

[자동차]

현대차그룹 신용등급 전망 하향

■ S&P 현대차, 기아차, 모비스 3사의 신용등급 전망 하향

국제 신용평가기관인 S&P(Standard & Poor's)가 현대차, 기아차, 모비스 3사의 신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향했다. 신용등급은 기존 'A-'를 유지했다. '등급 유지(Rating Affirmation)' 는 정기 및 수시평가의 결과, 기존의 신용등급이 변경되지 않았음을 의미하나, 이후 논의될 등급전망(Rating Outlook)이 '부정적'으로 변경될 경우 향후 1-2년내 신용등급이 변경될 가능성이 클 수 있음을 의미한다. 그동안 현대차그룹을 둘러싼 대내외 환경이 비우호적으로 전개되고 있는 상황에서 공신력 있는 국제 신용평가사의 신용등급 전망 하향은 큰 부담요인으로 작용할 수 밖에 없다. 현대차그룹도 이를 심각하게 받아들여 지적인 부분에 대한 구체적인 변화 모색해야 한다. 먼저 S&P가 전망을 하향한 이유를 살펴보자.

S&P는 "①미국과 ②중국 시장에서 경쟁 심화, ③중국 시장 관련 지정학적 불확실성, ④경쟁업체 대비 상대적으로 취약한 모델군, ⑤계속되는 국내 공장의 노사갈등으로 인해 향후 12개월 동안 수익성을 이전 수준으로 회복시키기 쉽지 않을 것"이라고 등급전망 하향의 이유를 밝혔다.

<표 1> S&P 현대차 글로벌 신용등급(전망) 변동

평가일	신용등급	비고
2008-04-14	BBB1-(Stable)	2016-06-01 NICE 신용평가 AAA(안정적)
2009-01-13	BBB-	
2009-04-29	BBB-	
2010-01-27	BBB-	
2010-11-04	BBB(Stable)	2016-09-21 한국기업평가 AAA(안정적) 한국신용평가 AAA(안정적)
2011-06-07	BBB(Positive)	
2012-03-20	BBB+(Stable)	
2014-01-28	BBB+(Positive)	
2015-01-30	A-(Stable)	
2017-09-08	A-(Negative)	

자료: DART, 하이투자증권

Analyst 고태봉

(2122-9214)

coolbong@hi-ib.com

Analyst 강동욱

(2122-9192)

dongwook.kang@hi-ib.com

S&P 신용등급 전망 하향의 이유

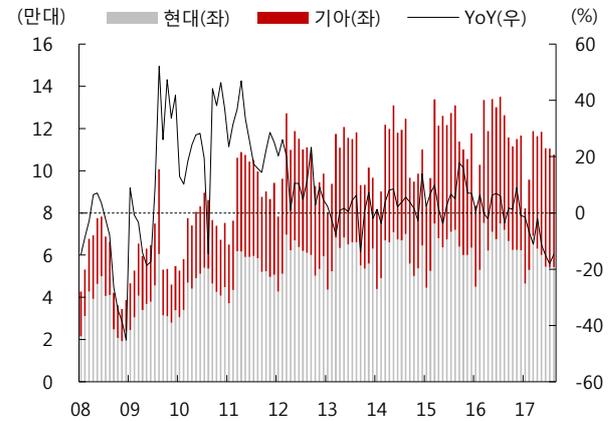
첫째, 미국시장의 어려움은 이미 지속되고 있는 문제다. 2분기 실적은 제품경쟁력의 하락에 따른 인센티브의 큰 폭 상승과 쉐타엔진 리콜로 인한 비용으로 최악의 성적표를 받은 바 있다. 우리도 자료를 통해 내년 상반기까지는 악성재고 부담, 인센티브 부담지속, 금융법인의 어려움이 지속될 수 밖에 없다는 의견을 밝힌 바 있다. B-Seg 코나의 수출, 신형 싼타페 투입 등 SUV 라인업이 갖춰지고, 신차생산으로 인한 알라바마 공장 가동률 정상화, 평균 인센티브 하락, 재고소진, Dealer traffic 증가 등이 이뤄져야 미국영업과 실적이 정상화될 수 있다. 우리 그 시점을 싼타페 투입 이후로 보고 있다.

<그림 1> 미국 인센티브 추이 - 금융위기 이후 최고 수준



자료: Automotive News, 하이투자증권

<그림 2> 현대, 기아차 미국 판매 및 전년동기비 증감 추이



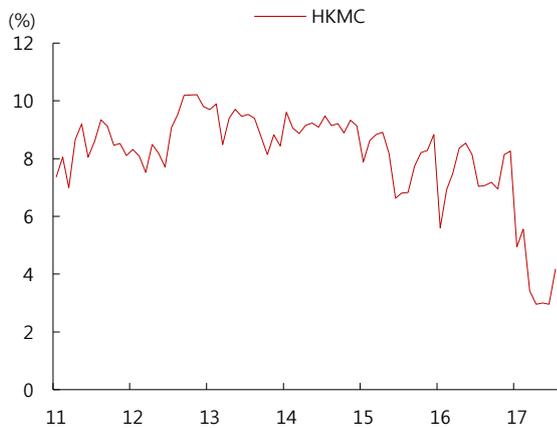
자료: 현대차, 기아차, 하이투자증권

둘째, 중국시장에서 로컬업체의 빠른 추격으로 인한 시장점유율 하락이 진행되고 있음은 이미 15년 이후 주가에 반영되고 있는 상황이다. 특히 저가 SUV에 관한 한 장성, 길리, 장안 등 로컬업체의 가성비가 매우 뛰어나 승부하기에 어려움이 많다. 이는 상하이모터쇼 후기에서도 로컬업체들의 가격경쟁력과 급진적인 모델개선, M&A한 글로벌 부품사들의 기술 흡수, 해외 디자이너 대거 영입, 종합적인 상품성 개선에 대해 언급한 바 있다. NEV(New Energy Vehicle) 정책 이후 친환경차 분야에서도 중국의 성장세가 놀랍다는 의견을 보인 바 있다. 단기적으로는 부분변경 모델, Special edition 등 투입으로 버텨내야겠지만, 중장기적으로는 중국형 특화상품의 확대, 중저가형 SUV 모델 런칭, 중국형 NEV(친환경차) 투입 등이 이뤄져야 한다. 일본의 회복사례에 대한 면밀한 분석도 선행되어야 할 것이다.

셋째, THAAD 이후 급랭된 판매량과 Dealer traffic 급감으로 현대, 기아의 단기 전망이 상당히 어두워졌다. 생산량감소, 가동률 저하는 부품사들의 어려움으로도 확산되고 있다. 중국 파트너의 비협조와 단가인하 압력, 대금결제 지연 등도 문제다. 한-중 갈등으로 인한 소비자들의 이탈도 문제다. 북핵문제가 단기적으로 해결되기 힘들고, 절차적 정당성을 획득하기 이전에 THAAD의 임시배치가 결정되었기

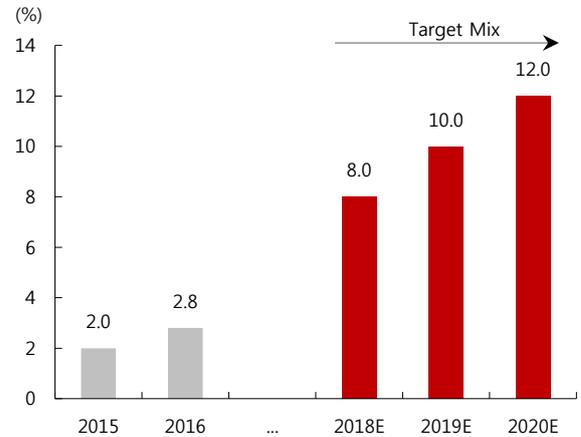
에 중국과의 갈등은 심화될 가능성이 크다. 지정학적 불확실성은 Control 하기 힘든 외생변수다. 이는 예견하기 힘들다는 측면에서 체계적 위험(시장 위험)에 가깝다.

<그림 3> 중국시장 현대, 기아차 시장점유율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 4> 중국 NEV 정책에 따른 전기차 생산 비율 목표

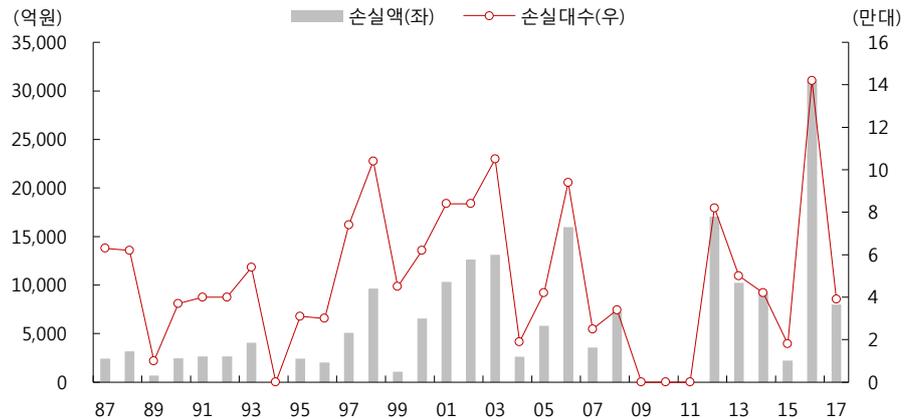


자료: 중국 공신부, 하이투자증권

넷째, 경쟁업체 대비 취약한 상품군은 누누히 강조했던 ‘신차싸이클’ 도래 이전 이기에 가장 취약한 시기일 수 밖에 없다. 상기 문제들이 대부분 경쟁력없는 상품으로 인해 발생된 것들이다. 최근 내수시장에서만 출시된 현대의 코나, G70, 기아의 스텔러, 스톤닉 등이 긍정적 평가를 받고 있고, 곧 수출로 이어진다. 내년부터 본격적인 신차싸이클이 전개되는 만큼 지난 4년간의 부진을 씻어낼 신제품들이 지금 상황을 개선시켜줄 것으로 기대한다. 경량화되고 다운사이징된 신형 엔진과 다단변속기, 터보차저 등 성능향상 부품들이 장착되는 만큼 기존모델 대비 연비개선과 성능개선이 뒤따를 것으로 예상한다. 소비자 구매행동에 가장 큰 영향을 미치는 디자인에 대한 철저한 반성은 현대차그룹도 깊이 인지하고 있는 부분이다. 세계 최고수준의 디자이너를 영입 한 이후 헝사고날 디자인을 비롯, 패밀리룩의 전면 수정도 예고된 바 있다. 가격도 가성비를 높이는 방향으로 결정되고 있다. 우리는 제품 변화에서 현대차그룹의 턴어라운드가 시작될 것으로 기대하고 있는 입장이다.

다섯째, 노사갈등은 더 이상 주주로 지켜보고 있기에 힘들다는 점에서 S&P의 지적에 전적으로 동감한다. 성장기에 노무/인건비가 원가의 10% 수준에서 유지되었기에 급여인상과 노사갈등마저 이해할 수 있었다면, 성장성에 심각한 균열이 발생한 현재까지 지속적 급여인상을 주장하는 것, 과거부문에 대한 정산(통상임금)은 이해할 수 없다. 사측이나 노측의 현안에 대한 긴장감이 전혀 보이지 않는다. 현대차그룹을 바라보는 외부시각에서 노와 사가 별개일 수 없다. 노사가 모두 현대, 기아를 이루는 핵심요소다. 노사협력이나 갈등도 그 회사의 실력일 수 밖에 없다. 수십년간 갈등의 반복, 현안에 대한 인식능력 부재, 갈등비용의 확대 등으로 미뤄볼 때, 현대차그룹의 실력이 이정도 밖에 안되는 것이다. 가장 힘든 시기에 통상임금에 대한 노측의 태도로 봤을 때도 일말의 기대는 사라졌다. 아무리 회사가 힘들어져도 타협과 희생이란 존재하지 않는다. 노사갈등은 늘 예측치 못한 비용을 잉태한다. 그래서 디스카운트 되는 것이다.

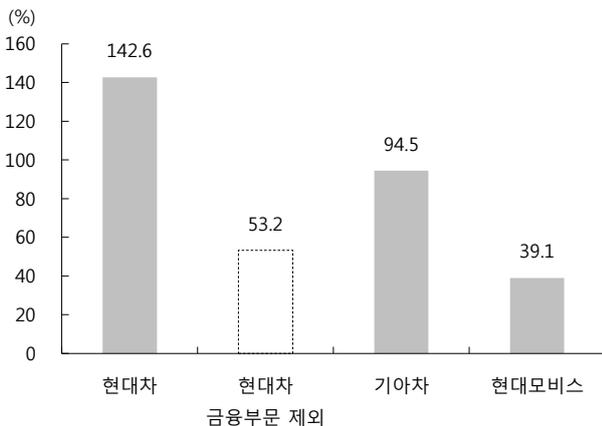
<그림 5> 파업으로 인한 현대차 손실액 및 손실대수 추이 - 1987년 이후 무분규는 4개년뿐



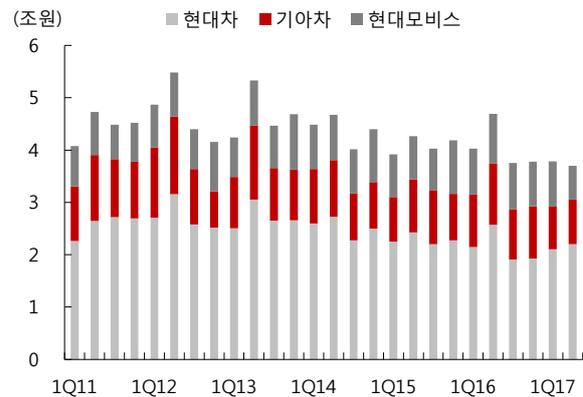
자료: 언론 종합, 하이투자증권

결론적으로 S&P가 지적한 등급전망 하향은 통제불가한 중국과의 지정학적 리스크를 제외하고는 중국, 미국에서 현대차의 경쟁력 개선, SUV 라인업 확충 등 제품력 개선, 노사화합 등 현대차그룹의 자구노력 부족에 따른 경고의 성격이 강하다는 생각이다. 재무현황에서도 3사의 부채비율이나 FCF에서 아직 최악의 국면으로 접어든 상황이 아니기에 개선여지는 충분히 있다고 본다. 타 신용평가사들이 여전히 기존전망을 유지하고 있는 것도, S&P 역시도 올해 현대차와 기아차의 합산 상각전영업이익(EBITDA) 마진과 영업현금흐름은 전년동기비 악화되었지만 18년부터는 완만한 회복으로 전망하고 있다는 점에서 큰 문제가 없음을 알 수 있다. 3사가 지닌 현금성 자산도 충분하다는 점, 부채비율도 금융계열사를 제외할 경우 낮다는 점에서 재무리스크는 제한적이다.

<그림 6> 17년 2분기 기준 현대차그룹 3사 부채비율 - 아직 최악의 국면은 아니기에 개선의 여지는 충분히 있음



<그림 7> 현대차그룹 3사 EBITDA 추이 - 과거 대비 좋지 않은 수준이지만 여전히 큰 규모



주: 현대차 금융부문 제외는 현대차에서 현대카드, 현대캐피탈 HCA(현대캐피탈아메리카)를 제외하여 산정
자료: Bloomberg, 하이투자증권

자료: Bloomberg, 하이투자증권

하지만 앞으로 신규투자과 연구개발비 지출, 삼성동 GBC 건설비 및 기부금 납입 등 지출해야 할 곳이 많다. S&P의 경고대로 영업사이드에서 충분한 개선을 보여주지 못한다면 1-2년내 신용등급 하향, 조달금리 상승 등의 악순환 사이클로 접어들 수 있음을 인식해야 한다. 통제불가능 변수인 중국과의 갈등심화시 Supplier 로부터의 Risk 확대도 염두에 뒤야한다. 중국에서의 마진압박은 타 해외공장에서의 원가율 조정 가능성을 의미하기 때문이다. 전반적인 글로벌 원가상승의 시발점이 될 수도 있다.

결국 지난 하반기 전망에서 강조했듯, 신차싸이클과 신흥시장의 개선여부에 현대차그룹의 턴어라운드가 달려있다. 경쟁력있는 신차는 내수, 수출에서 변화를 이끌고, 미국과 중국에서의 턴어라운드를 만들어낼 유일한 무기다. S&P의 경고를 절대 흘려들어선 안된다.

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고태봉, 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-