



자동차

비중확대 (유지)

또?

 **신한투자증권**
기업분석부

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

누적 대당 비용
현대차 192만원, 기아
190만원

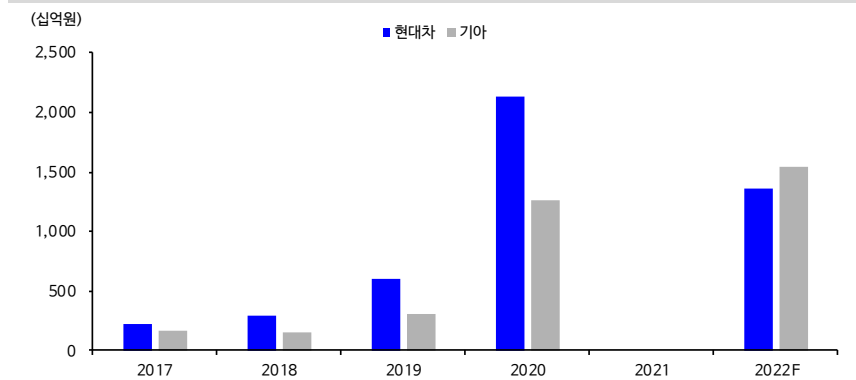
세타2 엔진 관련 품질 비용 재발생

3Q22 합산 2.9조원의 비용 발생

현대차와 기아는 각각 1.36조원, 1.54조원의 엔진 관련 충당금을 추가로 설정했다. 3Q20 관련 차종들의 평생 보증과 함께 대규모 충당금을 설정한 후 2년만이다. 2017년부터 시작된 세타2 엔진 충당금은 누적해서 현대차 3.26조원, 기아 1.90조원씩 반영했다. 대상 차종은 현대차 241만대(11~18MY 쏘나타, 투싼, 싼타페), 기아 181만대(11~18MY K5, 스포티지, 쏘렌토)에 해당한다. 단순히 대당 비용을 나눠보면 현대차는 대당 135만원, 기아는 105만원의 충당금을 설정했었다. 이번 신규 충당금 설정은 대당 비용으로 계산하면 현대차 56만원, 기아 85만원의 추가 비용이 발생한 격이다. 합산하면 6년간 현대차는 4.62조원, 기아는 3.44조원이다(대당 비용 현대차 192만원, 기아 190만원).

추가 비용 발생의 원인은 3가지다. 1) 대외 환경이 변했다. 최근 자동차 숏티지로 폐차주기가 길어졌고, 고령 차량의 비중이 확대됐다. 결과적으로 리콜 교환율의 핵심 지표 중 차량 연수가 상향 조정됐다. 기존에는 95%의 차량이 13년 내로 폐차될 것으로 가정했으나 이번 가정에는 95%의 차량이 19년 내로 폐차될 것으로 변경됐다. 2) 공정 개선 효과가 예상치를 밑돌았다. 기존에는 14MY 이후 적용된 개선판 엔진의 교환율을 낮게 예상했으나 실제로는 높은 빈도로 교환이 발생했다. 3) 환율이 급등했다. 마지막 충당금 설정 시기인 3Q20 대비 원/달러 환율은 약 280원이 상승했다. 상승률 +25%에 해당한다. 달러 부채로 비용이 산정되는 만큼 환율 상승의 부담이 커졌다.

세타2 엔진 관련한 품질 비용 발생 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

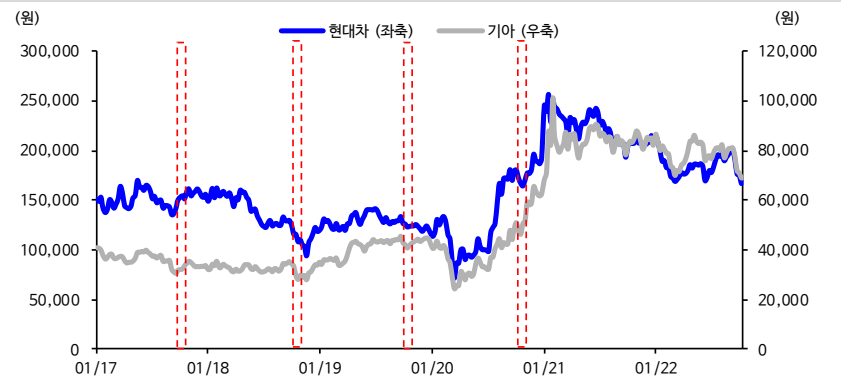
원인 중 1), 3)번 사항은
이례적
2)번 사항은 상수

핵심은? 관성적 비용 확대를 어떻게 해석할 것인가

비용 증가의 3가지 원인 중 1), 3)번 사항은 이례적 상황으로 판단한다. 차량 연수의 급격한 상승과 환율 급등은 대다수의 예측을 뛰어넘었고, 어느 정도는 하향 안정화될 가능성도 내포하고 있다. 향후 대외환경 변화에 따라 가정치가 하향 조정된다면 충당금 환입을 기대할 수도 있는 변수다. 반면 2)번 사항은 향후에는 상수로 판단한다. 개선판 엔진에 대한 교환율은 상향 조정된 상태가 유지될 전망이다. 결론적으로 이번 품질 비용 설정에 포함되어 있는 여러 가정치들은 왜곡된 대외 환경(신차 쏟티지 장기화, 달러 초강세)의 영향이 크다. 향후 추가적인 비용 부담이 다시 발생할 확률은 극히 낮다고 판단한다.

문제는 상기한 내용을 바탕으로 투자자들이 완성차 실적에 대한 신뢰를 유지할 수 있는지에 대한 물음이다. 양사는 6년간 5번에 걸쳐 엔진 품질 비용의 설정을 반복했다. 비용에 대한 설명은 합리적이었으나 단순히 보수적인 가정을 적용했다는 설명만으로 실적과 품질 비용에 대한 신뢰를 얻기는 상당히 어렵다. 특히 교환율이라는 변수가 투자자들에게 미지수로 남아있는 상황에서 다양한 해석이 존재할 수 있다.

현대/기아의 주가 (품질 비용 발생 시기를 표시)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

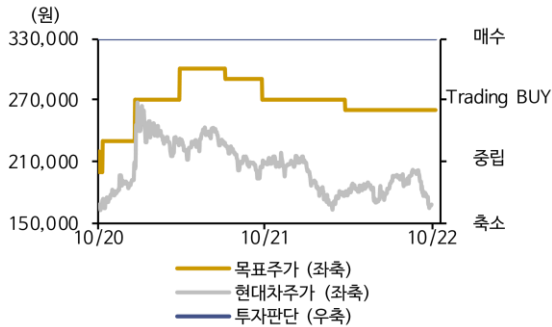
신뢰 회복의 첫번째 관문은 3Q22 실적 발표

양사 모두 차주에 3Q22 실적 발표가 예상된다. 당사의 기존 추정치는 영업이익 기준 현대차 3.4조원, 기아 2.4조원이다. 만약 품질 비용을 단순 차감하면 현대차 2.0조원, 기아 0.9조원의 영업이익이 예상된다. 지난 3Q20 당사를 복기해보면 품질 비용 발생을 발표한 10월 19일 전후 일주일간 주가가 하락하면서 단기 바닥을 확인했고, 10월 26일 일회성 비용을 제외하면 호실적을 발표한 이후로는 점진적인 주가 회복세가 이어졌다.

이번 3Q22 실적 발표에서도 일회성 비용을 제외하고 예상보다 양호한 실적을 기록할 수 있다면? 주가의 향방은 이미 발생한 비용이 아닌 향후 실적의 방향성으로 옮겨갈 전망이다. 다만 자동차 비중확대 논리의 핵심인 22년 하반기 실적 모멘텀은 퇴색됐다. 주가 반등의 시점을 3Q22 실적 발표 이후라고 판단한다.

투자 의견 및 목표주가 추이

현대차 (005380)

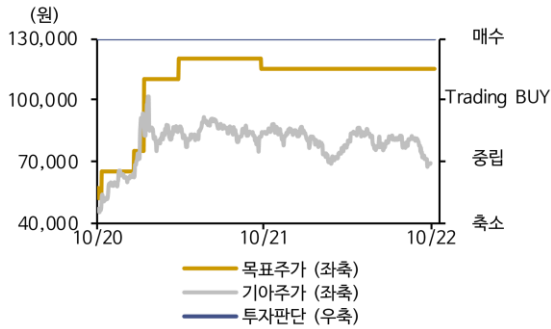


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 09월 17일	매수	220,000	(19.0)	(15.0)
2020년 10월 20일	매수	200,000	(16.7)	(14.3)
2020년 10월 27일	매수	230,000	(20.4)	(8.9)
2021년 01월 06일	매수	270,000	(12.0)	(0.9)
2021년 04월 14일	매수	300,000	(22.9)	(18.8)
2021년 07월 23일	매수	290,000	(27.1)	(22.4)
2021년 10월 12일	매수	270,000	(27.3)	(19.1)
2022년 04월 12일	매수	260,000	(28.5)	(22.3)
2022년 10월 13일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

기아 (000270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 10월 14일	매수	57,000	(16.5)	(14.2)
2020년 10월 20일	매수	52,000	(11.1)	(7.8)
2020년 10월 27일	매수	65,000	(8.8)	0.6
2021년 01월 06일	매수	75,000	5.2	24.4
2021년 01월 28일	매수	110,000	(23.3)	(7.7)
2021년 04월 14일	매수	120,000	(29.4)	(23.8)
2021년 10월 12일	매수	115,000	(30.2)	(23.4)
2022년 04월 13일		6개월경과	(30.7)	(25.0)
2022년 10월 14일		6개월경과	-	-

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 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 기아, 현대차를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 기아, 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 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 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

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

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 10월 16일 기준)

매수 (매수)	96.47%	Trading BUY (중립)	1.57%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------