



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

Overweight

자동차

환율 변동에 따른 이익 민감도 중간점검

- ✓ 우호적인 환율 흐름 지속 중. 원/달러 가파른 약세 기록 중이며, 유로/ 러시아루블/ 인도루피 대비 원화가치 또한 각각 4개 분기, 6개 분기, 7개 분기만에 YoY 약세전환
- ✓ 주요 국가 2Q19 QTD 평균 환율 수준이 연말까지 유지된다면, 기존 대비 추가적인 이익추정치 상향근거 발현 (기아차 +9.7%, 모비스 +6.3%, 현대차 +5.9%)
- ✓ 자동차 실적 변동 핵심요인은 가동률, 인센티브, 환율. 가동률과 인센티브 방향성이 추세적 개선세를 유지하고 있는 가운데, 이익 스윙팩터로서 환율 방향성 확인 필요

손익 개선에 유리한 환율 환경 지속 중

자동차 산업이 노출되어 있는 주요 통화 대부분 QoQ/YoY 우호적 흐름 기록 중.

원/달러: 2Q19 QTD 평균 1,153원, 현재 1,189원 (2Q18 1,079원, 1Q19 1,126원)

원/유로: 2Q19 QTD 평균 1,294원, 현재 1,334원 (2Q18 1,287원, 1Q19 1,278원)

원/인도루피: 2Q19 QTD 평균 16.6원, 현재 16.9원 (2Q18 16.1원, 1Q19 16.0원)

원/러시아루블: 2Q19 QTD 평균 17.8원, 현재 18.2원 (2Q18 17.4원, 1Q19 17.1원)

원/브라질레알: 2Q19 QTD 평균 294원, 현재 297원 (2Q18 300원, 1Q19 298원)

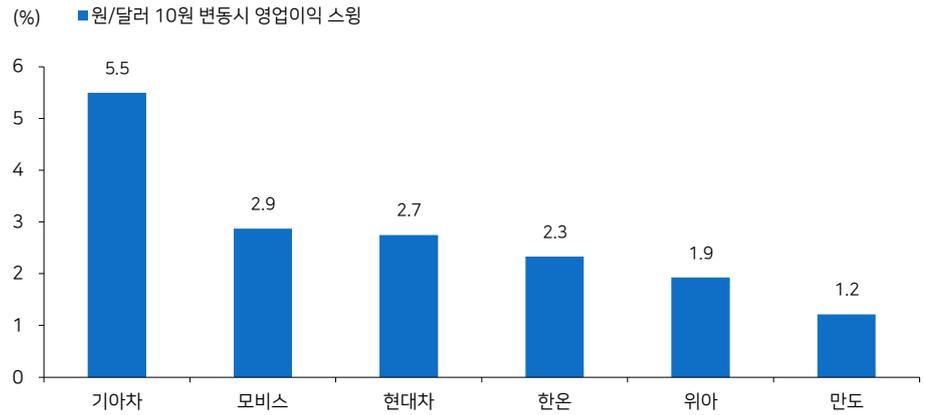
원/달러 환율이 10원 약세진행되고 기타 통화들도 원/달러와 동일 폭으로 약세진행된다고 가정했을 때, 주요 업체들의 영업이익 변동 강도는 기아차 +5.5%/ 모비스 +2.9%/ 현대차 +2.7%/ 한온 +2.3%/ 위아 +1.9%/ 만도 +1.2%으로 산정된다.

우호적 환율 유지시 이익 추정치 상향 강도: 기아차 > 모비스 > 현대차

환율의 약세 진행은 외화부채 평가손실의 근거가 되기도 하지만, 이보다는 수출기업의 원가경쟁력 강화를 통한 판매량 및 수익성 증대로 실적개선에 기여하는 바가 더 크다. 19년 시작된 새로운 Cycle의 신차 판매호조로 지난 15년 이후 4년 연속 YoY 감소세를 기록해왔던 현대차/ 기아차의 국내공장 수출판매는 지난 1Q19 +8%로 성장 전환했다. 2Q19의 첫 달인 4월에도 양사 합산 +9% (현대차 +5%, 기아차 +13%)의 YoY 수출 판매증가가 이뤄졌으며, 우호적 환율 환경 속 신차 투입 확대 (현대차 펠리세이드, 코나 등)와 내수 판매부진 타개를 위한 Mix 변경 (기아차 내수 판매감소를 수출 판매확대로 상쇄, 1Q19 내수+수출 +3% YoY, 4월 +2% YoY)이 지속되며 이 같은 플러스 성장 흐름이 이어질 수 있을 전망이다.

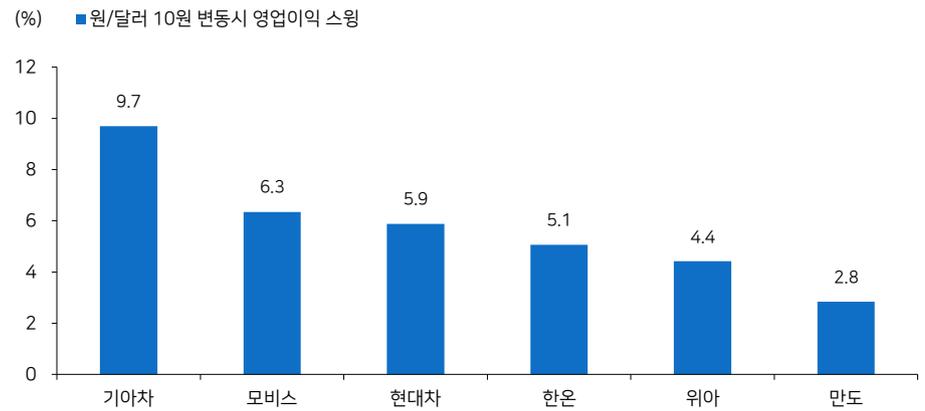
만약 2Q19의 절반이 지난 5월 15일 현재까지의 주요국가별 QTD 평균 원화대비 환율이 연말까지 유지된다면, 주요 업체들의 19년 연간 영업이익은 당사의 기존 추정치 대비 각각 기아차 +9.7%/ 모비스 +6.3%/ 현대차 +5.9%/ 한온 +5.1%/ 위아 +4.4%/ 만도 +2.8% 추가 개선될 수 있다고 산정된다. 이익 추정치의 확대는 기업 가치 방향성에도 긍정 요인이며, 산업 전반의 2Q19 실적 가능자인 현대차/ 기아차의 종합적인 가동률, 인센티브, 환율이 확정지어질 6월 이후 시장 전반의 본격적인 이익추정치 상향조정이 시작될 수 있음에 관심 갖을 필요가 있다.

그림1 원/달러 10원 변동 시 주요 자동차 업체들의 영업이익 민감도



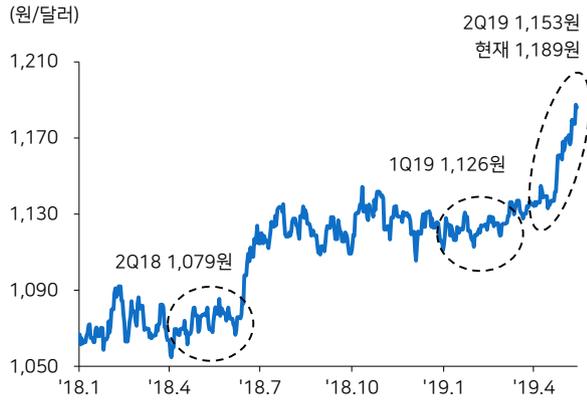
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 현재 환율 (2Q19 QTD 평균) 수준이 연말까지 유지됐을 때, 영업이익 민감도



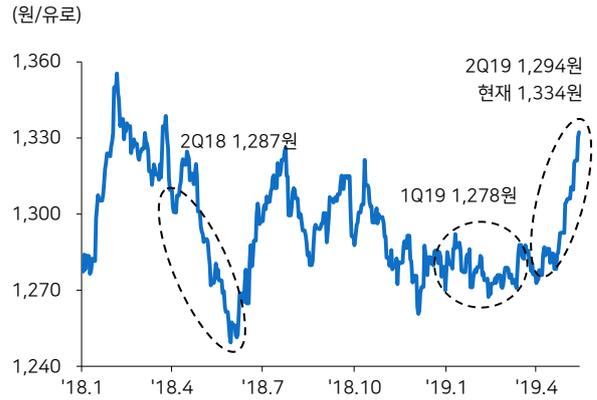
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 YoY/QoQ 우호적 흐름을 보이고 있는 원/달러 환율



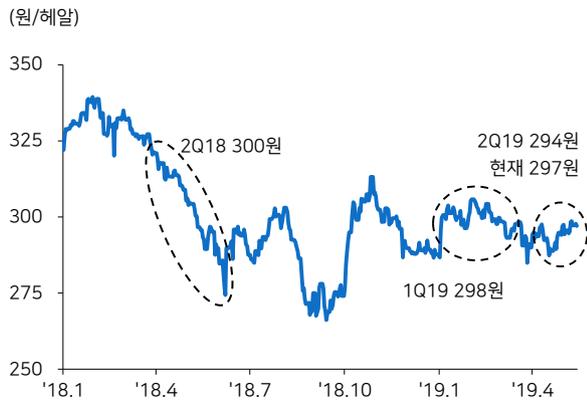
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 YoY/QoQ 우호적 흐름을 보이고 있는 원/유로 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 YoY/QoQ 안정세를 찾고 있는 원/헤알 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 YoY/QoQ 우호적 흐름을 보이고 있는 원/루블 환율



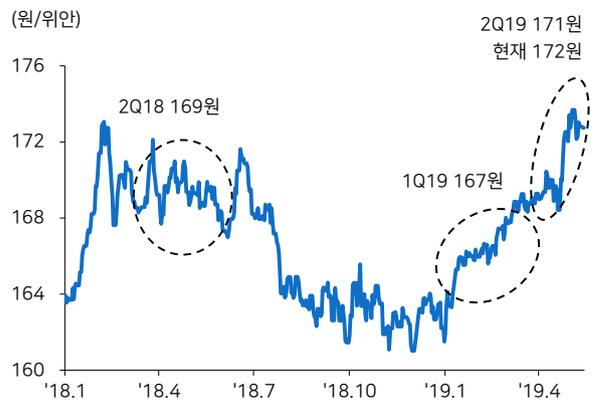
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 YoY/QoQ 우호적 흐름을 보이고 있는 원/루피 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 YoY/QoQ 우호적 흐름을 보이고 있는 원/위안 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 현대차 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익 추정치 +5.9% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	1.0%
영업이익	5.9%

기존 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	102,982
자동차 매출	80,723
수출 매출	25,096
달러비중	62.0
유로비중	22.0
기타비중	16.0
미국법인 매출	7,992
체코법인 매출	6,043
터키법인 매출	2,632
러시아법인 매출	3,171
인도법인 매출	7,085
브라질법인 매출	2,234
내수 및 기타 매출	26,471
기타 매출	22,259

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	103,983
자동차 매출	81,542
수출 매출	25,479
달러비중	62.0
유로비중	22.0
기타비중	16.0
미국법인 매출	8,156
체코법인 매출	6,113
터키법인 매출	2,662
러시아법인 매출	3,257
인도법인 매출	7,183
브라질법인 매출	2,219
내수 및 기타 매출	26,471
기타 매출	22,441

매출원가	85,763
자동차 매출원가	59,574
기타 매출원가	26,189
매출원가율	83.3

매출원가	86,465
자동차 매출원가	59,960
기타 매출원가	26,505
매출원가율	83.2
해외공장 매출 변동	435
해외공장 매출 변동률	1.5
자동차 매출 중 해외공장 비중	36.1
자동차 매출원가 중 해외공장 매출원가	25,821
해외공장 매출원가 변동	386

판관비	13,082
판관비율	12.7
외화판매보증충당부채	3,169
달러화표시	2,218
유로화표시	951
판보증 전입 (+)/환입 (-)	31.4

판관비	13,138
판관비율	12.6
외화판매보증충당부채	3,169
달러화표시	2,218
유로화표시	951
판보증 전입 (+)/환입 (-)	87.6

영업이익	4,137
OPM	4.0

영업이익	4,380
OPM	4.2

연결기준 판매대수 (대)	3,831,000
연결기준 ASP (백만원)	21.1

연결기준 판매대수 (대)	3,831,000
연결기준 ASP (백만원)	21.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 기아차 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익 추정치 +9.7% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	1.1%
영업이익	9.7%

기존 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	55,805
수출 매출 (북미, 유럽 제외)	19,560
달러비중	33.0
유로비중	37.0
기타비중	30.0
북미 매출	14,158
유럽 매출	6,931
내수 및 기타 매출	15,156

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	56,393
수출 매출 (북미, 유럽 제외)	19,777
달러비중	33.0
유로비중	37.0
기타비중	30.0
북미 매출	14,448
유럽 매출	7,012
내수 및 기타 매출	15,156

매출원가	46,683
매출원가율	83.7

매출원가	47,056
매출원가율	83.4
해외공장 매출 변동	371
해외공장 매출 변동률	1.8
자동차 매출 중 해외공장 비중	37.8
자동차 매출원가 중 해외공장 매출원가	21,171
해외공장 매출원가 변동	373

판관비	7,188
판관비율	12.9
외화판매보증충당부채	1,589
달러화표시	1,112
유로화표시	477
판보증 전입 (+)/환입 (-)	15.7

판관비	7,216
판관비율	12.8
외화판매보증충당부채	1,589
달러화표시	1,112
유로화표시	477
판보증 전입 (+)/환입 (-)	43.9

영업이익	1,934
OPM	3.5

영업이익	2,121
OPM	3.8

연결기준 판매대수 (대)	2,405,620
연결기준 ASP (백만원)	22.1

연결기준 판매대수 (대)	2,405,620
연결기준 ASP (백만원)	23.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 현대모비스 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익 추정치 +6.3% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	1.3%
영업이익	6.3%

기존 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	36,717
국내 매출 (수출 포함)	14,519
북미법인 매출	8,205
유럽법인 매출	5,232
중국법인 매출	6,613
기타지역법인 매출 (인도·호주·아중동)	2,147

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	37,212
국내 매출 (수출 포함)	14,620
북미법인 매출	8,373
유럽법인 매출	5,294
중국법인 매출	6,749
기타지역법인 매출 (인도·호주·아중동)	2,176

매출원가	31,866
매출원가율	86.8

매출원가	32,208
매출원가율	86.6
해외공장 매출 변동	394
해외공장 매출 변동률	1.8
자동차 매출 중 해외공장 비중	60.5
자동차 매출원가 중 해외공장 매출원가	19,265
해외공장 매출원가 변동	342

판관비	2,543
판관비율	6.9
외화판매보증충당부채	375
달러화표시	262
유로화표시	112
판보충 전입 (+)/환입 (-)	3.7

판관비	2,550
판관비율	6.9
외화판매보증충당부채	375
달러화표시	262
유로화표시	112
판보충 전입 (+)/환입 (-)	10.4

영업이익	2,308
OPM	6.3

영업이익	2,454
OPM	6.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익 추정치 +2.8% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	0.9%
영업이익	2.8%

기존 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	5,973
국내 매출	3,111
미주 매출	1,050
중국 매출	1,511
기타 매출	301

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	6,025
국내 매출	3,111
미주 매출	1,072
중국 매출	1,542
기타 매출	301

매출원가	5,177
매출원가율	86.7

매출원가	5,222
매출원가율	86.7
해외공장 매출 변동	52
해외공장 매출 변동률	1.8
자동차 매출 중 해외공장 비중	47.9
자동차 매출원가 중 해외공장 매출원가	2,481
해외공장 매출원가 변동	45

판관비	567
판관비율	9.5
외화판매보증충당부채	27
달러화표시	19
유로화표시	8
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.3

판관비	568
판관비율	9.4
외화판매보증충당부채	27
달러화표시	19
유로화표시	8
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.7

영업이익	229
OPM	3.8

영업이익	236
OPM	3.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 한은시스템 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익 추정치 +5.1% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	1.2%
영업이익	5.1%

기존 환율 가정 (원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정 (원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	6,204
국내 매출	1,250
북미 매출	914
유럽 매출	1,160
중국 매출	1,260
기타 매출	1,620

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	6,277
국내 매출	1,265
북미 매출	933
유럽 매출	1,174
중국 매출	1,286
기타 매출	1,620

매출원가	5,215
매출원가율	84.1

매출원가	5,264
매출원가율	83.9
해외공장 매출 변동	58
해외공장 매출 변동률	1.2
연결 매출 중 해외공장 비중	79.9
연결 매출원가 중 해외공장 매출원가	4,164
해외공장 매출원가 변동	49

판관비	507
판관비율	8.2
외화판매보증충당부채	12
달러화표시	8
유로화표시	4
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.1

판관비	507
판관비율	8.1
외화판매보증충당부채	12
달러화표시	8
유로화표시	4
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.3

영업이익	482
OPM	7.8

영업이익	507
OPM	8.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 현대위아 환율 민감도 점검, 현재 수준 (2Q19 QTD 평균)의 환율이 연말까지 유지될 경우 영업이익의 추정치 +4.4% 가능

결과값: 환율가정 10원 변동시 손익 변동

매출	0.3%
영업이익	4.4%

기존 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,128.9	1,130.0
유로	1,278.0	1,278.0
루블	17.3	17.4
헤알	295.9	295.0
루피	16.4	16.5
위안	167.0	165.0

신규 환율 가정		
(원)	2019E 평균	2019E 기말
달러	1,152.0	1,150.0
유로	1,293.0	1,300.0
루블	17.8	17.8
헤알	294.0	295.0
루피	16.6	16.7
위안	170.4	167.0

(십억원, %)	기존 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	7,929
국내 매출	6,773
북미 매출	652
유럽 매출	81
중국 매출	355
인도 매출	69

(십억원, %)	신규 환율 가정하에 2019E 요약 I/S
매출	7,956
국내 매출	6,777
북미 매출	665
유럽 매출	82
중국 매출	362
인도 매출	70

매출원가	7,513
매출원가율	94.7

매출원가	7,534
매출원가율	94.7
해외공장 매출 변동	23
해외공장 매출 변동률	1.9
연결 매출 중 해외공장 비중	14.6
연결 매출원가 중 해외공장 매출원가	1,095
해외공장 매출원가 변동	21

판관비	298
판관비율	3.8
외화판매보증충당부채	5
달러화표시	4
유로화표시	2
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.1

판관비	298
판관비율	3.7
외화판매보증충당부채	5
달러화표시	4
유로화표시	2
판보충 전입 (+)/환입 (-)	0.1

영업이익	119
OPM	1.5

영업이익	124
OPM	1.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율