

자동차

글로벌 완성차 10개사 2Q18 리뷰

비중확대 (유지)

정용진

☎ 02) 3772-1591

✉ yjjung86@shinhan.com

- ◆ 2분기 판매와 수익성의 미스매치, 원가가 중요 요인으로 대두
- ◆ 단기 실적보다 향후 방향성에 대한 고민이 중요
- ◆ 국내 완성차에 대한 투자의견 비중확대 유지

2분기 판매와 수익성의 미스매치, 원가가 중요 요인으로 대두

2분기 글로벌 신차 판매는 2,415만대(+4.3%, 이하 YoY)를 기록한 가운데, 중남미(+9.9%)/중국(+7.7%)/동유럽(+7.1%) 등 신흥국 수요가 선전했다. 글로벌 완성차 중에서는 한국(중국 기저효과) 및 FCA(지프 판매 호조)의 판매 성장률이 평균을 상회했다. 수익성은 일본 업체들만 개선(+6.5% YoY)됐다. 엔화 강세가 상대적으로 약했고, 선제적인 원가 절감 노력이 결합됐다.

단기 실적보다 향후 방향성에 대한 고민이 중요

자동차 산업의 우려는 1분기보다 짙어졌다. 무역분쟁으로 원가는 상승하고, 수요는 부진하다. 관세 이슈를 앞두고 가격 인상도 어렵다. 환율 등락폭이 커졌고(특히 신흥국), 전기차/자율주행 등 R&D 비용은 급증하고 있다. 고수익을 보장했던 북미 시장도 7월부터 역성장을 보이고 있다. 향후 수익성 확보를 위해서는 철저한 원가 관리 및 주력 라인업 집중이 필요한 시점이다.

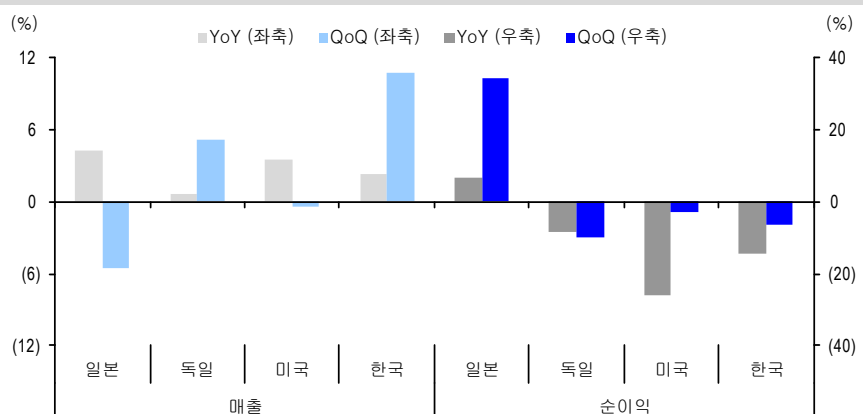
국내 완성차에 대한 투자의견 비중확대 유지

국내 완성차에 대한 투자의견 비중확대를 유지한다. 본격적인 SUV 라인업 확대(기존 현대차 2차종, 기아차 3차종 → 현대차 5차종, 기아차 5차종)로 수익성 개선이 가능하다. 다만 올해 전략적 타겟이었던 북미 시장이 부진한 점은 부담이다. 3분기 신차 효과를 통한 판촉비 감소를 확인할 필요가 있다. Top pick은 신형 싼타페를 북미 출시한 현대차다. 점진적인 분할 매수 관점이 유효하다.

Top Pick

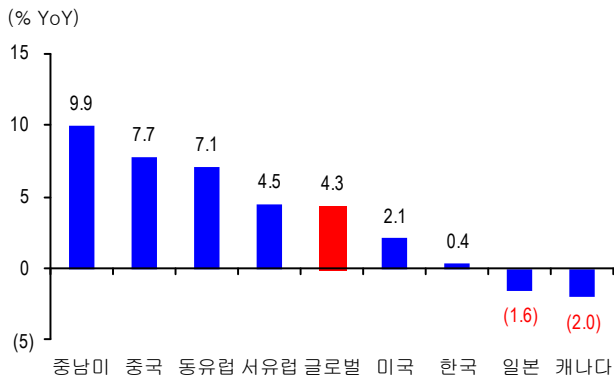
종목명	투자 의견	현재주가 (5월 23 일, 원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
현대차 (000270)	매수	123,500	170,000	37.7

주요 지역별 완성차 업체의 2Q18 영업실적 추이



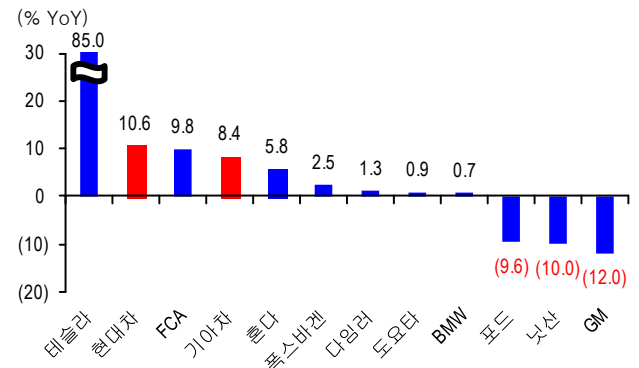
자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: 미국 업체들의 순이익은 adj GAAP 기준 적용

2분기 주요 지역별 신차 수요 증감률



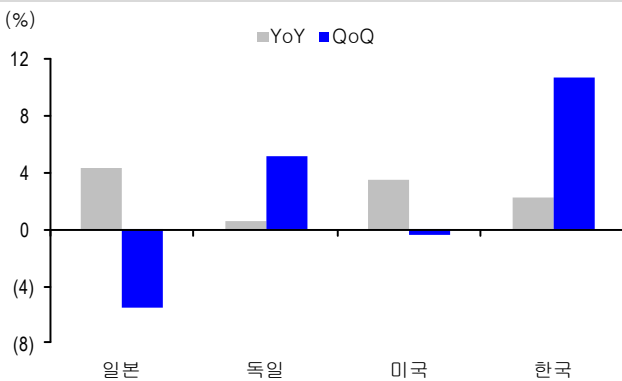
자료: LMC Auto, 신한금융투자

2분기 글로벌 완성차별 도매 판매량 증감률



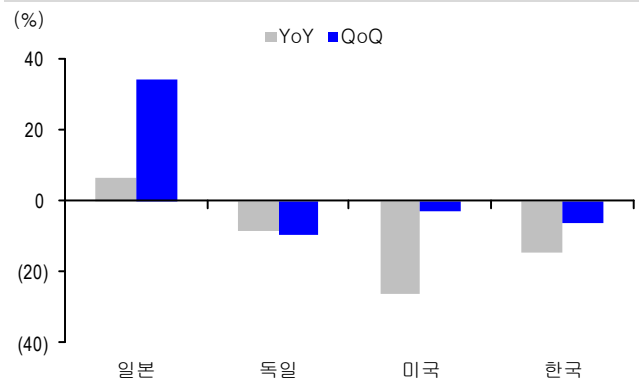
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

주요 지역별 완성차 업체의 2Q18 매출 추이



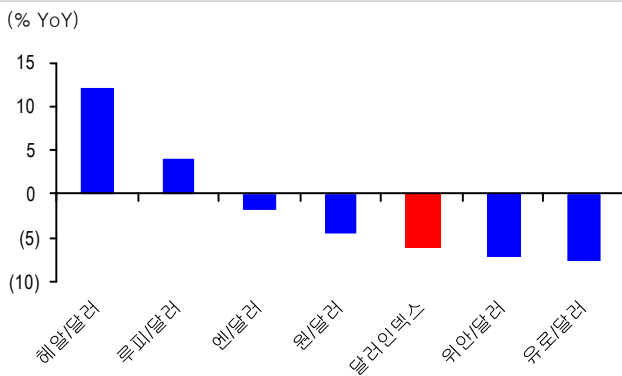
자료: Bloomberg, 신한금융투자

주요 지역별 완성차 업체의 2Q18 순이익 추이



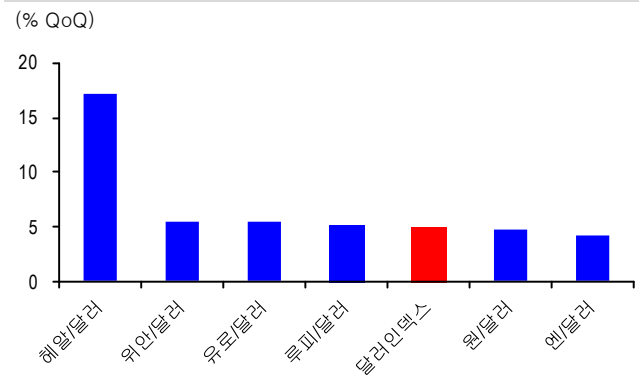
자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: 미국 업체들은 adj GAAP 기준 적용

2분기 평균 환율의 전년 동기 대비 증감률



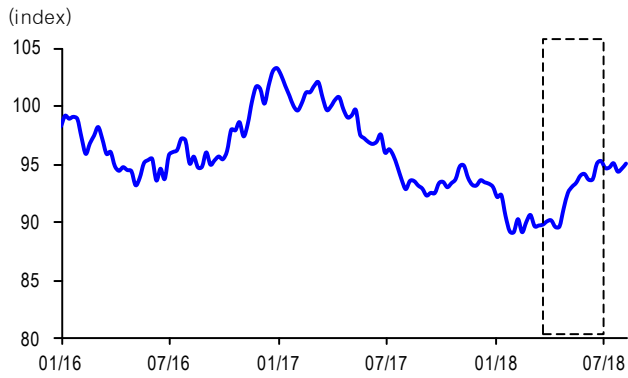
자료: Bloomberg, 신한금융투자

2분기 기말 환율의 전기 대비 증감률



자료: Bloomberg, 신한금융투자

달러 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

원/달러 환율 추이



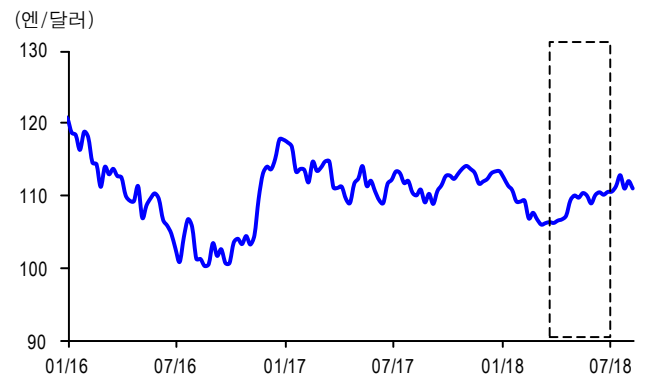
자료: Bloomberg

유로/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg

위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

루피/달러 환율 추이



자료: Bloomberg

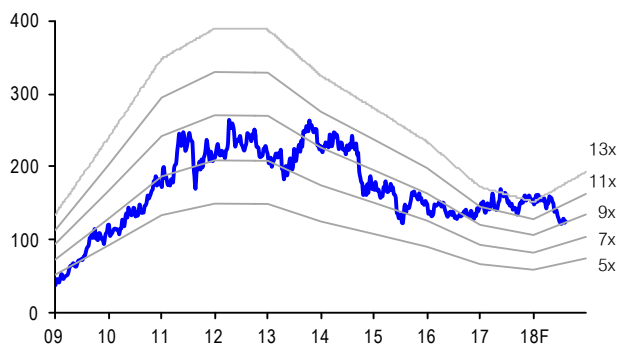
글로벌 완성차 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원)	2018F				2019F			
		PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)
현대차	26,388	9.3	0.5	9.5	5.1	7.4	0.5	8.5	6.1
기아차	13,093	7.7	0.5	3.3	6.2	6.2	0.4	2.9	7.3
한국 평균		8.5	0.5	6.4	5.6	6.8	0.4	5.7	6.7
도요타	228,362	8.6	1.0	10.9	11.8	8.6	1.0	10.9	11.8
혼다	60,956	8.1	0.7	8.0	8.8	8.1	0.7	8.0	8.8
닛산	44,710	7.5	0.7	3.3	9.8	7.5	0.7	3.3	9.8
일본 평균		8.1	0.8	7.4	10.1	8.1	0.8	7.4	10.1
폭스바겐	92,582	5.7	0.6	2.1	11.4	5.0	0.6	1.8	11.6
다임러	79,615	6.6	0.9	2.2	15.5	6.2	0.8	2.1	15.0
BMW	70,312	7.4	0.9	6.6	13.0	7.2	0.9	6.3	12.4
독일 평균		6.6	0.8	3.6	13.3	6.1	0.7	3.4	13.0
GM	58,620	6.1	1.4	3.1	23.6	6.0	1.1	2.9	20.4
포드	44,081	7.1	1.0	2.6	15.7	7.0	0.9	2.6	14.5
FCA	28,418	4.5	0.8	1.9	20.5	4.2	0.7	1.8	18.9
테슬라	68,861	-	11.0	58.7	-30.0	120.3	10.1	22.1	-1.5
미국 평균		5.9	3.6	16.6	7.4	34.4	3.2	7.3	13.1

자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

현대차 12개월 선행 PER 밴드 차트

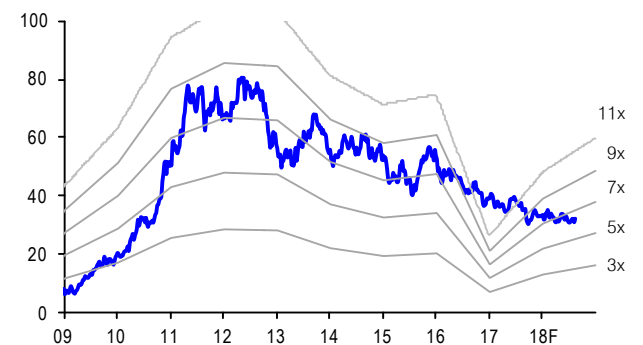
(천원)



자료: Quantwise, 신한금융투자

기아차 12개월 선행 PER 밴드 차트

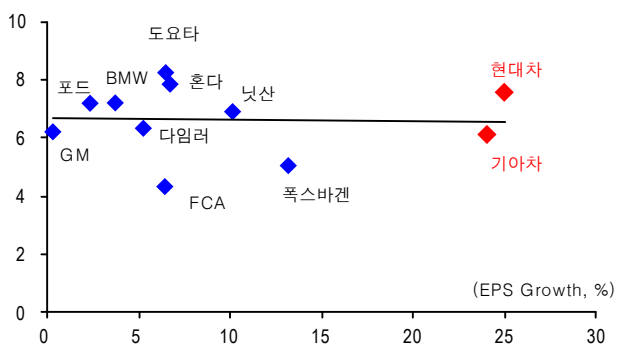
(천원)



자료: Quantwise, 신한금융투자

글로벌 완성차 PER-ESP 성장률 비교 (19년 기준)

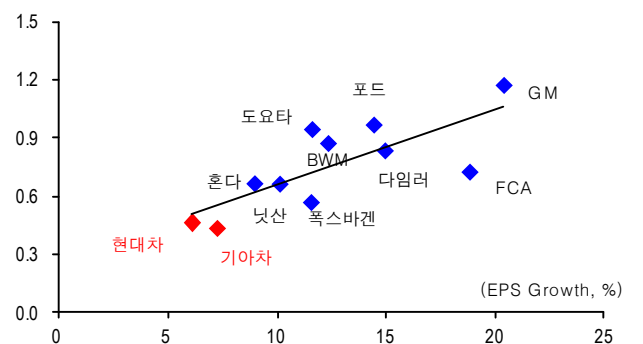
(PER, x)



자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

글로벌 완성차 PBR-ROE 비교 (19년 기준)

(PER, x)



자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

글로벌 주요 완성차 2Q18 영업실적 추이

(Local, %)		2Q18(CY)	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	컨센서스
도요타	매출 (십억엔)	7,363	7,048	4.5	7,583	(2.9)	7,187
	영업이익	683	574	18.9	630	8.4	643
	세전이익	814	679	19.8	617	31.8	682
	순이익	657	613	7.2	481	36.7	644
	EPS (엔)	225	205	9.6	164	37.4	218
혼다	매출	4,024	3,713	8.4	3,915	2.8	3,782
	영업이익	299	269	11.2	127	136.1	254
	세전이익	358	335	6.9	190	88.1	302
	순이익	244	207	17.8	108	126.8	193
	EPS	138	115	19.7	61	127.3	117
닛산	매출	2,717	2,760	(1.6)	3,423	(20.6)	2,638
	영업이익	109	153	(28.8)	211	(48.2)	111
	세전이익	160	186	(13.8)	222	(27.8)	151
	순이익	116	135	(14.1)	169	(31.4)	98
	EPS	30	34	(14.1)	43	(31.4)	25
폭스바겐	매출 (백만유로)	61,149	59,152	3.4	58,229	5.0	62,111
	영업이익	3,948	4,549	(13.2)	4,212	(6.3)	4,970
	세전이익	4,495	4,207	6.8	4,477	0.4	4,243
	순이익	3,309	3,098	6.8	3,298	0.3	3,163
	EPS (유로)	6.4	6.1	6.3	6.4	0.6	6.2
다임러	매출	40,756	41,214	(1.1)	39,785	2.4	42,530
	영업이익	2,680	3,460	(22.5)	2,887	(7.2)	3,430
	세전이익	2,530	3,651	(30.7)	3,247	(22.1)	2,835
	순이익	1,726	2,444	(29.4)	2,273	(24.1)	2,576
	EPS	1.6	2.3	(29.4)	2.1	(24.1)	2.3
BMW	매출	25,023	25,765	(2.9)	22,694	10.3	25,251
	영업이익	2,746	2,932	(6.3)	2,733	0.5	2,676
	세전이익	2,873	3,058	(6.0)	3,165	(9.2)	2,793
	순이익	2,057	2,197	(6.4)	2,281	(9.8)	1,954
	EPS	3.1	3.3	(6.3)	3.5	(9.8)	3.0
GM	매출 (백만달러)	36,760	36,984	(0.6)	36,099	1.8	36,812
	영업이익	1,477	2,297	(35.7)	529	179.2	2,142
	세전이익	2,885	2,967	(2.8)	1,576	83.1	3,005
	순이익	2,591	2,855	(9.3)	2,044	26.8	2,501
	EPS (달러)	1.8	1.9	(4.2)	1.4	26.6	1.8
포드	매출	38,920	39,853	(2.3)	41,959	(7.2)	35,837
	영업이익	586	1,552	(62.2)	1,121	(47.7)	1,235
	세전이익	1,349	2,266	(40.5)	1,919	(29.7)	1,420
	순이익	1,099	2,050	(46.4)	1,717	(36.0)	1,251
	EPS	0.3	0.6	(51.8)	0.4	(37.2)	0.3
FCA	매출	34,565	30,746	12.4	33,215	4.1	33,379
	영업이익		2,946		1,912		2,341
	세전이익		2,540		1,533		1,972
	순이익	1,170	1,189	(1.6)	1,276	(8.3)	1,469
	EPS	0.7	0.8	(2.6)	0.8	(8.9)	1.0
테슬라	매출	4,002	2,790	43.5	3,409	17.4	3,974
	영업이익	(621)	(241)	157.9	(597)	4.1	(418)
	세전이익	(729)	(386)	89.0	(779)	(6.4)	(581)
	순이익	(520)	(220)	136.1	(568)	(8.4)	(490)
	EPS	(3.1)	(1.3)	130.1	(3.4)	(8.7)	(2.9)

자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: 미국 4사는 조정 순이익 및 EPS로 표시

도요타(7203 JP)

2분기 연결 기준 판매량은 224만대(+0.9%)를 기록했다. 아시아(+8.5%), 유럽(+5.4%), 미국(+3.2%)의 판매가 늘어 일본(-6.3%) 및 기타 지역(-3.8%)의 부진을 상쇄할 수 있었다. 매출도 7.4조엔(+4.5%)으로 선방했는데, 견조한 판매와 믹스 개선으로 엔화 강세를 이겨냈다.

영업이익은 6,826억엔(+18.9%)으로 영업이익률 9.3%(+1.2%p)를 달성했다. 컨센서스에 부합하는 성적이다. 자국 시장의 부진과 엔화 강세(+2엔/달러 YoY)에도 고마진이 가능했던 이유는 연초부터 지속된 비용통제 때문이다. 연결 기준으로 원가/판촉 등에서 절감한 비용만 전년 동기 대비 1,083억엔에 달한다.

지역별로는 판매가 줄어든 일본 시장의 수익성이 10.2%(+1.5%p)로 양호했고, 판매가 증가한 북미 시장의 수익성은 2.8%(-0.5%p)로 부진했다. 일본은 원가상 비용 절감이 극대화된 지역이고, 미국은 판촉 부담이 커지고 있어 비용 절감 노력이 상쇄됐다. 아시아는 판매 성장과 고마진(10.8%, +2.2%p)을 지속하고 있다.

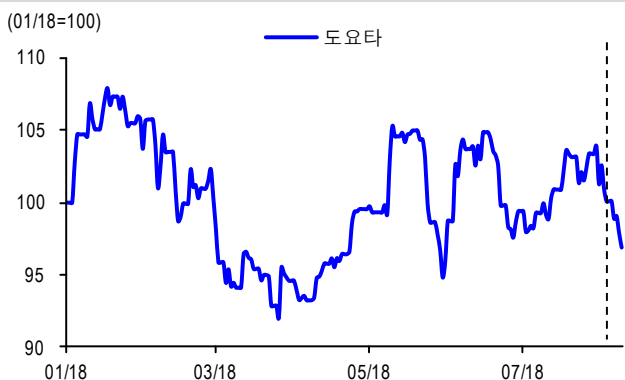
연간 판매량 가이드스를 890만대로 5만대 하향 조정했다. 하반기 북미 수요 둔화를 고려해 북미 판매량을 기존 280만대에서 275만대로 낮췄기 때문이다. 하지만 연초부터 계획한 원가 절감이 원활히 진행되고 있고, 엔화 강세 속도가 늦춰져 영업실적 가이드스는 기존과 동일하다.

도요타의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	2,188	2,172	2,192	2,280	2,328	2,215	2,175	2,289	2,286	2,236
매출 (십억엔)	6,972	6,589	6,481	7,084	7,442	7,048	7,144	7,606	7,583	7,363
영업이익	548	642	475	439	439	574	522	674	630	683
세전이익	530	677	499	588	430	679	573	751	617	814
순이익	427	552	394	487	398	613	458	942	481	657
영업이익률 (%)	7.9	9.7	7.3	6.2	5.9	8.1	7.3	8.9	8.3	9.3
순이익률	6.1	8.4	6.1	6.9	5.4	8.7	6.4	12.4	6.3	8.9
판매 증감 (% YoY)	(2.0)	2.7	1.3	2.9	6.4	2.0	(0.8)	0.4	(1.8)	0.9
매출 증감	(2.1)	(5.7)	(8.8)	(3.5)	6.8	7.0	10.2	7.4	1.9	4.5
영업이익 증감	(13.8)	(15.0)	(42.6)	(39.3)	(19.9)	(10.6)	10.0	53.6	43.5	18.9

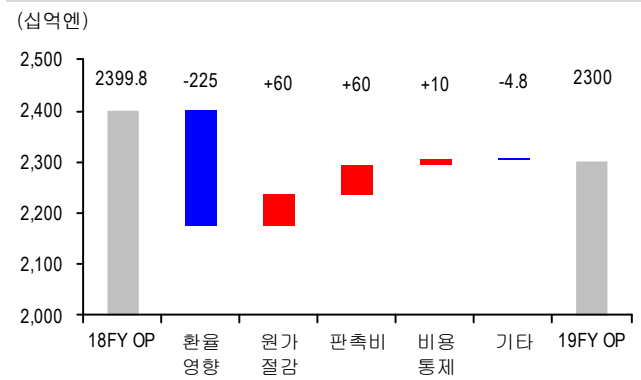
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

도요타의 주가 추이 (2Q18 실적발표 8/3)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2019FY 영업이익 가이드스 디테일



자료: 도요타, 신한금융투자

현대(7267 JP)

2분기 연결 기준 판매량은 자동차 95만대(+5.8%), 오토바이 362만대(+11.4%)로 양호했다. 내수 시장 부진에도 불구하고 일본 판매가 17만대(+5.8%)를 기록했다. N-BOX 시리즈가 베스트셀링 모델에 등극하며 판매를 이끌었다. 북미 판매는 43만대(-0.3%)로 소폭 감소했으나 SUV 위주의 믹스 개선으로 매출은 +8.4% 크게 늘었다. 전체 매출이 4.0조엔(+8.4%)으로 컨센서스를 상회했다. 자동차 2.8조엔(+8.0%), 오토바이 0.6조엔(+9.1%), 금융 0.6조엔(+9.9%)으로 전 사업부가 고르게 성장했다.

영업이익도 2,993억엔(+11.2%)으로 영업이익률 7.4%(+0.1%p)를 기록하며 컨센서스를 상회했다. 연초 가이드언스에서 제시했던 R&D 비용 증가 및 엔화 강세 영향으로 445억엔 규모의 감익 요소가 발생했지만 매출/믹스 개선과 원가 절감 노력의 이익 증가분이 747억엔으로 더 컸다.

2분기 호실적을 바탕으로 연간 가이드언스를 소폭 상향 조정했다. 매출 15.5조엔(+0.6%), 영업이익 7,100억엔(-14.8%), 순이익 6,150억엔(-41.9%)으로 제시했는데 기존 가이드언스 대비 매출 -1.0%, 영업이익 +1.4%, 순이익 +7.9%씩 조정할 수 있다. 북미 수요 부진으로 자동차 판매 목표치를 하향 조정했으나 오토바이/전력 부분의 호조로 전체 실적을 만회할 전망이다.

현대의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	980	908	890	925	960	900	907	932	950	952
매출 (십억엔)	3,658	3,472	3,263	3,501	3,763	3,713	3,776	3,957	3,915	4,024
영업이익	(64)	267	228	208	138	269	153	285	127	299
세전이익	(59)	288	271	261	187	335	243	347	190	358
순이익	(93)	175	177	169	96	207	174	570	108	244
영업이익률 (%)	(1.7)	7.7	7.0	5.9	3.7	7.3	4.1	7.2	3.2	7.4
순이익률	(2.6)	5.0	5.4	4.8	2.5	5.6	4.6	14.4	2.8	6.1
판매 증감 (% YoY)	7.1	2.3	0.1	5.2	(2.0)	(0.9)	1.9	0.8	(1.0)	5.8
매출 증감	4.8	(6.3)	(9.9)	(3.2)	2.9	7.0	15.7	13.0	4.0	8.4
영업이익 증감	적자전환	11.5	38.4	27.4	흑자전환	0.9	(32.9)	37.0	(8.2)	11.2

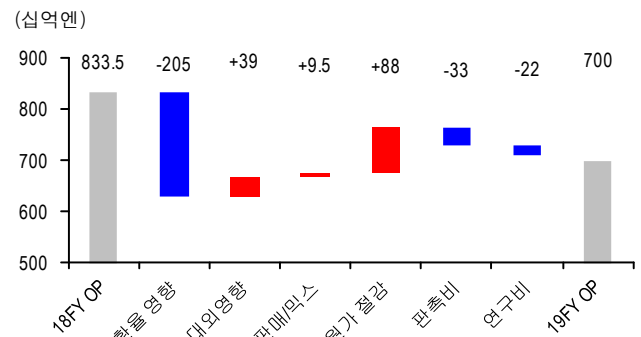
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

현대의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/31)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2019FY 영업이익 가이드언스 디테일



자료: 현대, 신한금융투자

닛산(7201 JP)

2분기 연결 기준 도매 판매는 93만대(-10.0%), 소매 판매는 131만대(-3.0%)로 부진했다. 소매 중 북미 48만대(-9.5)와 유럽 16만대(-12.7%)의 감소폭이 컸다. 중국 판매가 34만대(+6.9%)로 성장했지만 선진국 부진을 만회하기에는 부족했다. 매출은 2.7조엔(-1.6%)으로 판매 둔화와 엔화 강세를 감안하면 상대적으로 양호했다. 유럽이 판매 감소에도 불구하고 매출 0.4조엔(+6.3%)으로 성장했다.

영업이익은 1,091억엔(-28.8%)으로 영업이익률 4.0%(-1.6%p)를 기록했다. 5개 분기 연속 감익을 지속하고 있으나 낮아진 컨센서스에는 부합했다. 마진 감소의 가장 큰 원인은 볼륨/믹스 악화가 -681억엔 규모로 반영됐고, 원가 상승도 -270억엔 가량 영향을 줬다. 판촉 비용 감축(+514억엔)에 전념했으나 수익성 훼손이 불가피했다. 지역별로는 일본 576억엔(-39.5%), 북미 495억엔(-2.6%), 아시아 178억엔(+1.9%), 유럽 -47억엔(적자지속)이다.

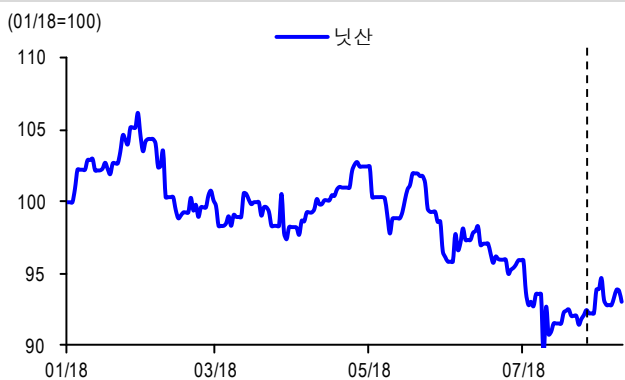
상반기 실적 부진의 폭은 예상했던 수준이기 때문에 연간 가이드언스를 유지했다. 매출 12.0조엔(+0.4%), 영업이익 5,400억엔(-6.0%)이다.

닛산의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	1,158	1,002	1,048	1,088	1,270	1,031	1,064	983	1,252	928
매출 (십억엔)	3,246	2,654	2,667	2,944	3,455	2,760	2,892	2,875	3,423	2,717
영업이익	206	176	164	164	239	153	129	82	211	109
세전이익	120	198	202	192	374	186	179	123	222	160
순이익	71	136	146	132	249	135	142	302	169	116
영업이익률 (%)	6.3	6.6	6.1	5.6	6.9	5.6	4.4	2.9	6.1	4.0
순이익률	2.2	5.1	5.5	4.5	7.2	4.9	4.9	10.5	4.9	4.3
판매 증감 (% YoY)	0.3	3.1	3.2	6.4	9.7	2.9	1.4	(9.7)	(1.4)	(10.0)
매출 증감	(1.2)	(8.4)	(12.1)	(2.2)	6.4	4.0	8.5	(2.3)	(0.9)	(1.6)
영업이익 증감	19.9	(9.2)	(18.6)	(15.1)	16.2	(12.8)	(21.6)	(49.6)	(11.9)	(28.8)

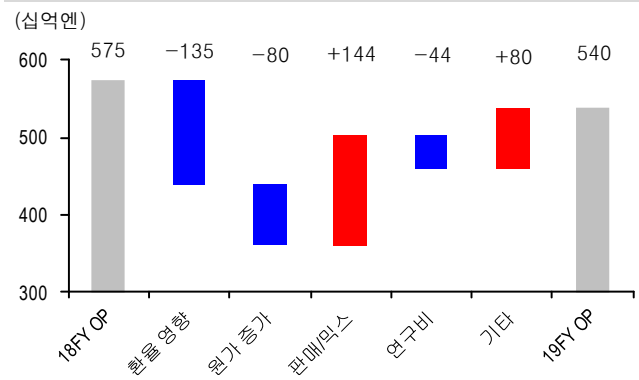
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

닛산의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/26)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2019FY 영업이익 가이드언스 디테일



자료: 닛산, 신한금융투자

폭스바겐(VOW GR)

2분기 브랜드 합산 판매는 273만대(+6.4%)를 기록했다. 아우디를 제외하면 브랜드의 성장세가 고르게 이어졌고, 일부 부진했던 상용차 브랜드도 빠른 회복세가 나타났다(VW +6.7%, 아우디 -0.4%, 스코다 +11.3%, SEAT +17.1%, CV +12.5%, MAN +21.4%). 판매가 매출로 이어지면서 2분기 연결 매출은 611억유로(+3.4%)를 기록했다. VW, 스코다, SEAT 등 주력 브랜드가 매출 성장을 견인했다.

영업이익 39억유로(-13.2%), 영업이익률 6.5%(-1.2p)를 기록했다. 상반기 중 디젤 스캔들 관련한 일회성 비용을 16억유로 반영했기 때문이다. 일회성을 제외한 실적은 56억유로(+22.7%)로 컨센서스를 상회했다. 브랜드별로는 VW 5.5%(+1.1p), 아우디 9.2%(+0.0p), 스코다 8.3%(-1.8p), SEAT 4.2%(+1.3p)를 기록했다. 판매가 둔화된 럭셔리 브랜드들도 고마진을 유지했고, VW/SEAT 등 보급 브랜드의 마진 개선도 이어졌다. 빈약했던 SUV 라인업 확대에 수익성 개선이 가능했다. 상반기 중 SUV 비중이 18%(+5%p)까지 늘었다.

단기 실적은 양호했으나 중장기 전망에 대한 부정적 견해로 실적발표 후 주가는 하락했다. EU의 연비 규제 중 WLTP 기준이 9월부터 적용된다. 25만대 규모의 생산 지연이 발생하고 있으며 관련 비용만 10억유로에 상당할 것으로 발표했다. 미국에서 촉발된 관세 장벽 등 다양한 외부 요인이 수요에 대한 불확실성도 키우고 있다.

폭스바겐의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	2,508	2,609	2,493	2,688	2,495	2,564	2,651	2,935	2,680	2,727
매출 (백만유로)	50,964	56,971	51,997	57,335	56,197	59,152	55,002	59,818	58,229	61,149
영업이익	3,440	1,899	3,308	(1,544)	4,368	4,549	1,720	3,182	4,212	3,948
세전이익	3,203	1,607	3,348	(866)	4,591	4,207	1,592	3,361	4,477	4,495
순이익	2,362	1,211	2,334	(538)	3,371	3,098	1,140	3,899	3,298	3,309
영업이익률 (%)	6.7	3.3	6.4	(2.7)	7.8	7.7	3.1	5.3	7.2	6.5
순이익률	4.6	2.1	4.5	(0.9)	6.0	5.2	2.1	6.5	5.7	5.4
판매 증감 (% YoY)	0.8	2.2	4.2	7.5	(0.5)	(1.7)	6.4	9.2	7.4	6.4
매출 증감	(3.4)	1.7	1.0	8.1	10.3	3.8	5.8	4.3	3.6	3.4
영업이익 증감	3.4	(45.6)	흑자전환	적자지속	27.0	139.5	(48.0)	흑자전환	(3.6)	(13.2)

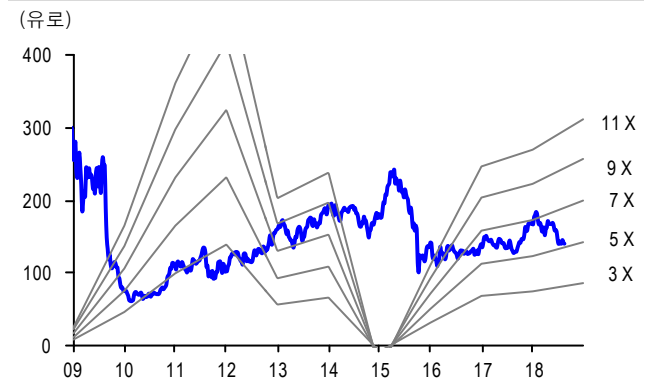
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

폭스바겐의 주가 추이 (2Q18 실적발표 8/1)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

다임러(DAI GR)

2분기 글로벌 판매량은 83.3만대(+1.3%)를 기록했다. 트럭 12만대(+6.4%)와 벤 11만대(+7.2%)가 고성장했지만 벤츠 세단의 판매가 부진(-0.8%)했다. 중국에서는 고성장(+11%)이 이어졌지만 최대 판매처인 유럽에서 대폭으로 판매가 감소(-7%)했다. 매출은 408억유로(-1.1%)로 평균 판가는 기존과 비슷한 수준이다. 사업별 매출은 벤츠 세단 226억유로(-4.2%), 트럭 92억유로(+1.7%), 벤 35억유로(+5.6%), 금융 63억유로(+6.4%)를 기록했다.

영업이익은 27억유로(-22.5%)로 영업이익률 6.6%(-1.8%p)를 기록했다. 사업별로는 벤츠 세단 19억유로(-20.9%), 벤 2억유로(-57.5%), 금융 1억유로(-87.4%) 등 트럭을 제외한 대부분이 부진했다. 유로화 강세 영향이 2.8억유로, 고정비 등 원가 증가분이 4.2억유로 반영돼 연초부터 우려했던 마진 감소가 이어지고 있다.

하반기에는 C클래스와 S클래스의 개조차가 출시되고, 시장 수요가 양호한 중국 위주로 판매를 강화할 전망이다. 다임러AG의 홀딩스 전환을 통한 사업부 개편도 진행한다. 향후 벤츠 세단, 트럭, 모빌리티라는 3개 사업부로 전 그룹의 역량을 집중하고 금융 사업은 모빌리티 산하로 옮기겠다. 산업 변화가 빠르게 진행되고 있어 대응 가능한 조직 구조를 모색하고 있다.

다임러의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	684	761	754	799	754	823	824	866	807	833
매출 (백만유로)	35,047	38,616	38,597	41,001	38,582	41,214	40,807	43,589	39,785	40,756
영업이익	2,435	2,553	4,028	3,109	3,089	3,460	3,345	3,237	2,887	2,680
세전이익	2,078	3,176	3,960	3,360	3,691	3,651	3,358	3,365	3,247	2,530
순이익	1,353	2,429	2,595	2,149	2,557	2,444	2,177	3,203	2,273	1,726
영업이익률 (%)	6.9	6.6	10.4	7.6	8.0	8.4	8.2	7.4	7.3	6.6
순이익률	3.9	6.3	6.7	5.2	6.6	5.9	5.3	7.3	5.7	4.2
판매 증감 (% YoY)	6.6	6.5	4.7	2.9	10.3	8.0	9.3	8.4	7.0	1.3
매출 증감	2.4	2.9	3.5	1.4	10.1	6.7	5.7	6.3	3.1	(1.1)
영업이익 증감	(16.5)	(26.3)	12.5	11.5	26.9	35.5	(17.0)	4.1	(6.5)	(22.5)

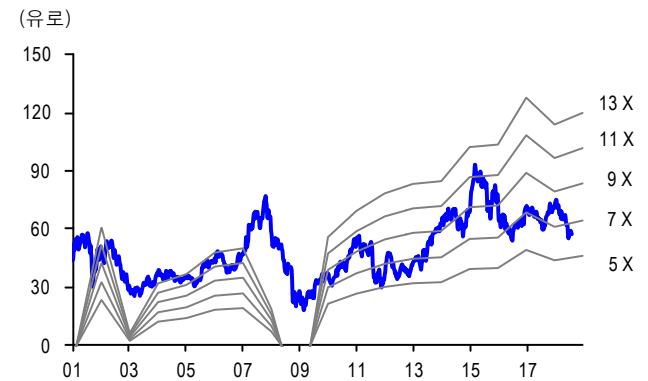
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

다임러의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/26)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

BMW(BMW GR)

2분기 글로벌 판매는 63.8만대(+0.7%)를 기록했다. X1 및 친환경 라인이 판매 호조지만 MINI(-3.2%)가 부진했다. 연결 매출은 250억유로(-2.9%)로 컨센서스에 부합했는데, 사업별로는 자동차 222억유로(+0.1%), 오토바이 6억유로(-5.35), 금융 71억유로(+1.4%)를 기록했다.

영업이익도 27억유로(-6.3%), 영업이익률 11.0%(-0.4%p) 기록해 컨센서스에 부합했다. 사업부별 영업이익은 자동차 19.2억유로(-14.5%), 오토바이 1.0억유로(-5.8%), 금융 6.1억유로(+3.2%)다. 부정적인 환율 환경과 R&D 비용 확대로 자동차 부문의 영업이익률이 8.6%(-1.1%p)로 낮아졌지만 목표했던 수익성 범위(8~10%)는 달성하고 있다.

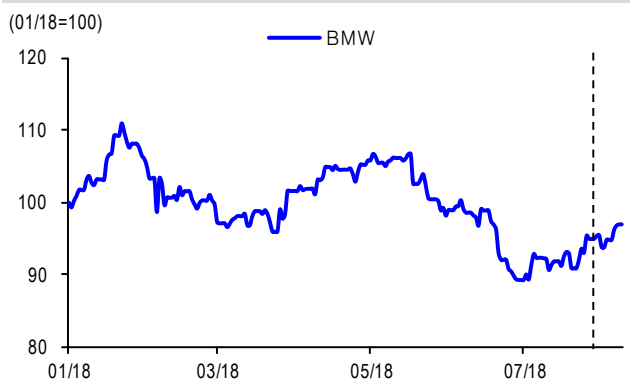
전반적으로 비용 증가에 대한 우려가 짙었다. 상반기 중 R&D 비용만 26.1억유로(+14%)를 기록해 매출 대비 5.8%를 차지했다. 친환경 파워트레인, 자율주행, 8시리즈 및 뉴X 모델 개발을 위해 R&D 비중이 7%까지 상승할 수 있다고 발표했다. 동사는 종합 완성차 업체 중 아직은 가장 높은 이익률을 유지하고 있지만 믹스 개선 및 원가 절감보다 비용이 더욱 빠르게 늘고 있다.

BMW의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	558	606	583	621	587	634	617	687	623	638
매출 (백만유로)	20,853	25,014	23,362	24,934	23,448	25,765	23,424	26,007	22,694	25,023
영업이익	2,457	2,725	2,380	1,811	2,646	2,932	2,304	1,965	2,733	2,746
세전이익	2,368	2,798	2,575	1,924	3,005	3,058	2,422	2,173	3,165	2,873
순이익	1,631	1,941	1,806	1,485	2,139	2,197	1,760	2,527	2,281	2,057
영업이익률 (%)	11.8	10.9	10.2	7.3	11.3	11.4	9.8	7.6	12.0	11.0
순이익률	7.8	7.8	7.7	6.0	9.1	8.5	7.5	9.7	10.1	8.2
판매 증감 (% YoY)	5.9	5.7	7.1	3.0	5.3	4.6	5.7	10.6	6.1	0.7
매출 증감	(0.3)	4.5	4.6	(0.2)	12.4	3.0	0.3	4.3	(3.2)	(2.9)
영업이익 증감	(2.5)	7.9	1.1	(17.0)	7.7	7.6	(3.2)	8.5	3.3	(6.3)

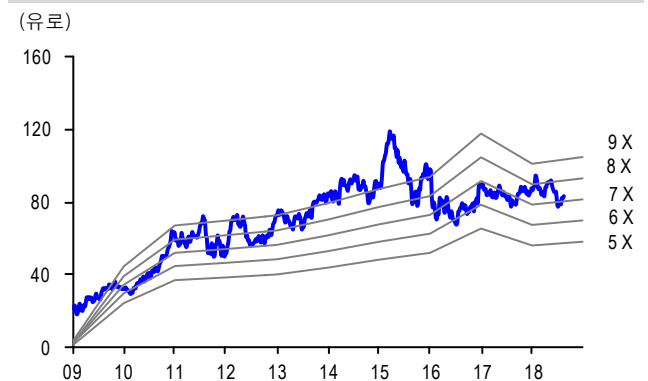
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

BMW의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/30)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

GM(GM US)

2분기 글로벌 판매는 206만대(-12.0%)를 기록했다. 오펔 브랜드 매각 효과를 제외하면 +0.4% 상승했다. 쉼보레는 판매 개선(+4.7%)을 이어가고 있지만 중국 브랜드인 바오준/울링의 판매 상승세가 둔화됐고, 부익의 판매가 크게 감소(-15.3%)했다. 연결 매출은 368억달러(-0.6%)로 해외(GM International) 매출이 48억달러(-13.7%)로 부진했다. 금융 부문이 대폭 증가한 35억달러(+16.7%)를 기록해 감소폭을 상쇄할 수 있었다.

영업이익은 15억달러(-35.7%)로 부진이 이어졌다. 구조조정 및 세금 관련한 일회성 비용을 제외한 조정 영업이익은 32억달러(-13.3%), 조정 마진 8.7%(-1.3%p)를 기록했다. 풀 사이즈 픽업 트럭의 믹스 악화와 북미 플릿 판매 증가, 원료 가격 상승 등이 마진 감소의 주요 원인이다. 북미법인 27억달러(-23.2%), 해외법인 1억달러(-54.9%), 금융 5억달러(+50.1%)씩 기록했다.

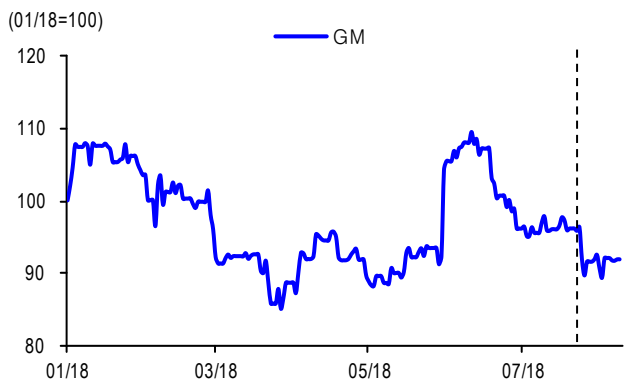
철강/알루미늄 원가 상승 등 무역분쟁의 여파가 직접적으로 반영되고 있다. 자동차 및 부품 관세 부과로 이어질 경우 수요 및 손익에 크게 부정적일 전망이다. 대외 환경의 불확실성을 감안해 18년 조정 EPS 가이드를 기존 6.3~6.6달러에서 6.0달러로 하향 조정했다.

GM의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	2,378	2,390	2,391	2,849	2,344	2,343	2,317	2,596	2,096	2,063
매출 (백만달러)	37,265	37,383	38,889	35,647	37,266	36,984	33,623	33,781	36,099	36,760
영업이익	1,972	2,972	3,148	1,870	2,583	2,297	1,916	2,737	529	1,477
세전이익	2,490	3,621	3,609	2,288	3,473	2,967	2,430	3,149	1,576	2,885
순이익	1,953	2,941	2,704	1,800	2,646	2,855	1,941	2,383	2,044	2,591
영업이익률 (%)	5.3	8.0	8.1	5.2	6.9	6.2	5.7	8.1	1.5	4.0
순이익률	5.2	7.9	7.0	5.0	7.1	7.7	5.8	7.1	5.7	7.0
판매 증감 (% YoY)	(0.9)	(2.9)	0.6	4.7	(1.4)	(2.0)	(3.1)	(8.9)	(10.6)	(12.0)
매출 증감	4.3	(2.1)	0.1	(10.0)	0.0	(1.1)	(13.5)	(5.2)	(3.1)	(0.6)
영업이익 증감	161.9	130.7	215.7	0.6	31.0	(22.7)	(39.1)	46.4	(79.5)	(35.7)

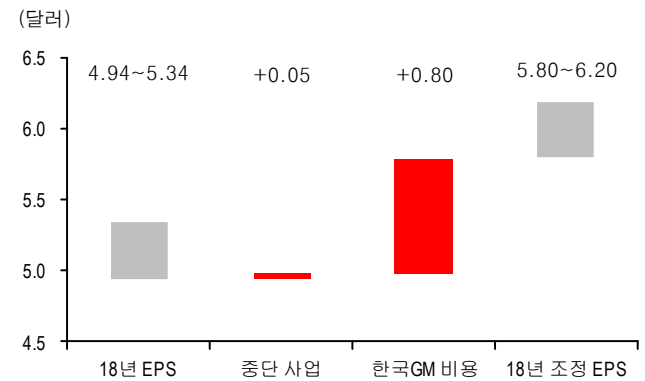
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

GM의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/25)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2018년 조정 EPS 가이드스 디테일



자료: GM, 신한금융투자

포드(F US)

2분기 글로벌 판매량은 149만대(-9.6%)로 크게 줄었는데, 미국 74만대(-8.1%)와 아시아 31만대(-25.9%)에 부진이 영향을 줬다. 5월 중 주력 모델인 픽업트럭 F시리즈에 납품하는 Meridian(라디에이터 관련 부품 솔 벤더)의 공장에서 화재가 발생했다. 2주간의 생산 차질로 물량 감소가 이어졌다. 매출은 389억달러(-2.3%)를 기록해 판매 부진 대비 선방했다. 사업부별 매출은 자동차 359억달러(-3.3%), 금융 30억달러(+9.9%)다.

영업이익은 6억달러(-62.2%), 조정 영업이익은 17억달러(-39.7%)로 부진했다. 조정 영업이익률은 4.3%(-2.7%p)로 낮아졌다. 부품사 화재 이슈와 타카타 에어백 관련 비용으로 자동차 부문의 수익성이 감소한 탓이다. 북미 18억달러(-24.8%), 아시아 -3억달러(적자전환)를 기록했다. 일회성 영향을 제외하면 조정 영업이익은 24억달러로 추산된다.

경쟁사들과 마찬가지로 연초부터 공격적인 비용 절감 계획을 앞세웠는데, 효과가 아직 미비하다. 영업이익 중 북미 시장의 비중이 앞으로도 높은 가운데(해외 합산시 적자) 북미 수요 둔화가 7월부터 가시화된 점도 부담이다. 18년 조정 EPS 가이드를 기존 1.45~1.70달러에서 1.3~1.5달러로 하향 조정했다.

포드의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	1,720	1,694	1,530	1,707	1,703	1,651	1,504	1,749	1,662	1,493
매출 (백만달러)	37,718	39,485	35,943	38,654	39,146	39,853	36,451	41,326	41,959	38,920
영업이익	2,451	2,218	762	951	1,464	1,552	971	869	1,121	586
세전이익	3,651	2,875	1,387	(1,117)	2,251	2,266	1,757	1,889	1,919	1,349
순이익	2,704	2,089	1,043	1,218	1,578	2,050	1,734	1,560	1,717	1,099
영업이익률 (%)	6.5	5.6	2.1	2.5	3.7	3.9	2.7	2.1	2.7	1.5
순이익률	7.2	5.3	2.9	3.2	4.0	5.1	4.8	3.8	4.1	2.8
판매 증감 (% YoY)	9.7	(0.1)	(4.1)	(3.8)	(1.0)	(2.5)	(1.7)	2.5	(2.4)	(9.6)
매출 증감	11.3	6.0	(5.8)	(4.0)	3.8	0.9	1.4	6.9	7.2	(2.3)
영업이익 증감	97.2	(16.2)	(71.1)	111.3	(40.3)	(30.0)	27.4	(8.6)	(23.4)	(62.2)

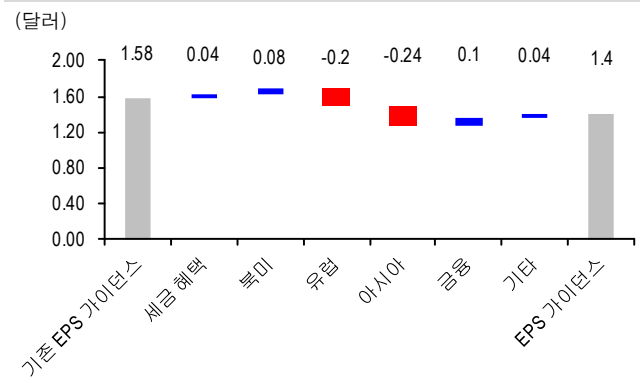
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

포드의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/25)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2018년 조정 EPS 가이드스 디테일



자료: 포드, 신한금융투자

FCA(FCAU US)

2분기 연결 기준 도매 판매량은 한국을 제외한 글로벌 완성차 중 가장 양호했다. 글로벌 125만대(+9.8%)를 기록했고, Jeep 판매량이 +21% 성장세를 지속하고 있다. Jeep의 선진은 NAFTA 판매 회복으로 이어지고 있다. 중국 JV 판매는 5만대(-41.4%) 부진하지만 비중이 아직 작다. 매출은 290억유로(+3.8%) 중 지역별 추이는 NAFTA 175억유로(+9.1%), EMEA 63억유로(+5.3%) 등 선진국이 좋았다. 반면 LATAM 21억유로(+4.7%), APAC 7억유로(-33.2%) 등 신흥국은 상대적으로 부진했다.

조정 영업이익은 17억유로(-11.4%), 조정 영업이익률 5.7%(-1.0%p)를 기록했다. 믹스 개선으로 판가는 상승했으나 원가 부담이 커 수익성이 감소했다. 지역별로는 NAFTA 14억유로(+3.4%), EMEA 2억유로(-6.0%)로 선진국은 견조했다. 신흥국 중 LATAM은 1억유로(+68.3%)로 양호했으나 APAC은 -1억유로(적자전환)로 부진했다. 럭셔리 브랜드인 마세라티도 BEP 수준으로 마진의 감소가 심화됐다. 마진 감소의 가장 큰 원인은 원가 상승(+10억유로 규모)이다.

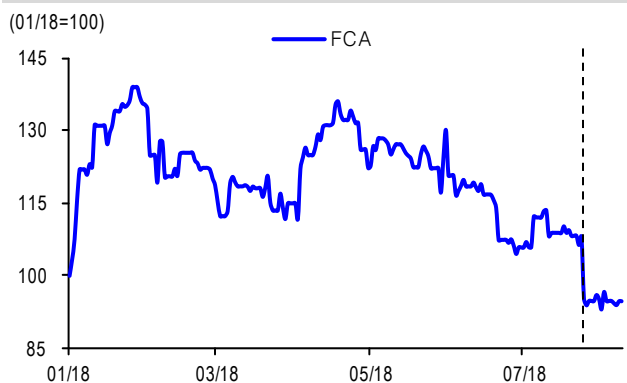
18년 가이드를 매출과 영업이익 모두 하향 조정했다. 매출은 기존 1,250억유로에서 1,150~1,180억유로로 낮췄고, 영업이익은 87억유로에서 75~80억유로로 조정했다. 장기 로드맵인 18~22년 비즈니스 플랜은 기존 계획을 유지했다.

FCA의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	1,086	1,175	1,066	1,155	1,078	1,138	1,051	1,156	1,151	1,250
매출 (백만유로)	26,570	27,893	26,836	29,719	27,719	27,925	26,414	28,876	27,027	28,993
영업이익	1,307	1,060	1,341	1,414	1,505	2,676	1,761	1,688	1,556	-
세전이익	795	569	813	929	1,069	2,307	1,440	1,345	1,247	-
순이익	528	709	740	539	671	1,080	922	1,097	1,038	981
영업이익률 (%)	4.9	3.8	5.0	4.8	5.4	9.6	6.7	5.8	5.8	5.4
순이익률	2.0	2.5	2.8	1.8	2.4	3.9	3.5	3.8	3.8	3.4
판매 증감 (% YoY)	(0.6)	(1.3)	(4.1)	(4.2)	(0.7)	(3.1)	(1.4)	0.1	6.8	9.8
매출 증감	2.8	(2.3)	0.1	1.0	4.3	0.1	(1.6)	(2.8)	(2.5)	3.8
영업이익 증감	87.8	(13.5)	496.0	195.8	15.1	152.5	31.3	19.4	3.4	

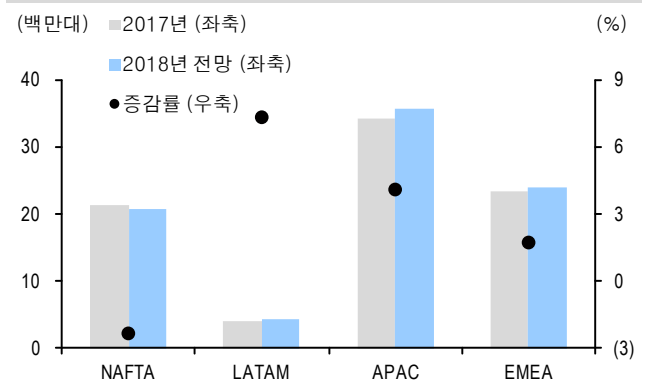
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

FCA의 주가 추이 (2Q18 실적발표 7/25)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

지역별 2018년 판매량 전망 디테일



자료: FCA, 신한금융투자

테슬라(TSLA US)

2분기 마지막주 주당 7천대 생산에 성공하며 분기 판매량 4.1만대(+85.0%)를 달성했다. 메인 조립 라인 GA3를 모델3 생산에 특화된 GA4로 옮기면서 생산성 개선이 두드러졌다. 3분기에는 모델3만 5.0~5.5만대 생산을 자신했다. 2분기 매출은 40억달러(+43.5%)를 기록해 컨센서스에 부합했다. 자동차 부문에서 34억달러(+46.8%)가 발생했는데 ZEV 판매 매출이 없었기 때문에 실질 성장은 더 컸다. 에너지 부문 매출도 4억달러(+30.6%)를 기록했다. 1분기에 대규모 호주 프로젝트 인식했기 때문에 분기 증감은 소폭 역성장(-8.7% QoQ) 했다.

2분기 순손실은 5.2억달러(적자지속)으로 컨센서스를 하회했다. 고정비를 제거한 GPM 기준으로는 자동차 20.6%(-7.4%p), 에너지 11.8%(-27.2%p)를 기록했다. 2분기에는 모델3가 손익분기점을 갓 넘겼기 때문에 자동차 마진이 부진했다. 3분기부터 본격적인 양산 효과와 2분기 진행한 원가 구조조정으로 모델3 GPM도 15%를 상회할 것으로 전망된다.

2분기 현금 유출은 1.3억달러로 1분기 4.0억달러 대비 크게 개선됐다. 2분기말 현금 및 등가물은 22억달러로 하반기에는 더 늘어날 전망이다. 모델3의 GPM 개선이 기여하겠다. 결론적으로 연초부터 주장했던 하반기 모델3 정상화와 이에 따른 재무구조 개선이 본격화되고 있다.

테슬라의 영업실적 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
글로벌 판매 (천대)	15	14	25	22	25	22	26	30	30	41
매출 (백만달러)	1,147	1,270	2,298	2,285	2,696	2,790	2,985	3,288	3,409	4,002
영업이익	(248)	(238)	86	(267)	(258)	(241)	(535)	(598)	(597)	(621)
세전이익	(278)	(290)	30	(208)	(372)	(386)	(671)	(780)	(779)	(729)
순이익	(75)	(150)	111	(107)	(215)	(220)	(488)	(513)	(568)	(520)
영업이익률 (%)	(21.6)	(18.7)	3.7	(11.7)	(9.6)	(8.6)	(17.9)	(18.2)	(17.5)	(15.5)
순이익률	(6.6)	(11.8)	4.8	(4.7)	(8.0)	(7.9)	(16.4)	(15.6)	(16.7)	(13.0)
판매 증감 (% YoY)	47.4	24.9	113.9	27.3	69.1	52.9	5.3	34.7	19.7	85.0
매출 증감	22.0	33.0	145.4	88.1	135.1	119.6	29.9	43.9	26.4	43.5
영업이익 증감	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속

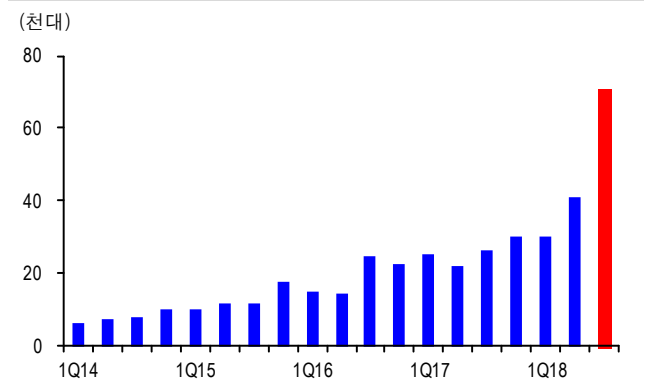
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자

테슬라의 주가 추이 (2Q18 실적발표 8/1)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

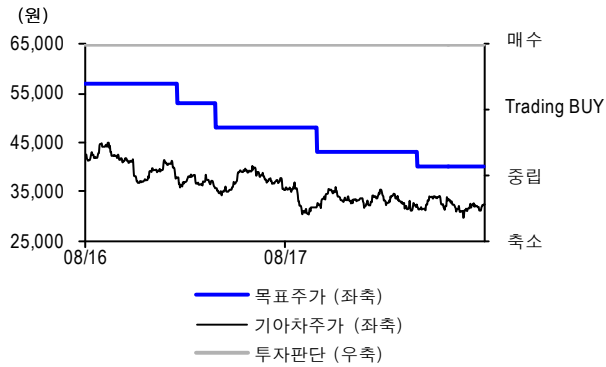
글로벌 분기 판매량(인도 기준) 추이 및 전망



자료: 테슬라, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

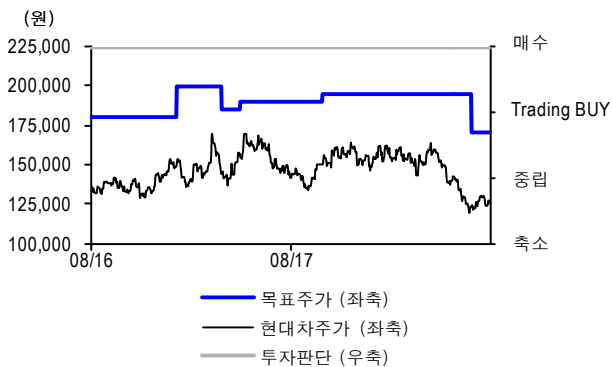
기아차 (000270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 05월 23일	매수	65,000	(32.2)	(28.2)
2016년 07월 22일	매수	57,000	(28.5)	(21.4)
2017년 01월 23일		6개월경과	(32.9)	(30.9)
2017년 01월 30일	매수	53,000	(30.4)	(27.6)
2017년 04월 10일	매수	48,000	(24.9)	(16.5)
2017년 10월 11일		6개월경과	(32.2)	(32.2)
2017년 10월 12일	매수	43,000	(22.7)	(16.7)
2018년 04월 13일		6개월경과	-	-
2018년 04월 13일	매수	40,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

현대차 (005380)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 01월 18일	매수	200,000	(25.6)	(15.0)
2017년 04월 10일	매수	185,000	(20.8)	(14.6)
2017년 05월 14일	매수	190,000	(20.3)	(10.5)
2017년 10월 11일	매수	195,000	(20.3)	(15.6)
2018년 04월 12일		6개월경과	(26.6)	(15.9)
2018년 07월 10일	매수	170,000	-	-
			-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 정용진)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(현대차)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

배우	색터	비중확대		중립		축소	
		매수	매수	매수	매수	매수	매수
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우						
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우						
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우						
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하							

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2018년 08월 10일 기준)

매수 (매수)	94.86%	Trading BUY (중립)	2.34%	중립 (중립)	2.8%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	------	---------	----