

2023년 전망 시리즈

6

자동차

변곡점

2023년 전망 시리즈 **6**
자동차

변곡점

Neutral

관심 종목	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Buy	210,000원
기아 (000270)	Buy	90,000원



자동차/타이어

Analyst **김준성**

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Contents

Part I	2023년, 기술 진화의 변곡점	07
Part II	2023년, 영업지표 정상화의 변곡점	35
기업분석	현대차(005380)_변화를 준비하는 시기	62
	기아(000270)_밸류 트랩	65

Summary

변곡점

Neutral

2023년, 기술 진화의 변곡점

I

- 자동차 산업 비즈니스 모델의 중심, 제조에서 서비스로 이전 중
- 데이터 디바이스로서의 이동 수단이 만들어낼 새로운 비즈니스 모델의 가치 부상
- 1900년 이후 지속 감소하기만 했던 자동차 브랜드 수, 서비스 비즈니스 모델의 부상 속 120년 만에 급격히 확장
- 내연기관 제조 손익의 파이는 감소 중, 반면 전기 에너지 공급 시스템이 뒷받침하는 서비스 손익 성장 가속
- 2019년 HW 3.0 도입을 통해 서비스 비즈니스 모델의 문을 연 Tesla
- 2023년 HW 4.0 도입과 이를 통한 자율행동 인공지능의 발전 예고
- 자동차 산업 주력 비즈니스 모델의 전환 속도, 선도 업체의 기술 진전과 함께 더욱 빨라질 전망
- IT 하드웨어/소프트웨어 업체들의 업종 내 진입 증가되고 있는 가운데, 기존 업체들의 올바른 기술적 방향 설정 시급

2023년, 영업지표 정상화의 변곡점

II

- 반도체 공급 부족에 따른 업종 전반의 생산 감소와 각국 정부의 저금리·확대재정 정책 기조 유지 속 경기소비재 수요 폭발로, 지난 2년 자동차 산업은 극단적으로 낮은 재고·인센티브 영업 환경을 영위
- 반도체 공급 정상화와 경기 수요 둔화가 시작되며, 2022년 9월 산업 평균 재고 1년 6개월 만에 유의미한 상승 전환 기록
- 2023년 자동차 업종 재고·인센티브는 수요와 공급의 균형 찾기 과정 속 상승 기조를 이어갈 것
- 아직 양호한 영업 환경을 영위하고 있는 현대·기아, 산업 재고·인센티브의 상승 방향성에서 두드러진 차별화 어려울 것
- 현지 자산에 대한 강제 몰수가 이루어지고 있는 러시아, 자본잠식이 반복되기 시작한 중국에서의 손익 악화도 우려
- 향후 실적 눈높이에 대한 하향 조정 가시성이 높아진 가운데, 밸류에이션 관점에서도 전환점을 맞이하기에는 어려운 모습
- 기존 자동차 업체의 밸류에이션 확장을 위해서는 내연기관 시장 점유율보다 높은 BEV 시장 점유율 확보가 필요
- 중국에서의 BEV 브랜드 가치 부재, 미국에서의 IRA 법안 도입 영향으로 단기 판매 점유율 상승 어려움이 있을 전망이며, 서비스 비즈니스 모델이 가능한 새로운 플랫폼과 아키텍처의 BEV 출시 및 대량 양산 시점 모두 2025년 이후

2023년 전망 시리즈 **6**
자동차

Part I

2023년, 기술 진화의 변곡점

자동차 산업의 지각 변동

- 자동차 산업의 지각 변동 진행 중
- 전세계 자동차 산업 시가총액의 대부분을 차지했던 기존 자동차 업체들, 이제 그 비중이 절반 이하로 축소
- Tesla를 위시한 New Mobility 업체들 빠르게 부상

New Mobility 업체들의 합산 시가총액 비중, 글로벌 자동차 산업 50% 돌파

주요 완성차 업체 19개

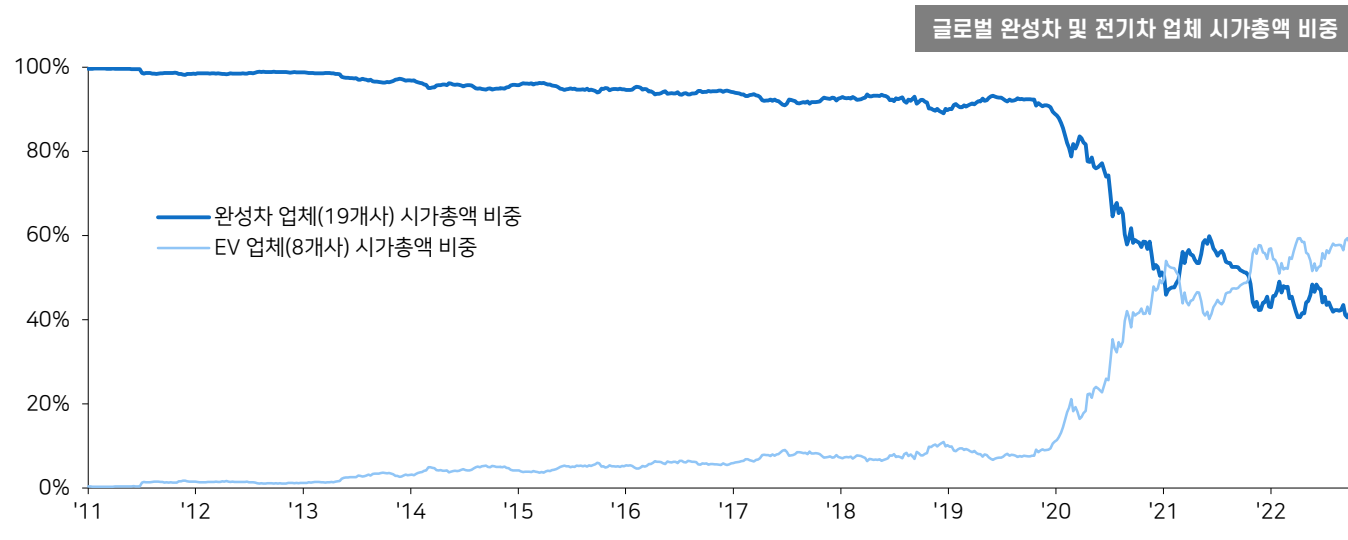
Volkswagen
Toyota
GM
Honda
Ford
Stellantis
Nissan
현대차
기아

주요 EV 업체 8개

Daimler
Suzuki
BMW
Renault
Geely
GreatWall
Changan
Tata
BAIC
SAIC

Tesla
BYD
NIO
Xpeng
LiAuto
Rivian
Lucid
Polestar

(2022.10.29 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

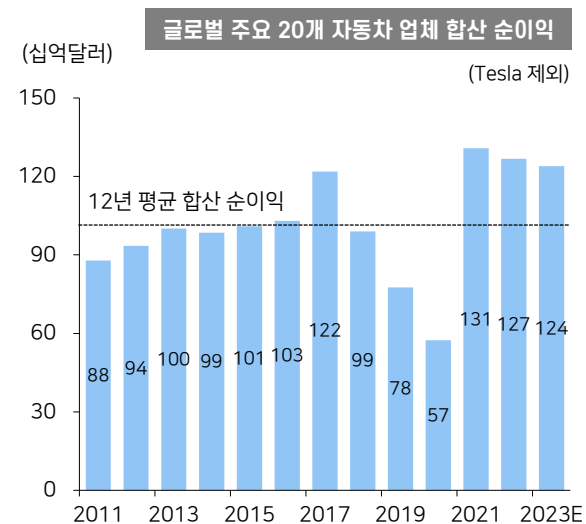
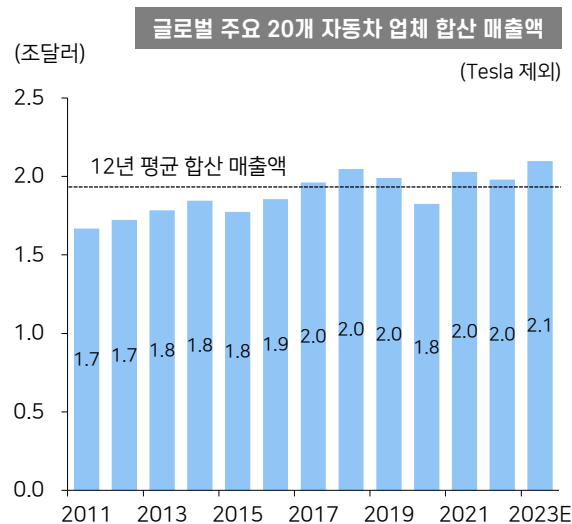
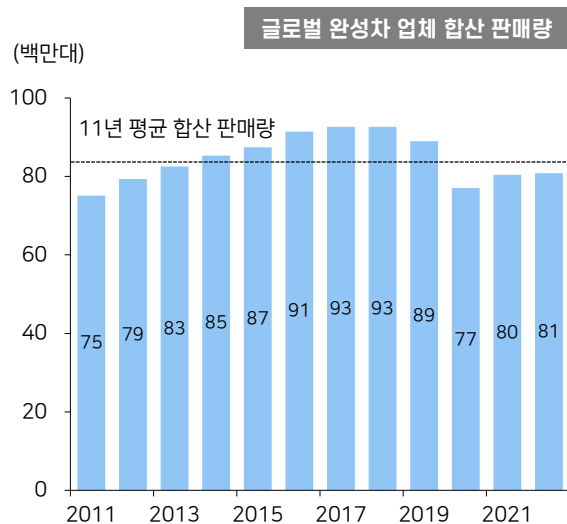
정체된 과거의 자동차 산업

2023년 전망 시리즈 6
자동차

자동차 산업의 지각 변동

- 기존의 자동차 산업을 정의하는 한 단어, 정체
- 이는 판매량의 정체, 매출액의 정체, 순이익의 정체, 시가총액의 정체, 밸류에이션의 정체를 의미

기존 자동차 산업, 판매량 · 매출액 · 순이익 · 시가총액 · 밸류에이션의 정체 국면 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

성장하는 미래의 자동차 산업

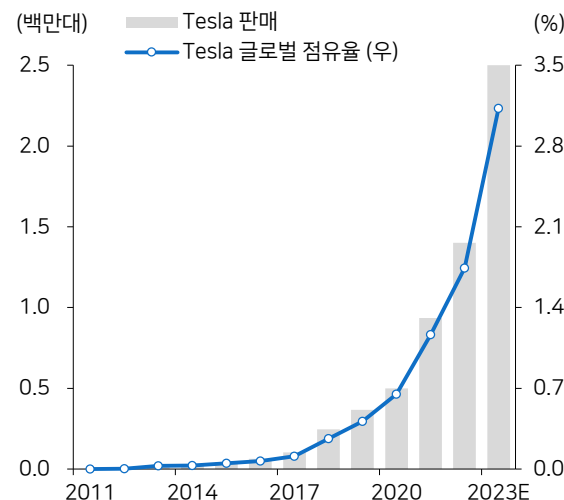
2023년 전망 시리즈 6

자동차

자동차 산업의 지각 변동

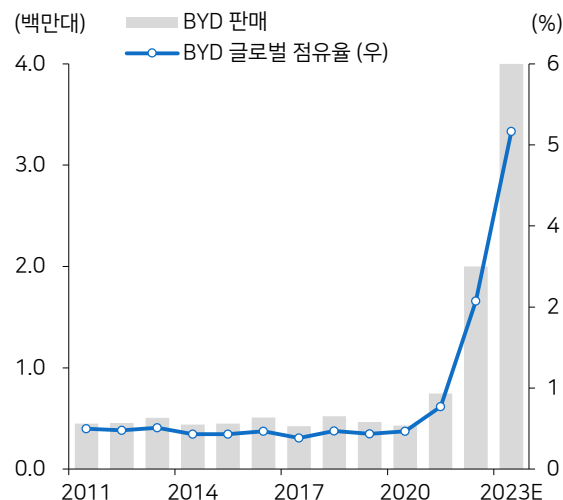
- New Mobility를 선도 중인 두 업체는 Tesla와 BYD
- 두 업체의 판매량은 2023년 각각 250만대, 400만대에 이를 전망
- 7,000-8,000만대에 멈춰 있는 자동차 산업의 수요가 이들 새로운 도전자들에게 빠르게 흡수되고 있음
- 이 둘을 포함한 New Mobility 업체들은 공격적 장기 판매 목표를 제시 중
만약 이들 업체들의 수요가 2,000만대를 넘어서게 되면 기존 업체들의 집단 가동률이 70% 이하로 하락
- 70% 가동률은 제조 업체에게 있어 정상 영업을 이어가기 위한 현금 창출 기준의 마지노선

고속 성장 중인 Tesla



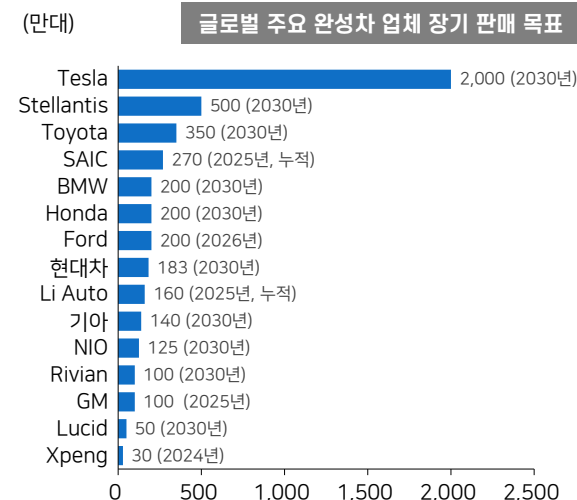
자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

가파른 판매량 증가 기록 중인 BYD



자료: BYD, 메리츠증권 리서치센터

New Mobility 업체들, 공격적 장기 판매 목표 제시



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

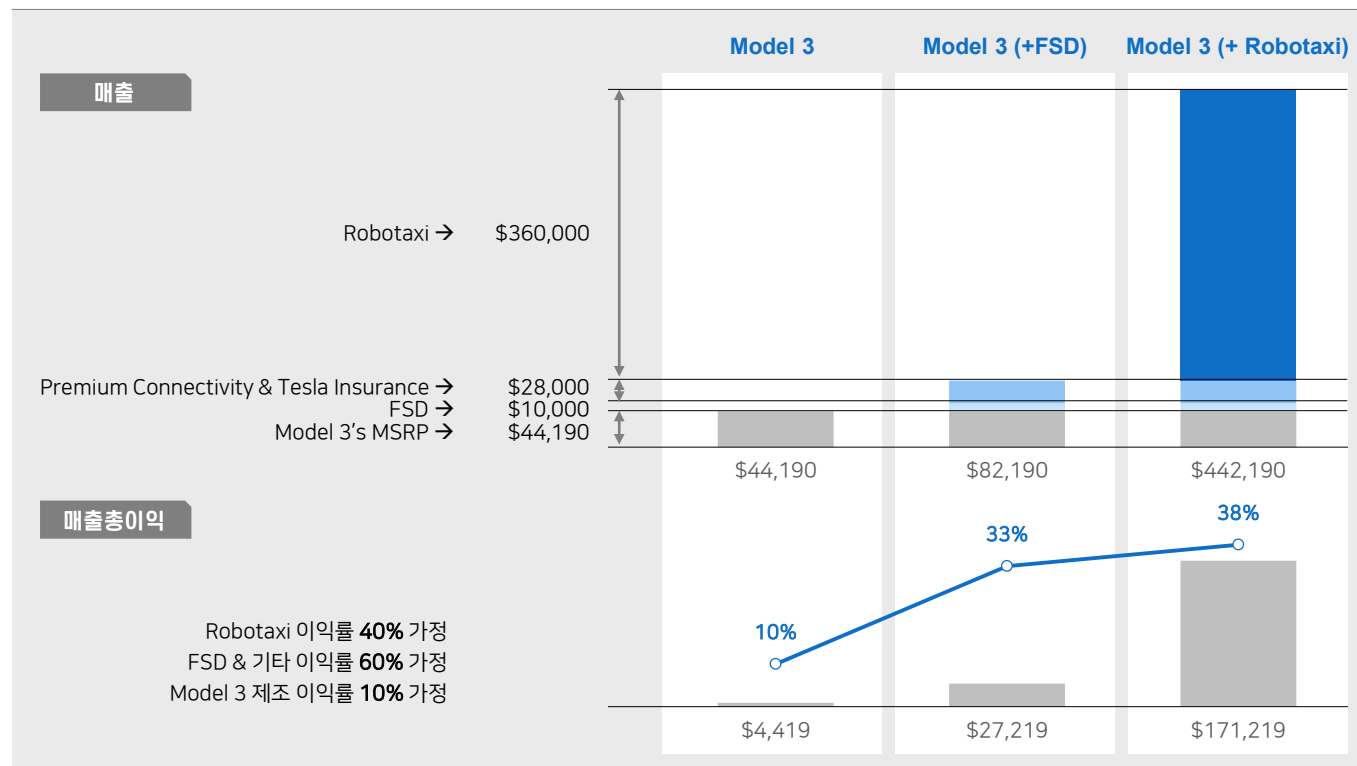
2019년, 비즈니스 모델 지각 변동의 시작

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- New Mobility 진영의 기술 선도 업체인 Tesla, 2019년 자동차 산업의 새로운 비즈니스 모델 개시
- 제조 마진을 영위하는 것에 그쳤던 자동차, 이제 서비스 비즈니스 모델 영위할 수 있는 디바이스로 전환

Tesla의 비즈니스 모델 진화, 차량 한 대당 실현 가능한 매출 · 이익 (차량 생애주기인 2012년 누적 기준)



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

소비자가 정의하는 상품의 정체성 변화

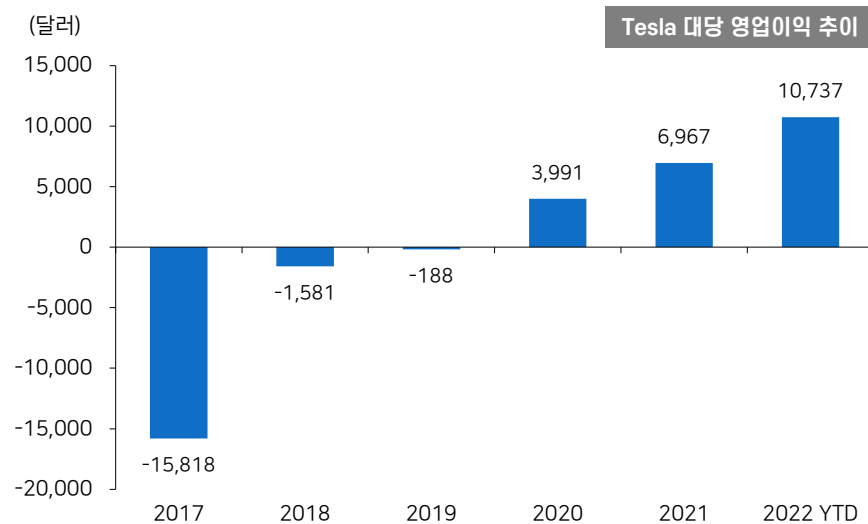
2023년 전망 시리즈 6

자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

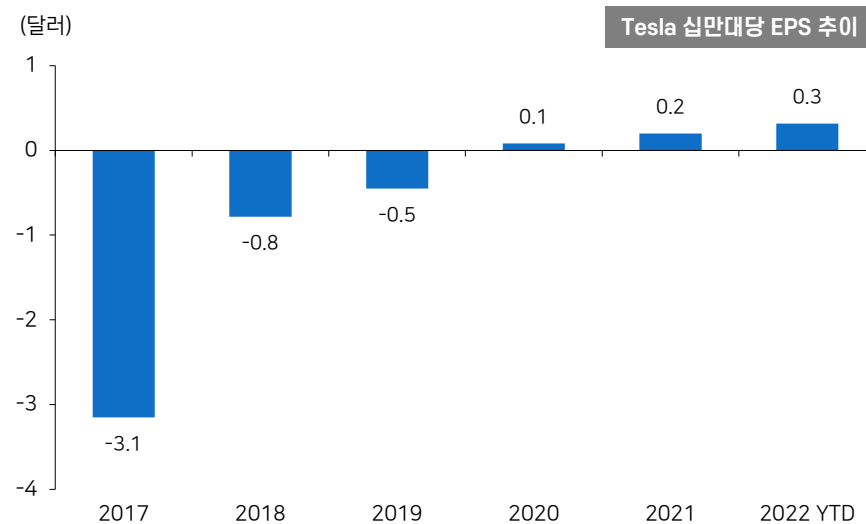
- 제조의 관점에서 매출을 구성하는 P와 Q는 소비자 판매 가격과 연간 판매량으로 정의
- 서비스의 관점에서 P와 Q는 다운로드 가능한 개별 소프트웨어의 가격과 지금까지 판매된 누적 판매량
- 서비스 비즈니스를 시작한 Tesla의 실적, 폭발적 성장 지속 중

빠르게 개선되고 있는 Tesla의 대당 영업이익



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

Tesla의 십만대당 EPS 추이



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

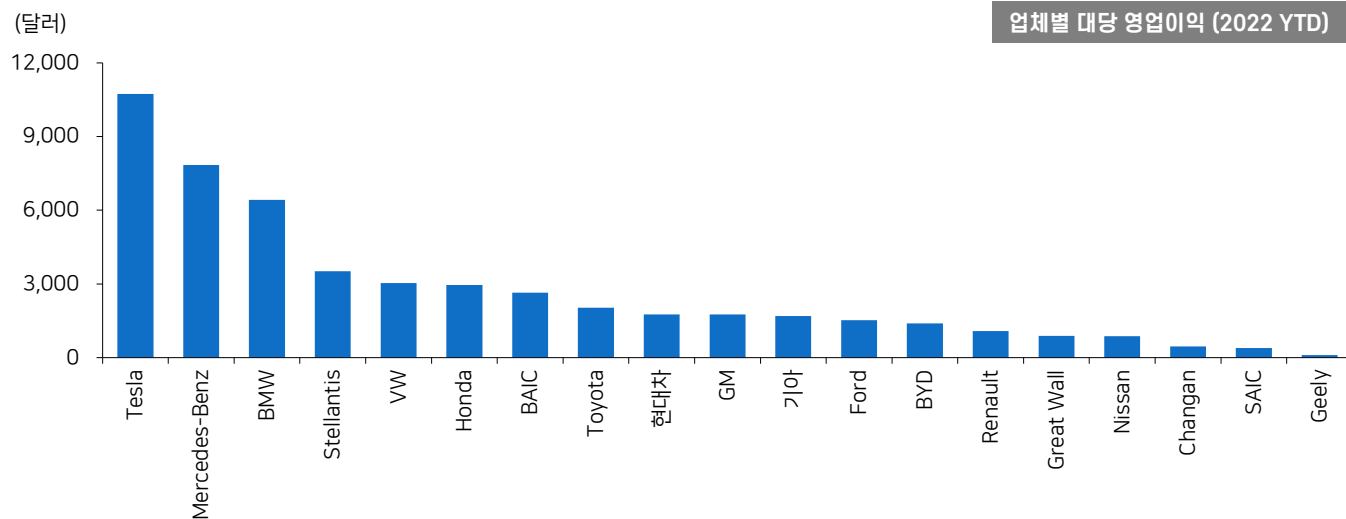
자본 시장이 인식하는 상품의 수익성 변화

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 2022년 YTD 기준, Tesla는 글로벌 자동차 업체 중 가장 높은 영업이익 기록 중
- 이는 제한된 제조 마진만을 영위하는 것이 아닌 높은 수익성의 서비스 마진을 확대해가고 있기에 가능

2022년 글로벌 자동차 업체별 대당 영업이익 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

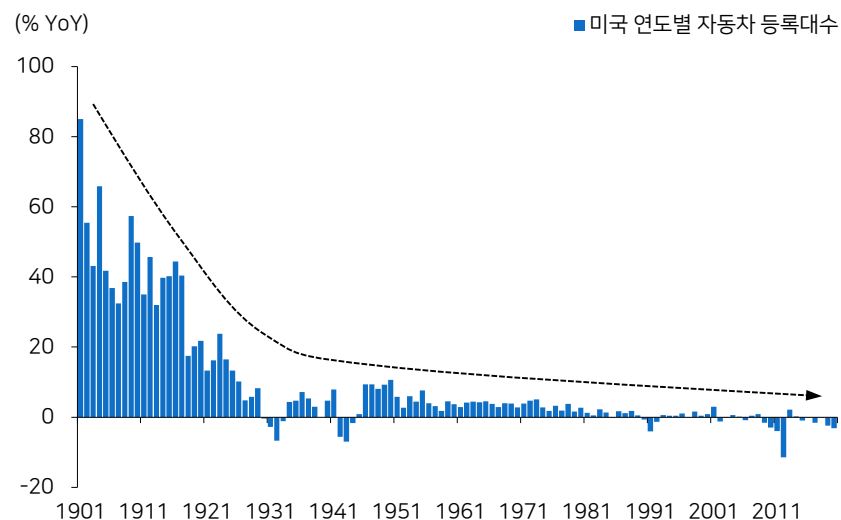
기존 자동차 산업의 역사, 성장을 하락 = 경쟁 심화 = 브랜드 수 감소

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

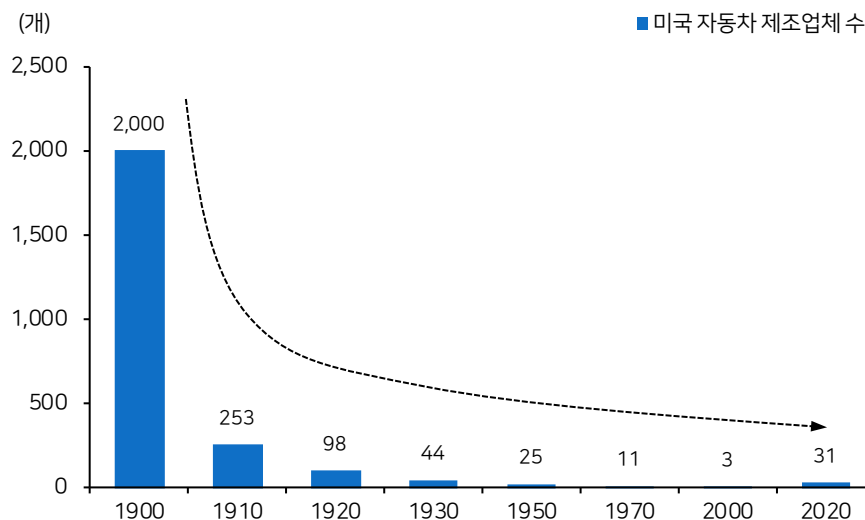
- 기존 자동차 산업은 역사가 오래된 성숙 산업
- 지난 백 년간 산업의 판매 성장률 지속 낮아져 왔으며, 이는 경쟁 심화와 열위 기업의 도태로 연결
- 자동차 시장의 대중화가 가장 먼저 시작된 미국 기준, 1901년 2,000개에 달했던 자동차 업체의 수는 백 년의 시간이 흐르며 3개로 축소
- 오랜 시간 자동차 산업은 진입 장벽 (파워트레인 기술과 브랜드 가치)은 높지만, 치열한 경쟁으로 창출 가능 이익이 박하고 플레이어간 함께 누릴 과실이 적은 시장으로 인지

성숙 산업이 되어 버린 기존의 자동차 산업



자료: US Department of Transportation, FHWA, 메리츠증권 리서치센터

낮은 성장 속 치열한 경쟁으로 브랜드의 수 지속 감소



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

백 년 만에 다시 시작된 브랜드 수 증가

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 백 년 넘는 시간 동안 줄어들기만 했던 브랜드의 수, 이제 다시 폭발적인 신규 진입자 증가가 목격되고 있음
- 이는 산업의 비즈니스 모델의 변화가 확인·검증됐고, 새로운 비즈니스 모델이 가져올 영업적 과실이 지금까지 인류가 목도했던 그 무엇보다 크기 때문

기존 자동차 업체들의 시가총액을 넘어섰거나 위협 중인 새로운 도전자들



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

새로운 성장을 확인한 IT HW · SW 자본의 진입 시작

2023년 전망 시리즈 6

자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 산업의 새로운 비즈니스 모델에 도전하는 중심 축은 자본과 기술 최선봉에 서 있는 IT HW/SW 기업들
- IT HW 업체로는 Sony, Huawei, Xiaomi, OPPO, Foxconn이 대표적이며, IT SW 업체에서는 Google, Apple, Amazon, Baidu, Alibaba를 꼽을 수 있음
- 이들은 데이터를 만드는 HW와 데이터를 바탕으로 비즈니스 모델을 전개하는 SW에서의 강점을 바탕으로 새로운 데이터 비즈니스 모델의 전선인 자동차 시장으로의 저변을 확장 중

데이터를 만드는 HW와 데이터를 바탕으로 비즈니스 모델을 전개하는 SW에서의 강점을 지닌 IT 기업들, 자동차 시장으로 저변 확장 중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

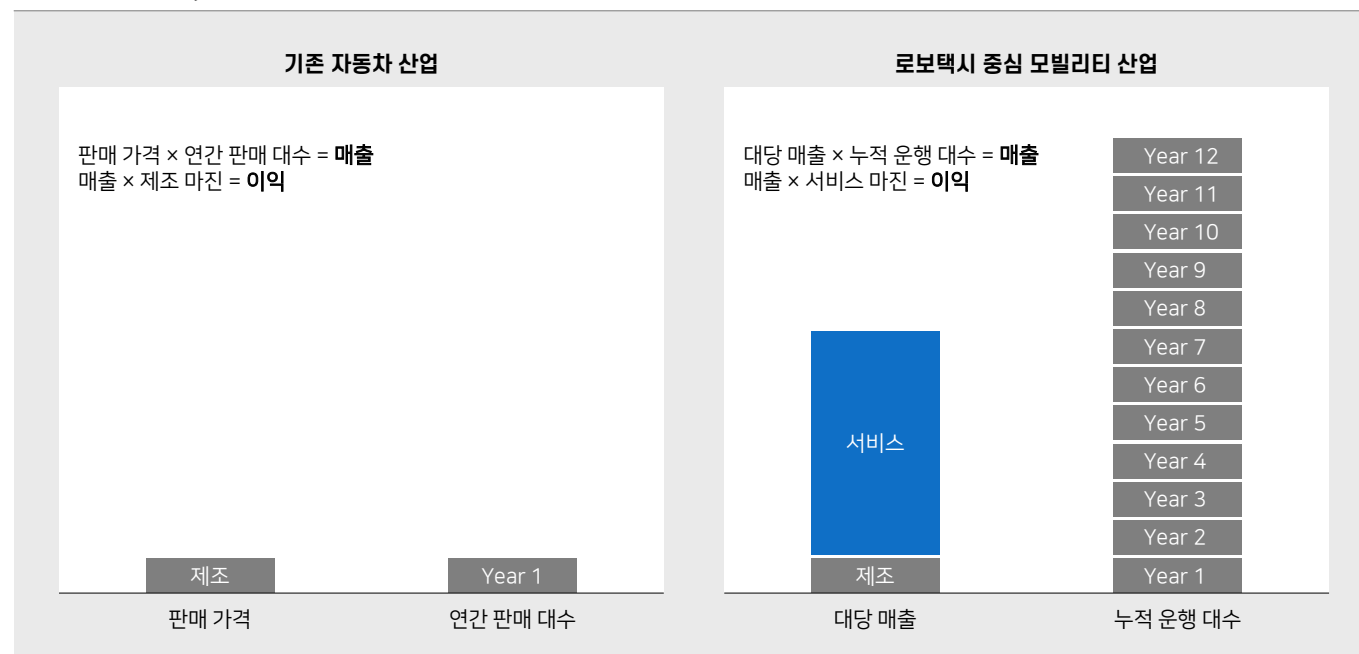
이들의 진입 이유, 과거의 제조가 아닌 미래의 서비스

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 자동차 산업에 새롭게 진출하는 업체들이 바라보는 성장의 중심은 저마진 신차 판매 제조 이익 아닌, 데이터 디바이스인 운영 차량 Pool을 넓히고 이들을 통해 고마진 서비스 비즈니스 모델을 제시하는 것

로보택시 사업자, 높은 서비스 마진 누릴 수 있는 누적 운행 대수 증가 위해 차량의 판매 가격 인하 가능



자료: 메리츠증권 리서치센터

스마트폰 등장에서 얻는 타산지석, 제조의 시각을 상징하는 폴더치폰

2023년 전망 시리즈 6
자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 새로운 비즈니스 모델의 등장과 새로운 도전자들의 진입은 기존 업체들에게 위기이자 기회
- 중요한 점은 새로운 시장 환경에 대한 이해를 기존 제조의 시각에서 받아들여서는 안 된다는 것
- 변화하는 소비자들이 추구하는 자동차의 핵심 가치는 지속적인 업데이트가 가능한 이동 디바이스
- 지금의 변화를 제조적 시각에서만 접근한다면, 단순히 내연기관에서 전기차로의 이전으로 이해할 것 이는 과거 스마트폰 등장 시기에 가치의 핵심을 데이터 공유가 아닌 터치 기능에 두었던 것과 같은 모습

아이폰 등장에 대한 삼성전자 · LG전자의 첫 번째 대응은 폴 터치스크린폰. 소비자가 부여하는 제품의 정체성 변화 정확히 읽어야 개발의 방향 설정 가능

폴터치 스크린폰 T*옴니아 출시 확정 (2008.11.26)

출처: samsung.com – news room

출시 전부터 폭발적 관심을 모아온 T*옴니아 (SCH-M490)가 드디어 출시된다. T*옴니아는 삼성전자, SK텔레콤, 마이크로소프트가 손잡고 국내 휴대전화 시장 활성화를 위해 선보이는 야심작으로, '현존하는 최고의 폴터치스크린폰'을 통한다. 삼성전자는 폴터치스크린 폰 T*옴니아를 26일 출시하고, 특화된 맞춤 마케팅 활동을 펼칠 예정이라고 밝혔다.

출시가는 4기가 기준 96만 8,000원, 16기가 기준 106만 8,100원으로 소비자들은 통신사업자 약정 등을 활용하면 출시가 기준보다 낮은 금액으로 구입 가능하다.

TV 광고도 특정 모델이 등장하지 않고 T*옴니아 자체가 모델로 등장해 사용 편리성과 혁신적 기능 설명에 초점을 맞추고 있다. 특히 "폰이다 아니다, 전지전능 T*옴니아"라는 카피를 내세워 PC, PMP, MP3, 카메라 등 모든 IT제품을 아우르는 올인원 기기라는 점을 부각할 예정이다.

삼성전자 관계자는 "삼성 휴대전화의 기술과 디자인 등이 결집된 역대 최고의 휴대전화로 꼽히는 T*옴니아를 통해 국내 휴대전화 시장의 새로운 전기를 마련할 것" 이라고 밝혔다.

LG 기대작 4인치 대화면 뉴초콜릿폰 국내 출시 (2009.9.29)

출처: 경향신문

LG전자가 올해 야심차게 준비한 히트카드를 마침내 선보였다. 바로 4인치 대화면과 시크한 이미지로 해외서 호평을 받아왔던 '뉴초콜릿폰'의 국내 시장 공략이다.

LG전자는 29일 블랙라벨 시리즈 4탄인 폴터치폰 '뉴초콜릿폰'을 출시한다고 밝혔다. 이번 '뉴초콜릿폰' (LG-SU630/KU6300/LU6300)의 국내 출시가격은 80만원 후반대로 동급 아래나폰과 비교해 약 10만원 정도가 비싼 편이다.

하지만 이러한 고가 폴터치폰임에도 불구하고 지난 23일 실시한 100대 한정 사전예약판매에서는 7분만에 매진되는 등 출시전부터 관심과 기대를 모았다.

'뉴초콜릿폰'은 기존 초콜릿폰의 단순미학을 극대화하면서도 21대9 비율이라는 특이 구조의 4인치 LCD 화면을 채택한 폴터치폰이다.

LG전자 MC (Mobile Communication) 한국사업부 조성하 부사장은 "LG전자의 야심작 '뉴초콜릿폰'을 통해 한국 트렌드 세터들의 눈높이를 맞췄다"며, "차별화된 마케팅을 더해 기존의 블랙라벨 시리즈 이상의 호응을 기대한다"고 말했다.

자료: 메리츠증권 리서치센터

서비스 비즈니스 모델 구축 위한 새로운 가치 사슬 준비 필요

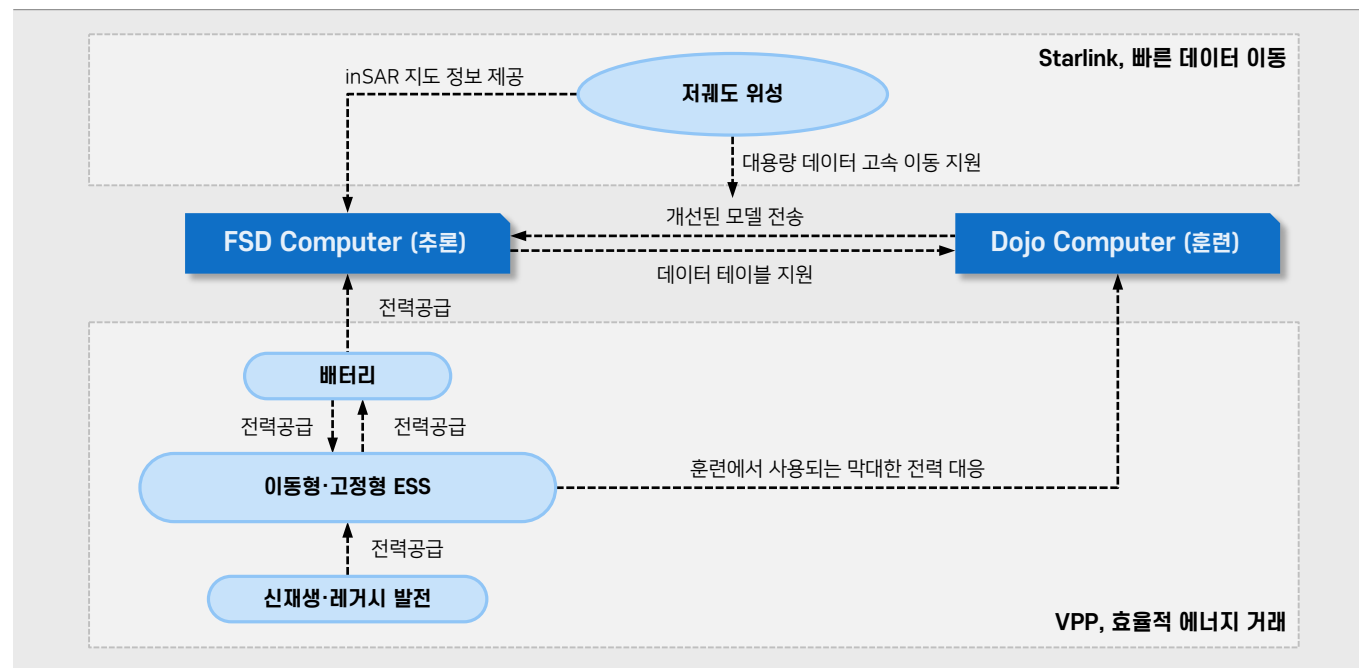
2023년 전망 시리즈 6

자동차

비즈니스 모델의 변화 시작

- 새로운 비즈니스 모델은 인공지능 · 에너지 · 네트워크에서의 기술적 가치 사슬 구축이 필요
- 엣지-클라우드 컴퓨팅에 기반한 인공지능의 발전이 먼저 시장의 문을 열 것이며, 시장의 확장 과정에서 에너지와 네트워크의 동행 발전이 함께 필수적

인공지능 · 에너지 · 네트워크 활용한 자율주행 비즈니스 생태계 구축



자료: 메리츠증권 리서치센터

그 시작점, 자율행동 인공지능 ANI

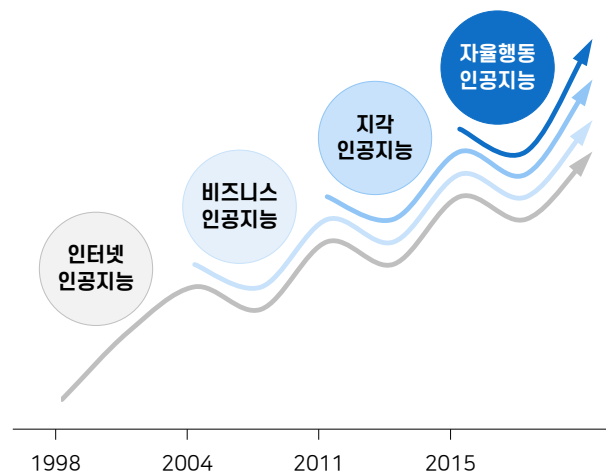
2023년 전망 시리즈 6

자동차

자율행동 인공지능 디바이스

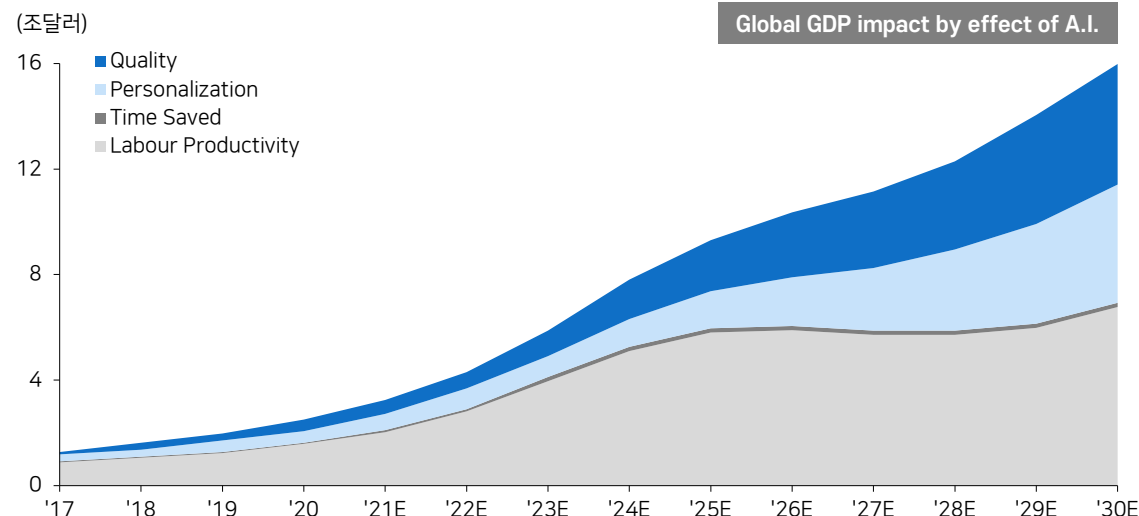
- 유명 석학이자 투자자인 Kai-Fu Lee, 비즈니스 모델 구축 관점에서 인공지능 발전을 네 줄기로 구분
- 이미 우리에게 익숙한 비즈니스 모델을 구축한 ① 인터넷 인공지능 · ② 기업 인공지능 · ③ 지각 인공지능, 그리고 아직 초기 발전 단계이나 향후 일상 생활에서 가장 큰 변화를 만들어 낼 ④ 자율행동 인공지능
- 데이터 디바이스로의 전환이 진행 중인 자동차는 이 중 자율행동 인공지능에 속함
- 자율행동 인공지능은 다른 인공지능과 달리 데이터를 창출할 HW가 선제적으로 존재하지 않으며, 기술적으로 완성된 HW가 없는 상태에서 데이터를 확보하고 가공해 새로운 HW를 창조해내는 것을 목표

Kai-Fu Lee의 인공지능 발전 네 줄기 구분



자료: Kai-Fu Lee, 메리츠증권 리서치센터

인공지능의 경제적 가치, 2030년 15.7조 달러 (약 2경원) 전망



자료: PwC, 메리츠증권 리서치센터

다양한 자율행동 인공지능 ANI의 융합, AGI

2023년 전망 시리즈 6

자동차

자율행동 인공지능 디바이스

- 현재 인공지능 업계 선도 연구기관은 Open AI (Elon Musk 설립), Deep Mind (Google), FAIR (Meta)
- 언어 인공지능 모델에 집중하고 있는 FAIR를 제외하고, Open AI · Deep Mind는 홈페이지를 통해 자신들의 미션이 AGI (Artificial General Intelligence)의 완성이라고 밝히고 있음
- AGI는 하나의 인간이 수행 가능한 복합 능력을 초월하는 것, 그리고 이를 위한 과정이 바로 인간이 수행 할 수 있는 한 가지 역량을 넘어서는 ANI (Narrow Intelligence)

인공지능의 구분, ASI · AGI · ANI

AI Stages	 Artificial Narrow Intelligence (ANI)	 Artificial General Intelligence (AGI)	 Artificial Super Intelligence (ASI)
	Execute specific focused tasks, w/o ability to self-expand functionality	Perform broad tasks, reason, and improve capabilities comparable to humans	Demonstrate intelligence beyond human capabilities
Timing	Today	About 2040	Soon after AGI
Implication	Outperform humans in specific repetitive functions, such as driving, medical diagnosis and financial advice	Compete with humans across all endeavors, such as earning university degrees and convincing humans that it is human	Outperform humans, helping to achieve societal objectives or threatening human race.
	Jobs Enhanced	Job at Risk	Humanity at Risk

자료: 메리츠증권 리서치센터

인공지능 연구개발 선도 업체인 Open AI · Deep Mind의 Mission, AGI

Open AI's mission

Open AI's mission is to ensure that artificial general intelligence (AGI)-by which we mean highly autonomous systems that outperform humans at most economically valuable work- benefits all of humanity. We will attempt to directly build safe and beneficial AGI, but will also consider our mission fulfilled if our work aids others to achieve this outcome. To that end, we commit to the following principles: We commit to use any influence we obtain over AGI's deployment to ensure it is used for the benefit of all, and to avoid enabling uses of AI or AGI that harm humanity or unduly concentrate power.

Deep Mind's mission

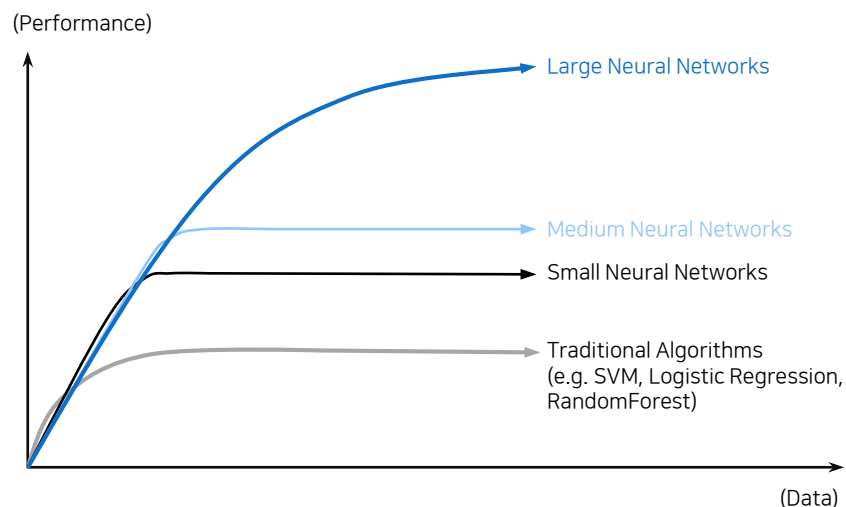
Intelligence allows us to learn, imagine, cooperate, create, communicate, and so much more. By better understanding different aspects of intelligence, we can use this knowledge as inspiration to build novel computer systems that learn to find solutions to difficult problems on their own. Like the Hubble telescope that helped us look deeper into space, these tools are already expanding human knowledge and making positive global impact. Our long term aim is to solve intelligence, developing more general and capable problem-solving systems, known as artificial general intelligence (AGI). Guided by safety and ethics, the invention could help society find answers to some of the world's most pressing and fundamental scientific challenges.

자료: Open AI, Deep Mind, 메리츠증권 리서치센터

자율행동 인공지능 디바이스

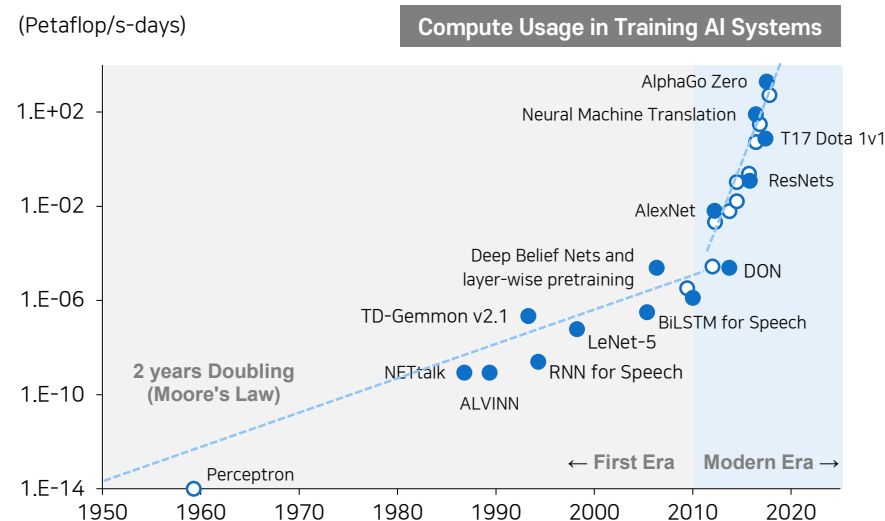
- Alexa나 Siri와 같은 인공지능 음성인식 비서를 ANI의 한 종류라고 구분하는 경우가 일반적. 그러나 진정한 의미에서 인간이 수행 가능한 하나의 특정 '행동'을 넘어서는 ANI의 시작은 자율주행
- 모든 종류의 인공지능이 그러하듯 운전 행위를 대체하는 인공지능 모델 개발 또한 삼박자 동시 발전 필요
- 이는 복잡 방대한 매개변수의 신경망 구축, 신경망을 구동시킬 가속기와 훈련을 위한 데이터 센터, 그리고 신경망이 인풋값을 받아 아웃풋값을 발생시키는 과정에서의 데이터 대량 확보

더 큰 모델을 통해 더 많은 데이터를 확보할 수 있다면 더 높은 성과 실현 가능



자료: OpenAI, 메리츠증권 리서치센터

더 큰 모델을 가동시키기 위해서는 더 높은 연산 능력 갖춘 컴퓨팅 플랫폼 필요



자료: OpenAI, 메리츠증권 리서치센터

2019년 HW 3.0 도입 후 Tesla가 보인 초격차

2023년 전망 시리즈 6

자동차

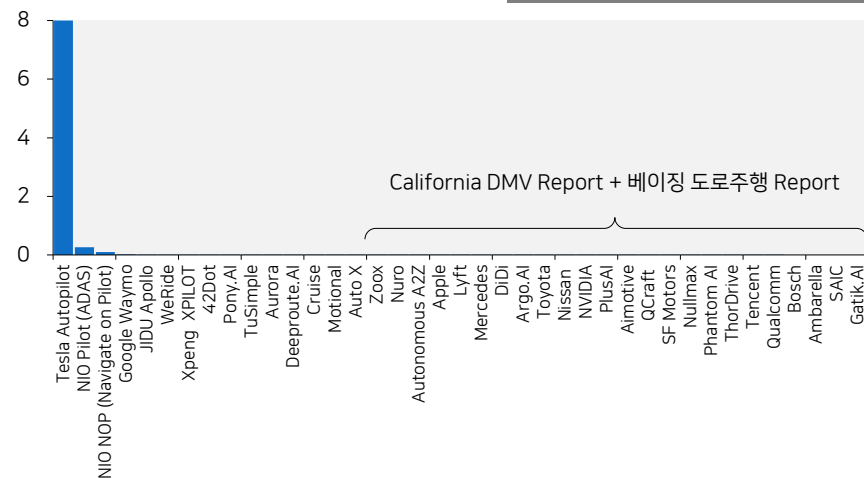
자율행동 인공지능 디바이스

- 특정한 상황에 대해 적합한 인공지능 모델을 구축하기 위해서는 많은 trial-and-error 필요
- 또한 더 높은 성과 발현이 가능한 인공지능 모델 구축을 위해서는 더 많은 데이터에 기반한 훈련 필요
- 완성된 자율행동 인공지능 디바이스 구축을 위해 더 많은 데이터를 확보하는 것은 가장 기본적인 부분이며, 현재 데이터 확보량에서 가장 앞서 있는 업체는 Tesla
- 2019년 Tesla는 HW1.0, HW2.0, HW2.5의 과정을 겪으면 확보한 기술 진화의 방향 설정에 근거해 HW3.0 시작. 이는 FSD Chip, Nvidia A100 GPGPU 기반 데이터 센터, FSD를 구동하는 인공지능 모델, 그리고 이들을 위한 데이터 양산 디바이스인 자체 개발 판매 차량들로 구성

데이터 확보량에서 압도적 격차를 만들어낸 Tesla의 HW3.0

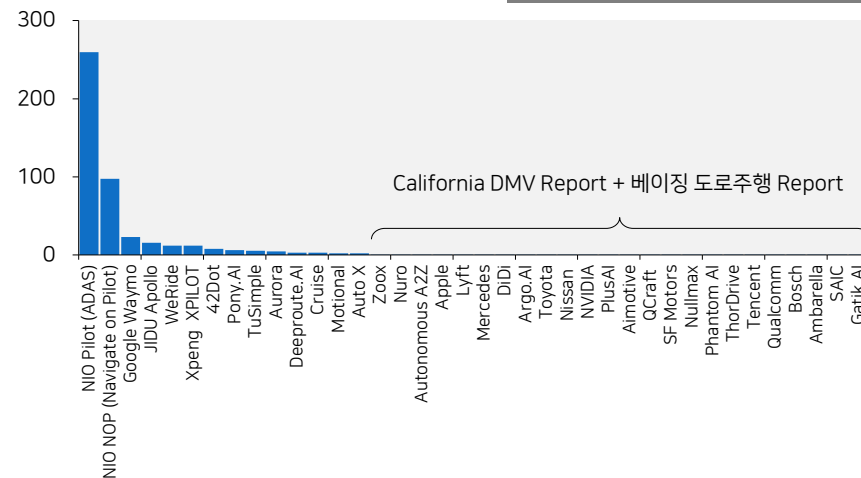
(십억마일)

자율주행 업체별 누적 도로주행거리



(백만마일)

자율주행 업체별 누적 도로주행거리



자료: 각 사, California DMV, 베이징 자율주행차 도로주행 보고서

2023년 HW 4.0 시작

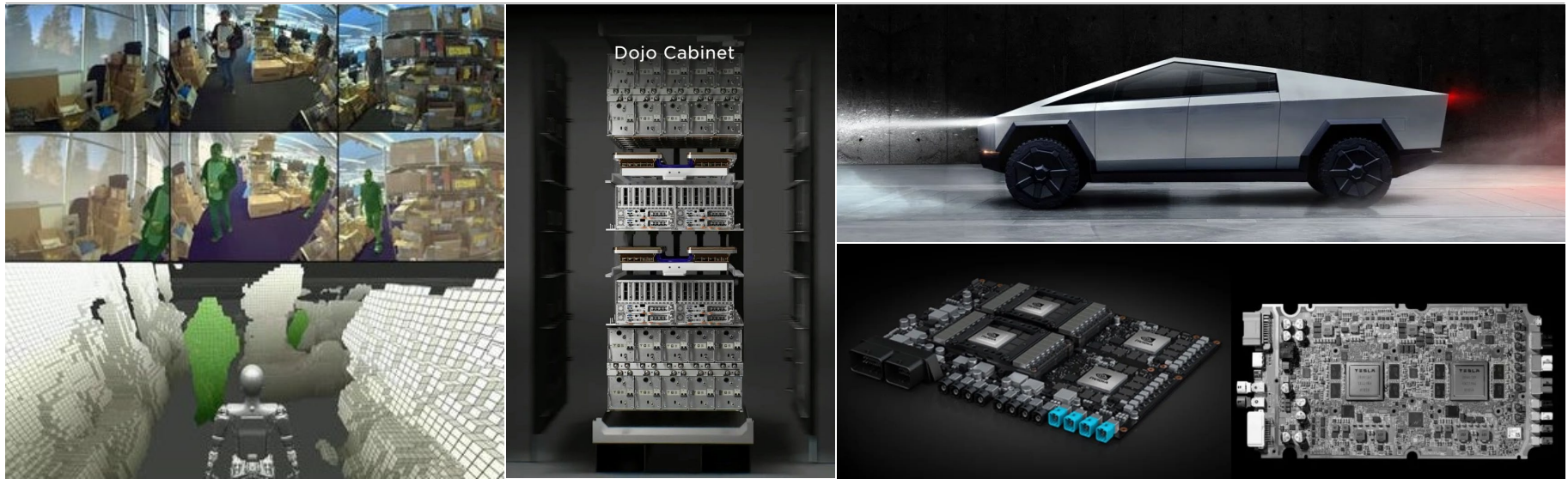
2023년 전망 시리즈 6

자동차

자율행동 인공지능 디바이스

- 2023년 Tesla는 HW 4.0을 도입 예정. HW4.0은 새로운 인공지능 모델 (Single Stack FSD Beta), 새로운 컴퓨팅 플랫폼 (FSD 2 Chip, D1 Chip), 그리고 이들이 더 많은 데이터를 만들어내고 훈련할 수 있도록 지원할 신규 디바이스 출시 (Cybertruck)와 디바이스 생산능력 확장 (Berlin, Texas)으로 구성
- HW 4.0을 통해 Tesla는 주행 인공지능의 역량을 강화할 것이며, 개선된 상품성을 바탕으로 기존 자동차 시장의 변화를 촉진시킬 전망

새로운 인공지능 모델, 새로운 컴퓨팅 플랫폼, 더 많은 데이터 디바이스로 이루어질 HW 4.0, 2023년 시작



자료: Tesla

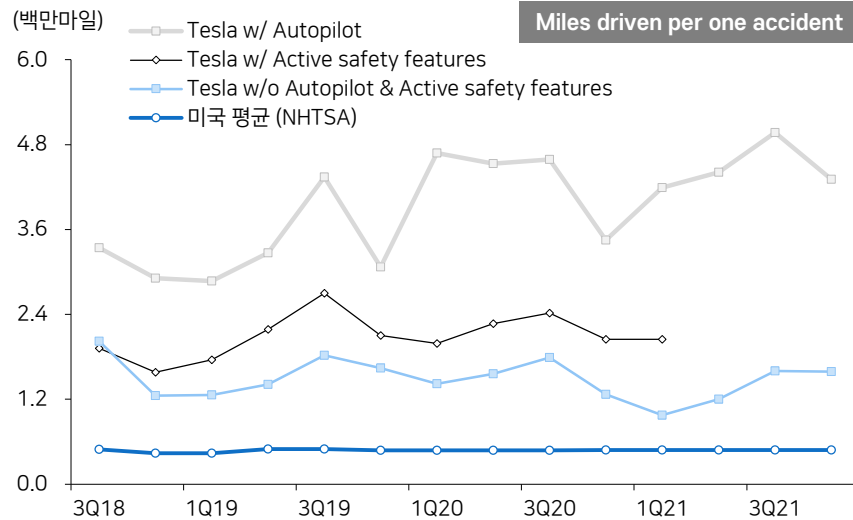
새로운 레벨의 서비스 비즈니스 도입 → 자동차의 소비 정체성 변화 가속

2023년 전망 시리즈 6
자동차

자율행동 인공지능 디바이스

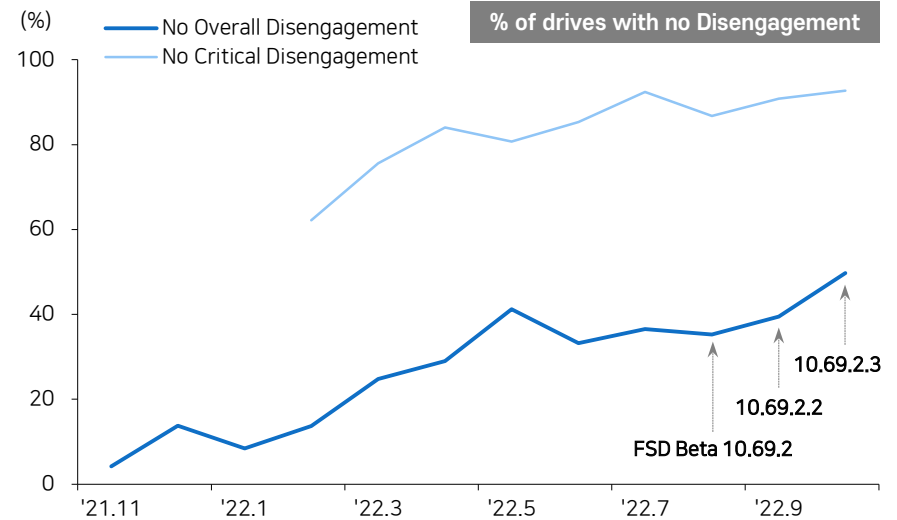
- 2019년 HW 3.0 도입 이후 Tesla Autopilot 사고 빈도는 약 3.0백만 마일 당 한 번에서 4.5백만 마일 당 한 번으로 개선됐으며, FSD의 사고 빈도는 이보다 더 향상된 수치일 것으로 추정
- 2023년 HW 4.0에 사용될 새로운 인공지능 모델은 HW 3.0 컴퓨팅 플랫폼을 사용하고 있고 데이터 수집량이 제한적임에도 성능 개선을 거듭 중. 이동 중 운전자의 개입 빈도 빠르게 축소되고 있음
- 실제로 운전자가 위험을 느껴 주행에 개입하는 빈도는 현재 7.3% 수준까지 낮아진 모습
- HW 4.0이 본격적으로 가동될 경우, 더 높은 성과를 보여줄 것으로 기대

일반적 차량의 사고율과 큰 차이를 보이고 있는 HW 3.0



자료: Tesla, NHTSA, 메리츠증권 리서치센터

고속도로와 시내 모두에서 더 나은 성과를 보일 것으로 예상되는 HW 4.0



자료: Tesla FSD Tracker, 메리츠증권 리서치센터

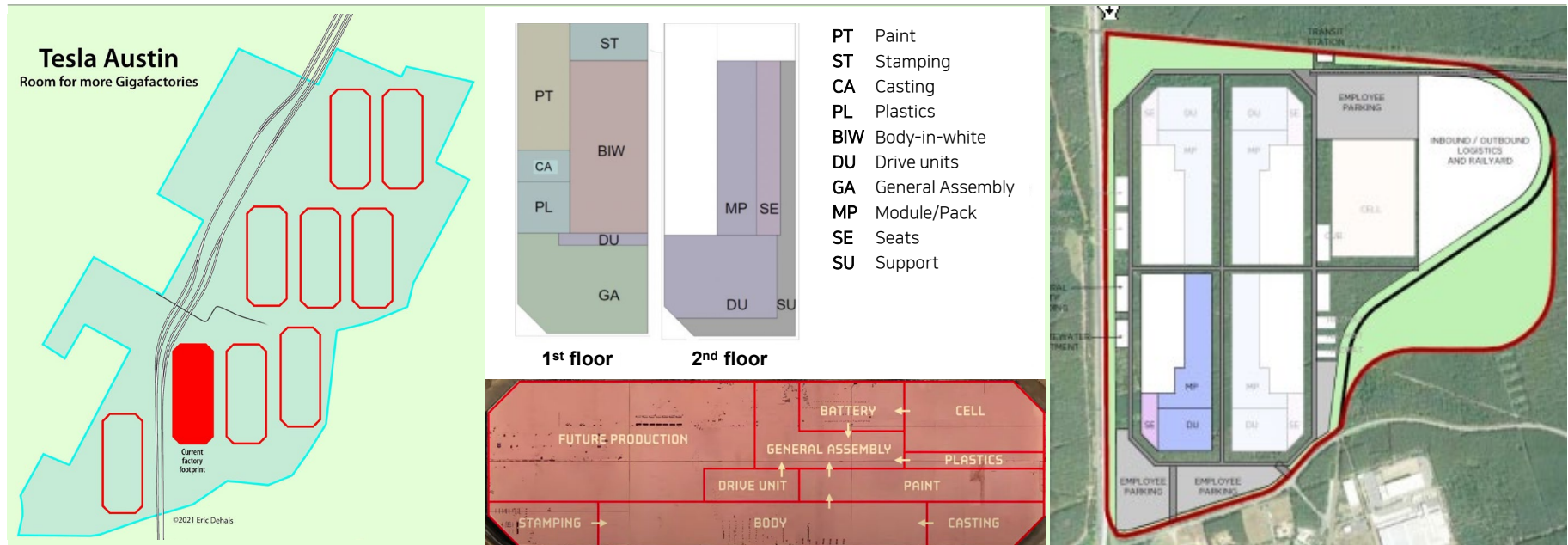
제조 가격이 아닌 서비스의 종류 및 대상 확장에 집중할 것

2023년 전망 시리즈 6
자동차

자율행동 인공지능 디바이스

- HW 4.0이 사고율 관점에서 유의미한 진전 보일 경우, Tesla 서비스 비즈니스 모델의 정점인 FSD 판매 속도 또한 빨라질 것
- HW 4.0 인공지능 모델의 훈련 강화를 위해서도, 그리고 FSD의 판매 확장을 위해서도 현재 Tesla에게 중요한 것은 더 많은 추론 데이터 확보 디바이스의 판매와 운영
- 2022년 Giga Shanghai의 생산능력 확장이 이루어졌으며, 2023년에는 Giga Berlin과 Texas의 확장이 빠르게 진행될 예정

2023년 확장이 전개될 Giga Berlin과 Texas



자료: Tesla, 머릿츠증권 리서치센터

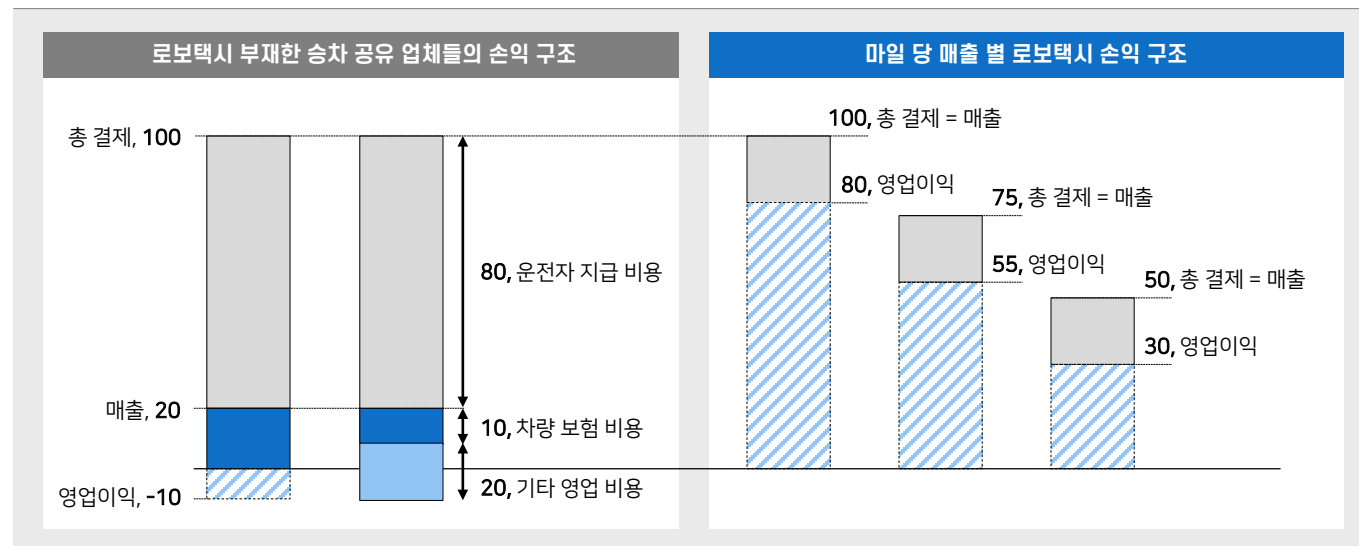
비즈니스 모델의 최종 지향점, 상상 이상의 경제성 지닌 로보택시

2023년 전망 시리즈 6
자동차

자율행동 인공지능 디바이스

- 이 같은 주행 인공지능 개발의 궁극적 목적은 운전이라는 인간의 노동을 제거한 로보택시
- 택시나 승차공유 차량의 킬로미터 당 가격은 약 \$3.0. 이 중 \$2.5가 바로 노동의 비용
- 전세계 상업용 이동 서비스 제공 차량의 수는 약 2,000만대이며, 이들은 일평균 300km 주행
- 주행 인공지능 모델을 통해 노동의 비용을 제거하고 킬로미터 당 가격을 기존의 절반 수준인 \$1.5로 낮출 수 있다면, 사업자의 킬로미터 이익은 \$1.0 수준
- 전세계 모든 이동 서비스 제공 차량에 주행 인공지능 모델이 장착된다고 가정 시, 연간 이익은 약 3,000조원

로보택시, 마일 당 결제액에 따라 일간 3-7조원 이익 실현 가능



주: 로보택시는 24시간 운행 가능, 가동률 상승에 따른 고정비 감소는 이익 산정 단순화를 위해 배제
자료: 메리츠증권 리서치센터

제조를 넘어 서비스로 가기 위한 기존 자동차 업계의 도전

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기존 업계의 도전

- 기존 자동차 업계 또한 제조를 넘어 서비스 비즈니스로의 확장 위한 도전 진행 중

주요기업 로보택시 서비스 현황 및 계획

로보택시 계획 발표

로보택시 계획 미발표

	기업 (자회사)	협력업체	Chip	서비스 지역 (시점)		기업	비고
완성차	Tesla	-	FSD Chip, D1	-	완성차	Daimler	Bosch와 공동개발 종료 ('21.08) 캘리포니아 · 베이징(시험주행)
	Li Auto	-	Nvidia Drive Orin	-		Nissan	캘리포니아 (시험주행)
	Xpeng	-	Nvidia Drive Orin	-		Honda	캘리포니아 · 일본 (시험주행)
	GM (Cruise)	MS	Qualcomm	두바이 ('23)		Toyota	캘리포니아 · 베이징 (시험주행)
	VW	Argo.Ai	Qualcomm	독일 ('25)		BMW	캘리포니아 (시험주행)
	Ford	Argo.Ai	-	워싱턴 DC 포함 6개 도시 ('23)	IT	Apple	캘리포니아 (시험주행)
	현대차	Motional	Nvidia Drive Orin	미국 ('23)		Udelv	캘리포니아 (시험주행)
	Volvo	DiDi	Nvidia Drive Orin	상하이 ('20.07)	스타트업	Nuro	캘리포니아 (시험주행)
	NIO	-	Nvidia Drive Orin	이스라엘('22), 캘리포니아 · 베이징(시험주행)		SF Motors	캘리포니아 (시험주행)
	Geely (Jidu Auto)	Caocao, 바이두	Nvidia Drive Orin	항저우 ('20.08), 베이징 ('21.05)		Atlas R.	캘리포니아 (시험주행)
IT	SAIC	Momenta	Nvidia Drive Orin	상하이 · 쑤저우 ('21.12), 선전('22)		EasyMile	캘리포니아 (시험주행)
	Google (Waymo)	Toyota	자체 개발 중	피닉스 ('20.08)		Telenav	캘리포니아 (시험주행)
	Amazon (Zoox)	Stellantis	-	Las Vegas · Foster City · San Francisco ('20.12)		Ridecell	캘리포니아 (시험주행)
	Alibaba (AutoX)	-	AutoX Gen5 system	선전 · 상하이 ('21.01)		Valeo	캘리포니아 (시험주행)
스타트업	Baidu (Jidu Auto)	FAW, BAIC, Geely	Nvidia Drive Orin	베이징 · 창사 · 창저우 ('20.04), 충칭 ('21.03), 광저우 ('21.07), 상하이 ('21.09)		QCraft	캘리포니아 (시험주행)
	Argo.AI	VW, Ford	-	독일 ('25) 미국 오스틴 · 마이애미 ('22.5, 시험운행)		Gatik.AI	캘리포니아 (시험주행)
	Pony.AI	Toyota(Lexus)	Nvidia Drive Orin	상하이 ('21.07), 광저우 · 베이징 · 어바인 · 프리몬트(시험운행)		Aimotive	캘리포니아 (시험주행)
	WeRide	Dongfeng Motor	Nvidia Drive Orin	광저우 ('19.11)	플랫폼	Meituan	베이징(시험주행)
	Deeproute.AI	-	Nvidia Drive Orin	선전 ('21.07)		Lyft	21년 4월 자율주행사업부 매각
	Aurora	Toyota, Uber	Nvidia AGX Xavier	미국 ('24)		Uber	20년 12월 자율주행사업 철수
	Momenta	SAIC(Zhiji)	Nvidia	중국 ('24), 쑤저우 ('20.10)	반도체	NVIDIA	캘리포니아 (시험주행)
플랫폼	Motional	현대차, Lyft	-	미국 ('23)		Qualcomm	캘리포니아 (시험주행)
	DiDi	Volvo	Nvidia AGX Pegasus	상하이 ('20.07), 광저우 · 베이징 (시험운행)			
반도체	Intel (Mobileye)	VW, NIO, Sixt, Movit	EyeQ Series	이스라엘 · 뮌헨 ('22)			

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

기술 진전 방향성에 대한 오판 빈번

2023년 전망 시리즈 6

자동차

기존 업계의 도전

- Tesla라는 선도업체 부상했지만, 아직 누구도 로보택시 위한 자율행동 인공지능 완성한 바 없음
- 완성된 결과값이라는 표준의 부재, 시행착오를 유발
- 주로 HD Map, LiDAR, GPS, V2X 등 인지 영역 고도화에 초점을 두었던 개발 영역은 높은 비용 발생에 따른 경제성 문제와 가장 중요한 인공지능 개발 영역인 판단 (예측) 영역에서 난관 겪는 중

시행 착오를 겪고 있는 기존 자동차 업체들과 승차 공유 업체들

BMW/Mercedes call it quit on their self-driving car partnership

After less than a year, BMW and Mercedes are ending what was supposed to be an ongoing partnership to develop automated driving technology. (Engadget, Jun 2020)

Ford/VW-backed Argo AI is shutting down

Argo AI, an autonomous vehicle startup that burst on the scene in 2017 with \$1 billion investment, is shutting down- its parts being absorbed into its two main backers: Ford and VW, according to people familiar with the matter. (Techcrunch, Oct 2022)

Uber gives up on the self-driving dream

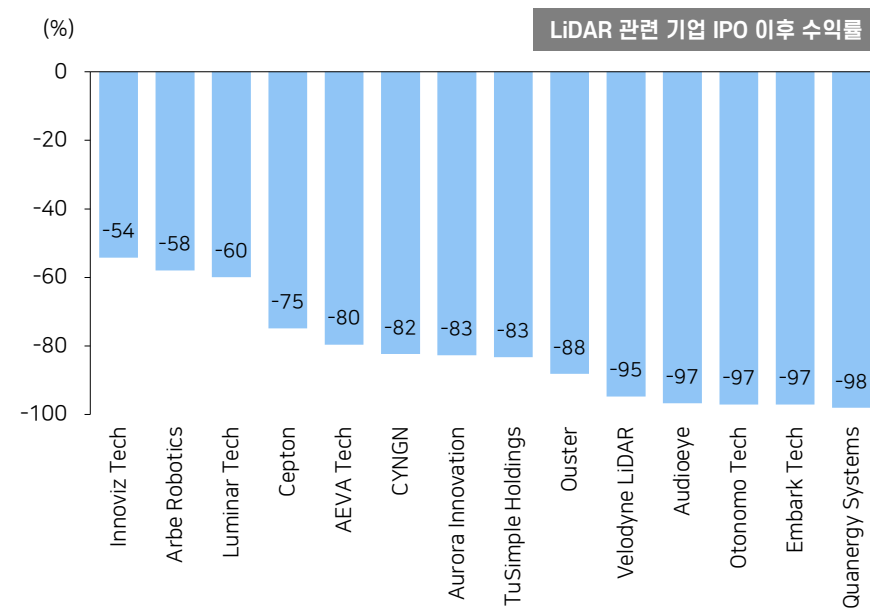
Now, the self-driving unit is no more, and the estimated timeline for robotaxi domination has extended well into this decade. Uber said Monday it would sell off the self-driving unit that was the result of that raid. (Wired, Apr 2020)

Lyft gives up on autonomous vehicles, sell division to Toyota

Lyft is the latest company to raise the white flag and give up on its self-driving ambitions. The company is selling its autonomous vehicle division to Toyota for \$550 million. Lyft expects to stop bleeding about \$100 million annually as a result of the divestiture. (Input, Apr 2021)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

인지 고도화 방식에 주안점을 둔 개발 업체들의 기업가치 큰 폭 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

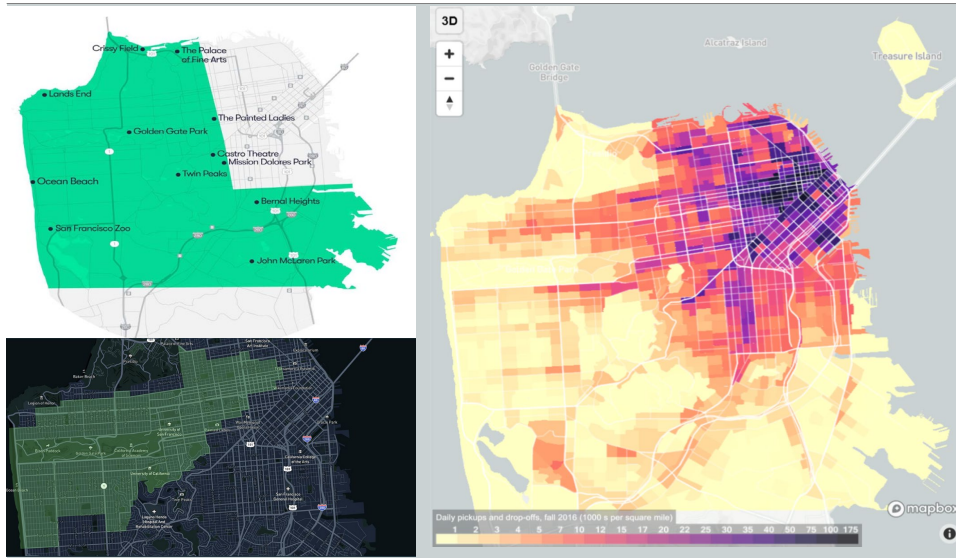
물리적 진전 부재한 비용 팽창적 기술 도입의 명백한 한계

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기존 업계의 도전

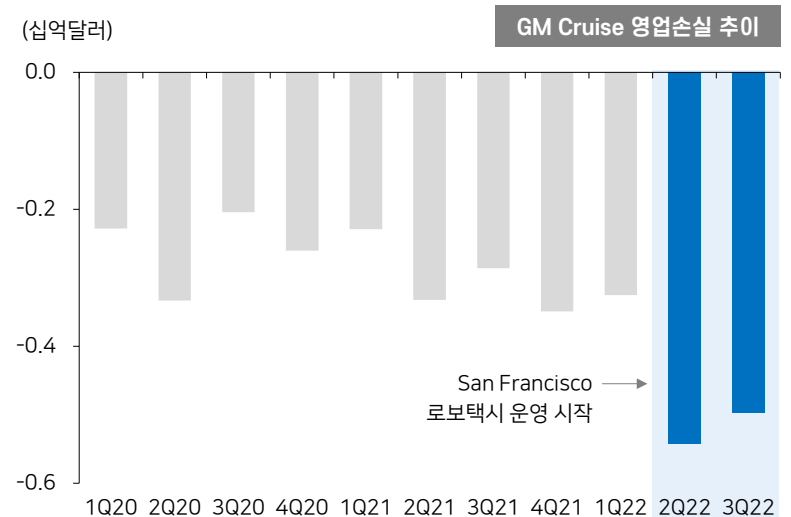
- 기존 자동차 업체 중 현재 가장 공격적으로 주행 인공지능 개발에 매진하고 있는 대표적인 주체, GM
GM은 80% 지분 보유한 Cruise 통해 San Francisco에서 100대 남짓의 주행 차량 운영 중
- 다만 운영 시간 (10:00PM-5:30AM), 주행속도 (시속 30마일 이하), 운영 지역 등에 제한 존재하며,
질은 안개가 발생할 경우 운영 중단 (San Francisco, 지역적 특징 상 안개 자주 발생)
- 인지-판단-제어 역량에 점진적 발전 이를 것으로 기대하나, 문제는 비용
GM은 Cruise 영업 손실을 연결 반영 중. San Francisco 운영 시작 후 분기 \$0.5bn 손실 발생 중
- 실적을 개선시키며 물리적 진전을 증명하는 방식과 손실이 확대되며 물리적 진전이 더딘 방식은 큰 차이

Cruise · Waymo, San Francisco의 제한된 영역에서 자율주행 상용화



자료: Cruise, Waymo, 메리츠증권 리서치센터

다만 기술의 진전을 위해 손실이 확대되는 구조는 지속성에 한계 존재



자료: General Motors, 메리츠증권 리서치센터

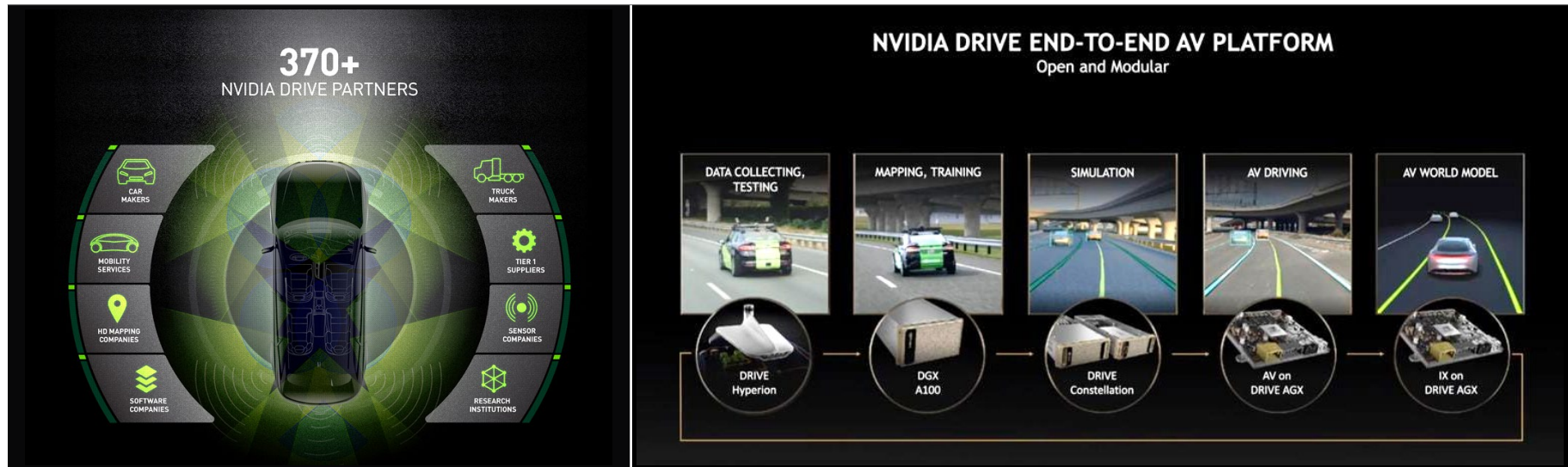
Nvidia Drive Platform에 대한 의문

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기존 업계의 도전

- 기술 성능의 물리적 진전을 보여주지 못하고 사업이 중단되거나 엄청난 비용에 어려움을 겪고 있는 대부분의 업체들, Nvidia Drive Platform을 사용 중. 현재 Nvidia와 계약한 자율주행 업체 370개 이상
- GPU 기반 가속기와 GPGPU, GPU 개발 환경 CUDA 등, Nvidia는 인공지능 개발에 독보적 지위를 확보
- 그러나 파트너 업체 중 그 누구도 유의미한 진전을 보여주지 못하고 있다는 사실은, 자율행동 인공지능 개발에 있어 칩메이커가 규정한 제한적 개발 환경이 ‘한계가 정해진 도전’으로 인지될 수 있는 상황
- 2022년 3월 출시된 Drive AGX Orin 기반의 개발 성과가 기존과 다른 결과가 가능할지 귀추 모이고 있는 중

데이터 수집 · 훈련을 위한 컴퓨팅 플랫폼부터 서비스 비즈니스 모델, 센서 조달까지 End-to-End 솔루션을 제공하는 Nvidia



자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

앞으로 8년, 대규모 투자 예고한 현대차

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기존 업계의 도전

- 현대차그룹도 자동차 산업의 비즈니스 모델 변화에 대한 대응 진행 중
- 2022년 5월 · 10월 두 차례에 걸쳐 대규모 투자 계획 발표
- 특히 SDV 개발 위한 글로벌 소프트웨어 센터와 연구 개발 본부 설립 위해 2030년까지 18조원 투자

2022년 5월, BEV 16조원 · 자율주행 9조원 · 기존 사업 36조원 투자 발표

구분	주요 사업 내용	투자 금액 (총 63조원)
전동화· 친환경사업	순수 전기차(BEV), FCEV, PHEV 기술 우위 확보 등 고도화 ▪ PBV 전기차 전용공장 신설, 내연기관차와 전기차 혼류생산, 전기차 전용 라인 증설 ▪ 전동화 핵심부품 · 선행기술 · 고성능제품 개발, 초고속 충전기 5,000기 구축(외부 협업) ▪ 차세대 수소모빌리티 개발, 연료전지 시스템과 전용부품 효율개선 및 원가절감 기술 개발 ▪ 수소 관련 원천기술 및 요소기술 강화 위한 외부 스타트업에 투자 ▪ 전기차 및 수소 모빌리티 관련 연구시설 및 인프라 확충	16.2조원
신기술· 신사업	미래 신기술 개발 및 신사업 체계적 추진 ▪ 로보틱스: 차세대 웨어러블 · 서비스 · 모바일 로봇 기술 및 모델 개발 ▪ AAM: UAM/RAM 개발 및 핵심 기술 내재화, 인프라 조성, 비즈니스 모델 구체화 ▪ 커넥티비티: OTA, 제어기 통합, 음성인식, 위치기반서비스 등 SW 기술 고도화 ▪ 자율주행: L4 자율주행 요소기술 개발, 로보택시 및 로보셔를 도심 실증사업 등 ▪ 모빌리티 서비스: PBV, 로보트럭, 셔틀 등 모빌리티 서비스 디바이스 컨셉 · 실물 개발 ▪ AI: 다양한 미래 신사업 뒷받침하는 SW 기술 내재화	8.9조원
기존사업	내연기관 차량의 상품성과 고객서비스 향상 ▪ 내연기관 제품 라인업 최적화, 내연기관 부품 품질향상 집중 ▪ 장비 및 설비 증설과 생산라인 효율화 등 안정적 생산 위한 인프라 확충 ▪ 기존 시설 투자 및 생산/판매 경쟁력 우위 유지	38조원

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

2022년 10월, 글로벌 소프트웨어 센터 설립 등 SW 분야에 18조원 투자 발표



자료: 현대차

투자 결실을 확인할 수 있는 시기, 2025년 이후

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기존 업계의 도전

- 서비스 비즈니스 모델이 가능한 데이터 디바이스로서의 차량, 2025년 출시 전망
- 2025년 이후 비즈니스 모델 확장이 가능한 상품성 높은 새로운 형태의 차량 등장한다면, 이는 현대차그룹 실적과 기업가치 레벨 업 근거로 작용할 것
- 다만, 아직 세부적인 기술 진전 성과는 공유되지 않고 있는 상황

BEV 통합 모듈러 아키텍처, 2025년 도입 계획

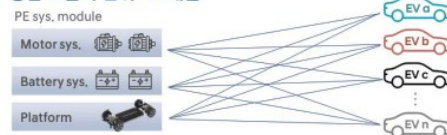
2025년 통합 모듈러 아키텍처(IMA) 체계 완성 → EV 라인업 효율적 확대, 수익성 및 성능 제고

통합 모듈러 아키텍처

플랫폼 단위 EV 개발



통합 모듈러 단위 EV 개발



플랫폼

eM

· 기존(E-GMP) 比 공용범위 및 성능 개선 승용 EV 플랫폼

적용차급	B2C, B-E segment, Entry-Premium
AER	현 수준(아이오닉5) 대비 50% 이상 개선
전비	Tier1 전비 효율 유지
자율주행기술	ADAS Lv.3 이상
주요 신기술	공간: B-필러리스&양문형 도어, 1열 스윙블시트, 2열 시트 통솔라이딩 케어링: OTA 업데이트 기반화, 공기청정 내장형

eS

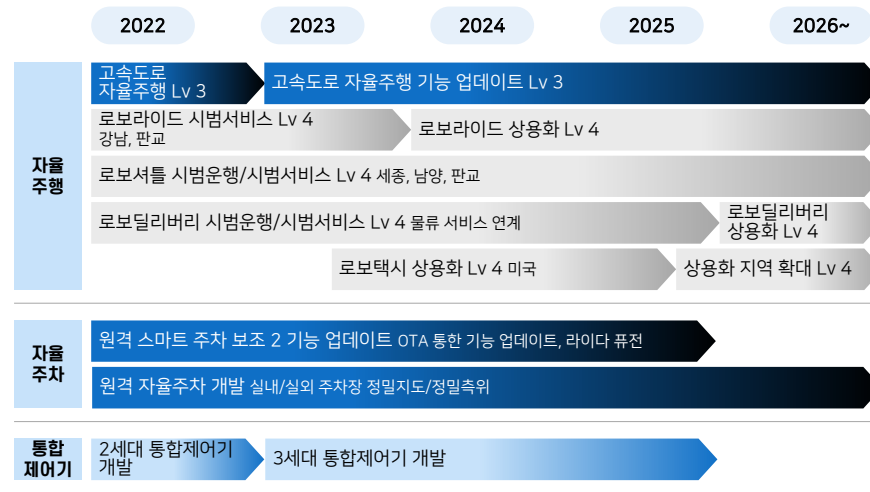
· PBV 전용 플랫폼
· 딜리버리, 헤일링 등 B2B 중심 수요 대응



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

고성능 AP 기반 통합 제어가, 2025년 도입 계획

자율주행 기술 및 통합 제어기 개발 등을 통해 당사의 자율주행 경쟁력 강화



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

2023년 전망 시리즈 **6**
자동차

Part II

2023년, 영업지표 정상화의 변곡점

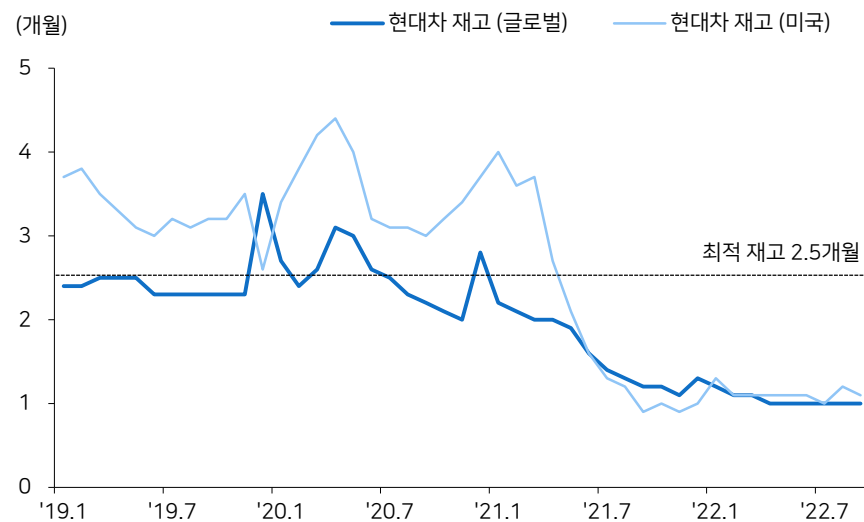
지난 2년, 반도체 공급 부족 · 누적 대기수요 축적 → 재고 하락

2023년 전망 시리즈 6
자동차

지금까지의 영업 환경

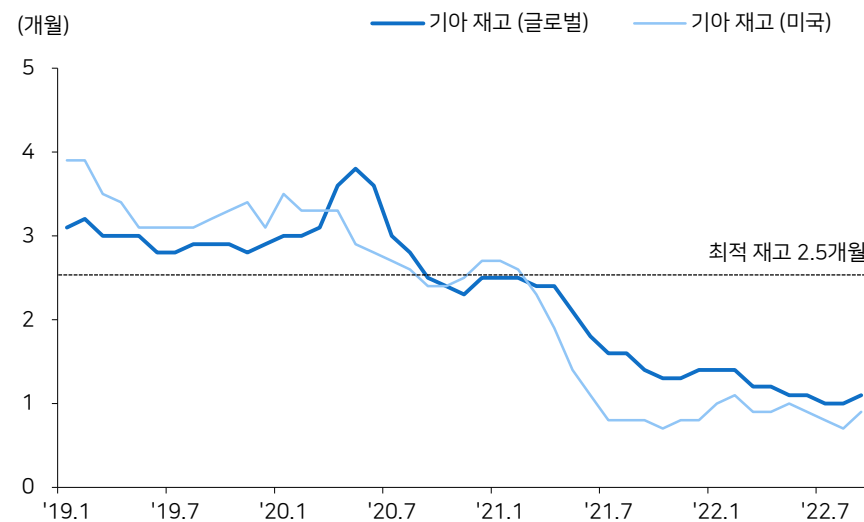
- C19 이후 지속된 각국 정부의 저금리 · 재정확대 정책 기조 속, 부의 효과에 근거한 소비 팽창 기록
- 가장 비싼 경기소비재인 자동차 신규 주문 누적 확장됐으나, 칩 메이커들의 선별적 공급 전략 기조 속 저수익 차량용 반도체 공급은 축소
- 공급 부족과 수요 초과가 동반되며, 자동차 업종 재고 역대 최저 수준으로 하락

현대차 글로벌 재고, 역대 최저 수준 지속 중



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

기아 글로벌 재고 또한 역대 최저 수준 기록 중



자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

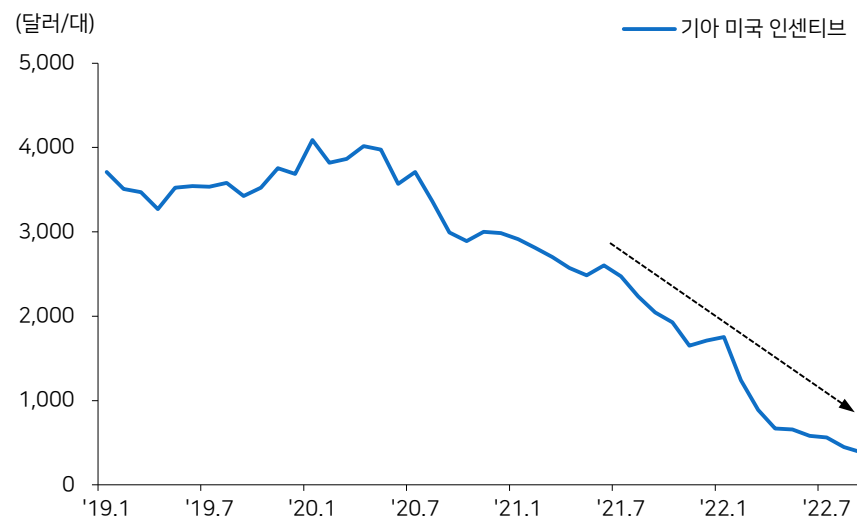
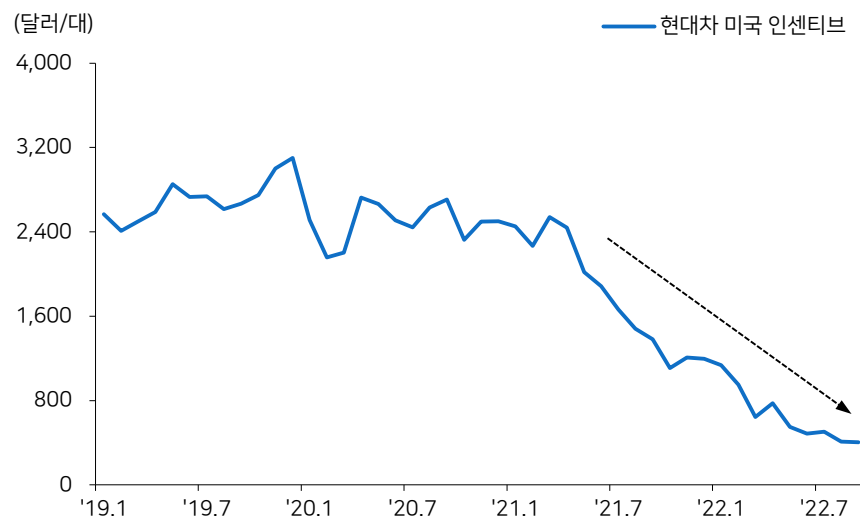
낮은 재고가 형성한 공급자 우위 시장 → 인센티브 하락

2023년 전망 시리즈 6
자동차

지금까지의 영업 환경

- 산업 내 초과 수요에 근거한 낮은 재고, 공급자 우위 시장 형성
- 현대·기아 대당 인센티브 지급액, 재고와 동행하여 역대 최저 수준 경신

낮은 재고가 형성한 공급자 우위 시장 → 대당 인센티브 지출 감소



자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

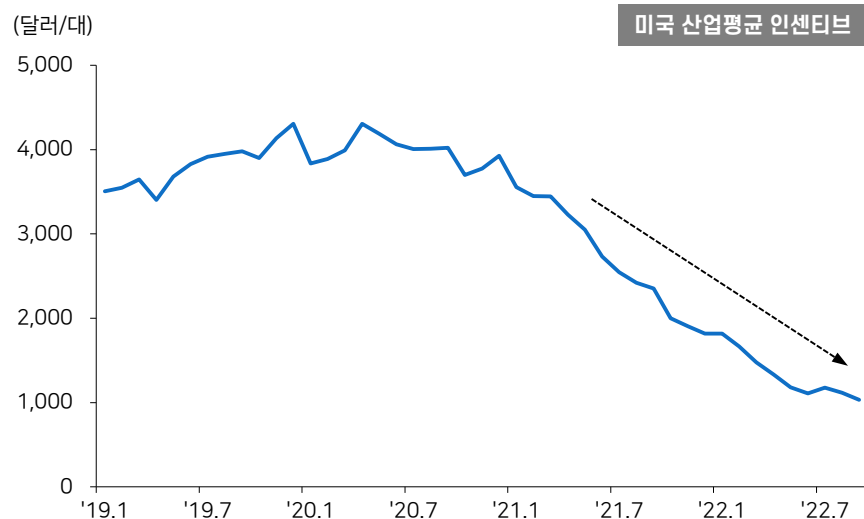
인센티브 하락 → ASP 상승

2023년 전망 시리즈 6
자동차

우호적이었던 영업 환경

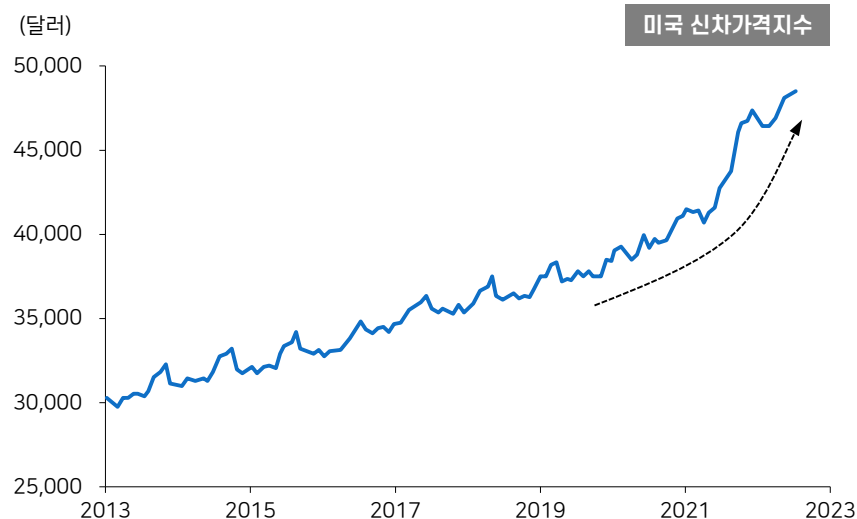
- 미국 산업 평균 인센티브 역시 최저 수준 기록
- 업종 전반의 인센티브 축소와 MSRP 상향으로 미국 신차가격지수 역시 가파른 상승세 기록

역대 최저 수준을 기록 중인 미국 산업 평균 인센티브



자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

이에 따라 미국 신차가격지수 역대 최고 수준



자료: Kelly Bluebook, 메리츠증권 리서치센터

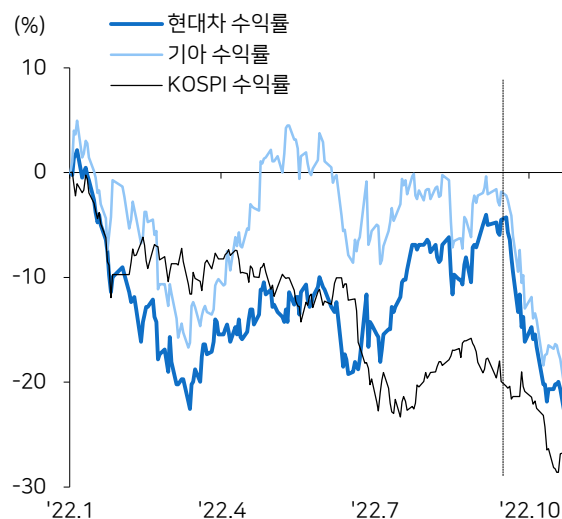
지난 9월, 산업 평균 재고 상승 전환 시작

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

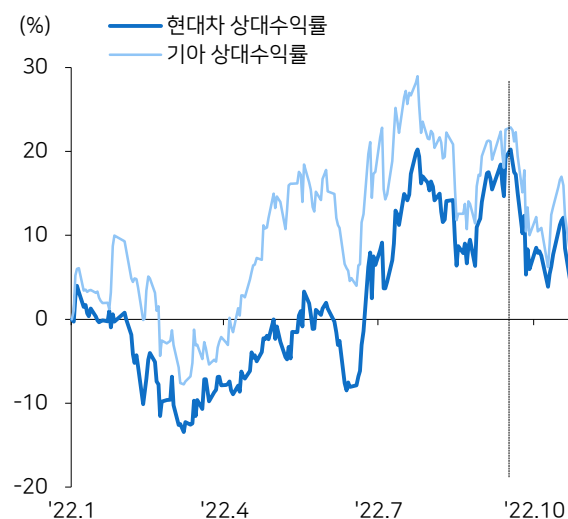
- 현대·기아 주가는 지난 9월 중순 이후 조정 국면 진입
- 현대·기아 뿐 아니라 자동차 업종 전체 (MSCI World Automobile Index) 지난 9월 중순 기점으로 하락

현대차·기아, 지난 9월 기점으로 절대수익률 하락



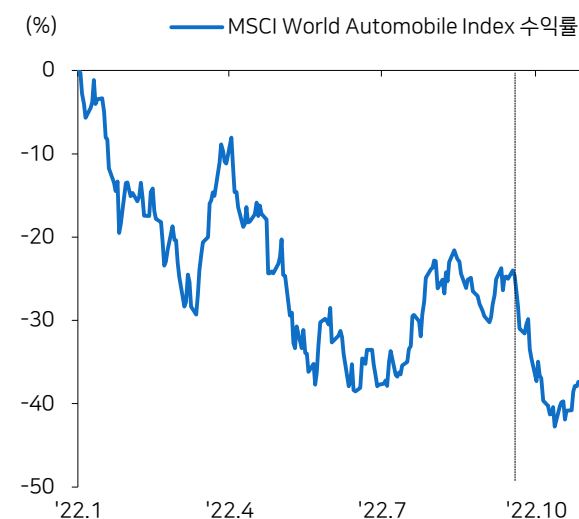
주: 2022. 1. 3 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI 대비 상대 수익률도 축소



주: 2022. 1. 3 기준 KOSPI 대비 상대 수익률
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자동차 업종 전체 수익률 역시 비슷한 양상



주: 2022. 1. 3 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

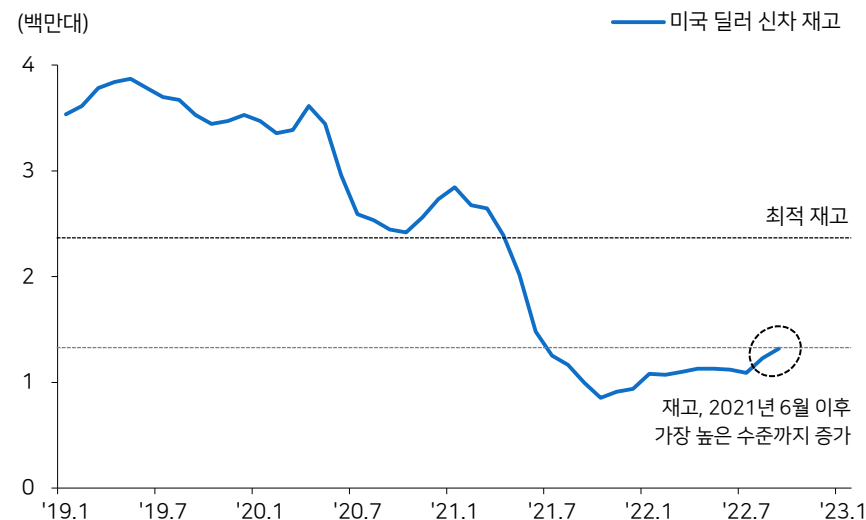
재고 정상화 → 인센티브 상승 → 업종 손익 악화에 대한 우려 시작

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

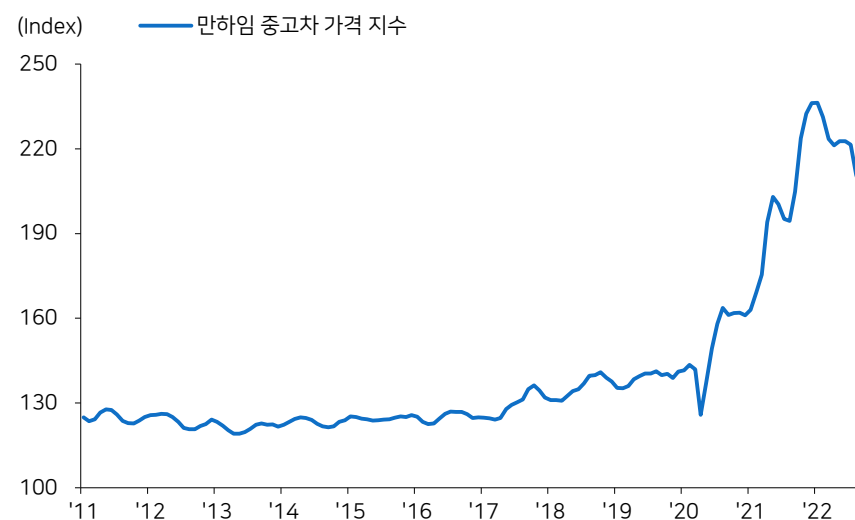
- 2022년 현대·기아의 시장 대비 초과수익률 기록 핵심 근거는 낮은 재고
- 미국 기준 10월 재고 42일로 2021년 6월 이후 15개월 만에 가장 높은 수준 기록
공급 증가와 수요 감소에 따른 재고 추세 전환에 대한 우려 심화
- 재고가 최적 규모(70~80일) 이상으로 상승할 경우, 신차 가격 하락 반전 불가피
- 신차 가격 방어 기재로 작동해왔던 중고차 가격 역시 수요 부진으로 1H22 하락 전환
중고차의 상대적 가격 매력 증가는 잠재적 신차 수요를 중고차로 이전시킬 근거

미국 신차 재고, 지난 10월 상승 전환하여 최적 재고와의 차이를 좁히는 중



자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

중고차 가격, 2022년 이후 수요 부진에 근거한 하락세 지속



자료: Manheim, 메리츠증권 리서치센터

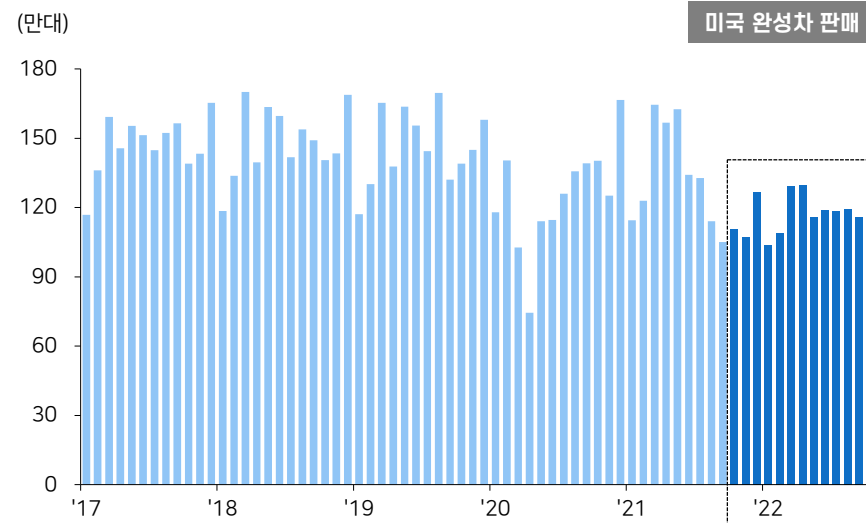
미국 시장, 수요 정체 · 생산 확대 → 재고 증가

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

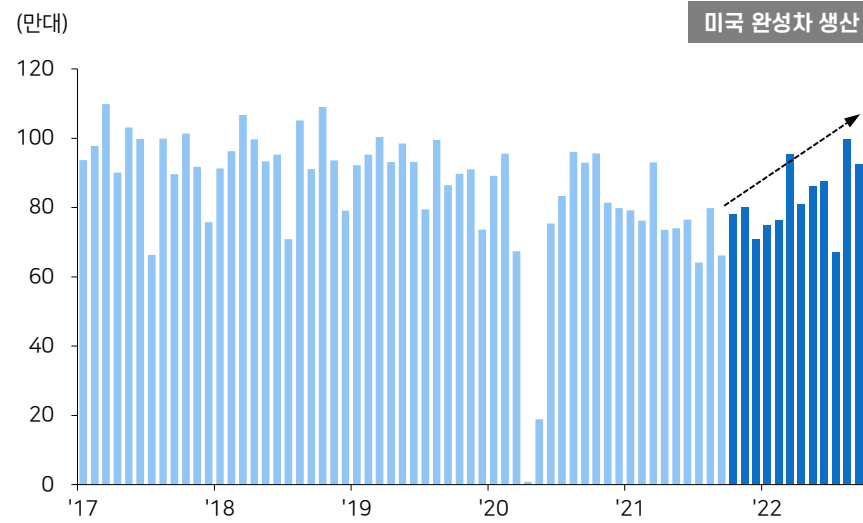
- 미국 시장 수요, 2021년 10월 이후 평균 120만대 이하에서 정체
반면, 생산은 반도체 공급 정상화로 증가 중이며 대기 계약 소진 속도가 빨라지는 상황
- 정체된 수요와 늘어나는 생산은 재고 상승의 근거

미국 완성차 판매, 2021년 10월 이후 정체



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

미국 완성차 생산, 반도체 공급 정상화로 증가세



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

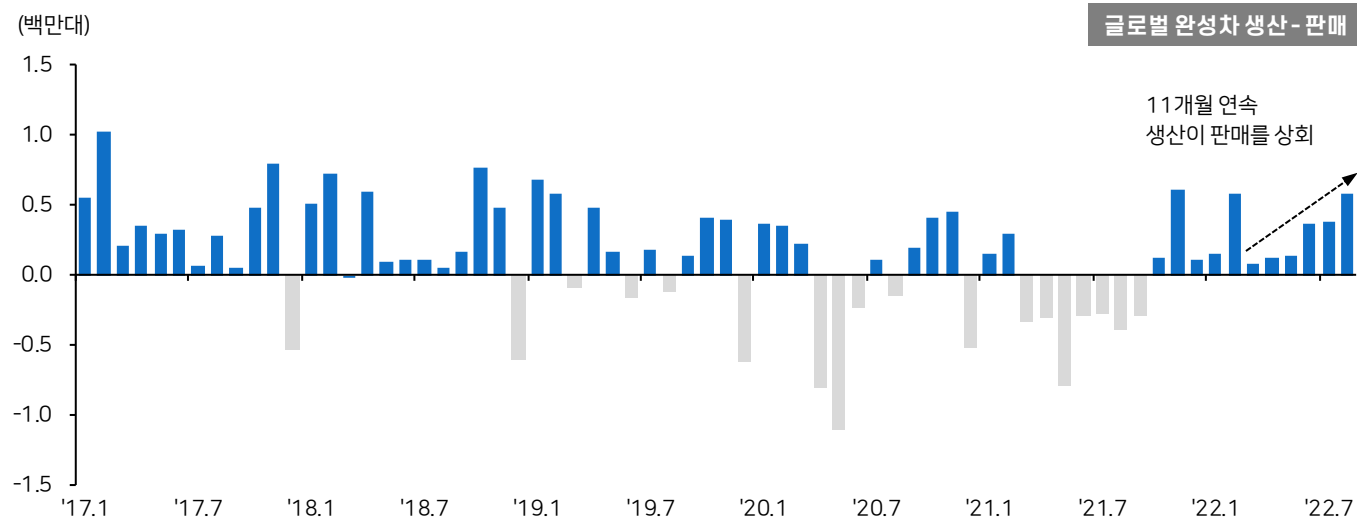
글로벌 시장, 수요 정체 · 생산 확대 추이 지속

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

- 글로벌 완성차 생산, 반도체 공급부족 · 공급망 차질 정상화로 증가세
- 정체된 수요 환경에서의 생산 증가, 재고 상승의 근거

지난 2021년 10월 이후 11개월 연속 글로벌 완성차 생산량이 판매량을 상회했으며, 규모 역시 확대 중



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

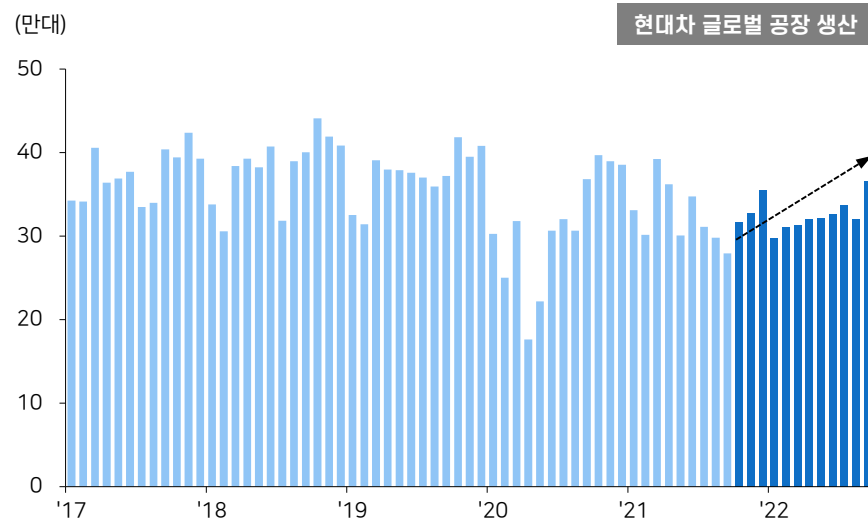
현대차 영업지표 아직 양호

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

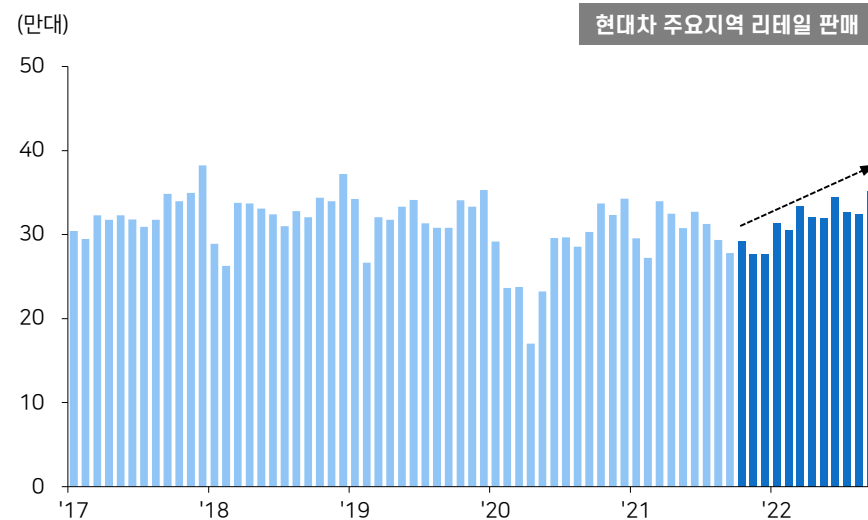
- 현대차 글로벌 공장 출고 판매, 반도체 공급 정상화와 더불어 회복 중
- 글로벌 시장 상황과는 달리, 생산 증대와 판매 증가가 동행 중
- 생산과 수요의 동반 증가는 경쟁사 대비 낮은 재고를 더 오래 유지할 수 있는 근거

현대차 글로벌 생산 회복 중



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

생산 증가와 동행하여 주요지역 소매판매도 증가



주: 현대차 해외 리테일 판매와 내수판매 합산
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

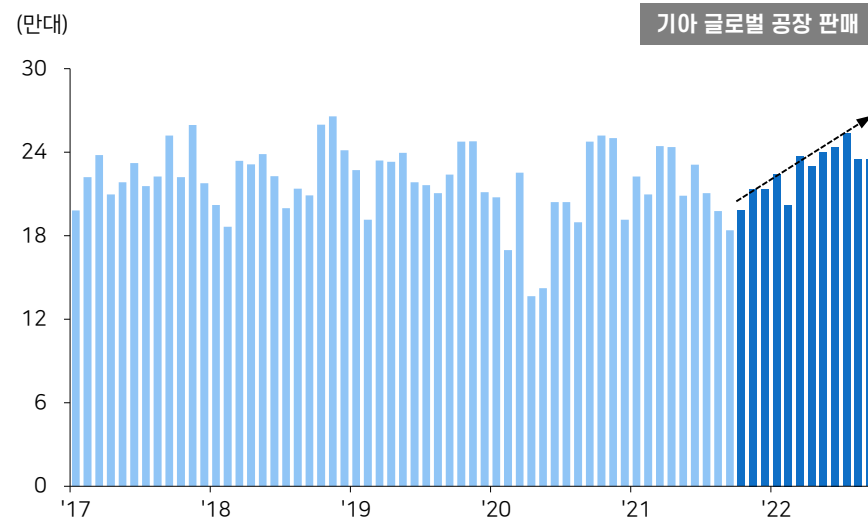
기아 영업지표 또한 아직 양호

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

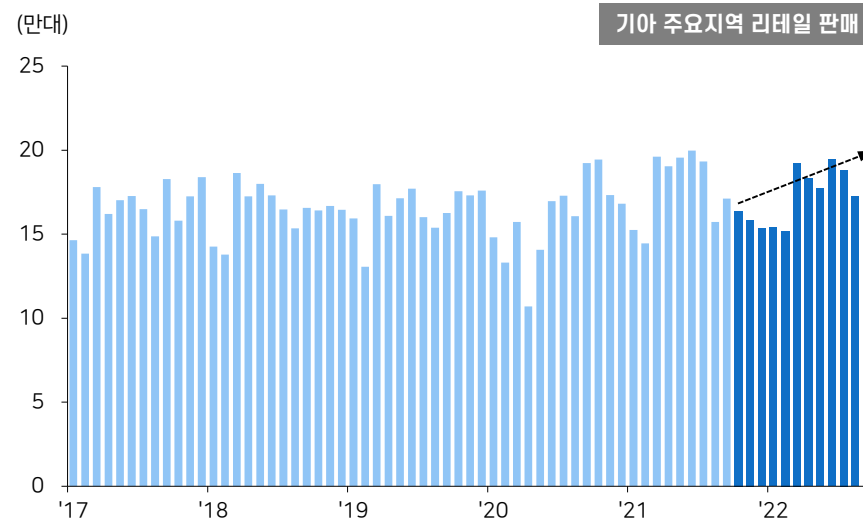
- 기아 글로벌 공장 출고 판매 역시 반도체 공급 정상화와 더불어 정상화되는 모습
- 생산 증가와 동행하는 소매판매 증가는 경쟁사 대비 낮은 재고를 더 오래 유지 가능한 근거

기아 글로벌 공장 생산 회복 중



자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

생산 증가와 동행하는 기아 주요지역 소매판매



주: 기아 미국, 서유럽, 중국, 인도 리테일 판매와 내수판매 합산
자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

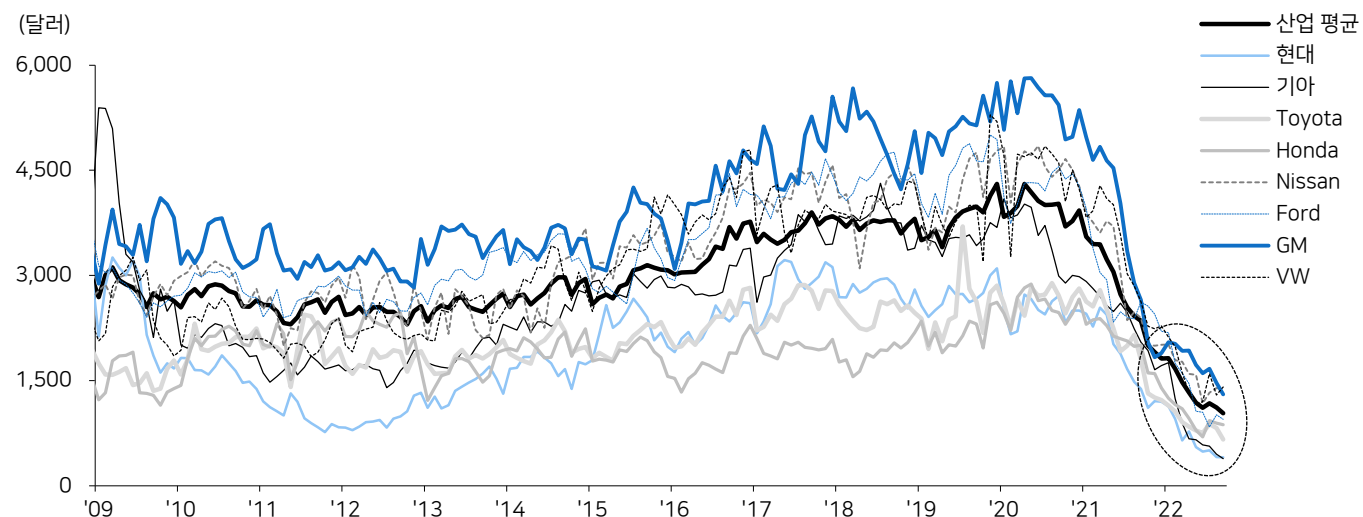
그러나 산업 전반의 재고 방향성과 결국 동행할 것

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

- 산업 평균 대당 인센티브는 2021년 이후 역사적 최저 수준까지 지속 하락, 그러나 재고 상승으로 인한 상승 전환이 가까워진 상황
- 현대·기아 상황은 아직 양호. 그러나 산업 전반 재고 증가와 인센티브 상승 지속된다면, 현재 영위하고 있는 낮은 인센티브를 2023년에도 유지하기는 어렵다고 판단
- 업체별로 속도의 차이 존재할 것. 그러나 대부분 업체들의 인센티브는 산업의 방향과 동행할 것

글로벌 인센티브 상승 전환 시, 현대·기아 홀로 현재의 인센티브 수준을 지키기 어려울 것



자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

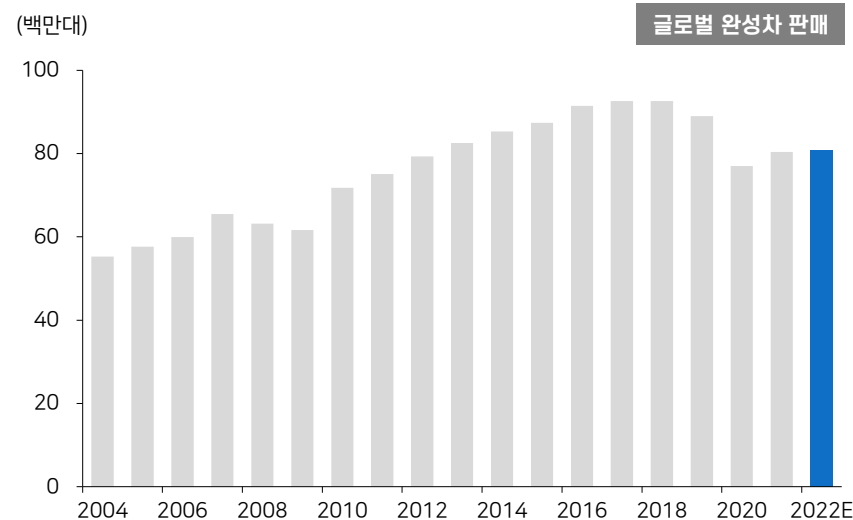
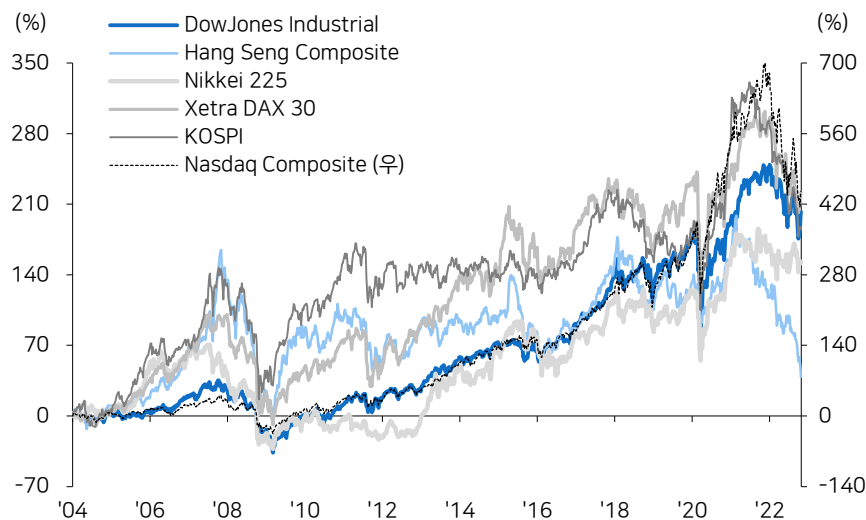
2023년 글로벌 자동차 수요 하향 정체 예상

2023년 전망 시리즈 6
자동차

재고 증가에 대한 우려 시작

- 공급망 차질·반도체 부족의 완화로 업종의 생산 정상화 전망
- 현재의 낮은 재고를 유지하기 위한 방법은 생산 증대와 동행하는 수요 확장이 유일
- 그러나 2022년 대비 2023년의 수요 성장률은 과거 2007-2009년 금융위기 상황과 유사할 전망

경기 불확실성 확대로 2022년 대비 2023년 수요 성장률은 2007-2009년의 상황과 유사할 전망



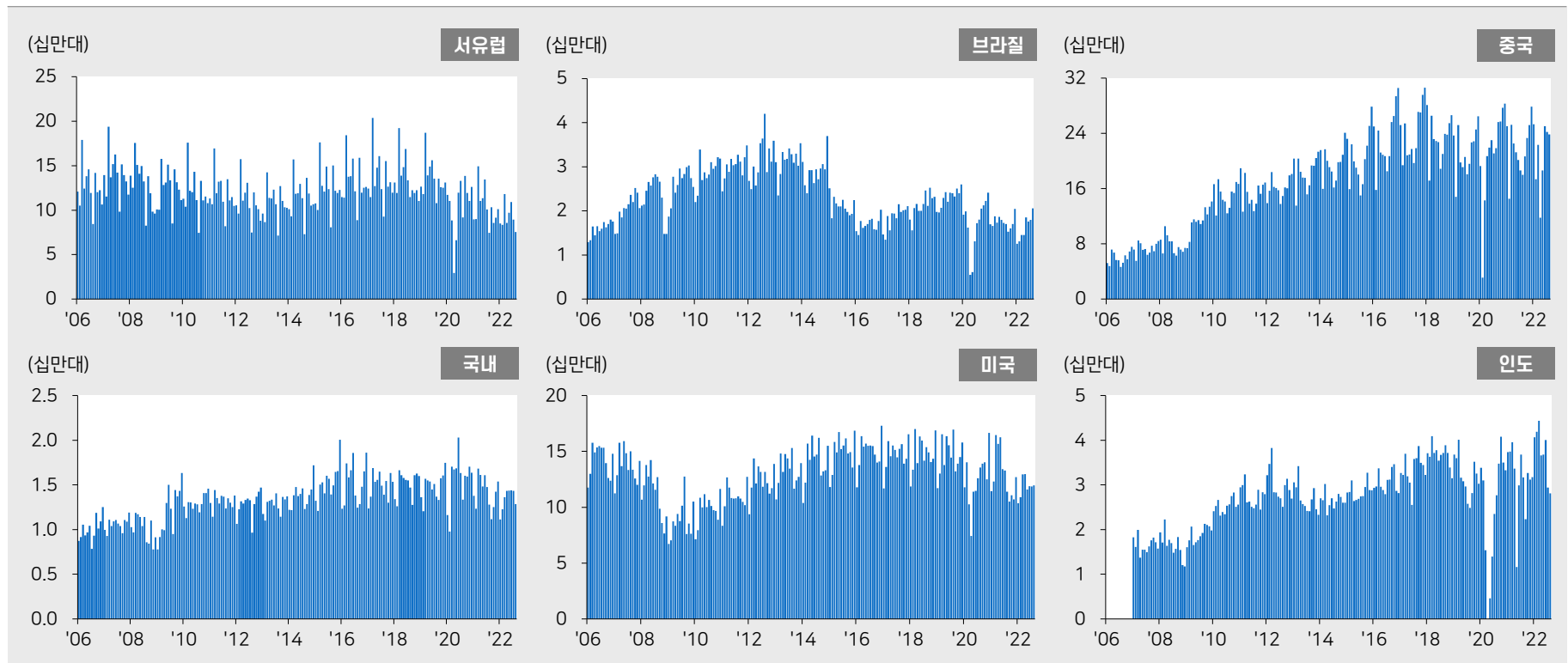
주: 글로벌 주요 증시 수익률은 2004.1.2 기준, 글로벌 완성차 판매 2022E 전망치는 LMC Automotive, JD Power, S&P Mobility 추정치 평균 (8,081만대)
자료: QuantiWise, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

주요 시장 자동차 판매 방향성 하향 정체 기조 지속

2023년 전망 시리즈 6
자동차

- 전세계 주요 시장의 신차 수요, 하향 정체 기조

글로벌 주요 시장 월간 판매량 추이, 하향 정체 기조 이어지는 중



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

2023년, 현대 · 기아 신차 싸이클 마지막 해

2023년 전망 시리즈 6
자동차

	출시시장	2019	2020	2021	2022E	2023 ~
현대차 2022~2023 신차 출시 일정	한국	- 아이오닉 HEV F/L (1월) - 쏘나타 신형 (3월) - 아이오닉 EV F/L (5월) - 베뉴 (7월) - 쏘나타 HEV (9월) - 코나HEV(8월) - 포터 F/L (11월) - 그랜저 F/L (11월) - 포터EV (12월)	- GV80 (1월) - G80 (3월) - i30 F/L(3월) - 아반떼 (4월) / 아반떼 HEV (7월) - 싼타페 F/L (7월) - 투싼 (8월) / 투싼 HEV (8월) - G70 F/L (8월) - 코나 F/L (11월) - GV70 (12월)	- IONIQ 5 (4월) - 스타리아 (4월) - G80EV (8월) - 캐스퍼 (9월) - GV60 (10월) - G90 (4Q) - 펠리세이드 F/L (4Q)	- 그랜저 풀체인지 (4Q) - IONIQ 6 (10월) - G90 (HDP, 12월)	IONIQ 7 (2024)
	미국	- G90 F/L (5월) - 펠리세이드 (7월) - 베뉴 (9월) - 쏘나타 (10월) - 아이오닉 F/L (11월)	- 아반떼 (11월) - G80 (12월) - GV80 (12월)	- G70 F/L (1Q) - 싼타페 F/L (1Q) - 투싼 (3월) - IONIQ 5 (5월) - GV70 (5월)	- G80 EV (9월) - GV60 EV (6월)	- IONIQ 6 (1Q23) - 싼타페 HEV (4Q23) - GV70 (현지생산) - IONIQ 7 (2024)
	중국	- 싼타페 (3월) - 아반떼 AD F/L (3월) - 아반떼 AD F/L (7월) - 엔씨노 EV(9월) - ix25 (9월) - 베르나 F/L (10월)	- 라페스타 EV (1월) - 쏘나타 (6월) - 아반떼 (9월) - ix35 F/L (11월)	- 미스트라 (1월) - 미스트라 EV (3월) - 라페스타 F/L (3Q) - Custo (2H) - 중국형 MPV (2H) - 투싼 (2H)	- 크레타 (상품성개선, 2H) - ix35 (상품성개선, 2H)	
	유럽	- 아이오닉 F/L (5월) - i10 (12월)	- i30 F/L (6월) - i20 (7월) - 코나 F/L (9월) - 싼타페 F/L (11월)	- i20 F/L (1Q) - IONIQ 5 (2Q) - 스타리아 (2Q) - 싼타페 PHEV (2Q) - 투싼 PHEV (2Q) - GV70 (2Q) - G80 EV (8월) - 바이온 (3월)		- IONIQ 6 (1Q23) - IONIQ 7 (2024)
	인도	- 베뉴 (5월) - 코나 (5월) - i10 (12월)	- Creta (3월) - 베르나 F/L (3월) - i20 (10월)	- Creta 롱바디 (5월) - 알카자르 (8월) - i20 N (9월)		

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

2023년, 현대 · 기아 주력 볼륨모델 노후화

2023년 전망 시리즈 6

자동차

	출시시장	2019	2020	2021	2022E	2023 ~
기아 2022~2023 신차 출시 일정	한국	- 쏘울 EV (2월) - 니로 F/L (3월) - K7 F/L (6월) - 셀토스 (7월) - 봉고 F/L (8월) - 모하비 F/L (9월) - K5 (11월) - K5 PHEV (11월)	- 봉고 EV (1월) - 쏘렌토 (2월) - 쏘렌토 HEV (2월) - 모닝 F/L (3월) - 카니발 (8월) - 스팅어 F/L (9월)	- K7 (3월) - K7HEV (3월) - K3 F/L (4월) - K8 (4월) - K9 F/L (5월) - 스포티지 (7월) - 스포티지 HEV (7월) - EV 6 (7월)	- NIRO (1Q) - 쏘울 F/L (1H) - 셀토스 F/L (2H)	- EV9 (2Q) - 소렌토 F/L (2H) - 카니발 F/L (2H) - K5 F/L (2H)
	미국	- 스포티지 F/L (1월) - 텔루라이드 (2월) - 쏘울 EV (2월) - 쏘울 (3월) - 니로 F/L (11월) - 셀토스 (12월)	- K7 F/L (1월) - K5 (5월) - 쏘렌토 HEV (12월) - 쏘렌토 (12월) - 리오 F/L (12월)	- 카니발 (3월) - 스팅어 F/L (3월) - 쏘렌토 PHEV (6월) - 스포티지 (4Q) - K3 F/L (4Q)	- EV6 (1Q) - 스포티지 HEV (2Q) - 스포티지 PHEV (2Q) - 텔루라이드 F/L (2Q)	- EV9 (3Q) - 소렌토 F/L (2H) - 카니발 F/L (2H) - K5 F/L (2H)
	중국	- K3 PHEV (7월) - 스포티지 F/L (2월) - 셀토스 (11월)	- K3 EV (5월) - K5 (8월)	- 즈파오 F/L (2Q) - 카니발 (3Q)		
	유럽	- 스포티지 F/L (2월) - K3 (4월) - K3 PHEV (5월) - 니로 F/L (6월) - Ceed CUV (8월) - Ceed CUV PHEV (11월) - Ceed CUV 웨건 PHEV (11월)	- 쏘렌토 (4월) - 쏘렌토 HEV (4월) - 모닝 F/L (5월) - 프라이드 F/L (5월) - 스토닉 F/L (9월) - 스팅어 F/L (11월) - 쏘렌토 HEV (12월) - 쏘렌토 PHEV (12월) - 쏘렌토 (12월)	- EV 6 (7월) - Ceed F/L(8월) - 스포티지 (4Q) - 스포티지 HEV (4Q)	- 스포티지 PHEV (1Q) - NIRO (4월) - NIRO HEV (2H) - NIRO PHEV (2H)	- EV9 (3Q) - 소렌토 F/L (2H) - 카니발 F/L (2H) - K5 F/L (2H)
	인도	셀토스 (7월)	- 카니발 CKD (1월) - 쏘넷 (9월)		KY MPV (1Q)	

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 re-rating 조건, ICE 점유율 이상의 BEV 점유율 확보

2023년 전망 시리즈 6
자동차

밸류에이션 확장 조건

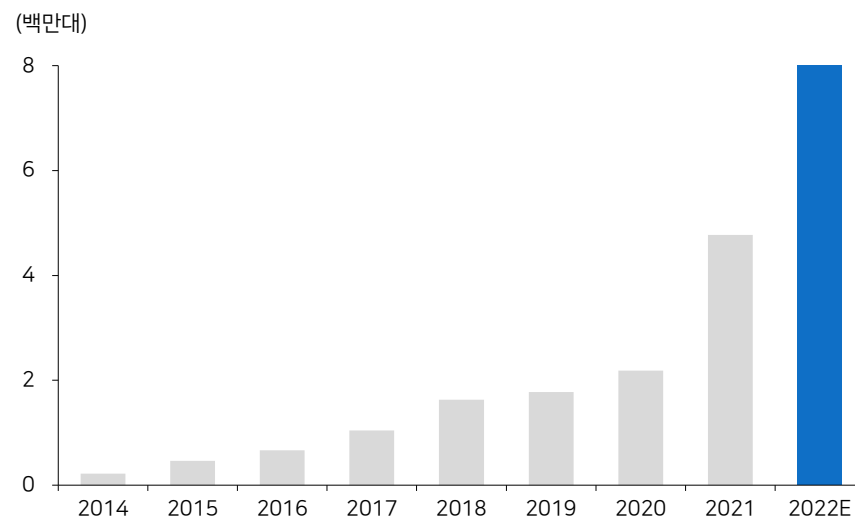
- 현재 자동차 산업은 내연기관에서 BEV로의 대전환이 진행 중
- 장기간 정체된 연간 신차 수요 환경 내에서, 개별 자동차 업체의 생존과 성장의 조건:
줄어드는 내연기관 시장 점유율 < 늘어나는 BEV 시장 점유율 = 합산 점유율 상승

글로벌 BEV 판매 점유율, 매월 최고치 경신하며 빠르게 상승 중



자료: Marklines, SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 연간 BEV 판매량은 전체 시장 수요 감소 불구 지속 상승 전망



자료: SNE Research, EV Volumes, BNEF, 메리츠증권 리서치센터

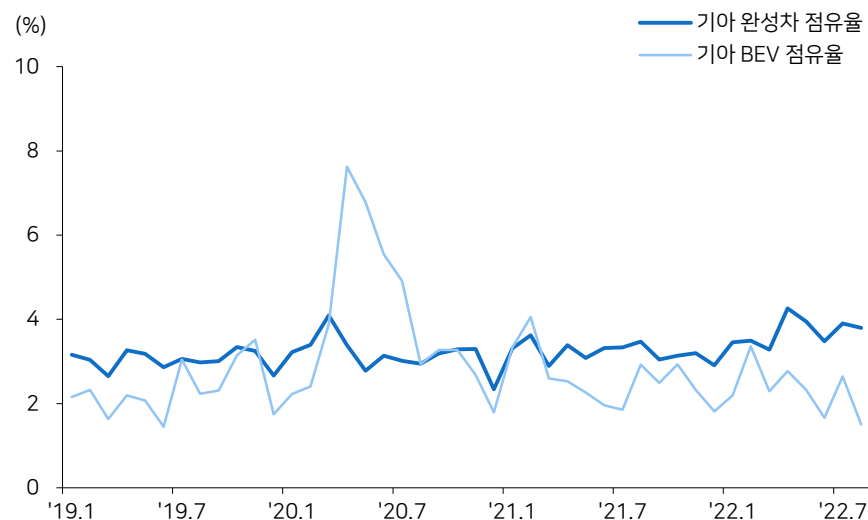
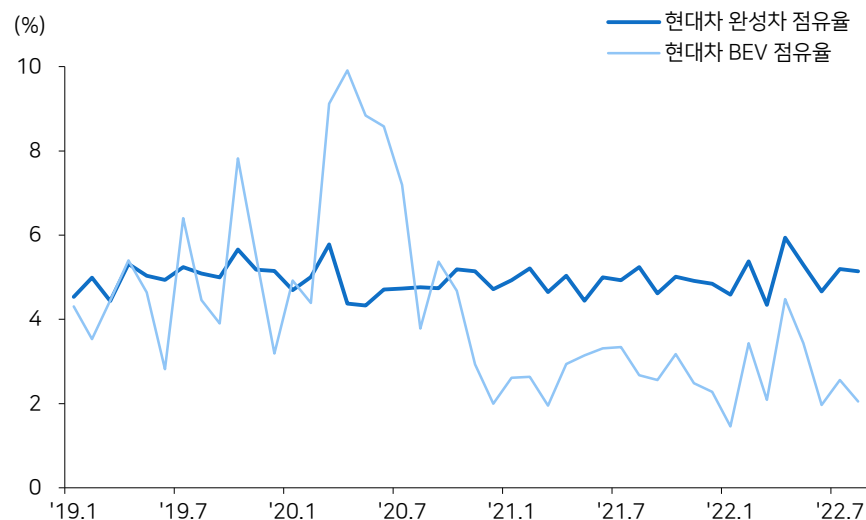
현대 · 기아 잠재적 밸류에이션 확장 근거 발현 시기, 2025년 이후

2023년 전망 시리즈 6
자동차

밸류에이션 확장 조건

- 현재 현대 · 기아 BEV 점유율, 내연기관 시장 점유율을 하회 중
- 이를 극복하기 위한 BEV 생산능력의 본격적 확장은 2025년으로 계획
- BEV 모듈러 아키텍처 · 고성능 AP 기반 통합제어기의 도입 또한 이와 비슷한 시점으로 계획
- BEV 판매의 양적 팽창과 SW 역량 강화에 기반한 상품성 개선 모두 빠른 시일 내 기대하기 힘든 상황

현대 · 기아, '줄어드는 내연기관 시장'에서의 점유율보다 높은 '성장하는 BEV 시장'에서의 점유율 확보 필요



자료: Marklines, SNE Research, 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

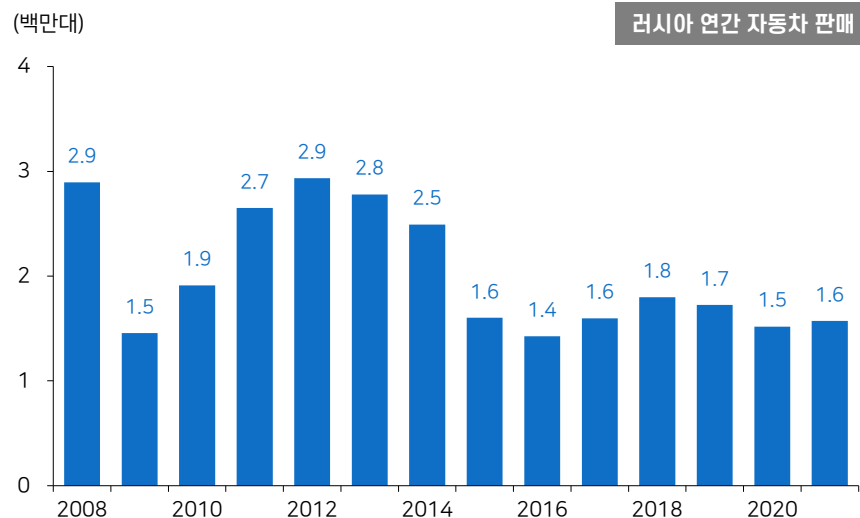
현대차그룹 러시아 철수에 따른 정량적 실적 영향 확인 필요

2023년 전망 시리즈 6
자동차

러시아 손망실 우려 존재

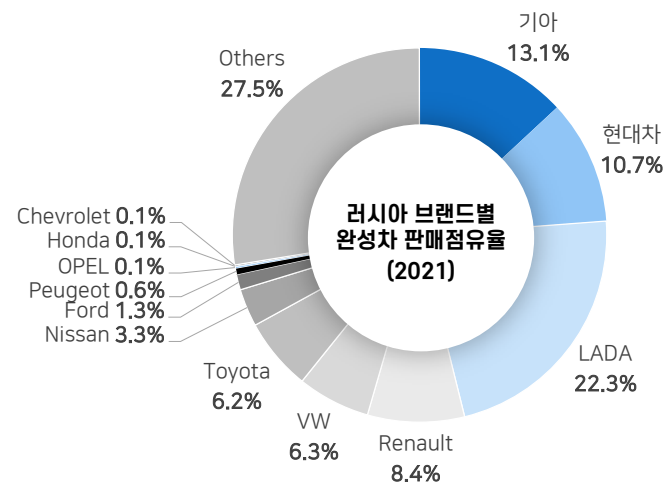
- 러시아 정부의 글로벌 기업 현지 자산을 강제 몰수하는 사례가 다종 산업에서 확인 중 이에 따른 개별 기업들의 철수 및 손실 반영 확대
- 연간 160만대 규모의 러시아 자동차 시장은 169만대인 한국과 유사
2021년 기준 합산 점유율 23.8%로 판매 1위였던 현대차그룹의 잠재적 철수 및 실적 영향 점검 필요

2021년 러시아 연간 자동차 판매는 한국(169만대)과 유사한 수준



자료: AEB Russia, 메리츠증권 리서치센터

현대·기아 현지 점유율은 각각 11%·13%로 업계를 선도했던 위치



자료: AEB Russia, 메리츠증권 리서치센터

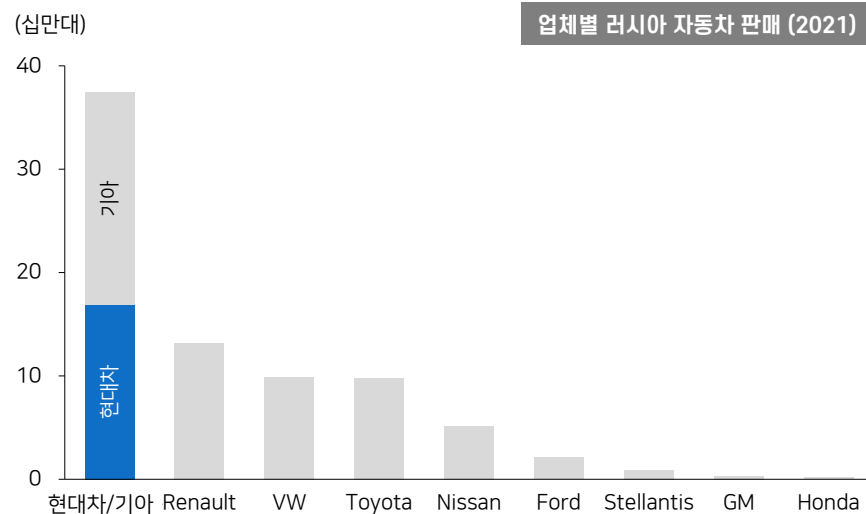
현대차 공장 철수 시, 부품 업체 동반 철수 예상

2023년 전망 시리즈 6
자동차

러시아 손망실 우려 존재

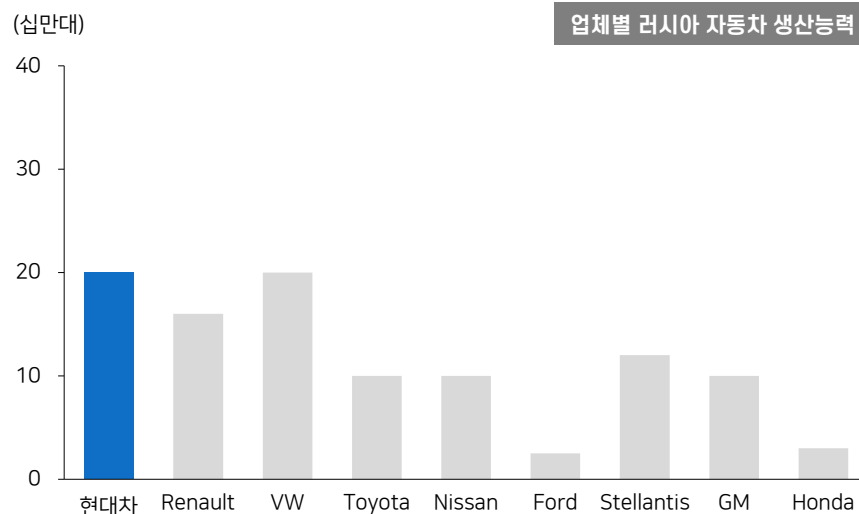
- 현대차 러시아 공장, 2021년 23.4만대 생산. 현재는 가동 완전히 멈춘 상황
- 현대차가 러시아 시장에서 철수할 경우, 판매법인 운영 중인 기아와 제조 거점이 진출해 있는 현대모비스, 현대위아 등의 부품 업체들 동반 철수 예상

현대·기아, 해외 업체들 중 러시아 시장에서의 판매 규모 1위



자료: AEB Russia, 메리츠증권 리서치센터

생산능력 Renault, Volkswagen과 유사한 20만대 규모



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

앞서 철수한 Renault · Nissan, 각각 3.1조 · 1.0조원 손실 반영

2023년 전망 시리즈 6
자동차

러시아 손망실 우려 존재

- Renault, 지난 5월 현지 공장 포함한 러시아 사업 전체를 1루블에 강제 매각
이와 관련하여 약 3.1조원 규모의 손망실 비용 인식
- Nissan, 지난 10월 러시아 공장을 1유로에 강제 매각, 약 1조원 손실 인식
- 현대차가 이들의 전철을 밟는다면, 대규모 손실 반영 불가피
보유 현금과 처분 가능한 자산은 제한적인 반면 철수 시 부채 상환 비용과 손망실될 자산 규모는 크기 때문

현재까지 Renault와 Nissan의 현지 공장 철수가 발표되었으며, Toyota · VW · 현대차그룹의 철수 가능성 거론되는 중

업체명	상세	예상 손실 규모 (영업권 상각, 손상차손 등)
Renault	러시아 사업 전체 (Avtovaz 지분 67.7% 포함)를 러시아 국영연구소 (NAMI)에 1루블 매각 (2022년 05월)	22억유로 (3.08조원)
Nissan	- 상트페테르부르크 공장, R&D센터, 마케팅 센터를 러시아 국영연구소 (NAMI)에 1유로 매각 (2022년 10월) - 이에 따라 Nissan 지분 43% 소유한 Renault, 3Q22 실적에서 3.3억 유로 손실 반영 예정	1,000억엔 (0.95조원)
Toyota	러시아 영업 중단, 상트페테르부르크 현지 공장 폐쇄, 매각 검토 중	-
VW	러시아 영업 중단, 칼루가 현지 공장 폐쇄, 매각 검토 중	-
Mazda	러시아 영업 중단, 블라디보스토크 현지 공장 폐쇄, 철수 고려 중	-
AB Volvo	러시아 영업 중단, 잠재적 실적 악화에 대한 총당금 4.2억 달러 영업비용으로 반영. 추가 비용 반영 또한 예고	-
Nokian Tires	러시아 영업 중단, 잠재적 실적 악화에 대한 총당금 3.0억 유로 영업비용으로 반영	-

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

러시아 관련 비용 발생 가능성, 밸류에이션 디스카운트 근거

2023년 전망 시리즈 6
자동차

러시아 손망실 우려 존재

- 각 업체들의 러시아 법인 재무제표가 공개되지 않아 정확한 비용 산정 어려운 상황
- 가정을 단순화하여 현재 자기자본과 유사한 금액이 비용 처리될 경우, 잠재적 손실 규모 가장 큰 업체는 현지 자본 1.79조원 보유한 현대차
- 현대위아는 실현 가능 이익(3,860억원) 대비 러시아법인 자본 규모(3,410억원)가 가장 큰 업체
- 잠재적 러시아 비용 발생 가능성은 향후 실적 불확실성을 야기하는 밸류에이션 디스카운트 근거

러시아 진출 국내 완성차 및 공급업체들의 주요 재무지표 점검

(십억원)	종목코드	러시아 법인			2021년 세전이익	2022년 세전이익 컨센서스	2H22 기말 순현금
		자산총액	자본	부채			
현대차	005380	2,619	1,792	827	7,960	12,926	7,786
기아	000270	1,150	비공개	비공개	6,394	8,987	6,723
현대모비스	012330	322	비공개	비공개	3,195	3,896	5,768
현대위아	011210	701	341	361	101	386	-774
한국타이어	161390	67	20	47	725	871	-16
세종공업	033530	47	12	35	-12	n.a	-206
대원산업	005710	120	59	61	51	n.a	203
동아화성	041930	31	0	30	20	n.a	-43
성우하이텍	015750	116	68	48	66	n.a	-1,144
유라코퍼레이션	비상장	56	-57	113	42	n.a	-217
동희	비상장	47	-28	76	-70	n.a	-88
대원강업	000430	24	비공개	비공개	-7	n.a	-148
NVH코리아	067570	49	비공개	비공개	28	n.a	-383

주: 유라코퍼레이션, 동희 순현금은 2021년 기준
자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

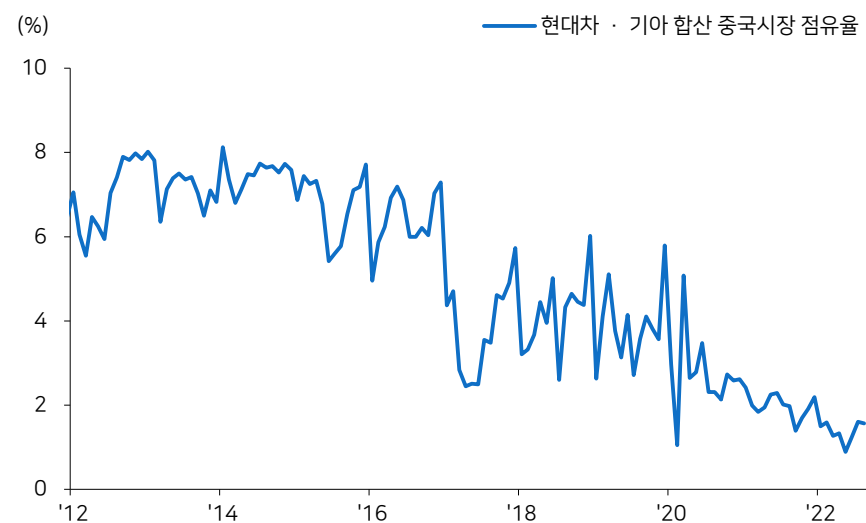
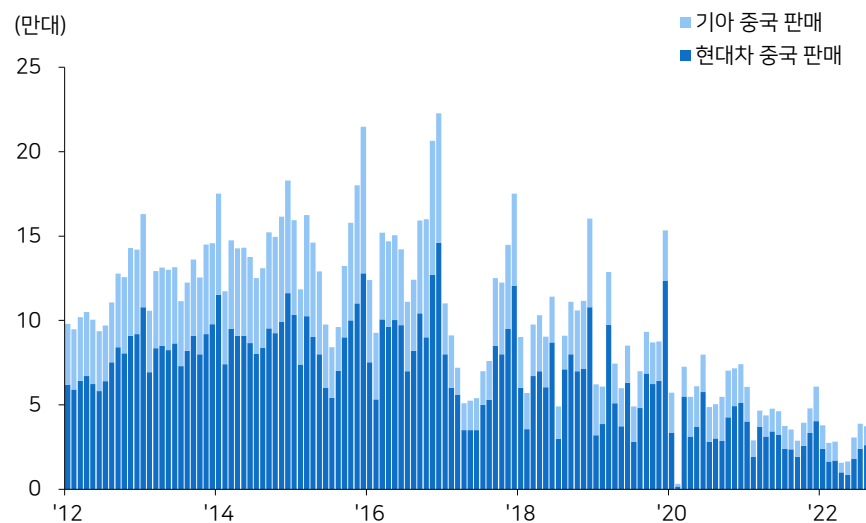
현대·기아의 아픈 손가락, 중국법인 적자 지속은 또다른 리스크

2023년 전망 시리즈 6
자동차

진퇴양난의 중국

- 현대·기아 중국 부진은 2016년 이후 계속되고 있음. 시장 점유율 2% 이하로 축소된 상황
- 장기화된 부진과 브랜드 가치의 악화로 구조적인 점유율 및 수익성 개선 어려운 모습

7년째 내리막을 걷고 있는 현대·기아 중국 판매 성과



자료: Marklines, 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

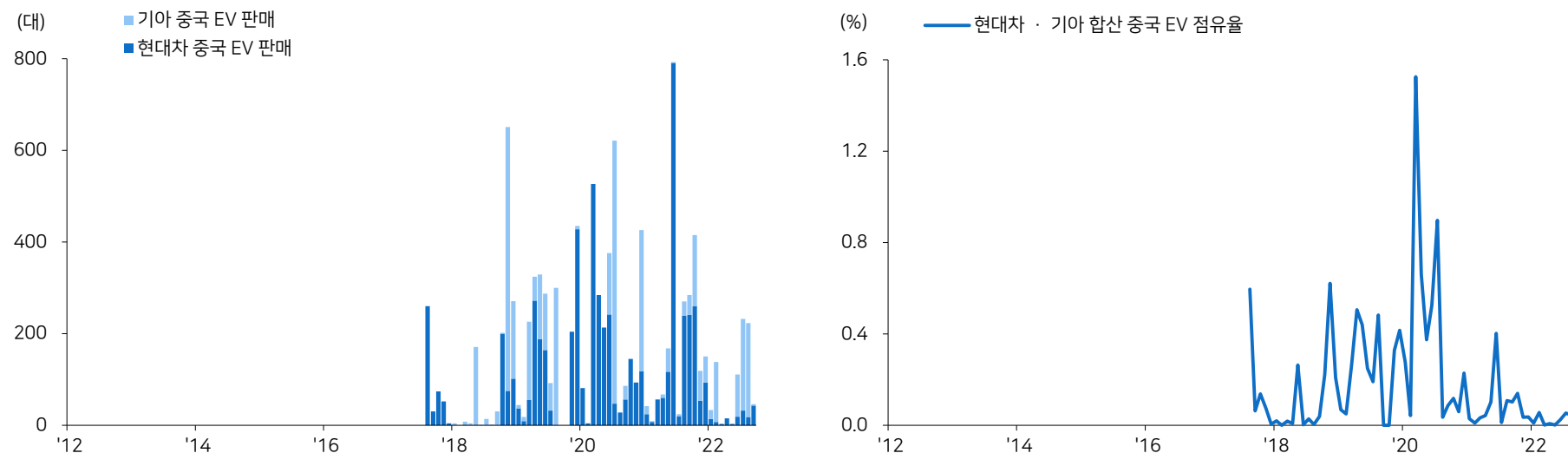
세계 최대 BEV 시장인 중국, 현대 · 기아 BEV 판매 성과 제한적

2023년 전망 시리즈 6
자동차

진퇴양난의 중국

- 중국 시장 수요 YoY 감소 중이나, NEV (BEV + PHEV) 시장은 가파른 성장 지속 중
- NEV 시장 내에서도 현대 · 기아의 입지는 제한적인 상황
- 2022년 이후 BEV 점유율 0.1% 미만으로 시장 내 존재감 부족

현대 · 기아, 2022년 월평균 BEV 판매 300대 수준이며 점유율 0.1% 하회



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

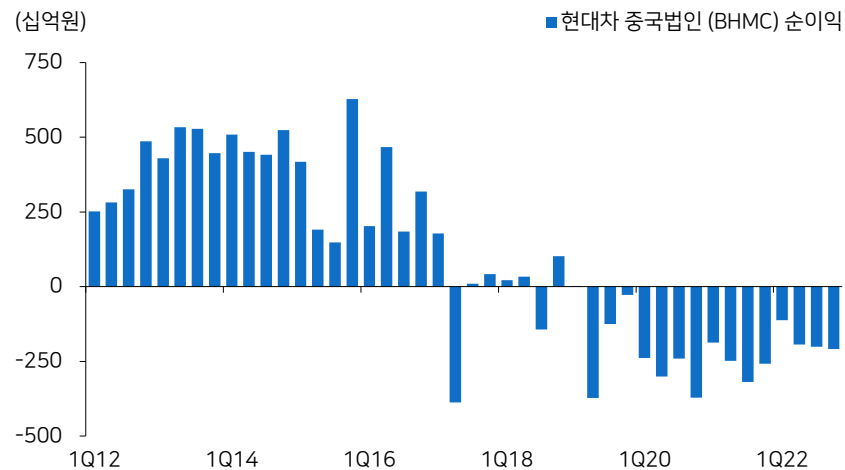
중국법인 존속 가능성 우려 또한 밸류에이션 디스카운트 근거

2023년 전망 시리즈 6
자동차

진퇴양난의 중국

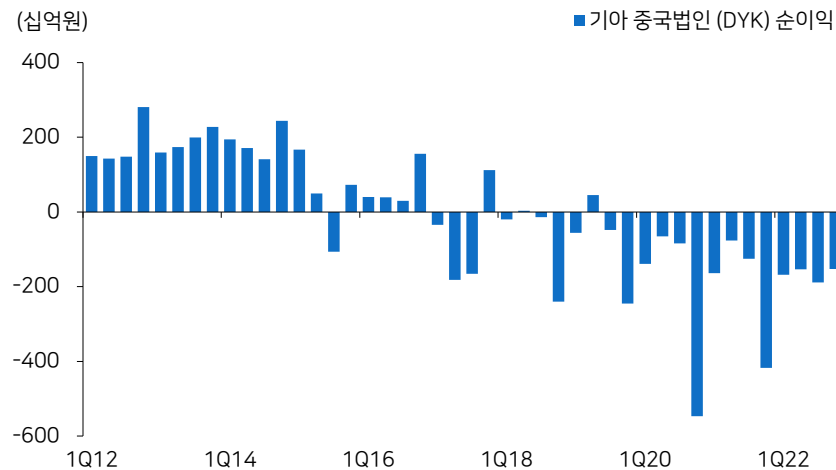
- 현대·기아 중국법인, 부진한 영업 성과 누적으로 지난 4Q21 동반 자본잠식 진입했으며 지난 1Q22, 각각 9.4억 달러·6.0억 달러 규모의 유상증자 단행
- 기아 중국법인, 3Q22 2차 자본잠식 진입
- 향후 예상되는 대응, 1) 추가 유상증자, 2) 중국 사업 철수
- 어떤 경우에도 실적에는 부정적 영향

현대차 중국법인 적자 지속



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

기아 중국법인 적자 지속



자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

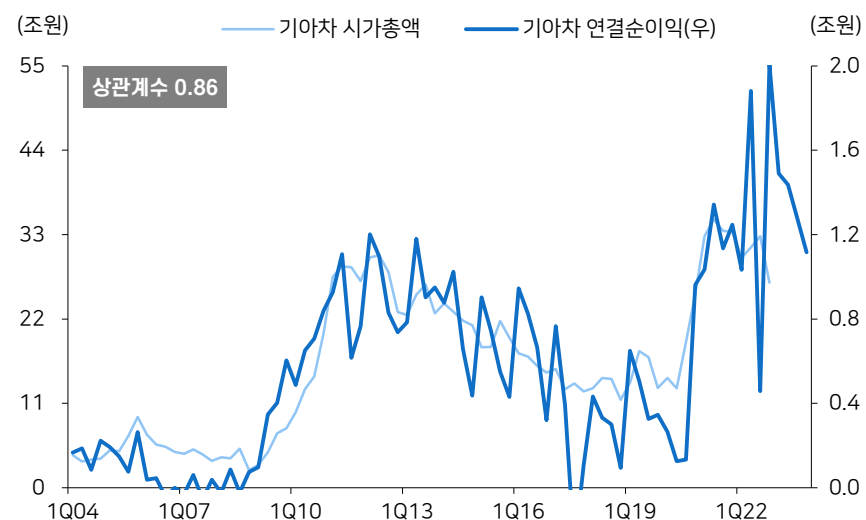
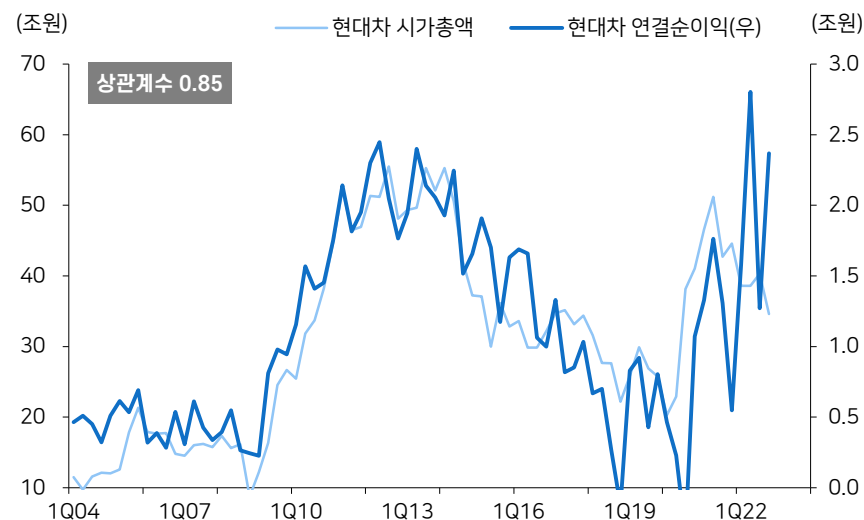
기업가치 상승 조건, 이익 눈높이 상향 · BEV 점유율 확대 가시성 확보

2023년 전망 시리즈 6
자동차

세 가지 우려의 극복 필요

- 현대 · 기아 주가의 동행 지표는 실적
- 현재 시장은 2023년 실적에 대해 세 가지 우려를 보이고 있음. 재고 증가, 러시아 손망실, 중국 자본잠식
- 기업가치 상승 전환을 위해서는 이들 우려를 넘어 실적 눈높이 상향에 대한 근거 확인 필요하다고 판단

현대차·기아 시가총액, 지난 14년간 양 사 연결순이익과 동행하는 모습



자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

2023년 전망 시리즈 6
자동차

기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Buy	210,000원
기아 (000270)	Buy	90,000원

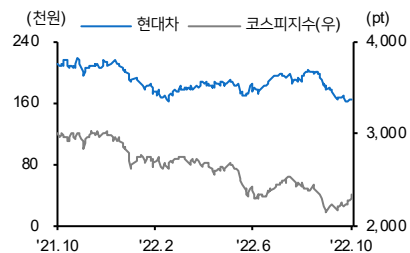
현대차(005380) 변화를 준비하는 시기

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	210,000원
현재주가 (11. 1)	164,500원
상승여력	27.7%
KOSPI	2,335.22pt
시가총액	351,484억원
발행주식수	21,367만주
유동주식비율	62.68%
외국인비중	29.03%
52주 최고/최저가	218,500원/160,500원
평균거래대금	1,505.4억원
주요주주(%)	
현대모비스 외 8 인	29.38
국민연금공단	7.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.8	-11.6	-20.9
상대주가	-14.0	2.1	0.9
주가그래프			



낮은 재고·인센티브 견인한 반도체 공급 부족과 저금리 환경에서의 부의 효과 해제

- C19 국면 내 각국 정부의 저금리 기조 유지와 재정 지출 확대 → 전세계적 부의 효과 확대 → 경기소비재 수요 폭발
- 칩 메이커 호황·수익성 낮은 차량용 반도체 공급 축소 → 자동차 수요 증가 국면 내 차량 생산 급감 → 재고 급감
- 역대 최저 재고·인센티브 + 우호적 환율 → 2022년 역대 최대 분기 매출·영업이익 기록
- 금리 인상·소비 위축 시작 → 차량 생산 증가·신규 수요 감소 → 2023년 재고·인센티브 정상화 전망 → 실적 감소

2023년 실적 컨센서스 우하향 전망

- 2023년 영업이익 컨센서스 9.97조원 (+4% YoY) vs. 당사 추정 8.44조원 (-11% YoY)
2023년 지배주주 순이익 컨센서스 8.32조원 (+2% YoY) vs. 당사 추정 6.85조원 (-15% YoY)
- 2023년 산업 내 재고 정상화와 신차 싸이클의 노후화 → 실적 성장 둔화 불가피

BEV 시장 점유율 확대 위한 상품성 강화 시기, 2025년

- BEV 상품성 강화를 위한 소프트웨어 역량 개선 (FOTA, 통합 제어기, 모듈러 아키텍처) 시점 2025년
- 기존 투자의견 Buy와 적정주가 210,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	105,746.4	3,605.5	2,980.0	12,782	97.6	275,749	12.6	0.6	4.3	4.0	154.7
2020	103,997.6	2,394.7	1,424.4	5,790	-52.2	275,660	27.9	0.6	6.4	1.9	174.2
2021	117,610.6	6,678.9	4,942.4	21,678	247.0	298,318	7.5	0.5	5.0	6.2	183.2
2022E	141,491.2	9,476.8	8,028.7	35,977	62.4	324,873	4.5	0.5	3.9	9.3	182.3
2023E	135,033.3	8,444.1	6,848.0	30,291	-14.7	349,979	5.3	0.5	4.4	7.3	159.4

현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

2023년 전망 시리즈 6

자동차

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27,390.9	30,326.1	28,867.2	31,026.5	30,298.6	35,999.9	37,705.4	37,487.3	117,610.6	141,491.2	135,033.3
(% YoY)	8.2	38.7	4.7	6.1	10.6	18.7	30.6	20.8	13.1	20.3	-4.6
연결기준 판매볼륨 (천대)	928.6	912.7	821.4	899.5	864.2	932.0	941.6	976.6	3,562.2	3,714.4	3,800.0
(% YoY)	17.4	57.2	-3.8	-9.6	-6.9	2.1	14.6	8.6	10.6	4.3	2.3
자동차	21,700.0	24,674.2	22,577.9	25,190.8	24,075.0	28,504.0	29,553.4	29,945.6	94,143.0	112,078.0	106,904.7
(% YoY)	11.0	53.7	5.1	7.3	10.9	15.5	30.9	18.9	16.8	19.1	-4.6
금융	4,287.5	4,038.0	4,571.3	3,885.7	4,371.8	5,448.4	5,851.0	5,223.7	16,782.4	20,894.9	20,003.5
(% YoY)	2.7	-7.0	2.9	-0.1	2.0	34.9	28.0	34.4	-0.4	24.5	-4.3
기타	1,403.3	1,613.9	1,718.0	1,950.0	1,851.8	2,047.5	2,301.0	2,318.1	6,685.2	8,518.3	8,125.1
(% YoY)	-11.7	10.5	4.2	4.1	32.0	26.9	33.9	18.9	1.7	27.4	-4.6
OP	1,656.6	1,886.0	1,606.7	1,529.7	1,928.9	2,979.8	1,551.8	3,016.3	6,678.9	9,476.8	8,444.1
(% YoY)	91.8	219.5	흑자전환	21.9	16.4	58.0	-3.4	97.2	178.9	41.9	-10.9
자동차	1,049.8	1,236.3	957.8	911.9	1,275.7	2,243.5	1,012.8	2,599.5	4,155.8	7,131.5	6,342.1
(% YoY)	82.7	346.9	-207.4	18.6	21.5	81.5	5.7	185.1	470.7	71.6	-11.1
금융	530.3	554.1	570.0	541.0	549.3	609.5	378.0	277.7	2,195.4	1,814.5	1,598.3
(% YoY)	142.9	103.8	12.8	45.2	3.6	10.0	-33.7	-48.7	60.5	-17.3	-11.9
기타	76.5	95.6	78.9	76.8	104.0	126.8	161.0	139.1	327.8	530.9	503.8
(% YoY)	7.8	128.9	8.5	-32.2	35.9	32.7	104.0	81.1	9.8	61.9	-5.1
RP	2,046.3	2,502.0	1,937.0	1,474.3	2,278.6	3,888.8	2,042.0	3,508.2	7,636.9	11,717.6	10,383.9
(% YoY)	182.5	319.6	흑자전환	29.8	11.4	55.4	5.4	138.0	264.6	53.4	-11.4
NP	1,327.3	1,761.9	1,306.3	546.9	1,584.9	2,803.5	1,271.6	2,368.7	4,619.7	8,028.7	6,848.0
(% YoY)	186.5	674.8	흑자전환	-48.9	19.4	59.1	-2.7	333.1	224.1	73.8	-14.7
OP margin (%)	6.0	6.2	5.6	4.9	6.4	8.3	4.1	8.0	5.7	6.7	6.3
자동차	4.8	5.0	4.2	3.6	5.3	7.9	3.4	8.7	4.4	6.4	5.9
금융	12.4	13.7	12.5	13.9	12.6	11.2	6.5	5.3	13.1	8.7	8.0
기타	5.5	5.9	4.6	3.9	5.6	6.2	7.0	6.0	4.9	6.2	6.2
RP margin (%)	7.5	8.3	6.7	4.8	7.5	10.8	5.4	9.4	6.5	8.3	7.7
NP margin (%)	4.8	5.8	4.5	1.8	5.2	7.8	3.4	6.3	3.9	5.7	5.1
평균환율 (원·달러)	1,113.8	1,121.3	1,159.3	1,183.3	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,400.0	1,144.4	1,301.5	1,350.0
기말환율 (원·달러)	1,128.0	1,130.6	1,184.1	1,189.9	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,380.0	1,189.9	1,380.0	1,330.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

2023년 전망 시리즈 6

자동차

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	105,746.4	103,997.6	117,610.6	141,491.2	135,033.3
매출액증가율(%)	9.2	-1.7	13.1	20.3	-4.6
매출원가	88,091.4	85,515.9	95,680.1	113,640.8	109,806.8
매출총이익	17,655.0	18,481.7	21,930.5	27,850.5	25,226.5
판매비와관리비	14,049.5	16,087.0	15,251.5	18,373.6	16,782.4
영업이익	3,605.5	2,394.7	6,678.9	9,476.8	8,444.1
영업이익률(%)	3.4	2.3	5.7	6.7	6.3
금융손익	351.9	-142.1	41.8	121.6	-25.9
중속/관계기업관련손익	542.8	162.2	1,303.4	2,159.7	2,033.2
기타영업외손익	-336.5	-320.4	-387.1	-40.6	-67.5
세전계속사업이익	4,163.8	2,094.4	7,636.9	11,717.6	10,383.9
법인세비용	978.1	168.7	2,266.5	2,812.7	2,699.8
당기순이익	3,185.6	1,925.7	5,370.4	8,904.8	7,684.1
지배주주지분 순이익	2,980.0	1,425.6	4,619.7	8,028.7	6,848.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	76,082.9	83,686.4	88,565.4	100,797.9	96,872.5
현금및현금성자산	8,682.0	9,862.1	12,795.6	16,978.9	15,528.8
매출채권	3,513.1	3,284.0	3,147.3	3,786.3	3,613.5
재고자산	11,663.8	11,333.7	11,645.6	13,441.7	12,828.2
비유동자산	118,429.3	125,657.9	145,381.0	153,201.1	154,508.3
유형자산	32,831.5	34,092.2	35,543.1	36,967.1	38,644.9
무형자산	5,266.5	5,677.6	5,847.0	5,918.5	6,012.9
투자자산	22,238.1	22,766.3	26,274.8	31,822.1	30,572.2
자산총계	194,512.2	209,344.2	233,946.4	253,999.0	251,380.8
유동부채	53,314.1	59,459.5	64,236.8	73,961.0	64,961.7
매입채무	7,669.4	8,793.2	9,155.3	10,872.7	10,241.4
단기차입금	12,570.7	13,780.7	13,087.8	11,517.3	11,632.5
유동성장기부채	15,778.6	16,104.0	20,578.9	25,723.6	25,723.6
비유동부채	64,832.4	73,543.7	87,093.8	90,067.9	89,496.3
사채	41,805.8	48,795.4	63,458.8	64,093.4	64,093.4
장기차입금	11,217.1	12,726.7	10,667.7	11,307.8	11,420.9
부채총계	118,146.5	133,003.2	151,330.6	164,028.9	154,458.0
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,197.0	4,190.1	4,070.3	4,070.3	4,070.3
기타포괄이익누계액	-2,353.0	-3,409.7	-1,772.6	-1,772.6	-1,772.6
이익잉여금	68,249.6	68,911.8	73,167.9	79,839.5	85,956.1
비지배주주지분	6,300.0	6,860.3	7,629.7	8,505.8	9,341.9
자본총계	76,365.8	76,341.0	82,615.8	89,970.1	96,922.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	419.8	-409.8	-1,176.4	3,204.4	4,769.0
당기순이익(손실)	3,185.6	1,924.6	5,693.1	8,904.8	7,684.1
유형자산감가상각비	2,545.2	2,749.5	2,937.9	3,076.0	3,322.2
무형자산상각비	1,286.7	1,435.9	1,617.8	1,767.9	1,796.1
운전자본의 증감	-15,644.3	-16,991.8	-20,287.8	-21,610.5	-21,442.9
투자활동 현금흐름	-5,929.2	-9,337.6	-5,182.6	2,414.3	-4,731.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,586.7	-4,687.8	-4,304.3	-4,500.0	-5,000.0
투자자산의 감소(증가)	-1,275.6	-1,445.1	-754.7	-4,431.6	1,249.9
재무활동 현금흐름	4,874.9	11,352.5	8,792.3	-2,305.1	-1,487.2
차입금증감	6,542.5	12,779.0	10,904.0	-1,068.5	228.3
자본의증가	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0
현금의증가(감소)	-431.7	1,180.2	2,933.4	4,183.4	-1,450.1
기초현금	9,113.6	8,682.0	9,862.1	12,795.6	16,978.9
기말현금	8,682.0	9,862.1	12,795.6	16,978.9	15,528.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	494,910	486,725	550,436	662,201	631,977
EPS(지배주주)	12,782	5,790	21,678	35,977	30,291
CFPS	85,795	87,673	100,486	123,462	122,676
EBITDAPS	34,808	30,796	52,580	67,023	63,474
BPS	275,749	275,660	298,318	324,873	349,979
DPS	4,000	3,000	5,000	6,500	6,800
배당수익률(%)	2.5	1.9	3.1	4.0	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	12.6	27.9	7.5	4.5	5.3
PCR	1.9	1.8	1.6	1.3	1.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	74,373.8	65,800.4	112,346.9	143,206.7	135,624.3
EV/EBITDA	4.3	6.4	5.0	3.9	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	1.9	6.2	9.3	7.3
EBITDA이익률	7.0	6.3	9.6	10.1	10.0
부채비율	154.7	174.2	183.2	182.3	159.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	1.1	0.7	2.2	2.1	1.8
매출채권회전율(x)	29.7	30.6	36.6	40.8	36.5
재고자산회전율(x)	8.6	8.4	9.3	10.9	10.6

기아(000270) 밸류 트랩

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

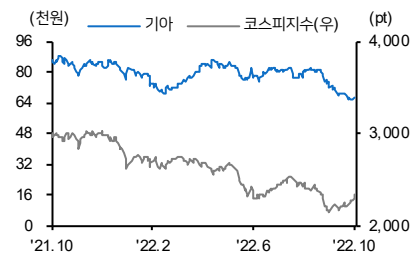
적정주가 (12개월)	90,000원
현재주가 (11. 1)	66,300원
상승여력	35.7%

KOSPI	2,335.22pt
시가총액	268,756억원
발행주식수	40,536만주
유동주식비율	61.32%
외국인비중	37.02%
52주 최고/최저가	88,100원/65,300원
평균거래대금	927.4억원

주요주주(%)	
현대자동차 외 5 인	35.62
국민연금공단	7.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.8	-20.9	-21.4
상대주가	-14.9	-8.7	0.3

주가그래프



2023년 산업 영업지표 방향성 우려 확대 → 단기 실적 호조가 아닌 장기 실적 컨센서스 방향성이 주가 결정 중

- 반도체 공급 정상화와 시장 수요 둔화로 역대 최저 수준까지 내려온 재고 · 인센티브 지속 가능성 우려 커지고 있음
- 지난 9월을 기점으로 산업평균 재고는 상승 전환했으며, 신차 수요에 중요한 영향 미치는 금리 상승세
- 아직 양호한 영업지표가 유지되고 있어, 단기 실적 호조에 대해서는 의심의 여지가 없음
- 그러나 시장은 2023년 이후의 실적 방향성에 대한 우려를 확대해가고 있음
- 단기 실적이 주가 방향성을 결정하지 못하는 밸류 트랩 국면

2023년 실적 컨센서스 우하향 전망

- 2023년 영업이익 컨센서스 7.53조원 (+5% YoY) vs. 당사 추정 6.53조원 (-7% YoY)
2023년 지배주주 순이익 컨센서스 6.35조원 (+11% YoY) vs. 당사 추정 5.07조원 (-2% YoY)
- 2023년 산업 내 재고 정상화와 신차 싸이클의 노후화 → 실적 성장 둔화 불가피

기존 투자의견 Buy와 적정주가 90,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	58,146.0	2,009.7	1,826.7	4,506	58.0	71,487	14.7	0.9	6.1	6.5	91.0
2020	59,168.1	2,066.5	1,487.6	3,670	-18.6	73,740	18.1	0.9	5.4	5.1	102.4
2021	69,862.4	5,065.7	4,760.3	11,744	220.0	86,127	5.6	0.8	2.6	14.7	91.5
2022E	87,164.6	7,016.2	5,194.6	12,815	9.1	96,769	5.2	0.7	1.7	14.0	96.6
2023E	82,279.4	6,526.0	5,072.4	12,513	-2.4	108,959	5.3	0.6	1.9	12.2	71.6

기아 분기 및 연간 실적 Snapshot

2023년 전망 시리즈 6
자동차

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	16,581.7	18,339.5	17,752.8	17,188.4	18,357.2	21,876.0	23,161.6	23,769.8	69,862.4	87,164.6	82,279.4
(% YoY)	13.8	61.3	8.8	1.6	10.7	19.3	30.5	38.3	18.1	24.8	-5.6
연결기준 판매볼륨 (천대)	641.9	645.3	558.2	580.0	626.9	687.6	687.6	696.0	2,425.3	2,698.2	2,745.0
(% YoY)	14.3	55.9	-3.0	-7.5	-2.3	6.6	23.2	20.0	11.4	11.3	1.7
국내공장	361.5	385.0	319.0	349.3	333.3	356.1	364.5	372.0	1,414.8	1,425.9	1,460.0
(% YoY)	20.1	27.8	-7.1	-2.0	-7.8	-7.5	14.3	6.5	8.7	0.8	2.4
해외공장	280.4	260.3	239.1	230.6	293.6	331.6	323.1	324.0	1,010.5	1,272.3	1,285.0
(% YoY)	7.7	130.8	3.0	-14.6	4.7	27.4	35.1	40.5	15.4	25.9	1.0
OP	1,076.4	1,487.2	1,327.0	1,175.1	1,606.5	2,234.1	768.2	2,407.4	5,065.7	7,016.2	6,526.0
(% YoY)	142.2	924.5	579.7	-8.3	49.2	50.2	-42.1	104.9	145.1	38.5	-7.0
RP	1,319.3	1,837.7	1,606.2	1,630.6	1,518.0	2,623.9	730.0	2,657.1	6,393.8	7,358.2	6,808.6
(% YoY)	367.9	769.5	592.6	46.1	15.1	42.8	-54.6	63.0	247.2	15.1	-7.5
지분법이익	188.7	327.3	272.3	379.9	-52.5	356.4	192.4	201.9	1,168.2	527.5	464.4
(% YoY)	1,046.2	438.2	148.8	-403.2	-127.8	8.9	-29.3	-46.9	107.1	-14.5	-8.4
NP	1,035.0	1,342.9	1,134.7	1,247.7	1,032.8	1,881.1	458.7	1,992.8	4,760.3	5,194.6	5,072.4
(% YoY)	289.2	963.2	748.8	29.8	-0.2	40.1	-59.6	59.7	220.0	9.1	-2.4
OP margin (%)	6.5	8.1	7.5	6.8	8.8	10.2	3.3	10.1	7.3	8.0	7.9
RP margin (%)	8.0	10.0	9.0	9.5	8.3	12.0	3.2	11.2	9.2	8.4	8.3
NP margin (%)	6.2	7.3	6.4	7.3	5.6	8.6	2.0	8.4	6.8	6.0	6.2
평균환율 (원/달러)	1,113.8	1,121.3	1,159.3	1,183.3	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,400.0	1,144.4	1,301.5	1,350.0
기말환율 (원/달러)	1,128.0	1,130.6	1,184.1	1,189.9	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,380.0	1,189.9	1,380.0	1,330.0

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	58,146.0	59,168.1	69,862.4	87,164.6	82,279.4
매출액증가율(%)	7.3	1.8	18.1	24.8	-5.6
매출원가	48,766.6	49,222.6	56,937.2	69,431.3	66,445.7
매출총이익	9,379.4	9,945.5	12,925.2	17,733.4	15,833.7
판매비와관리비	7,369.7	7,879.1	7,859.5	10,717.2	9,307.7
영업이익	2,009.7	2,066.5	5,065.7	7,016.2	6,526.0
영업이익률(%)	3.5	3.5	7.3	8.0	7.9
금융손익	-54.5	-82.9	29.3	-316.3	-140.6
종속/관계기업관련손익	507.1	61.4	1,168.2	527.5	464.4
기타영업외손익	68.8	-203.6	130.6	130.7	-41.1
세전계속사업이익	2,531.1	1,841.4	6,393.8	7,358.2	6,808.6
법인세비용	704.4	353.8	1,633.5	2,163.7	1,736.2
당기순이익	1,826.7	1,487.6	4,760.3	5,194.5	5,072.4
지배주주지분 순이익	1,826.7	1,487.6	4,760.3	5,194.6	5,072.4
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	21,555.4	26,093.4	29,205.5	35,852.2	36,038.4
현금및현금성자산	4,268.7	10,160.7	11,533.7	14,818.0	13,987.5
매출채권	2,154.7	1,819.0	1,787.7	3,486.6	3,291.2
재고자산	8,108.7	7,094.0	7,087.7	7,844.8	8,227.9
비유동자산	33,789.4	34,397.1	37,644.5	41,277.5	39,759.1
유형자산	15,746.7	15,579.7	15,583.8	14,481.3	13,932.9
무형자산	2,552.8	2,665.6	2,831.5	2,862.0	2,938.4
투자자산	14,626.2	15,265.7	18,057.3	22,703.7	21,595.8
자산총계	55,344.8	60,490.4	66,850.0	77,129.7	75,797.5
유동부채	17,276.6	21,097.6	21,562.6	27,257.1	21,508.3
매입채무	6,766.8	7,302.4	7,920.3	9,881.9	9,328.0
단기차입금	1,414.8	4,479.5	3,107.8	2,952.4	2,804.8
유동성장기부채	1,126.0	788.5	1,307.8	1,700.2	1,717.2
비유동부채	9,090.0	9,501.2	10,374.8	10,645.9	10,121.4
사채	2,667.1	2,723.0	3,297.0	3,329.9	3,363.2
장기차입금	1,307.8	2,175.7	1,631.3	1,305.0	1,318.1
부채총계	26,366.7	30,598.8	31,937.4	37,903.0	31,629.7
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,725.8	1,725.8	1,725.8
기타포괄이익누계액	-717.0	-920.6	-406.4	-447.0	-491.7
이익잉여금	26,056.2	27,173.4	31,682.9	36,037.9	41,023.6
비지배주주지분	0.0	0.0	2.1	2.0	2.0
자본총계	28,978.1	29,891.7	34,912.6	39,226.7	44,167.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,610.7	5,423.9	7,359.7	6,809.7	4,754.9
당기순이익(손실)	1,826.7	1,487.6	4,760.3	5,365.2	5,072.4
유형자산감가상각비	1,532.1	1,675.7	1,701.8	1,794.1	1,795.4
무형자산상각비	597.3	543.9	519.2	586.2	601.8
운전자본의 증감	-2,350.7	-1,797.7	-1,319.7	-2,072.3	-3,316.2
투자활동 현금흐름	-1,104.2	-2,864.9	-4,423.9	-2,967.6	-4,415.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,736.5	-1,661.9	-1,319.5	-1,187.6	-1,246.9
투자자산의 감소(증가)	-49.1	-777.5	-1,139.4	-4,056.9	1,107.9
재무활동 현금흐름	-726.3	3,517.3	-1,620.5	-1,311.0	-1,169.7
차입금증감	-312.3	4,041.0	-1,116.5	-108.2	46.3
자본의증가	0.0	0.0	-38.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,976.1	5,892.0	1,373.0	3,284.3	-830.5
기초현금	2,292.7	4,268.7	10,160.7	11,533.7	14,818.0
기말현금	4,268.7	10,160.7	11,533.7	14,818.0	13,987.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	143,442	145,963	172,345	215,028	202,977
EPS(지배주주)	4,506	3,670	11,744	12,815	12,513
CFPS	14,641	18,376	23,303	24,874	19,911
EBITDAPS	10,211	10,573	17,976	23,180	22,013
BPS	71,487	73,740	86,127	96,769	108,959
DPS	1,150	1,000	3,000	3,500	3,500
배당수익률(%)	1.7	1.5	4.5	5.3	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	14.7	18.1	5.6	5.2	5.3
PCR	4.5	3.6	2.8	2.7	3.3
PSR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	4,139.1	4,286.0	7,286.7	9,396.5	8,923.2
EV/EBITDA	6.1	5.4	2.6	1.7	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	5.1	14.7	14.0	12.2
EBITDA이익률	7.1	7.2	10.4	10.8	10.8
부채비율	91.0	102.4	91.5	96.6	71.6
금융비용부담률	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	10.6	8.8	29.8	34.3	32.2
매출채권회전율(x)	27.7	29.8	38.7	33.1	24.3
재고자산회전율(x)	7.6	7.8	9.9	11.7	10.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

현대차(005380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.27	산업브리프	Buy	240,000	김준성	-27.8	-24.0	
2020.11.18	산업분석	Buy	250,000	김준성	-23.8	-1.6	
2021.01.11	산업브리프	Buy	300,000	김준성	-21.9	-10.8	
2021.05.26	산업분석	Buy	320,000	김준성	-26.5	-23.9	
2021.07.22	기업브리프	Buy	330,000	김준성	-35.1	-30.8	
2021.09.28	산업분석	Buy	285,000	김준성	-27.1	-23.3	
2022.01.25	기업브리프	Buy	250,000	김준성	-27.8	-22.2	
2022.03.14	산업브리프	Buy	220,000	김준성	-19.9	-16.8	
2022.04.25	기업브리프	Buy	260,000	김준성	-28.5	-22.3	
2022.10.17	산업브리프	Buy	230,000	김준성	-27.1	-26.7	
2022.10.24	기업브리프	Buy	210,000	김준성	-	-	

기아(000270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.27	산업브리프	Buy	70,000	김준성	-22.4	-14.7	
2020.11.18	산업분석	Buy	80,000	김준성	-22.8	-14.6	
2021.01.11	산업브리프	Buy	90,000	김준성	-10.1	3.7	
2021.01.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-30.3	-15.4	
2021.05.26	산업분석	Buy	130,000	김준성	-32.1	-29.6	
2021.07.05	기업브리프	Buy	140,000	김준성	-39.3	-36.5	
2021.09.28	산업분석	Buy	120,000	김준성	-30.5	-26.6	
2022.01.27	기업브리프	Buy	110,000	김준성	-30.4	-25.5	
2022.03.14	산업브리프	Buy	100,000	김준성	-25.6	-19.9	
2022.04.25	기업브리프	Buy	110,000	김준성	-25.0	-23.9	
2022.04.29	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-33.6	-28.1	
2022.10.17	산업브리프	Buy	100,000	김준성	-31.9	-30.9	
2022.10.25	기업브리프	Buy	90,000	김준성	-	-	