



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

미국 철강관세 인상, 과연 영향이 제한적일까

1) 미국 철강업체 경쟁력과 수익성 강화라는 관세인상의 목적과 2)과거 수준까지 회복한 가동률, 3)여전히 높은 수입비중과 4)반제품 수입관세로 인한 원가 상승은 미국 내수가격 상승요인으로 글로벌 자동차업체에 원가부담 요인으로 작용할 전망. 한국 자동차의 우려 요인은 관세부가로 인한 원가부담과 경쟁심화보다는 주로 추가적인 무역제재 여부. 미국 내 정치적 불확실성이 주가에 추가 부담요인으로 작용할 수 있다는 점에 유의할 필요

미국 철강관세 인상 - 현지법인 수익성에는 부정적

- 관세 인상에 따라 현지생산법인의 판매류 등의 수입 부담 증가 요인 발생
- 매출액 대비 철강재의 비중을 8%, 한국에서의 조달 비중을 50%, 현지 내수 가격의 변화는 없다고 가정, 원가부담은 매출액 대비 1% 내외로 증가할 것으로 추정됨
- 매출 대비 부담은 낮아보이나, 13년 이후로 낮아진 현지 생산법인의 수익성을 고려할 때 1% 내외의 원가부담 상승은 부정적

한국업체만 피해인가? No, 원가부담은 모두에게 해당

- 관세 인상으로 인한 수입가격 상승과 함께 미국 내수가격에 대한 고민 필요
- 1) 미국 철강업체 경쟁력과 수익성 강화라는 관세인상의 목적과 2)과거 수준까지 회복한 미국 철강가동률, 3)여전히 높은 수입비중과 4)반제품 수입관세로 인한 원가 상승은 미국 내수가격 상승요인
- 철강관세 부과는 정도의 차이는 존재하지만 자동차 업체 모두에게 원가부담 요인으로 작용할 전망
- 미국 현지생산에서의 원가부담 상승이 가격전가로 이어질 수 있다면 큰 문제는 없겠지만, 1)09년 이후 지속적인 회복으로 인해 17년에 이어 18년에도 산업수요의 증가를 기대하기는 어려운 환경, 2)높아진 재고와 3)인센티브 수준, 그로 인한 4)경쟁심화 가능성을 감안하면 단일차종의 가격인상 가능성은 낮다는 판단

한국자동차, 우려요인은 원가부담보다 무역제재 확대 가능성

- 한국 자동차 업체의 우려는 관세부가로 인한 원가부담과 경쟁심화보다는 추가적인 무역제재 확대 가능성임
- 중간선거를 앞두고 있는 상황에서 최종결과를 예측하기 힘든 경합 주에 자동차 산업 근로자가 많이 종사하고 있다는 점을 고려하면, 미국의 보호무역주의 정책은 앞으로도 정치적인 목적으로 사용될 가능성이 높기 때문
- 중국/미국에서의 기저효과, 신차 출시를 통한 수익성 개선 등 시간이 경과함에 따른 본업에서의 개선요인은 존재하지만, 회복이 가시화되기 전까지 미국내 정치적 이슈로 인한 불확실성이 주가에 부담요인으로 작용할 수 있다는 점에 유의할 필요

미국 철강관세 인상 - 현지법인 수익성에 부정적

관세 인상에 따른 원가부담 존재.
매출과의 비교보다는 13년 이후 낮아진
생산법인의 수익성을 감안할 필요

미국은 지난 3월 8일 Section 232에 근거하여 수입산 철강과 알루미늄 관세 부과안에 서명했다. NAFTA 협력국인 멕시코와 캐나다는 관세 부과 대상에서 제외되는 '국가 면제'라는 변수와 함께 한-미 FTA 개정협상의 일괄 타결 가능성 등이 남아있으나 여파에 대해서 점검해볼 필요는 있다는 판단이다.

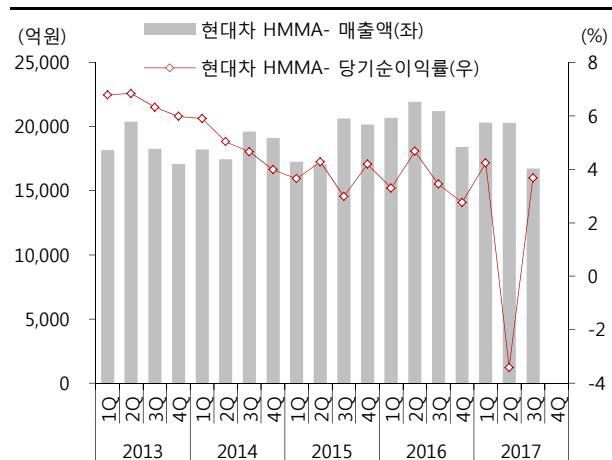
먼저 관세 인상에 따라 현지생산법인의 판매류 등의 수입 부담 증가를 생각해 볼 필요가 있다. 고려할 조건이 많지만, 당사에서는 매출액 대비 철강재의 비중을 8%, 한국에서의 조달 비중을 50%, 현지 내수 가격의 변화는 없다고 가정하였다. 이를 바탕으로 추정하면 원가부담은 매출액 대비 1% 내외로 증가할 것으로 예상한다. 매출 대비 부담은 낮아보이나, 13년 이후로 낮아진 현지 생산법인의 수익성과 비교한다면 1% 내외의 원가부담 상승은 분명 부정적임을 확인할 수 있다.

<표 1> 철강/알루미늄 관세 인상에 따른 현대차그룹 미국공장 영향도 추정 - 약 1% 내외의 원가 부담 발생

		차량당 철강재 비중						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
철강재의 한국 조달 비중	25%	0.31%	0.38%	0.44%	0.50%	0.56%	0.63%	0.69%
	30%	0.38%	0.45%	0.53%	0.60%	0.68%	0.75%	0.83%
	35%	0.44%	0.53%	0.61%	0.70%	0.79%	0.88%	0.96%
	40%	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	1.10%
	45%	0.56%	0.68%	0.79%	0.90%	1.01%	1.13%	1.24%
	50%	0.63%	0.75%	0.88%	1.00%	1.13%	1.25%	1.38%
	55%	0.69%	0.83%	0.96%	1.10%	1.24%	1.38%	1.51%
	60%	0.75%	0.90%	1.05%	1.20%	1.35%	1.50%	1.65%
	65%	0.81%	0.98%	1.14%	1.30%	1.46%	1.63%	1.79%
	70%	0.88%	1.05%	1.23%	1.40%	1.58%	1.75%	1.93%
	75%	0.94%	1.13%	1.31%	1.50%	1.69%	1.88%	2.06%

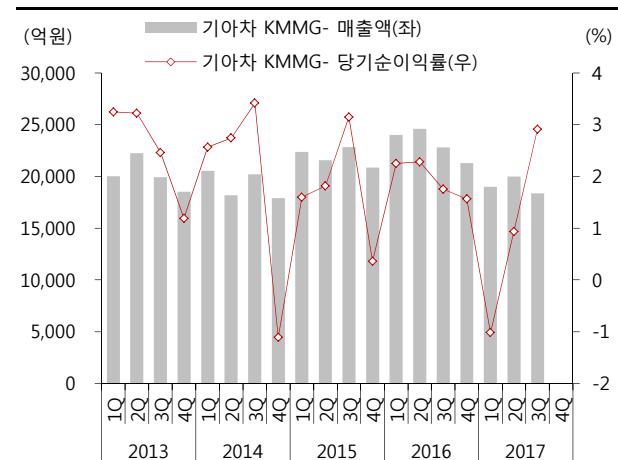
자료 SK 증권 추정

<그림 1> 현대차 미국 생산법인 실적추이



자료: 현대차, SK 증권

<그림 2> 기아차 미국 생산법인 실적추이



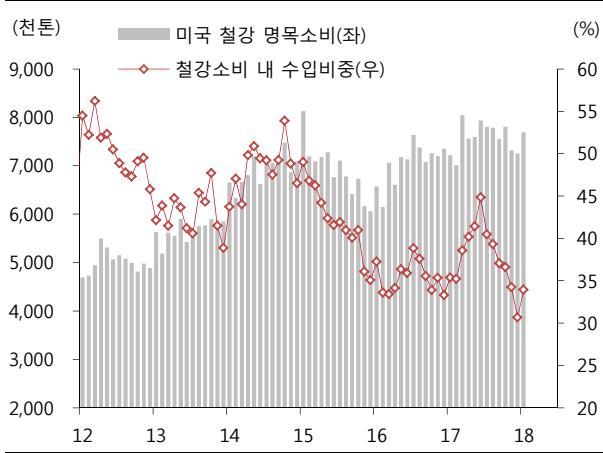
자료: 기아차, SK 증권

한국업체만 피해인가? No, 원가부담은 모두에게 해당

1)관세인상의 목적, 2)과거 수준까지 회복한 미국 철강가동률, 3)여전히 높은 수입비중과 4)반제품 수입관세로 인한 원가 상승은 미국 내수가격 상승요인

일각에서는 관세 인상의 영향이 제한적이라고 언급하지만, 이는 ‘미국 내수 가격은 불변이다’라는 가정이 전제된다. 하지만 1)미국 철강업체의 경쟁력과 수익성을 우선하겠다는 관세인상의 목적과 2)과거 수준까지 회복한 70% 후반대의 미국 철강 가동률은 3)여전히 35%대로 높은 미국 명목소비 대비 수입비중을 온전히 대체할 수 없다는 점, 또한 4)판재류 등 하공정 업체의 경우, 슬라브 등의 반제품에도 적용되는 관세로 인해 원가부담이 발생한다는 점을 고려하면 내수 가격의 상승요인은 충분하다는 판단이다. 실제로 관세 부과안 서명 이후 유럽과 중국과 달리 미국 내수 열연/냉연 가격은 큰 폭으로 상승하며 관세안 서명으로 인한 여파는 단순히 수입 철강재에만 해당되지 않음을 확인할 수 있다.

<그림 3> 미국 명목 소비량 – 35%대로 여전히 높은 수입비중



자료: Bloomberg, SK 증권

<표 2> 반제품을 수입하여 제품으로 생산하는 경우에도 원가부담 발생

NLMK, 232 조로 미국 투자 중단 '고려'

관세부과 대상에서 슬래브 제외 않을 시 투자 중단

1,200 여명 노동자 고용 중·대량 해고 예고도

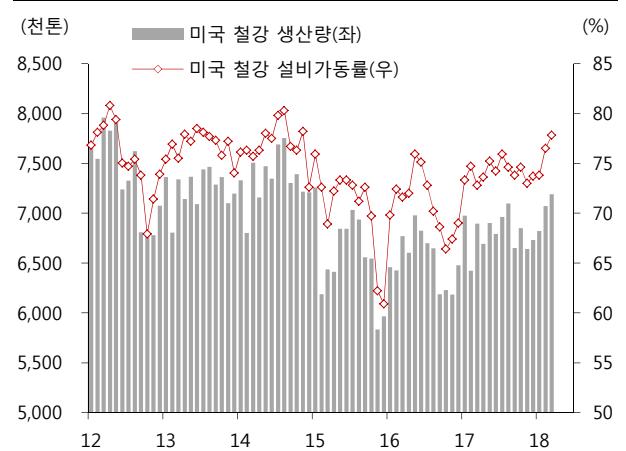
미국내 판재류 가동률 90% 육박..트럼프 가동률 평계 '어불성설'

특정국 대상으로 한 조치 더 '합리적'

- 2018.3.8. 스틸앤테일러스

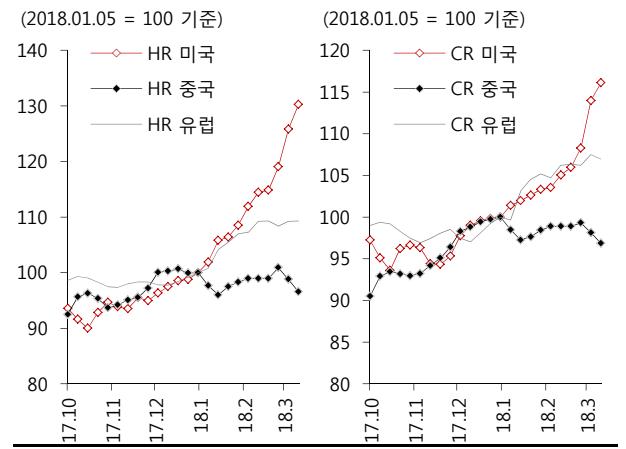
자료: 언론 재인용, SK 증권

<그림 4> 미국 철강 가동률 – 추가 가동을 통한 수입 완전 대체는 어려움



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 5> 주요지역 열연(HR)/냉연(CR) 주이 – 미국 내수가격 상승 주목



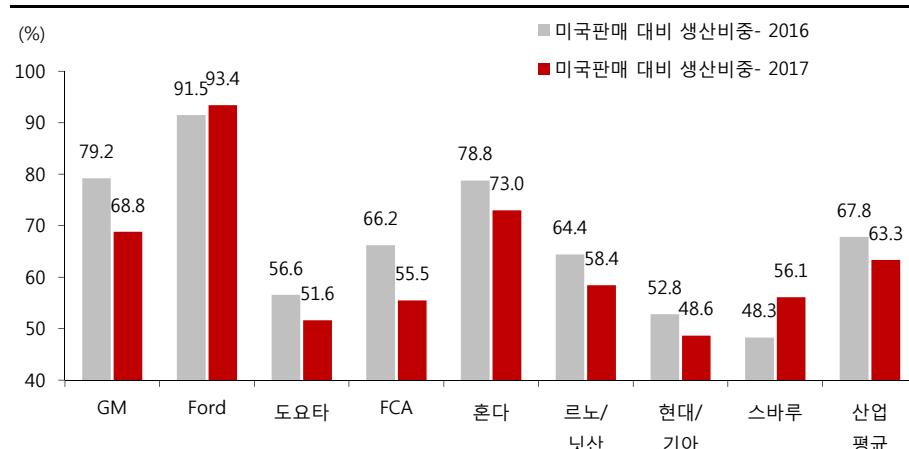
자료: Bloomberg, SK 증권

철강가격 상승은 원가부담으로 이어질 전망
산업수요, 인센티브와 재고 수준을 감안할 때, 가격전가 가능성은 제한적
업체 모두의 부담요인으로 작용할 가능성

철강업체들과 전방산업간의 거래가 일반적으로 분기/반기 단위로 거래됨을 고려하면 당장에 가격이 인상될 가능성은 낮으나, 앞선 상황을 감안하면 향후 계약가격의 인상 가능성성이 높다. 2017년 기준 미국 판매 대비 63.3% 수준인 현지 생산비중을 감안한다면 결국 철강관세 부과는 정도의 차이는 존재하지만 자동차 업체 모두에게 원가부담이라는 요인으로 작용할 전망이다.

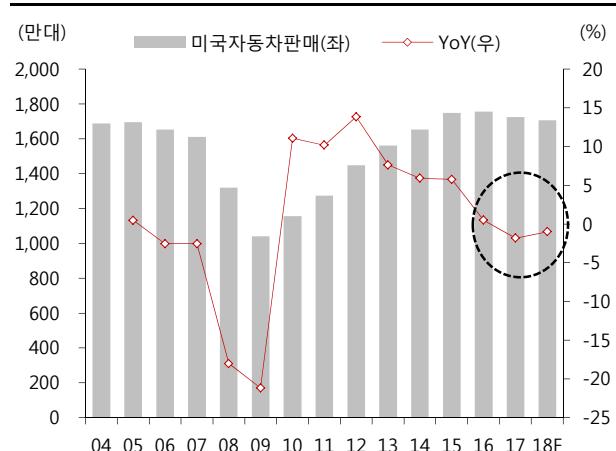
미국 현지생산에서의 원가부담 상승이 가격전가로 이어질 수 있다면 큰 문제는 없겠지만, 1)09년 이후 지속적인 회복으로 인해 17년에 이어 18년에도 산업수요의 증가를 기대하기는 어려운 환경, 2)높아진 재고와 3)인센티브 수준, 그로 인한 4)경쟁심화 가능성 등을 감안하면 단일차종의 가격인상 가능성은 낮다는 판단이다. 철강 관세 서명 이후 글로벌 자동차의 주가의 하락, 매출/이익에서 미국 비중이 높은 업체들의 실적 추정치 하향이 이어진 이유이기도 하다.

<그림 6> 업체별 미국 현지 생산 비중 – 2017년 기준 산업평균 현지 생산비중은 63.3%로 높은 수준



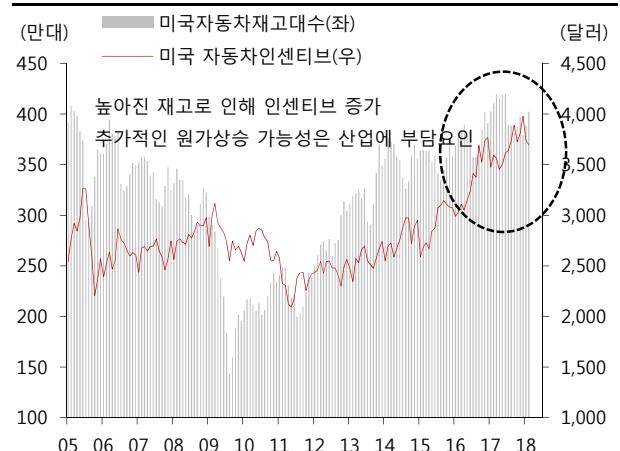
자료: 산업자료, SK증권 추정

<그림 7> 미국 자동차 판매 추이
- 09년 이후 지속적인 회복, 18년 수요 전망은 보수적인 상황



자료: Markline, SK증권

<그림 8> 미국 자동차재고대수와 인센티브 추이
- 원가를 전가하기에는 높은 재고와 인센티브 수준



자료: Automotive News, Autodata, SK증권

한국자동차, 우려요인은 원가부담보다 무역제재 확대 가능성

중간선거를 앞두고 미국의 보호무역주의

정책은 앞으로 정치적인 목적으로 사용될

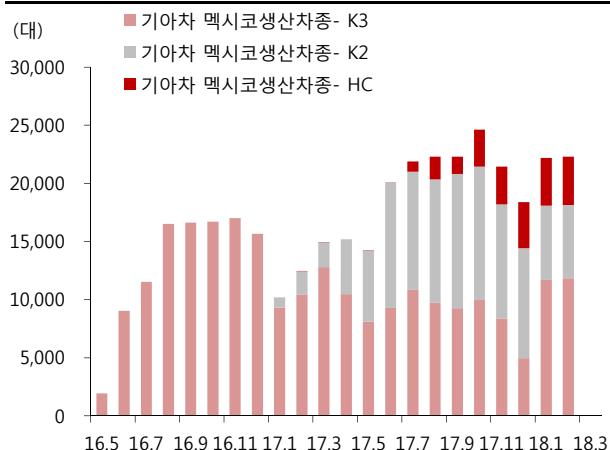
가능성이 높음. 철강관세로 인한 원가부담보다

추가적인 무역제재 확대 가능성 우려

앞선 <그림 6>에서처럼 현대차그룹의 미국 현지생산 비중은 2016년 52.8%, 2017년 48.6%로 산업평균인 67.8%/63.3% 대비 낮다. 향후 기아차 멕시코법인의 생산량 증가

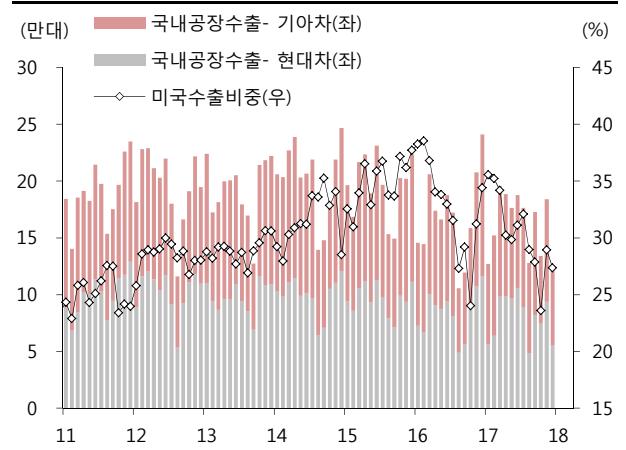
가 예정되어있으나 아직까지는 국내공장의 수출의존도가 높은 상황이다. 한-미 FTA 이후 미국향 수출 관세 부담이 없는 현 시점에서 한국 자동차의 우려요인은 관세부가로 인한 원가부담과 경쟁심화보다는 추가적인 무역제재 확대 가능성으로 판단한다. 중간선거를 앞두고 있는 상황에서 애리조나, 네바다, 웨스트버지니아, 인디애나, 미주리 등 최종결과를 예측하기 힘든 경합 주에 자동차 산업 근로자가 많이 종사하고 있다는 점을 고려하면, 미국의 보호무역주의 정책은 앞으로도 정치적인 목적으로 사용될 가능성이 높기 때문이다. 중국/미국에서의 기저효과, 신차 출시를 통한 수익성 개선 등 시간이 경과함에 따른 본업에서의 개선요인은 존재하지만, 회복이 가시화되기 전까지 미국 내 정치적 이슈로 인한 불확실성이 주가에 우려요인으로 작용할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

<그림 9> 기아차 멕시코 생산추이
- 차종 다양화와 함께 생산량도 점차 증가하지만



자료: 기아차, SK 증권

<그림 10> 현대/기아차 국내공장 수출 추이
- 아직까지는 국내공장 수출의존도가 높음



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 3월 20일 기준)

매수	89.44%	중립	10.56%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----