의 낮은 보급률은 향후 수요를 견인할 것으로 예상



자료: KAMA, SK 증권

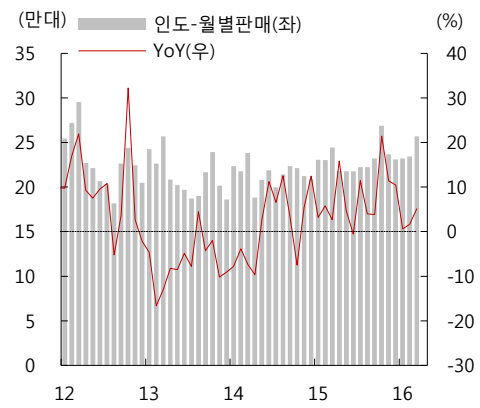
글로벌 수요 둔화에 대한 우려는 이러한 믿음에 대한 우려에서부터 출발한다. 물론 <그림 33,34>에서처럼 실업률이 내리고 있는 유럽과 경기가 회복되고 있는 인도의 경우, 이러한 믿음은 유지해도 될 만한 시장이다.

<그림 33> 실업률 하락으로 인한 유럽의 수요 개선과



자료: Bloomberg, SK 증권

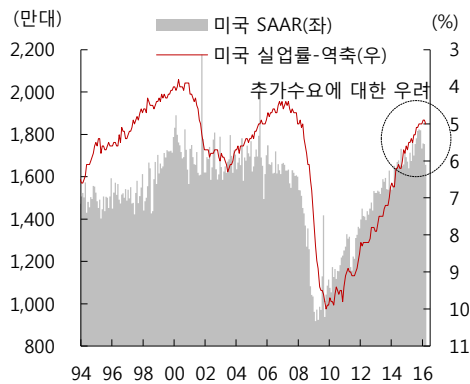
<그림 34> 경기회복으로 인한 인도의 성장은 긍정적



자료: Bloomberg, SK 증권

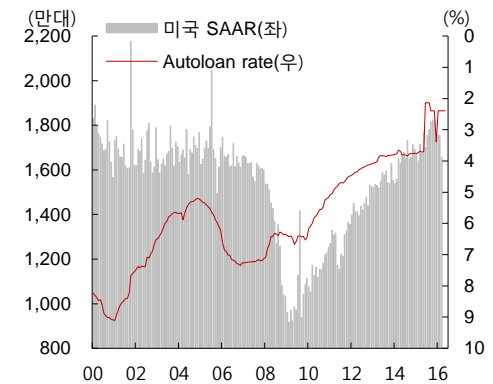
하지만 다른 선진시장인 미국의 경우, 수요와 밀접한 관계를 보여왔던 실업률이 더 떨어지기 어렵다는 점과 향후 금리가 인상되면 시장수요를 견인해 왔던 저금리할부판매가 줄어들 것이라는 점이 추가수요에 대한 기대를 낮추고 있다.

<그림 35> 미국실업률과 자동차산업수요 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

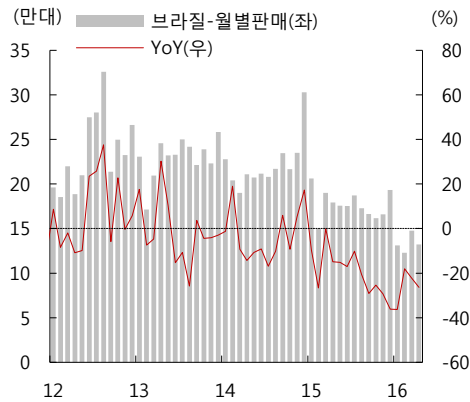
<그림 36> 미국 Autoloan rate와 자동차산업수요 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

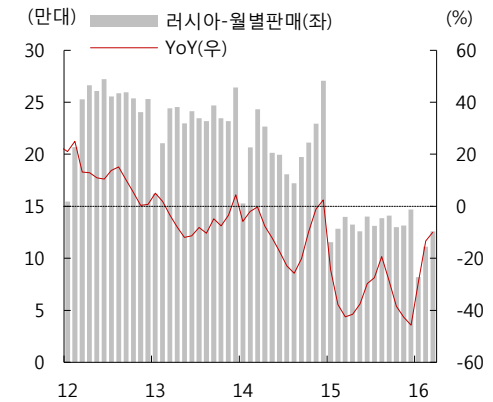
또한 신흥시장과 브라질과 러시아는 원자재가격 하락과 환율 변동으로 인한 구매력 약화로 산업 수요가 급격히 악화되었고, 개선시점에 대한 판단도 어려운 상황이다. 특히 글로벌 최대 시장인 중국시장의 경우, 구매세 인하 정책 이후의 수요둔화 우려가 남아있다.

<그림 37> 자동차산업수요 추이 - 브라질



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 38> 자동차산업수요 추이 - 러시아

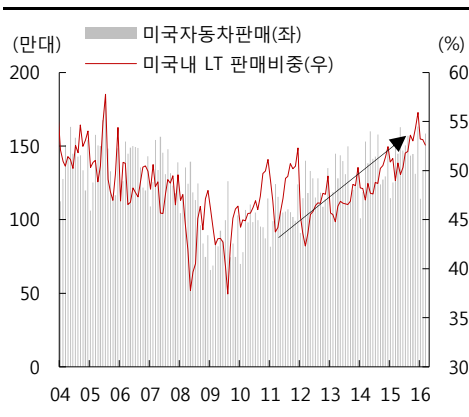


자료: Bloomberg, SK 증권

결국 수요에 대한 우려는 글로벌, 지역별 경기에 대한 전망으로 귀결된다. 경기가 지속적으로 개선되지 않는다면, 자동차수요 전망도 어두울 수 밖에 없다는 것이다. 수요증가가 제한적이라면 이는 필연적으로 업체간의 경쟁심화를 야기하고, 수익성에 부정적인 영향을 줄 수 밖에 없다.

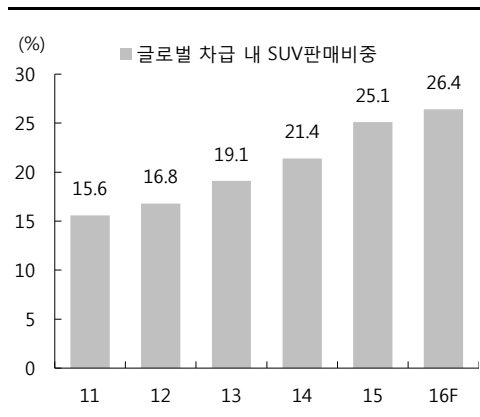
하지만 과거와 달라진 점은 자동차수요와 경기와의 상관관계이다. 일반적인 믿음과 달리 당사는 경기가 좋아지는 시기에 자동차수요가 폭발적으로 증가하기보다는 믹스의 개선이 나타난다고 판단한다. 가성비(Value for Money)를 기준으로 하지 않고 선호하는 차량을 구매한다는 것이다. 경기 회복기 동안 BMW, 벤츠의 글로벌 판매량 증가와 미국에서의 Light Truck 비중, 중국에서의 SUV 비중 증가를 보면 이 같은 점을 확인할 수 있다.

<그림 39> 미국 내 Light Truck 판매비중



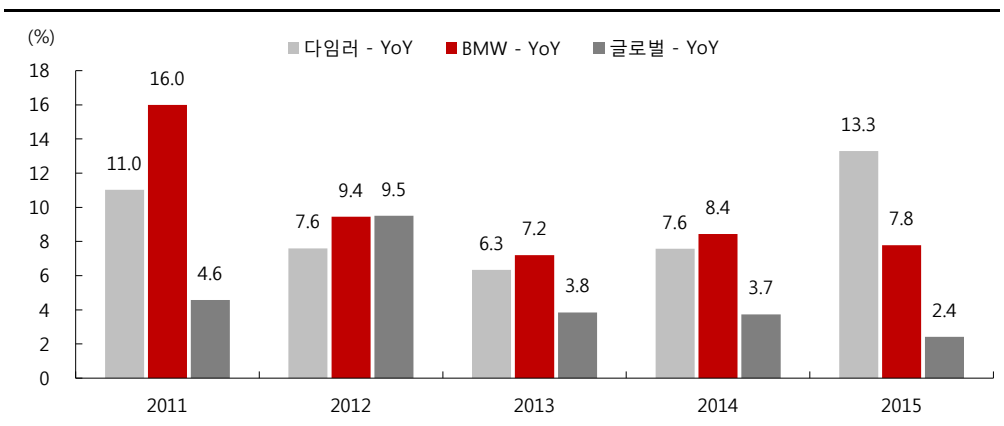
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 40> 글로벌 판매 중 SUV 비중



자료: IHS, SK 증권

<그림 41> 글로벌 판매 대비 성장한 BMW, 다임러 판매 - 고급차량에 대한 수요 증가

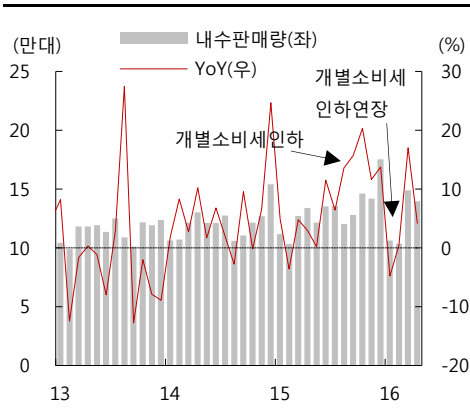


자료: Bloomberg, SK 증권

또한 경기확장과 비례해서 수요증가가 동반되지 않는 것처럼 경기둔화와 비례하여 수요감소가 진행되지도 않는다는 점에 주목해야 한다. 최근 자동차와 관련 정책 중에서 중요한 트렌드는 소비와 경기진작을 위해 자동차에 대한 보조금, 세제인하 등의 정책을 펼친다는 것이다. 이 때문에 과거에는 GDP 성장 이후 자동차수요 개선이 나타난 반면, 최근에는 자동차산업수요가 선행하는 모습이 나타나는 것이다. 이러한 정책적 방향은 자동차수요의 하방경직성을 강화하는 요인이다.

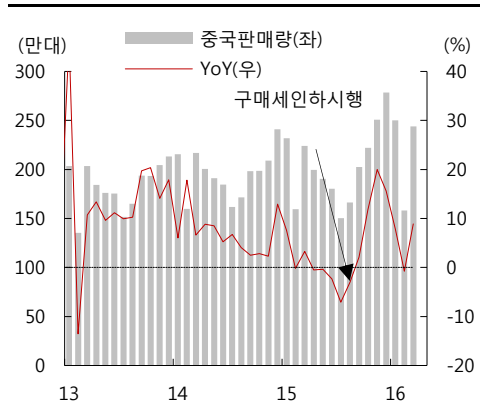
단, 경기둔화에 대한 우려는 떨칠 수 없고, 정책 이후 경기개선이 이루어지지 않았을 시에 급격한 수요둔화가 나타날 가능성을 고민할 필요가 있다.

<그림 42> 한국 자동차판매 추이 - 정책시행 이후 증가



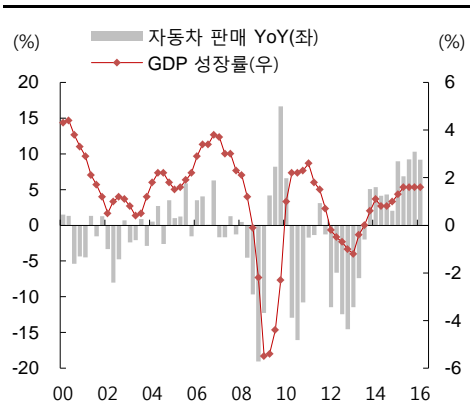
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 43> 중국 자동차판매 추이 - 정책시행 이후 증가



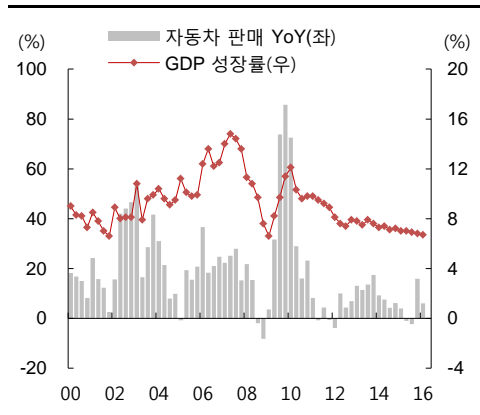
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 44> 유럽 GDP와 자동차 판매 변화



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 45> 중국 GDP와 자동차판매 변화



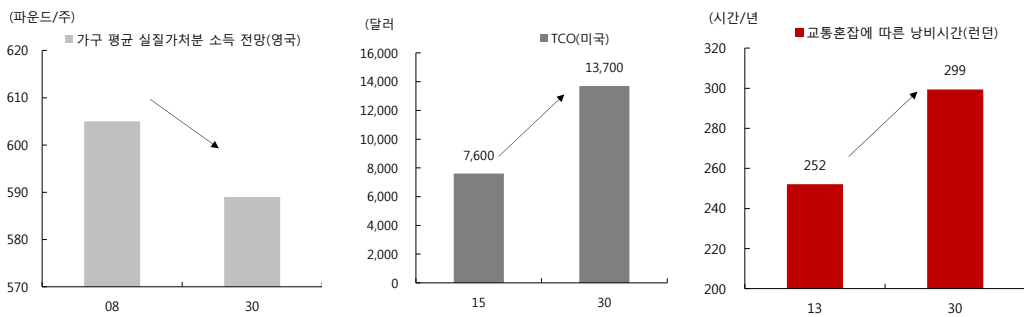
자료: Bloomberg, SK 증권

새로운 고민 - 자동차 소유할 것인가, 소비할 것인가

전통적인 관점에서 수요전망은 ‘일정소득이 발생한다면 자동차를 소유(구매)할 것이다’라는 가정에서 출발한다. 따라서 바로 소유에 대한 의심이 나타나면 큰 전체가 바뀌게 된다. 더 구체적으로는 1)소유대상으로서 자동차의 우선순위와 2)과연 자동차를 소유할 것인가에 대한 의심이다.

전자는 소비재로서 자동차가 갖는 매력의 지속여부다. 차량구매 자체만으로도 상징적 의미가 있던 과거와 달리 지금은 다양한 대체재가 존재한다. 차량구매가 소유의 우선순위에서 밀리거나 배제될 가능성이 높아지고 있다는 점이다. 실제로 미국에서 10~20 대의 운전면허 취득 비중은 점차 낮아지고 있고, 청년의 가처분소득이 줄어드는 현 상황에서, 구매만이 아닌 유지에도 비용 부담이 발생하는 고가소비재 자동차의 매력은 낮아질 우려가 있다.

<그림 46> 가처분소득의 감소와 보유비용에 대한 부담, 혼잡시간의 증가는 자동차의 장기적 수요 전망에 부정적인 요인



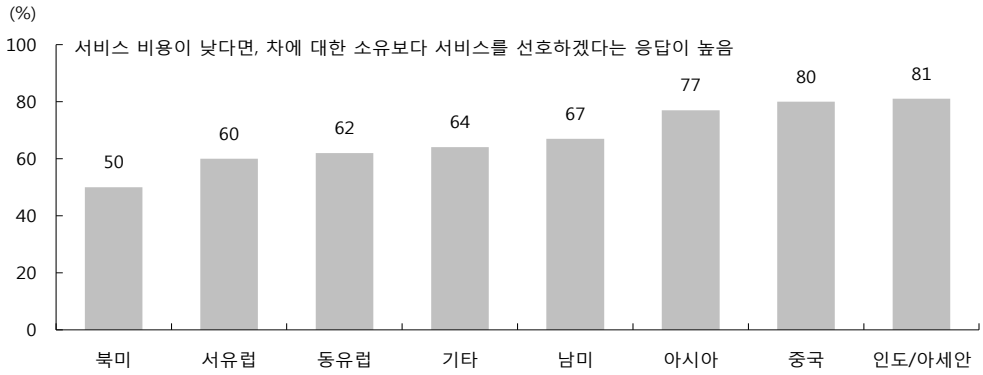
자료: KARI, SK 증권

후자는 자동차가 소유대상인가 소비대상인가라는 인식변화이다. 구매매력의 변화처럼 소유에 대한 인식도 공유경제의 개념과 관련 신규사업들이 나타나면서 변하기 시작했다.

공유경제의 개념이 확대되고 서비스를 채택할 것인가라는 점에서 중요한 것은 비용이다. 따라서 카셰어링 등을 이용하는 것이 차를 소유하는 것보다 소비자입장에서 지출이 적다는 점은 의미가 있다. 실제 설문조사에서는 카셰어링을 이용하는 비용이 자동차를 구매/유지 비용보다 더 낮다면 카셰어링을 선택하겠다는 응답자의 비율이 압도적으로 높다. 특히나 <그림 46>에서처럼 선진시장보다 중국, 인도 등 신흥시장에서의 응답비율이 높다는 점은 수요에 대한 우려로 이어질 수 밖에 없다.

AlixPartners의 2014년 연구는 공유 차량 한대가 32대의 개인 차량을 없앨 것으로 전망하고 있다. 한편에서는 공유경제의 확대가 플릿시장 증가를 동반하기 때문에 전체 산업수요에 미치는 영향이 제한적일 것이라는 의견도 있지만 1)서비스사용자 증가와 비례하여 자동차구매인구가 감소할 가능성 2)현재 판매되는 플릿의 수익성이 높지 않다는 점도 함께 생각해야 한다.

<그림 47> 비용이 낮다면 소유보다는 소비할 가능성이 높다는 설문조사는 향후 자동차수요 전망에도 반영될 필요



자료 KPMG, SK 증권

특히 중요한 변화는 정책이슈에서 나타나고 있다. 헬싱키와 함부르크는 공유경제 개념을 바탕으로 자가용 없는 도시 정책을 제시했다. 국가단위로 확대될 가능성은 아직 낮지만, 차량소유가 개인이 아닌 도시/국가의 단위에서도 제한될 수 있다는 점은 자동차수요와 소유에 밀접하게 영향을 미치는 새로운 변화임이 분명하다.

<표 1> 유럽의 자가용 없는 도시 정책 사례 - 헬싱키 / 함부르크

국가/도시	핀란드/헬싱키
개요	14년 8월 Mobility on Demand 2025 발표
목표	25년까지 모든 공공교통에 대한 모바일 디지털화를 통해 자동차보유 필요성 최소화
대안	월정액으로 원하는 모빌리티를 이용 (Kutsuplus - 택시와 버스의 중간형태)
국가/도시	독일/함부르크
개요	14년 1월 그린 네트워크 건설 계획 발표
목표	15~20년 내, 자동차가 필요없는 도시 구축, 이를 통해 자연 속 도시, 도시 속 자연 지향
대안	쇼핑몰, 공원 등 중심지를 모두 연결, 자동차 없이 도보나 자전거로 이동 가능한 시스템

<그림 48> Kutsuplus(콧수플러스) - 콜버스의 개념



자료 Kutsuplus, SK 증권

<그림 49> Kutsuplus 서비스 형태



자료 KARI, SK 증권

2) 강화되는 규제, 강제되는 변화

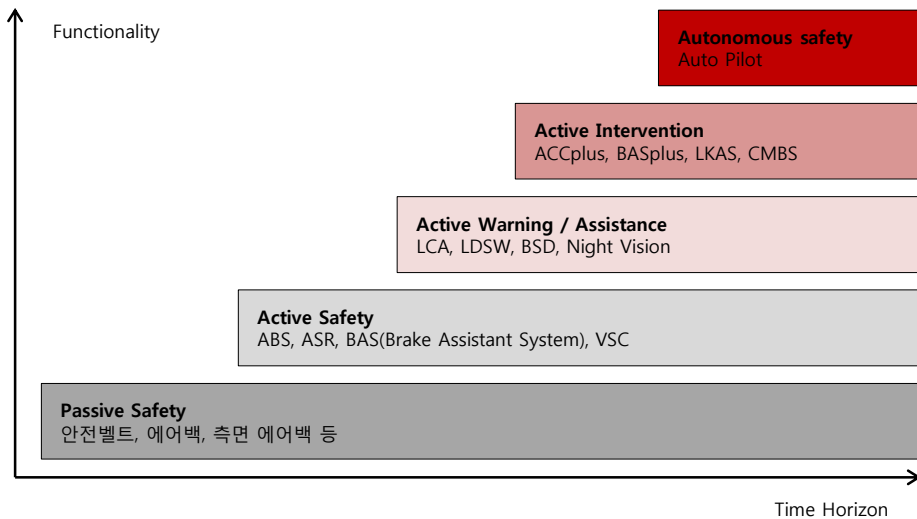
- 연구개발과 비용에 대한 부담 증가

수요가 아닌 산업에서의 변화는 기술변화가 보다 빠르게 이루어지고 있고, 이런 변화가 완성차를 비롯한 자동차 업체에 부담으로 작용하고 있다는 점이다. 친환경차와 전장화, IoT, 경량화, 자율주행 등의 키워드로 대표되는 기술변화가 바로 그 것이다.

관련한 자동차업계에 강제되고 있는 변화의 주된 동인은 바로 ‘정부의 규제’이고, 규제는 결국 1)안전과 2)환경이라는 두 가지 키워드로 요약될 수 있다.

안전에 대한 강화는 사고에 대한 예방차원에서 이뤄지고 있다. 사고의 주된 원인인 운전부주의 및 미숙을 예방하기 위해 궁극적으로 사람이 개입하여 실수하는 요인을 배제하겠다는 것이다. 결국 안전벨트와 에어백과 같은 물리적이고 수동적인 규제부터 시작해서 자율주행이라는 궁극의 목표를 이루기 위한 능동적인 규제로 강화되고 있다.

<그림 50> 안전을 추구할수록 점차 낮아지는 인간의 운전개입과 이를 실현하기 위한 단계적 자율주행 개발



Level에 따른 자율주행		
Level 0	No automation	운전자에게 필요한 정보 전달
Level 1	Function Specific Automation	운전자의 주행을 보조
Level 2	Combined function automation	고속도로 자율주행 가능
Level 3	Limited Self-driving automation	부분적으로 자율주행 가능(운전자 탑승요구)
Level 4	Full Self-driving automation	사람의 개입없이 자율주행 가능

자료: NHTSA, KATECH, SK 증권

환경과 관련한 이슈는 연비개선과 이산화탄소 배출규제로 요약할 수 있다. 각 국가는 이미 연도 별로 이에 대한 규제를 마련했는데, 시간이 경과함에 따라 강화되는 구조다. 그리고 규제를 만족시키지 못하게 될 경우, 앞으로는 벌금 같은 실질적인 패널티를 부여할 예정이다.

<표2> 주요 국가 자동차 관련 환경 규제 정책

			12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
미국	ZEV	친환경판매비중	12.0%			14.0%			4.5%	7.0%	9.5%	12.0%	
			←	HEV 포함				→	←	HEV 제외			→
BEV/FCEV판매비중			0.79%			3.00%			2.00%	4.00%	6.00%	8.00%	
연비			평균연비목표(mpg)	333	342	349	362	378	396	411	425	442	461
유럽	Co2	평균CO2배출량 목표	15년 130g/km→									←	95g/km
배출가스			목표달성차량 비중	65%	75%	80%	100%					95%	100%
			슈퍼크레딧	3.5		2.5	1.5	1				2	1.67
중국	연비	평균연비목표	15년 6.9L/100km(161g/km)→				20년 5.0L/100km(117g/km)				→		
			허용연비초과율	109%	106%	103%	100%	134%	128%	120%	110%	100%	
			신에너지차판매가중					5		3		2	
한국	연비	평균연비목표	15년 17km/L(140g/km) →				20년 97g/km				→		
			목표달성차량 비중	30%	60%	80%	100%	10%	20%	30%	60%	100%	
일본	연비	평균연비목표	15년 16.8km/L(139g/km)→				20년 20.3km/L(115g/km)				→		

자료: NHTSA, CARB, EU 집행위원회, 중국공신부, 한국환경부, ICCT, 언론사 종합, KARI, SK 증권

<그림 51> Accelerating the adoption of zero-emission vehicles - 규제를 만족하기 위해 다양한 방안이 동원

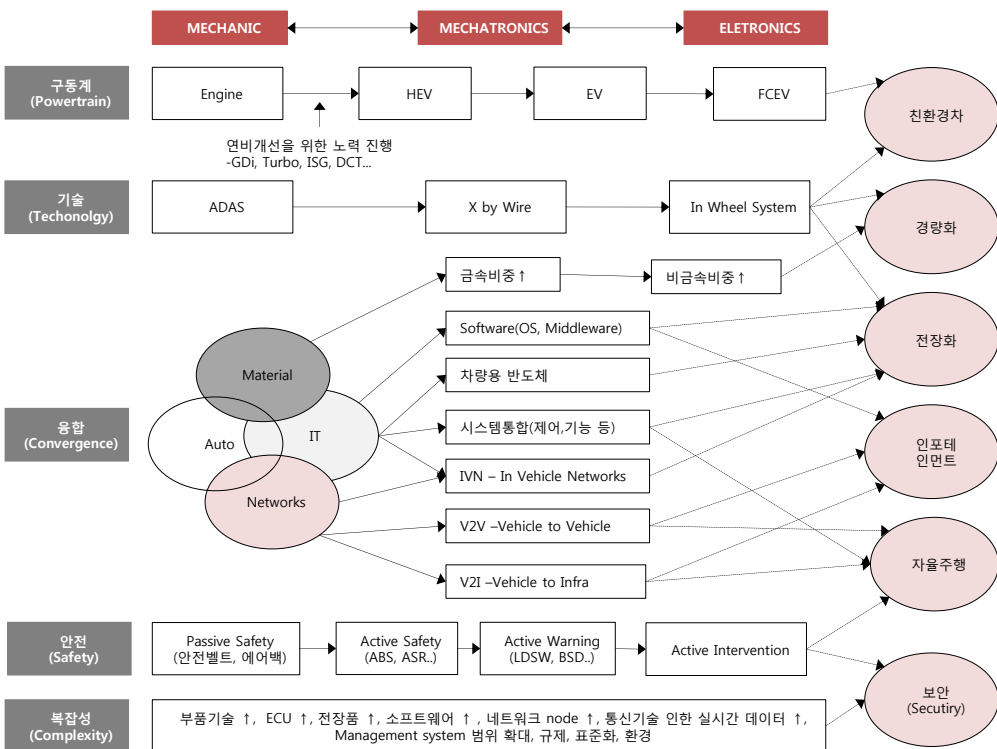


자료: The International Zero-Emission Vehicle Alliance, SK 증권

결국 강력한 규제를 만족시키기 위해 다양한 변화가 필요해졌고, 그로 인해 다양한 자동차 기술 발전에 관한 컨셉들이 등장했다. 연비제고와 이산화탄소 배출 감소를 위한 연료의 변화(가솔린/디젤 → 전기/수소)와 그로 인한 구동계 변화의 결과물이 바로 친환경차이다. 또한 연비 개선을 위해 가벼워져야 하며 이를 위해 1)동일한 무게로 높은 강도를 내거나(경량화), 2)물리적인 연결을 신호로 대체(X by wire)할 이유가 생겼다. 또한 자율주행으로 향하는 과정에서 주변상황을 인지하고(센서), 주변과 정보를 주고 받으며(V2X), 운전자에게 전달(인포테인먼트)해야 할 필요성이 생겨났다. 이렇다보니 많아진 정보처리를 위해 하드웨어 증가와 소프트웨어의 복잡성도 불가피해졌다.

이러한 일련의 과정들은 필연적으로 전통적인 자동차제조만이 아닌 다른 산업의 도움을 받아야 할 이유를 제공했으며, 과거 기존참여자만의 영역이었던 자동차산업에 신규참여자들이 진출하기가 용이해지고 많은 기회요인이 생기게 된 것이다(<그림 52>).

<그림 52> 자동차 산업의 변화 방향 - 과거 기존참여자만의 영역이었던 자동차에 신규참여자들이 진출하기 용이해지는 변화 과정

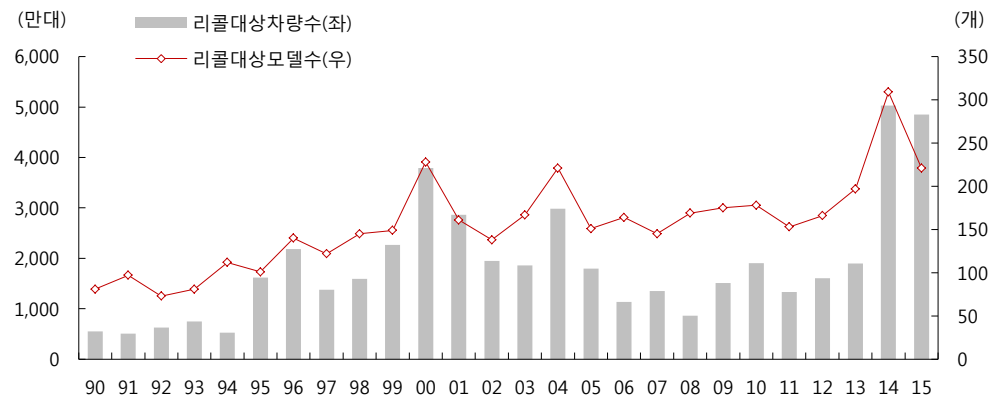


자료 SK 증권

다만 기존 업체 입장에서는 변화가 동시다발적으로 진행됨에 따라 다양한 부담이 생겼다. 특히 당장의 수요뿐만 아니라 향후 수요마저도 불분명한 상황에서 기술개발을 해야한다는 현실은 개발비용부담만이 아니라 매몰비용에 대한 우려도 동반한다. 또한 규제를 맞추기 위한 빠른 기술 도입으로 특정기술이 충분한 테스트없이 탑재될 우려나, 부품수와 자동차 제작의 복잡성이 증가하며 제품완성도가 떨어질 우려도 발생한다. 실제로 최근 들어 리콜 대상모델이 증가하며 손익 뿐 아니라 브랜드 이미지에 대해 악영향을 미치고 있으며 소송 등의 부차적인 이슈도 증가하는 추세이다.

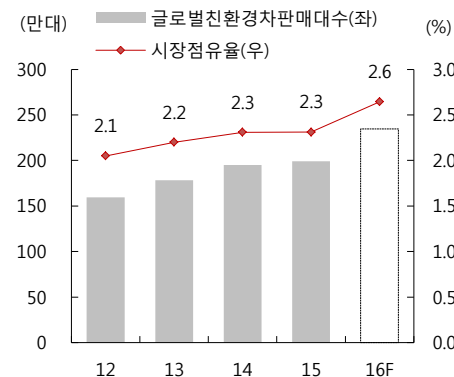
본업은 잘 해야 하는 현 상황에서 연구개발에 대한 부담은 늘었고, 수요가 당장 의미있게 발생하지 않는 상황에서 이익에 도움을 주지 못하는 개발이 이어지고 있는 상황이다. 또한 상대적으로 몸집이 작고 선택과 집중을 통해 신규사업 기회에 침투할 수 있는 업체와 달리 이미 몸집이 크고, 모든 것을 잘해야 하는 기존업체에게는 또다른 어려움이 있다.

<그림 53> 미국 리콜 추이 - 리콜대상 차량과 모델수가 모두 증가



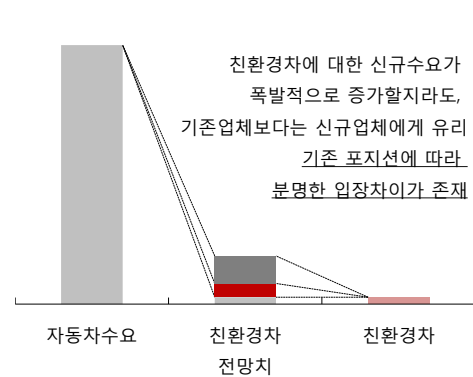
자료: NHTSA, SK 증권

<그림 54> 글로벌 친환경차 판매대수 추이 및 전망
- 산업수요의 성장보다 크지만 여전히 낮은 시장 점유율



자료: KARI, SK 증권

<그림 55> 신규사업에 대한 수요가 증가한다고 할지라도, 기존 포지션에 따라 분명한 입장차이가 존재

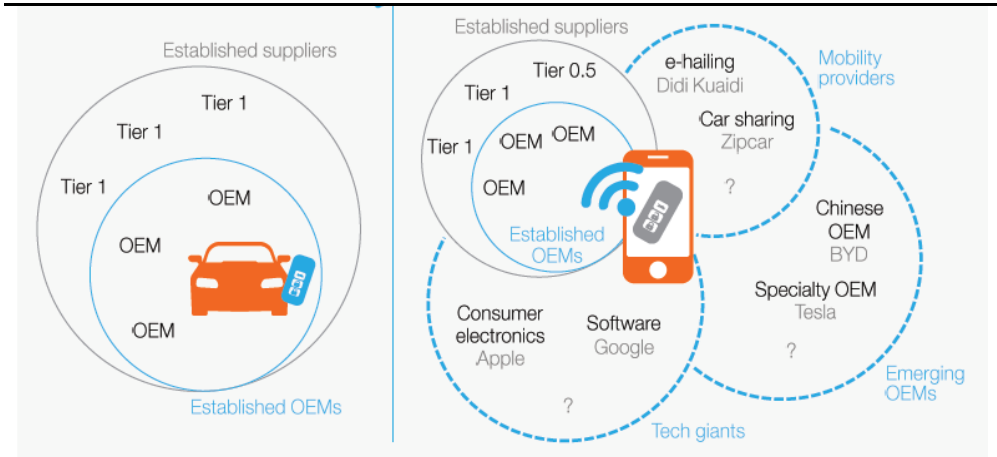


자료: SK 증권

3) 변화의 또 다른 의미 - 경쟁업체와 신규사업의 등장

앞에서 봤던 기술개발을 주요 키워드로 요약하면 친환경차, 경량화, 인포테인먼트, 전장화, 자율주행, 보안이다. 이처럼 전통적인 자동차의 영역이 아닌 분야에서의 접근으로 인해 필연적으로 나타나는 현상은 산업간 융합(Convergence)이다.

<그림 56> 기술의 변화로 인해 신규 업체들의 자동차산업으로의 접근이 용이해졌으며 신규사업기회도 등장



자료: McKinsey, SK 증권

전통적인 제조업 기반에서 접근 가능한 영역의 주요 변화는 아래처럼 요약할 수 있다.

- IT H/W, S/W - ADAS, X by Wire, In-wheel system 등으로의 기술발전으로 인해 시스템 복잡도에 따른 차량용 반도체, 시스템 제어역량 강화, 다양한 인지를 위한 카메라, 레이저, 라이다 등의 센서 요구. 차량 자체에서 처리해야 하는 정보량의 급격한 증가에 따라 관련 정보전달을 위한 디스플레이 기술도 요구
- 통신네트워크 - 운전자의 안정성과 편의성을 위해 차량 내 내부통신(IVN), 차량간 통신(V2V), 차량과 인프라(V2I)로 네트워크의 영역 확장. 센서 기술과 차량간 그리고 차량-인프라간 통신 기술의 발전으로 인지 영역이 확장됨에 따라서 완전 자율 주행 차량까지 발전. 차량 내부에서의 자유도가 높아지는 부분을 감안하면 여가 활용을 위한 시스템 요구로 증가
- 소재 - 연비개선을 위한 경량화와 구동시스템 변화에 따른 새로운 혹은 개선된 소재 개발의 필요성. 철강 중심에서 비철금속, 합성수지 등으로의 전환과 초고장력강판으로의 성능개선 진행. 또한 구동 시스템의 변화로 인해 전력반도체, 자석, 양극재와 음극재, 전해질 등의 활용도 증가

간략하게 요약했지만 2 만 5 천에~3 만개에 달하는 부품으로 구성되어 있는 자동차의 특성을 감안하면 이보다 더 큰 변화는 불가피하다. 특히 새로이 필요한 영역은 다른 업을 영위하던 업체들이 잘 할 수 있는 분야가 많고, 이들은 이를 기반으로 자동차산업에 대한 진출의지를 지속적으로 밝히고 있다.

국내업체의 경우, VC 사업부를 필두로 한 LG 전자와 삼성전기가 대표적이며 완성차로의 진출보다는 부품사로의 접근이 주를 이루고 있다. 해외의 경우에도 우리가 잘 아는 구글, 애플뿐 아니라 미국은 실리콘밸리 핵심기업, 유럽은 전장업체, 일본은 가전/전자업체, 중국은 심천스타트업 중심으로 자동차산업에 진출하고 있다. 16 년 CES 에서도 자동차 관련 기술에 다양한 신규업체들이 제품을 출시했다. 엔비디아는 인공지능과 슈퍼컴퓨터 기반 자율주행 플랫폼을 개발하여 적용계획을 밝혔으며, 센서스타트업 퀴너지는 저가형 자율주행 전용센서를 개발하여 기존 가격 대비 1/10 수준이지만 신뢰성은 개선된 라이다를 공개하며 적극적인 참여의지를 보이고 있다.

<표3> 국가별 주요 산업의 자동차 생태계 진출 현황

	완성차	안전	연결	친환경	UX
미국	구글 애플 테슬라/패러데이퓨처	엔비디아 퀴너지	아마존 구글(안드로이드오토) 애플(카플레이)	Kakt3 테슬라	페이스북(VR) MS
일본		소니(센서) 히다치(센서)	파나소닉	파나소닉(배터리) kopin(배터리)	소니(AR)
중국	LeTV 팍스콘		LeTV 화웨이 텐센트		DJI(드론) LeTV ANT

자료: KARI, SK 증권

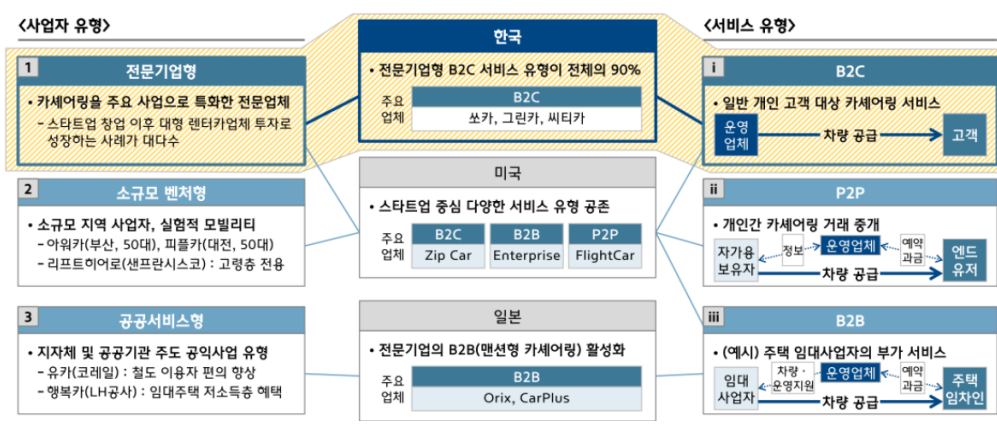
<그림 57> 테슬라 Model 3 - 신규참여자의 양산차종 도전



자료: KARI, SK 증권

또한 부품을 포함한 제조의 영역뿐만 아니라 연관사업까지의 확장으로 이어지고 있다. <그림 58>과 <표 4>에서처럼 자동차의 영역이 전통적인 제조와 판매만이 아닌 서비스의 대상으로 확대되는 모습이다. 자동차산업을 중심으로 한 다양한 사업기회와 기술변화는 앞으로 양질의 투자 기회를 제공할 것으로 판단한다. 다만 앞서 지적인 제조와 소유 대상에서의 자동차가 서비스와 이동수단으로의 자동차로 변화하는 정체성 변화는 우려된다.

<그림 58> 카셰어링의 국가별 특징 - 자동차의 영역이 전통적인 제조와 판매만이 아닌 서비스의 대상으로 확대



자료: KARI, SK 증권

<표 4> 차량 공유 서비스 외 이동성과 함께 제공할 수 있는 다른 서비스

서비스	비고
배달 및 광고	GPS 추적을 이용하여 주문자의 자동차 트렁크에 제품 배송, 스마트폰 앱을 활용하여 차량 개폐 조작, 아마존과 아우디 협력, 불보 유사 서비스 구축 시도
광고	미국 카 셰어링 업체 웨이브카, 광고 기반의 무료 전기차 공유 서비스 운전 중 광고 디스플레이되며 최대 2시간까지 무료 이용, 현재는 차량 위에 달려 있는 광고판이 외관상 좋지 않음, 맞춤형 디자인 차량 출시 가능, 광고 차량 판매를 이용한 소비자 가격 할인 가능
주차 보조 및 결제	포드패스, 아우디 커넥티드, 주차 공간 미리 예약 및 주차 가능 장소 탐색 기능 내재화, 주차 인프라와 연계하여 정확도 및 처리 속도 개선 필요, 현재 하이패스를 확장시켜 차량 자체가 결제 플랫폼이 되고 주유소/주차장/차량 주문 매장 등에서 손쉽게 결제 가능
자율주행 연계	소규모 사람들이 모여 사적인 대화/회의/영화 감상 등 가능, 맛집/관광 명소 안내, 음성이나 화상으로 가이드 제공 가능

자료: LGERR, SK 증권

4) 변화의 종착에 대한 우려

- 주도권(헤게모니)의 이동, 그리고 자동차의 Commodity 화

자동차산업에서 변화의 종착을 상상한다면 어떤 모습일까. 어쩌면 이산화탄소와 매연이 발생하지 않는 친환경차만 운행되고, 모든 도로에서 자율주행이 가능하며, V2X와 IoT의 확대로 자동차 내/외부에서 가능한 서비스가 증가하고, 공유경제가 정착되어 자동차는 소유가 아닌 이용대상이 되는, 그리고 운전자는 없어지고 탑승자만 남는 세상일지도 모르겠다.

이러한 미래상에서 기존 자동차업체에 대한 우려는 1)자동차개발의 주도권이 신규진출자들에게 넘어가고, 2)공유경제 및 IoT 확대로 자동차업의 특성이 제조 중심이 아닌 서비스업으로 전환되며, 3)자동차가 더 이상 소유의 대상이 아닌 소비의 대상으로 변할 가능성이 있다.

이 경우 브랜드와 차량성능에 대한 변별력이 사라지고, 기존 완성차 업체들은 개발의 주도권을 빼앗긴 단순제조사로 전락할 가능성이 높다. 자연스럽게 자동차 제조측면에서의 경쟁력은 가격(P)밖에 남지 않는 상황이 된다는 얘기다. 결국 자동차 산업을 둘러싼 변화에서 기존업체들에게 발생할 수 있는 최악의 결과는 바로 자동차의 Commodity 화이다.

<그림 59> 예전부터 계속되오던 미래자동차에 대한 모습



자료: 언론 SK 증권

<그림 59> 자동차의 Commodity 화에 대한 우려

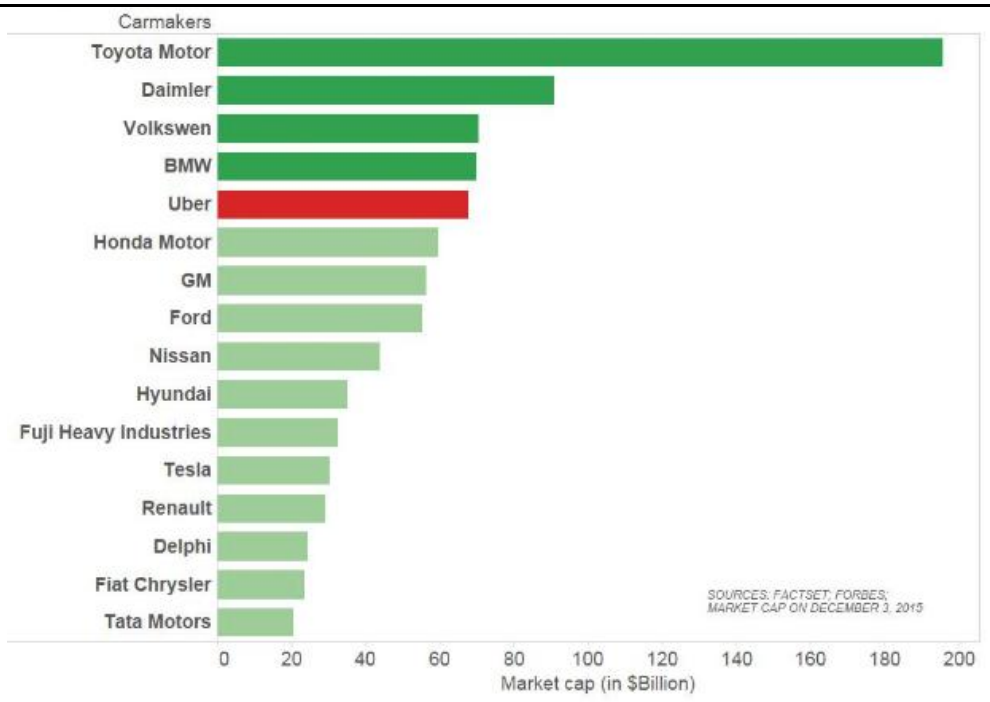


자료: 언론 SK 증권

하지만 이는 전통적인 자동차 산업 측면에서 최악의 상황인 반면, 다른 산업에서는 크나큰 기회다. 그리고 시장은 항상 신규 진출자에게 높은 가치를 부여하고 있다. 예를 들어 얼마 전까지 테슬라를 중심으로 한 친환경차에 높은 가치를 부여했다면 지금은 우버와 같은 자동차를 기반으로 한 서비스업체에 점수를 주고 있다.

15년 12월 Forbes는 우버의 가치를 680억달러로 산정했다. 창업한 지 5년 만에 107년 전통의 GM의 기업가치를 넘어선 것이다. 기존 자동차 업계가 혁신하지 못하고 정체하는 동안 운송수단의 개념을 ‘소유’에서 ‘공유’로 완전히 바꿔놓았기 때문이라는 것이 Forbes의 논지다.

<그림 60> 주요 자동차 업체의 기업가치 - 운송수단의 개념을 ‘소유’에서 ‘공유’로 바꾼 우버에 대한 높은 기업가치



자료: Forbes SK 증권

위에서는 다소 극단적인 가정을 했지만, 산업과 관련한 변화들 중에서 가장 큰 위협요인은 자율주행이다. 예를 들어 친환경차로의 변화측면에서만 보면, 엔진에서 모터로의 구동계 변화로 인해 배터리업체들에 주도권이 일부 이양될 가능성은 있지만 자동차제조는 기존업체 주도하에 진행될 가능성이 높다. 결국 다른 키워드는 누가 더 잘 만들 수 있는가의 영역이지만, 자율주행의 핵심은 누가 더 잘 운행할 수 있는가의 영역이기 때문에 다른 분야에 비해서 기존업체들의 장점이 상대적으로 작게 작용할 수 밖에 없다.

최근 2025 년까지의 Key trend 에 대한 조사에서 신흥시장의 수요 등을 제치고 Connectivity 와 관련된 항목들이 상위권을 차지한 부분도 이를 반영한 것이라는 판단이다(<표 5>). 이전까지는 전통적인 수요와 생산과 관련된 항목들이 높은 순위를 차지했었지만 16 년 들어 우선순위에서 급격히 밀려나며 변화를 반증하고 있다.

하지만 당연히게도 이와 같은 미래를 인지하고 회피하기 위해 업체들은 다양한 노력을 진행하고 있으며, 실제 실현가능성은 낮다고 본다. 다음 장에서 확인해보자.

<표 5> 2025 년까지의 Key Trend 설문 -Connectivity 와 친환경을 중심으로 한 산업변화를 예상

항목	순위			
	2016	2015	2014	2013
Connectivity and Digitalization	1	10	9	6
Hybrid electric vehicles	2			
Battery electric mobility	3	9	10	3
Market growth in emerging markets	4	1	1	1
Fuel cell electric vehicles	5	5	6	2
Mobility as a service	6	7	7	7
Customer data/Big data	7			
Platform strategies and modular production systems	8	3	2	
Autonomous and Self-driving cars	9	11	11	
Downsizing and optimization of the Internal combustion engine(ICE)	10	2	3	4
Rationalization of production in Western Europe	11	4	4	

자료: KPMG, SK 증권

3. 확증편향의 위험성과 완성차업체의 대응

1) 확증편향의 위험성 - 시간은 누구의 편인가

- 보급률, 주변에서 전기차와 자율주행차를 쉽게 볼 수 있기까지

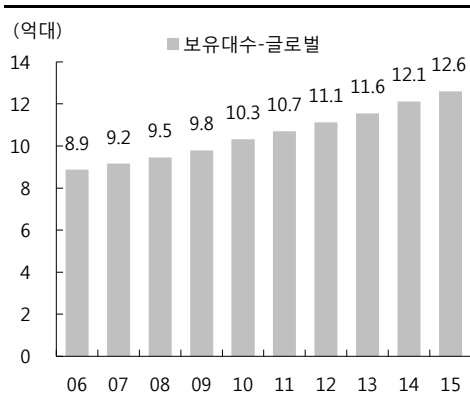
앞서 자동차산업을 둘러싼 환경에 대해서 점검했다. 빠른 기술변화와 매력적인 제품소개, 그리고 미래전망에 대한 이야기를 접한다면 당장 내일이라도 영화처럼 세상이 바뀔 것으로 기대할지도 모르겠다. 그렇지만 변화에 대한 완성차 업체들의 노력을 논하기 이전에 이 같은 확증편향에 대한 환기가 필요하다. 브랜드에 대한 충성도, 소비자들이 과연 달리는 즐거움을 포기할 것인가와 같은 인문학적이고 감정적인 접근이 아닌, 정말로 단기간 내에 기존업체들이 위협을 느낄 정도로 산업구조가 바뀔 수 있을까에 대한 고민 말이다.

먼저 자동차업체의 고유영역인 제조(생산)에 대해서 생각해보자. 완성차에 가장 위협적인 요소는 친환경차와 자율주행이라는 패러다임 변화를 기회로 진출하는 신규업체들에게 제조시장을 빼앗기는 것이다. 그리고 생산의 주도권이 넘어간 상태에서 신규브랜드들이 소비자에 자주 노출이 되며 브랜드 인지도가 높아지고, 제조만이 아닌 A/S 부문에서 이익도 감소하며, 궁극적으로 잠재적 소비자들까지 놓치게 되는 수순이다.

이를 검토하기 위해서 자동차 보유대수와 보급률을 살펴보자. 글로벌 보유대수는 2015년 기준 12.6 억대로 추정된다. 매해 발표되는 신차판매대수와 보유대수의 비율을 계산하면 해당시점부터 기존의 차량이 전부 신차로 바뀌기까지 소요되는 기간인 교체주기(Turnover)의 개념으로 생각할 수 있다.

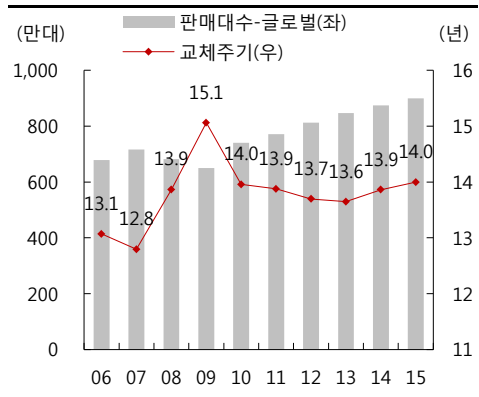
또한 계산의 편의를 위해 친환경차+자율주행차를 통해 신규로 진출하는 모든 자동차제조업체를 단일브랜드로 가정하자. 그리고 보유대수라는 관점에서 바라봤을 때, 과연 이 브랜드가 언제쯤 5% 수준으로 올라서서 국내에서 현대,기아차처럼은 아니더라도 어느정도 소비자의 눈에 익숙한 브랜드가 될 수 있을지 예상해보자.

<그림 61> 글로벌 보유대수 추이



자료: KAMA, SK 증권 추정

<그림 62> 보유대수와 판매대수를 통한 교체주기(Turnover)

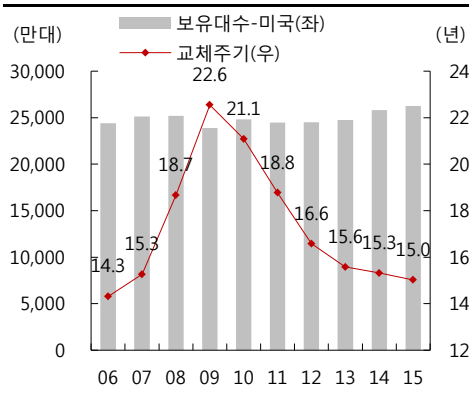


자료: KAMA, SK 증권 추정

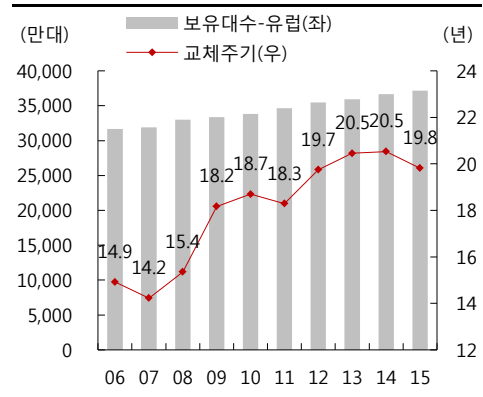
이러한 상황에서 만약 글로벌 교체주기가 2015년 기준인 14년 수준에서 지속된다고 가정하면, 한 해에 팔리는 모든 신차가 신규업체라는 극단적인 가정 시에 신규브랜드가 글로벌 보유대수 내에서 5% 이상의 비중을 차지할 수 있다. 하지만 기술의 문제가 아니라도 CAPA 등을 감안한 생산가능성 측면에서 이는 불가능하다. 기본적으로 신차판매 내에서 차지하는 비중은 점진적일 수 밖에 없다.

또한 글로벌 기준이 아닌 각 국가 단위로 생각해본다면 이미 자동차판매가 오랫동안 이루어진 성숙시장과 신규수요가 창출되고 있는 신흥시장을 구분하여 생각해야 한다. <그림>에서처럼 교체만 발생하는 미국과 유럽의 경우, 교체주기는 15.0년, 19.8년으로 신규수요가 창출되고 있는 중국과 인도의 6.4년과 11.9년과는 차이가 있다. 누적대수도 있지만, 각국가마다 다른 폐차율도 그 이유가 된다. 기존 보유대수가 큰 지역보다는 신규수요가 높은 지역에서의 보급률이 더 빠르게 상승할 수 있다.

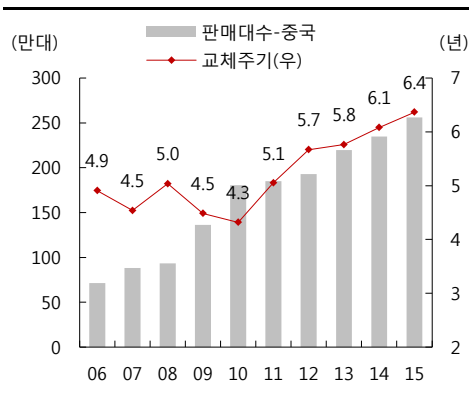
<그림 63> 성숙시장인 미국, 유럽의 보유대수와 교체주기



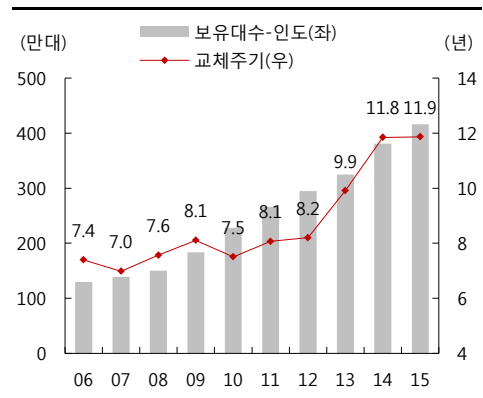
자료: KAMA, SK 증권 추정



<그림 64> 신흥시장인 중국, 인도의 보유대수와 교체주기



자료: KAMA, SK 증권 추정



신규브랜드의 보급률을 전망하기 위해, 다음과 같은 가정을 하자.

- 가정 0. 신규브랜드 판매는 2016 년부터 바로 시행된다.
- 가정 1. 기존까지 팔렸던 전기차를 제외한 향후 신규모델에 대한 누적치로 계산한다.
- 가정 2. 신규브랜드의 경우, 물리적인 생산가능여부는 고려하지 않는다.
- 가정 3. 폐차에서 신규브랜드의 제품은 제외된다.
- 가정 4. 폐차율은 06 년 이후 해당 지역 수치로 일괄 적용한다.
- 가정 5. 신차판매성장은 글로벌 4%, 선진시장(미국/유럽) 3%, 신흥시장(중국/인도) 6%.
- 가정 6. 신차판매에서 신규브랜드의 비중은 2016 년도 10% 이후 매년 10%씩 증가한다.

가정 6 에서 신차판매 비중 10%라는 조건은 FCA(Fiat Chrysler Group)이 최근 애플과 구글에 제안한 것과 같은 기존업체 M&A 가능성과 글로벌 상위 5 위권 업체들의 점유율이 10% 내외임을 감안한 수치이다.

위와 같은 가정 하에서 신규브랜드의 보급률은 평균적인 폐차율 하에서 글로벌기준으로는 2022 년, 선진시장인 미국 2022 년, 유럽은 2024 년, 신흥시장은 상대적으로 빠른 중국 2019 년, 인도 2023 년에 5%대에 도달하게 된다.

(신흥시장의 경우, 현실적으로는 불가능한 음(-)의 폐차율은 일시적인 데이터집계 문제로 판단)

<표 6> 보급률 시뮬레이션 - 신규브랜드 비중이 매년 10% 씩 증가 가정

			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
			신차판매 내 신규브랜드 비중									
	폐차율		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
글로벌	최대	4.8%	0.7%	1.5%	2.2%	3.0%	3.8%	4.6%	5.4%	6.2%	7.0%	7.9%
	평균	3.6%	0.7%	1.4%	2.2%	2.9%	3.6%	4.3%	5.0%	5.8%	6.5%	7.2%
	최저	2.1%	0.7%	1.4%	2.1%	2.7%	3.4%	4.0%	4.7%	5.3%	5.9%	6.5%
미국	최대	9.3%	0.7%	1.5%	2.3%	3.2%	4.2%	5.2%	6.3%	7.4%	8.6%	9.8%
	평균	5.0%	0.7%	1.4%	2.1%	2.8%	3.5%	4.2%	5.0%	5.7%	6.5%	7.2%
	최저	1.1%	0.6%	1.3%	1.9%	2.4%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.4%
유럽	최대	6.4%	0.5%	1.1%	1.7%	2.4%	3.0%	3.8%	4.5%	5.3%	6.1%	7.0%
	평균	3.8%	0.5%	1.0%	1.6%	2.1%	2.7%	3.3%	3.9%	4.5%	5.1%	5.7%
	최저	2.8%	0.5%	1.0%	1.5%	2.1%	2.6%	3.1%	3.7%	4.2%	4.8%	5.3%
중국	최대	10.7%	1.6%	3.2%	4.7%	6.3%	7.9%	9.5%	11.0%	12.6%	14.2%	15.7%
	평균	4.4%	1.5%	2.8%	4.1%	5.2%	6.3%	7.4%	8.4%	9.4%	10.4%	11.3%
	최저	-1.1%	1.4%	2.6%	3.6%	4.5%	5.2%	5.9%	6.6%	7.2%	7.7%	8.3%
인도	최대	7.9%	0.9%	1.8%	2.9%	4.0%	5.1%	6.3%	7.6%	8.9%	10.2%	11.5%
	평균	-0.8%	0.8%	1.6%	2.3%	3.0%	3.6%	4.2%	4.8%	5.4%	6.0%	6.5%
	최저	-7.6%	0.8%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	3.1%	3.4%	3.7%	3.9%	4.1%

자료: KAMA, Markline, SK 증권 추정

위의 시물레이션을 보면 중국과 인도에서 빠른 보급률 상승을 예상할 수 있고, 해당지역에서 기존업체들이 긴장해야 한다는 결론을 내릴지도 모르겠다. 하지만 전망치를 다소 보수적으로 변경하여 신규브랜드 비중이 신차판매에서 차지하는 비중을 매년 5%씩만 증가한다고 가정하면 다른 결과가 나타난다. 이 경우에는 향후 10 년 이내로 보급률이 5%가 넘는 지역은 중국 외에는 발견할 수 없다. 신규브랜드가 차지하는 투입시점을 5 년 가량 뒤로 미룬다고 할 때도 동일한 결과다.

<표 7> 보급률 시물레이션 -신규브랜드 비중이 매년 5% 씩 증가 가정

			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
			신차판매 내 신규브랜드 비중									
	페차율		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
글로벌	최대	4.8%	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%	3.9%
	평균	3.6%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%
	최저	2.1%	0.4%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	3.3%
미국	최대	9.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.6%	2.1%	2.6%	3.2%	3.7%	4.3%	4.9%
	평균	5.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%
	최저	1.1%	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%
유럽	최대	6.4%	0.3%	0.5%	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%
	평균	3.8%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%	2.9%
	최저	2.8%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%
중국	최대	10.7%	0.8%	1.6%	2.4%	3.2%	3.9%	4.7%	5.5%	6.3%	7.1%	7.9%
	평균	4.4%	0.7%	1.4%	2.0%	2.6%	3.2%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%
	최저	-1.1%	0.7%	1.3%	1.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%	3.6%	3.9%	4.1%
인도	최대	7.9%	0.4%	0.9%	1.4%	2.0%	2.6%	3.2%	3.8%	4.4%	5.1%	5.8%
	평균	-0.8%	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%	3.3%
	최저	-7.6%	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%

<표 8> 보급률 시물레이션 - 신규브랜드 투입 시점의 이연

			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
			신차판매 내 신규브랜드 비중									
	페차율		0%	0%	0%	0%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
글로벌	최대	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%
미국	최대	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.3%	1.8%	2.3%	2.9%	3.4%
유럽	최대	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%	2.4%
중국	최대	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	2.4%	3.2%	3.9%	4.7%	5.5%
인도	최대	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.6%	2.2%	2.8%	3.4%	4.0%

자료 KAMA, Markline, SK 증권 추정

만약 처음과 동일한 조건에서 ‘글로벌 성장이 없다’라는 제약식을 하나 추가해보자. 검은 점선으로 표기한 부분이 글로벌 성장을 가정했던 <표 9>에서 보급률이 5%에 도달했던 시점임을 감안한다면, 시장성장이 정체될 경우 보급시점이 현저히 지연됨을 확인할 수 있다.

결국 머리 속으로 그려내는 친환경차와 자율주행차의 영화 같은 현실은 모든 조건들이 좋을 때에야 가능한 일들이다. 실제로 현실에서 체감하기까지는 여전히 긴 시간이 필요하다.

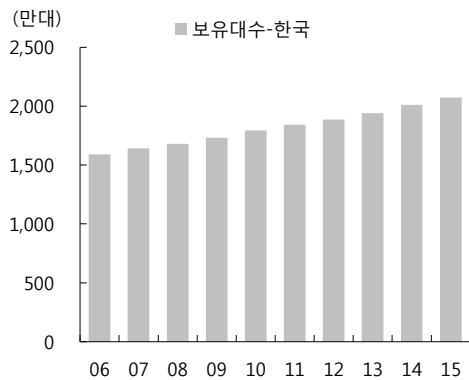
<표 9> 보급률 시뮬레이션 - 신규브랜드 비중이 매년 10% 씩 증가, 글로벌 산업수요가 0% 증가로 산업수요 정체 가정 추가

			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
			신차판매 내 신규브랜드 비중									
	페차율		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
글로벌	최대	4.8%	0.7%	1.4%	2.0%	2.6%	3.2%	3.8%	4.4%	4.9%	5.5%	6.0%
	평균	3.6%	0.7%	1.3%	1.9%	2.5%	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%	5.0%	5.5%
	최저	2.1%	0.7%	1.3%	1.9%	2.4%	2.9%	3.3%	3.8%	4.2%	4.5%	4.9%
미국	최대	9.3%	0.7%	1.4%	2.2%	2.9%	3.7%	4.6%	5.4%	6.3%	7.2%	8.1%
	평균	5.0%	0.7%	1.3%	1.9%	2.5%	3.1%	3.7%	4.2%	4.8%	5.3%	5.9%
	최저	1.1%	0.6%	1.2%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%
유럽	최대	6.4%	0.5%	1.0%	1.6%	2.1%	2.7%	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%	5.6%
	평균	3.8%	0.5%	1.0%	1.5%	1.9%	2.4%	2.8%	3.3%	3.7%	4.2%	4.6%
	최저	2.8%	0.5%	1.0%	1.4%	1.9%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%	3.9%	4.2%
중국	최대	10.7%	1.5%	2.9%	4.2%	5.4%	6.5%	7.7%	8.8%	9.8%	10.9%	11.9%
	평균	4.4%	1.4%	2.6%	3.6%	4.4%	5.2%	5.9%	6.5%	7.1%	7.6%	8.1%
	최저	-1.1%	1.4%	2.4%	3.1%	3.7%	4.2%	4.6%	5.0%	5.3%	5.5%	5.7%
인도	최대	7.9%	0.8%	1.7%	2.5%	3.3%	4.1%	4.9%	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%
	평균	-0.8%	0.8%	1.4%	2.0%	2.4%	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%	4.1%	4.3%
	최저	-7.6%	0.7%	1.3%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%

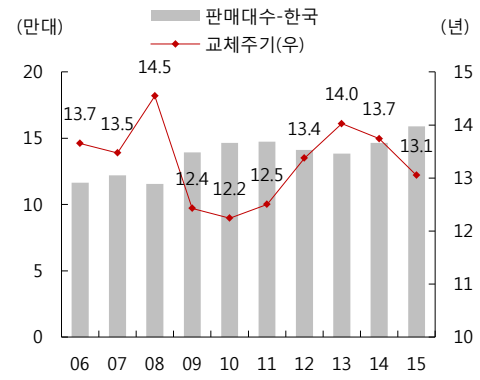
자료 KAMA, Markline, SK 증권 추정

마지막으로 익숙한 한국을 예로 들자. <그림 66>에서처럼 교체주기는 글로벌 트렌드와 유사하다. 국내에서도 처음과 동일한 가정을 했을 때, 5% 보급률까지 상당한 시간이 소요된다. 다른 예로 수입차 보급률에 대해서 생각해보자. 00년 이후로 판매되었던 수입차가 단 한번도 폐차가 된 적이 없다고 가정했을 때, 현재 국내에서 보유대수 대비 차지하는 비중이 5.9%이다. 2000년 이후로 급격하게 성장했지만 여전히 전체 비중에서 차지하는 비중은 낮은 상황이다.

<그림 65> 한국 보유대수 추이 추이



<그림 66> 신차판매와 교체주기 추이 - 한국

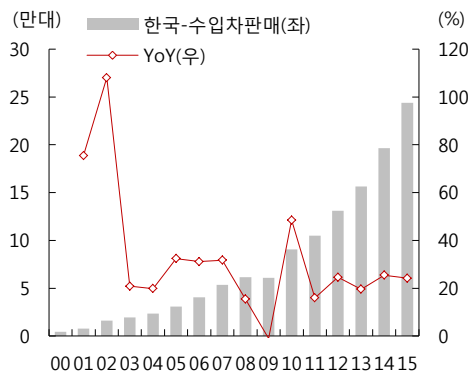


<표 10> 보급률 시뮬레이션 - 신규브랜드 비중이 매년 10% 씩 증가 가정

			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
			신차판매 내 신규브랜드 비중									
	폐차율		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
한국	최대	5.5%	0.7%	1.5%	2.2%	2.8%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%	5.9%	6.5%
	평균	4.8%	0.7%	1.5%	2.1%	2.8%	3.4%	4.0%	4.6%	5.1%	5.7%	6.2%
	최대	3.8%	0.7%	1.4%	2.1%	2.7%	3.3%	3.8%	4.3%	4.8%	5.3%	5.8%

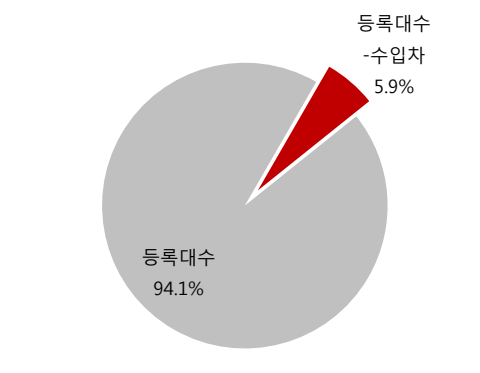
자료: KAMA, Markline, SK 증권 추정

<그림 68> 수입차 판매는 급격하게 성장했지만,



자료: KAIDA, SK 증권

<그림 69> 수입차 비중 - 아직 5.9%에 불과한 수입차 비중



자료: KAIDA, KAMA, SK 증권

-신차판매, 빠른 기술변화가 즉각적 양산을 담보하지는 않는다.

막상 주변에서 흔히 접할 수 있을 때까지 시간이 필요하다는 점을 확인했더라도, 신차판매에서 자율주행차의 판매가 급격하게 증가할 가능성을 배제할 수는 없다. 신규업체가 자율주행차 시장에 진출하여 호실적을 기록한다면 이로 인해 기존 업체간의 경쟁심화와 수익성악화 가능성이 커질 것이다.

하지만 신규업체의 자율주행차량 판매로 인한 우려와 동시에 생각할 부분은 자동차를 양산하기까지의 과정이다. 자율주행과 관련해서는 아직도 많은 기술적 한계와 함께 다양한 이슈들이 논의가 되고 있다. 안전을 위한 규제로 생기는 기술의 개발이지만, 오히려 안전을 위한 규제로 인해 양산이 제한될 수 밖에 없다(<표 11>, <그림 70>)

<표 11> 자율주행 관련 당면과제 및 이슈

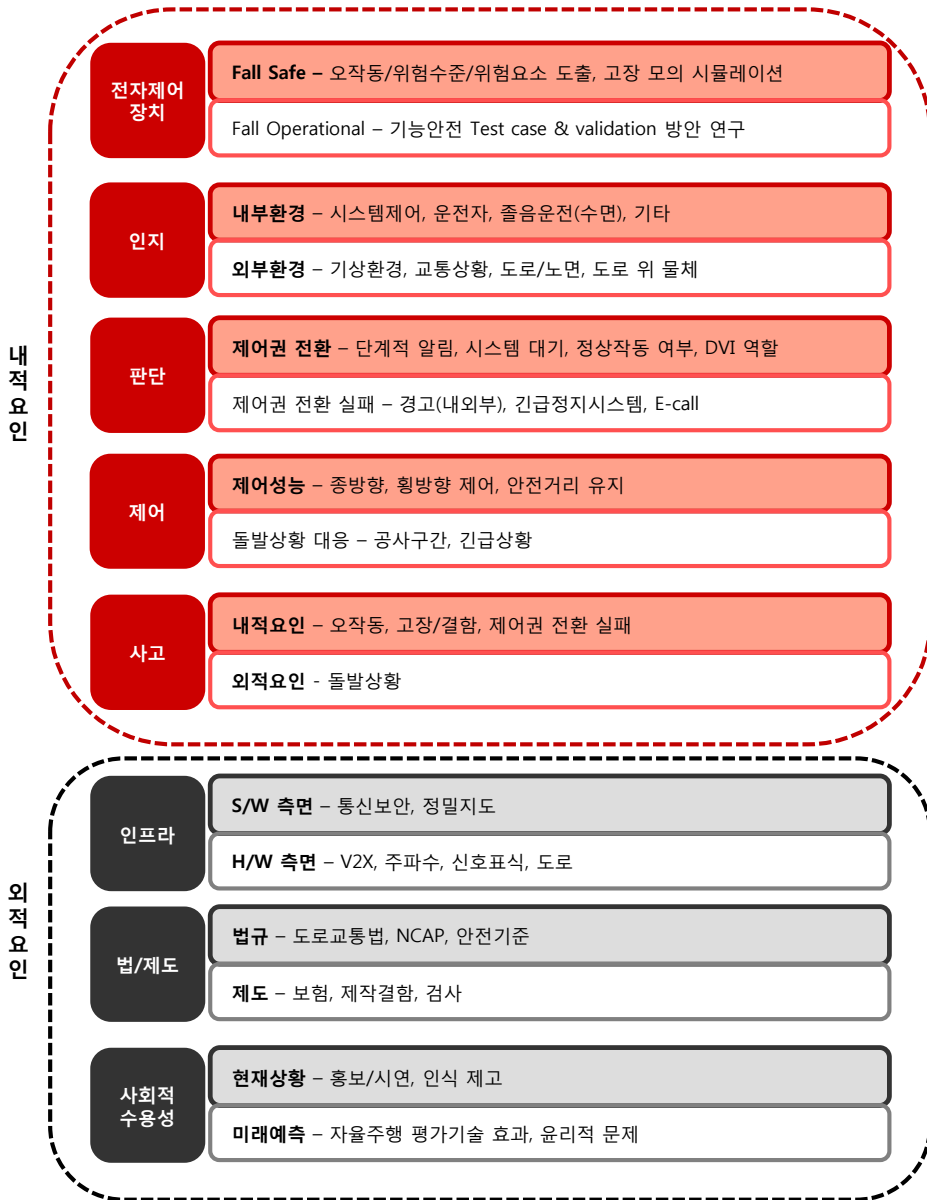
항목	ERTRAC	EPoSS	IHS	RAND	CMU	NHTSA	UNECE
자율주행기술						○	○
주변환경 인지능력	○			○			
신뢰성, 안전성, 강건성, 기술성숙도 검증	○	○	○	○	○	○	○
eSafety	○	○	○			☆	☆
운전자 인지반응능력 및 운전자 개입	○			○		○	
일반적 평가절차 및 기준 (Track Test or Simulation)	○	○	○	○	○	☆	☆
법제도 (안전기준, 도로교통법, 신호체계 등)	○	○		○	○		○
사고책임 (사고기록장치), 보험	○	○	○	○	○		○
인프라에 대한 요구 기준 (통신, 정밀맵, 도로표식 등)	○			○	○		
e-Security, Privacy	○	○	☆	○	○	☆	☆
사회적 인식 및 수용성 비용, Ethic 등)	○	○			○		
산업화 지원 (에너지효율, 사고 감소 등)	○	○					
운전자 교육프로그램						○	
Driver License			○	○		○	

주: EPoSS: European Technology Platform on Smart Systems Integration, IHS: IHS Automotive, RAND: RAND Corporations

CMU: Carnegie Mellon University

자료: 오토저널 SK 증권

<그림 70> 자율주행 관련 당면과제 - 내적요인 / 외적요인

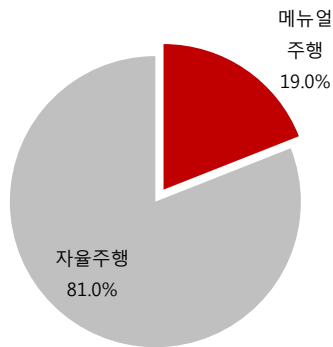


자료: 오토저널 SK 증권

실질적으로 현재 기술이 양산차에 적용될 수 있는 수준인지도 중요하다. 자율주행에 대해서는 가장 선두주자로 평가받는 구글의 예를 들어보자. 최근 구글이 미국 캘리포니아주에 실시한 자율주행실험 이후 제출한 보고서에 따르면, 전체 주행거리인 524,001 마일 중에서 자율주행으로 424,331 마일, 사람이 개입한 매뉴얼주행으로 99,672 마일을 이동했다고 보고했다. 자율주행을 목표로 운행하였으나 다양한 이슈로 인해 전체 운행거리 중 19%는 운전자(사람)의 개입이 필요했다는 의미다.

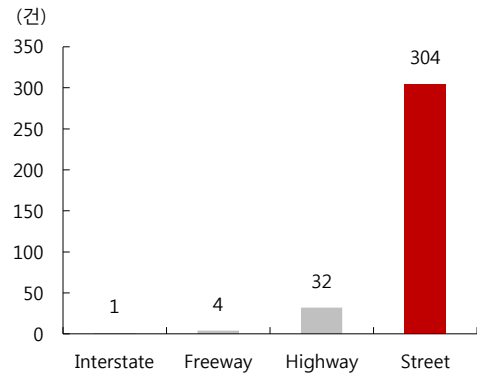
또한 자율주행으로 이동하는 동안 341 번의 자율주행해제를 겪었다, <그림 73>에서처럼 1 만 마일당 높은 자율주행해제 횟수를 보이고 있는 것이다. 특히 고속도로에서보다 일반도로에서의 자동주행해제가 높다는 점은 일상생활의 적용에서 문제가 여전히 존재한다는 의미이다. 이는 사고가 생명과 직결되는 자동차업의 특성상 매우 중요한 이슈다.

<그림 71> 구글 자율주행 중 매뉴얼 변환률은 19% 수준



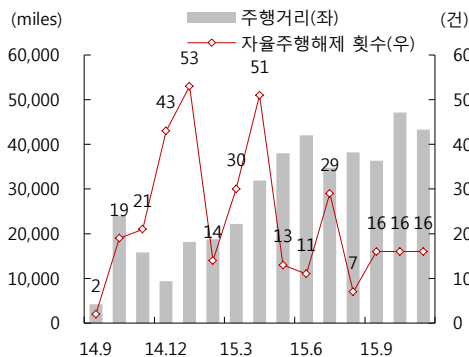
자료 Google, SK 증권

<그림 72> 자율주행해제의 대부분은 일반거리에서 발생



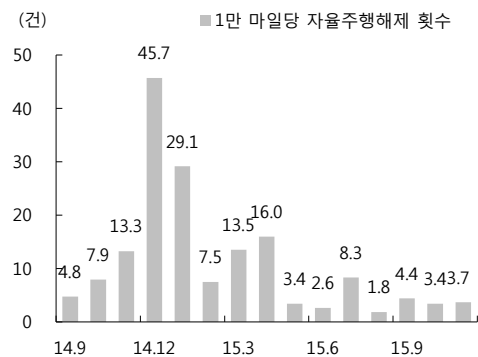
자료 Google, SK 증권

<그림 73> 주행거리와 자율주행해제 횟수



자료 Google, SK 증권

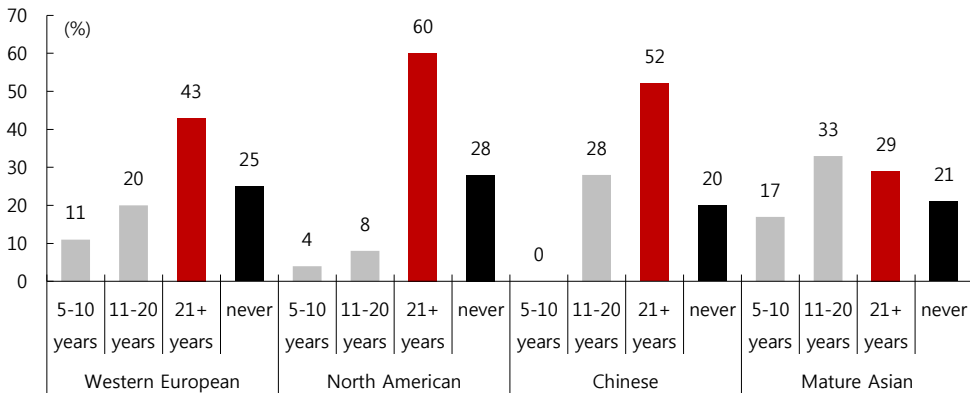
<그림 74> 1 만 마일당 자율주행해제 횟수



자료 Google, SK 증권

이러한 점들 때문에 실생활에서의 변화는 생각보다 오래 걸릴 가능성이 크다. 이를 반영하듯 2015 년 CEO 를 대상으로 한 완전자율주행 차량의 도래시기에 대한 설문조사에서도 20 년 이상 소요될 것이라는 응답이 가장 높은 비중을 차지했다. 그렇다면 확보된 시간은 누구의 편인가? 제조를 하고 있고, 현금상으로도 여유가 있는 기존업체에게 충분히 승산이 있다고 판단한다.

<그림 75> CEO Survey - 자율주행차량이 적용되기까지는 어느정도 시간이 소요될 것인가



자료: KPMG CEO Survey, SK 증권

또한 테슬라 케이스를 생각해보자. 판매가능한 전기차 모델과 소비자들을 확보했음에도 불구하고 양산시설의 문제로 인해서 예상만큼 전체 시장에서 차지하는 판매량과 보급률이 높지 못하다. 테슬라의 선전에 상징적인 의미가 있다는 점은 분명하지만, 제목에서처럼 한 방향만 바라보는 확증편향은 유의해야 한다.

만약 빨라진다고 하더라도 규제 주체가 정부라는 것에 주목할 필요가 있다. 정부는 규제를 통해 정책을 집행하기도 하지만 지원도 동시에 하는 주체이다. 빠른 변화를 통해 기존 생태계에 문제가 발생한다면, ‘규제’와 ‘지원’의 조절이 가능하다.

2) 기존 산업에 대한 방어와 신규사업으로의 확장 노력

앞 장에서 생산의 주도권 영역을 다루었다면 이제 기술개발의 주도권과 신규사업 기회에 대해서 생각해보자. 전통적인 산업에서 패러다임의 변화가 발생하고 신규사업 기회가 나온다는 점은 여타 신규진입자들이 진출할 수 있다는 우려요인이기도 하지만, 이와 반대로 기존 업체들의 사업 영역 확장기회가 될 수도 있다. 즉 자동차업체의 위상 강화의 기회를 뜻하기도 한다.

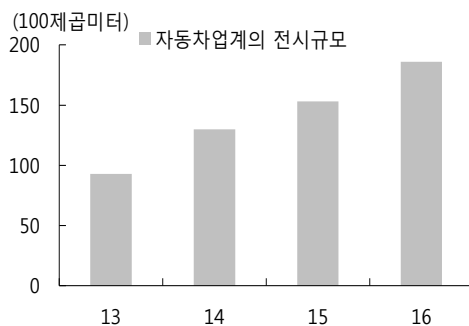
안전을 위한 규제강화이지만, 역설적으로 안전으로 인해 더딘 전환이 예상되는 상황에서 높은 기대감이 형성된 특정분야에 특화된 신규업체의 경쟁우위는 시간이 경과하면서 약해질 가능성이 높다. 대응할 시간이 확보된 상황에서 기존업체들이 조금씩 공격적인 행보를 보이고 있고, 이는 16 년 CES 에서도 확인할 수 있다. 자동차업체의 전시면적 확대, GM 의 ‘Bolt’ 신차 공개와 카세어링업체 리프트에 대한 전략적 투자발표, 포드의 아마존과의 제휴로 개발한 사물인터넷 서비스 공개, VW 의 모빌아이와 자율주행차 전용 고정밀지도 제작 발표는 이러한 점을 보여준다.

변화에 대응하기 위해, 또는 신규 산업으로의 영역 확장을 위해서 완성차들은 각자의 노력을 하고 있다. 무엇보다 기존업체들이 필요한 기술을 가지고 있거나 기술우위에 있는 업체들과 협력 관계를 형성하기 시작하는 움직임이 대표적이다. 이러한 현상은 자율주행과 관련하여 인지/제어를 하기 위한 하드웨어, 주행을 위한 기반인 지도제작, 상용화를 위한 통신기술과 상용화 이후의 서비스 등 다방면에서 나타나고 있다.

<표 12> 주요 업체별 이종산업과의 협력 현황

완성차	이종산업(업종)	협력내용
다임러 아우디 포드	LG(가전, 쿼너지(스타트업) 엔비디아(반도체) 구글 아마존	카메라/라이다 센서개발 자율주행전용컨트롤러 자율주행기술상용화 인공지능개인비서 서비스
VW GM BMW 볼보	LG(가전) 모빌아이(스타트업) 삼성(가전) 에릭슨(통신), 넷플릭스(컨텐츠)	스마트카/홈 클라우드 기반 정밀지도 스마트카/홈 5G통신, 온라인스트리밍

<그림 76> 자동차업체의 CES 전시규모 증가 추이



<그림 77> CES 에서 공개된 GM Bolt



자료: KARI, CTA, GM, SK 증권

또한 이종산업에 대한 의존도를 낮추기 위한 노력들도 진행 중이다. 그 중 자율주행과 관련하여 최근 동향들은 의미가 있다. 예를 들어 자율주행과 관련하여 중요한 ‘차량 운행데이터’에 대해서 완성차업체는 애플과 구글 중에 차량 데이터에 대한 요구수준이 낮은 업체를 선택하는 추세다. 뿐만 아니라 벤츠는 S 클래스에 대해서 고객에게 차별화된 경험을 제공하기 위해 독자 OS 를, 도요타는 포드의 개방형 인포테인먼트 OS 를 채택하였다.

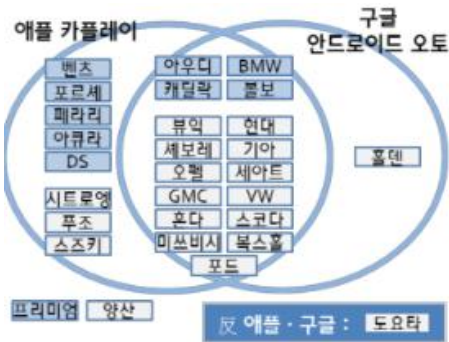
도요타는 최근 자동차의 주행/회전/정지 라는 기본적 기능에 ‘커넥티비티’를 추가하였다. 동시에 16년 4월 도요타 신체제를 발표하며 독립사업부인 커넥티드 컴퍼니를 신설하여 그룹 내 관련 기술개발과 커넥티드카 관련 서비스운영을 집중시켰다. 도요타뿐만 아니라 최근 GM, 포드 등도 담당 부서설립 및 투자를 진행하는 모습이다. 기술개발 등을 위해 자동차산업에 초대 한 손님들 에게 집을 내주지 않기 위한 노력은 앞으로 유심히 지켜봐야 할 부분이다.

<표 13> 자율주행과 AI와 관련한 주요 업체들의 노력

업체	시점	비고
도요타	15년 11월 15년 12월 16년 3월 16년 4월	도요타리서치인스티튜트(TRI)설립: 실리콘 벨리에 인공지능 로봇전문 연구소 딥러닝에 강점을 지닌 프레퍼드네트웍스 지분 3%(10억엔) 인수 제이브린지오보틱스 전원채용: 자율주행차 기술개발인력 전원 영입 독립사업부 신설: 관련 기술과 서비스 집중
GM	16년 1월 16년 3월	자율주행 전담 조직 신설 및 투자 크루즈오토메이션 10억달러 인수: 13년 설립된 미국 자율주행/AI 기술스타트업
포드	16년 1월 16년 3월	아마존과 파트너십체결: Ford 스마트카 플랫폼 SYNC와 아마존 AI '알렉사' 연결 자율주행차/모빌리티서비스 전문회사사인 '포드 스마트 모빌리티' 설립

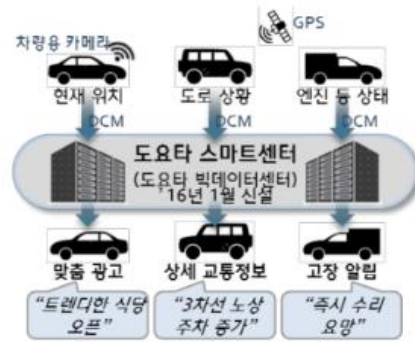
자료: KARI, 언론, SK 증권

<그림 78> 카플레이/안드로이드 오토 채택현황



자료: KARI, SK 증권

<그림 79> 도요타 차량데이터 분석 센터 개요



자료: KARI, SK 증권

또한 기존 자동차의 영역만이 아닌 신규사업 기회도 확대해 가고 있다. <표 14>에서처럼 카셰어링 서비스는 규모의 차이는 있지만 이미 진행 중이며, 이를 통한 플릿판매와 마케팅을 통한 잠재고객 확보와 같이 본업에 기여할 수 있는 전략도 동시에 진행되고 있다.

<표 14> 업체별 카셰어링 정리

브랜드	출시	서비스명	비고
GM	2016	MAVEN	구글, 집카, 사이드카 등에서 영입하여 제한적 서비스 제공중. 스마트폰 앱을 통해 셰보레의 볼트, 스파크, 말리부, 타호 등 이용
포드	2015	GoDrive	런던에서 제한적 제공. 서비스 차량의 절반 이상이 포드의 전기차 포커스
아우디	2015	Audi At Home	샌프란시스코와 마이애미의 특정 고급 주택 단지의 입주자들이 스마트폰 앱을 통해 아우디 차량을 공용으로 이용할 수 있는 프리미엄 차량 서비스
폭스바겐	2011	GreenWheels	네덜란드 최대 카셰어링 업체. 네덜란드에 약 1,700대의 차량을 보유 독일 22개 도시에서도 서비스 중
BMW	2011	DriveNow	독일 렌터카 회사 식스트(Sixt)와 공동 설립. 미니나 전기차 i3 등 이용 가능. 유럽 및 북미 지역의 6개 국가에서 약 4만대의 서비스 차량으로 운영
PSA	2009	Mu by Peugeot	프랑스 30여개 지역의 대리점에서 승용차뿐 아니라 푸조의 약세서리까지 대여할 수 있는 온라인서비스
다임러	2008	CAR2GO	유럽 및 북미 지역의 주요 29개 도시에서 약 13,000대의 차량으로 서비스 캐나다 일부 지역에서 벤츠 B클래스도 서비스

자료: LGER, SK 증권

이종산업의 기술침투와 새로운 사업기회의 발생으로 인한 본연의 경쟁력 약화에 대해서 충분히 우려의 목소리가 나올 수 있다. 또한 바라보는 관점의 차이에 따라 앞선 <그림 55>에서처럼 누군가에게는 큰 기회요인이지만 다른 쪽에서는 아직 미미한 비중을 차지하는 정도로 여겨질 수 있다. 완성차업체들이 빠른 기술변화에 즉각적인 대응을 했다고 판단하기는 어렵지만, 현재 올바른 방향성을 잡고 패러다임 변화에 대응하고 있는 것은 분명해 보인다. 많은 변화요인이 있는 상황에서 변화에 대한 우려와 현실가능성에 대한 우려 모두 가능하지만 한 면만 바라보는 확증편향에 대해서는 앞으로도 유의해야 한다.

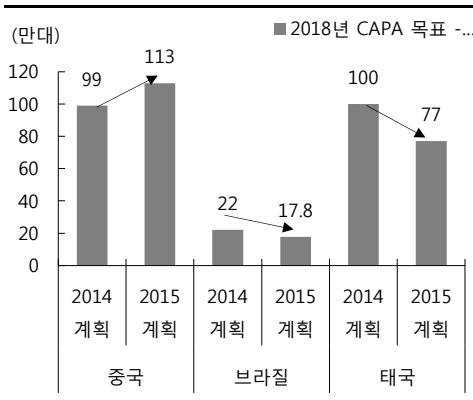
3) 자동차 본연의 경쟁력 강화 - 효율성이 강조되는 시기

한편 업체들은 기존사업 영역의 변화에 대해 협업관계를 형성하고, 신규사업에 진출하려는 기회를 모색함과 동시에 빠른 기술변화와 더딘 적용이라는 다소 모순적인 상황에 대비하기 위한 체력을 비축하는 노력을 진행 중이다.

효율성이 강조되는 모습은 공급(CAPA)에 대한 업체들의 입장 변화에서부터 확인할 수 있다. 자동차산업이 태동한 이후 항상 이슈가 되었던 대표적인 주제를 꼽으라면 공급과잉(Oversupply)일 것이다. 향후 수요가 증가가 예상되는 지역에 대한 설비투자가 업체마다 진행되면서 결국 시장수요를 상회하게 됨에 따라 나타나는 현상이다. 공급과잉에 대한 우려는 초과공급으로 인해 낮은 가동률을 기록하고, 고정비를 만회하기 위해 프로모션을 통한 판매경쟁이 진행되면서 브랜드 가치와 수익성의 악화가 동반되는 현상 하에서 불가피하다.

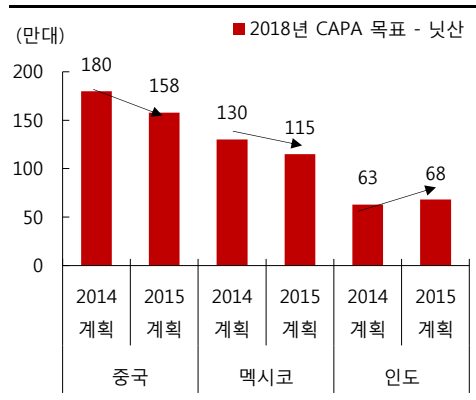
하지만 투자 일색이었던 업체들의 증설 계획에 최근 들어 변화의 모습이 나타나고 있다. 2014년 계획 대비 2015년 계획을 보면 도요타의 경우, 중국 증설계획은 상향되었으나 브라질과 태국은 하향되었고, 닛산은 중국과 멕시코의 증설계획은 하향되었으나 인도는 상향하고 있다. 중국에 대한 양사의 입장 차이를 확인할 수 있을 뿐만 아니라, ‘수요 = 증설’이라는 과거 패러다임에서 벗어나 해당 지역의 경쟁관계와 수익성을 고려한 사업계획의 수립과 변경이 이루어진 것으로 보인다. 또한 앞선 장에서 설명했던 것처럼 향후 수요에 대해 마냥 낙관적으로 보기 어려워진 현실을 감안한다면 대규모 투자가 이루어지는 신규증설에 대한 판단은 보수적으로 바뀔 수밖에 없고, 이는 옳은 방향성이다.

<그림 80> 14년 대비 15년 CAPA 계획 변화 - 도요타
: 중국은 상향되었지만 브라질과 태국은 하향



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 81> 14년 대비 15년 CAPA 계획 변화 - 닛산
: 인도는 상향되었지만 중국과 멕시코는 하향



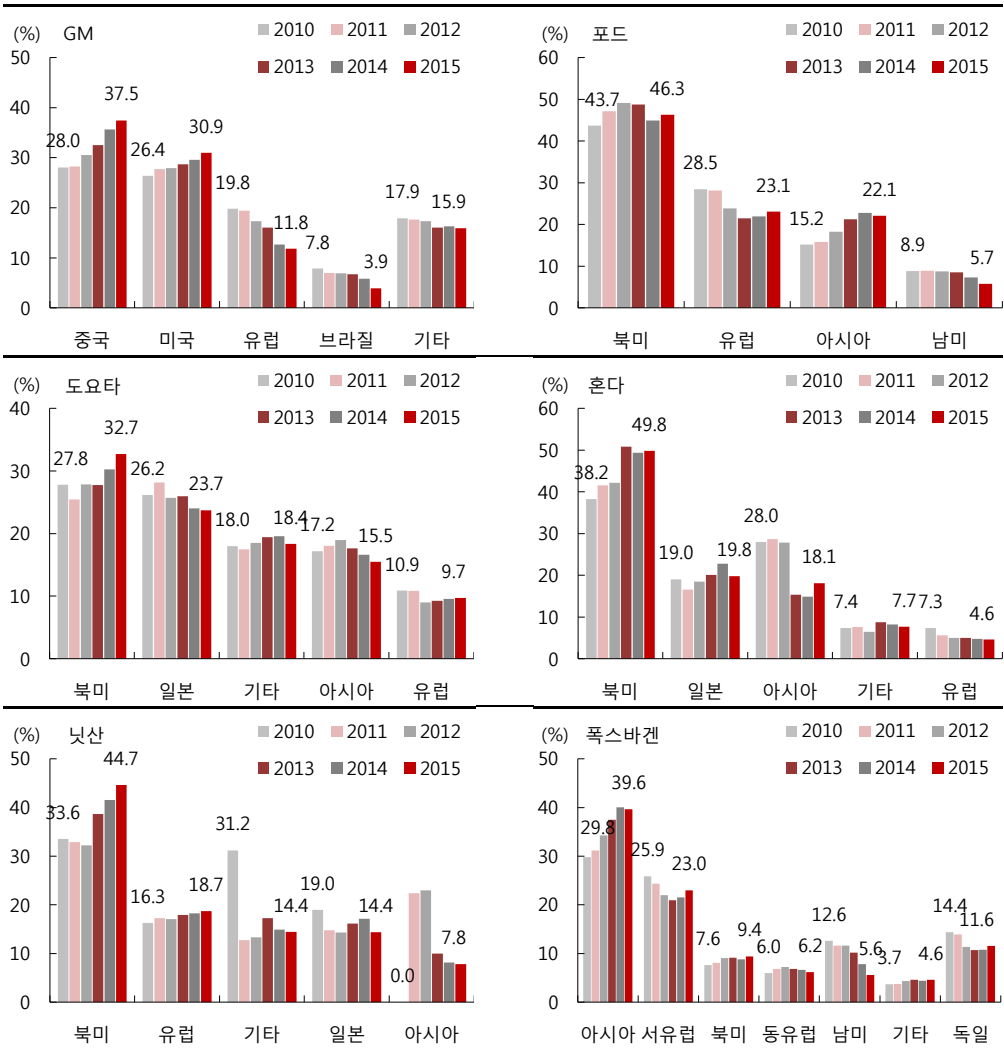
자료: 산업자료, SK 증권

효율적으로 변화한 공장증설 정책의 결과물로 나타나는 것은 업체의 지역별 판매대수 비중의 변화이다. 그 동안 자동차업체들이 살아남기 위해서 글로벌 다변화를 추진해야 한다는 압박에 가까운 입장을 보였던 것과는 사뭇 다른 모습이다.

수요가 본격적으로 회복되기 시작한 10 년부터 15 년까지의 지역별 판매비중을 보면 다변화된 업체보다 편중/특화된 업체들이 늘었음을 확인할 수 있다. 주요 판매처이자 수요시장인 미국과 유럽의 회복에 따른 영향도 분명히 있겠지만, 업체별로 주요 시장에 대해 선택과 집중을 한 결과라는 판단이다.

<그림 82> 주요 자동차업체의 지역별 판매대수 비중 - GM / 포드 / 도요타 / 혼다 / 닛산 / 폭스바겐

: 주력 시장에 대한 선택과 집중이 진행 향후 수요 변화에 따라 어떤 투자와 업체간 협력관계가 이루어질지 지켜볼 필요



자료: 각사 SK 증권

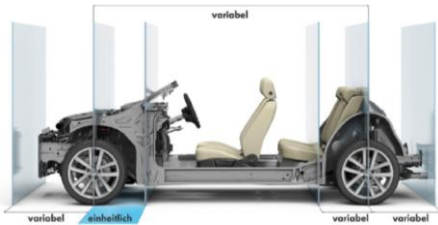
또한 원가측면에서는 플랫폼 공유기술을 발전시켜서 부품 공용화의 확대뿐만 아니라 다양한 차종에 이를 적용하는 노력이 진행 중이다. 이를 통해 비용절감의 효과와 함께 다양한 소비자의 취향에 맞는 차종을 빠르게 개발하는 것을 목표로 삼고 있다.

<표 15> 업체별 플랫폼 정책

브랜드	플랫폼 정책	비고
VW	MQB, MLB, MSB	MQB(가로엔진용), MLB, MLB2(세로엔진용), MSB(고성능후륜구동용) 적용브랜드: 폭스바겐, 아우디, 스코다, 세아트, 람보르기니, 포르쉐, 벤틀리, 부가티
BMW	UKL, 35UP	가로배치 엔진과 전륜구동 방식: UKL1, UKL2, 후륜구동: 35UP
르노-닛산	CMF	CMF(Common Module Family): 엔진과 콕핏, 프런트 & 리어언더보드로 구성 CMF-A: 소형차, CMF-BSMS B세그먼트 이상, CMF-CD: SUV/중대형 모델 내연기관 차량 뿐만 아니라 전기자동차와 하이브리드카도 포함
PSA	EMP2	EMP2 (Efficient Modular Platform)은 기존 PF2, PF3 플랫폼을 대체 소형, 중형 차량 / 전륜과 4륜 구동 차량에 적용
벤츠	MFA, MRA, MHA, MSA	MFA: 앞바퀴굴림, MRA: 뒷바퀴굴림, MHA: SUV, MSA: 고성능 모델 파워트레인 모듈화를 위한 MPA 모듈화 플랫폼도 개발이 진행
도요타	TNGA	HEV를 전제로 설계되어 뒷좌석 아래 공간에 2차 전지를 배치가능. 프리우스를 시작으로 FF컴팩트카와 대형차, 뒷바퀴 굴림방식 차종 순으로 전개. 2020년경에는 전세계 판매대수의 절반 정도를 TNGA에 입각해 개발계획

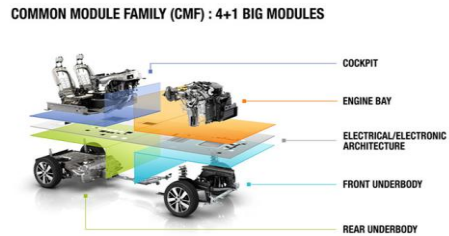
자료: 언론종합, SK 증권

<그림 83> 폭스바겐 플랫폼 개념 - MEB, MQB, MSB



자료: 언론, SK 증권

<그림 84> 르노-닛산의 플랫폼 개념 - CMF



자료: 언론, SK 증권

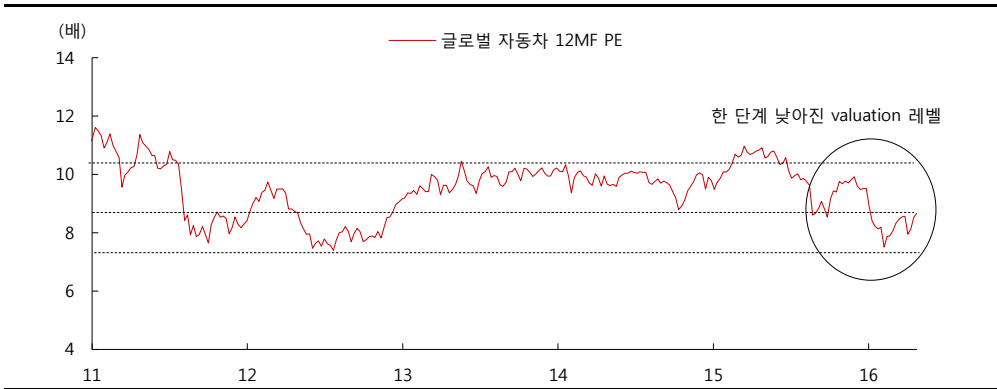
시장환경이 모두에게 동일한 상황에서 판매전략도 유사해지고 있다. 모든 업체들이 SUV 시장 성장에 대응해 공급 물량을 확대하고 있고, 중국에서는 1.6 리터 이하 소형차 라인업 강화 및 판촉 확대를 통해 소형차시장 회복에 대비하는 한편, 친환경차 규제가 강화되는 유럽에서는 라인업 확대가 진행 중이다. 업체별로 모두 동일한 방향의 노력을 하고 있는 현실에서 차급/지역별로 보다 세분화하여 시장 기회를 발굴하고 판매로 연결시킬 수 있는 신속한 의사결정과 대응이 요구되는 시기인 것이다.

4) 산업의 변화, 주가 결정요인에는 어떤 영향을 주었나

지금까지의 논의를 종합하면 업체마다 살아남기 위한 노력을 하고 있고, 변화까지는 기간이 필요하며, 전통적인 자동차산업을 바라보는 우려가 과하다는 결론은 낼 수 있다. 즉 기존업체들에게 아직은 시간과 기회가 남아있다는 뜻이다. 하지만 변화는 필연적으로 찾아올 수 밖에 없는 상황이며, 경쟁과 기술개발에 대한 부담, 소비자들의 변화에 대한 우려가 완전히 사라질 수는 없다. 결국 변화의 기간 동안 불확실성과 기회요인이 주가에 반영될 수 밖에 없으며, 변화의 방향성이 완성차업체에 우호적으로 변해간다는 생각이 확산되기 전까지는 이러한 우려가 밸류에이션의 상한으로 작용할 수 밖에 없다는 판단이다.

그렇다면 서두에서 언급했듯이 완성차 업체간의 주가 동조화 현상과 시장 대비 커져가는 할인율의 이유는 무엇일까.

<그림 85> 글로벌 자동차 12MF PE 추이 - 상한이 존재했던 PE, 그리고 최근 들어 한 단계 낮아진 valuation 수준



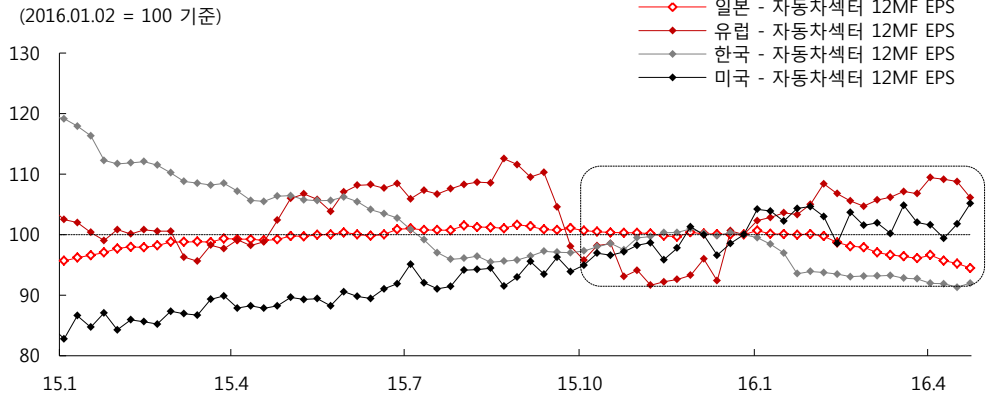
자료: Datastream, SK 증권

밸류에이션의 변동에 제약이 있다면 주가에 영향을 미칠 수 있는 요인은 실적과 모멘텀이다. 전반적인 실적추세를 보면 생존을 위한 업체들의 노력으로 인해 수익성 측면에서는 VW의 디젤게이트로 인한 감소를 보였던 유럽을 제외하고는 낮은 변동성을 보이고 있다(<그림 85>).

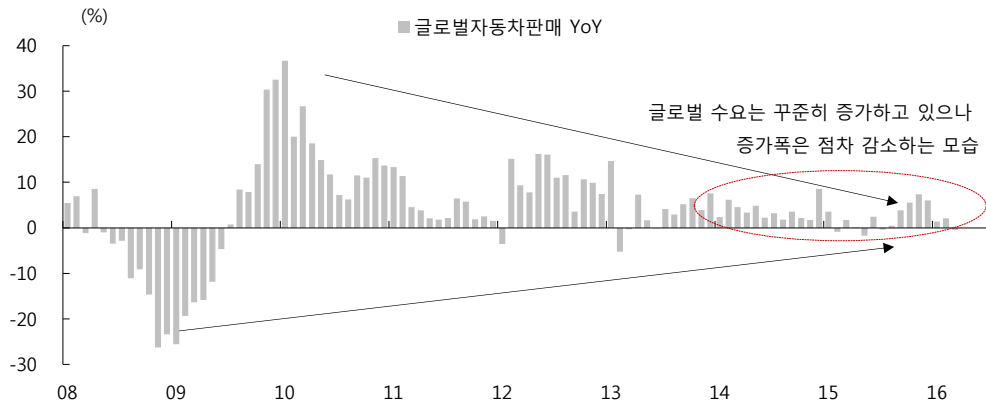
모멘텀 측면에서 쉽게 확인할 수 있는 지표 중 하나는 판매량의 변화이다. 판매량 변화를 통해 차량경쟁력과 브랜드 인지도, 마케팅 및 기술력 등 종합적인 회사의 역량을 확인할 수 있으며, 점유율변화와 더불어 업체들의 실적변동 역시 가늠할 수 있다. 전체 수요가 동일하다고 할지라도 업체간 전략에 따라 변동이 크다면 섹터 내에서 개별기업 주가의 모멘텀으로 작용할 수 있다.

하지만 최근 들어 글로벌 수요의 변동성과 동시에 업체들의 판매량 변동 역시 낮아지는 모습이다. 실적과 판매량 모두에서 변동성이 제한적이라는 점은 산업의 안정성이 커졌다는 측면에서 점수를 줄 수 있을지 몰라도, 변동성을 기반으로 한 주가 모멘텀으로서의 역할이 감소했음을 의미한다. 이것이 완성차 업체간의 주가가 동조화되는 이유이자 시장 대비 커져가는 할인율의 또 한가지 이유로 작용하고 있다는 판단이다.

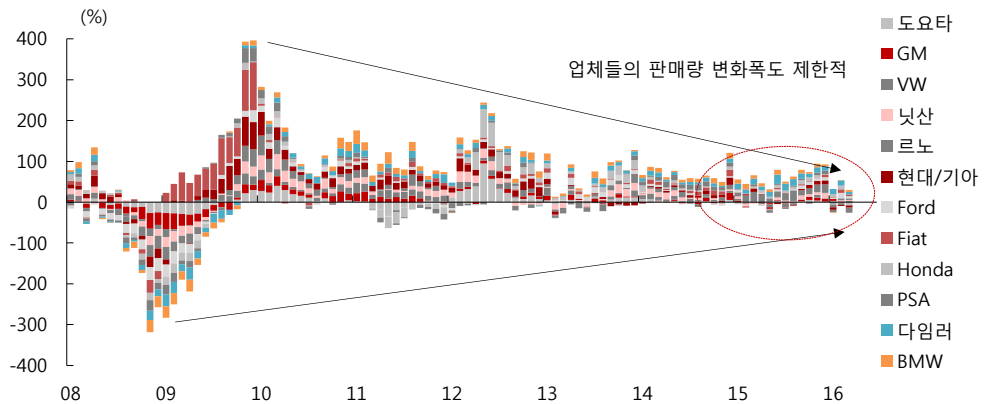
<그림 86> 지역별 자동차 EPS 추이 - 업체별로 추정치의 변동성이 높지 않은 모습.



<그림 87> 글로벌 판매 YoY - 글로벌 수요는 안정적으로 증가, 하지만 변동성은 과거대비 축소



<그림 88> 글로벌 주요 업체들의 판매 YoY 추적 - 글로벌 수요와 마찬가지로 점차 낮은 변동성을 보이는 모습

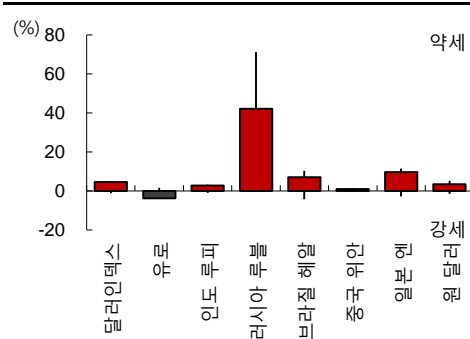


자료: Datastream, Markline, SK 증권

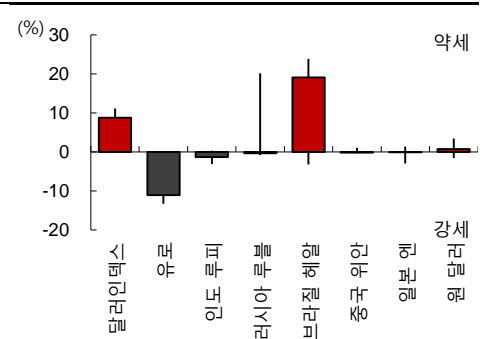
모멘텀이 없는 이러한 상황에서 환율은 자동차산업과 관련된 지표 중에서 높은 변동성을 보이며, 판매량변화마저 제한적이었던 자동차 섹터 주가에 중요 결정요인으로 작용해 왔다. 달러 인덱스 뿐만 아니라 엔화를 비롯하여 신흥시장의 주요 통화인 인도 루피, 러시아 루블, 브라질 헤알이 모두 변동성이 높았다.

이러다 보니 환율 변화에 따라서 기업의 이익이 증가하거나 감소했고, 이를 기반으로 한 자동차 섹터 내 롱/숏 전략 등이 생겼다.

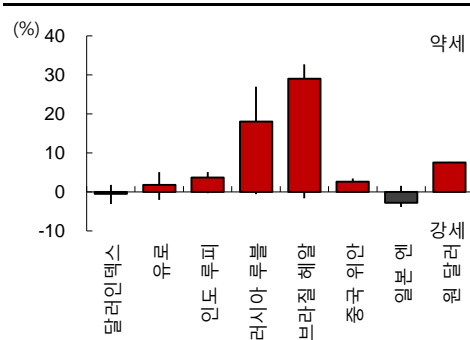
<그림 89> 주요 환율의 분기변동 - 14.4Q



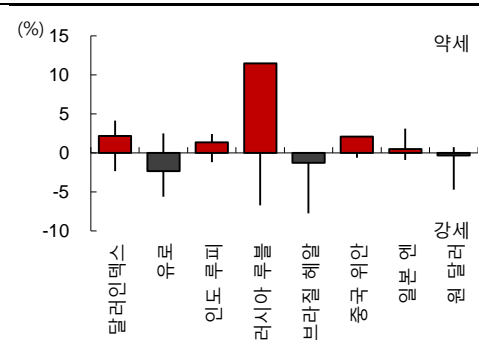
<그림 90> 주요 환율의 분기변동 - 15.1Q



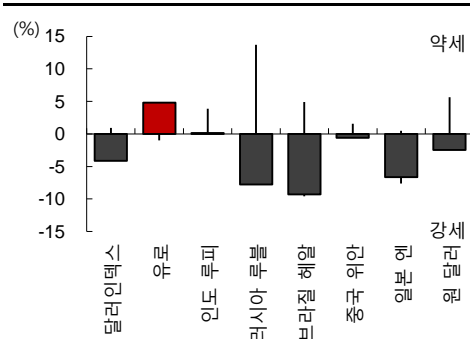
<그림 91> 주요 환율의 분기변동 - 15.3Q



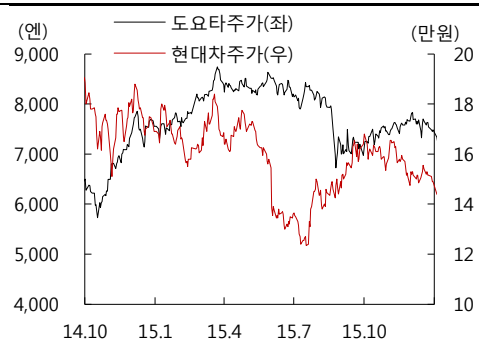
<그림 92> 주요 환율의 분기변동 - 15.4Q



<그림 93> 주요 환율의 분기변동 - 16.1Q



<그림 94> 환율에 따른 롱/숏 전략 - 현대차/도요타

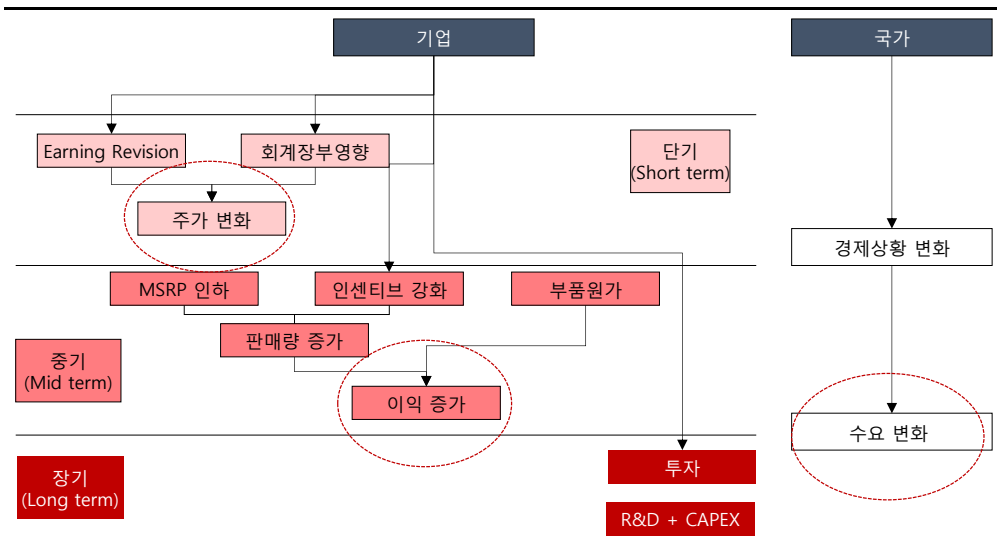


주 15 년 2 분기는 낮은 변동성으로 제의 자료 Bloomberg, SK 증권

하지만 환율 변화를 단순히 외국인이 바라보는 환산기준의 주가와 기업 입장에서만 바라보면 안 된다는 판단이다. 환율이 변동한 이후 원래의 위치로 복귀하는 것이 아니라 환율수준의 레벨 대가 변함에 따라서, 환율자체가 해당 시장에서의 수요를 대변하기 시작했다는 판단이다. 예를 들어 러시아와 브라질을 필두로 신흥시장의 통화약세가 급격하게 이루어지며 해당지역에서 실제 자동차수요가 감소했다는 점이 바로 이러한 현상을 보여준다.

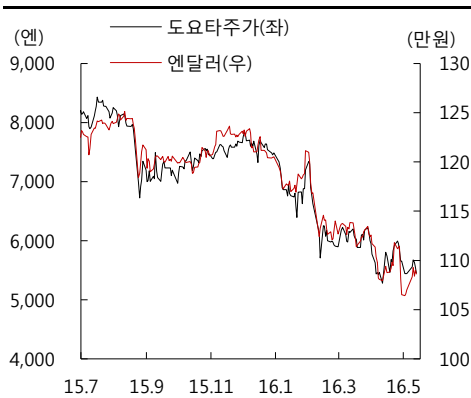
이렇게 보면 환율 때문에 발생하는 기업 측면에서의 이익변화를 대변한 주가를 보여주는 것이 일본자동차업체이고, 최근 환율 변화가 야기하는 수요변화 전망에 영향을 받은 주가를 보여주는 것이 한국자동차업체라고 할 수 있다(<그림 96,97>).

<그림 95> 환율변화가 미치는 영향 - 기업의 이익에도 영향을 주지만, 국가의 수요전망 대변하며 주가에 영향



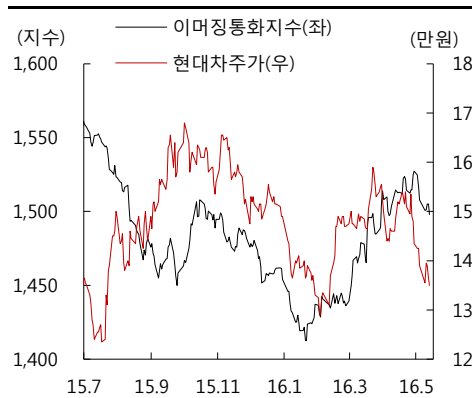
자료 SK 증권

<그림 96> 일본 엔화와 일본자동차주 주가 추이



자료 Bloomberg, SK 증권

<그림 97> 이머징통화 지수와 한국자동차주 주가 추이



자료 Bloomberg, SK 증권

자동차산업을 둘러싼 많은 것이 변했다.

산업수요에서는 경기와 수요간의 동반상승보다는 1)경기 둔화시에 정부 정책에 힘입은 수요의 하방경직성이 커진 반면, 2)소비재로서의 대체가능성과 3)공유경제라는 패러다임의 변화로 인한 수요 우려가 생겼다. 그리고 안전과 환경이라는 규제강화로 인해 융합의 시대가 나타나면서 연구개발에 대한 부담과 신규참여자와의 경쟁심화 환경을 맞이하게 되었다. 신규사업기회가 발생하면서 전통적인 제조업에서 서비스업으로 정체성이 변화될 가능성도 높다. 자동차산업을 많은 기회요인이 있지만, 투자자들이 기존참여자보다는 신규참여자들에게 더욱 많은 관심을 가질 수밖에 없는 상황이다.

그리고 주가측면에서는 변화가 더디어질수록 유리해지는 산업특성, 공격적인 증설보다는 내실을 다지기 시작한 본업, 그로 인한 안정적인 실적변동성 때문에 기존 성장주의 위치에서 방어주로서의 위상이 조금씩 높아지기 시작했다는 판단이다. 이러한 성격변화는 기존업체들의 노력으로 인해 우려가 희석되는 시점에서야 다시 바뀔 것으로 예상된다.

자동차산업을 둘러싼 많은 것이 변했고 앞으로 지금까지의 변화보다 큰 변화가 나타날 것으로 예상된다. 투자자 입장에서나 기업입장에서 본업에 집중하고, 산업의 변화에 민감해야 한다는 점은 바뀌지 않겠지만, 산업과 주가에 대한 접근 방식은 바뀔 필요가 있다. 반감지 않더라도 직시해야 할 현실은 존재한다. 이를 인정하고 대응해야 할 시점이다.

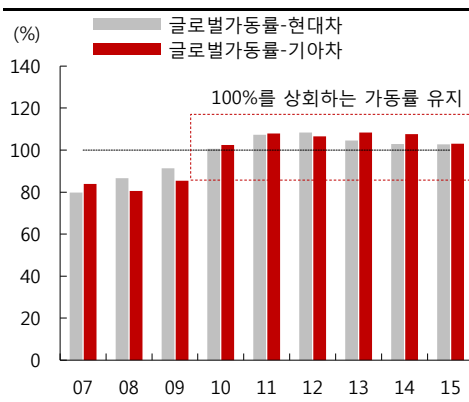
4. 한국자동차 어떻게 대응해야 할까

1) 현대차그룹의 기존 강점

현대차그룹이 09년 이후로 고속성장을 가능하게 했던 강점들은 여전히 현재진행형이다. 글로벌 가동률은 100%를 상회하고 있으며, 생산공장별로 세분화하더라도 동일하게 나타난다. 신흥시장과 선진시장 등에서의 지역별 판매도 고른 분포를 보이면서 여전히 안정적인 경영활동을 지속 중이다.

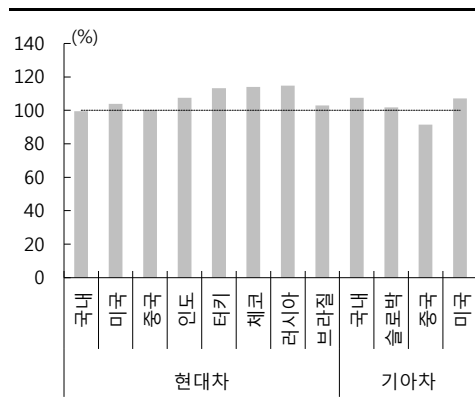
또한 현지점에서 수요가 발생하고 있는 중국, 인도와 향후 수요를 기대할 수 있는 러시아, 브라질에 대한 생산시설도 확보하고 있다. 이러한 선투자를 통해 KPMG에서 실시한 서베이 결과에서도 향후 글로벌 시장 점유율 증가가 예상되는 업체순위 1 위라는 타이틀도 유지하고 있다.

<그림 98> 글로벌 가동률 추이



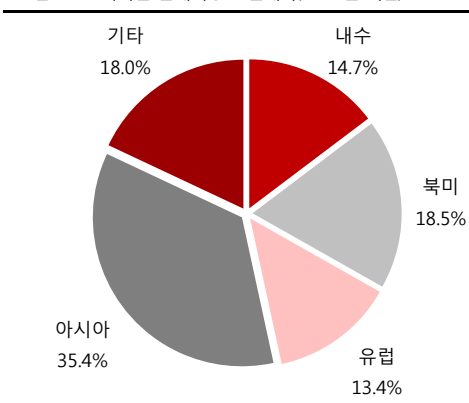
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 99> 공장별 가동률(2015년 기준)



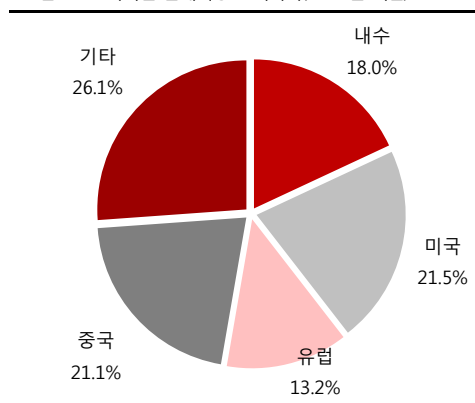
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 100> 지역별 판매비중 - 현대차(2015년 기준)



자료: 현대차, SK 증권

<그림 101> 지역별 판매비중 - 기아차(2015년 기준)



자료: 기아차, SK 증권

현대차그룹의 가장 강력한 강점은 소재부터 생산/판매까지 모두 갖추고 있는 value chain 이라는 판단이다. 소재와 부품, 판매와 유통에 걸쳐서 구성된 현대차그룹의 구조는 경쟁업체가 지금부터 신규로 구축하기에 어려운 구조다. 이러한 구조에서 양산업체로서 필요한 생산기반 확보와 향후 기술변화에 대응하기 위한 경량화, 전장화, 디자인, 시스템제어 등의 연구개발 및 양산화 과정이 계열사와의 협업으로 진행되고 있다.

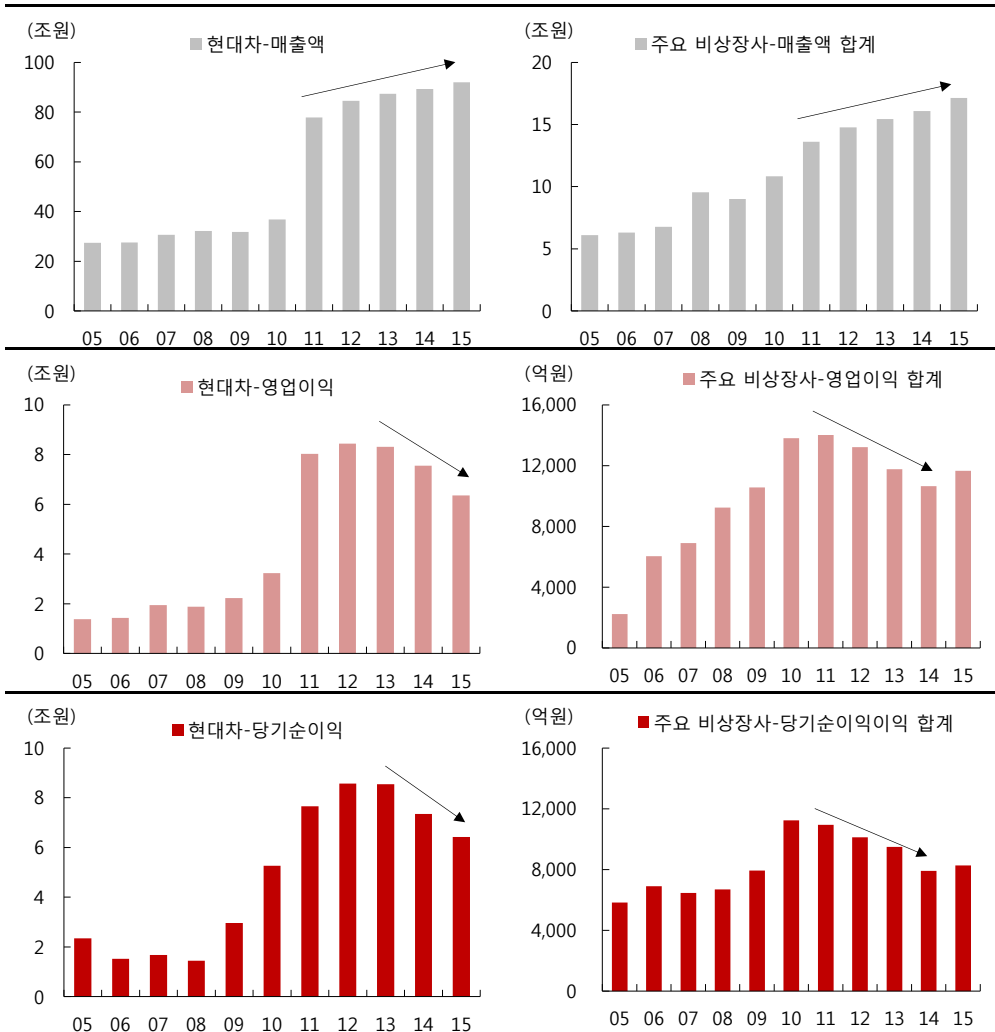
<표 15> 현대차 그룹사 및 개요 - 자동차 소재부터 생산/판매까지

분류	업체명	비고
완성차	현대차	완성차 생산/판매
	기아차	완성차 생산/판매
철강	현대제철	철강 제조/판매
	현대비앤지스틸	스테인리스 냉연강판 제조/판매
	현대종합특수강	특수강 선재봉강 제조/판매
부품	모비스	자동차 모듈 조립, 부품 제조/수출, A/S 부품 공급
	현대위아	자동차 부품, 공작기계, 산업기계, 특수 사업
	현대엠시트	자동차 부품(승용 시트)
	현대캐피코	자동차 전자제어 시스템 관련 부품 개발/제조
	현대오토론	차량용 반도체, 전자제어 연구개발 및 제품 제조/판매/서비스
	현대엠엔소프트	디지털 맵 DB, 차량 인포테인먼트, 내비게이션, 위치기반서비스
	현대파워텍	자동차 부품(자동변속기, 무단변속기)
	현대다이모스	자동차 부품(파워트레인, 시트), 중기, 특수사업
	현대아이에이치엘	자동차 램프류
	현대파텍스	자동차 A/S 부품(단산차중)
	현대건설	토목환경, 건축, 주택, 플랜트, 원자력, 전력
건설	현대엔지니어링	화공플랜트, 발전&에너지, 인프라·환경, 산업플랜트, 건축, 주택, 자산관리
	현대스틸산업	강고, 빌딩/플랜트 철골, 산업설비, 해상구조물, 육해상 장비 임대
	현대종합설계	건축설계, 엔지니어링, 도시계획, 인테리어, 안전진단, CM/감리, 시공
	현대도시개발	태안기업도시 개발사업
	현대캐피탈	자동차금융, 개인금융, 주택금융, 개인사업자금융
금융	현대카드	신용카드
	현대캐머셜	여신금융(산업금융, 기업금융)
	HMC투자증권	금융투자업
	현대라이프	보장성 보험, 연금보험, 퇴직보험
	현대글로벌비스	종합물류, 유통판매
기타	현대로템	철도차량 및 철도 시스템 유무인무기체계, 자동차 생산설비 등
	이노션	마케팅 & 커뮤니케이션 서비스
	현대서산농장	농축산물 생산, 가공, 유통
	현대오토에버	정보 시스템 개발/운영, IT 융합 서비스, 온라인 교육 등 종합 IT 서비스
	현대엔지비	연구개발 서비스, 인재 양성
	해비치호텔&리조트	관광호텔, 콘도미니엄, 골프장

자료: 각사, SK 증권

강력한 Value chain의 장점은 선순환을 맞이하게 되었을 때 경쟁사 대비 높은 수익성을 기대할 수 있다는 점과 수직계열화를 통해 변화에 빠른 대응이 가능하다는 점이다. 하지만 일부 업체라도 변화에 대한 기술개발 등의 대응이 늦어졌을 때 집단에 속한 모든 업체에게 영향이 미치며, 대부분의 계열사들이 완성차의 판매량과 실적 변화에 종속되는 위험성도 가지고 있다. 실제로 13년부터 진행된 현대차 그룹의 완성차 수익성 감소에 선행하여 주요 비상장사의 수익성은 12년부터 악화되는 모습이다.

<그림 102> 현대차 실적과 비상장계열사 실적 추이
- 완성차 성장과 맞물리며 매출액은 동반성장 하였지만 수익성은 선행하여 악화



주1 비상장사 - 다이모스, 케피코, 파워텍, 아이에이치엘, 엠시트, 파텍스, 위아마그나파워트레인, 에이치엘그린파워, 캐피탈, 커머셜 카드
오토에버, 엠엔소프트, 등

주2: 주재무재표 기준

자료: 각사, SK 증권

주목해야 할 자동차산업의 동향 중 하나는 현대차그룹의 Value chain 과 같은 수직계열화에 대응하기 위해, 그리고 기술개발에 대한 비용과 경과기간에 대한 부담완화 등과 같은 공통목적을 달성하기 위해 경쟁업체들간 제휴가 활발히 진행되고 있다는 점이다. 최근 혼다와 GM 은 기존 FCEV 공동개발 제휴를 FCEV 부품 조달 및 PHEV 개발로 확대 검토하기로 하는 등 업체간 제휴 및 공용화는 활발히 이루어지고 있다.

특히 도요타를 중심으로 일본 자동차업체의 재편 움직임이 진행되는 것이 대표적이다. 최근 도요타는 마쓰다와 제휴를 체결하여 내연기관에서의 협력을 모색하고 있고, 다이하츠 잔여 지분을 모두 인수한 후 소형차에 대한 사업역량을 강화를 꾀하고 있다. 또한 스즈키, 미쓰비시, 스바루와의 협업관계에 대한 방안도 구상 중으로 알려져 있다. 중견업체의 생존에 대한 우려와 풍부한 현금성자산을 보유한 도요타, 일본정부의 의지가 맞물리며 ‘Team Japan’ 체제로 발전할 가능성이 있다.

<표 16> 도요타와 중견업체간 협력 가능 영역

협력 가능 영역		업체 - 경쟁력/과제
도요타		마쓰다
경쟁력	FCEV / HEV, 신형국용 라인업→ ← 연비개선기술, 주행관련 기술	경쟁력 - 연비/주행감 개선 기술 과제 - 환경규제, 신형국강화
HEV/FCEV 파워트레인 북미/아세안 시장지배력 승용, SUV 라인업	자금지원→ ← 저가 소형차, 인도시장	스즈키 경쟁력 - 저가차설계, 현지화 수준 과제 - 현금성 자산
과제		미쓰비시
EV/PHEV/안전 기술 유럽, 인도시장 판매부진 북미생산시설 부족 인도 현지화	중형세단→ ← PHEV 위탁생산(중국), FCEV→ ← 4륜구동, 위탁생산(미국)	경쟁력 - PHEV기술 과제 - 중형차라인업 스바루 경쟁력 - 4륜구동/예방안전기술 과제 - 환경규제대응, 중국생산

자료: KARI, SK 증권

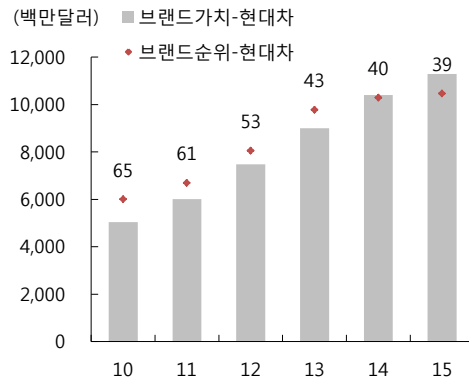
현대차그룹의 Value chain 구조가 강력한 것은 인정한다. 하지만 추가적인 알파가 필요한 시기이다. 기술변화에 따른 융합의 시대를 맞이하여 높아진 영역확대의 필요성 때문만이 아니라, 변화에 대응하기 위한 비용과 시간을 절약할 수 있는 방안으로서도 협력을 통한 value chain 의 확장이 요구된다.

2) 역량강화를 위한 필요성 - 브랜드, 친환경차, 그리고 협업을 통한 확장

현대차그룹이 그 동안 자동차제조업 본연의 가치인 제조와 판매에서 강점을 보였다고 한다면, 앞으로는 그 이상의 가치를 위한 역량강화에 중점을 둘 시점이다. 경기둔화의 시기 판매호조를 이끌었던 가성비비의 강점은 이후 경기개선 시기에 상대적인 약점으로 작용해왔다는 점을 상기해야 한다.

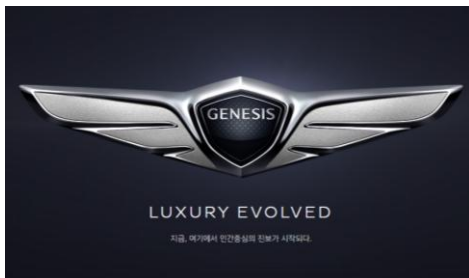
물론 인터브랜드의 발표에 따르면 과거대비 브랜드 가치는 많이 상승했다 하지만 가성비가 좋은 양산브랜드에서 고유가치를 지닌 브랜드로의 레벨업은 지속적으로 요구되는 부분이다. 이를 위해 현대차그룹은 제네시스 런칭을 통한 브랜드고급화와 고성능브랜드 N를 통한 가치향상에 주력하고 있으며 기아차 또한 모델다양화를 통해 소비자 니즈를 만족시키기 위한 노력을 진행 중이다.

<그림 103> 브랜드 가치 및 순위 - 현대차



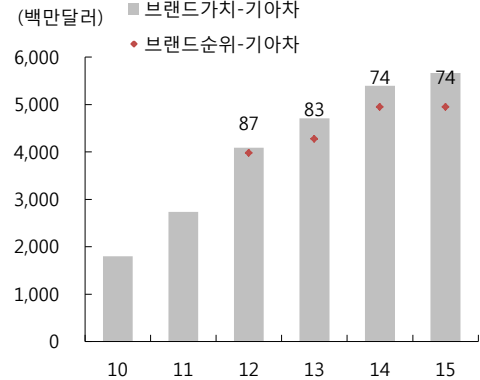
자료: 인터브랜드, 현대차, SK 증권

<그림 105> 제네시스를 통한 브랜드 고급화 진행



자료: 현대차, SK 증권

<그림 104> 브랜드 가치 및 순위 - 기아차



자료: 인터브랜드, 기아차, SK 증권

<그림 106> 고성능 브랜드인 N

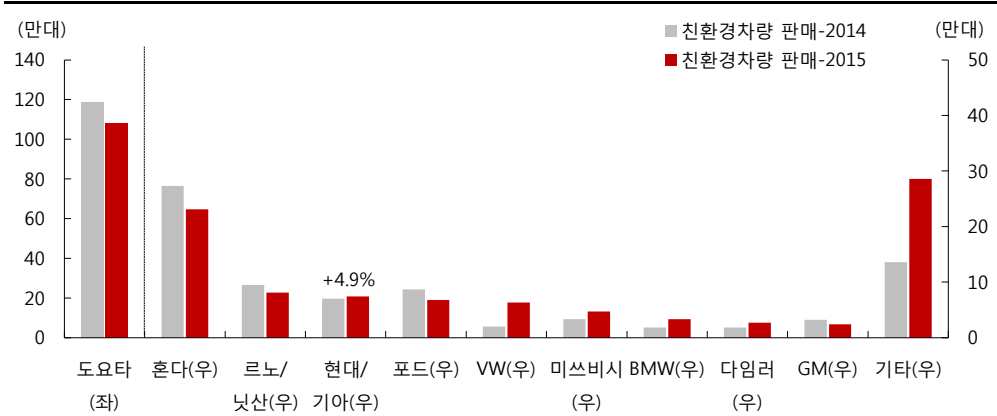


자료: 현대차, SK 증권

다음으로는 친환경차 역량강화부분이다. 시장에서는 친환경차 정책에 대한 우려가 있지만, 14 년 대비 15 년을 비교해보면 시장이 2.1% 성장한 가운데 현대차그룹의 판매량은 4.9% 증가하며 오히려 시장점유율을 높였다. 도요타, 혼다, 포드 등의 볼륨모델 노후화에 따른 경쟁차종 판매부진의 영향도 있었겠지만, 미국에서 쏘나타 HEV/PHEV, 유럽에서 쏘울 EV 를 출시하는 등 모든 타입에서 신차를 투입한 영향이 크다는 판단이다. 올해는 현대차 아이오닉과 기아차 니로를 출시하는 등 2020 년까지 친환경차 라인업 강화 노력이 계속되고 있다.

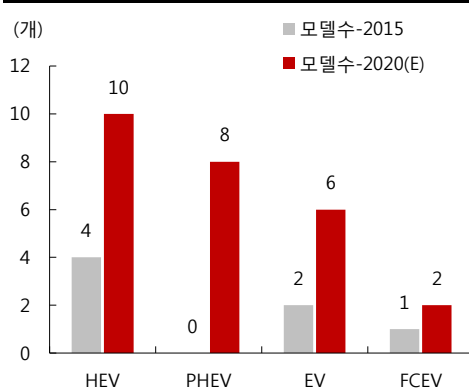
하지만 2015 년에는 도요타 프리우스(HEV), GM 볼트(PHEV)가 출시되고, 17 년부터는 규제강화 시작 및 국가지원의 점진적 축소로 인해 판매경쟁이 심화될 예정이다. 따라서 14 년에서 15 년의 성장이 타업체의 부진 덕이었는지, 차량경쟁력 때문인지 확인할 수 있는 16 년이 될 것이다. 규제와 소비자 선호 변화로 인해 2020 년까지 매년 23% 가량 증가할 것으로 예상되는 시장에서 지속적으로 점유율을 늘려나갈 수 있을지, 그로 인해 주가의 valuation 회복이 가능할지에 대해서는 향후 판매량으로 확인하자.

<그림 107> 2014/2015 년 친환경차 판매 - 우려에도 불구하고 2.1% 성장한 산업수요 대비 49% 증가한 현대, 기아차



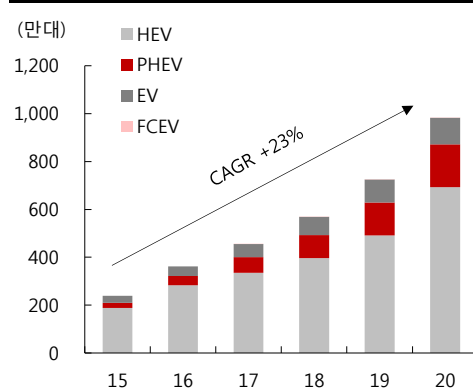
자료: Markline, SK 증권

<그림 108> 현대차그룹 2020 년까지 친환경차 라인업 강화



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 109> 친환경차 시장 전망

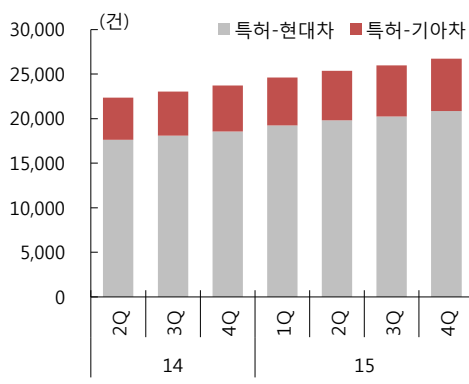


자료: IHS, SK 증권

실제로 진행되고 있어서 확인가능한 브랜드나 친환경차 정책과는 달리, 기존 value chain 에서 실적을 보여주지 못하고 있는 전장화, V2X 를 비롯한 ICT 와 자율주행과 관련한 연구개발에 대한 우려는 지속될 것으로 예상된다. 물론 모비스를 필두로 하여 계열사와 협력사들이 연구인력 충원 및 개발비에 대한 지출을 집행하고, 현대/기아차의 지적재산권 보유현황이 증가하고는 있다.

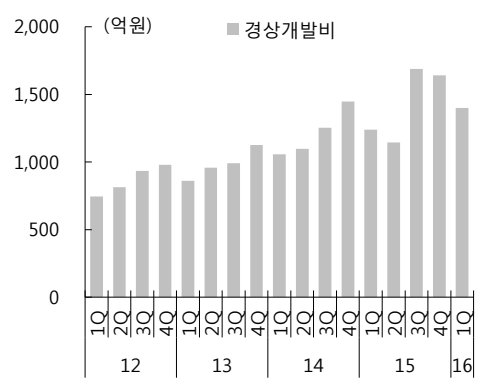
하지만 Connectivity 와 자율주행을 이끌 수 있는 기업은 어디일까라는 자동차업체 CEO 를 대상으로 실시한 글로벌 설문조사에서 확인할 수 있듯 확신하기에는 아직 이른 것이 현실이다(<그림 112>).

<그림 110> 현대, 기아차 지적재산권 현황



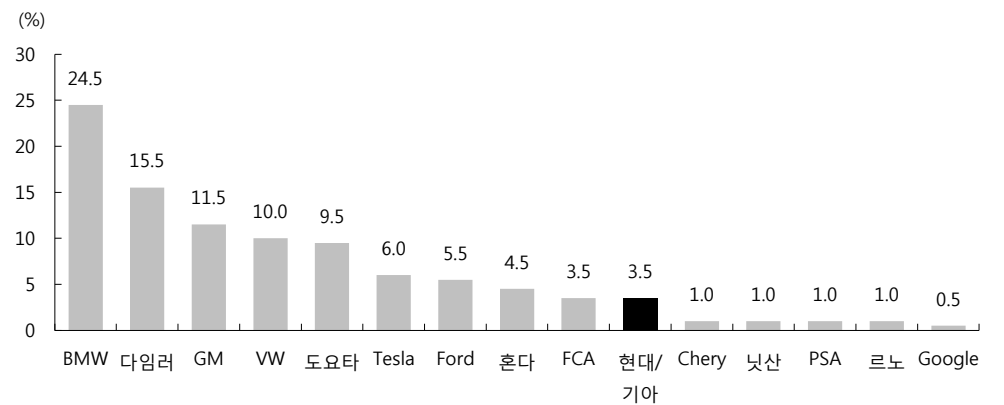
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 111> 현대모비스 경량개발비 추이



자료: 현대모비스, SK 증권

<그림 112> KPMG CEO Survey - Global OEMs seen as leading in the field of connectivity and self-driving cars

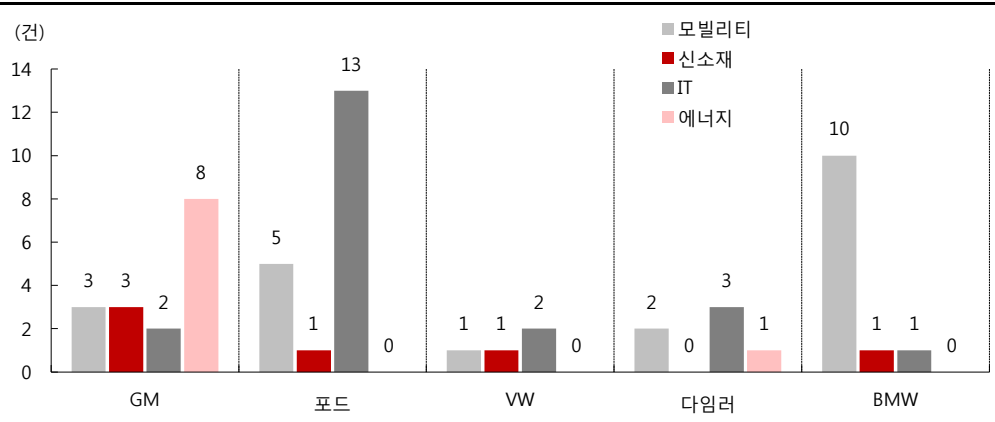


자료: KPMG, SK 증권

단 최근 세계 최대 네트워크 장비 및 솔루션 업체인 시스코와 기술협업을 발표하는 등 협업의 영역을 확대하는 모습이다. 특히 시스코와의 협업내에 차량 네트워크 기술 협력 외에도 커넥티드 카 모의 테스트 프로젝트를 공동 진행해 기초 연구를 수행하는 것까지 포함되어있다는 점은 긍정적이다.

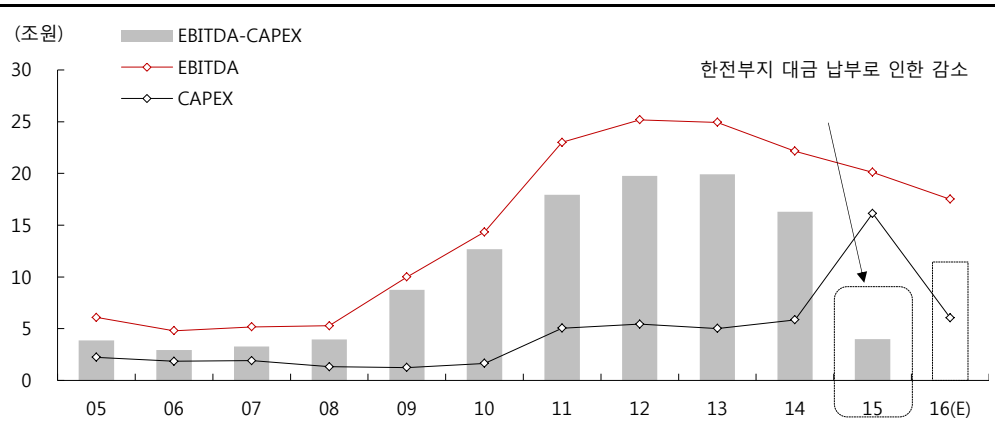
16년 5월 발표한 커넥티드 카 개발 컨셉을 통해 자동차가 모든 생활의 중심이 되는 ‘카 투 라이프(Car to Life)’ 시대를 열기 위해서는 협업을 통한 확장이 필수적이다. <그림 113>에서처럼 이미 주요 완성차업체의 이종산업에 대한 투자는 활발히 진행 중에 있다. 16년부터는 현대차그룹의 현금창출능력이 회복될 것으로 예상하는데 향후 발생하는 현금에 대한 재투자처에 대해서 고민할 필요가 있다.

<그림 113> 주요 완성차 업체의 이종산업에 대한 자본투자 현황



자료: KARI, SK 증권

<그림 114> 현대, 기아, 모비스 합산 EBITDA, CAPEX 추이 - 향후 발생하는 현금에 대한 재투자처에 대해서 고민할 필요



자료: Quantwise, SK 증권

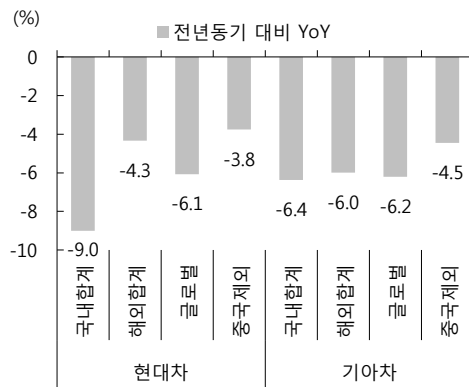
3) 투자전략 - 좋았던 기억들의 재현가능성과 변동성의 회복 시점에 주목

3장에서 언급했던 것처럼 단기적으로 자동차섹터의 주가는 실적변화와 모멘텀에 주목해야 한다. 이는 한국자동차에도 동일하게 적용된다. 2분기는 **재고소진과 신차효과와 믹스개선, 중국회복을 통한 판매량 회복이 긍정적으로**

- 재고

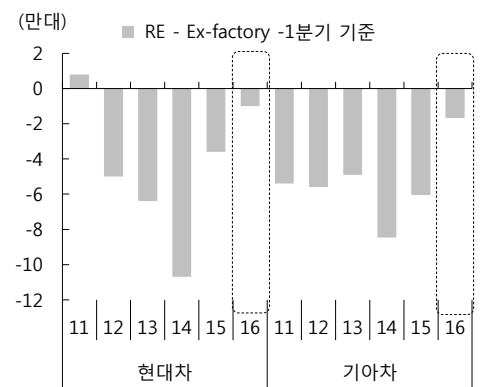
16년 1분기 실적에서 중요한 변화 중에 하나는 전년 동기 대비 감소한 현대, 기아차의 출하량에도 불구하고, 기대치를 상회했던 매출액이다. 유리하게 작용한 환율효과와 신차효과도 있겠지만, 당사에서는 재고감소를 큰 요인으로 보고 있다. 11년 이후 역대 1분기들과 비교했을 때 현저하게 감소한 재고수준이었고, 인센티브에서 확인할 수 있듯이 판매촉진을 위한 프로모션은 진행되지 않았지만 1분기 매출액은 시장 예상치를 크게 상회했다.

<그림 115> 전년동기 대비 공장별 출하 YoY - 16.1Q



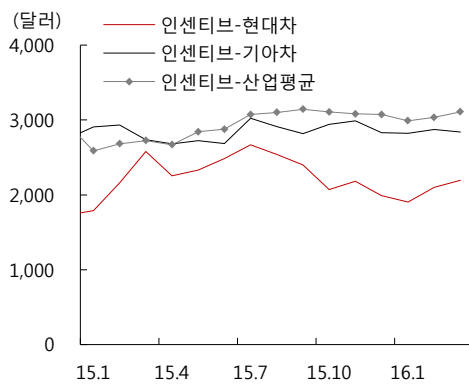
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 116> 역대 1분기와 비교하면 감소한 재고수준



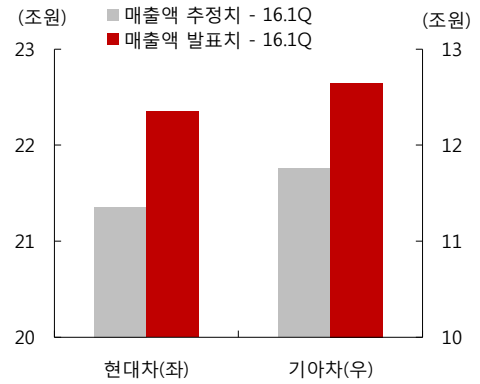
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 117> 인센티브 변화는 제한적



자료: Autodata, SK 증권

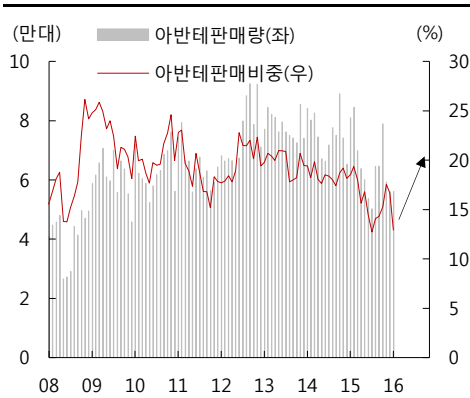
<그림 118> 1분기 매출액 - 시장 기대치를 상회



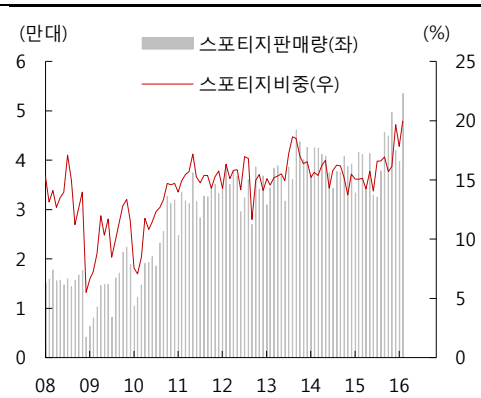
자료: 현대차, 기아차, Quantwise, SK 증권

출시된 볼륨 모델들의 확대를 통해 재고는 지속적으로 감소할 것으로 전망한다. 2 분기 이후도 시장의 기대치를 상회하는 실적을 예상한다.

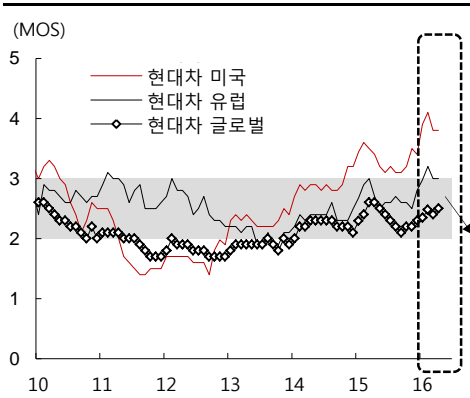
<그림 119> 아반테 글로벌 판매 추이



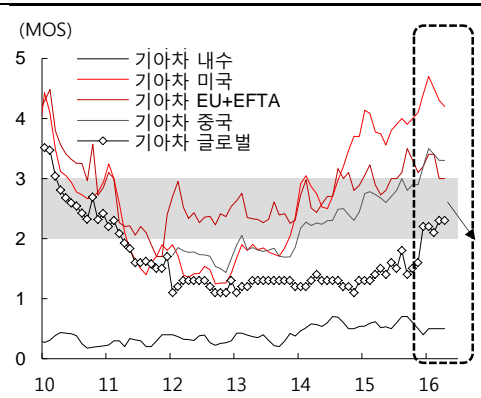
<그림 120> 스포티지 글로벌 판매 추이



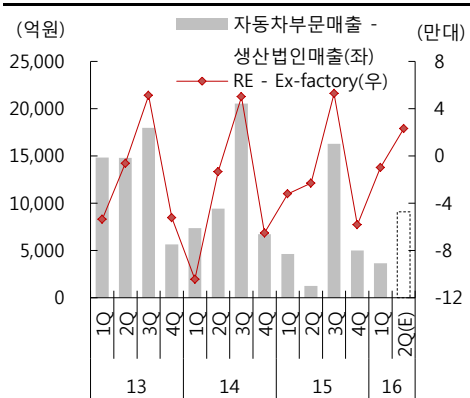
<그림 121> 현대차 재고 추이



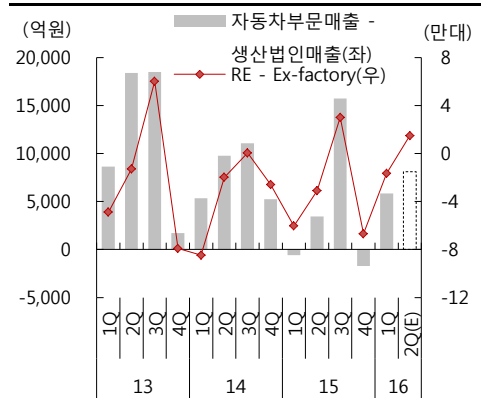
<그림 122> 기아차 재고 추이



<그림 123> 2분기에도 재고소진효과는 지속 전망 - 현대차



<그림 124> 2분기에도 재고소진효과는 지속 전망 - 기아차

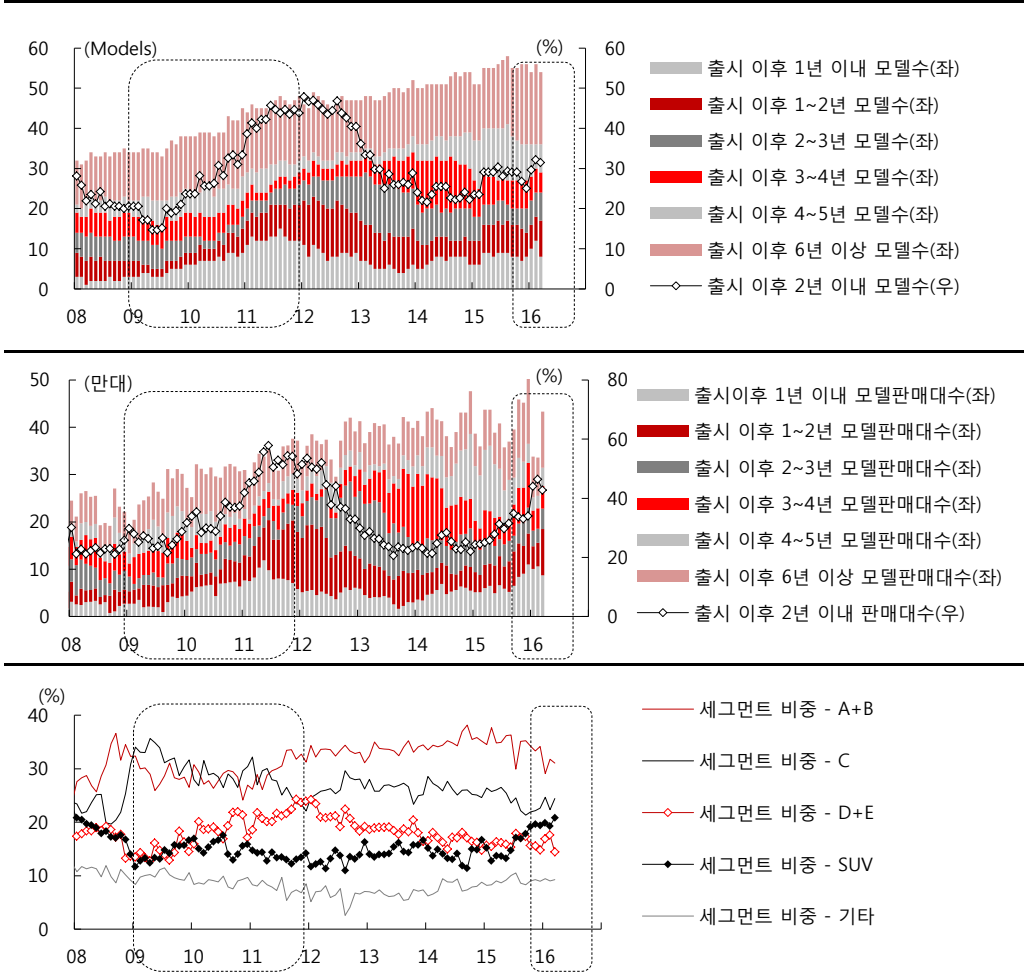


자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

- 좋았던 시절의 재현가능성: 신차효과와 믹스개선

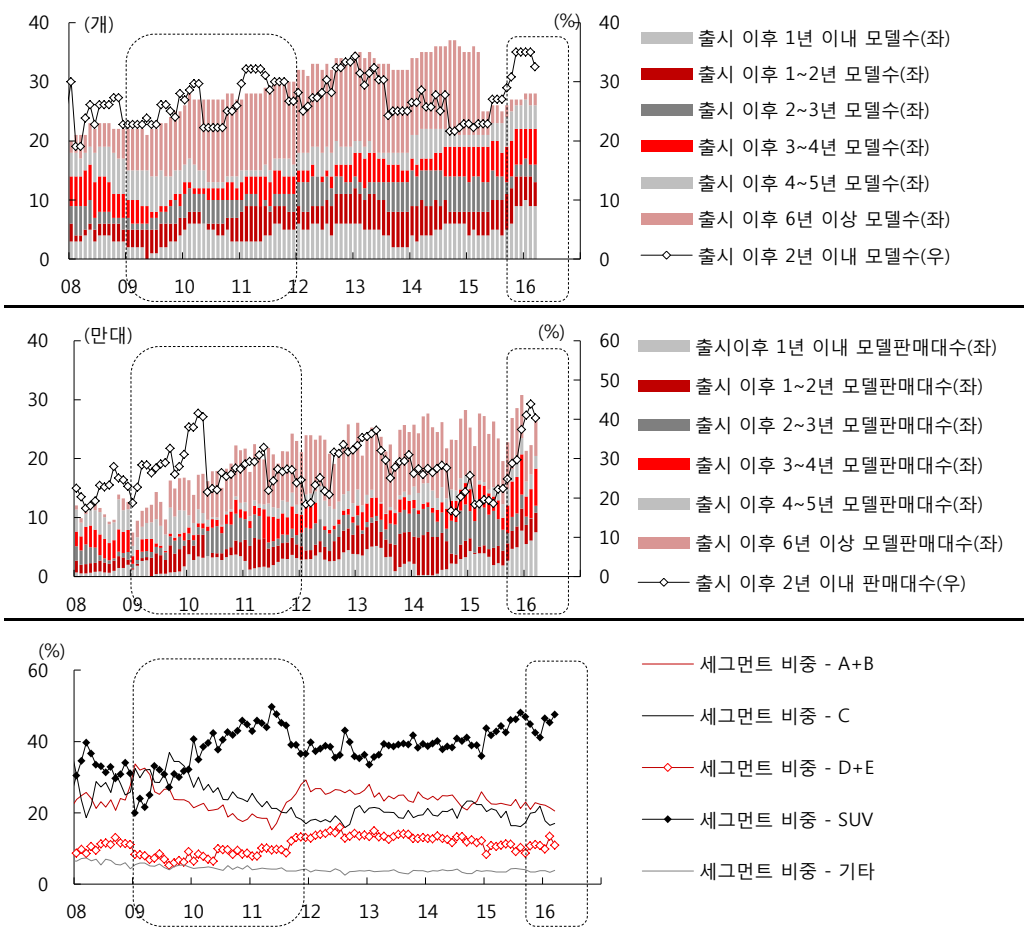
2분기 이후를 긍정적으로 보는 다른 이유는 바로 신차효과와 믹스 개선에 대한 기대감이다. 현대, 기아차 모두 모델수와 판매대수에서 신차가 차지하는 비중과 SUV의 비중이 높아지고 있으며 하반기 출시될 그랜저와 모닝이 가세하면 그 비중은 더 높아질 것으로 예상된다. 09~11년 호시절의 모습 중 본업에서 재현가능한 부분은 우호적으로 변화하고 있다.

<그림 125> 현대차 - 출시 연한에 따른 모델수 판매량과 세그먼트 비중 추이, 09년~11년의 재현가능.



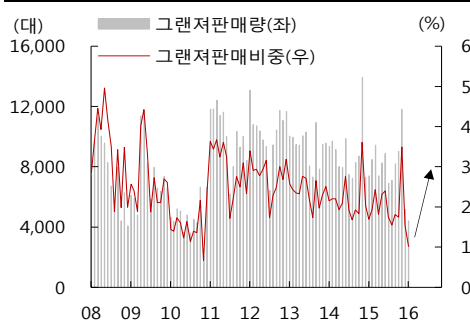
자료: 현대차, SK 증권

<그림 126> 기아차 - 출시 연한에 따른 모델수, 판매량과 세그먼트 비중 추이, 이미 신차효과는 진행중



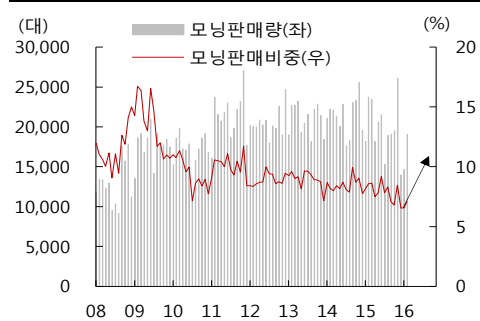
자료 기아차, SK 증권

<그림 127> 그랜저 글로벌 판매량 추이



자료 현대차, SK 증권

<그림 128> 모닝 글로벌 판매량 추이

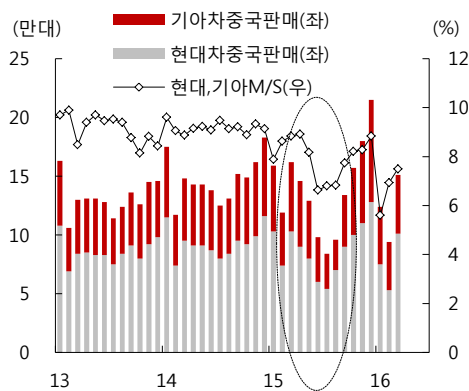


자료 기아차, SK 증권

- 변동성: 중국의 회복 기대

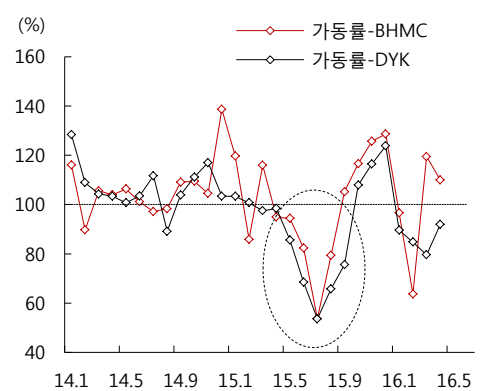
작년 주가 부진의 원인 중에 하나는 중국이었다. 판매둔화로 인해 생산량 감소와 가동률 하락이 동반되었다. 특히 향후 증설과 수요가 발생하는 대표시장이라는 점에서 주가에 미치는 영향력이 컸다. 작년도 기저효과에 의해서 올해 판매량의 변동성이 높아질 수 있다는 점이 다소 아쉽다. 하지만 다른 공장의 출하가 모두 동일하다고 가정했을 때, 중국공장 가동률이 100%로 정상화된다고 한다면 <그림 131,132>에서처럼 전년동기 대비 큰 폭의 증가를 예상할 수 있다. 이러한 효과는 분명 주가에 영향을 미칠 것으로 판단한다.

<그림 129> 현대, 기아차 중국판매 추이



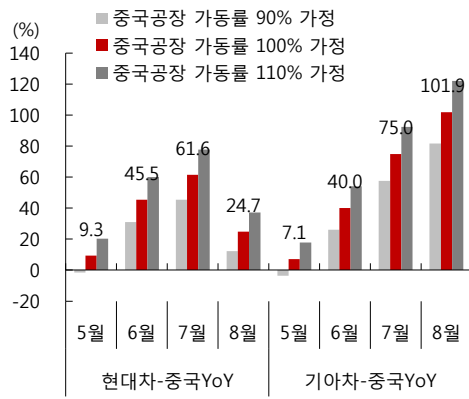
자료: KARI, SK 증권

<그림 130> 중국공장 가동률 추이



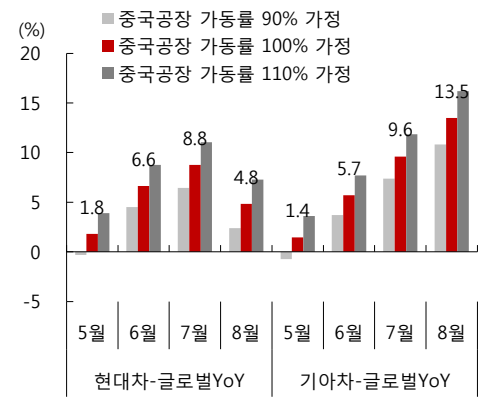
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 131> 가동률 가정에 따른 중국공장 출하예상 YoY



자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

<그림 132> 가동률 가정에 따른 글로벌 출하예상 YoY



자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

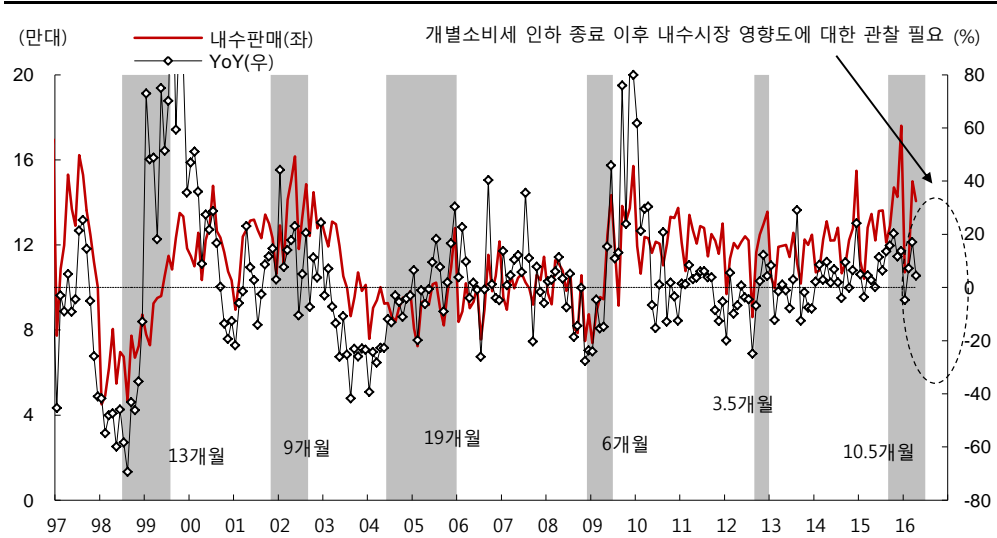
- 다만 시점에 대한 고민은 필요

본업 측면에서 2 분기 이후 긍정적인 모습이 이어질 것으로 예상하지만, 주가는 다소 후행하여 반응할 것으로 예상된다. 주가의 결정요인이 과거 본업의 영역보다 다른 외부변수들의 변동성에 높은 영향을 받는다는 것을 감안한다면 이후 진행되는 이벤트들의 결과를 확인하고 넘어가려는 움직임이 클 것이다.

특히 6 월 석유수출국기구(OPEC) 정례회의와 미국 FOMC, 일본 BOJ 추가양적완화, EU 브렉시트 가능성 등은 환율을 비롯한 다양한 외부요인들의 변화를 가져올 것이다. 이러한 변동성은 본업의 개선으로 인한 변동성보다 높을 것으로 전망한다.

또한 본업측면에서도 중국시장 회복에 대한 불확실성, 아직 진행중인 노조와의 협상과 6 월 이후 종료되는 개별소비세 인하 종료로 인한 단기적인 내수시장 수요 부진가능성 등의 변수는 존재한다.

<그림 133> 내수 판매 추이 - 개별소비세 인하 기간 동안 수요 증가, 이후 일부 구간에서는 단기적 수요둔화



자료 KAMA, 언론종합, SK 증권

따라서 당사는 하반기를 기점으로 자동차섹터의 우호적인 흐름을 예상한다. 불확실성 해소 이후 재고축소와 신차효과로 인한 실적개선, 판매량증가의 모멘텀은 시차를 두고 주가에 반영될 것이라는 판단이다. 또한 17년부터 예상되는 파워트레인 변화를 통한 상품성 개선, 중국과 멕시코 공장 증설은 경쟁력 확보와 더불어 성장성을 보여줄 줄 것이다. 자동차섹터에 대한 비중확대 의견을 제시하며 분석을 개시한다.

Company Analysis

I 개별기업분석

현대차(005380/KS)

좋았던 시절의 재현가능성

매수(신규편입)

T.P 175,000 원(신규편입)

Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

자본금	14,890 억원
발행주식수	25,789 만주
자사주	1,449 만주
액면가	5,000 원
시가총액	297,373 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	28.23%
국민연금공단	7.01%
외국인지분률	44.00%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(16/05/16)	135,000 원
KOSPI	1966.99 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	168,000 원
52주 최저가	123,500 원
60일 평균 거래대금	642 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.1%	-8.4%
6개월	-13.7%	-13.5%
12개월	-18.7%	-12.6%

투자이전 매수, 목표주가 175,000 원으로 커버리지를 개시한다.

신차효과, 재고소진과 중국판매 증가로 인한 본업의 개선은 외부 불확실성이 해소되는 하반기부터 주가에 본격 반영될 것으로 판단한다.

16 년 기준 매출액 95.8 조원, 영업이익 6 조 4,165 억원(opm 6.7%)으로 추정하며 15 년 대비 각각 4.1%, 0.9% 성장을 기록할 것으로 전망한다.

16 년 기준 예상 매출액 95.8 조원, 영업이익 6 조 4,165 억원(opm 6.7%)

16 년 기준 매출액 95.8 조원, 영업이익 6 조 4,165 억원, 지배주주순이익 6 조 5,051 억으로 추정하며 15 년 대비 각각 4.1%, 0.9%, 1.3% 성장을 기록할 것으로 전망한다. 1 분기 실적을 통해서 확인된 1)재고소진 효과와 2)주요 공장별 ASP 상승은 2 분기 이후로도 지속될 것으로 판단한다.

신차효과, 재고소진 - 좋았던 시절의 재현가능성

모텔수와 판매대수에서 신차가 차지하는 비중과 SUV 의 비중이 높아지고 있다. 또한 그랜저의 하반기 출시를 감안한다면 신차비중은 더 높아질 것으로 예상된다. 09~11 년 호시절의 모습 중 본업에서 재현가능한 부분은 조금씩 우호적으로 변화하고 있다.

투자이전 매수, 목표주가 175,000 원으로 커버리지 개시

투자이전 매수, 목표주가 175,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 12 개월 선행 기준 EPS 23,060 원에 12 년 이후 평균인 PER 7.5 배를 적용하였다. 6 월 FOMC 를 비롯한 외부변수와 내수 개별소비세인하 종료 등의 불확실성은 남아있지만, 본업에 집중할 수 있는 환경이 형성되는 하반기부터 주가의 우상향 흐름을 예상한다.

영업실적 및 투자지표

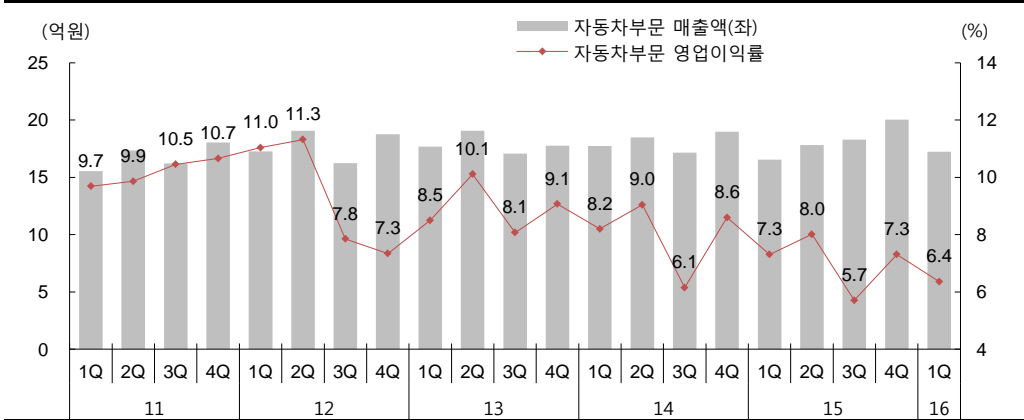
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	873,076	892,563	919,587	957,550	974,901	993,560
yoy	%	3.4	2.2	3.0	4.1	1.8	1.9
영업이익	억원	83,155	75,500	63,579	64,165	66,816	68,941
yoy	%	-1.5	-9.2	-15.8	0.9	4.1	3.2
EBITDA	억원	108,668	100,999	91,519	100,516	105,088	108,751
세전이익	억원	116,967	99,513	84,594	89,500	92,958	97,982
순이익(지배주주)	억원	85,418	73,468	64,173	65,051	66,611	69,881
영업이익률%	%	9.5	8.5	6.9	6.7	6.9	6.9
EBITDA%	%	12.5	11.3	10.0	10.5	10.8	11.0
순이익률	%	10.3	8.6	7.1	7.2	7.3	7.5
EPS	원	29,921	25,735	22,479	22,787	23,333	24,479
PER	배	7.9	6.6	6.6	6.0	5.8	5.5
PBR	배	1.3	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.5	5.7	6.8	5.8	5.4	5.1
ROE	%	17.8	13.4	10.7	10.1	9.6	9.3
순차입금	억원	51,169	62,097	174,046	162,163	143,330	121,104
부채비율	%	135.8	135.1	147.3	135.3	124.4	114.9

<표 1> 현대차 실적전망

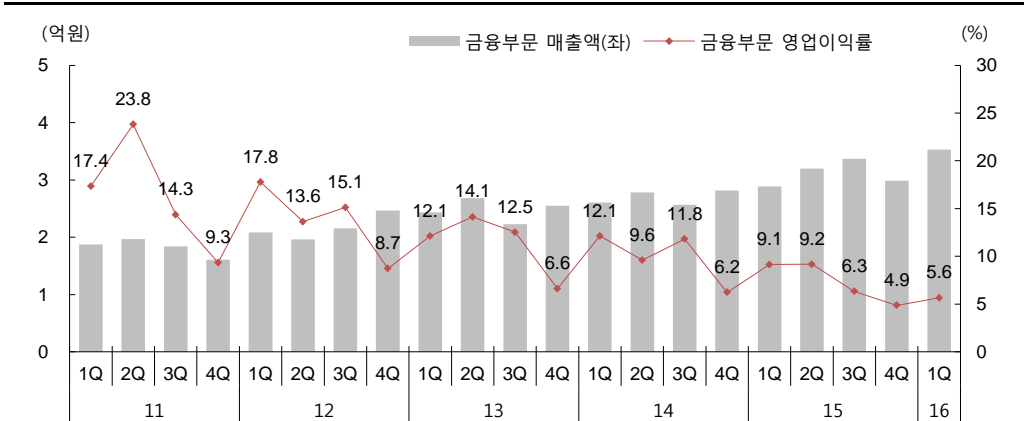
	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q(E)	16.3Q(E)	16.4Q(E)	2015	2016E	YoY
생산대수											
현대차	1,183,355	1,232,455	1,120,912	1,424,956	1,106,739	1,310,380	1,227,577	1,385,303	4,961,678	5,030,000	1.4%
국내	440,677	498,630	410,985	519,645	400,160	475,384	440,440	504,016	1,869,937	1,820,000	-2.7%
해외공장	742,678	733,825	709,927	905,311	706,579	834,996	787,137	881,287	3,091,741	3,210,000	3.8%
미국	88,737	90,575	101,732	99,396	94,035	109,200	98,172	88,593	380,440	390,000	2.5%
인도	142,123	156,519	161,557	183,494	145,263	175,660	158,942	180,135	643,693	660,000	2.5%
터키	53,552	59,734	48,712	64,282	61,444	65,649	55,973	56,934	226,280	240,000	6.1%
체코	80,210	86,760	81,156	94,266	90,432	91,651	83,532	84,385	342,392	350,000	2.2%
러시아	50,900	58,700	54,387	65,509	40,800	52,225	49,544	67,431	229,496	210,000	-8.5%
브라질	42,978	43,226	40,731	47,791	34,031	42,761	47,301	45,908	174,726	170,000	-2.7%
중국	279,873	230,310	214,414	338,183	229,011	288,650	284,474	347,865	1,062,780	1,150,000	8.2%
중국상용	4,305	8,001	7,238	12,390	11,563	9,200	9,200	10,037	31,934	40,000	25.3%
매출액											
자동차	165,350	178,232	182,860	200,355	172,390	200,790	184,024	202,126	726,797	759,330	4.5%
금융	28,845	31,968	33,700	29,848	35,290	33,577	36,033	29,409	124,361	134,310	8.0%
기타	15,233	18,017	17,736	17,444	15,826	16,301	15,812	15,970	68,430	63,909	-6.6%
매출원가	166,110	181,794	188,646	200,460	181,110	199,282	191,054	198,004	737,010	769,450	4.4%
%	79.3	79.7	80.5	80.9	81.0	79.5	81.0	80.0	80.1	80.4	0.2%p
판매비	27,438	28,913	30,611	32,037	28,972	33,598	28,949	32,416	118,998	123,935	4.1%
%	13.1	12.7	13.1	12.9	13.0	13.4	12.3	13.1	12.9	12.9	0.0%p
영업이익	15,880	17,509	15,039	15,151	13,424	17,789	15,867	17,085	63,579	64,165	0.9%
%	7.6	7.7	6.4	6.1	6.0	7.1	6.7	6.9	6.9	6.7	-0.2%p
자동차	12,082	14,270	10,430	14,640	10,960	14,858	12,146	14,957	51,422	52,921	2.9%
%	7.3	8.0	5.7	7.3	6.4	7.4	6.6	7.4	7.1	7.0	-0.1%p
금융	2,637	2,930	2,130	1,450	1,990	2,048	2,162	1,529	9,147	7,729	-15.5%
%	9.1	9.2	6.3	4.9	5.6	6.1	6.0	5.2	7.4	5.8	-1.6%p
기타	350	640	1,010	-820	960	782	759	799	1,180	3,300	179.7%
%	2.3	3.6	5.7	-4.7	6.1	4.8	4.8	5.0	1.7	5.2	3.4%p
연결조정	811	-331	1,469	-119	-486	100	800	-200	1,830	214	-88.3%
영업외이익	7,330	6,188	2,015	5,482	8,210	5,783	5,120	6,197	21,015	25,311	20.4%
%	3.5	2.7	0.9	2.2	3.7	2.3	2.2	2.5	2.3	2.6	0.4%p
세전이익	23,210	23,697	17,054	20,633	21,634	23,572	20,987	23,282	84,594	89,475	5.8%
%	11.1	10.4	7.3	8.3	9.7	9.4	8.9	9.4	9.2	9.3	0.1%p
법인세	3,377	5,793	4,994	5,338	3,953	5,893	5,037	5,588	19,502	20,471	5.0%
%	14.6	24.4	29.3	25.9	18.3	25.0	24.0	24.0	23.1	22.9	-0.2%p
당기순이익	19,833	17,904	12,060	15,294	17,681	17,679	15,950	17,695	65,092	69,005	6.0%
%	9.5	7.8	5.1	6.2	7.9	7.1	6.8	7.1	7.1	7.2	0.1%p
지배주주	19,089	17,027	11,743	16,314	16,870	16,590	14,968	16,605	64,173	65,033	1.3%
%	9.1	7.5	5.0	6.6	7.5	6.6	6.3	6.7	7.0	6.8	-0.2%p

자료: 현대차, SK 증권 추정

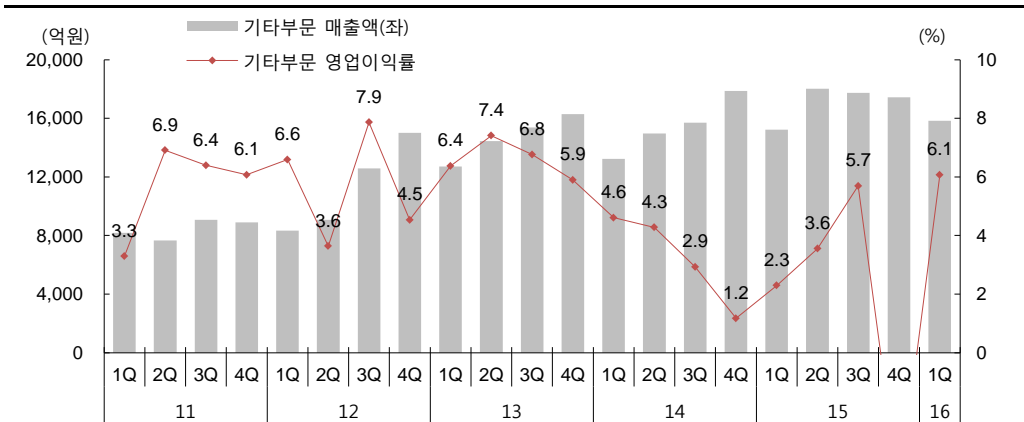
<그림 1> 현대차 사업부문별 실적추이 - 자동차부문



<그림 2> 현대차 사업부문별 실적추이 - 금융부문



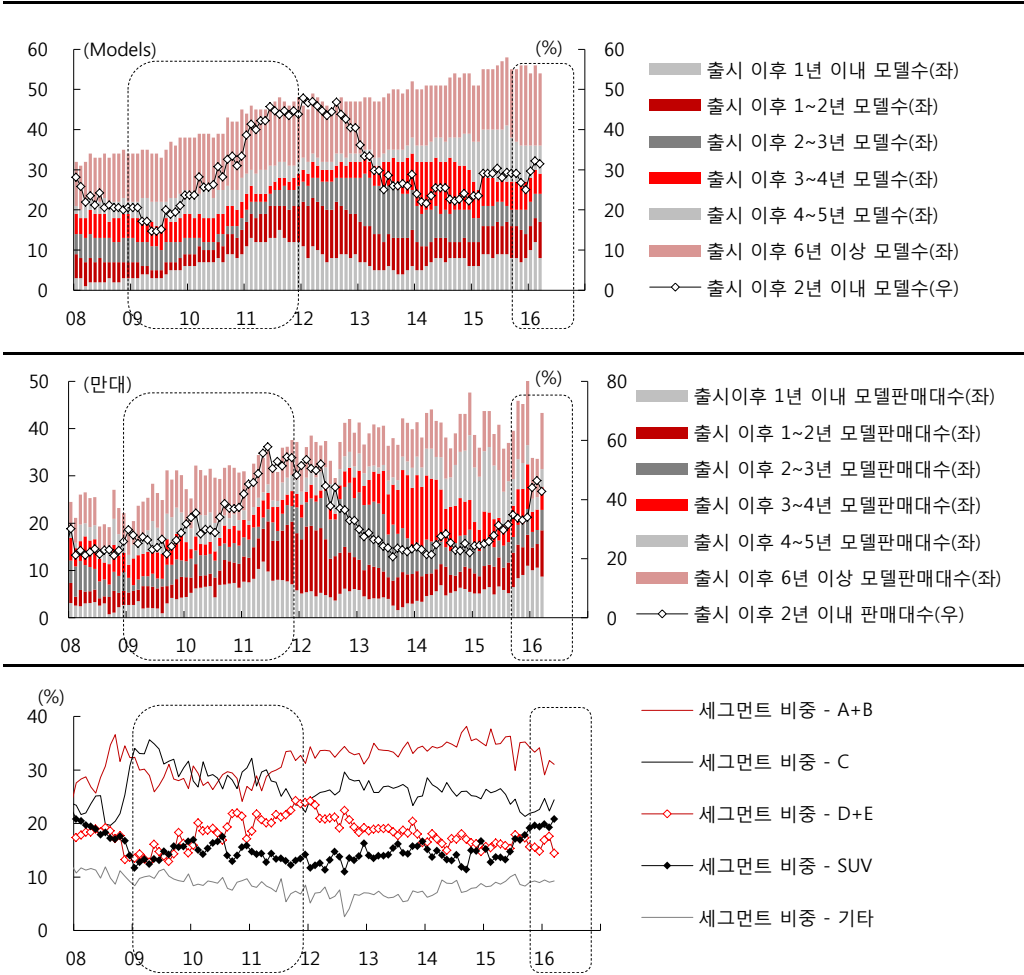
<그림 3> 현대차 사업부문별 실적추이 - 기타부문



자료: 현대차, SK 증권

현대차 출시연한에 따른 모델 및 차량판매대수와 세그먼트별 믹스 변화

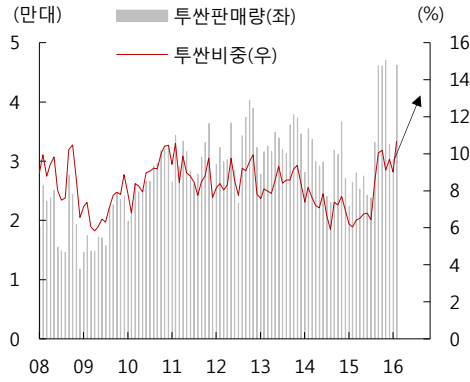
<그림 4> 현대차 출시연한에 따른 모델 및 차량판매대수와 세그먼트별 믹스 변화 - 좋았던 시절의 재현가능성



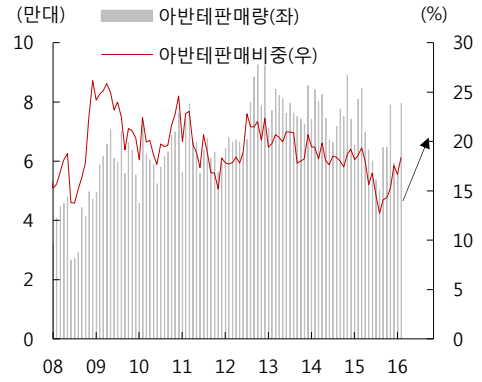
자료: 현대차, SK 증권

현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 신차확산과 하반기 그랜저 출시에 대한 기대감

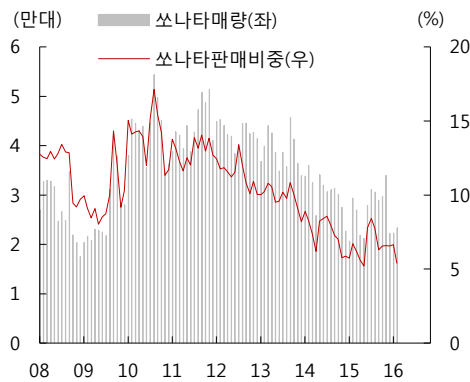
<그림 5> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 투싼



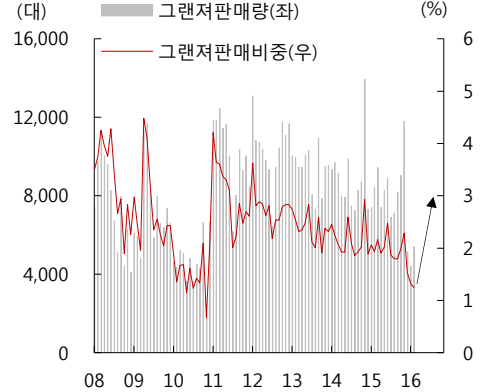
<그림 6> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 아반테



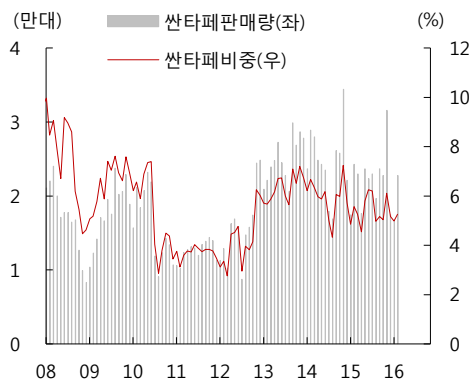
<그림 7> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 쏘나타



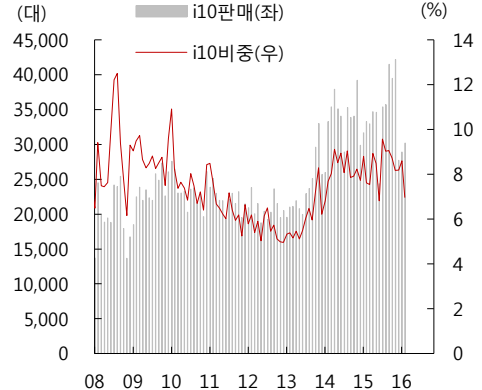
<그림 8> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 그랜저



<그림 9> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 싼타페



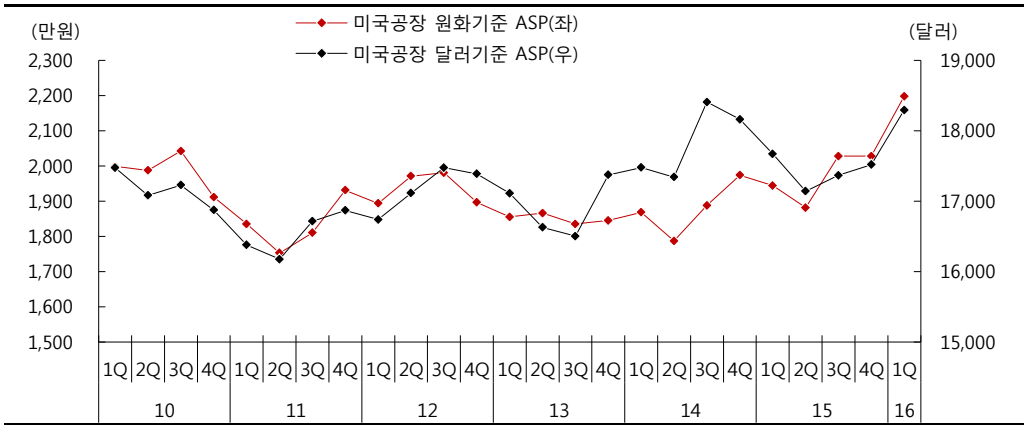
<그림 10> 현대차 주요모델 판매량과 비중 추이 - i10



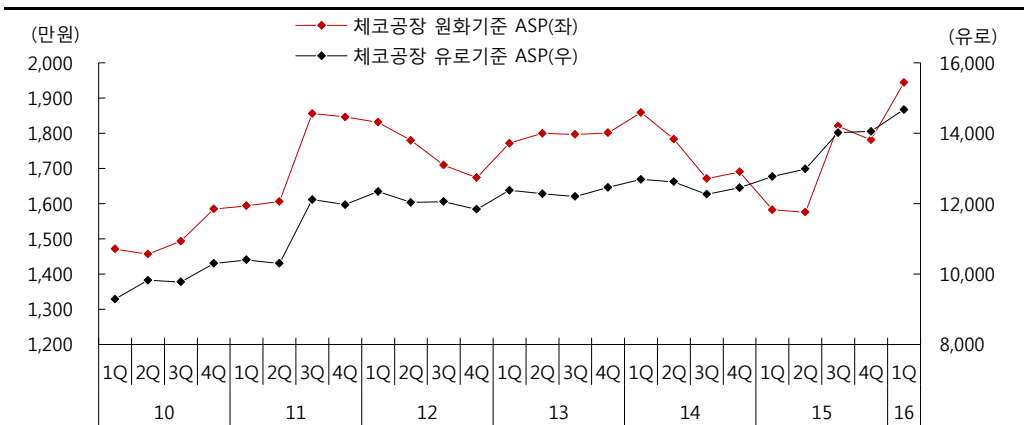
자료: 현대차, SK 증권

지역별 ASP – 신차출시 이후 글로벌 확대와 더불어 ASP 상승은 지속전망

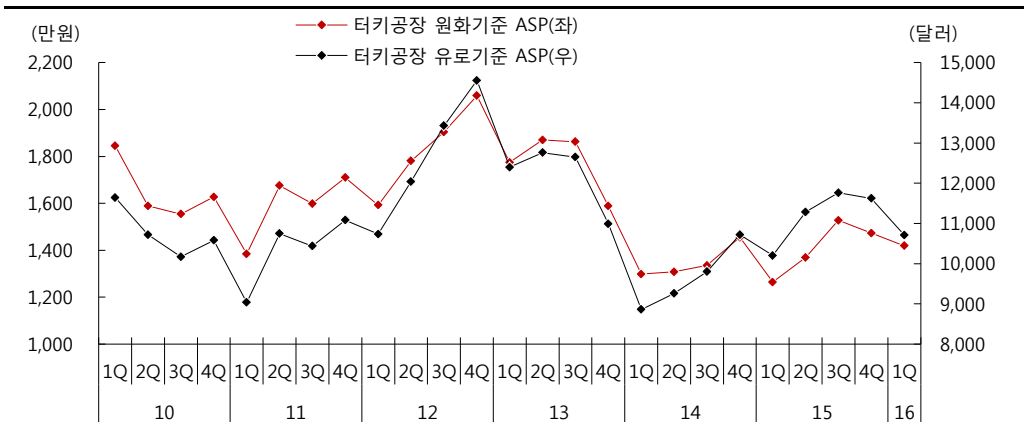
<그림 11> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 미국



<그림 12> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 체코

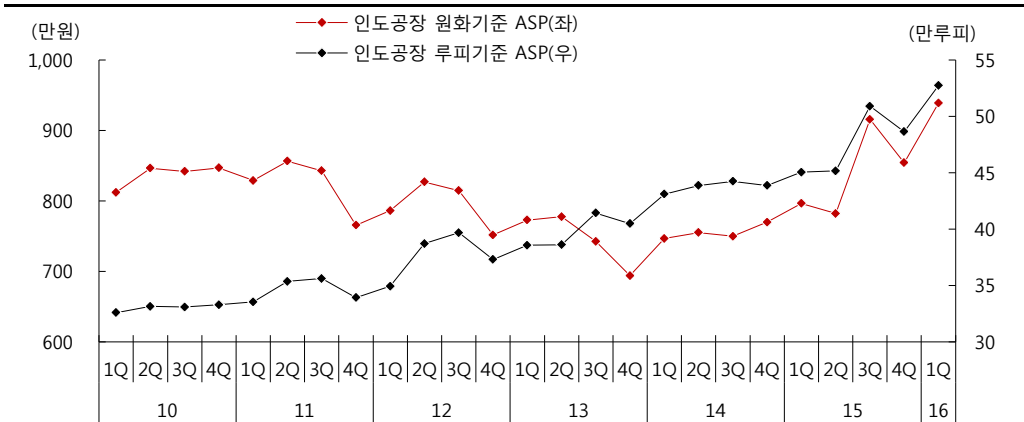


<그림 13> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 터키

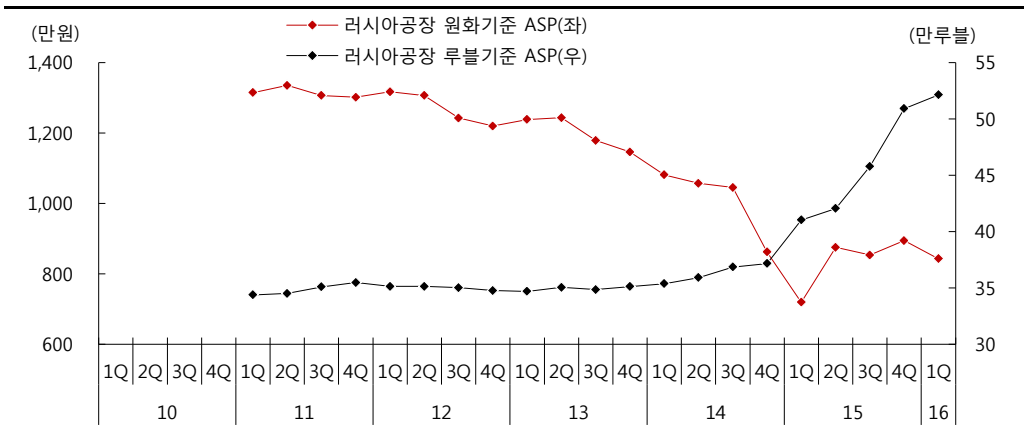


자료: 현대차, Bloomberg, SK 증권

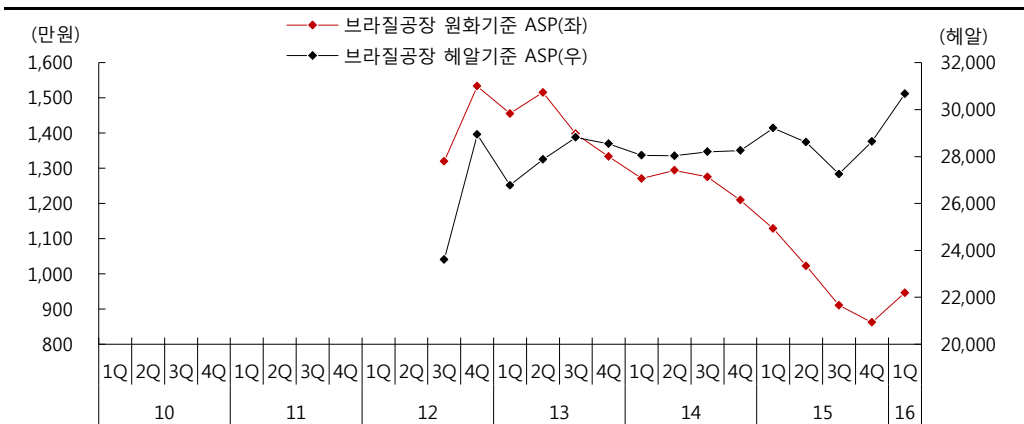
<그림 14> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 - 인도



<그림 15> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 - 러시아

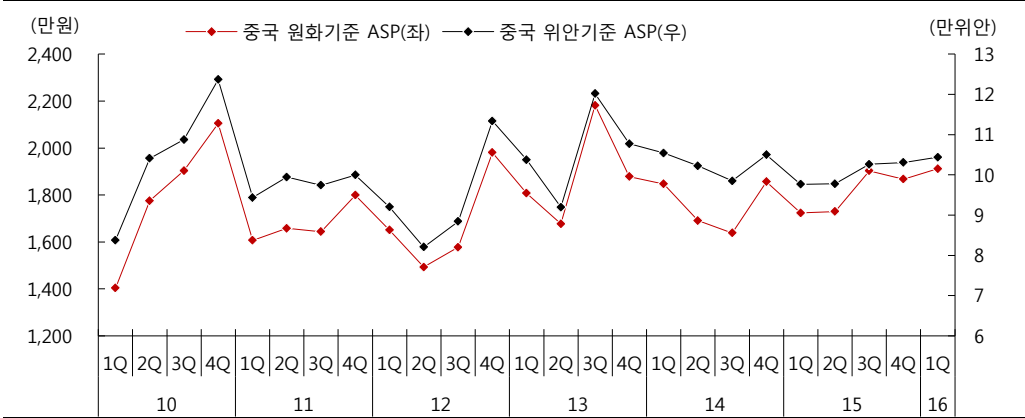


<그림 16> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 - 브라질



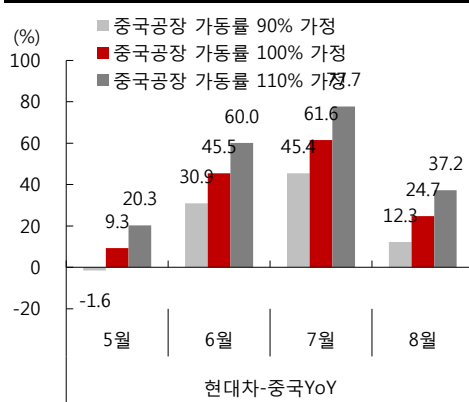
자료: 현대차, Bloomberg, SK 증권

<그림 17> 현대차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 - 중국



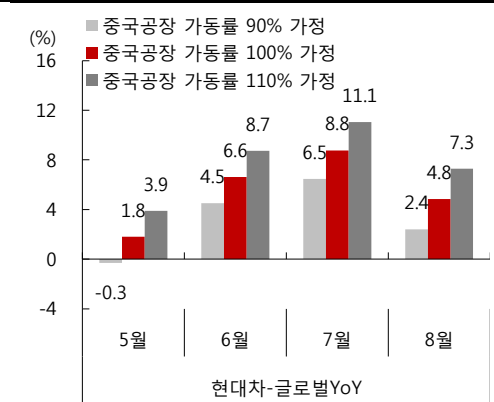
자료: 현대차, Bloomberg, SK 증권

<그림 18> 가동률 가정에 따른 중국공장 출하예상 YoY



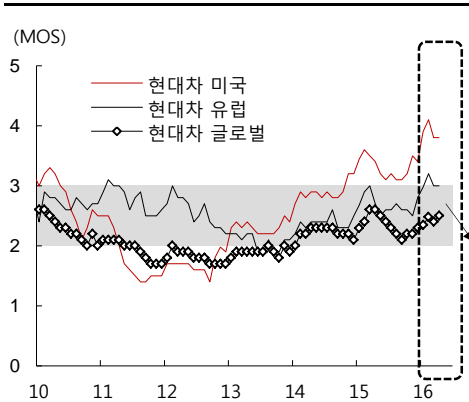
자료: 현대차, SK 증권

<그림 19> 가동률 가정에 따른 글로벌 출하예상 YoY



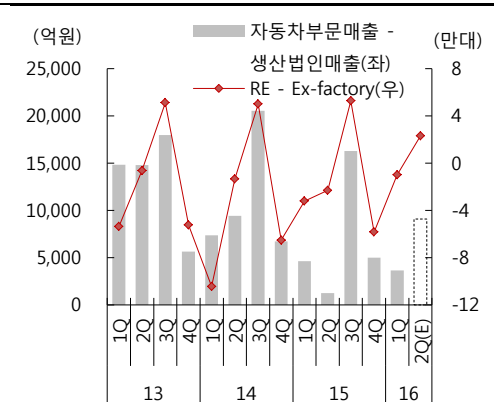
자료: 현대차, SK 증권

<그림 20> 현대차 재고 추이



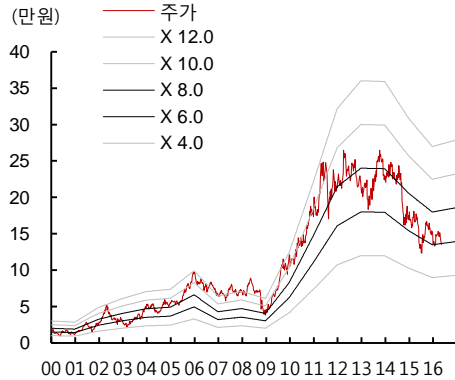
자료: 현대차, SK 증권

<그림 21> 2 분기에도 재고소진효과는 지속 전망 - 현대차



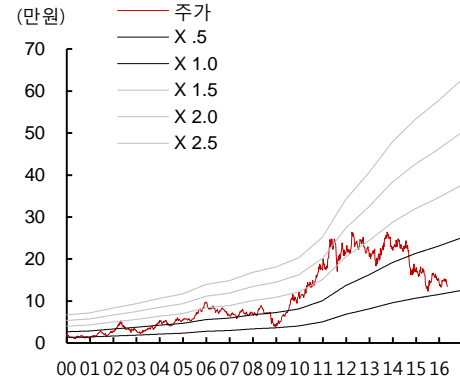
자료: 현대차, SK 증권

<그림 22> PER 밴드차트 - 현대



자료 Quantwise, SK 증권

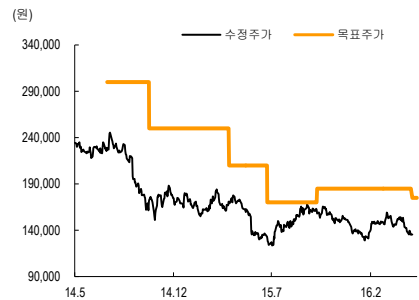
<그림 23> PBR 밴드차트 - 현대



자료 Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.16	매수	175,000원
2016.05.16	담당자 변경	
2015.10.23	매수	185,000원
2015.10.13	매수	170,000원
2015.09.25	매수	170,000원
2015.07.29	매수	170,000원
2015.07.24	매수	170,000원
2015.07.07	매수	170,000원
2015.04.24	매수	210,000원
2015.04.15	매수	210,000원
2015.02.05	매수	250,000원
2014.10.24	매수	250,000원
2014.07.25	매수	300,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 5 월 16 일 기준)

매수	96.53%	중립	3.47%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	588,561	650,257	675,292	682,515	692,894
현금및현금성자산	68,724	70,965	73,315	71,697	74,031
매출채권및기타채권	65,472	74,413	82,863	86,556	88,125
재고자산	70,731	74,172	91,990	91,000	92,649
비유동자산	745,654	821,994	978,387	1,015,265	1,055,559
장기금융자산	226,024	241,152	274,355	275,405	276,455
유형자산	214,626	225,423	286,989	298,256	307,082
무형자산	31,291	38,217	42,981	44,893	46,825
자산총계	1,334,215	1,472,251	1,653,679	1,697,780	1,748,454
유동부채	319,197	351,797	412,135	411,539	411,273
단기금융부채	141,221	167,487	208,477	205,477	201,477
매입채무 및 기타채무	118,555	120,188	122,553	122,566	124,787
단기충당부채	17,829	18,448	17,103	18,767	19,107
비유동부채	449,190	494,249	572,730	564,657	558,156
장기금융부채	344,289	379,430	449,054	443,054	435,054
장기매입채무 및 기타채무	160	23	21	21	21
장기충당부채	51,230	48,821	50,316	49,219	50,165
부채총계	768,387	846,046	984,865	976,196	969,430
지배주주지분	519,311	576,548	620,240	668,802	721,637
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	41,307	41,346	35,204	35,204	35,204
기타자본구성요소	-11,288	-12,738	-15,887	-15,887	-15,887
자기주식	-11,288	-12,738	-15,887	-15,887	-15,887
이익잉여금	482,742	546,499	600,351	649,238	702,397
비지배주주지분	46,517	49,657	48,574	52,781	57,387
자본총계	565,828	626,206	668,814	721,584	779,024
부채외자본총계	1,334,215	1,472,251	1,653,679	1,697,780	1,748,454

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	15,422	34,840	6,404	75,990	81,066
당기순이익(손실)	89,935	76,495	65,092	69,024	70,982
비현금성항목등	73,328	83,697	94,958	31,492	34,106
유형자산감가상각비	17,690	18,438	19,727	26,134	27,574
무형자산감가상각비	7,824	7,061	8,213	10,217	10,698
기타	53,221	60,437	68,048	-1,043	388
운전자본감소(증가)	-128,365	-107,166	-137,019	-4,049	-2,047
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,955	-6,140	-8,020	-3,693	-1,568
재고자산감소(증가)	-8,283	-8,041	-19,992	990	-1,649
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,055	6,567	-32	13	2,221
기타	-118,982	-99,551	-108,976	-1,360	-1,050
법인세납부	-19,475	-18,185	-16,626	-20,477	-21,976
투자활동현금흐름	-54,946	-61,410	-59,813	-48,525	-49,380
금융자산감소(증가)	-30,313	-36,259	16,675	-5,550	-5,550
유형자산감소(증가)	-28,646	-33,068	-80,790	-37,400	-36,400
무형자산감소(증가)	-9,644	-13,640	-12,030	-12,130	-12,630
기타	13,657	21,556	16,332	6,555	5,199
재무활동현금흐름	42,556	32,661	57,155	-29,082	-29,352
단기금융부채증가(감소)	-8,800	13,885	18,747	-3,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	69,626	38,804	69,898	-6,000	-8,000
자본의증가(감소)	0	-1,450	-3,149	0	0
배당금의 지급	-6,325	-5,869	-13,525	-13,480	-13,452
기타	-11,945	-12,709	-14,815	-3,918	-3,900
현금의 증가(감소)	1,131	2,241	2,350	-1,617	2,334
기초현금	67,593	68,724	70,965	73,315	71,697
기말현금	68,724	70,965	73,315	71,697	74,031
FCF	12,982	6,215	-64,781	32,029	38,090

자료 : 현대차, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	873,076	892,563	919,587	957,550	974,901
매출원가	678,595	701,263	737,013	769,450	758,323
매출총이익	194,481	191,300	182,574	188,100	216,579
매출총이익률 (%)	22.3	21.4	19.9	19.6	22.2
판매비와관리비	111,326	115,801	118,995	123,935	149,762
영업이익	83,155	75,500	63,579	64,165	66,816
영업이익률 (%)	9.5	8.5	6.9	6.7	6.9
비영업손익	33,812	24,013	21,015	25,335	26,142
순금융비용	-2,402	-3,522	-2,317	-2,636	-1,300
외환관련손익	-1,213	-3,747	-2,052	1,318	650
관계기업투자등 관련손익	30,571	23,887	19,307	20,338	24,580
세전계속사업이익	116,967	99,513	84,594	89,500	92,958
세전계속사업이익률 (%)	13.4	11.2	9.2	9.4	9.5
계속사업법인세	27,032	23,018	19,502	20,477	21,976
계속사업이익	89,935	76,495	65,092	69,024	70,982
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	89,935	76,495	65,092	69,024	70,982
순이익률 (%)	10.3	8.6	7.1	7.2	7.3
지배주주	85,418	73,468	64,173	65,051	66,611
지배주주귀속 순이익률(%)	9.78	8.23	6.98	6.79	6.83
비지배주주	4,517	3,027	919	3,973	4,371
총포괄이익	88,779	66,005	65,002	68,934	70,892
지배주주	84,419	64,054	63,849	64,727	66,287
비지배주주	4,359	1,951	1,153	4,207	4,605
EBITDA	108,668	100,999	91,519	100,516	105,088

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	3.4	2.2	3.0	4.1	1.8
영업이익	-1.5	-9.2	-15.8	0.9	4.1
세전계속사업이익	0.7	-14.9	-15.0	5.8	3.9
EBITDA	-0.9	-7.1	-9.4	9.8	4.6
EPS(계속사업)	-0.3	-14.0	-12.7	1.4	2.4
수익성 (%)					
ROE	17.8	13.4	10.7	10.1	9.6
ROA	7.1	5.5	4.2	4.1	4.1
EBITDA마진	12.5	11.3	10.0	10.5	10.8
안정성 (%)					
유동비율	184.4	184.8	163.9	165.8	168.5
부채비율	135.8	135.1	147.3	135.3	124.4
순차입금/자기자본	9.0	9.9	26.0	22.5	18.4
EBITDA/이자비용(배)	31.9	33.6	35.3	25.7	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	29,921	25,735	22,479	22,787	23,333
BPS	181,909	201,958	217,263	234,274	252,782
CPFS	38,858	34,667	32,266	35,520	36,739
주당 현금배당금	1,950	3,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.9	9.8	8.2	7.0	6.8
PER(최저)	6.1	5.9	5.5	5.7	5.5
PBR(최고)	1.5	1.3	0.9	0.7	0.6
PBR(최저)	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PCR	6.1	4.9	4.6	3.8	3.7
EV/EBITDA(최고)	7.0	7.6	7.8	6.4	6.0
EV/EBITDA(최저)	5.1	5.2	6.1	5.7	5.3

기아차(000270/KS)

진행중인 신차효과와 SUV 확대

매수(신규편입)

T.P 60,000 원 (신규편입)

Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

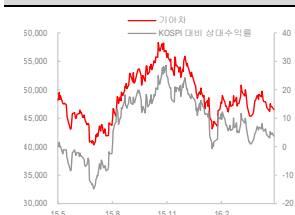
Company Data

자본금	21,393 억원
발행주식수	40,536 만주
자사주	628 만주
액면가	5,000 원
시가총액	190,521 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외4)	35.61%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.60%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(16/05/16)	47,000 원
KOSPI	1966.99 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	58,300 원
52주 최저가	40,300 원
60일 평균 거래대금	456 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.5%	2.2%
6개월	-17.1%	-16.8%
12개월	-7.1%	-0.2%

투자의견 매수, 목표주가 60,000 원으로 커버리지를 개시한다.

K7 및 스포티지 등 신차출시가 2 분기부터 본격화됨에 신차효과와 SUV 비중 확대를 통한 실적개선을 기대한다.

16 년 기준 매출액 53.7 조원, 영업이익 2 조 7,462 억원(opm 5.1%)으로 추정하며 15 년 대비 각각 +8.5%, +0.9%의 성장을 기록할 것으로 전망한다.

16 년 기준 예상 매출액 53.7 조원, 영업이익 2 조 7,462 억(opm 5.1%)

16 년 기준 매출액 53.7 조원, 영업이익 2 조 7,462 억원, 지배주주순이익 3 조 2,212 억원으로 추정하며 15 년 대비 각각 +8.5%, +0.9%, +22.5% 성장을 기록할 것으로 전망한다. 스포티지의 판매비중이 높아지며 나타난 제품믹스와 수익성 제고 현상이 하반기 이후로도 지속될 것으로 판단한다.

이미 진행중인 신차효과와 SUV 비중 확대

K7 및 스포티지 등 신차들의 주요 지역 출시가 2 분기부터 본격화됨에 따라 신차효과와 SUV 비중 확대는 지속될 전망이다. 판매호조에 따라 주요 지역의 재고 역시 빠르게 안정화될 것이다. 재고소진을 통한 기대 이상의 실적을 기록할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000 원으로 커버리지 개시

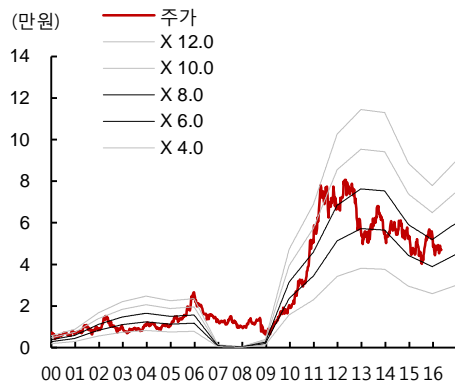
투자의견 매수, 목표주가 60,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 12 개월 선행 기준 EPS 17,349 원에 12 년 이후 평균인 PER 7.0 배를 적용하였다. 하반기부터 본격 가동되는 멕시코공장과 상반기 스포티지(3 월), 하반기 K3 F/L, K2, 니로 등이 투입되는 중국에서의 생산과 판매회복에 따라 추가성장 가능성이 높다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

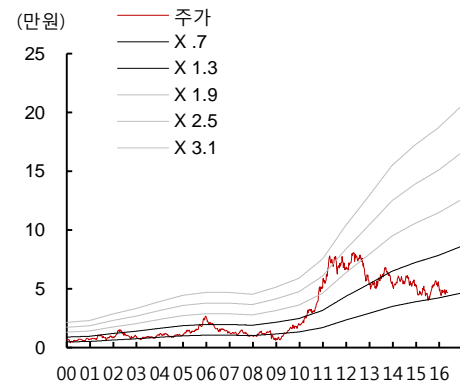
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	475,979	470,970	495,214	537,475	562,638	571,789
yoy	%	0.8	-1.1	5.2	8.5	4.7	1.6
영업이익	억원	31,771	25,725	23,543	27,462	33,261	36,506
yoy	%	-9.8	-19.0	-8.5	16.7	21.1	9.8
EBITDA	억원	43,784	39,098	37,768	46,318	53,062	56,796
세전이익	억원	48,286	38,163	31,003	40,051	49,069	53,682
순이익(지배주주)	억원	38,171	29,936	26,306	32,212	38,115	41,335
영업이익률%	%	6.7	5.5	4.8	5.1	5.9	6.4
EBITDA%	%	9.2	8.3	7.6	8.6	9.4	9.9
순이익률	%	8.0	6.4	5.3	6.0	6.8	7.2
EPS	원	9,416	7,385	6,489	7,947	9,403	10,197
PER	배	6.0	7.1	8.1	5.9	5.0	4.6
PBR	배	1.1	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.6	4.8	5.5	3.7	3.0	2.5
ROE	%	20.6	14.0	11.3	12.7	13.6	13.2
순차입금	억원	-30,141	-26,112	-7,372	-18,187	-32,583	-50,144
부채비율	%	78.6	82.6	90.0	85.6	78.4	70.2

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q(E)	16.3Q(E)	16.4Q(E)	2015	2016E	YoY
생산대수											
기아차	751,080	777,949	660,430	863,059	704,509	804,600	734,400	788,720	3,052,518	3,030,000	-0.7%
국내	410,531	453,931	386,054	474,261	384,387	453,600	403,200	445,632	1,724,777	1,680,000	-2.6%
해외공장	340,549	324,018	274,376	388,798	320,122	351,000	331,200	343,088	1,327,741	1,350,000	1.7%
미국	96,408	96,102	92,860	86,320	94,912	98,800	95,000	91,288	371,690	380,000	2.2%
슬로박	83,500	85,400	80,000	89,100	84,900	88,400	85,000	81,700	338,000	340,000	0.6%
중국	160,641	142,516	101,516	213,378	140,310	163,800	151,200	170,100	618,051	630,000	1.9%
매출액	111,777	124,411	131,109	127,918	126,494	142,671	131,050	137,260	495,214	537,475	8.5%
매출원가	89,998	99,027	105,347	102,166	100,760	112,710	105,495	108,436	396,538	427,401	7.8%
%	80.5	79.6	80.4	79.9	79.7	79.0	80.5	79.0	80.1	79.5	-0.6%p
판매비	16,662	18,877	18,987	20,608	19,397	22,257	19,133	21,824	75,134	82,612	10.0%
%	14.9	15.2	14.5	16.1	15.3	15.6	14.6	15.9	15.2	15.4	0.2%p
영업이익	5,116	6,507	6,775	5,144	6,336	7,704	6,421	7,000	23,543	27,462	16.6%
%	4.6	5.2	5.2	4.0	5.0	5.4	4.9	5.1	4.8	5.1	0.4%p
영업외손익	4,080	3,370	330	-319	4,131	2,715	2,675	3,068	7,460	12,589	68.8%
%	3.6	2.7	0.3	-0.2	3.3	1.9	2.0	2.2	1.5	2.3	0.8%p
세전이익	9,196	9,877	7,105	4,825	10,467	10,420	9,096	10,068	31,003	40,051	29.2%
%	8.2	7.9	5.4	3.8	8.3	7.3	6.9	7.3	6.3	7.5	1.2%p
법인세	164	2,412	1,604	517	1,021	2,501	2,001	2,316	4,697	7,839	66.9%
%	1.8	24.4	22.6	10.7	9.8	24.0	22.0	23.0	15.1	19.6	4.4%p
당기순이익	9,032	7,465	5,501	4,308	9,446	7,919	7,095	7,752	26,306	32,212	22.5%
%	8.1	6.0	4.2	3.4	7.5	5.6	5.4	5.6	5.3	6.0	0.7%p

<그림 1> PER 밴드차트 - 기아차

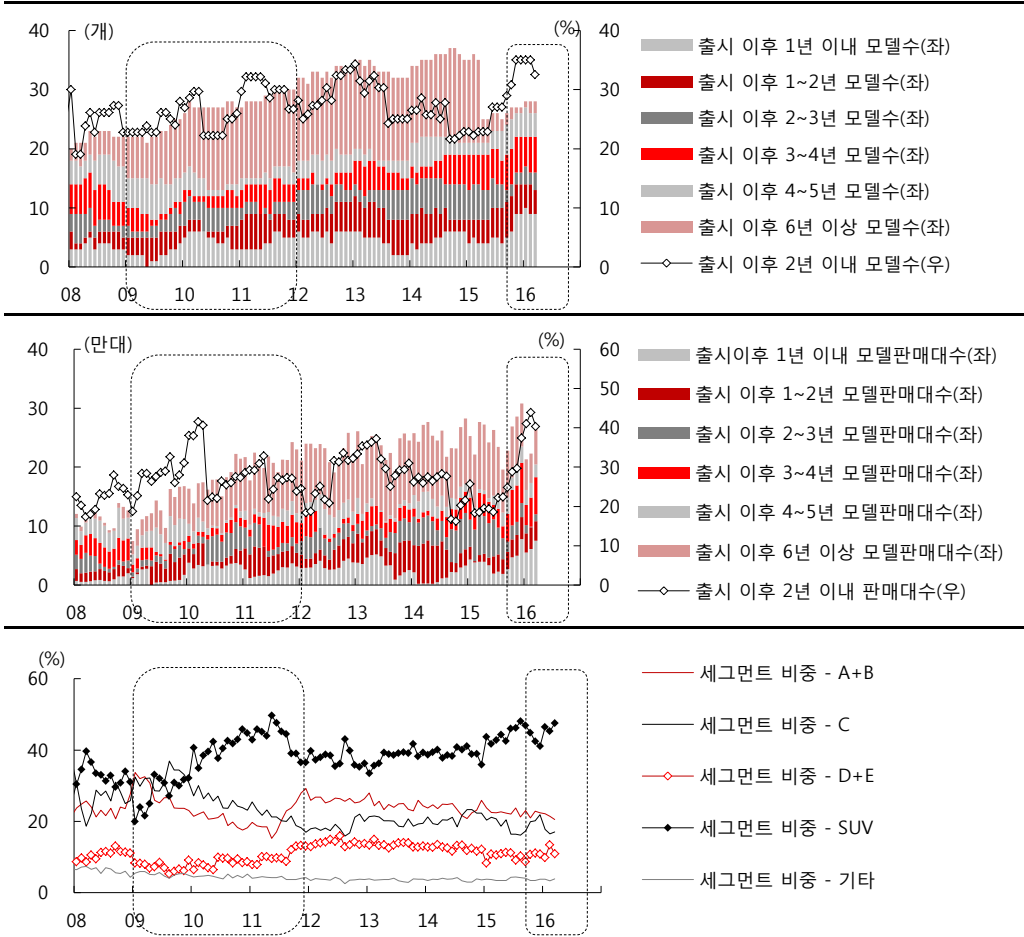


<그림 2> PBR 밴드차트 - 기아차


79

기아차 출시연한에 따른 모델 및 차량판매대수와 세그먼트별 믹스 변화

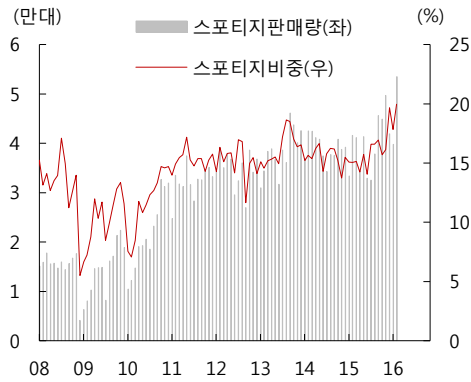
<그림 3> 기아차 - 출시 연한에 따른 모델수, 판매량과 세그먼트 비중 추이, 이미 신차효과는 진행중



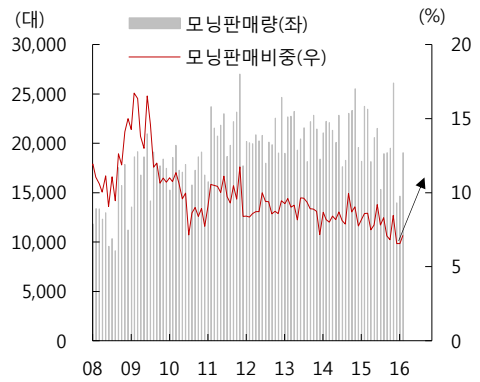
자료 기아차, SK 증권

기아차 주요모델 판매량과 비중 추이

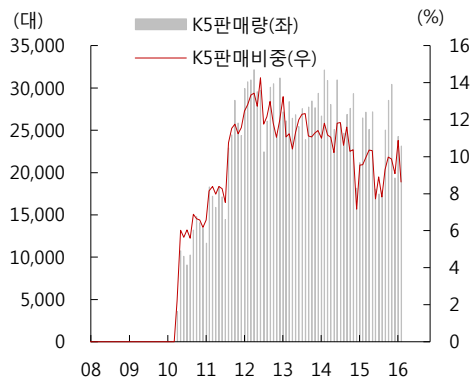
<그림 4> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 스포티지



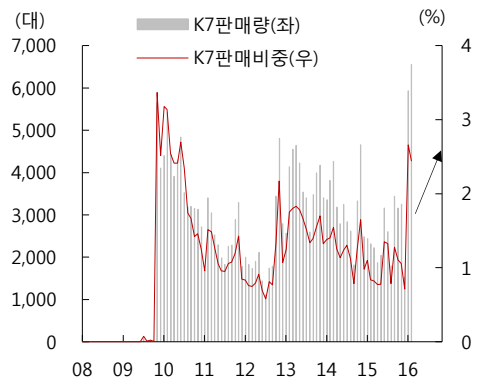
<그림 5> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - 모닝



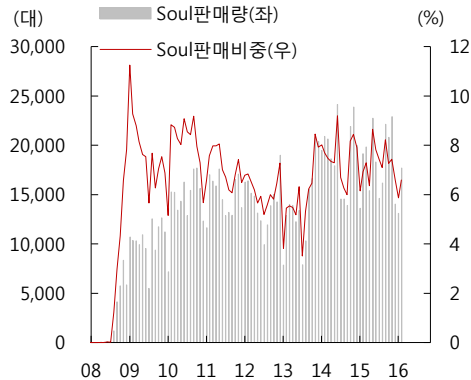
<그림 6> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - K5



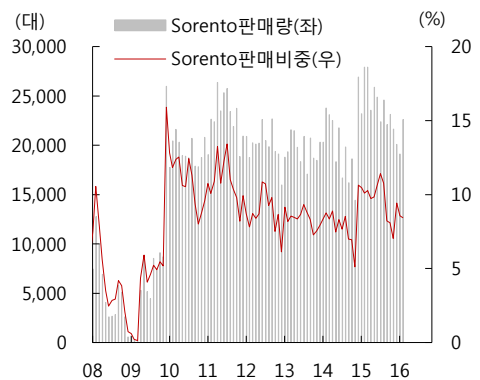
<그림 7> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - K7



<그림 8> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - Soul



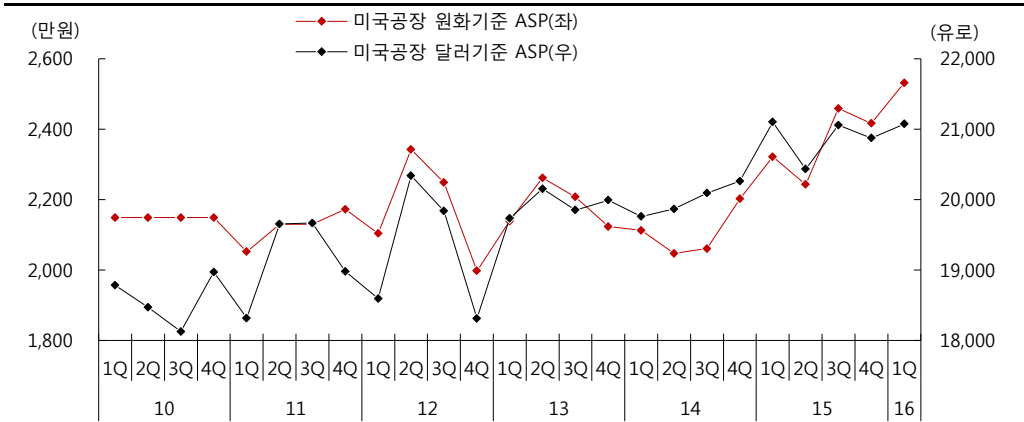
<그림 9> 기아차 주요모델 판매량과 비중 추이 - Sorento



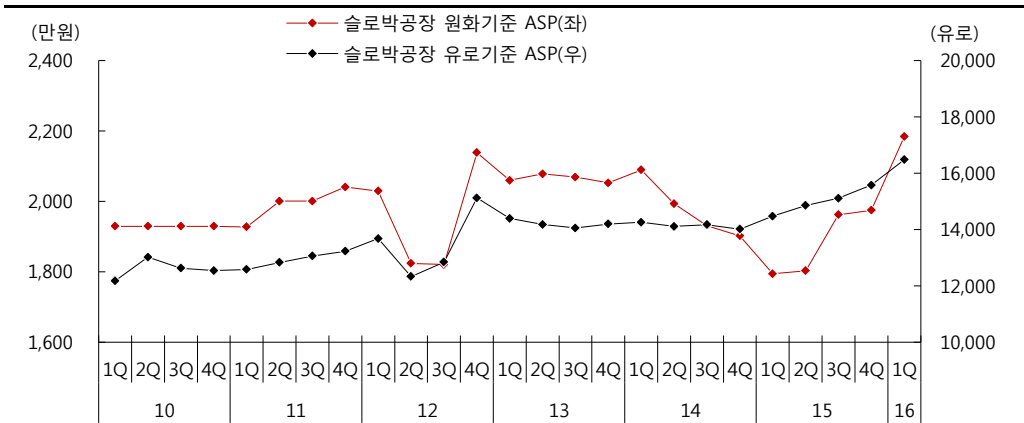
자료: 기아차, SK 증권

지역별 ASP – 신차출시 이후 글로벌 확대와 더불어 ASP 상승은 지속전망

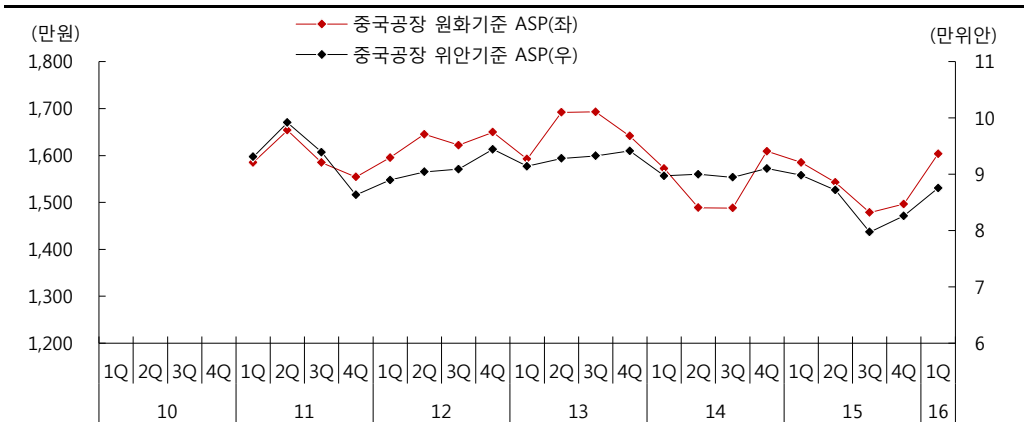
<그림 10> 기아차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 미국



<그림 11> 기아차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 슬로박

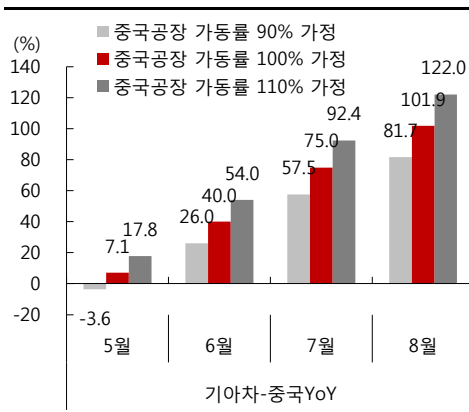


<그림 12> 기아차 공장별 원화 및 현지통화 ASP 추이 – 중국



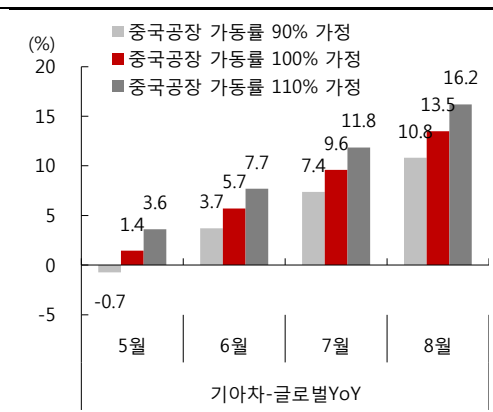
자료: 기아차, SK 증권

<그림 18> 가동률 가정에 따른 중국공장 출하예상 YoY



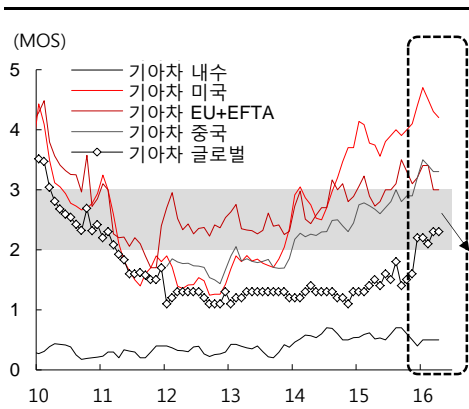
자료 기아차, SK 증권

<그림 19> 가동률 가정에 따른 글로벌 출하예상 YoY



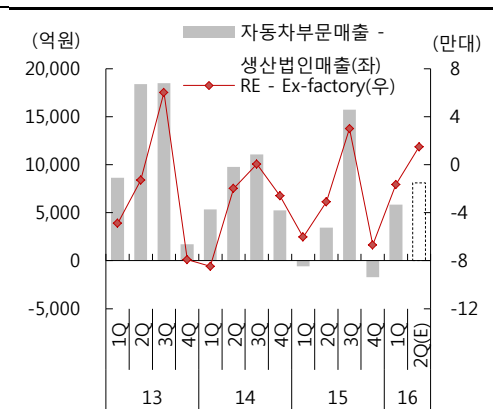
자료 기아차, SK 증권

<그림 20> 기아차 재고 추이



자료 기아차, SK 증권

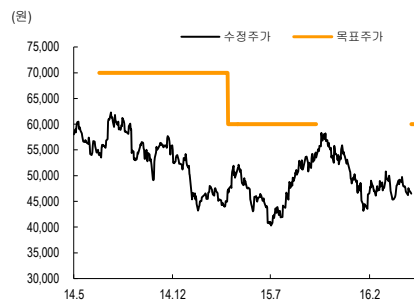
<그림 21> 2 분기에도 재고소진효과는 지속 전망 - 기아차



자료 기아차, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.16	매수	60,000원
2016.05.16	담당자 변경	
2015.10.13	매수	60,000원
2015.07.27	매수	60,000원
2015.07.07	매수	60,000원
2015.04.27	매수	60,000원
2015.04.15	매수	60,000원
2015.01.26	매수	70,000원
2014.10.27	매수	70,000원
2014.07.28	매수	70,000원
2014.07.10	매수	70,000원



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 5월 16일 기준)

매수	96.5%	중립	3.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	134,724	166,554	183,908	196,305	211,412
현금및현금성자산	23,113	24,785	11,049	15,864	24,259
매출채권및기타채권	25,410	29,336	30,855	33,897	36,046
재고자산	43,314	60,806	76,953	81,159	85,521
비유동자산	227,097	243,888	275,893	297,797	317,257
장기금융자산	15,471	13,335	8,238	8,238	8,238
유형자산	97,770	101,143	130,421	138,929	142,775
무형자산	17,157	18,888	21,338	22,578	23,536
자산총계	361,820	410,442	459,801	494,102	528,670
유동부채	108,062	119,743	145,795	154,477	156,499
단기금융부채	16,410	18,164	27,855	25,855	21,855
매입채무 및 기타채무	69,563	78,475	85,390	93,295	97,663
단기충당부채	6,180	6,677	6,985	7,581	7,936
비유동부채	51,210	65,860	71,966	73,384	75,807
장기금융부채	16,995	28,877	35,323	31,323	29,323
장기매입채무 및 기타채무	50	20	21	21	21
장기충당부채	16,371	16,328	19,515	21,636	23,762
부채총계	159,272	185,603	217,761	227,861	232,306
지배주주지분	202,548	224,839	242,040	266,241	296,364
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
자본잉여금	17,361	17,361	17,361	17,361	17,361
기타자본구성요소	-244	-889	-2,368	-2,368	-2,368
자기주식	-244	-889	-2,351	-2,351	-2,351
이익잉여금	163,018	188,157	210,391	238,193	271,918
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	202,548	224,839	242,040	266,241	296,364
부채와자본총계	361,820	410,442	459,801	494,102	528,670

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	42,636	17,546	30,007	43,548	43,391
당기순이익(손실)	38,171	29,936	26,306	32,212	38,115
비현금성항목등	19,453	22,397	27,725	14,106	14,947
유형자산감가상각비	8,391	9,280	9,693	13,492	14,155
무형자산상각비	3,623	4,092	4,532	5,364	5,647
기타	11,657	13,708	17,152	-322	-1,463
운전자본감소(증가)	-7,110	-25,539	-18,361	5,068	1,283
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,516	-3,850	-1,926	-3,042	-2,150
재고자산감소(증가)	-808	-18,149	-15,798	-4,205	-4,362
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,097	7,404	6,676	7,905	4,368
기타	-6,883	-10,944	-7,313	4,410	3,427
법인세납부	-7,877	-9,248	-5,663	-7,839	-10,954
투자활동현금흐름	-28,946	-22,835	-51,201	-26,634	-22,354
금융자산감소(증가)	-19,036	-6,512	-10,876	0	0
유형자산감소(증가)	-10,347	-13,883	-38,400	-22,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-5,509	-5,894	-6,605	-6,605	-6,605
기타	5,946	3,454	4,680	1,970	2,251
재무활동현금흐름	-8,976	8,958	7,872	-12,099	-12,641
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	-2,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	-5,271	13,380	14,561	-4,000	-2,000
자본의증가(감소)	0	-645	-1,462	0	0
배당금의 지급	-2,632	-2,835	-4,041	-4,410	-4,390
기타	-1,073	-942	-1,187	-1,689	-2,251
현금의 증가(감소)	4,080	1,672	-13,735	4,814	8,396
기초현금	19,033	23,113	24,785	11,049	15,864
기말현금	23,113	24,785	11,049	15,864	24,259
FCF	25,177	987	-9,282	17,292	22,312

자료 : 기아차, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	475,979	470,970	495,214	537,475	562,638
매출원가	375,119	377,541	396,538	427,401	441,488
매출총이익	100,860	93,429	98,677	110,074	121,150
매출총이익률 (%)	21.2	19.8	19.9	20.5	21.5
판매비와관리비	69,089	67,704	75,134	82,612	87,889
영업이익	31,771	25,725	23,543	27,462	33,261
영업이익률 (%)	6.7	5.5	4.8	5.1	5.9
비영업손익	16,515	12,438	7,460	12,589	15,808
순금융비용	-830	-1,493	-849	-282	0
외환관련손익	-2	-3,282	-1,516	141	0
관계기업투자등 관련손익	13,196	13,942	8,949	11,844	14,345
세전계속사업이익	48,286	38,163	31,003	40,051	49,069
세전계속사업이익률 (%)	10.1	8.1	6.3	7.5	8.7
계속사업법인세	10,115	8,227	4,697	7,839	10,954
계속사업이익	38,171	29,936	26,306	32,212	38,115
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38,171	29,936	26,306	32,212	38,115
순이익률 (%)	8.0	6.4	5.3	6.0	6.8
지배주주	38,171	29,936	26,306	32,212	38,115
지배주주귀속 순이익률(%)	8.02	6.36	5.31	5.99	6.77
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36,700	25,771	22,704	28,611	34,513
지배주주	36,700	25,771	22,704	28,611	34,513
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	43,784	39,098	37,768	46,318	53,062

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	0.8	-1.1	5.2	8.5	4.7
영업이익	-9.8	-19.0	-8.5	16.7	21.1
세전계속사업이익	-6.5	-21.0	-18.8	29.2	22.5
EBITDA	-4.5	-10.7	-3.4	22.6	14.6
EPS(계속사업)	-1.3	-21.6	-12.1	22.5	18.3
수익성 (%)					
ROE	20.6	14.0	11.3	12.7	13.6
ROA	11.1	7.8	6.1	6.8	7.5
EBITDA마진	9.2	8.3	7.6	8.6	9.4
안정성 (%)					
유동비율	124.7	139.1	126.1	127.1	135.1
부채비율	78.6	82.6	90.0	85.6	78.4
순차입금/자기자본	-14.9	-11.6	-3.1	-6.8	-11.0
EBITDA/이자비용(배)	48.8	68.3	42.4	27.4	23.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,416	7,385	6,489	7,947	9,403
BPS	49,967	55,466	59,709	65,679	73,111
CFPS	12,380	10,684	9,999	12,598	14,287
주당 현금배당금	700	1,000	1,100	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.3	8.4	9.0	6.4	5.4
PER(최저)	5.2	6.7	6.2	5.4	4.6
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7
PBR(최저)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
PCR	4.5	4.9	5.3	3.7	3.3
EV/EBITDA(최고)	5.7	5.9	6.1	4.1	3.3
EV/EBITDA(최저)	3.9	4.5	4.2	3.4	2.7

현대모비스(012330/KS)

미래를 준비하는 시기, 때를 기다리다

매수(신규편입)

T.P 290,000 원(신규편입)

Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

자본금	4,911 억원
발행주식수	9,735 만주
자사주	278 만주
액면가	5,000 원
시가총액	251,634 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외3)	30.16%
국민연금공단	7.01%
외국인지분율	50.50%
배당수익률	140%

Stock Data

주가(16/05/16)	258,500 원
KOSPI	1966.99 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	271,000 원
52주 최저가	185,500 원
60일 평균 거래대금	387 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	10.3%
6개월	4.4%	4.8%
12개월	10.0%	18.2%

투자자의견 매수, 목표주가 290,000 원으로 커버리지를 개시한다

동사는 자율주행과 편의장치를 통한 스마트카화, 그리고 친환경차에 대한 기술개발을 진행하며 미래를 준비하고 있다.

16년 기준 매출액 37.9 조원, 영업이익 3 조 146 억원(opm 8.0%)으로 추정하며 15년 대비 각각 +6.2%, +2.3% 성장을 기록할 것으로 전망한다.

16년 기준 예상 매출액 37.9 조원, 영업이익 3 조 146 억원(opm8.0%)

16년 기준 매출액 37.9 조원, 영업이익 3 조 146 억원, 지배주주순이익 3 조 2,024 억원으로 추정하며 15년 대비 각각 +6.2%, +2.3%, +4.5% 성장을 기록할 것으로 전망한다. 1분기 완성차그룹의 출하량 감소에도 불구하고, 제품믹스개선과 AS 사업부의 호실적을 통해 사업안정성이 확인됐다.

미래를 준비하는 시기, 때를 기다리다

당사는 현재 자율주행과 편의장치를 통한 스마트카화, 그리고 친환경차에 대한 기술개발을 진행 중이다. 특히 자율주행부분은 최근 글로벌 상위사와의 기술 격차를 줄이고 있는데, 앞으로도 해외핵심인재 및 연구인력을 확보를 통해 기업과 그룹의 미래를 준비할 전망이다. 다만 증가하는 핵심부품 비중과 맞물려, 개발비용에 대한 부담이 높아지고 있다. 산업의 변화에 맞춰 준비한 기술력을 발휘할 수 있는 때를 기다린다.

투자자의견 매수, 목표주가 290,000 원으로 커버리지 개시

투자자의견 매수, 목표주가 290,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 12개월 선행 기준 EPS 69,055 원에 12년 이후 평균인 PER 8.5 배를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	341,986	351,266	360,197	379,056	403,503	424,525
yoy	%	11.1	2.7	2.5	5.2	6.5	5.2
영업이익	억원	29,244	31,412	29,346	30,146	34,651	37,459
yoy	%	0.6	7.4	-6.6	2.7	15.0	8.1
EBITDA	억원	34,863	36,382	34,760	39,246	45,555	49,566
세전이익	억원	45,345	46,590	42,127	43,557	47,569	51,056
순이익(지배주주)	억원	34,215	34,224	30,554	32,024	35,200	37,780
영업이익률%	%	8.6	8.9	8.2	8.0	8.6	8.8
EBITDA%	%	10.2	10.4	9.7	10.4	11.3	11.7
순이익률	%	9.9	9.7	8.4	8.5	8.8	9.0
EPS	원	35,140	36,037	31,813	32,896	36,159	38,809
PER	배	8.4	6.6	7.8	7.7	7.0	6.5
PBR	배	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.0	4.8	5.9	5.3	4.4	3.7
ROE	%	18.5	15.8	12.5	11.9	11.7	11.2
순차입금	억원	-43,223	-56,001	-35,076	-38,892	-48,795	-65,214
부채비율	%	70.5	68.0	47.1	43.6	39.5	35.6

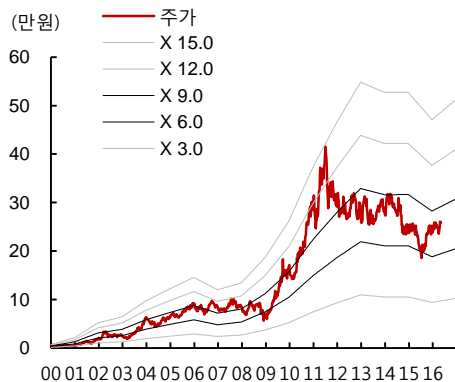
<표 1> 현대모비스 실적전망

(단위: 억원)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q(E)	16.3Q(E)	16.4Q(E)	2015	2016E	YoY
매출액	87,475	84,823	84,811	99,888	93,395	95,396	90,771	99,494	356,998	379,056	6.2%
모듈	72,148	72,151	68,887	83,969	76,770	79,683	74,688	83,416	297,155	314,557	5.9%
부품	15,327	15,872	15,924	15,919	16,625	15,713	16,083	16,078	63,042	64,500	2.3%
매출원가	75,350	72,803	72,341	85,222	80,415	81,877	77,425	84,886	305,716	324,603	6.2%
%	86.1	85.8	85.3	85.3	86.1	85.8	85.3	85.3	85.6	85.6	0.0%p
판관비	5,097	5,143	5,768	5,994	5,796	5,868	6,171	6,473	22,003	24,307	10.5%
%	5.8	6.1	6.8	6.0	6.2	6.2	6.8	6.5	6.2	6.4	0.2%p
영업이익	7,028	7,074	6,702	8,672	7,184	7,651	7,175	8,136	29,475	30,146	2.3%
%	8.0	8.3	7.9	8.7	7.7	8.0	7.9	8.2	8.3	8.0	-0.3%p
모듈	4,119	3,526	3,139	5,186	3,458	4,383	3,958	4,755	15,970	16,554	3.7%
%	5.7	4.9	4.6	6.2	4.5	5.5	5.3	5.7	5.4	5.3	-0.1%p
부품	2,909	3,418	3,563	3,486	3,726	3,268	3,217	3,381	13,376	13,592	1.6%
%	19.0	21.5	22.4	21.9	22.4	20.8	20.0	21.0	21.2	21.1	-0.1%p
세전이익	10,995	11,371	8,107	11,654	11,007	10,998	10,363	11,189	42,127	43,557	3.4%
%	12.6	13.4	9.6	11.7	11.8	11.5	11.4	11.2	11.8	11.5	-0.3%p
법인세	3,708	2,790	1,931	3,150	3,055	2,771	2,611	2,820	11,579	11,258	-2.8%
%	33.7	24.5	23.8	27.0	27.8	25.2	25.2	25.2	27.5	25.8	-1.6%p
당기순이익	7,287	8,581	6,176	8,504	7,952	8,226	7,751	8,370	30,548	32,299	5.7%
%	8.3	10.1	7.3	8.5	8.5	8.6	8.5	8.4	8.6	8.5	0.0%p
지배주주	7,278	8,624	6,191	8,548	7,931	8,140	7,670	8,282	30,641	32,024	4.5%
%	8.3	10.2	7.3	8.6	8.5	8.5	8.5	8.3	8.6	8.4	-0.1%p

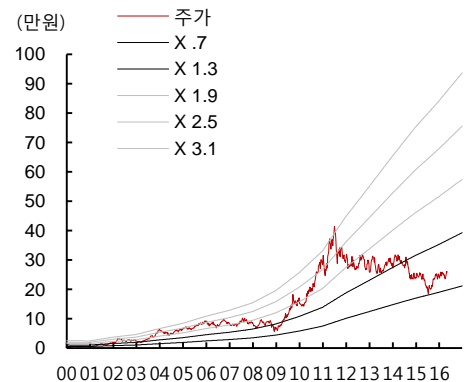
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 현대모비스



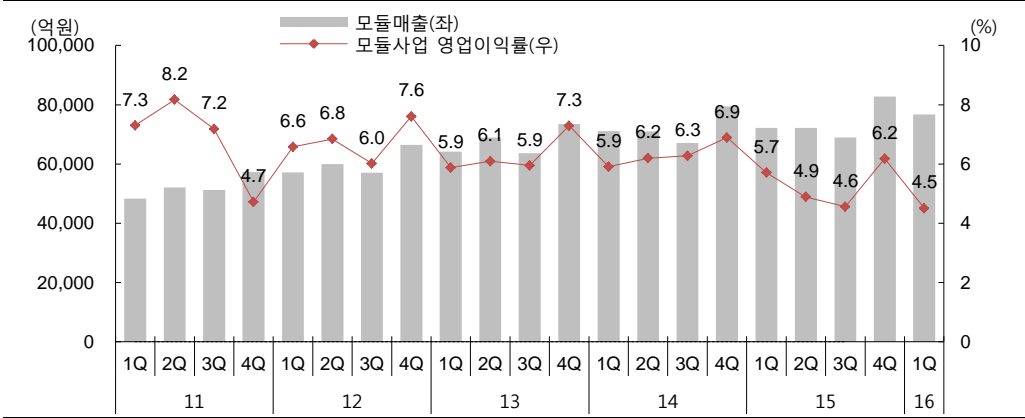
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 현대모비스



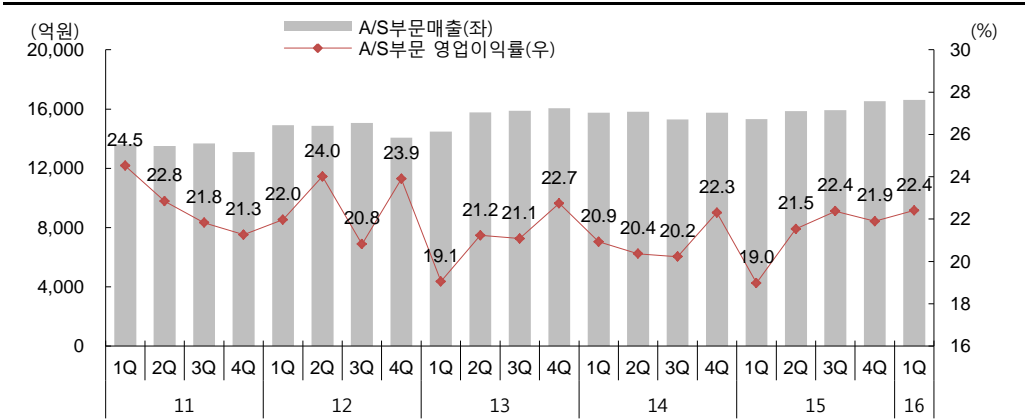
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 3> 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이 - 모듈부문



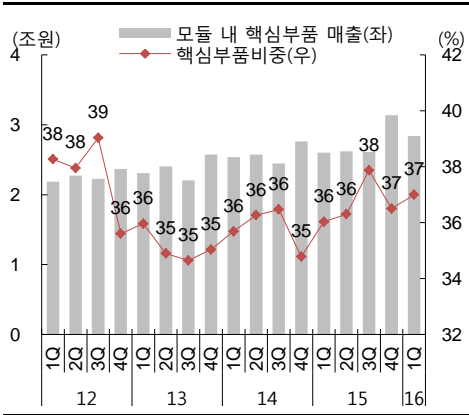
자료: 현대모비스 SK 증권

<그림 4> 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이 - 부품부문



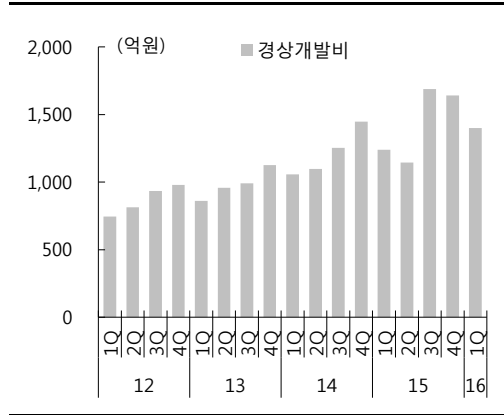
자료: 현대모비스 SK 증권

<그림 5> 모듈 내 핵심부품 매출 추이



자료: 현대모비스 SK 증권

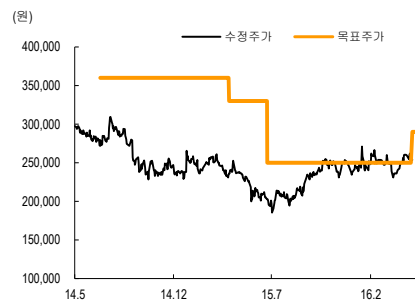
<그림 6> 경량개발비 추이



자료: 현대모비스 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.16	매수	290,000원
2016.05.16	담당자 변경	
2015.07.27	매수	250,000원
2015.07.07	매수	250,000원
2015.04.29	매수	330,000원
2015.04.27	매수	330,000원
2015.04.15	매수	330,000원
2015.01.26	매수	360,000원
2014.10.27	매수	360,000원
2014.07.28	매수	360,000원
2014.07.10	매수	360,000원



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 5월 16일 기준)

매수	96.45%	중립	3.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	155,722	177,215	159,248	166,402	180,670
현금및현금성자산	24,758	29,114	24,979	27,794	34,697
매출채권및기타채권	56,283	61,168	63,434	66,755	71,060
재고자산	23,141	23,909	25,623	26,534	29,456
비유동자산	188,581	213,904	218,500	242,916	265,880
장기금융자산	29,859	38,281	523	523	523
유형자산	38,874	44,349	79,467	90,966	100,651
무형자산	9,790	9,673	9,310	9,250	9,201
자산총계	344,303	391,119	377,748	409,318	446,550
유동부채	73,341	80,582	82,906	85,216	87,506
단기금융부채	17,278	17,690	19,695	18,695	16,695
매입채무 및 기타채무	47,384	52,620	53,791	56,608	60,259
단기충당부채	1,147	1,411	1,902	2,002	2,131
비유동부채	69,031	77,677	38,080	38,992	39,003
장기금융부채	13,350	15,946	13,392	13,392	12,392
장기매입채무 및 기타채무	43	58	0	0	0
장기충당부채	784	889	891	985	1,062
부채총계	142,371	158,258	120,986	124,207	126,509
지배주주지분	200,996	231,627	256,218	284,307	318,882
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,840	13,836	13,927	13,927	13,927
기타자본구성요소	-1,424	-1,424	-3,776	-3,776	-3,776
자기주식	-1,217	-1,217	-3,564	-3,564	-3,564
이익잉여금	189,169	220,275	248,119	276,833	312,032
비지배주주지분	936	1,234	545	804	1,158
자본총계	201,932	232,861	256,762	285,111	320,040
부채와자본총계	344,303	391,119	377,748	409,318	446,550

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	15,350	22,988	30,931	27,020	30,531
당기순이익(손실)	33,964	33,925	30,400	32,299	35,570
비현금성항목등	4,582	6,348	12,468	6,947	9,984
유형자산감가상각비	4,033	4,357	4,750	8,501	10,316
무형자산상각비	1,586	612	664	599	588
기타	5,346	5,972	10,403	443	202
운전자본감소(증가)	-13,815	-8,780	-2,125	-969	-3,025
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,668	-4,604	-1,777	-3,321	-4,305
재고자산감소(증가)	-3,897	-1,455	-2,095	-911	-2,922
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,877	4,160	-1,595	2,816	3,651
기타	-8,127	-6,882	3,343	447	551
법인세납부	-9,382	-8,505	-9,813	-11,258	-11,999
투자활동현금흐름	-20,162	-16,000	-36,480	-18,583	-18,925
금융자산감소(증가)	-15,896	-10,634	10,940	0	0
유형자산감소(증가)	-6,434	-10,468	-40,472	-20,000	-20,000
무형자산감소(증가)	-472	-380	-539	-539	-539
기타	2,640	5,481	-6,409	1,957	1,614
재무활동현금흐름	1,641	-2,611	1,279	-5,622	-4,703
단기금융부채증가(감소)	-3,062	-2,475	-4,265	-1,000	-2,000
장기금융부채증가(감소)	6,986	1,790	9,104	0	-1,000
자본의증가(감소)	0	-41	-2,347	0	0
배당금의 지급	-1,848	-1,896	-2,923	-3,310	0
기타	-435	12	1,710	-1,312	-1,703
현금의 증가(감소)	-3,204	4,356	-4,136	2,816	6,903
기초현금	27,962	24,758	29,114	24,979	27,794
기말현금	24,758	29,114	24,979	27,794	34,697
FCF	18,161	22,223	-55,176	9,958	13,250

자료 : 현대모비스 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	341,986	351,266	360,197	379,056	403,503
매출원가	293,856	300,034	308,719	324,603	345,106
매출총이익	48,129	51,232	51,478	54,453	58,396
매출총이익률 (%)	14.1	14.6	14.3	14.4	14.5
판매비와관리비	18,885	19,820	22,133	24,307	23,745
영업이익	29,244	31,412	29,346	30,146	34,651
영업이익률 (%)	8.6	8.9	8.2	8.0	8.6
비영업손익	16,101	15,178	12,781	13,411	12,918
순금융비용	-1,187	-1,628	-1,002	-645	89
외환관련손익	-601	-1,544	-1,866	322	-44
관계기업투자등 관련손익	15,607	14,410	13,043	12,887	13,253
세전계속사업이익	45,345	46,590	42,127	43,557	47,569
세전계속사업이익률 (%)	13.3	13.3	11.7	11.5	11.8
계속사업법인세	11,381	11,807	11,311	11,258	11,999
계속사업이익	33,964	34,783	30,815	32,299	35,570
중단사업이익	0	-857	-415	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	33,964	33,925	30,400	32,299	35,570
순이익률 (%)	9.9	9.7	8.4	8.5	8.8
지배주주	34,215	34,224	30,554	32,024	35,200
지배주주귀속 순이익률(%)	10	9.74	8.48	8.45	8.72
비지배주주	-251	-299	-154	275	371
총포괄이익	33,383	32,467	29,760	31,658	34,930
지배주주	33,768	32,540	29,930	31,399	34,575
비지배주주	-385	-73	-170	259	354
EBITDA	34,863	36,382	34,760	39,246	45,555

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	11.1	2.7	2.5	5.2	6.5
영업이익	0.6	7.4	-6.6	2.7	15.0
세전계속사업이익	-1.6	2.7	-9.6	3.4	9.2
EBITDA	3.6	4.4	-4.5	12.9	16.1
EPS(계속사업)	-3.9	2.6	-11.7	3.4	9.9
수익성 (%)					
ROE	18.5	15.8	12.5	11.9	11.7
ROA	10.5	9.2	7.9	8.2	8.3
EBITDA마진	10.2	10.4	9.7	10.4	11.3
안정성 (%)					
유동비율	212.3	219.9	192.1	195.3	206.5
부채비율	70.5	68.0	47.1	43.6	39.5
순차입금/자기자본	-21.4	-24.1	-13.7	-13.6	-15.3
EBITDA/이자비용(배)	93.3	110.5	102.1	29.9	26.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	35,140	36,037	31,813	32,896	36,159
BPS	206,427	237,937	263,198	292,053	327,570
CFPS	40,910	40,261	36,948	42,245	47,359
주당 현금배당금	1,950	3,000	3,500	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	8.9	8.4	8.2	7.5
PER(최저)	7.0	6.3	5.8	7.0	6.4
PBR(최고)	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.2	1.0	0.7	0.8	0.7
PCR	7.2	5.9	6.7	6.0	5.4
EV/EBITDA(최고)	7.6	7.1	6.5	5.8	4.8
EV/EBITDA(최저)	5.7	4.6	4.2	4.8	3.9

현대위아(011210/KS)

악재의 마무리, 밸류에이션 정상화를 기대

매수(신규편입)

T.P 130,000 원(신규편입)

Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

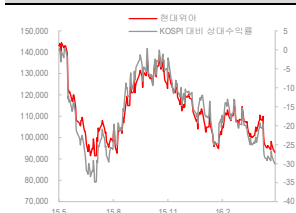
Company Data

자본금	1,360 억원
발행주식수	2,720 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,699 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외2)	40.73%
국민연금공단	9.97%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/05/16)	94,500 원
KOSPI	1966.99 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	149,000 원
52주 최저가	91,500 원
60일 평균 거래대금	151 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-5.8%
6개월	-25.3%	-25.1%
12개월	-37.0%	-32.3%

투자 의견 매수 목표주가 130,000 원으로 커버리지 개시한다.

1 분기 실적 이후 최악의 시기는 끝났다는 판단이다. 2 분기부터의 개선과 17 년 성장을 감안한다면 밸류에이션의 정상화가 진행되어도 좋은 시점이다.

16 년 기준 매출액 7 조 552 억원, 영업이익 3 조 146 억원(opm 8.0%)으로 추정 하며 15 년 대비 각각 +6.2%, +2.3%, 성장을 기록할 것으로 전망한다.

16 년 기준 예상 매출액 7 조 552 억원, 영업이익 4,402 억원(opm 8.0%)

16 년 기준 매출액 7 조 552 억원, 영업이익 3 조 146 억원, 지배주주순이익 3,208 억원으로 추정하며 15 년 대비 각각 +6.2%, +2.3%, +4.5% 성장을 기록할 것으로 전망한다. 1 분기 실적은 완성차그룹 출하감소와 멕시코 공장 투자 관련 내부거래, 신공장(서산/멕시코)의 고정비 부담으로 인해 시장 예상치를 크게 하회하였다.

악재의 마무리, 밸류에이션 정상화를 기대

멕시코 공장 투자관련 내부거래 종료 이후 16 년 2 분기 기계부분의 점진적 개선을 시작으로, 멕시코 및 서산공장 완전 가동과 중국 구매세 인하 이후 17 년 엔진공장 가동률 개선이 예상된다.

투자 의견 매수 목표주가 130,000 원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수 목표주가 130,000 원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 산정은 12 개월 선행 기준 EPS 25,068 원에 12 년 이후 평균인 PER 10.5 배를 적용했다. 최악의 시기는 지나갔다. 과거와 같은 프리미엄을 부가하기는 어렵겠지만, 2 분기부터의 개선과 17 년 성장을 감안한다면 밸류에이션의 정상화가 진행되어도 좋은 시점이다.

영업실적 및 투자지표

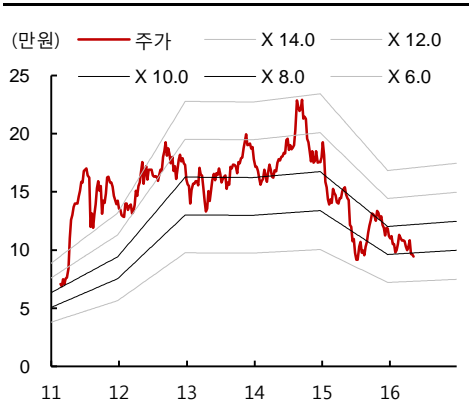
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	70,920	75,956	78,842	78,552	80,876	83,431
yoy	%	1.0	7.1	3.8	-0.4	3.0	3.2
영업이익	억원	5,292	5,256	5,009	4,402	4,724	4,957
yoy	%	-1.9	-0.7	-4.7	-12.1	7.3	4.9
EBITDA	억원	6,559	6,735	6,835	6,683	7,087	7,120
세전이익	억원	5,562	5,858	4,433	4,297	4,749	5,002
순이익(지배주주)	억원	4,175	4,344	3,269	3,208	3,609	3,801
영업이익률%	%	7.5	6.9	6.4	5.6	5.8	5.9
EBITDA%	%	9.3	8.9	8.7	8.5	8.8	8.5
순이익률	%	6.0	5.8	4.2	4.1	4.5	4.6
EPS	원	16,224	16,733	12,020	11,797	13,272	13,978
PER	배	11.7	10.5	9.3	7.9	7.0	6.7
PBR	배	2.2	1.7	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	8.0	7.5	5.0	4.1	3.5	2.8
ROE	%	20.4	17.0	10.9	9.7	9.9	9.4
순차입금	억원	2,648	2,357	3,417	1,912	-863	-5,785
부채비율	%	110.3	108.4	111.3	100.1	90.7	83.8

<표 1> 현대위아 실적전망

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q(E)	16.3Q(E)	16.4Q(E)	2015	2016E	YoY
매출액	19,893	20,036	18,154	20,759	18,387	19,913	19,084	21,168	78,844	78,552	-0.4%
차량부품	16,540	16,962	15,354	18,092	15,250	16,530	15,864	17,968	66,947	65,612	-2.0%
기계	3,354	3,076	2,800	2,667	3,137	3,383	3,220	3,200	11,896	12,941	8.8%
매출원가	17,762	17,858	16,199	18,611	16,767	17,882	17,042	18,818	70,431	70,509	0.1%
%	89.3	89.1	89.2	89.7	91.2	89.8	89.3	88.9	89.3	89.8	0.4%p
판매비	829	851	838	884	820	926	881	1,014	3,402	3,641	7.0%
%	4.2	4.2	4.6	4.3	4.5	4.7	4.6	4.8	4.3	4.6	0.3%p
영업이익	1,302	1,327	1,117	1,264	800	1,105	1,161	1,336	5,009	4,402	-12.1%
%	6.5	6.6	6.2	6.1	4.4	5.5	6.1	6.3	6.4	5.6	-0.8%p
차량부품	1,124	1,151	972	1,150	660	926	984	1,150	4,397	3,719	-15.4%
%	6.8	6.8	6.3	6.4	4.3	5.6	6.2	6.4	6.6	5.7	-0.9%p
기계	178	176	145	113	140	179	177	186	612	682	11.5%
%	5.3	5.7	5.2	4.3	4.5	5.3	5.5	5.8	5.1	5.3	0.1%p
세전이익	1,417	1,572	1,305	140	668	1,101	1,176	1,352	4,433	4,297	-3.1%
%	7.1	7.8	7.2	0.7	3.6	5.5	6.2	6.4	5.6	5.5	-0.2%p
법인세	349	378	332	106	182	275	294	338	1,165	1,089	-6.5%
%	24.6	24.0	25.5	75.6	27.2	25.0	25.0	25.0	26.3	25.3	-0.9%p
당기순이익	1,068	1,194	972	34	487	826	882	1,014	3,269	3,208	-1.9%
%	5.4	6.0	5.4	0.2	2.6	4.1	4.6	4.8	4.1	4.1	-0.1%p

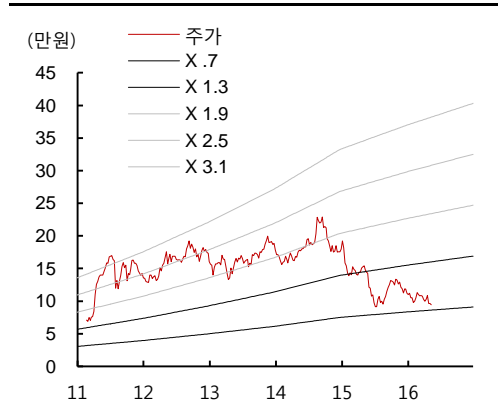
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 현대위아



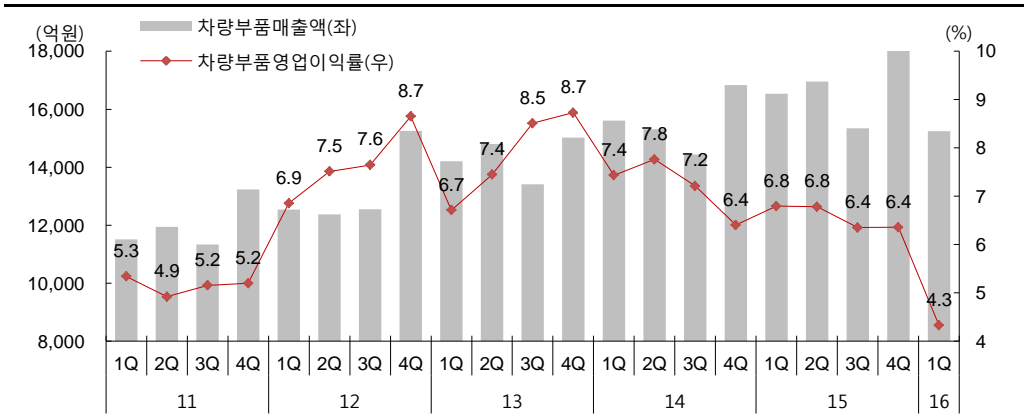
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 현대위아



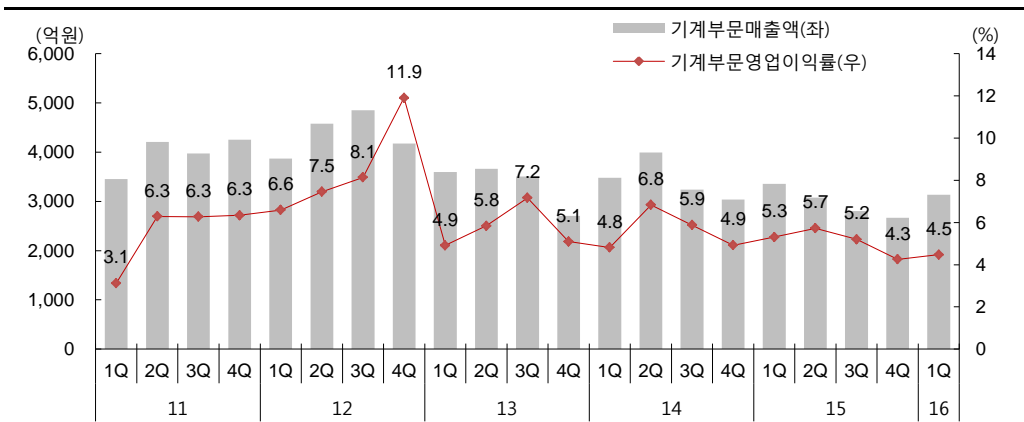
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 3> 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이 - 차량부품



자료: 현대위아, SK 증권

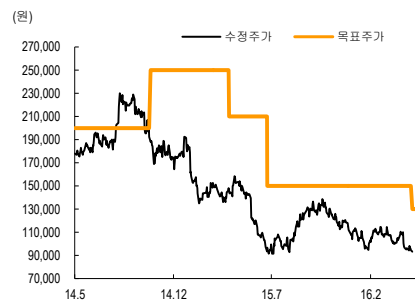
<그림 4> 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이 - 기계부문



자료: 현대위아, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.16	매수	130,000원
2016.05.16	담당자 변경	
2015.10.25	매수	150,000원
2015.07.27	매수	150,000원
2015.07.07	매수	150,000원
2015.04.27	매수	210,000원
2015.04.15	매수	210,000원
2014.10.27	매수	250,000원
2014.10.25	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 5 월 16 일 기준)

매수	96.45%	중립	3.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	27,690	34,527	36,233	37,051	40,029
현금및현금성자산	3,490	4,835	5,845	6,751	9,025
매출채권및기타채권	13,712	17,326	15,693	15,635	16,098
재고자산	6,812	6,733	7,799	7,770	8,000
비유동자산	20,914	24,846	30,598	32,245	33,027
장기금융자산	620	824	845	845	845
유형자산	15,879	19,282	23,228	24,344	24,622
무형자산	1,712	2,256	2,433	2,716	2,958
자산총계	48,605	59,373	66,831	69,296	73,056
유동부채	15,355	18,310	18,431	17,869	18,367
단기금융부채	1,120	1,850	1,555	1,055	1,055
매입채무 및 기타채무	12,940	15,001	14,847	14,793	15,230
단기충당부채	228	191	183	183	188
비유동부채	10,137	12,575	16,768	16,801	16,377
장기금융부채	8,439	10,433	14,227	14,127	13,627
장기매입채무 및 기타채무	10	14	13	13	13
장기충당부채	298	302	1,198	1,286	1,354
부채총계	25,492	30,884	35,199	34,670	34,743
지배주주지분	22,546	28,489	31,632	34,626	38,313
자본금	1,287	1,360	1,360	1,360	1,360
자본잉여금	2,412	5,042	5,042	5,042	5,042
기타자본구성요소	0	-1,168	-1,168	-1,168	-1,168
자기주식	0	-1,168	-1,168	-1,168	-1,168
이익잉여금	18,690	22,781	25,846	28,762	32,371
비지배주주지분	566	0	0	0	0
자본총계	23,113	28,489	31,632	34,626	38,313
부채와자본총계	48,605	59,373	66,831	69,296	73,056

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,771	4,522	6,418	5,685	5,791
당기순이익(손실)	4,250	4,392	3,269	3,208	3,609
비현금성항목등	2,680	2,837	3,638	3,475	3,477
유형자산감가상각비	1,070	1,234	1,472	1,883	1,922
무형자산상각비	197	244	354	398	440
기타	299	348	805	17	17
운전자본감소(증가)	-878	-1,554	790	91	-156
매출채권및기타채권의 감소(증가)	215	-2,720	726	58	-463
재고자산감소(증가)	-216	459	-1,062	29	-230
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,867	1,328	-326	-55	438
기타	989	-620	1,452	59	99
법인세납부	-1,280	-1,154	-1,279	-1,089	-1,140
투자활동현금흐름	-4,776	-4,900	-8,519	-3,498	-2,692
금융자산감소(증가)	-1,315	-1,560	-1,404	0	0
유형자산감소(증가)	-3,037	-2,887	-5,596	-3,000	-2,200
무형자산감소(증가)	-639	-693	-682	-682	-682
기타	215	240	-836	184	190
재무활동현금흐름	-164	1,600	3,070	-1,282	-824
단기금융부채증가(감소)	-1,319	-958	-1,861	-500	0
장기금융부채증가(감소)	1,634	2,991	5,510	-100	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-129	-129	-212	-292	0
기타	-351	-305	-367	-389	-324
현금의 증가(감소)	-159	1,345	1,010	905	2,275
기초현금	3,649	3,490	4,835	5,845	6,751
기말현금	3,490	4,835	5,845	6,751	9,025
FCF	1,566	259	1,284	1,974	2,914

자료 : 현대위아, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	70,920	75,956	78,842	78,552	80,876
매출원가	62,717	67,651	70,431	70,509	72,196
매출총이익	8,203	8,306	8,411	8,043	8,680
매출총이익률 (%)	11.6	10.9	10.7	10.2	10.7
판매비와관리비	2,910	3,049	3,402	3,641	3,956
영업이익	5,292	5,256	5,009	4,402	4,724
영업이익률 (%)	7.5	6.9	6.4	5.6	5.8
비영업손익	270	601	-576	-104	25
순금융비용	165	126	186	205	134
외환관련손익	-159	206	291	-103	-67
관계기업투자등 관련손익	443	492	289	221	243
세전계속사업이익	5,562	5,858	4,433	4,297	4,749
세전계속사업이익률 (%)	7.8	7.7	5.6	5.5	5.9
계속사업법인세	1,312	1,466	1,165	1,089	1,140
계속사업이익	4,250	4,392	3,269	3,208	3,609
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,250	4,392	3,269	3,208	3,609
순이익률 (%)	6.0	5.8	4.2	4.1	4.5
지배주주	4,175	4,344	3,269	3,208	3,609
지배주주귀속 순이익률(%)	5.89	5.72	4.15	4.08	4.46
비지배주주	76	48	0	0	0
총포괄이익	4,420	4,466	3,347	3,286	3,687
지배주주	4,345	4,420	3,347	3,286	3,687
비지배주주	75	46	0	0	0
EBITDA	6,559	6,735	6,835	6,683	7,087

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	1.0	7.1	3.8	-0.4	3.0
영업이익	-1.9	-0.7	-4.7	-12.1	7.3
세전계속사업이익	0.0	5.3	-24.3	-3.1	10.5
EBITDA	0.6	2.7	1.5	-2.2	6.0
EPS(계속사업)	-0.2	3.1	-28.2	-1.9	12.5
수익성 (%)					
ROE	20.4	17.0	10.9	9.7	9.9
ROA	9.0	8.1	5.2	4.7	5.1
EBITDA마진	9.3	8.9	8.7	8.5	8.8
안정성 (%)					
유동비율	180.3	188.6	196.6	207.4	218.0
부채비율	110.3	108.4	111.3	100.1	90.7
순차입금/자기자본	11.5	8.3	10.8	5.5	-2.3
EBITDA/이자비용(배)	19.4	19.5	17.1	17.2	21.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,224	16,733	12,020	11,797	13,272
BPS	87,626	104,757	116,315	127,323	140,881
CFPS	21,146	22,427	18,734	20,187	21,959
주당 현금배당금	500	800	1,100	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.3	13.8	16.0	9.7	8.6
PER(최저)	7.8	9.2	7.6	7.9	7.0
PBR(최고)	2.3	2.2	1.7	0.9	0.8
PBR(최저)	1.5	1.5	0.8	0.7	0.7
PCR	9.0	7.9	6.0	4.6	4.2
EV/EBITDA(최고)	8.3	9.2	8.2	5.0	4.3
EV/EBITDA(최저)	5.5	6.2	4.2	4.1	3.5

memo
