

20181121

S K  
I N D U S T R Y  
A N A L Y S I S

**자동차**  
**구조조정의 시작**

자동차타이어. 권순우, 3773-8882





Analyst

권순우

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

## 자동차

### 구조조정의 시작

19년 자동차 수요 역성장 가능성. 과거를 돌아보면 경쟁심화와 구조조정이 있어왔고, 금번에도 반복될 것으로 전망. 특히 친환경, 자율주행, 플랫폼으로 투자의 분야와 범위가 확대되고 있어 대응을 위해 비용이 증가할 수 밖에 없는 구조. 구조조정이 현실화되고 있는 시점에서 투자포인트도 변화. 이익도 중요하지만 살아남아 업을 누릴 수 있느냐가 중요. 기로에 놓인 현대차그룹의 대응과 성공여부에 주목할 필요

### 수요 역성장의 가능성. 역사는 반복될까?

19년 산업수요는 0.4%로 소폭 성장이 예상된다. 하지만 중국에서 부양책이 시행되지 않고, 주요국의 정책변화와 원자재 가격 변동성 등이 선진국과 신흥국의 수요에 부정적 으로 작용한다면, 0.4%보다 낮거나 역성장을 기록할 가능성도 높다. 금융위기가 발생했던 08, 09년 이후 10년만에 맞이하는 상황이다. 당시를 복기하면 1) 경쟁심화와 수익성 악화로 구조조정이 진행되었고, 2) 각국 정부에서는 보조금지원 및 소비진작정책이 시행되었다. 과연 이번에도 역사가 반복될까?

### 수요둔화와 경쟁심화, 과거보다 높아진 비용 부담

중국을 제외한다면 CAPA에 대한 부담이 높지는 않다. 하지만 지역별로 1) 미국은 더 좋아지기 힘든 실업률과 금리 상승, Light Truck 수요 하락 가능성, 2) 유럽의 안정화된 실업률 대비 불확실한 정세, 3) 신흥국은 원자재/환율의 불확실성과 경쟁심화 재개, 4) 내수는 개별소비세 인하 종료 여부, 5) 중국의 공급과잉은 부담이다. 전동화로의 변화와 신규모델수가 증가함에 따라 신차효과도 희석되고 있다. 친환경, 자율주행, 플랫폼으로의 변화로 과거보다 완성차업체에 요구되는 투자의 분야와 범위가 넓어졌다. 이로 인해 과거와 같은 수요의 급락이 없더라도, 대응을 위한 노력과 비용은 증가할 수 밖에 없는 구조다. 또한 관세 부과와 점차 증가하고 있는 리콜이라는 변수도 존재한다.

### 현실화되고 있는 구조조정

과거 주요업체들의 글로벌 CAPA는 10년 -3.1%, 중국을 제외하면 10년 -5.0%, 13년 -0.8%로 감소하며 공장폐쇄로 이어졌다. 업황을 생각하면 수익성과 함께 경쟁과 투자를 병행할 수 있는 유동성을 확보하지 못한 순으로 구조조정이 반복될 전망이다. 당사에서는 완성차 업체 중에서 도요타와 GM을 다가올 변화에 잘 준비된 업체로 판단하며, FCA와 PSA는 경쟁사보다 더욱 어려운 국면을 맞이할 것으로 예상한다. Bloomberg 기준 부도리스크는 연초와 비교하여 부실의 정도가 심화되고 있고, 특히 부품사를 중심으로 가속화되는 모습이다. 최근 Ford와 GM의 발표에서 확인할 수 있듯이 이미 구조조정은 현실화되고 있다.

### 현대차그룹, 기로에 서다

업황의 변화에 맞춰 자동차섹터의 투자포인트도 변화될 필요가 있다. 단기적인 이익도 주가에 중요한 요소겠지만, 향후 살아남아 업을 온전히 누릴 수 있느냐가 점차 중요해지는 시기다. 현대차그룹에 적용하면, 1) 변경된 파워트레인이 적용되는 신차시리즈에서 차량경쟁력을 인정받고, 2) 낮아진 수익성을 개선시켜야 하며, 3) 철회되었던 지배구조 개편안을 재차 진행하며 불확실성을 제거한 이후, 4) 고립무원에서 벗어나 신규투자와 협업 확대를 통해 뒤쳐진 전동화, 자율주행, 플랫폼으로의 변화에 빠르게 대응할 수 있는지 여부가 투자포인트가 될 것으로 판단한다. 현대차그룹과 자동차섹터에 있어 기로에 놓인 한 해가 될 전망이다.

# Contents

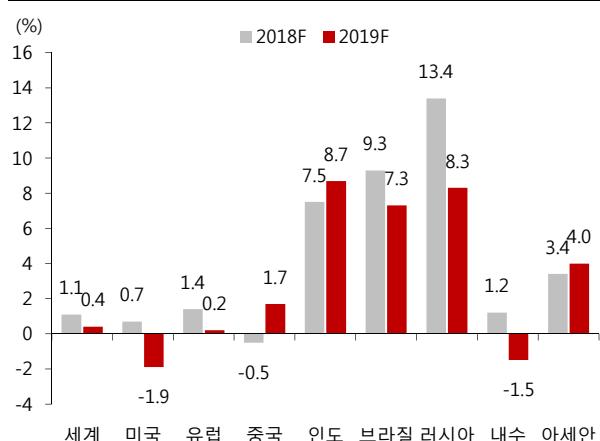
1. 수요 역성장의 가능성. 역사는 반복될까?	3
2. 높아진 수요둔화와 경쟁심화 가능성	8
3. 과거보다 높아진 비용부담 - 빨라진 변화와 변수	20
4. 현실화되고 있는 구조조정	23
5. 현대차그룹, 기로에 서다	31
Appendix	36

## 1. 수요 역성장의 가능성. 역사는 반복될까?

### 19년 수요 전망 - 기존 주도시장의 성장둔화, 신흥국 호조

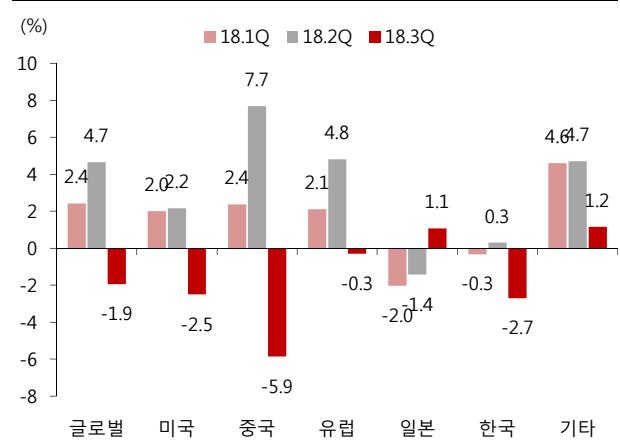
19년 글로벌 자동차수요는 18년 예상기준 1.1% 대비 낮아진 0.4% 증가가 예상된다. 기존 주도시장인 미국, 유럽, 중국의 수요가 둔화되고, 인도, 브라질 등 신흥국의 판매 호조가 이어질 전망이다. 미국, 중국, 유럽의 수요는 상반기까지 견조했지만, 3분기부터 미국 -2.5%, 중국 -5.9%, 유럽 -0.3%를 기록하며, 글로벌 수요 역성장(-1.9%)을 이끌었다. 신흥국 수요에 대한 기대감이 존재하지만, 불확실성이 높고 수익성도 낮다는 점을 판매볼륨과 이익기여도가 높은 지역의 판매감소는 기업실적 전망에 부정적이다. 특히 주가와 Valuation 도 <그림 3,4>에서처럼 추정치보다 크게 하락하였다. 하반기부터 진행중인 성장둔화가 내년까지는 이어질 것으로 예상됨에 따라 자동차 섹터에 대한 보수적인 입장을 계속 유지한다.

<그림 1> 수요 전망 - 신흥국 중심의 성장 예상



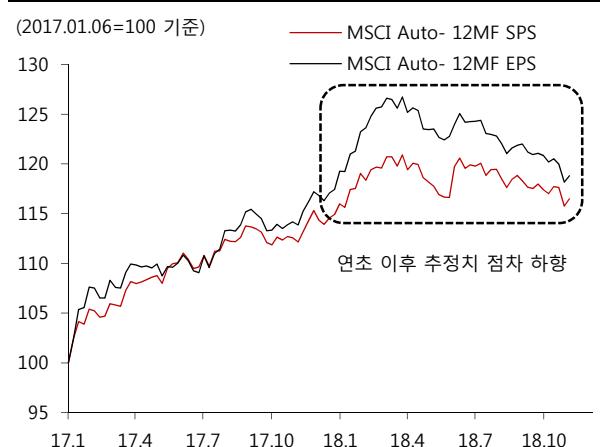
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 2> 전년 동기대비 수요 - 미국/중국/유럽의 성장 둔화



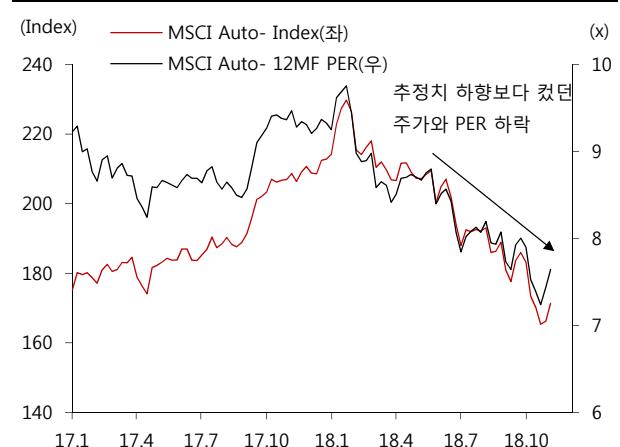
자료: LMC, SK 증권

<그림 3> 수요둔화가 반영되며 매출액과 순이익 전망치 하향



자료: Bloomberg, SK 증권

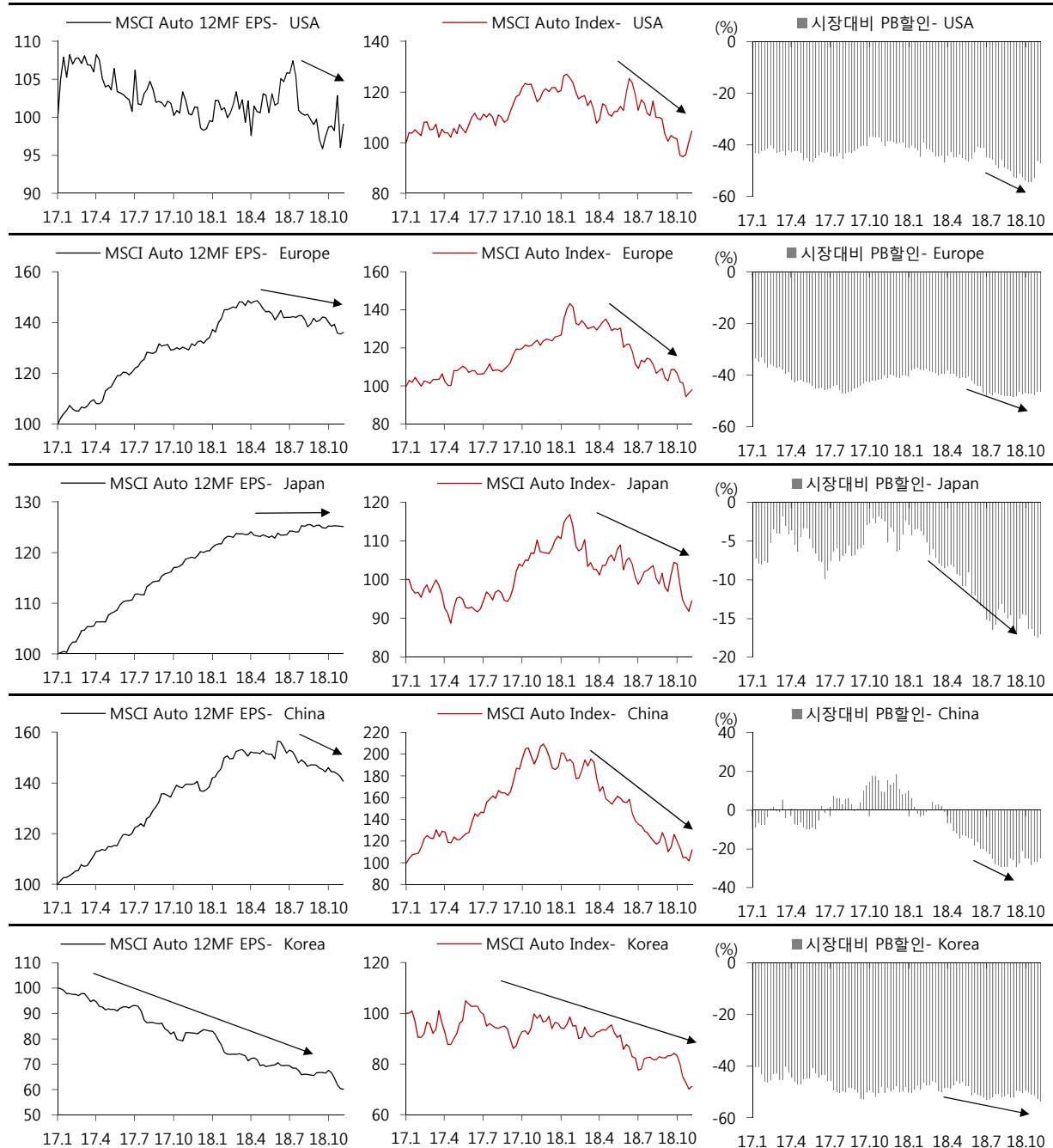
<그림 4> 주가와 Valuation 은 추정치 하향보다 크게 하락



자료: Bloomberg, SK 증권

MSCI Auto 기준으로 주요 지역별 12MF EPS, 주가, 시장대비 PB 할인 추이를 보면, 지역별로 이익 추정치 변화에 분명한 차이가 존재한다. 하지만 주가는 연초 이후 모두 동일하게 하락하고 있으며, 시장 대비 PB 할인도 급격하게 확대되고 있다. 결국 향후 자동차판매 둔화 혹은 감소 가능성은 지역마다 정도의 차이가 있지만, 섹터에 속해 있는 모든 업체의 주가와 valuation에 부정적으로 작용하고 있다.

<그림 5> 주요 지역별 12MF EPS, 주가, 시장대비 할인율 변화 - 지역마다 다른 추정치 변화와 무관하게 주가와 시장대비 할인율 확대

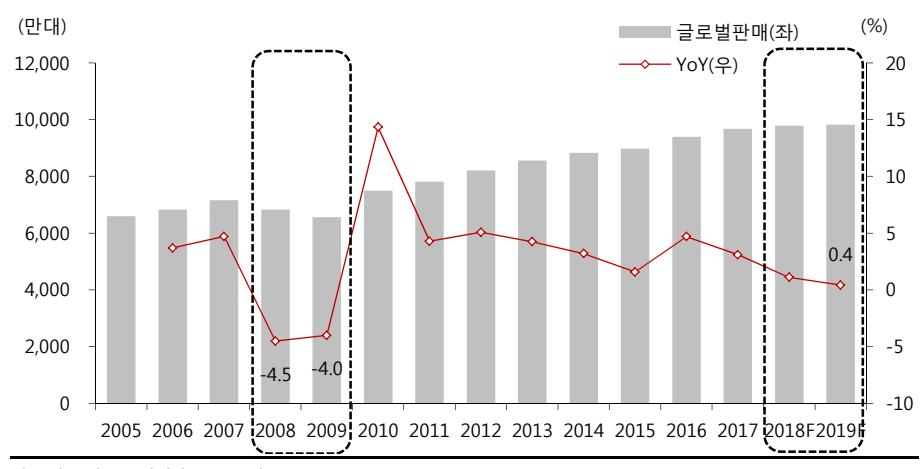


자료: Bloomberg, SK증권 주. 주가는 2017.16=100 기준.

## 글로벌 수요의 역성장 가능성 - 10년만인가요?

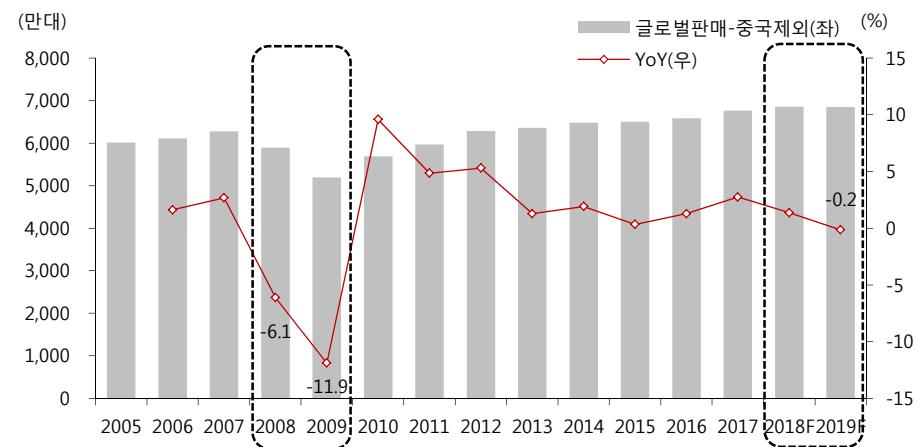
19년 산업수요는 0.4% 성장으로 예상되는데, 이는 2010년 이후로 가장 낮은 성장을이다. 부양정책이 기대되는 중국수요를 제외할 경우 -0.2%의 역성장이다. 만약 중국에서 부양책이 시행되지 않고, 금리인상과 브레시트, 관세부가 등의 정책변화와 원자재 가격 변동성 등이 선진국과 신흥국의 수요에 부정적으로 작용한다면, 0.4%보다 낮거나 큰 폭의 수요감소를 기록할 가능성도 높다. 금융위기가 발생했던 2008, 09년 이후 10년만에 맞이하는 상황이다. 과거와 동일하게 진행되지는 않겠지만 무슨 일이 있었는지 복기할 필요는 있다.

<그림 6> 글로벌 자동차 판매 추이 - 금융위기 이후 가장 낮은 수요 전망 예상



자료 Bloomberg, 산업자료, SK증권

<그림 7> 중국 제외 글로벌 자동차 판매 추이 - 중국을 제외한다면 역성장 우려 발생



자료 Bloomberg, 산업자료, SK증권

## 과거에는 무슨 일이? - 1) 경쟁심화 이후 구조조정

2008년은 미국/유럽 중심으로 산업수요가 급격하게 하락하였던 시기임에 따라 판매량 증가를 위해 경쟁이 치열해졌고, 결국 수익성 악화로 이어졌다. 당시 차량판매 프로모션 강화와 수익성 개선을 위한 임금 동결, 딜러망 정비, 부품 원가 절감 등이 동반되었지만, 높아진 고정비와 과잉 투자, 재고부담 등을 감당하지 못하고 결국 구조조정이 진행되었다. GM의 Chapter 11이 대표적인 사례였지만, 포드와 크라이슬러, 유럽/일본업체 모두 생산시설 축소와 인력 조정을 진행했다.

<표 1> 과거 미국/일본 업체의 비용절감 내용

비용절감 내용	
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 임금동결, 상여금 포기, 강제휴직 시 임금보존 프로그램 축소</li> <li>- 딜러망 통폐합을 통한 비용지출 최소화</li> <li>- GM: 08년 350개 폐쇄, 09년 500개 통폐합 추진</li> <li>- 포드: 08년 266개 축소, 09년 600개 통폐합 추진</li> <li>- 크라이슬러: 08년 300개 딜러 통폐합</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 도요타: 부품설계 변경, 품질기준 재설정으로 5% 원가절감 추진. 일본 내 생산과 설비투자를 각각 30%, 40% 줄이고 유럽에서 2만 5000대 감산</li> <li>- 혼다: 현지 부품화율 90% 확대 방침</li> <li>- 스즈키: 한 부품당 원가 1엔과 중량 1그램 절감 목표 수립</li> </ul>

자료: 언론, 산업연구원 KOTRA, SK증권

<표 2> 과거 구조조정 사례

제조사명	내용
GM	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 핵심브랜드 위주로 차종 축소 / 딜러 25% 축소 및 정비 / 인건비 축소(임원 연봉 및 종업원 복리후생비 삭감) / 인원 약 3만명 감축</li> <li>- 하이브리드 카 등 미래형 자동차 개발을 위한 R&amp;D 투자 및 조립라인 현대화</li> <li>- New GM은 기존 UAW 243,000명 종업원 중 54,000명만 고용 승계</li> <li>- 명예 퇴직자에게는 115,000달러 명퇴금 + 25,000달러 자동차 구매쿠폰 제공</li> <li>- 퇴직 예상자에게는 10,000달러, 숙련 노동자 \$45,000+25,000달러 자동차 구매 쿠폰</li> </ul>
포드	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소형차 위주로 제품라인 정비 / 2012년까지 4개 공장 폐쇄 / 부품 공급업체 정비(1,600개사 -&gt; 750개사)</li> <li>- 인건비 축소(임금 및 보너스 복리후생비 삭감)</li> <li>- 볼보 자동차 매각 등으로 재무건전성 확대 / 고연비 기술 등 미래형 제품 개발 투자</li> </ul>
크라이슬러	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 하이브리드 카 등 24개사 신규모델 2012년까지 출시 / 파트너십과 전략적 제휴를 통한 부품공급 체계의 효율화</li> </ul>
유럽	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대규모 인원감축 진행중</li> <li>- BMW, 벤츠, 폭스바겐, 포르세 등은 총 1만명 인원 감축 진행. 이후 추가 1만명 해고 결정</li> <li>- 르노는 생산을 일시 중단, 이후 6천명의 인력을 감축</li> <li>- 푸조도 3천명 규모의 인원 축소 계획 발표</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 도요타 등 일본 메이커 일제히 감산 돌입</li> <li>- 도요타는 전 세계 공장 총 생산의 10%에 해당하는 100만대 감산 결정. 6,000명 비정규직 가운데 3,000명 해고</li> <li>- 혼다와 닛산도 각각 연간 8%, 10%에 해당하는 31만대와 35만대 감산 결정. 혼다 270명 비정규직 해고</li> </ul>

자료: 언론, 산업연구원 KOTRA, SK증권

## 과거에는 무슨 일이? - 2) 각국의 보조금지원 및 소비진작정책 시행

대마불사. 고용과 전후방 산업에 영향력이 큰 자동차산업의 특성상 각국 정부에서는 자동차산업을 위해 보조금지원과 소비진작 정책을 펼쳤다. 국내에서 현재 진행 중인 개별 소비세 인하 정책, 부품사 지원 정책 등이 그 예이다. 미국과 캐나다, 독일과 같은 선진 국뿐만 아니라 다수의 생산공장을 보유한 브라질, 인도, 호주 등에서도 유사한 정책이 발표되었다(<표 3>).

하지만 통상 선제적으로 실행되기보다 위기가 한창 진행되고 난 이후에 정책이 시행됨에 따라 수혜를 받은 업체들은 제한적이었다. 또한 정책의 성격이 구조적인 변화가 아닌 단기처방이기 수요의 회복과 함께 경쟁이 완화되지 않는 상황에서 체력이 약한 업체들은 다시 어려워질 수 밖에 없다. 또한 지금은 그 때와 다르게 자동차 산업을 지원하기에는 각국의 부채부담이 큰 상황이다. 만약 역사가 반복된다면 과거보다 충격이 클 수 있는 상황이다.

<표 3> 과거 주요 국가별 보조금지원 및 자동차 소비진작 정책

구분	국가	내용
보조금지원	미국	- GM에 94 억 달러, 크라이슬러에 40 억달러 등 총 174 억달러 단기 긴급 자금 지원 결정(08.12.19)
	캐나다	- GM과 크라이슬러 캐나다 공장에 각각 30 억 캐나다 달러, 10 억 캐나다 달러 지원
	독일	- 헤센주 정부의 GM-Opel에 대한 최대 5 억유로 채무보증 지원 검토 중
	프랑스	- 공장 폐쇄 및 해외이전 취소를 조건으로 R&D, 대출 등 자금지원
	영국	- 재규어에 10 억파운드 규모의 지원여부 검토 중
	호주	- R&D, 친환경차 개발에 62 억호주달러 지원 (08.11 월)
	브라질	- 상피울루 주정부, 부품업체 대상 응자획대 (총 10 억헤알)
소비진작정책	일본	- '자동차 그린세제' 도입: 하이브리드카 등 저공해 차량구입에 세제우대 (09.3 월부터 3 년간)
	독일	- 노후차량 교체 시 최대 2,500 유로 지원 (총 예산 15 억 유로)
	스페인	- 총 8 억유로 규모의 자동차 내수시장 활성화 방안 마련
	중국	- 유류가격인하, 자동차 소비세 인하
	브라질	- 자동차 구입 시 할부금융 자금 지원(브라질은행이 자동차 할부금융 은행에 자금을 제공) - 자동차 공업세 인하
	인도	- 국내 생산 자동차에 대한 소비세 대폭 인하 - 휘발유 및 경유가격 인하

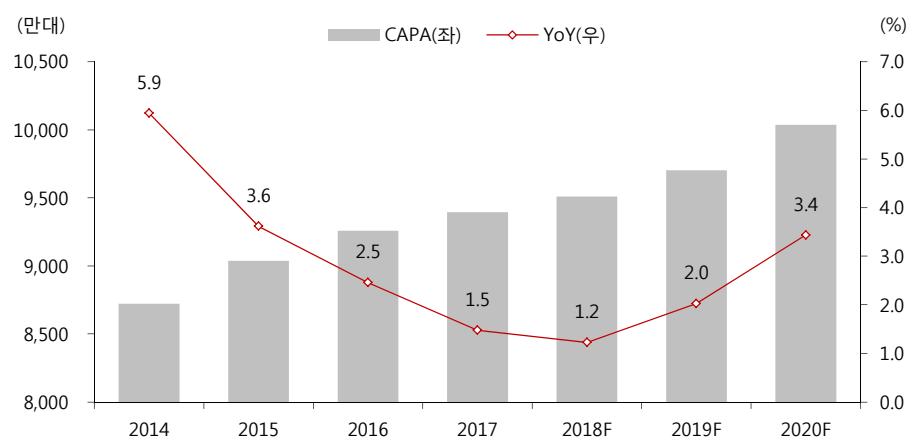
자료: 언론, 산업연구원, KOTRA, SK증권

## 2. 높아진 수요둔화와 경쟁심화 가능성

### CAPA는 중국을 제외하면 제한적인 증가, 다만 수요는 우려

수요둔화가 예상되는 상황에서 공급능력 증가여부는 중요한 요인이다. 현지생산비중이 압도적으로 높은 중국로컬을 제외한 주요 업체의 글로벌 CAPA 변화를 보면, 도요타와 GM의 감산 영향으로 공급능력은 18년까지 꾸준하게 감소추세를 보여왔다. 19년, 20년 2.0%, 3.4%로 공급증가율이 커보이긴 하지만, 중국을 제외한다면 1.1%, 1.4%로 다행히 공급부담은 크지 않다.

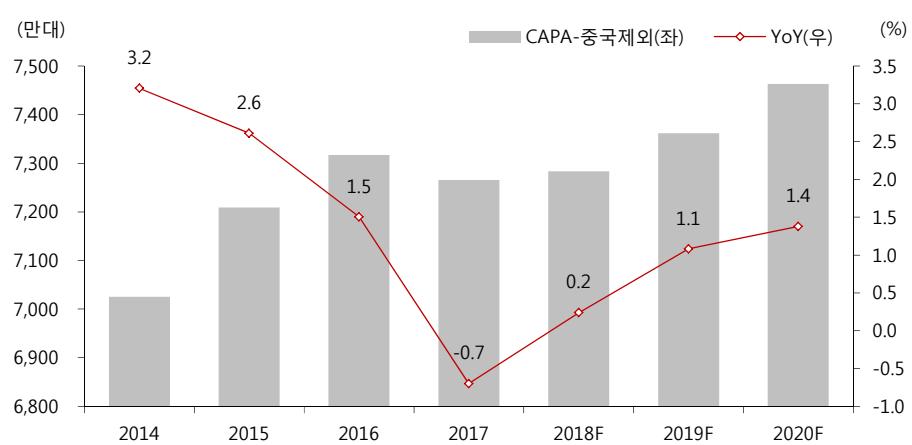
<그림 8> 주요 업체의 글로벌 CAPA 추이 – 18년을 저점으로 다시 증가율이 높아지는 모습



자료: 산업자료, SK증권

주: GM, Ford, VW, 다임러, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쓰다, 현대, 기아, 기준, CKD CAPA 포함

<그림 9> 주요 업체의 중국제외 글로벌 CAPA 추이 – 중국을 제외한다면 다소 낮아지는 증가율



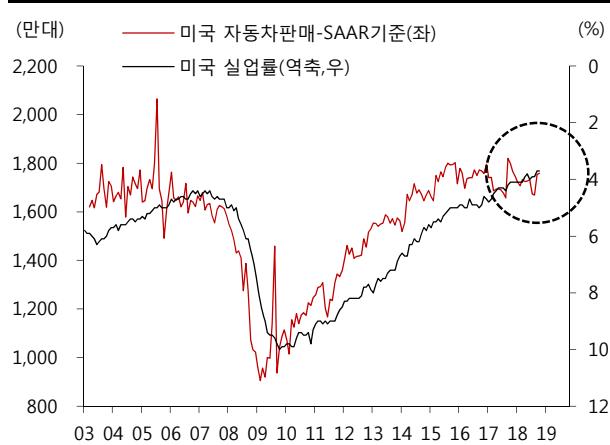
자료: 산업자료, SK증권

주: GM, Ford, VW, 다임러, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쓰다, 현대, 기아, 기준, CKD CAPA 포함

## 미국 - 더 좋아지기 힘든 실업률과 금리 상승, Light Truck의 수요는?

미국 자동차수요를 견인했던 요인들 중에서 주된 2 가지를 꼽으라면, 1)실업률의 개선과 2)낮은 자동차금융금리를 들 수 있다. 먼저 09년 이후 꾸준하게 개선되던 실업률은 현재 3%까지 낮아짐에 더 이상 좋아지기 힘든 상황이다. 자동차 금리 역시 2% 초반에서 유지되었으나 17년 하반기부터 꾸준하게 상승하며 현재 신차기준 36 개월/60 개월 금리는 4% 후반에서 5%까지 높아졌다. 중고차금융 금리도 동일하게 방향성을 보이고 있다. 특히 금리인상이 진행되면서, 최근에는 차량판매 촉진을 위한 0% 프로모션마저 사라졌다. 구매에 있어 금융비중이 높은 미국소비자들에게 차량구매를 위한 비용이 높아진 셈이다.

<그림 10> 미국 자동차 SAAR와 실업률 - 추가적인 성장여력 제한적



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 11> 미국 자동차금리 - 신차 36/60 개월 18년 이후로 급등



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 12> 미국 자동차금리 - 중고차 기준으로도 최근 높아지는 모습



자료: Bloomberg, SK 증권

**Zero-Percent Financing Deals Fade From the New-Car Lot as Interest Rates Rise**

- Auto lenders are backing away from no-interest loans as they become more expensive to offer to buyers of new vehicles
- Car buyers on the hunt for a 0% financing deal are going to have to look harder.

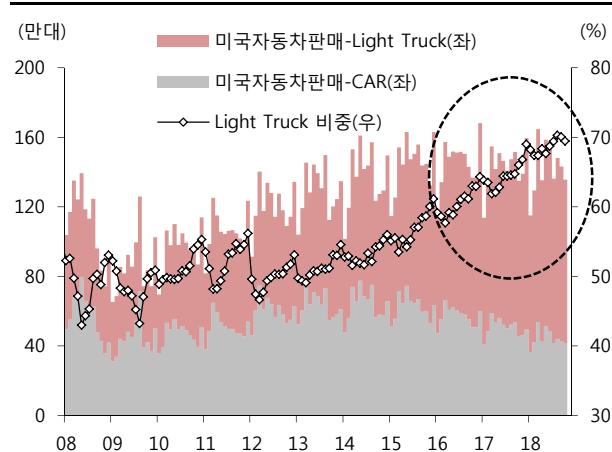
2018.10.7 Wall Street Journal

자료: 언론, SK 증권

또한 차종별로 구분할 때, 13년 이후 수요를 견인했던 Light Truck에 대한 부담감이 점차 높아질 것으로 전망한다. 통상 Light Truck의 수요는 주택경기와 동일한 방향성을 보여왔다. 하지만 최근 주택경기의 선행지표인 주택착공과 건축허가건수가 감소하는 모습을 보이고 있고, Light Truck의 수요 또한 정체를 보이고 있다.

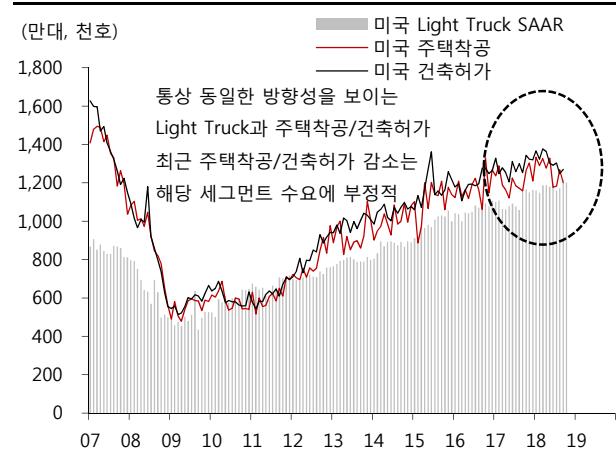
수요둔화 가능성과 함께 우려가 되는 부분은 높아진 재고부문이다. Car 부문의 경우, 차량 선호도가 낮아지며 판매량이 감소했지만 동시에 재고도 지속적으로 낮아져왔다. 반면 Light Truck은 꾸준하게 재고가 증가하며 역사적 고점 수준에 위치해 있다. MSRP와 수익성이 높은 세그먼트의 수요감소와 높은 재고는 내년도 인센티브 증가와 출혈경쟁으로 이어질 가능성이 높다.

&lt;그림 14&gt; 미국 차종별 자동차 판매 - Light Truck 중심의 상승



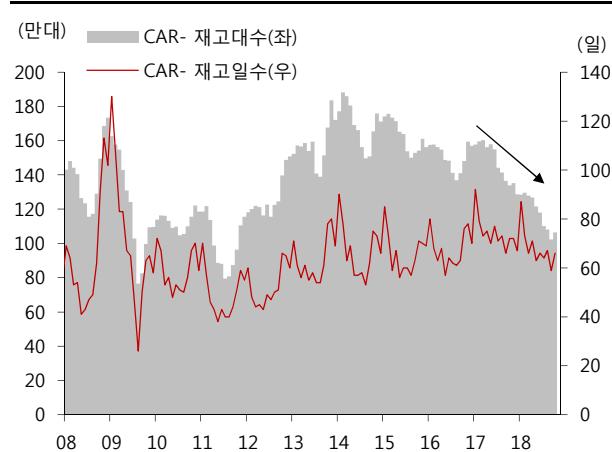
자료: Automotive News, SK 증권

&lt;그림 15&gt; 미국 주택착공과 Light-Truck 판매 - LT 수요에 부정적



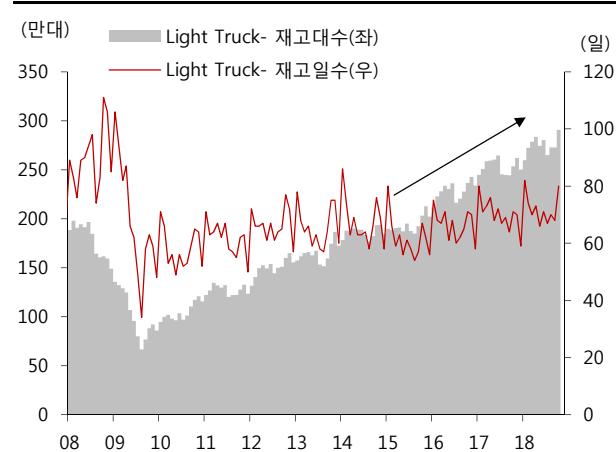
자료: Automotive News, SK 증권

&lt;그림 16&gt; 미국 자동차 재고 - 지속적으로 낮아진 CAR와 달리



자료: Automotive News, SK 증권

&lt;그림 17&gt; Light Truck 재고는 꾸준하게 증가. 수요 둔화 시 역풍 우려



자료: Automotive News, SK 증권

## 유럽 - 안정화된 실업률 vs 불확실한 정세

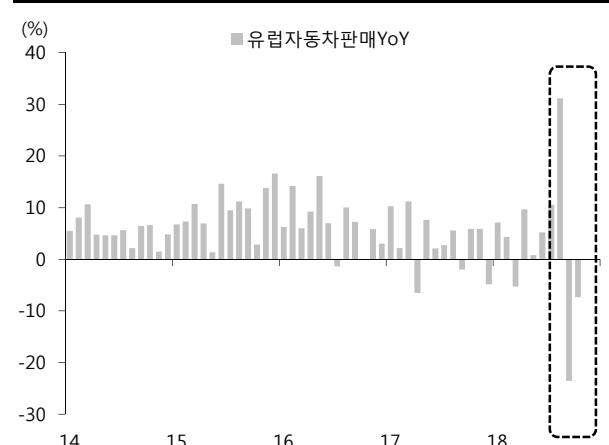
유럽도 미국과 유사하게 실업률 개선과 낮은 금리에 힘입어 자동차수요가 꾸준하게 개선되어 왔다. 매크로 환경상 아직까지 실업률이 개선될 수 있다는 점, 금리가 높지 않다는 점은 긍정적이지만, 불확실한 정세를 감안하면 내년 수요를 낙관하기는 어렵다. 유럽 전체로는 9월과 10월 수요감소를 가져왔던 WLTP의 여파가 19년 상반기까지 이어질 것으로 예상하며, ECB의 금리인상 가능성과 무역규제 불확실성도 부담요인이다. 특히 영국과 이탈리아의 경우, 브렉시트와 저조한 경기회복세 등이 우려되는 상황이다. 19년은 5.1%의 스페인을 제외하면 영국 -7.0%, 이탈리아 -3.0%의 부진이, 독일과 프랑스는 각각 0.9%, 1.3%의 성장둔화가 예상된다

<그림 18> 유럽 실업률과 주요국 자동차판매



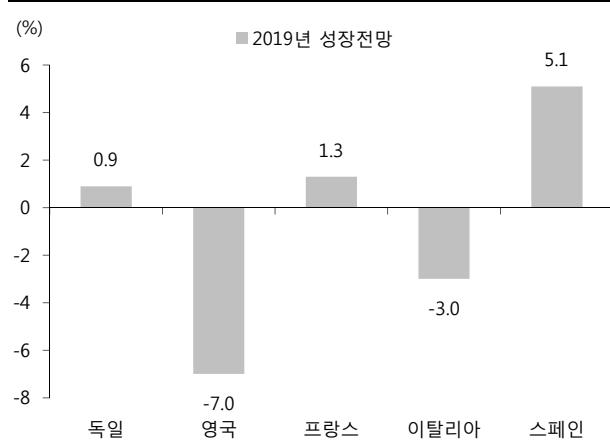
자료: Bloomberg, SK 증권 주: WLTP 이슈로 변동폭이 커던 최근 수요데이터는 제외

<그림 19> 최근 WLTP의 영향으로 감소한 유럽 수요



자료: ACEA, SK 증권

<그림 20> 유럽 주요 5 개국 2019년 성장전망 - 영국/이탈리아 부진



자료: 산업자료, SK 증권

<표 4> 유럽과 주요 5 개국 자동차판매 포인트

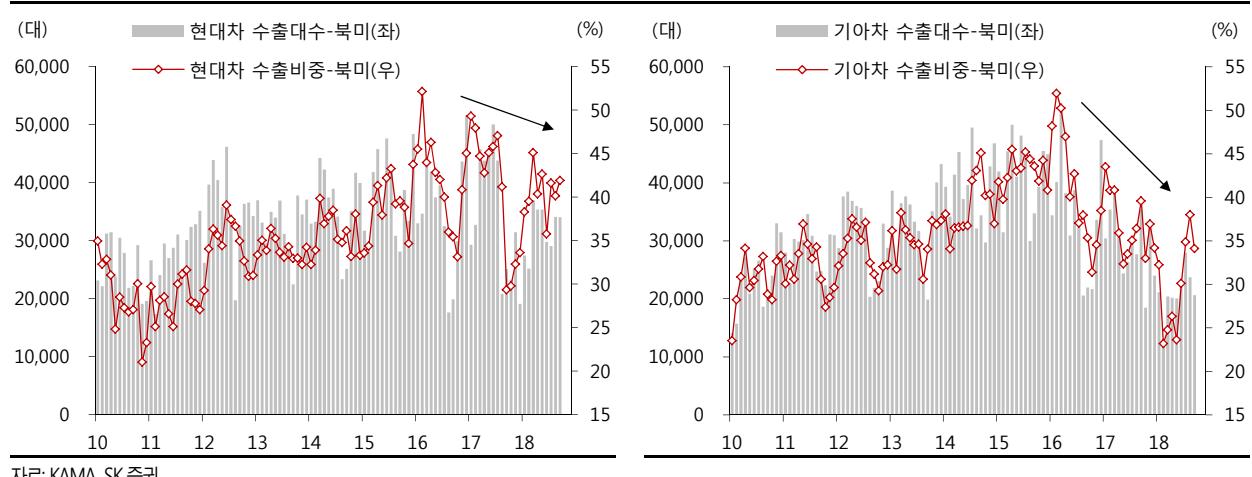
<b>유럽</b>	전동화 확산에 따른 시장 활성화 SUV 시장 확대 및 신차 자속투입 예정 ECB 금리인상 가능성, WLTP 적용에 따른 판매둔화 연장
<b>독일</b>	VW 그룹 라인업 확대 / 무역규제 불확실성
<b>영국</b>	고용시장 안정 등 긍정적 상황 유지 가능 브렉시트로 인한 환율불안 등 부정적 요인
<b>프랑스</b>	이산화탄소 증가로 인한 세금 규제
<b>이탈리아</b>	상대적으로 저조한 경기회복세 / VAT 인상 가능성
<b>스페인</b>	주요 유럽 판매국 중 높은 성장세 유지 전망 WLTP 시행에 따른 이산화탄소 등록세 증가

자료: 산업자료, SK 증권

수요둔화와 함께 재고가 높아졌을 가능성에 대해서도 고민할 필요가 있다. 미국 자동차 수요가 둔화되면서 경쟁이 심화됨에 따라, 수요가 좋았던 시장인 유럽으로 수출물량을 이전했을 가능성이 높기 때문이다.

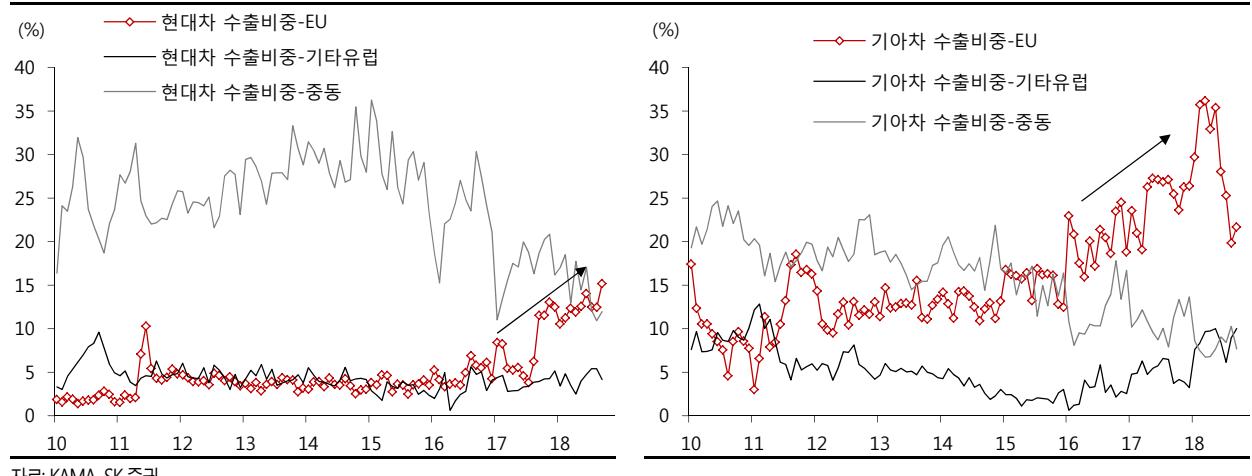
실제로 현대차그룹의 경우, 과거 기타시장의 부진으로 미국으로의 수출비중이 높아졌고, 이후 재고과잉으로 비중을 줄였다. 하지만 감소한 수출물량/비중이 기타시장으로 이동하지 않고, <그림 22>에서처럼 유럽으로 이동한 경우도 있다. 또한 경쟁심화뿐만 아니라 안전 및 환경규제 강화로 인한 비용부담도 업체들에게는 또 다른 수익성 악화 요인이다.

<그림 21> 현대차그룹 수출대수 및 비중 – 북미, 기타시장의 부진으로 인해 의존도가 높아졌던 미국. 이후 재고부담으로 다시 수출비중 낮아짐



자료 KAMA, SK 증권

<그림 22> 현대차그룹 지역별 수출 비중 – 낮아진 미국 비중은 기타시장이 아닌 상대적으로 수요가 좋았던 유럽으로 이동. 수요 둔화 시 재고 우려



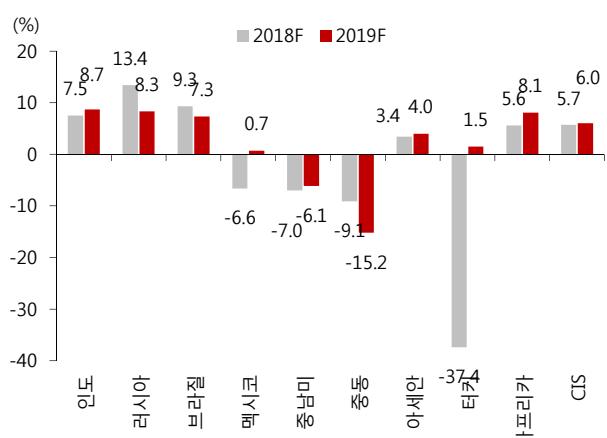
자료 KAMA, SK 증권

## 신흥국 - 원자재/환율의 변수, 재진입에 따른 경쟁심화

중국을 제외한 신흥국 수요는 중남미/중동 지역 이외에는 성장이 예상된다. 다만 인도를 제외하면, 원자재 가격의 방향성에 따라 경기와 수요가 변화될 가능성이 높다는 점을 고려할 필요가 있다. 또한 신흥국 환율이 18년 이후 지속적으로 약세를 보이고 있다는 점도 중요하다. 환율이 가지는 경기의 선행성과 재무제표상의 환산 이익 및 평가손을 생각하면 환율 약세는 당분간 부담이다.

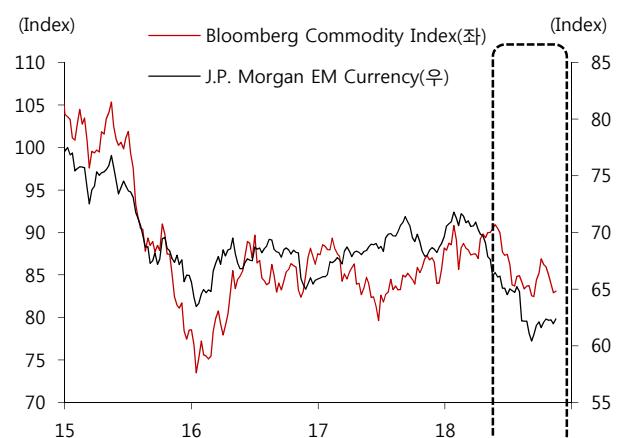
또한 달라진 경쟁환경도 고민할 필요가 있다. 과거 수요약세기에 철수 혹은 규모축소를 진행했던 업체들이 다시금 진출하였기 때문이다. 멕시코에서는 현대차그룹이 공장을 진출하며 꾸준하게 점유율을 높이고 있는 반면, GM, 르노/닛산은 점유율이 하락하고 있고, 브라질은 현대차그룹의 점유율이 하락한 반면, VW, 르노/닛산은 상승하고 있다. 주요국의 수요가 감소가 예상되는 내년부터는 경쟁이 보다 치열해질 가능성이 높다.

<그림 23> 주요 지역별 수요 전망 - 지역마다 다른 변화



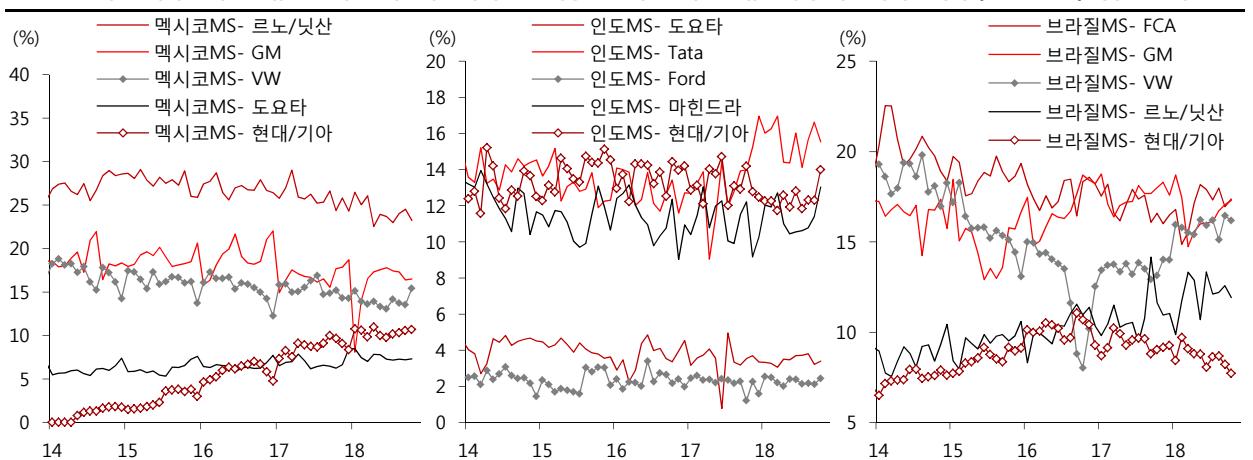
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 24> 원자재와 환율을 감안하면 수요전망 변화 가능성은 높음



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 25> 주요 지역 업체별 점유율- 일부 업체들 수요가 양호한 시장으로 재진입하며 점유율 상승. 수요가 양호하더라도 경쟁심화 가능성 존재



자료: Marklines, SK 증권

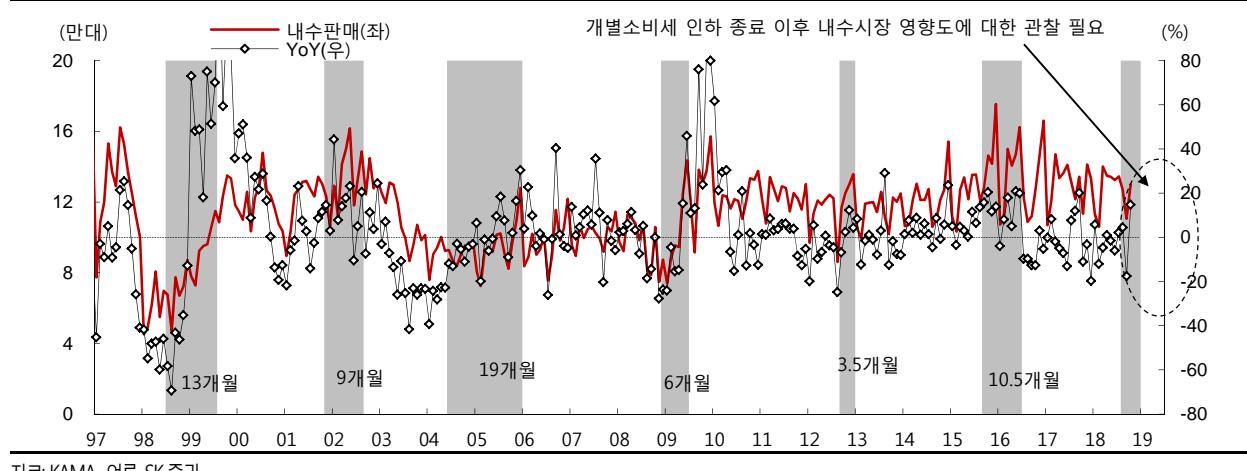
## 내수 - 개소세 인하 연장여부와 선수요의 후폭풍

하반기 정부는 고용악화와 소비심리 위축 등을 고려해 1)연말까지 자동차(경차 제외), 이륜자동차, 캠핑용자동차 등에 개별소비세 인하(현행 5%→ 3.5%)와 2)노후 경유차조기 폐차 지원을 확대하고, 폐차 후 신차 구입시 100 만원 한도로 개별소비세 70% 감면 계획을 발표하였다. 정부는 자동차 개별소비세 감면을 통해 자동차 구매자의 비용 절감 및 중소협력업체의 부담 감소 등 혜택이 발생함과 동시에民間 소비가 0.1~0.2%p, 국내총생산(GDP)이 최대 0.1%p 오를 것을 기대하고 있다.

관세이슈가 계속되고 있는 선진시장과 수요둔화 가능성이 높은 신흥시장 상황을 고려할 때, 개별소비세 인하를 통한 내수활성화는 긍정적이라는 판단이다. 실제로 수출물량이 내수로 일부 이전되며 국내공장 가동률을 일정수준 이상 유지하는데 기여하고 있다.

하지만 19년을 전망함에 있어 개별소비세 인하로 인한 선수요 발생은 부정적이다. 통상 정책 종료 이후 발생했던 판매 감소를 생각한다면, 최소 내년 상반기까지는 국내공장 가동률 우려가 재차 발생할 수 있다. 15년~16년에 정책 종료 이후 단기 내에 다시 실행했던 경험이 있었다는 점을 생각하면, 정책 연장여부에 주목할 필요가 있다.

<그림 26> 자동차 내수 판매 추이 – 개별소비세 인하 시기에 통상 선수요 발생 종료 이후 단기간 수요 급락 정책 연장 여부에 주목

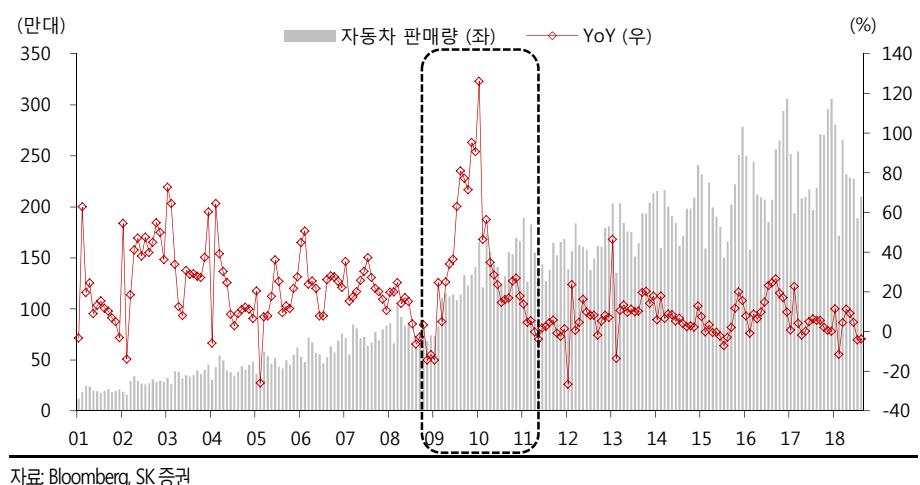


## 중국 - 수요둔화보다는 공급과잉이 근본적 문제

중국 수요에서는 부양책 시행여부가 중요하다. 특히 미-중 무역분쟁에 대응하기 위한 방안 중 하나로 소비진작을 통한 내수부양이 기대되는 상황이다. 최근 부양 정책을 시행할 가능성을 시사하는 발표도 있었고, 과거 적극적인 부양책을 통해 자동차 수요를 견인했던 경험도 있다.

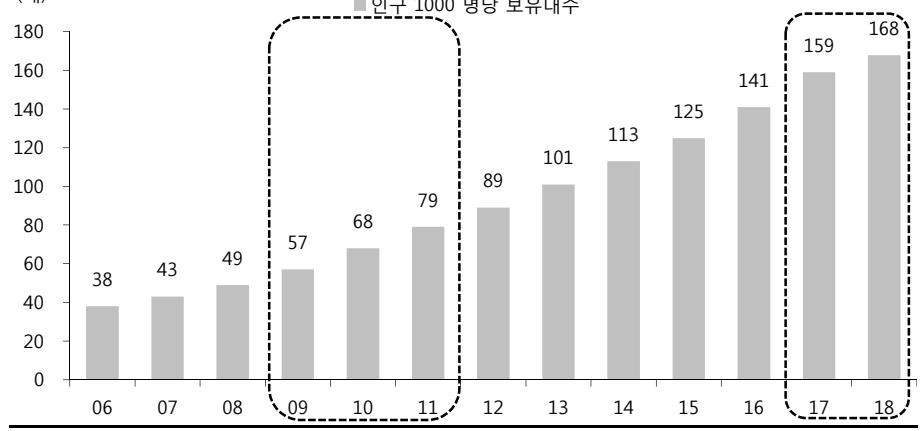
다만 과거와 같은 효과를 기대하기에는 무리가 있다. 인구 천명당 자동차 보급대수가 꾸준하게 증가하면서 중국의 인구 천명당 보급대수는 당사 추정치 기준으로 17년과 18년 각각 159 대, 168 대까지 높아졌을 것으로 예상된다. 미국과 서유럽 등 주요 선진 시장과 비교하면 여전히 낮은 수준이지만, 어느덧 글로벌 평균수준에 수렴한 것이다. 부양책 시행이 단기 주가에는 긍정적이겠지만, 효과는 예상보다 미밋할 수 있다.

<그림 27> 과거 적극적인 부양책을 통해 자동차 수요 견인



자료 Bloomberg, SK 증권

<그림 28> 인구 천명당 자동차 보유대수 - 과거보다 높아진 보급대수, 부양책은 긍정적이나 효과는 미온적

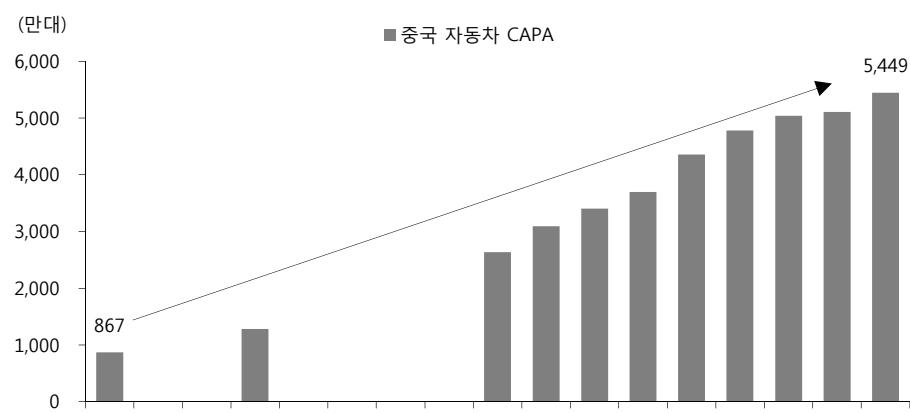


자료 KAMA, SK 증권 주: 2017, 2018 SK 추정치

다른 측면도 살펴보아야 한다. 현재 중국 내 경쟁심화가 오직 수요부진이라는 하나의 이유만일까? 결론적으로 공급과잉이 더 큰 요인이라는 판단이다. 그간 높은 수익성과 수요 증가에 도취되어, 무분별한 투자가 진행됨에 따라 자동차 CAPA는 2020년에 5,449만대까지 늘어날 전망이다. 04년 867만대와 비교하면 5배의 증가다.

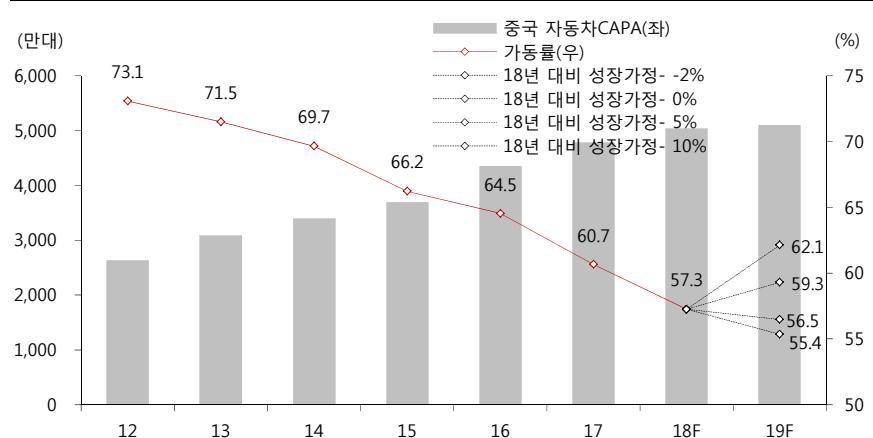
결국 과거대비 증가한 차량보급대수와 점차 낮아지고 있는 수요 증가율 사이에 미스매치가 발생하기 시작하고 있다. 12년 73.1%였던 가동률은 점차 낮아지며 18년 예상 기준 57.3%으로 하락하였다. 통상 BEP 수준이라고 알려진 70~80%보다 현저하게 낮다. 가정에 따라 달라질 수 있지만, 19년은 부양책 등을 통해 10%의 성장을 기록한다고 했지라도 가동률은 16년 64.5%보다 낮은 62.1%를 기록할 전망이며, 0%의 보수적인 성장을 가정하면 56.5%까지 낮아지게 된다.

<그림 29> 중국 자동차 CAPA 추이 - 2004년 대비 490% 가량 증가한 2020년 CAPA 계획



자료 산업자료, SK증권

<그림 30> 중국 자동차산업 가동률 추이 - 점차 낮아짐에 따라 고정비에 대한 부담이 발생

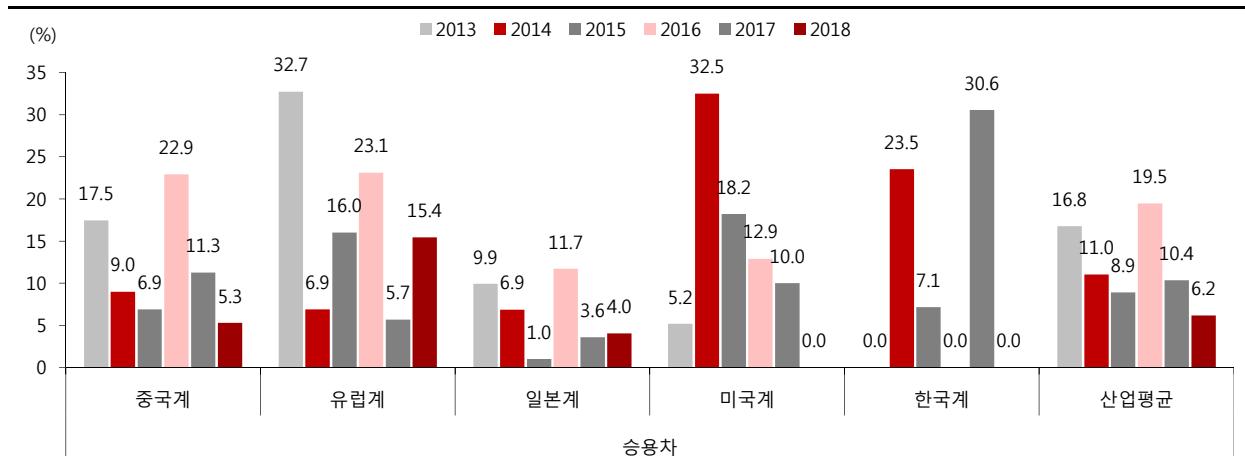


자료 산업자료, SK증권 추정

최근까지도 공급능력이 증가되었기 때문에 수요둔화와 경쟁심화를 반영하여 앞으로는 생산능력을 유지하거나 혹은 줄이는 방안이 필요하다. 하지만 실질적으로 신규공장 증설에 1.5~2년 가량 소요된다는 점과 완성차 단독이 아닌 부품사의 동반 투자라는 점을 감안할 때 투자가 중간에 취소되기는 어렵다. 또한 동반 증설하여 규모를 확보하지 않으면 장기적으로 점유율을 빼앗길 수 있다는 우려감이 기존 증설계획을 유지하도록 압박하고 있다.

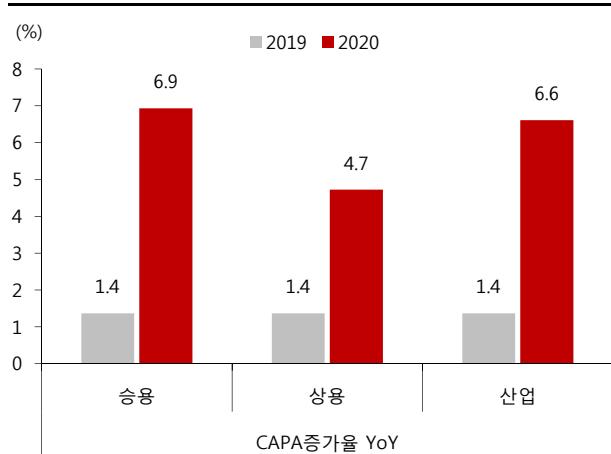
실제로 19년과 20년에 승용기준으로 각각 1.4%, 6.9%의 CAPA 증대가 예상되며, 특히 이번에는 그간 투자가 미미했던 일본업체들의 생산능력이 20년 17.7% 가량 증가 한다. 또한 로컬업체를 제외한 글로벌 주요업체의 경우 19년 5.6%, 20년 10.1%, 21년 1.9%로 예정되어 있다. 수요둔화만 주된 문제가 되는 다른 지역과 달리 중국은 공급능력 확대까지 동반되고 있다. 경쟁심화를 단기적인 이슈로 볼 수 없다. (자세한 내용 2018.10.10 발간자료 '중국자동차산업, 공급과잉이 이끄는 각자도생의 시대' 참조)

<그림 31> 지역별 구분기준 전년 동기 대비 CAPA 증가율 – 투자 일정은 업체마다 모두 상이



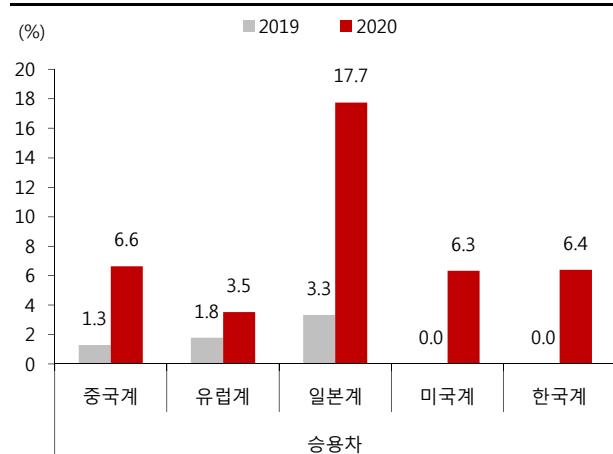
자료: 산업자료, SK증권

<그림 32> 19년 이후에도 증설은 예정



자료: 산업자료, SK증권

<그림 33> 19, 20년에는 일본업체의 증가율이 높은 편



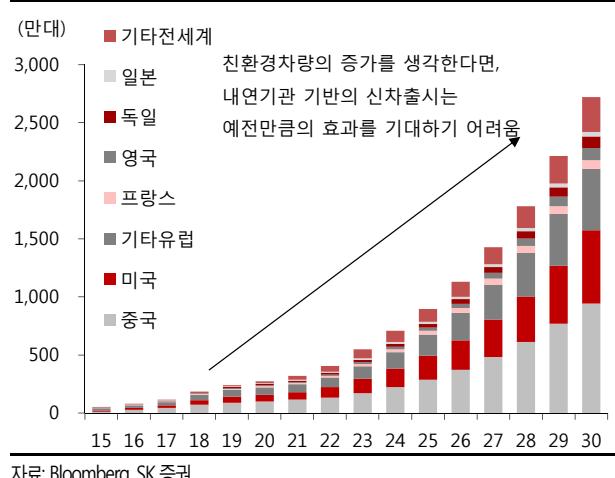
자료: 산업자료, SK증권

## 신차효과의 희석 - 전동화로의 변화, 선택받기 위한 모델 수의 증가

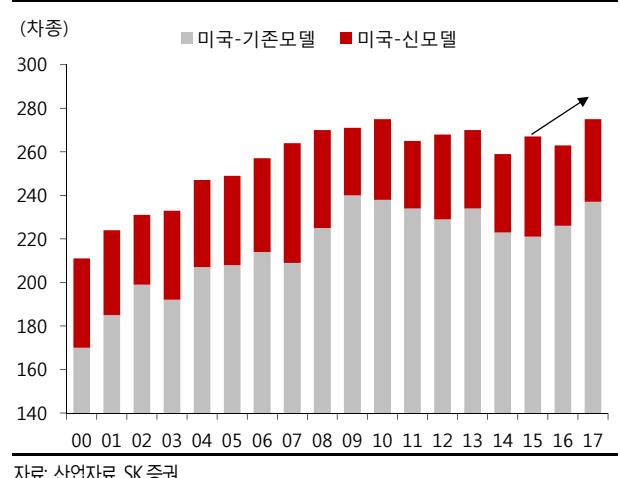
수요둔화와 경쟁심화 환경에서 우려되는 점은 신차효과의 희석이다. 당사는 과거와 달리 신차가 출시되어도 판매와 실적, 주가에 끼치는 영향력이 낮아지는 원인으로 1)내연기관에서 전동화로의 변화와 2)다양한 차종의 출시를 꼽고 있다. 향후 동력원은 점차 전동화될 전망이고, 기관마다 예상치는 다르지만 내연기관의 입지는 점차 좁아질 것이다. 실제 디젤엔진의 경우 디젤게이트 이후 유럽을 중심으로 급격한 수요감소를 보이고 있다는 점도 중요하다. 결국 기존 내연기관 차량이 볼륨모델의 신차를 출시하더라도, 1)과거와 같은 판매량 증가를 기대하기도 어렵고, 2)판매량이 증가한다고 할지라도 향후 변화와 맞지 않다는 점이 희석요인으로 작용하고 있다.

과거와 같은 판매량 증가를 기대하기 어려워진 또 다른 이유는 차종의 확대에 있다. 높은 수요가 견인하는 자동차 시장에서는 차종의 수가 많을 필요도 없고, 빈번하게 출시될 동인도 제한적이다. 하지만 지금은 공급능력에 여유가 있는 상태이므로 가동률을 높이기 위해서는 소비자의 선택을 받기 위한 노력이 필요하다. 소비자들의 주목을 끌기 위해 디자인이나 옵션, 부분변경 등 차별성과 새로움이 요구되고, 이는 결국 다양한 차종의 출시로 이어질 가능성이 높다. 업체 입장에서는 소품종 대량생산에서 대품종 소량생산으로 바뀜에 따라 연구개발과 생산효율성이 떨어지는 것을 감내할 수 밖에 없다. 미국에서 판매되는 모델 수를 보더라도 과거 대비 기존+신규 모델의 숫자가 많아졌고, 최근 새차 증가하고 있다. 모델의 증가에도 판매량의 개선이 없다면, 결국 가격의 하락과 프로모션의 증가, 비용 부담으로 이어질 수 밖에 없다.

<그림 34> 전기차 침투 증가, 과거보다 낮아진 내연기관의 영향력



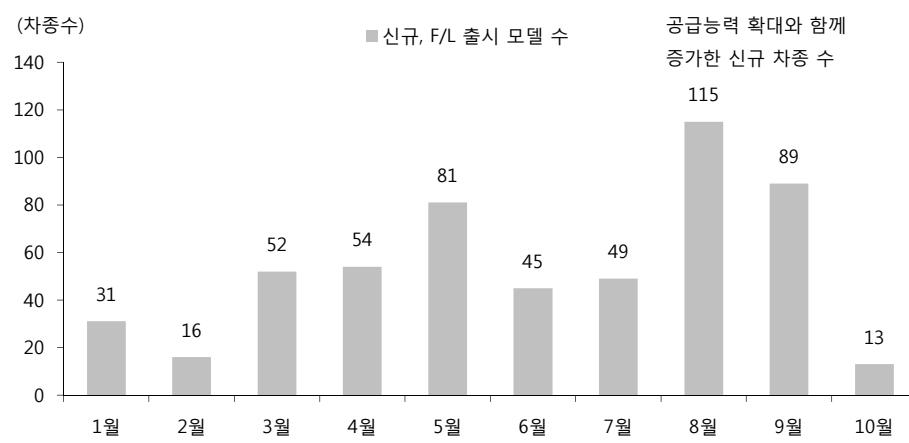
<그림 35> 미국 신규차종 - 모델 수는 다시 많아지는 추세



이러한 특징은 중국에서 극명하게 드러난다. 2018년 들어 월별로 출시된 신규차량 리스트를 보면, 차종의 수가 통상적인 상황에서보다 많음을 확인할 수 있다. 특징적인 점은 상대적으로 수요가 좋았던 시기보다 이번 하반기부터 나오는 차량의 종류가 더 많다는 점이다. 중국의 수요 성수기가 1,4 분기라는 점을 감안하면 성수기 판매를 위한 출시라고 생각되지만 수요둔화에 대응하기 위한 신차 출시도 증가했을 가능성이 크다.

차종 다양화 이후 낮아지는 가격도 확인할 수 있다. 중국 내 신규 출시된 차량을 엔트리 가격(옵션제외) 기준으로 정렬하면 아래 <그림 37>처럼 분포가 나타나는데 가장 많은 비중을 차지하는 금액은 5~8 만위안의 범위이며, 대체로 20 만위안 이하의 저가에 밀집되어 있음을 확인할 수 있다. 심지어 일부 로컬업체들은 5 만위안 이하의 차량도 판매하고 있는 상황이다.

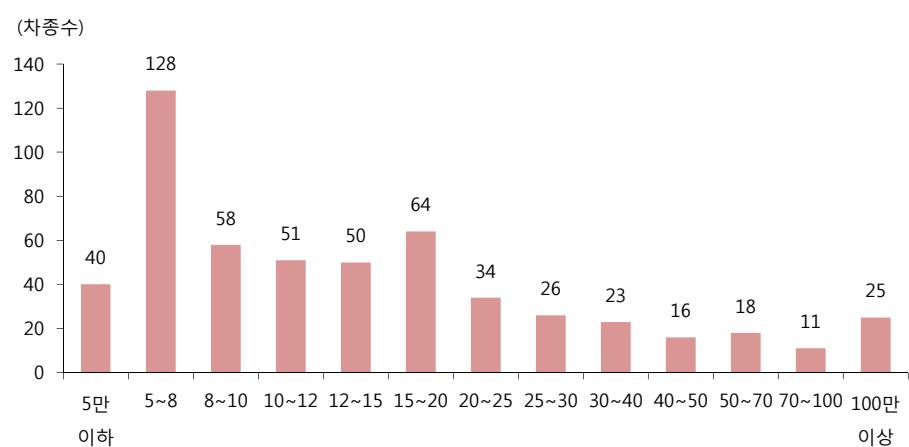
<그림 36> 중국 2018년 월별 신규 출시 모델 차종수 - 1~10월 누적으로 570여 차종이 출시된 중국



자료 산업자료, SK증권

주: 신규출시의 기준 = 완전변경(Full Model Change) 뿐만 아니라 부분변경(F/L), 파생모델 친환경 버전 등 기준 차량에서 변화를 감미한 차종을 모두 포함하는 수치.

<그림 37> 가격대별 분류 - 고가차량보다는 저가차량의 출시가 많은 상황



자료 산업자료, SK증권 주. 엔트리 가격 기준

### 3. 과거보다 높아진 비용부담 - 빨라진 변화와 변수

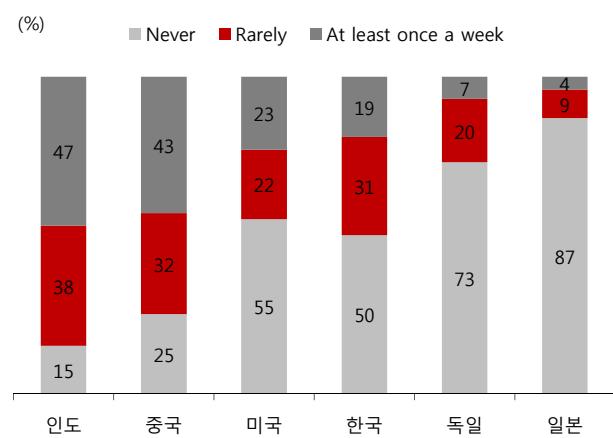
#### 친환경, 자율주행, 플랫폼으로의 변화

업황이 낙관적이지는 않지만, 과거처럼 수요가 급락하지 않는다면 구조조정까지 야기 할 정도로 수익성이 악화될 가능성은 낮다. 하지만 달라진 점이 있다면 과거보다 완성차업체에 요구되는 투자의 분야와 범위가 넓어졌다는 사실이다. 친환경, 자율주행, 플랫폼으로의 변화 때문이다. 동시에 이러한 변화를 기존 완성차가 아닌 이종산업에서 이끌고 있다는 점이 중요하다. 결국 영역의 확장뿐만 아니라 경쟁자들도 늘어나고 있는 상황임을 생각하면, 업의 영속성을 위한 투자는 필수적이다.

당장 19년부터 시행되는 변화를 보자. 중국의 NEV(New Energy Vehicle)와 같은 규제 요인은 친환경차량 판매/생산의 강제성을 높이고 있고, WAYMO의 무인택시 배차 서비스 시행(피닉스부터 시작), UBER의 자율주행 테스트 재개 등은 자율주행 시대를 앞당기고 있다. Ride sharing에 대한 인식에서도 <그림 38>에서처럼 신흥국 중심으로 점차 높은 접근성이 나타나고 있다. 이를 대변하듯 소프트뱅크에서 투자한 Uber, DiDi Chuxing, Grab, Ola, Cruise Automation은 현재 높은 가치를 받고 있다.

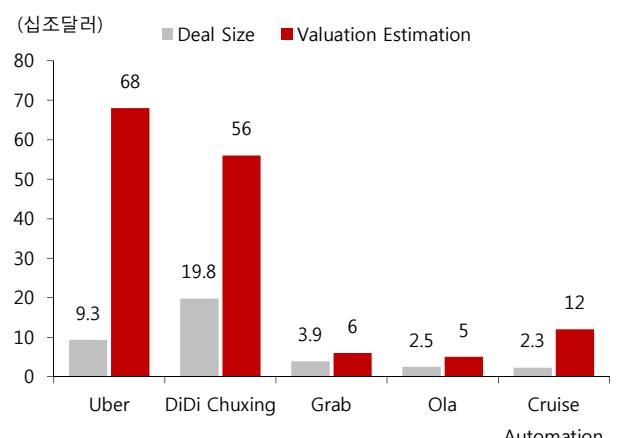
변화를 따라잡기 위한 완성차 업체의 대규모 투자는 현재진행형이다. 일례로 최근 VW은 전동화와 자율주행에 5년간 '440 억유로'로 투자 확대를 발표하였고, 그 중 전동화 분야에 300 억유로를 투자할 계획이다. 심지어 440 억유로에 중국지역의 투자규모는 포함되지 않았다. 자동차수요의 급락이 없더라도, 대응을 위한 노력과 비용은 증가할 수 밖에 없다.

<그림 38> Ride sharing 이용 - 신흥국 중심으로 높은 접근성



자료: PWC, SK증권

<그림 39> 소프트뱅크의 투자 - 현재 높은 가치를 받고 있음



자료: Bloomberg, SK증권

&lt;그림 40&gt; WAYMO – 무인 택시 서비스 개시



자료: 언론, SK 증권

&lt;그림 41&gt; UBER – 자율주행 테스트 재개



자료: 언론, SK 증권

&lt;표 5&gt; 글로벌 완성차 업체 차량공유 사업 진출 현황

구분	내용
현대차	차량 공유 스타트업 럭시(LUX)투자 / 프로젝트 아이오닉 공동 추진 동남아 최대 차량 공유업체 그랩(Grab)에 지분 투자
도요타	그램에 1 억달러 투자 / 미국 차량공유 스타트업 '겟어라운드(Getaround)'투자 우버(Uber)와 동맹 / 차량 리스 프로그램 공동 추진 美 하와이에서 차량공유 서비스(Hui) 사업 시작 / 재팬택시에 75 억엔 투자 소프트뱅크와 전략적 제휴 MONET Technologies 설립
다임러	美 차량공유업체 'Via Transportation'과 런던 진출 Car2Go, Moovel, mytaxi 차량공유 호출서비스 사업 중 BMW의 DriveNow 와 Car2Go 합쳐 JV 설립
GM	차량공유 서비스 Maven 美 17 개 도시 서비스 중 / 美 Lyft에 5 억달러 투자
포드	차량공유 자율주행 스타트업 Argo 10 억달러 투자 리프트와 차량공유 서비스 제공을 위한 자율주행차 개발 합의
폭스바겐	中 차량호출업체 디디추싱과 차량공유 JV 설립 추진 차량공유 브랜드 'WE' 2019년 사업 시작 계획
재규어 랜드로버	美 리프트와 파트너쉽 체결
볼보	우버에 자율주행차 2 만 4000 대 공급

자료: 각사, 언론, SK 증권

## 예상할 수 없는 변수 - 관세와 리콜

자동차섹터에 영향을 주는 다른 변수는 1)무역분쟁의 산물인 관세 부과와 2)점차 증가하고 있는 리콜이다. 현재 미국에서부터 시작된 자동차관세 이슈는 유럽과 중국으로 확대되고 있다. 과거 수요둔화기에 자국산업 보호를 위한 관세 규제가 시행되었던 경험을 상기한다면, 우려는 당분간 지속될 가능성이 높다. 자동차업체도 관세의 영향을 줄이기 위해 생산 차종을 재검토하고 있다. 그리고 관세가 자동차라는 재화에 직접 부과되지 않더라도 직간접적인 여파는 이미 나타나고 있다. 연초 발효된 미국 철강/알루미늄 관세부과가 대표적으로 미국 현지생산법인의 원가상승요인으로 작용하고 있다. 가격인상이 어려운 상황임에 따라 해당 이슈는 업체들의 실적 악화로 이어지고 있다.

점차 증가하고 있는 리콜도 변수다. 리콜건수와 대상차량이 시간이 지날수록 증가하고 있다. 플랫폼통합과 부품공용화 비중이 높아짐에 따라 리콜당 적용차량 대수도 점차 많아지고 있다. 현대차그룹도 리콜증가와 이로 인한 충당금적립 확대 영향으로 판매보증 관련 부담이 커지고 있다.

<표 6> 자동차 관세 이슈는 당분간 계속될 전망

### 트럼프發 車관세폭탄...韓·日·EU 사정권에 "

- 美상무부 보고서 조기 제출
- 백악관 검토 후 내년 초 확정

2018.11.13 매일경제

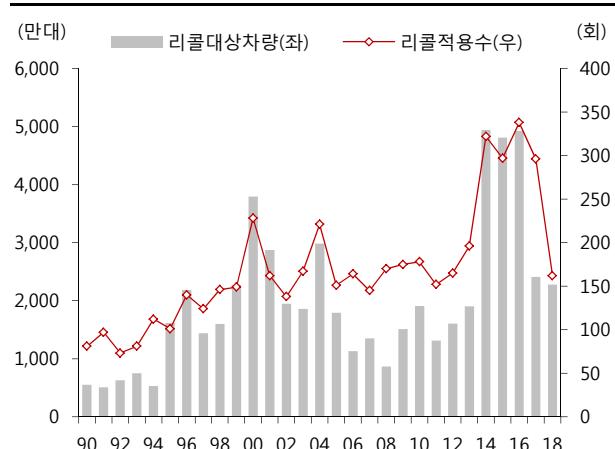
### EU "美 자동차 관세 부과할 시 바로 보복"

- 동일한 규모로 미국산에 관세 매길 준비...
- 미 상무부 관련 보고서 제출 직후 발언

2018.11.15 머니투데이

자료: 언론, SK증권

<그림 42> 미국 리콜 차량 대수 - 적용대상 차량이 많아지는 추세



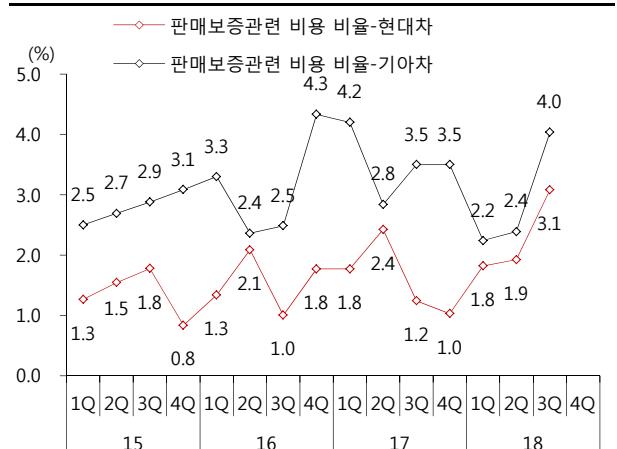
자료: Edmunds, SK증권

<표 7> 과거에도 자국산업 보호를 위한 관세 규제는 있었음

국가명	내용
멕시코	- FTA 비체결국가의 자동차 수입관세 평균 50%
말레이시아	- 자동차부품의 국산화율 규제 강화 예정
러시아	- 자동차 수입관세율 25%에서 30%로 인상 (09.1.12 일부)
우크라이나	- 자동차 수입관세율 인상 (10% → 23%) (08.12 월부터, 6 개월간)

자료: 언론, SK증권

<그림 43> 판매보증충당금 추이 - 현대/기아



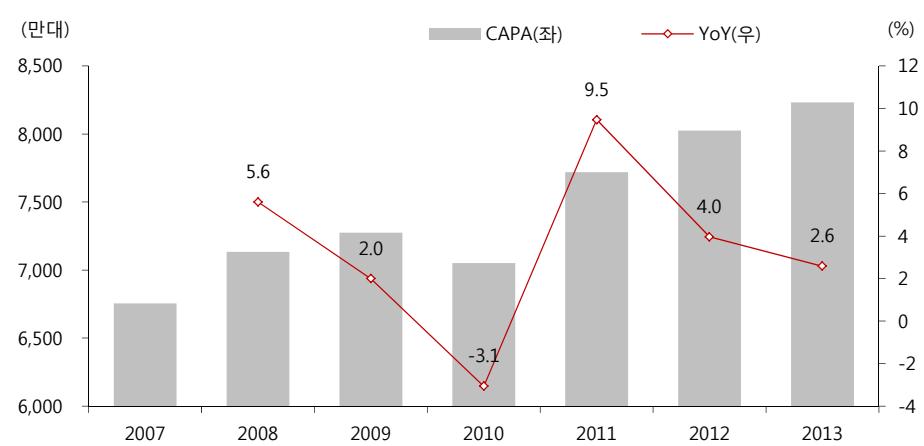
자료: 현대차, 기아차, SK증권

## 4. 현실화되고 있는 구조조정

### 경쟁심화 → 수익성악화 → 구조조정의 역사는 반복될까?

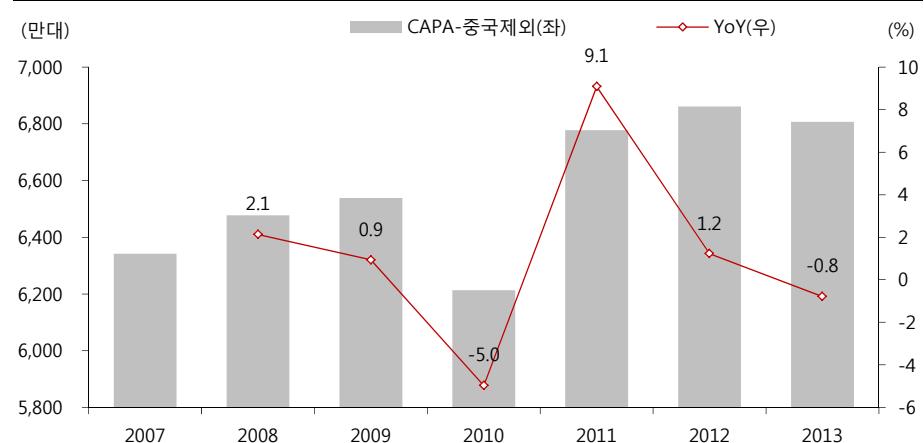
과거 수요의 역성장 이후 주요업체들의 글로벌 CAPA 증감을 보면 2010년 -3.1%를 기록하며 공장폐쇄라는 극단적인 구조조정이 진행되었다. 부양책으로 타지역과는 다른 수요를 보였던 중국을 제외할 경우 2010년에는 -5.0%, 2013년에는 -0.8%의 CAPA 조정이 진행되었음을 확인할 수 있다. 물론 수요가 과거 금융위기 때처럼 급락할 가능성은 낮다. 하지만 경쟁심화가 진행되고 있고 비용부담과 불확실한 경세를 생각하면, 향후 구조조정까지 이어질 가능성이 높다. 실제로 Ford 와 GM 은 지난 6 월과 10 월 각각 구조조정 계획을 발표했다. Ford 는 약 15 조원 규모의 구조조정을 장기간 진행하며, GM 은 1.8 만명의 희망퇴직을 받을 예정이다. 이미 구조조정은 현실화되고 있다.

<그림 44> 글로벌 자동차 CAPA 추이 - 2010년 CAPA 조정 진행



자료 산업자료 SK증권 주: GM, Ford, VW, 다임러, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쓰다, 현대, 기아 기준

<그림 45> 중국 제외 글로벌 CAPA 추이 - 2010년과 2013년 CAPA 조정 진행

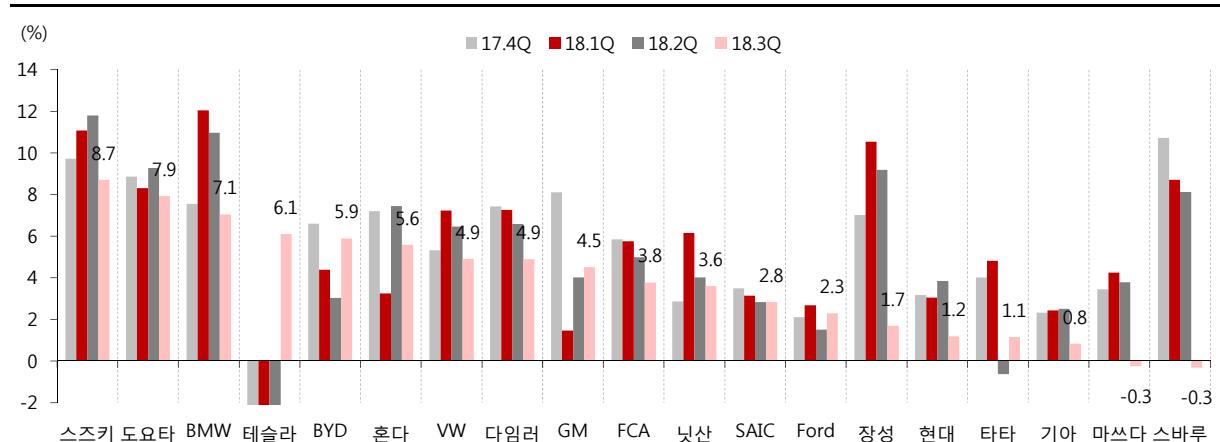


자료 산업자료 SK증권 주: GM, Ford, VW, 다임러, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쓰다, 현대, 기아 기준

그렇다면 어떤 지표를 보아야 하고, 어떤 업체가 가장 위험할까? 영업이익률을 기준으로 하면, 일부 업체를 제외하고 수익성 악화가 이미 진행 중이다(〈그림 46〉). 업체의 수익성이 구조조정 여부에 영향을 주겠지만, 현재 시점에서 수익성과 함께 중요한 요소는 경쟁과 투자를 병행할 수 있는 유동성의 확보이다. 즉, 1)안정적인 수익성과 함께 2)높은 현금여력, 3)낮은 재고부담을 보유한 업체에게 유리한 국면이다. 그렇지 못하다면 다가올 혹한기를 견디기에 무리가 있을 것이다.

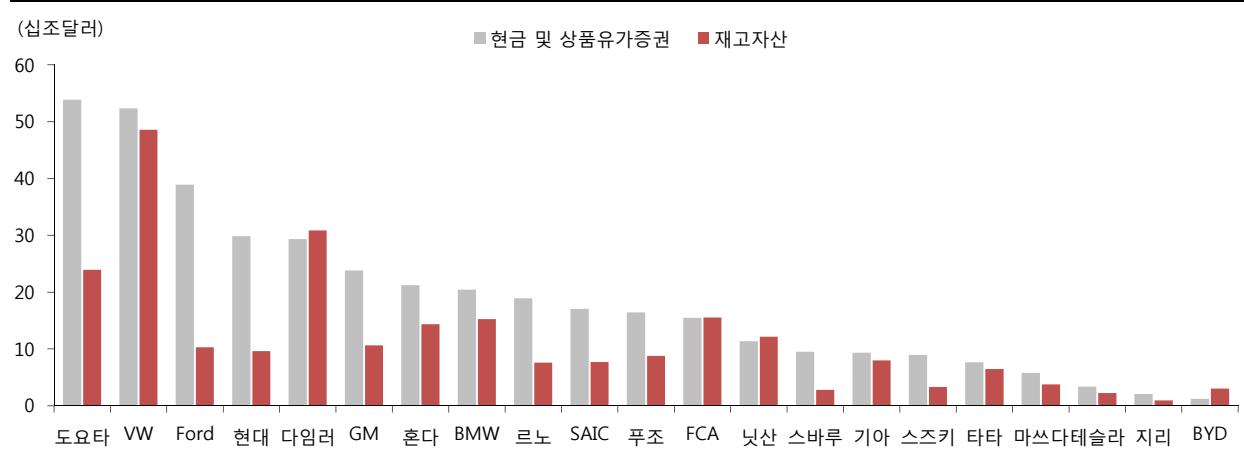
〈그림 47〉에서처럼 현금여력과 재고자산 규모만 보면, 도요타와 GM가 잘 준비되어있고, VW과 다임러, FCA 등은 재고조정이 필요한 상황이다. 특히 아직 규모의 경제가 구축되지 않은 업체들에 대해서는 주의를 기울일 필요가 있다. 당사에서는 완성차 업체 중에서 도요타와 GM을 다가올 변화에 잘 준비된 업체로 판단하며, FCA와 PSA는 경쟁사보다 더욱 어려운 국면을 맞이할 것으로 예상한다.

〈그림 46〉 업체별 영업이익률 – 일부 업체를 제외하면 수익성 하락 진행



자료 Bloomberg, SK 증권 주: 업체 정렬은 183 분기 영업이익률 기준 내림차순

〈그림 47〉 현금 및 상품유가증권과 재고자산 비교 – 경쟁심화 환경에서 현금여력과 재고자산 규모 여부는 점차 중요해질 것으로 판단



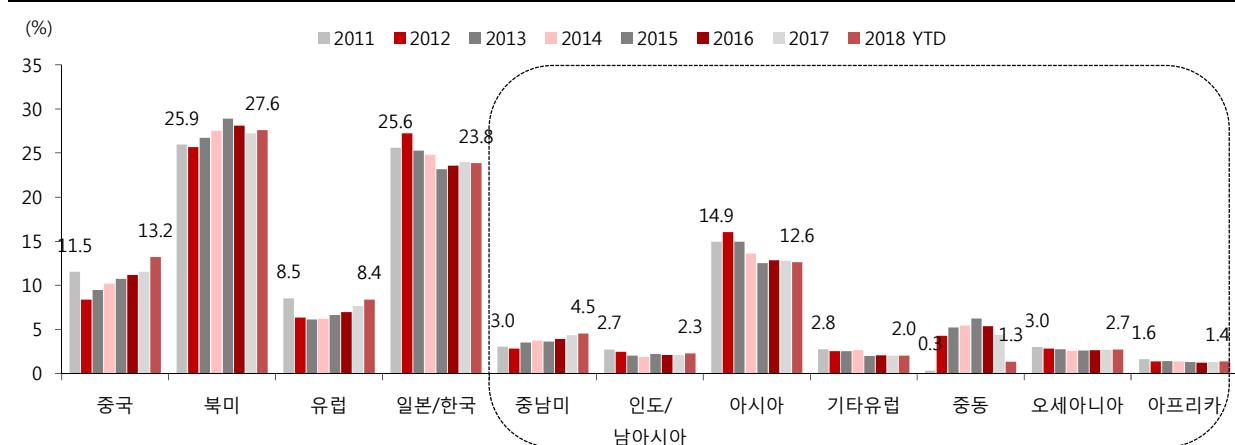
자료 Bloomberg, SK 증권 주: 업체 정렬은 현금 및 상품유가증권 기준 내림차순

## 도요타 - 안정적인 판매와 실적, 플랫폼 업체로의 진화도 순항 중

도요타는 앞서 확인하였듯이 경쟁업체 대비 높은 수익성과 현금여력, 낮은 재고를 보이고 있다. 지역별 판매비중이 고른 분포를 보이고 있다는 점도 경쟁업체 대비 강점이다 (<그림 48>). CAPA 역시 수요둔화를 대비하여 17년 감산이 진행되었고, 중국을 제외할 겨우 보수적인 공급계획을 가지고 있다는 점도 중요하다.

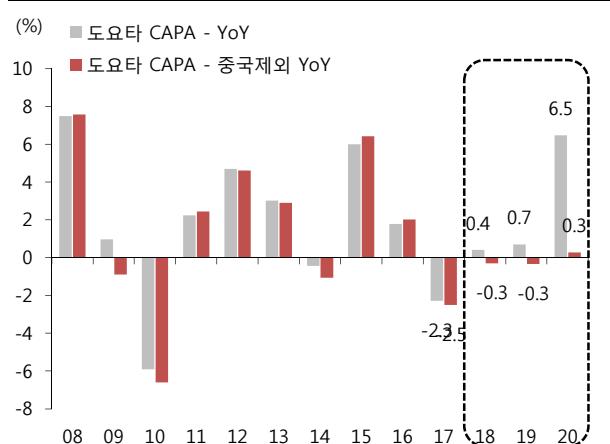
또한 완전한 자율주행을 고려한 MaaS (Mobility as a Service) 플랫폼인 'e-Palette'를 통해 모빌리티 서비스 기업으로의 변화를 발표하였다. e-Palette를 통해 업무를 위한 자율주행뿐만 아니라 물류, 교통, 판매 등 '이동이 관련된 모든 비즈니스 영역'을 포괄하는 서비스를 제공하는 것을 목표로 하고 있다. 또한 최근 소프트뱅크와의 전략적 제휴(MONET 설립)를 통해 1 차 서비스 사업자가 아닌 차량 제조사와 서비스 사업자 사이를 연결하는 플랫폼의 역할까지 영역을 확대하며 변화를 선도하고 있다.

<그림 48> 지역별 비중 - 도요타. 글로벌로 고른 판매비중을 보이고 있음



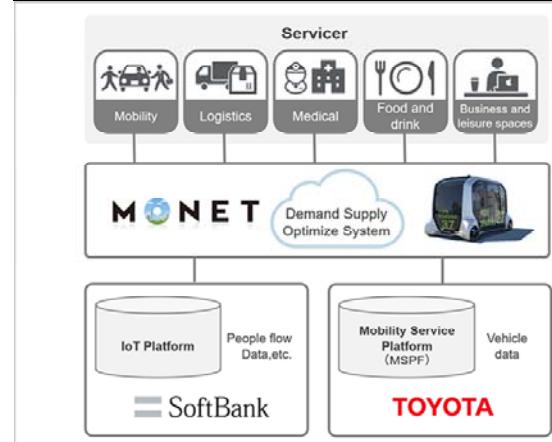
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 49> CAPA - 공급능력에 대한 부담도 경쟁업체 대비 낮음



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 50> 최근 소프트뱅크와 전략적 제휴를 통해 플랫폼전략 가속화



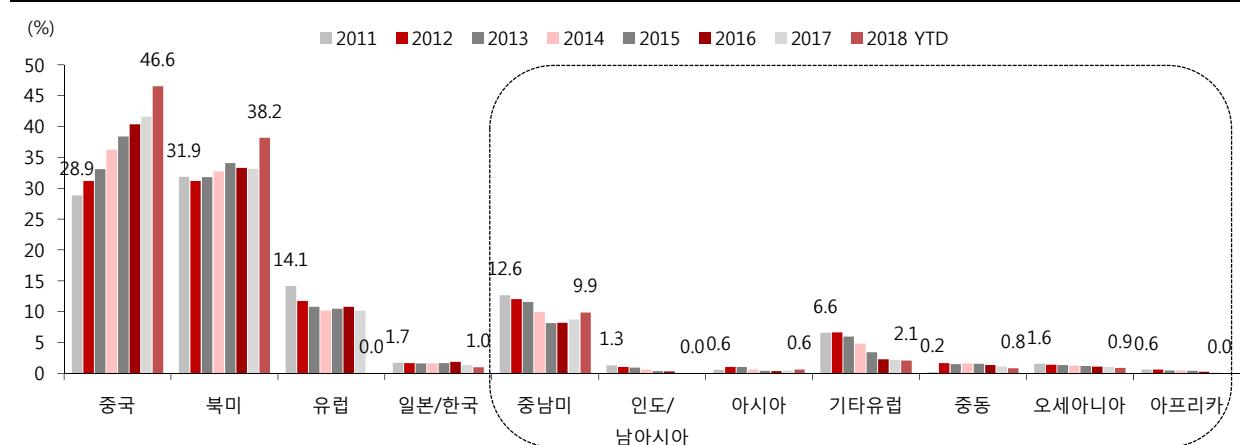
자료: 언론, SK 증권

## GM - 선택과 집중. 선제적 구조조정과 미래기술에 올인

GM은 과거 Chapter 11를 다시 경험하지 않기 위해 선제적인 구조조정을 진행해 왔다. CAPA에서 확인할 수 있듯 Opel 매각과 한국 군산공장을 비롯한 호주, 인도, 러시아 등에서 철수하며 공급능력을 줄여왔다. 이를 통해 중국과 북미, 중남미에만 집중하는 포트폴리오를 구축하게 되었다.

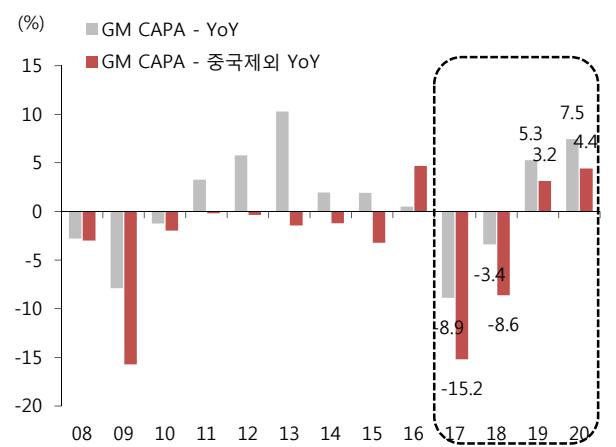
대신 미래 변화에 올인하겠다는 계획을 밝히며 과감한 투자를 병행하고 있다. 도요타와 유사하게 GM은 미래 자동차산업을 1) 자율주행 기능을 탑재한 전기차를 2) 공유 플랫폼 업체를 통해 3) 필요할 때마다 불러 타는 '모빌리티' 사회로 정의하고 있다. 이를 대비하기 위해 인공지능(AI)을 기반으로 한 자율주행 기술을 가지고 있는 Cruise Automation을 인수했고 차량공유업체 Lyft에 투자하기도 했다. Lyft를 통해 자율주행으로 운영되는 로봇택시를 상용화하겠다고 밝힌 상황이다.

<그림 51> 지역별 비중 - GM, 수익성이 높은 시장에 집중. OPEL 매각 등을 통해 주요 시장에 대한 비중을 낮춤



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 52> CAPA - 매각/철수 등을 통해 부담 완화



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 53> Cruise Automation 등을 통한 자율주행 선도기술력 확보



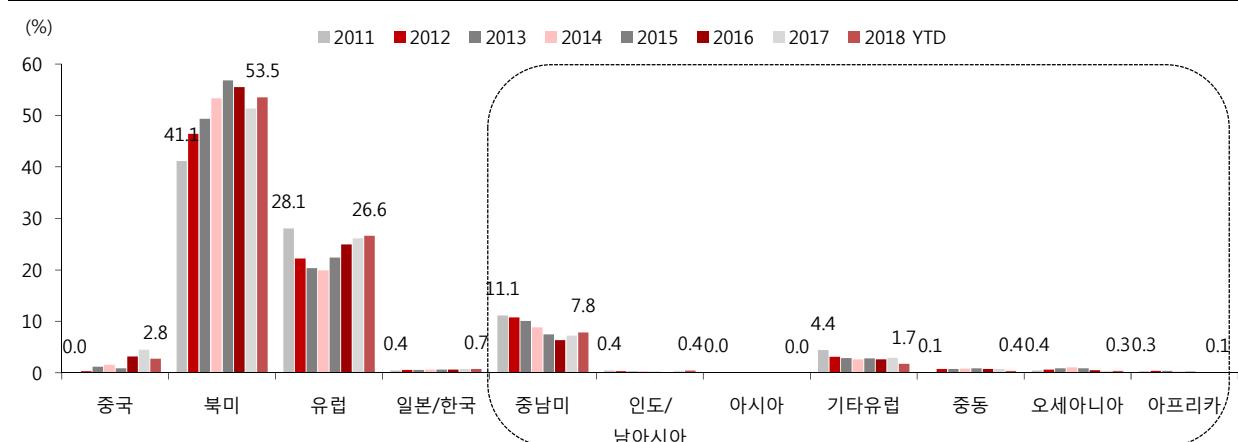
자료: 언론, SK 증권

## FCA - 유럽수요의 불확실성, 불안한 미국 재고

FCA의 판매비중은 북미와 유럽에 집중되어 있다. 경쟁업체 대비 상대적으로 늦었던 중국투자와 규모를 감안하면, 앞으로도 해당 지역에 대한 의존도가 높을 수 밖에 없다. 주력시장의 수요둔화가 예상되고, 특히 유럽 전체 판매에서 수요감소가 전망되는 이탈리아 비중이 30% 이상을 차지한다는 점이 우려요인이다.

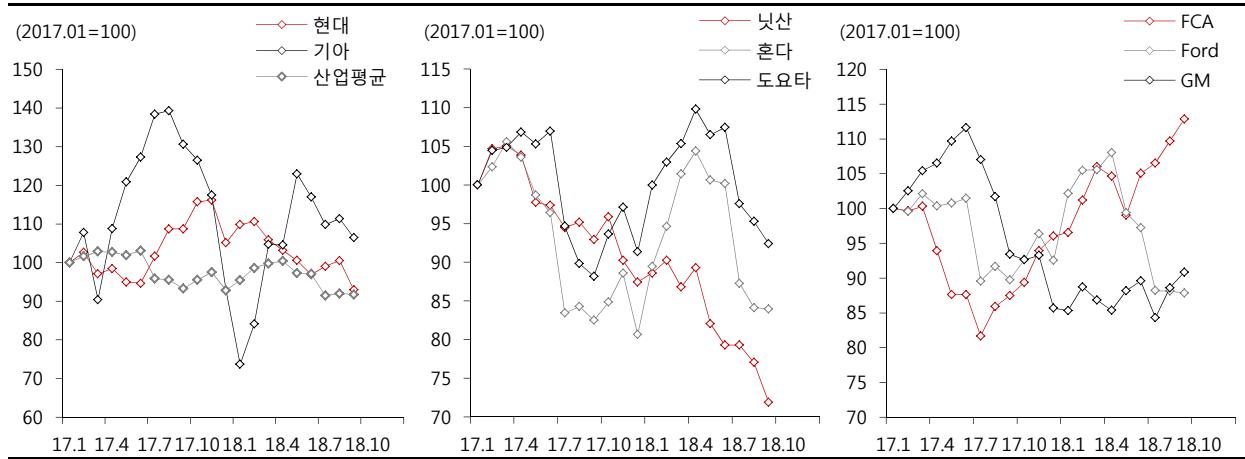
Pick-up을 중심으로 Light Truck 부문의 판매호조를 보였던 미국도 주택경기 하향과 맞물리며 19년 수요를 장담하기 어려워졌다. 특히 경쟁업체들이 수요둔화와 경쟁심화에 대비하여 재고를 줄여왔던 점과 달리 FCA(Chrysler)의 재고는 훌로 높아지고 있다. 또한 상대적으로 뒤쳐진 전기차/자율주행 양산능력도 미래전망을 어둡게 하고 있다.

<그림 54> 지역별 비중 - FCA, 북미와 유럽에 특화된 포트폴리오



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 55> 업체별 미국 재고 추이 - 유럽수요 둔화로 Fiat의 실적도 부담이지만, 경쟁업체와 달리 훌로 높아지고 있는 크라이슬러의 미국재고도 부담

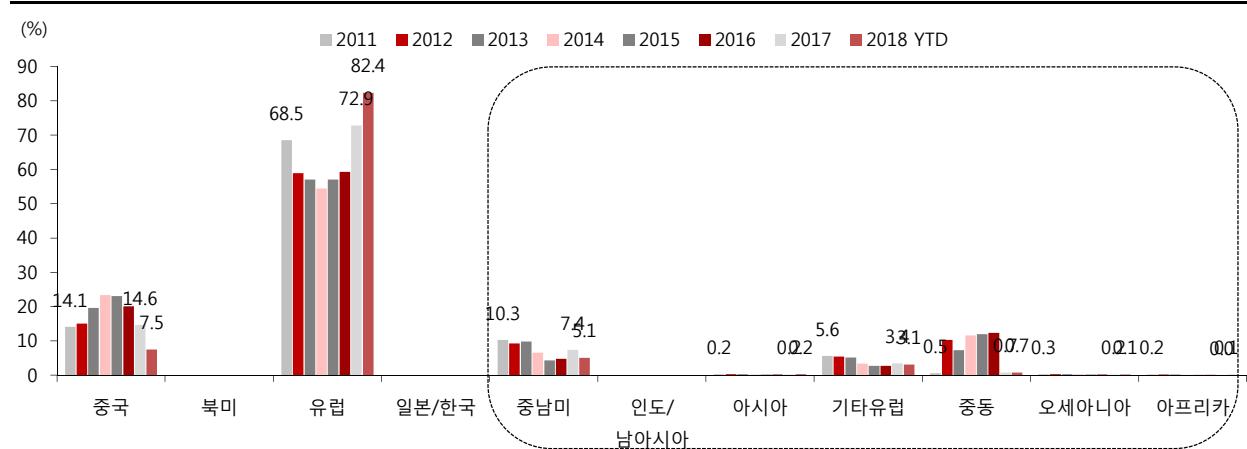


자료: Bloomberg, SK 증권

## PSA - 사실상 유럽에 종속된 사업구조

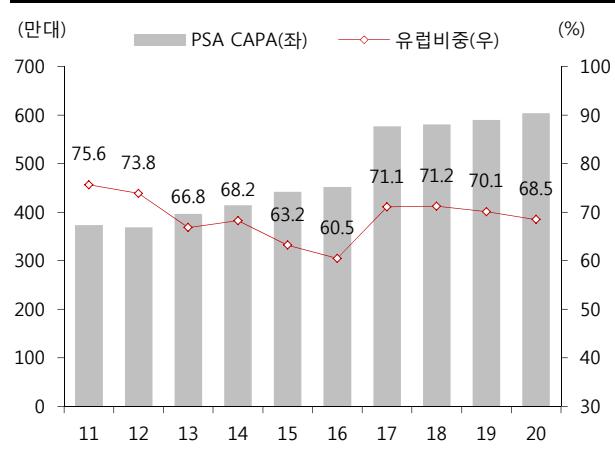
PSA는 앞서 언급한 FCA 보다 더 지역별 포트폴리오가 불안정한 회사이다. 원래 높았던 유럽비중은 GM의 OPEL 사업부를 인수하면서 17년 72.9%, 18YTD 기준으로 82.4%까지 높아졌다. 중국판매도 부진이 이어지며 과거 20% 수준에서 현재 7.5%까지 낮아졌고, 중남미와 기타유럽, 중동에서도 부진한 모습이 계속되고 있다. 지역별 CAPA를 보더라도 유럽 비중이 60.5%까지 낮아졌다가, 재차 70% 이상으로 높아졌다. 특히 회사의 의지에 따른 선택적 집중이 아닌 비자발적인 재편이라는 점을 생각하면, 다가올 수요둔화와 경쟁심화를 탈없이 넘기기엔 무리가 있다는 판단이다.

<그림 56> 지역별 비중 - PSA, 사실상 유럽에 특화된 사업구조. OPEL을 인수하면서 더욱 높아진 모습



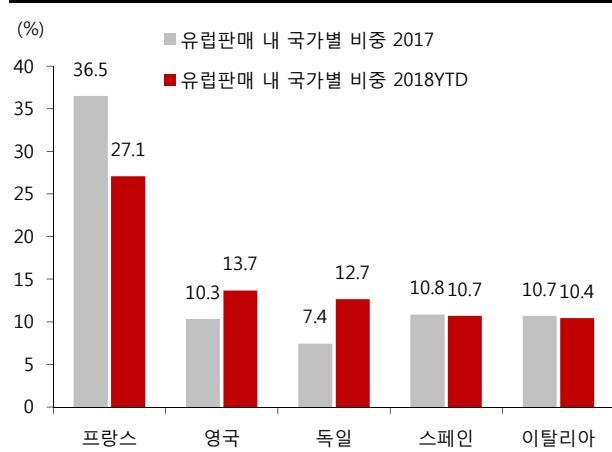
자료: 산업자료, SK증권

<그림 57> CAPA - 당분간은 유럽 경기에서 자유롭기 어려운 구조



자료: 산업자료, SK증권

<그림 58> PSA - 유럽판매 내 국가별 판매비중

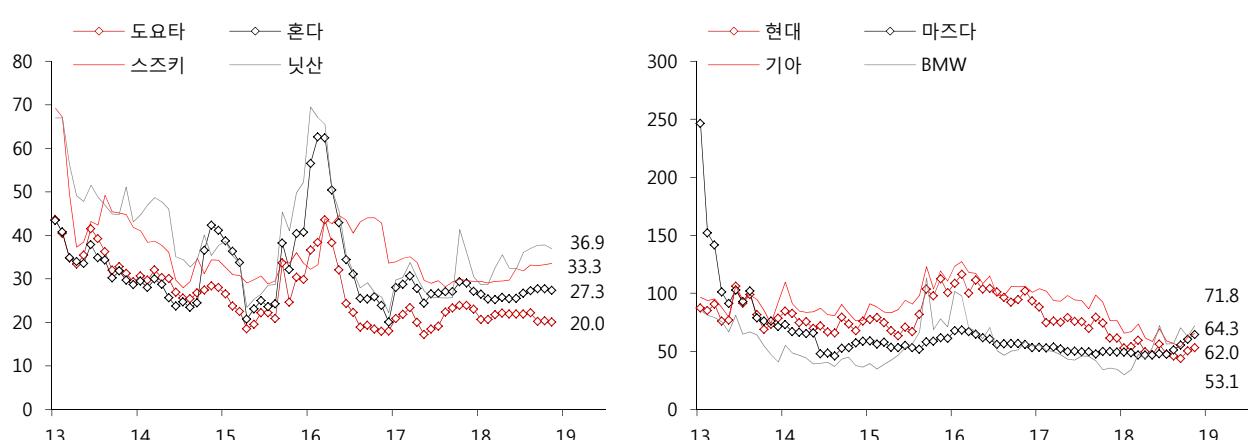


자료: ACEA, SK증권

## CDS Spread 상황은? 안정적인 일본/한국 vs 높아지는 유럽/미국

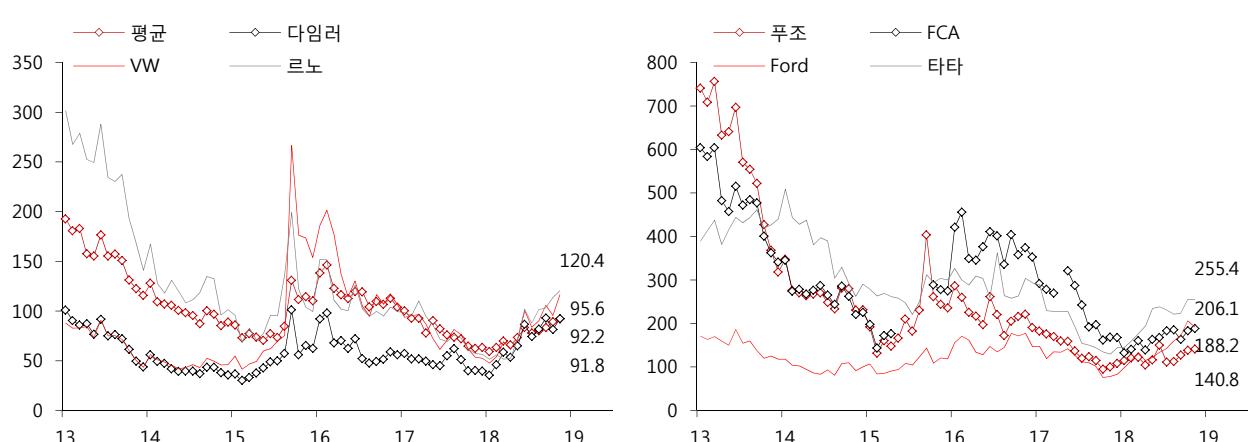
현재 재무상황과 향후 업황 변화가 모두 반영되는 완성차의 CDS Spread는 어떤 상황일까. 일본업체들이 가장 낮은 수준을 기록하고 있고, 부진한 실적이 지속되고 있지만 현대/기아차 역시 업계 평균보다 낮은 수치를 보이고 있다(〈그림 59〉). 상대적으로 유럽에 대한 의존도가 높은 다임러, VW, 르노가 업계평균보다 높고, 앞서 살펴본 FCA, PSA 와 함께 Ford, Tata 가 높은 수치를 보이고 있다(〈그림 60〉). 물론 과거 유럽위기, 원자재 하락 시기와 비교하면 높은 수준은 분명 아니다. 하지만 18년 들어 특별한 매크로 이벤트가 없는 상황에서도 CDS Spread 가 지속적으로 높아지고 있다는 사실을 절대 간과할 수 없다. 본업에 대한 우려가 분명 반영되고 있는 상황이다.

〈그림 59〉 업체별 5Y CDS Spread 추이 – 업계 평균보다 낮은 일본업체와 현대/기아, BMW



자료: Bloomberg, SK 증권

〈그림 60〉 업체별 5Y CDS Spread 추이 – 평균보다 높은 유럽과 미국업체, 18년 이후 재차 높아지는 모습

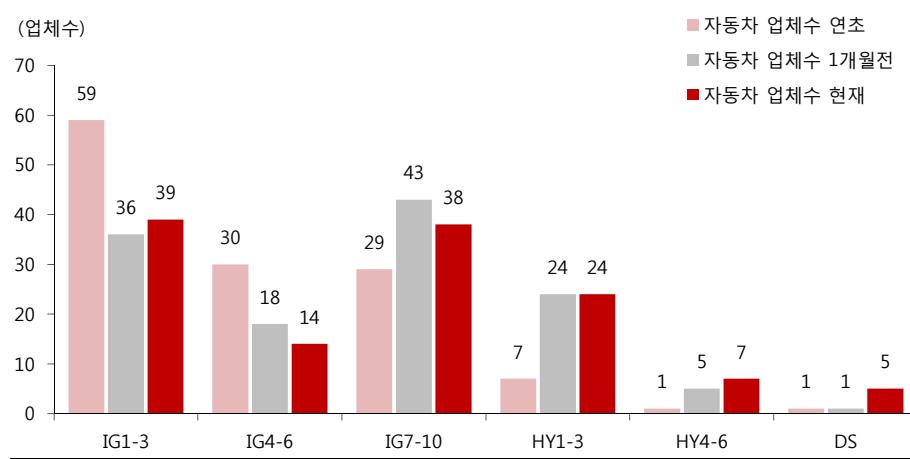


자료: Bloomberg, SK 증권

## 부도리스크 - 부품사 중심으로 빠르게 확산

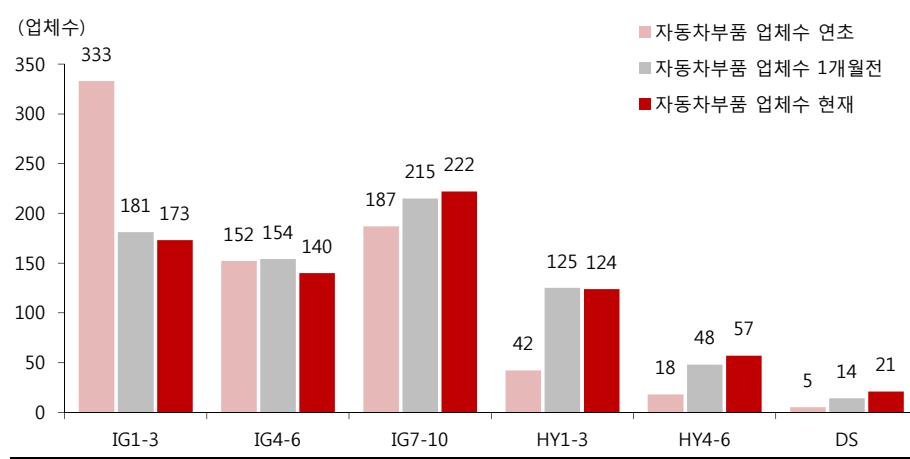
Bloomberg 기준으로 부도리스크를 점검하더라도 연초와 비교했을 때, 부실 정도가 심화되고 있음을 확인할 수 있다. 특히 1개월 전과 비교하더라도 투자등급이 하향된 업체와 하이일드/부실 업체가 증가한 모습이다. 완성차가 아닌 부품사까지 범위를 확장하면 리스크가 보다 빠르게 확산되고 있음을 알 수 있다. 부품사의 위기는 국내만의 문제가 아닌 글로벌로 동일하게 발생하고 있는 이슈인 셈이다. 물량감소와 수익성 악화, 재무부담 등의 이슈로 한계기업에 도달하는 부품업체가 많아진다면 이는 결국 완성차업체의 부담으로 이어질 수 밖에 없다.

<그림 61> 부도리스크 점검 - 자동차. 부실정도는 점차 가속화



자료: Bloomberg, SK 증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

<그림 62> 부도리스크 점검 - 자동차부품. 최근 1개월 사이 완성차보다 리스크는 더욱 급증



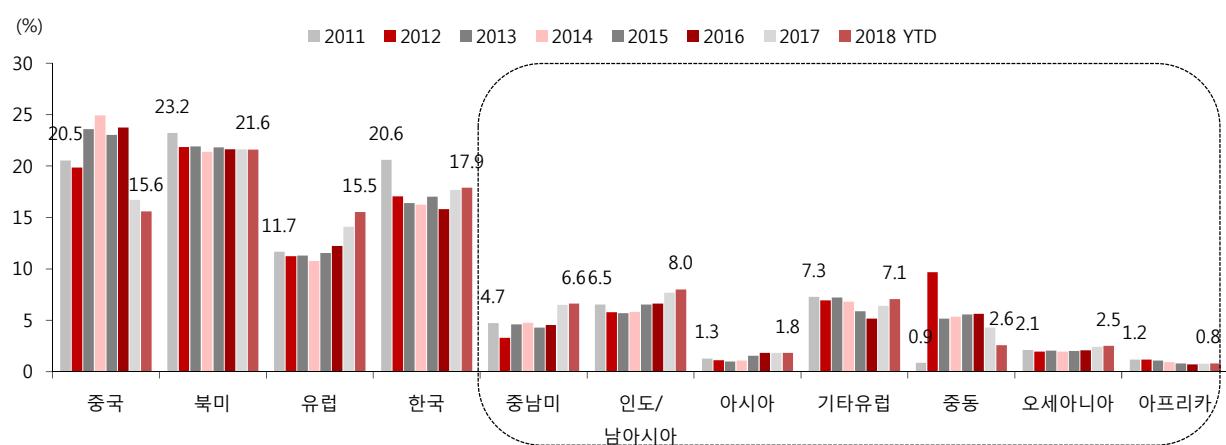
자료: Bloomberg, SK 증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

## 5. 현대차그룹, 기로에 서다

불확실한 영업환경임에는 분명하지만, 지역별 판매비중이라는 측면에서 현대차그룹이 경쟁업체 대비 양호한 환경이라는 점은 그나마 긍정적이다. 실적과 판매에 부담으로 작용하였던 재고도 인센티브 지급과 출하량 감소를 통해 많이 소진시켰다. CDS Spread나 신용등급에서도 확인할 수 있듯이 경쟁업체와 비교하여 분명 안정적인 평가를 받고 있다. 하지만 앞으로의 상황 변화 하에서 안정성만으로 살아남기 어렵다는 점 역시 분명한 사실이다.

업황의 변화에 맞춰 자동차섹터의 투자포인트도 변화될 필요가 있다. 단기적인 이익도 분명 주가에 중요한 요소겠지만, 향후 살아남아 업을 온전히 누릴 수 있느냐가 점차 중요해지는 시기다. 현대차그룹의 경우 1)변경된 파워트레인이 적용되는 신차사이클이 시작됨에 따라 차량경쟁력을 소비자에게 인정받고, 2)이를 기반으로 낮아진 수익성도 개선시켜야 하며, 3)철회되었던 지배구조 개편안을 재차 진행하며 불확실성을 제거한 이후, 4)고립무원에서 벗어나 신규투자와 협업 확대를 통해 뒤쳐진 전동화, 자율주행, 플랫폼으로의 변화에 빠르게 대응할 수 있는지 여부가 투자포인트가 될 것으로 판단한다. 현대차그룹과 자동차섹터에 있어 기로에 놓인 한 해가 될 전망이다.

<그림 63> 지역별 판매비중 - 현대차그룹, 경쟁업체 대비 양호한 판매비중



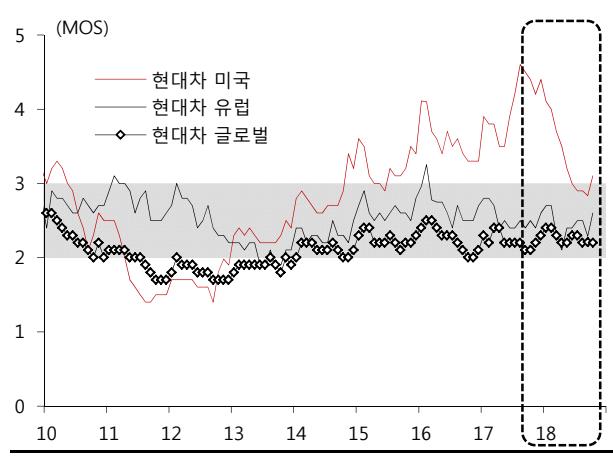
자료: 산업자료, SK 증권

## 재고 소진은 긍정적 - 수익성 중심의 계획 발표 중요

현대/기아차의 경우 중국을 중심으로 증가한 공급능력과 주요 시장의 판매 부진 등을 이유로 증가했던 재고가 소진되었다는 점은 긍정적이다. 특히 미국재고는 4개월 대에서 최근 2개월까지 감소하며 인센티브 증가에 대한 부담을 낮추었다. 다만 앞서 언급 했듯이 유럽재고 증가여부에 대해서는 주목할 필요가 있다.

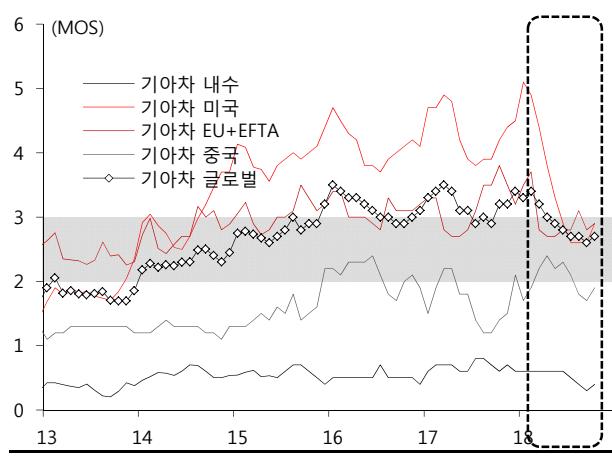
연초에 발표한 연간 가이던스는 16,17년에 이어 올해도 달성하기 어려울 전망이다. 당사에서는 19년도 다소 보수적으로 전망한다. 기아차의 멕시코 증산과 인도공장 신규가동을 제외하면, 18년 대비 제한적인 성장을 예상한다. 생산량에 실적이 연동되는 부품 사도 다소 부정적일 수 밖에 없는 상황이다.

<그림 64> 지역별 재고추이 - 현대차



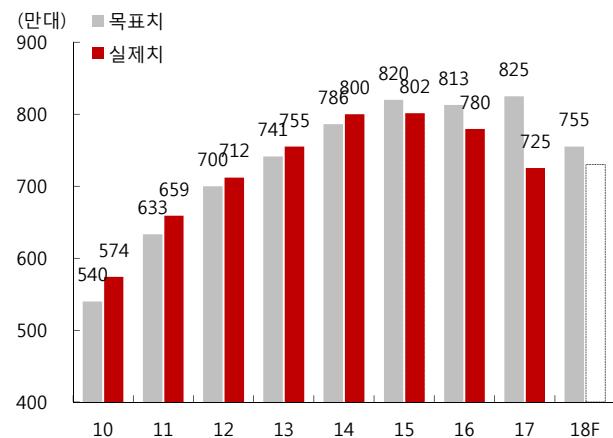
자료: 현대차, SK증권

<그림 65> 지역별 재고추이 - 기아차



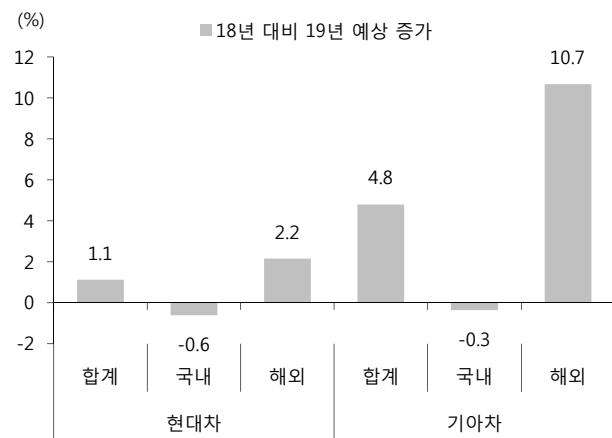
자료: 기아차, SK증권

<그림 66> 연초 가이던스는 올해에도 달성하기는 어려울 전망



자료: 현대차, 기아차, 언론, SK증권

<그림 67> 내년도 전망치 - 판매와 수익성 중심의 대응이 요구



자료: SK증권 추정

## 신차효과 - 경쟁력과 수익성을 보여야 할 시점

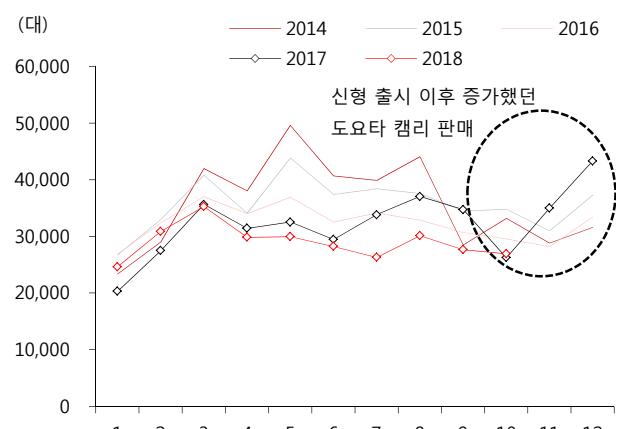
19년에는 쏘나타를 비롯한 볼륨모델과 기존에 없던 신규 차종들이 출시될 예정이다. 18년에 일부 차종에만 신규 플랫폼과 파워트레인이 적용되었다면, 앞으로는 보다 확장될 예정이다. 올해에 이어 내년에도 글로벌 신규출시 차종의 숫자가 많을 것으로 예상됨에 따라 경쟁은 여전히 치열할 것으로 전망된다. 하지만 미국에서 신형 Camry 출시 이후 판매량이 반등했다는 점과 Car 부분의 재고가 낮다는 점을 생각하면 경쟁력 있는 차종이 출시될 경우 판매로 이어질 가능성은 분명이 존재한다. 단 차종 출시 이후 단기 판매량도 중요하지만, 인센티브 변화를 통해 차량 본연의 경쟁력과 수익성 개선을 기능하는 것이 바람직하다는 판단이다.

<그림 68> 글로벌 신규출시 차종 추이 - 19년에도 많은 차종 출시



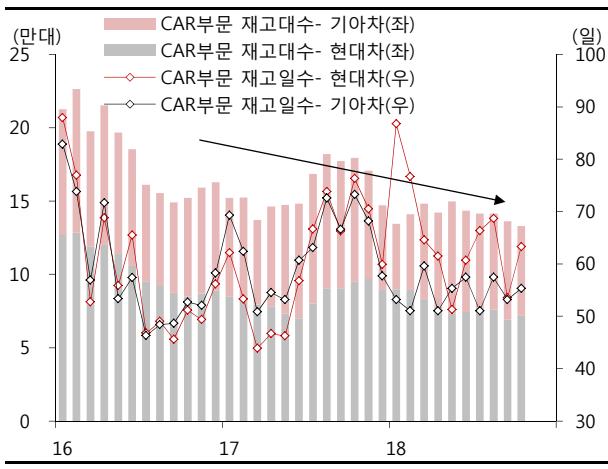
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 69> Camry 미국 판매 - 신차 출시 이후 증가했던 Camry



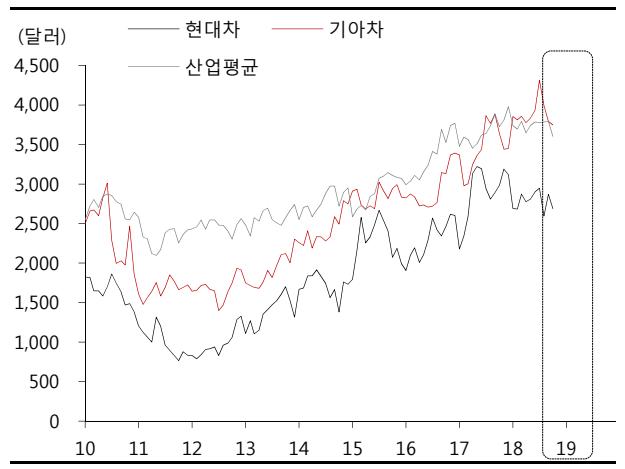
자료: Marklines, SK 증권

<그림 70> 현대차그룹 미국 CAR 부문 재고 - 재고 부담은 낮아진 상황



자료: Automotive News, SK 증권

<그림 71> 미국 인센티브 - 신차에 대한 반응은 향후 인센티브로 확인



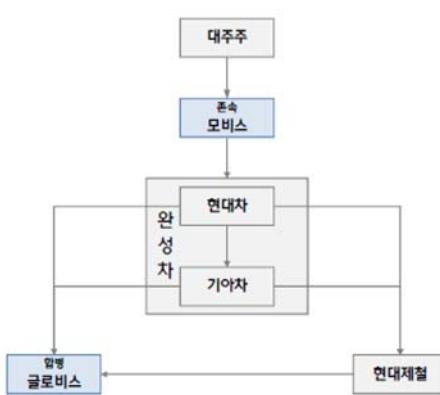
자료: Autodata, SK 증권

## 지배구조 개편 + 고립무원에서의 탈출

18년 철회되었던 지배구조 개편안은 재차 진행될 것으로 전망한다. 신규 개편안이 도입될 가능성도 있지만 당사에서는 기존 개편안의 틀을 크게 바꾸지 않는 선에서 진행될 것으로 예상한다. 최근 공시된 통합다이모스(다이모스+파워텍) 출범과 실적이 부진한 중국사업부 인사의 대대적인 개편 등 긍정적 변화의 모습이 나타나는 가운데 개편안이 최종적으로 마무리된다면, 지금보다 빠른 의사결정 체계가 이루어질 것으로 기대한다.

의사결정 체계의 재정립과 함께 요구되는 부분은 신규투자와 협업 확대를 통해 뒤쳐진 전동화, 자율주행, 플랫폼으로의 변화를 따라잡는 노력이다. 수직계열화를 통한 내재화로 성공을 거둔 경험이 있지만, 이전 경험이 재차 통용되기에에는 변화의 범위와 속도가 빠르다. 최근 Grab에 대한 투자확대를 비롯하여 17년 말부터 Soundhound(음성인식), 옵시스(라이더), 메타웨이브(레이더), 솔리드파워(전고체) 등 신규투자로 영역을 넓히고 있는 점은 긍정적이다. 하지만 고립무원에서 벗어나 경쟁업체를 따라잡기 위해서는 조금 더 빨라질 필요가 있다.

<그림 72> 지배구조 개편안 – 기존의 틀에서 큰 변화는 없을 전망



자료: 언론, SK 증권

<그림 73> 그랩투자 – 신규사업 투자가 확대된다는 점은 긍정적

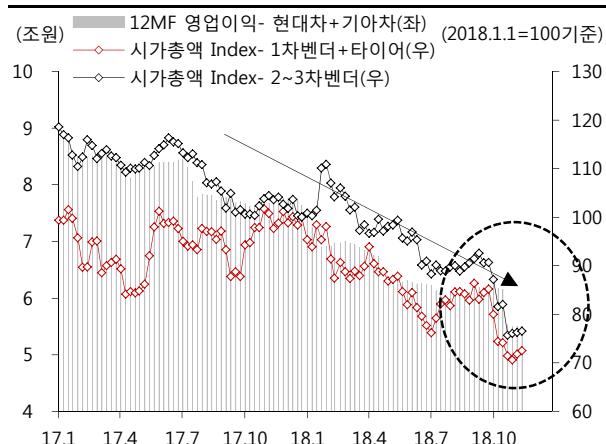


자료: 언론, SK 증권

## 부품사 - 당분간 어려움 지속. 텐어라운드 가능한 업체 선별 필요

현대차그룹의 수익성 악화는 벤더들의 실적과 주가에 부정적이었다. 물량감소와 단가 인하(Cost Reduction)에 대한 부담이 주가에 반영되며, Trailing PBR 기준으로 0.5 배 이하까지 낮아진 종목들도 많아졌다. 완성차의 텐어라운드 시기를 정확히 가늠하기는 어렵겠지만, 현재 시점에서는 옥석을 가리는 작업도 병행되어야 한다. 구조조정 이후 항상 회복이 있어왔고, 통상 과정화는 부품사에서 크게 진행되며 주가의 상승률도 높았다는 점을 기억할 필요가 있다. 구조조정이 현실화되고 있는 상황에서도 수주와 매출이 증가하는 부품사만은 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

<그림 74> 완성차 영업이익 추정치와 벤더들 시가총액 Index



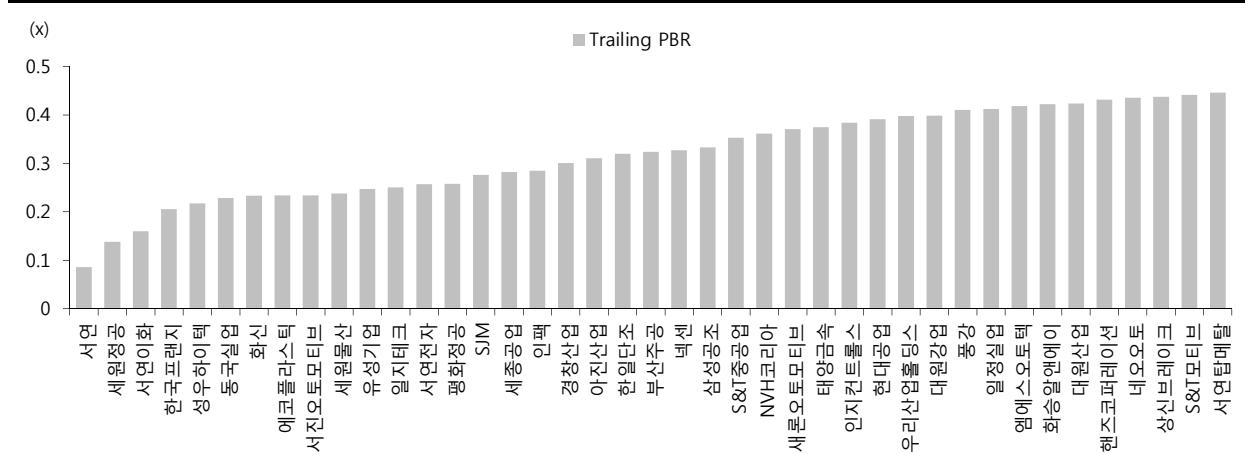
자료: Quantewise, SK 증권

<표 8> 수익성둔화와 재무구조 악화가 확대되고 있는 부품사

- 車업계, 정부에 내수 활성화부품업체 금융지원 요청(종합)  
2018.10.14 연합뉴스
- 자동차 부품사 위기에...금융위 "유동성 지원 아끼지 않겠다"  
2018.10.14 SBS CNBC
- 자동차 부품업계 고용한파 다시 부나  
2018.10.11 이데일리
- 車부품사 지원하다 '부실' 전염될라... "단기처방 안된다"  
2018.10.15 뉴스핌
- 공단마다 '車부품공장 매각' 현수막 즐비...전국이 '러스트벨트'  
2018.9.29 매일경제

자료: 언론, SK 증권

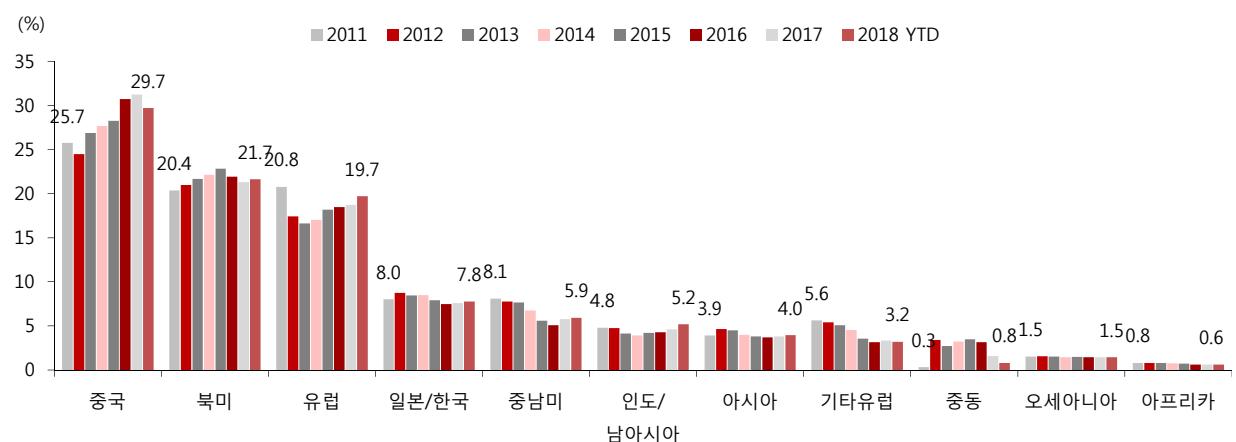
<그림 75> 부품사 Trailing PBR – 업황 둔화가 반영되며 0.5 배 이하까지 하락. 텐어라운드가 가능한 업체들을 추려내는 작업이 필요



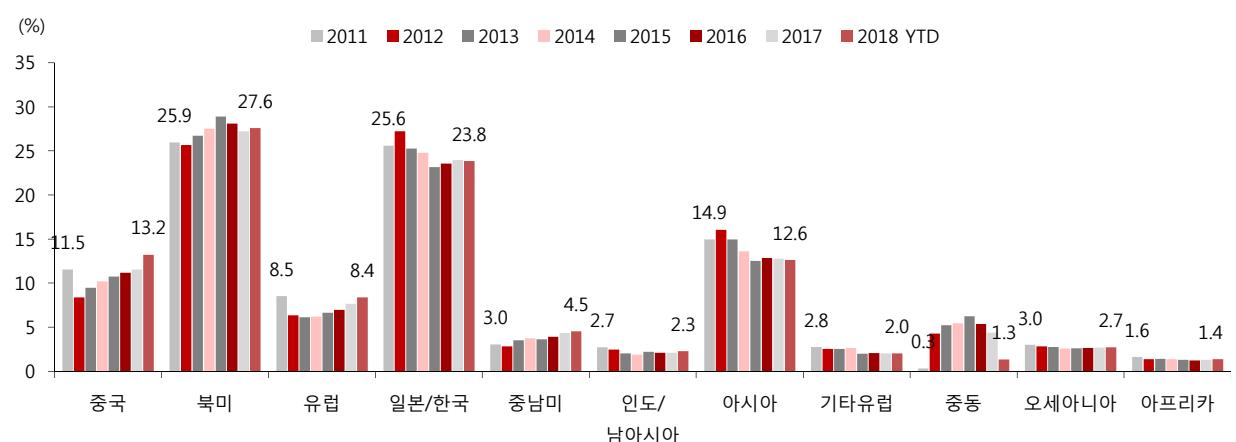
자료: Quantewise, SK 증권

## Appendix - 지역별 비중

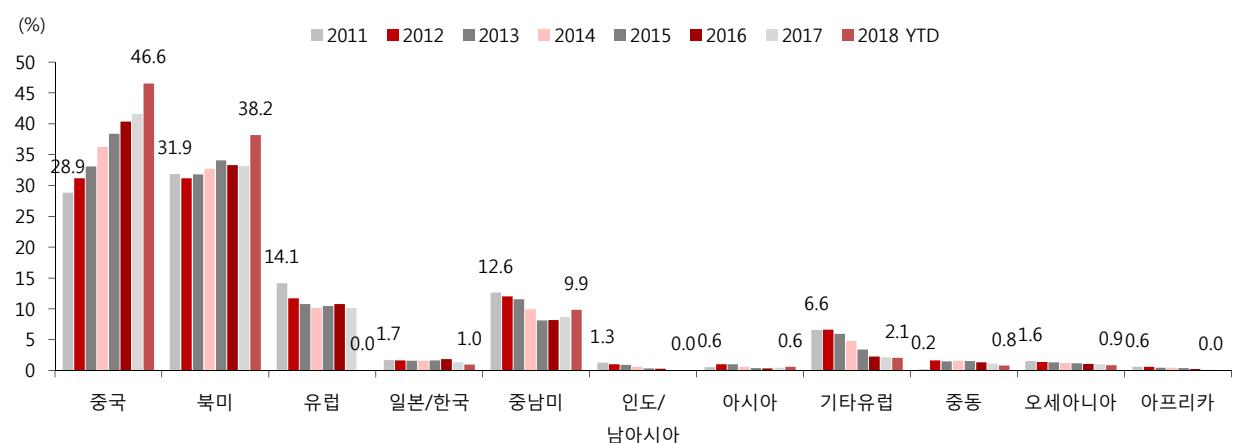
<그림 76> 지역별 비중 – 글로벌 수요 18YTD 기준 중국 29.7%, 북미 20.8%, 유럽 19.7%



<그림 77> 지역별 비중 – 도요타 18YTD 기준 중국 13.2%, 북미 27.6%, 유럽 8.4%

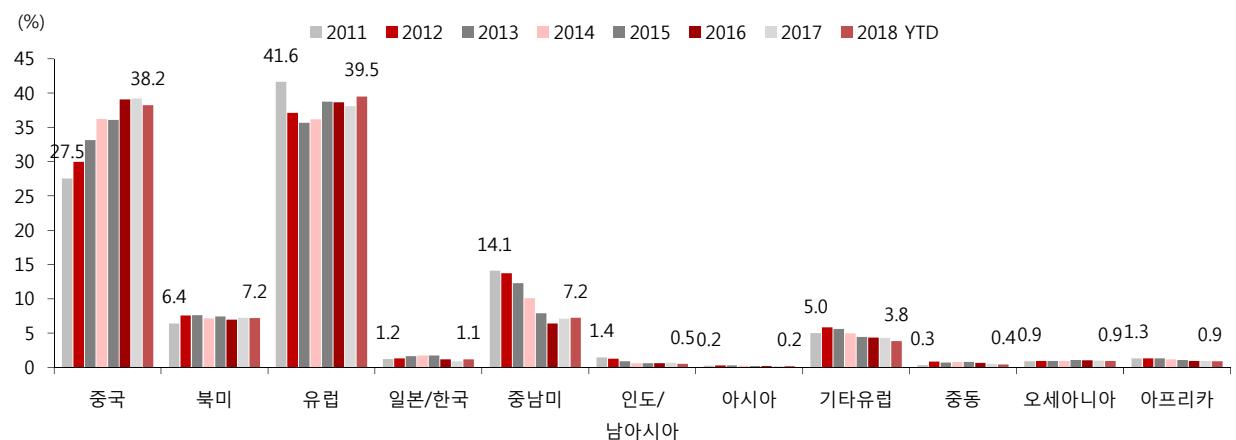


<그림 78> 지역별 비중 – GM. 18YTD 기준 중국 46.6%, 북미 38.2%, 유럽 0%

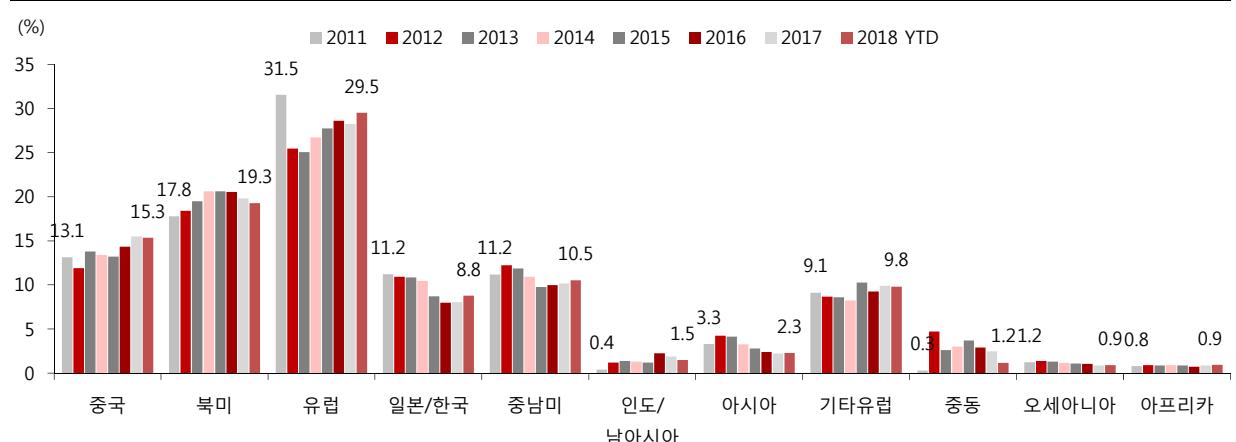


자료: 산업자료, SK 증권

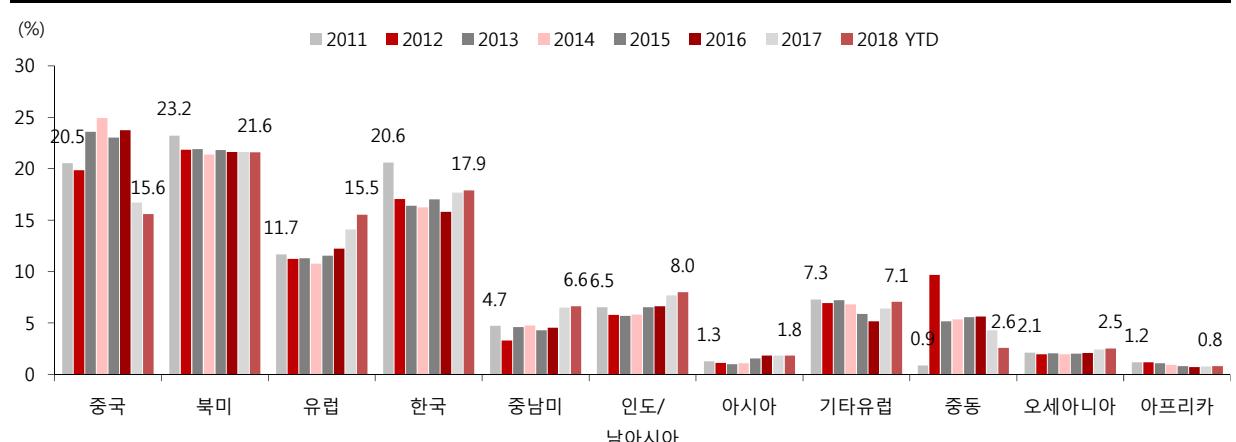
&lt;그림 79&gt; 지역별 비중 - VW. 18YTD 기준 중국 38.2%, 북미 7.2%, 유럽 39.5%



&lt;그림 80&gt; 지역별 비중 - 르노/닛산. 18YTD 기준 중국 15.3%, 북미 19.3%, 유럽 29.5%

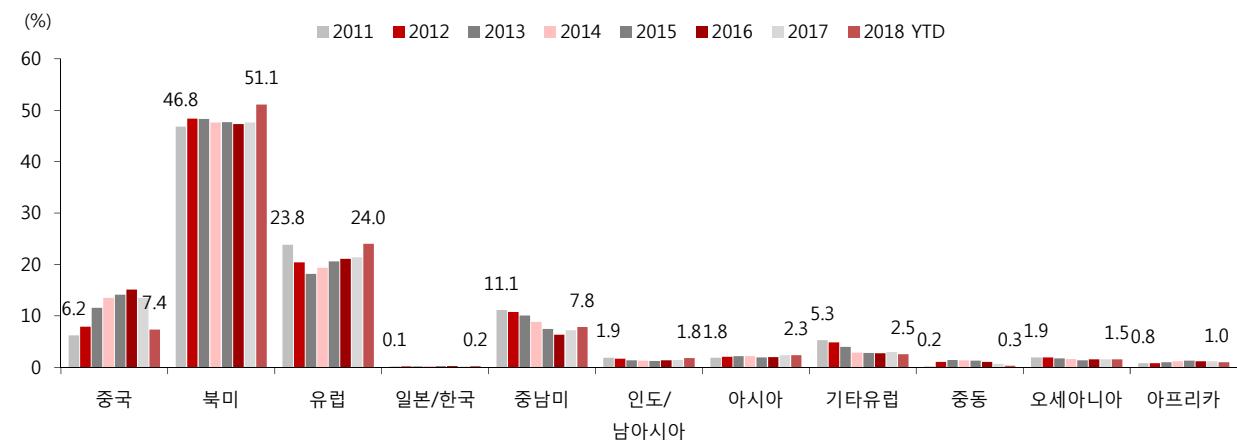


&lt;그림 81&gt; 지역별 비중 - 현대차그룹. 18YTD 기준 중국 15.6%, 북미 21.6%, 유럽 15.5%

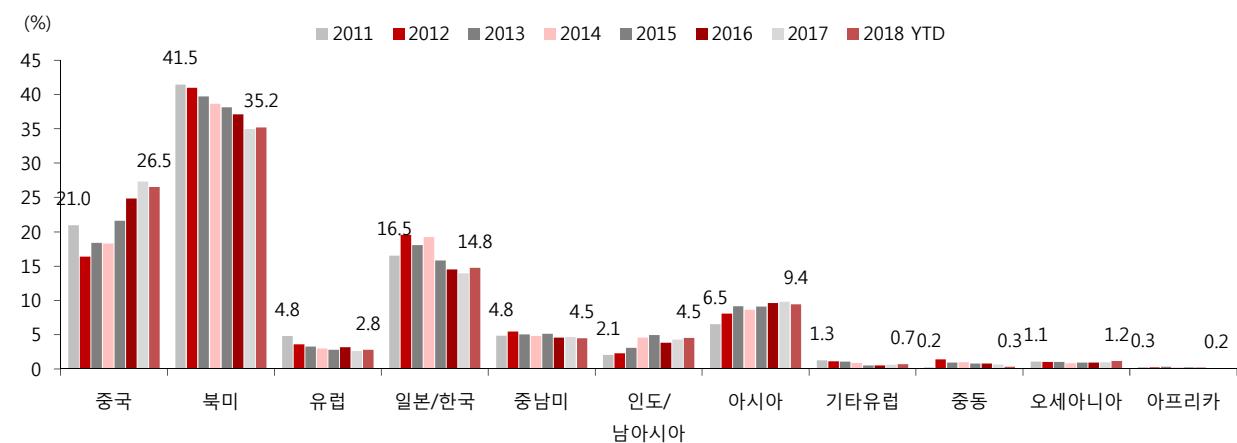


자료: 산업자료, SK 증권

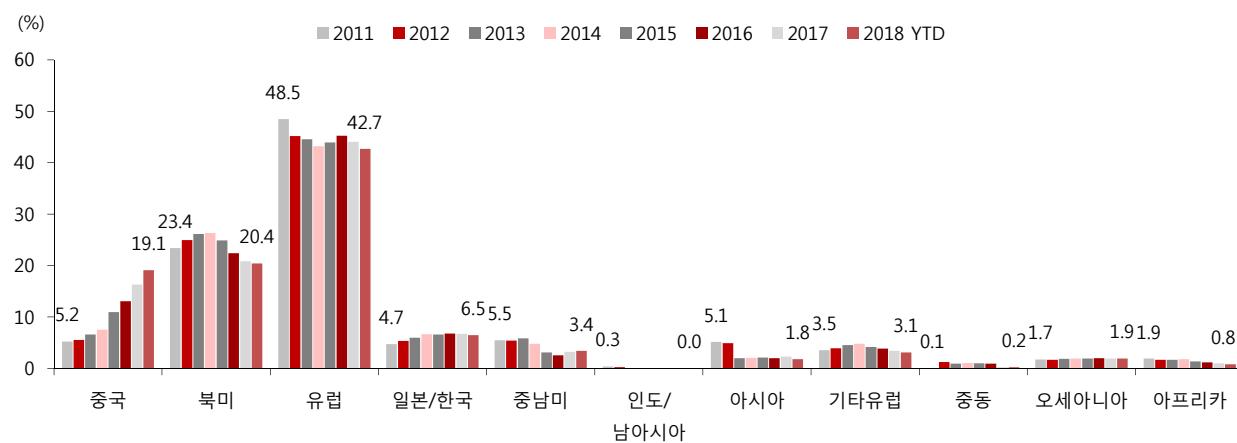
&lt;그림 82&gt; 지역별 비중 - Ford. 18YTD 기준 중국 7.4%, 북미 51.1%, 유럽 24.0%



&lt;그림 83&gt; 지역별 비중 - 혼다. 18YTD 기준 중국 26.5%, 북미 35.2%, 유럽 2.8%

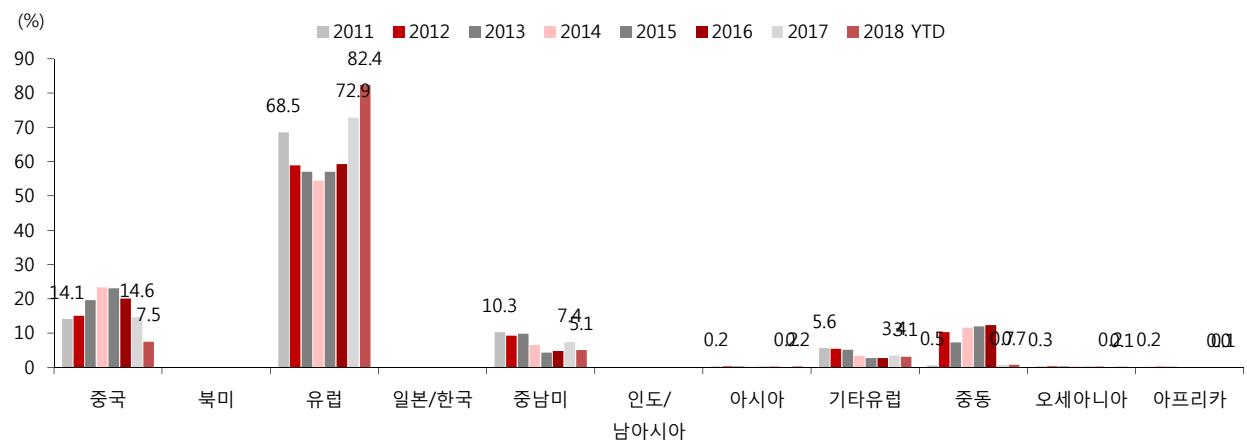


&lt;그림 84&gt; 지역별 비중 - 다임러. 18YTD 기준 중국 19.1%, 북미 20.4%, 유럽 42.7%

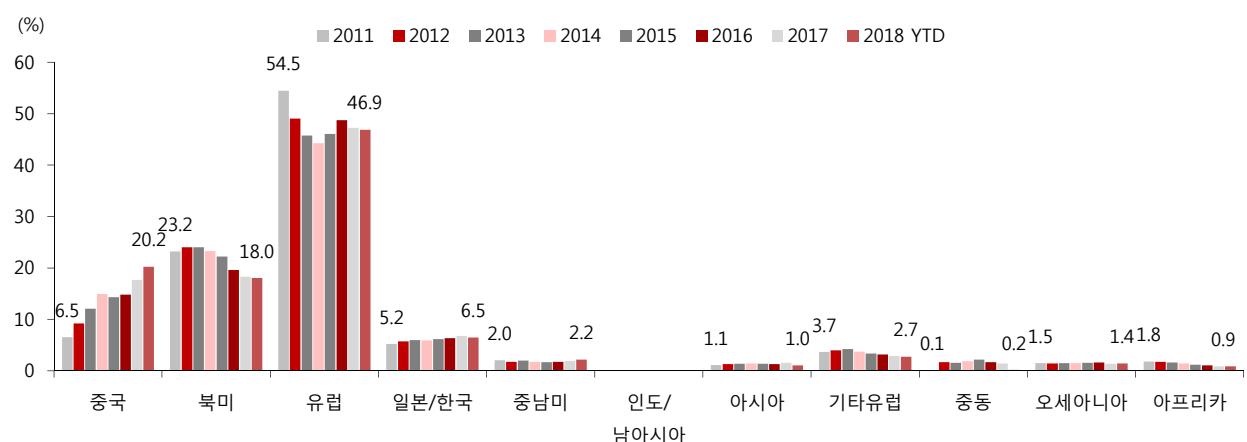


자료: 산업자료, SK 증권

&lt;그림 85&gt; 지역별 비중 - PSA. 18YTD 기준 중국 7.5%, 북미 0%, 유럽 82.4%



&lt;그림 86&gt; 지역별 비중 - BMW. 18YTD 기준 중국 20.2%, 북미 18.0%, 유럽 46.9%



자료: 산업자료, SK 증권

### 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 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 21일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----