

2023 CES 메리츠 현장 탐방기

The New Next



2023 CES 메리츠 현장 탐방기

The New Next



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



반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr



이차전지/석유화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	79,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	119,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	17,000원
현대차 (005380)	Buy	210,000원
기아 (000270)	Buy	90,000원



Contents

Part I	모빌리티 'Real' Progress	09
Part II	IT 수익성 하강기에서의 생존 모색	39
Part III	에너지/이차전지 IT를 장착한 전기차/배터리 지형, Old Legacy 진영의 Follower 전략	63
기업분석	삼성전자 (005930) 삼성 피부트는 시간 문제, 단 당장은 아닐 듯	88
	SK하이닉스 (000660) 돌아가야 멀리 간다	93
	LG디스플레이 (034220) Specialty에서 찾는 기회	97
	현대차 (005380) 어려운 영업 환경 전개 중, SDV 진전 확인은 2025년	100
	기아 (000270) 어려운 영업 환경 속 경쟁사 대비 비교 우위의 대응 전개 중	103

Summary

The New Next

2023 CES 메리트 현장 탐방기

모빌리티

2023 CES: 20년 차에 들어선 SDV 개발의 화두

'Real' Progress

- 20년 차에 접어든 SDV (소프트웨어 중심 차량) 개발, 전세계 최초로 SDV 비즈니스 모델을 성공시킨 Tesla의 압도적 실적 전개를 확인하며 갈수록 더욱 더 많은 자본 투자가 전개되고 있음
- CES는 이 같은 투자 이후 기술 진전이라는 결실로 발현됐는지를 확인하는 자리
- 아직까지 Tesla를 제외하면 SDV 개발에서 유의미한 성과를 내고 있는 업체는 보이지 않는 상황. 그러나 HDV (하드웨어 중심 차량)와 비교해 10배 이상의 영업 실적이 창출되는 SDV 비즈니스 모델에 대한 도전은 특히 신생 자동차 업체들을 중심으로 지속 확대되고 있음
- 기존 자동차 업체들과 신생 업체들 간의 BEV 하드웨어 기술 격차는 ICE에서의 기술 격차와 비교했을 때 매우 제한적. 또한 소프트웨어 기술 격차는 사실상 부재
- 어느 누구든 다양한 기술적 가치 사슬 내 주체들과의 연합하여 SDV 개발에 앞서나갈 수 있는 상황. 차별화된 독자 기술의 개발 강도에 따라, 누구라도 새로운 시장의 비즈니스 모델 주도권을 가져갈 수 있다고 판단
- 기존 자동차 업체들에게 SDV 중심으로의 시장 환경 변화는 기회이자 동시에 위기. 발 빠른 독자 기술 개발 및 연합 전선 구축 필요

IT

2023 CES: '선택과 집중' 속 융합 진보

수익성 하강기에서의 생존 모색

- IT 기반기술 (인공지능, 5G, 로봇틱스, 차세대 디스플레이) 중 적용가능한 소비시장과의 즉각적 중첩이 발생하는 영역 [게이밍, AR/VR, 뉴 디스플레이]의 진보가 두드러짐. CES 2023에서는 메이저 전시업체들이 전략적 재배치 (핵심 제품들을 특별 전시관으로 이관)를 통해 제품 차별화의 강화를 모색한 점이 특이점
- 거시경제 둔화 속 전방시장의 침체로 세트 업체들의 1) 경쟁 민감도가 강화되었으며, 2) 비용을 동반한 공격적 마케팅은 수그러드는 추세. 반면 환경과 자연을 위한 지속가능 기술 (서스테이너블 테크)의 주목도는 상승
- 과거 업체 간 Alliance 진영 구축을 통한 합종연횡·경쟁구도 형성이 주목받았지만 IT에서는 업체별 독자 행보가 눈에 띈. 오히려 IT 시장 포화 이후 신규 시장 발굴 (AR/VR, 모빌리티 부품으로의 변화)에 혈안
- 소비가전의 전방 수요는 2023년 YoY 감소가 불가피. 하지만 2Q23을 기점으로 눈높이 하향조정은 종료되리라 예상

에너지/이차전지

Beyond Electrifying Mobility

IT를 장착한 전기차/배터리 지형, Old Legacy 진영의 Follower 전략



- CES 2023에 참여한 New-Old 모빌리티 기업들은 전동화 전략을 넘어서 사용자 경험, 즉 소프트웨어 기반의 사업방향성을 제시
- 전년 행사 내용과 변화된 점은 (1) Old OEM들의 세그먼트별 친환경차 출시 계획, (2) 소비자 구매욕구 충족을 위한 시각적 즐거움 극대화. 반면, 전기차종들의 자율주행 능력격차는 확대
- 배터리 셀 기업 중 유일하게 참가했던 Panasonic은 Sustainability 관점에서 배터리 신규 폼팩터(4680) 실물공개 및 EV배터리 재활용의 순환경제 생태계 구축(Redwood Materials 및 국내 기업과 협업)
- 전년 CES 2022 참가 후기와 연계하여 국내 배터리 산업은 전방 수요처 확장 중(자동차~바이크 등)으로 굳건한 수요 성장률을 유지, 반면 태양광/풍력 발전량 증가 이후 경제성이 확보될 수소는 에너지 발전 영역에서의 역할론 기대
- Mobility의 연료 변화 노력은 탄소배출 저감의 지속성 흐름에서 시작. 기존 운송 수단들은 전기차/전기 바이크 등 친환경 Hardware로 대체되며 이를 구성하는 소재들의 변화에 주목. 석유화학 고부가화 관점에서 Mobility 소재 경량화 대응은 필수 영역. 소재 구성 PC, PS, ABS, 탄소섬유 등 고부가화 필요

관심종목

삼성전자 (005930)

- 예상보다 가속화된 수익성 훼손은 4Q22 실적을 통해 명확히 확인. 이로써 동사의 공급 위주 메모리 정책의 반전을 위한 필요조건은 충족되었다는 판단.
- 남아있는 충분조건은 경쟁사들의 항복 선언. 이를 확인할 때까지 동사는 전략적 모호성 유지 예상.
- 1H23 내 경영 구조 변화 이후 주주환원계획의 Level Up 예상

현대차 (005380)

- SDV 기술의 공개 시점은 2025년. 소비자의 경제성 · 편리성 · 재미를 증대시킬 수 있는 SDV의 상용화 여부에 따라 제조업으로서의 점유율 하락 또는 서비스업으로서의 수익성 확장의 길 중 하나를 선택하게 될 것
- HDV에서 SDV로의 성공적 전환 여부가 밸류에이션 결정 지표



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

Part I. Mobility

2023 CES: 20년 차에 들어선 SDV 개발의 화두
‘Real’ Progress

2004년, SDV (Software-Defined Vehicle) 개발의 시작

- 2004년 DARPA Grand Challenge, SDV의 개발의 시작
- DARPA Challenge는 미국 의회의 2015년 지상 전투 차량 1/3의 ‘무인 주행’ 전환 목표와 함께 시작된 기술 경진 대회
- 2004년 첫 번째 대회는 참가자 모두 완주에 실패하나, 2005년 대회에서 Stanford 대학의 Stanley가 완주에 성공하며 우승

2004년 DARPA Grand Challenge와 2007년 DARPA Urban Challenge에 등장했던 SDV



자료: DARPA, 메리츠증권 리서치센터

2023년, SDV 개발의 역사 20년 차 진입

2023 CES
모빌리티

- 2004년 이후 지금까지 SDV 개발을 위한 수 많은 기술적 도약이 이루어졌음
- SDV를 통해 발현될 새로운 시장의 경제적 가치에 대한 기대가 지속 커져왔으나, 비즈니스 모델 발현 관점에서 개발 상황은 여전히 초기 단계
- 2004년 이후 개발 차량의 외형적 변화가 제한적인 것과 유사하게 일반 소비자가 느낄 수 있는 기술의 변화도 여전히 제한적

샌프란시스코에서 자율주행 차량을 주행 중인 Zoox와 Waymo



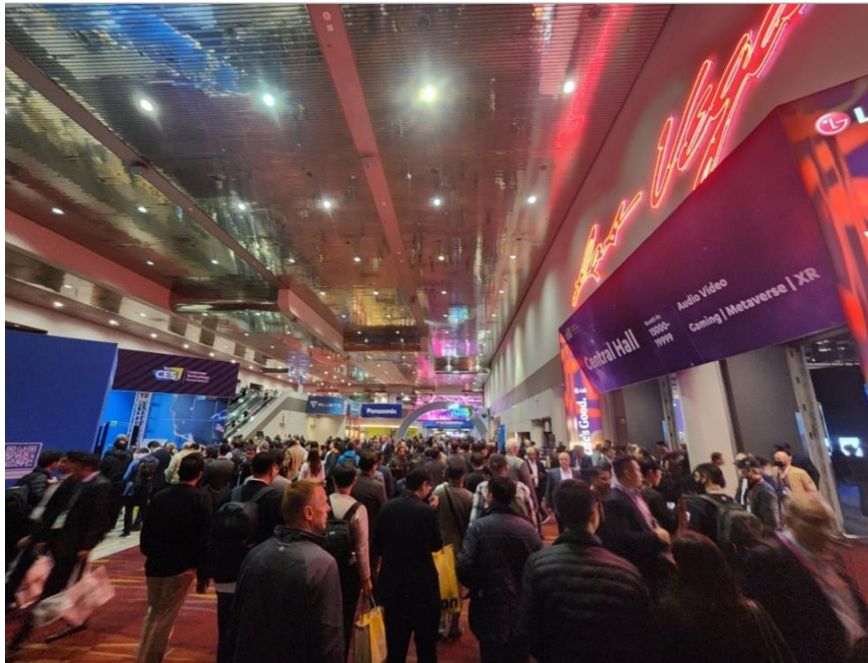
자료: Zoox, Waymo, 메리츠증권 리서치센터

CES에서의 화두는 언제나 SDV 기술의 ‘실질적 진전’ 여부 확인

2023 CES
모빌리티

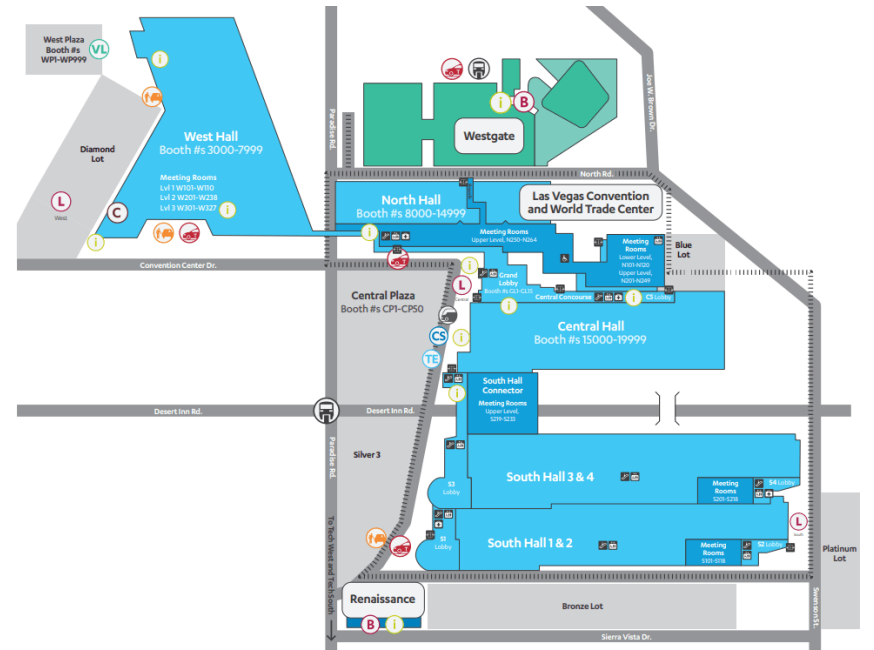
- CES, C19 영향 종료로 2020년 1월 이후 3년 만의 정상 진행
- SDV 영역은 가장 큰 전시공간인 West Hall 및 Central Plaza 전체와 North Hall · South Hall 일부에서 전시 활동 전개
- 늘 그랬듯 2023년 CES에서도 SDV 영역의 중심 화두는 오랜 개발의 역사를 넘어서는 실질적 진전 (‘Real’ Progress)의 발현 여부

CES, 3년 만의 정상 진행



자료: 메리츠증권 리서치센터

모빌리티, 그 어느 때보다 많은 업체들이 참석하여 기술의 진전을 공유



자료: CTA, 메리츠증권 리서치센터

복잡한 개념의 간단한 정의, SDV란 데이터로 돈 버는 차

2023 CES
모빌리티

- CES 모빌리티 전시 공간에 전세계 최대 Big Tech부터 신생 Start-up까지 수 많은 자본이 운집하는 이유, 차에 대한 정의 변화와 함께 발현될 다른 차원의 수익 실현 가능 비즈니스 모델에 대한 도전
- 제품을 만들어 소비자에게 팔고 나면 비즈니스 모델의 대부분이 마무리되는 제조업이 아닌, 제품이 인도된 뒤 그 제품을 이용하는 ‘소비자의 시간’을 확보해 ‘데이터 기반 비즈니스 모델’을 지속 판매하는 서비스업이 바로 SDV에 기반한 비즈니스 모델

IHS Markit의 Egil Juliusen이 정의한 SDV의 기술 구성 요소

	Key Information	Other Information
Long product life	▪ Useful product life of 10 to 15+ years	▪ Maintenance, bug fixes, recalls, updates
Car model updates	▪ Partial hardware & software upgrade cycles	▪ 3-4 years cycle, repeated 2-4 times
BEV transition	▪ Replace all ICEVs with BEVs in 10-15 years	▪ Software-defined architecture & platforms
Connected network of functions	▪ Processor & electronics-bus network ▪ Software platform connections ▪ Cloud and device connections	▪ CAN & others → Ethernet (IEEE 802.3) ▪ Cybersecurity system architecture ▪ Cloud & onboard OTA architecture
Domain ECU transformation	▪ Software-defined system architecture ▪ Software platform centric architecture	▪ Replace legacy ECUs, may take 7-10 years ▪ Cloud-based development platforms
Real-time software	▪ Time limits for software response ▪ Software controlling car operation ▪ ADAS expansion of real-time software	▪ Software timing analysis & implementation ▪ Powertrain, steering, braking, user interface ▪ AV software is next growth factor
Functional & AV safety	▪ Regulation-specific requirements: ISO 26262 ▪ New standards to be deployed	▪ Software certifications needed ▪ ISO 21448, UL 4600, IEEE P2851
Software legislation	▪ Cybersecurity & OTA regulation taking effect	▪ UNECE WP.29 & ISO21434
AI software	▪ Expanding auto-centric AI software platforms	▪ Advances for AVs & software creation
AV regulation	▪ In development, emerging 2022-2025	▪ China, France, Germany, Japan, UK, USA
Content usage	▪ Greatly changed by mobile devices	▪ Different rules for driver & passengers

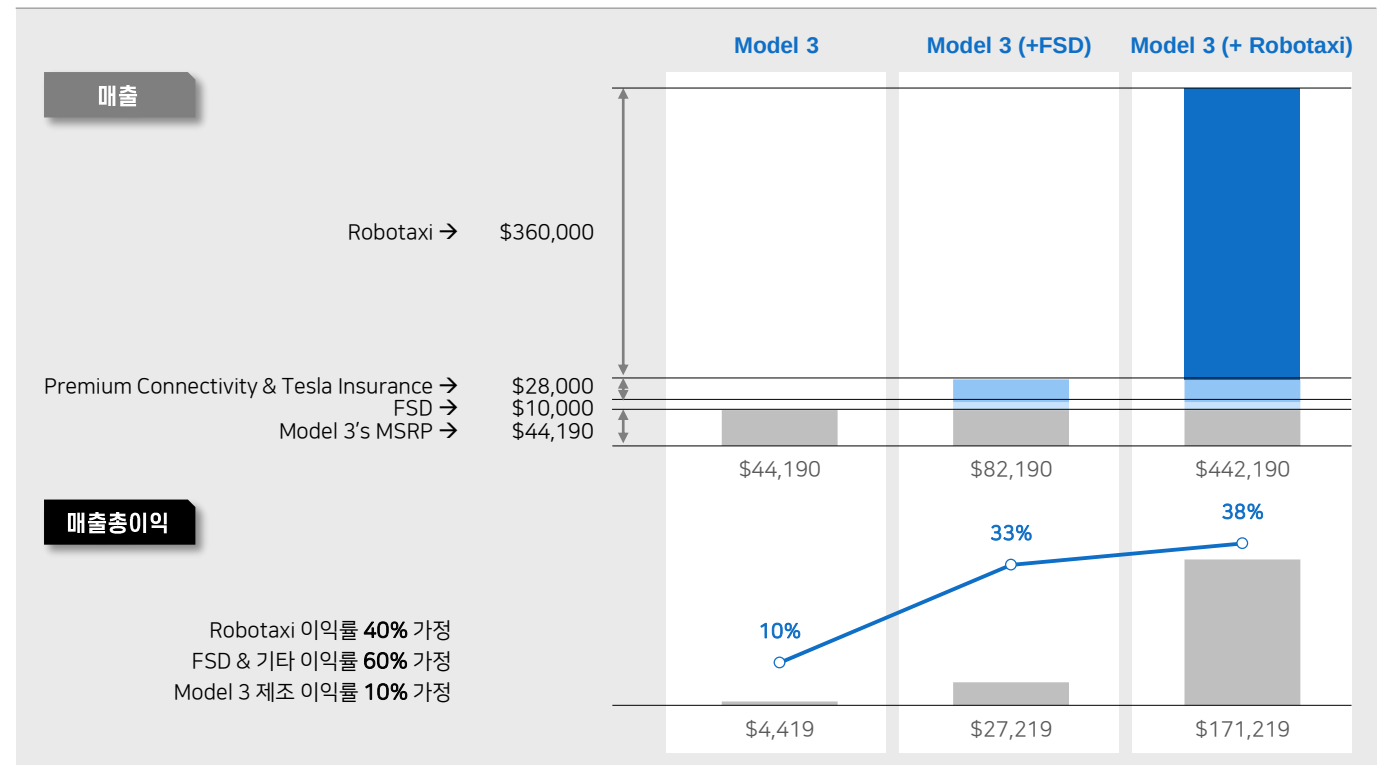
자료: 메리츠증권 리서치센터

SDV의 비즈니스 모델, 로보택시 상용화 전·후 두 단계로 구분

2023 CES
모빌리티

- 데이터 시장 입장에서 소비자의 하루 중 ‘운전 시간’은 비즈니스 전개가 어려운 ‘음영 구간’이었음. 이 시간의 잠금 해제는 새로운 수익원의 부상
- 로보택시 기술의 완성 이후에는 차량 내에서 다양한 데이터 서비스를 제공하는 것을 넘어 노동을 제거해 ‘시간을 파는 것’까지 가능해질 것

SDV 선도업체 Tesla를 통해 확인할 수 있는 비즈니스 모델 별 차량 한 대당 매출 · 이익 규모



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

- Tesla, SDV 개발 선도업체. 주행 위한 차량 소프트웨어 · 하드웨어 뿐 아니라, 에너지 · 네트워크 관련 기술적 가치 사슬 구축에서도 앞선 모습
- 현재 대표적 비즈니스 모델은 주행 보조 프로그램인 FSD와 FSD의 일부 기능을 제한한 EAP (Enhanced Auto Pilot). 지속적인 무선 업데이트를 통해 이미 소비자에게 인도된 차량의 주행 성능을 지속 발전시키고 있음

Tesla가 \$6,000에 판매 중인 Enhanced Autopilot의 기능들



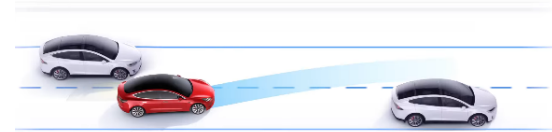
Navigate on Autopilot

Automatic driving from highway on-ramp to off-ramp includes automatic lane changes, Traffic-Aware Cruise Control with complete stopping and re-engagement, Autosteer, and overtaking slow cars in your lane.



Autopark

Park with ease in both parallel and perpendicular parking spaces with a single button tap on the Center Display. Model S will alert you to available parking spots by continuously monitoring the space around you.



Auto Lane Change

While driving on the highway, Automatic Lane Change will position your car in the optimal lane to prepare for merges and exits while overtaking slow cars. Drivers are given clear insight to upcoming lane changes as well as customization to Auto Lane Change functionality.



Smart Summon

Activated by the Tesla App, your parked car will come find you and even park or unpark itself in tight spaces. Summon navigates complex parking situations while abiding by lane markings and stop signs, avoiding pedestrians and obstacles like traffic cones, trash bins and rogue shopping carts.

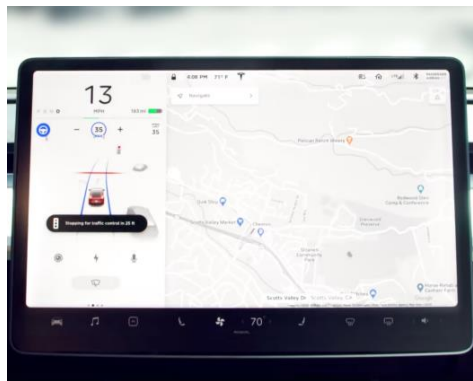
자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

2019년 4월, 전세계 최초 SDV 비즈니스 모델 시작

2023 CES
모빌리티

- 2019년 4월 시작된 전세계 최초의 SDV 비즈니스인 FSD는 기능의 개선과 동행해 가격이 지속 상승
- Tesla 영업 실적은 FSD 판매 시작된 2019년 2분기 기점으로 흑자 전환, 이후 대당 손익 개선 지속 중

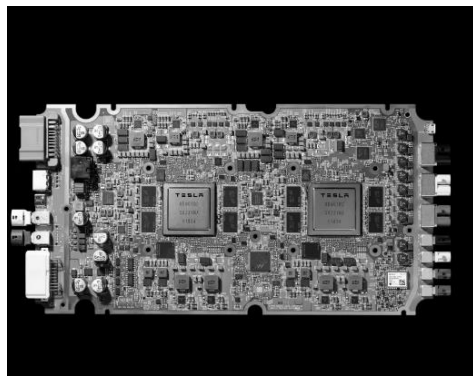
Tesla가 \$15,000에 판매 중인 FSD, 도심 내 자율주행 기능 포함



Traffic Light and Stop Sign Control

Traffic Light and Stop Sign Control is designed to slowdown and stop for visible traffic lights or stop signs that are detected when Traffic-Aware Cruise Control or Autosteer is engaged.

Full Self-Driving Capability
\$15,000



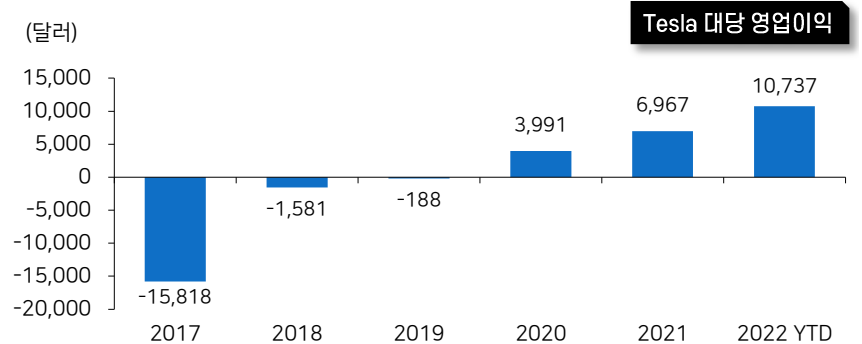
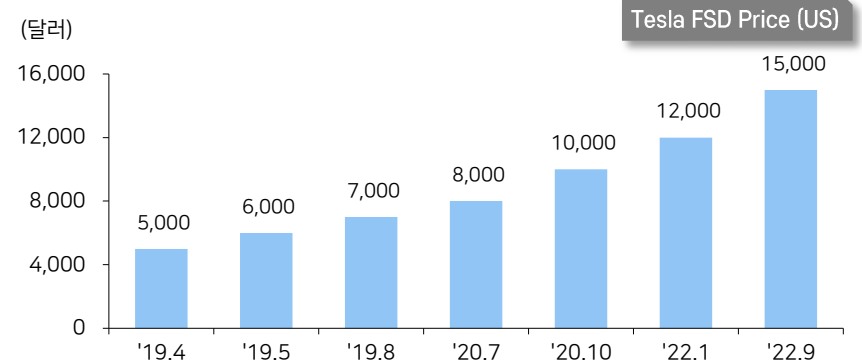
Full Self-Driving Computer

Tesla-designed silicon optimized for computer vision enables detailed, onscreen environment visualization and eventual Full Self-Driving Capability through over-the-air software updates.

Full Self-Driving Capability
\$15,000

자료: Tesla, 머릿츠증권 리서치센터

FSD Software 가격 상승 추이, 대당 영업이익 추이



자료: Tesla, Bloomberg, 머릿츠증권 리서치센터

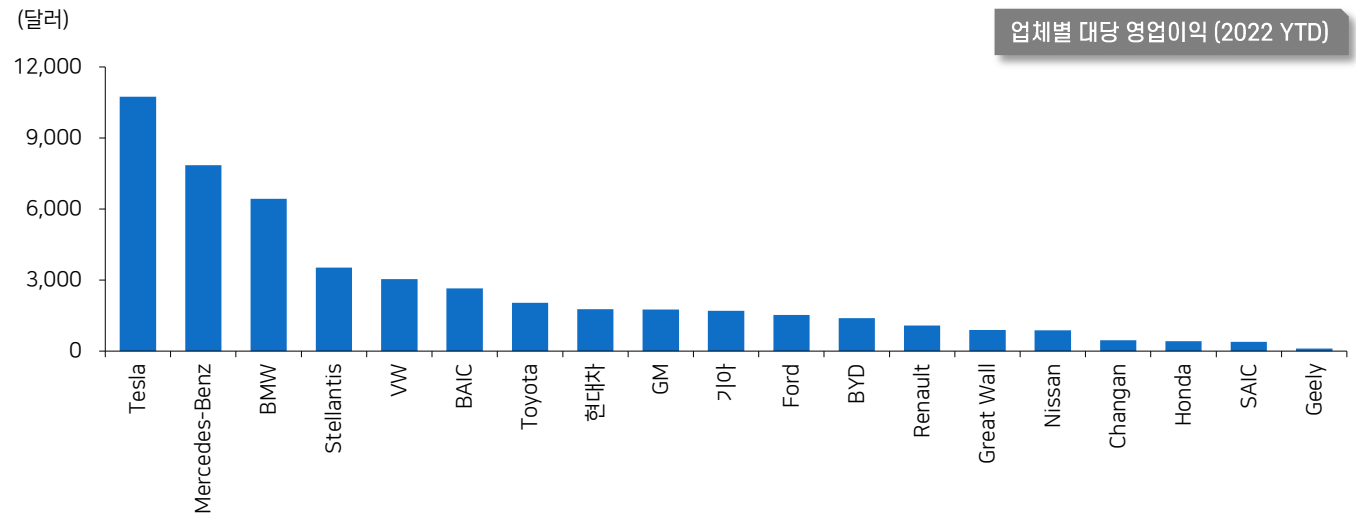
데이터로 돈 버는 차의 압도적 성과

2023 CES
모빌리티

데이터로 돈 버는 차, SDV

- 2022년 1-3분기 누적 기준, Tesla 대당 영업이익은 기존 자동차 업계 평균의 열 배에 달하는 상황
- 만약 전세계 판매되는 모든 신차에 Tesla의 현재 SDV 비즈니스 모델의 기술 수준이 적용될 경우, 자동차 산업 연간 창출 가능 이익이 열 배 확대될 수 있다고 추론 가능
- SDV 비즈니스 모델이 더욱 확대되어 갈수록, 자동차 산업의 이익 눈높이 더욱 높아질 것

2022년 글로벌 자동차 업체별 대당 영업이익 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

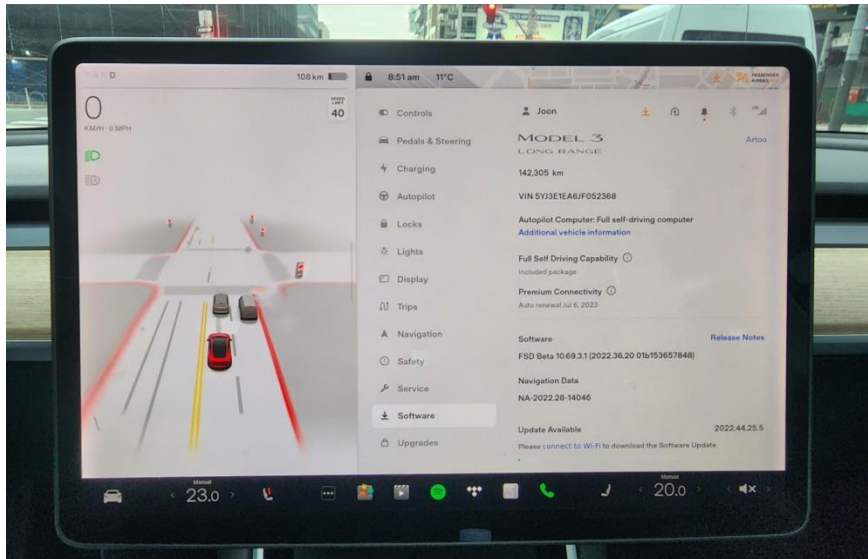
직접 확인한, 기술의 실질적 진전

2023 CES
모빌리티

데이터로 돈 버는 차, SDV

- 지난 12/31부터 2박 3일 간 약 20시간의 FSD Beta 10.69.3.1 설치 Tesla 차량을 주행
- FSD Beta의 주행 역량은 시내와 시외, 주간과 야간, 그리고 다양한 주행 환경 모두에서 3년 전 경험했던 미국 내 주행 역량 및 기능이 제한된 국내 주행 역량 대비 월등히 개선된 성과를 보였음

FSD Beta 10.69.3.1



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

샌프란시스코 내 25분 주행 루트를 운전자 무개입 주행 실현



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

기술의 실질적 진전 지속, 비즈니스 모델 진화의 선결 조건

2023 CES
모빌리티

- FSD Beta는 지난 1년 6개월 동안 총 41번의 무선 업데이트와 기능 개선 전개
- 기술의 실질적 진전이 지속될 수 있다면, 향후 Tesla는 다음 단계의 SDV 비즈니스 모델인 로보택시를 상용화할 것

FSD Beta, 지난 1년 3개월 동안 35번의 무선 업데이트를 통해 기술의 실질적 진전 지속

Release	Build	Date	Days from previous release	Days from major release	Note	Release	Build	Date	Days from previous release	Days from major release	Note
9	2021.4.18.12	2021-07-10				10.11	2022.4.5.15	2022-03-14	24		Only 10% get this
9.1	2021.4.18.13	2021-07-31	21			10.11.1	2022.4.5.20	2022-03-27	13		New to Canada
9.2	2021.12.25.15	2021-08-15	15			10.11.2	2022.4.5.21	2022-04-04	8	45	
10	2021.24.15	2021-09-11	27	63	Influencers only	10.12	2022.12.3.10	2022-05-18	44		Internal
10.0.1	2021.24.16	2021-09-17	6		Influencers only	10.12.1	2022.12.3.15	2022-05-20	2		Youtubers only
10.1	2021.24.17	2021-09-27	10		FSD Beta request Button	10.12.2	2022.12.3.20	2022-05-26	6	52	New testers too
10.2	2021.32.25	2021-10-11	14	14		10.13	2022.16.3.5	2022-07-18	53		
10.3	2021.36.5.2	2021-10-24	13	13	Recall	10.69	2022.16.3.10	2022-08-21	87		Very few get this
10.3.1	2021.36.5.3	2021-10-25	1	1		10.69.1	2022.20.10	2022-08-30	9		Very few get this
10.4	2021.36.8.6	2021-11-06	12	12		10.69.1.1	2022.20.11	2022-09-03	4		Only 20% get this
10.5	2021.36.8.7	2021-11-22	16	16		10.69.2	2022.20.15	2022-09-11	8	108	
10.6	2021.36.8.9	2021-12-05	13		Only some get this	10.69.2.1	2022.20.16	2022-09-17	6		
10.6.1	2021.36.8.10	2021-12-11	6	19		10.69.2.2	2022.20.17	2022-09-19	8	8	
10.7	2021.44.5.5	2021-12-19	8		Very few get this	10.69.2.3	2022.20.18	2022-10-05	16	16	
10.8	2021.44.25.6	2021-12-24	5	13		10.69.2.4	2022.20.19	2022-10-31	26	26	
10.8.1	2021.44.30.5	2022-01-08	15	15		10.69.3	2022.36.15	2022-11-02	2		Youtubers only
10.9	2021.44.30.10	2022-01-17	9	9	Only 30% get this	10.69.3.1	2022.36.20	2022-11-19	17	19	Safety Score not needed
10.10	2021.44.30.15	2022-02-03	17		Only some get this	10.69.3.2	2022.40.4.5	2022-12-05	16		
10.10.1	2021.44.30.20	2022-02-15	12			10.69.3.3	2022.40.4.10	2022-12-15	26		
10.10.2	2021.44.30.21	2022-02-18	3	32		10.69.25	2022.44.25.5	2022-12-19	4	30	Holiday Release
						10.69.25.1	2022.44.30.5	2022-12-23	4		

자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

CES with or without Tesla

2023 CES
모빌리티

2023년 CES, Non-Tesla의 진전 확인

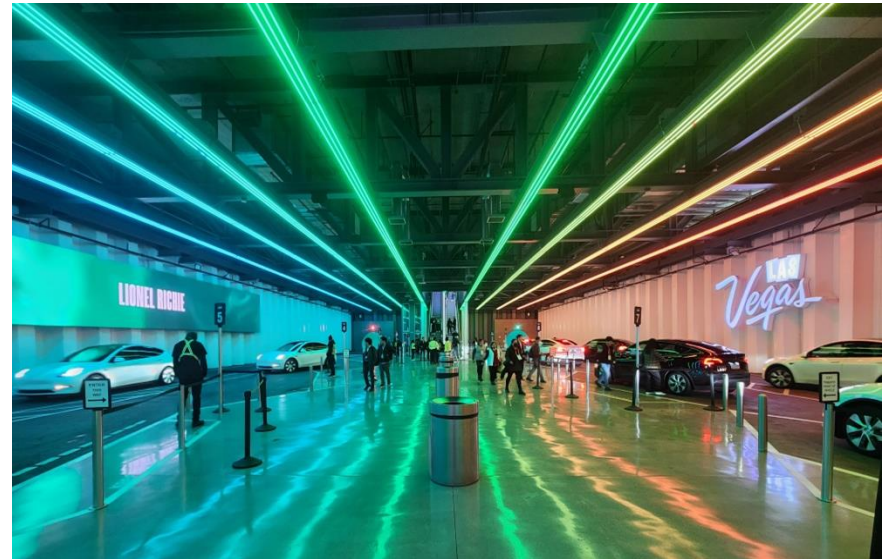
- 독자적 기술 생태계를 구축해 SDV 비즈니스 모델을 실현 중인 Tesla, 다양한 가치 사슬의 기술 기업들이 한 곳에 모여 연합 전선을 구축하는 장소인 CES 불참
- CES는 Non-Tesla 연합의 기술 진전을 확인하는 장소
- 다만 Non-Tesla 연합 구축을 위해 참가자들이 이용해야 하는 이동 수단이 Tesla인 점은 아이러니. Boring Company는 Tesla 차량 약 70대를 운영하며 CES 내 Hall 간 이동을 지원 중

Boring Company LVCC West Station



자료: 메리츠증권 리서치센터

Boring Company LVCC Central Station



자료: 메리츠증권 리서치센터

과거 CES, 기존 완성차 업체들이 주도하는 공격적 SDV 전략 발표에 주목

2023 CES
모빌리티

2023년 CES,
Non-Tesla의 진전 확인

- CES에서 SDV 개발이 주목 받기 시작한 것은 2012년 이후
- 2010년대 SDV 개발은 주로 기존 완성차 업체들이 주도하는 모습으로 인지

2018년 e-Palette 발표로 주목 받았던 Toyota



자료: Toyota, 메리츠증권 리서치센터

2015년 자율주행 컨셉트 F 015를 발표했던 Mercedes-Benz



자료: Mercedes-Benz, 메리츠증권 리서치센터

2023년 CES, 실질적 진전 부재 장기화로 완성차 업계의 목소리 작아진 모습

2023 CES
모빌리티

2023년 CES, Non-Tesla의 진전 확인

- 그러나 기존 완성차 업체가 발표했던 대부분의 전략, 장기 간에 걸친 실질적 진전 부재로 사실상 폐기
- 3년 만에 정상 개최된 CES에서의 SDV 개발 그 자체에 대한 관심과 참여는 그 어느 때보다 뜨거운 상황이나, 과거와 달리 기존 완성차 업체들의 입장은 매우 소극적으로 전환된 모습
- 실제 전시 공간을 준비한 업체가 세 곳에 불과하며, 전시 내용 또한 SDV와의 관련성 제한적

SDV 개발 전략을 중도 폐기한 기존 자동차 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

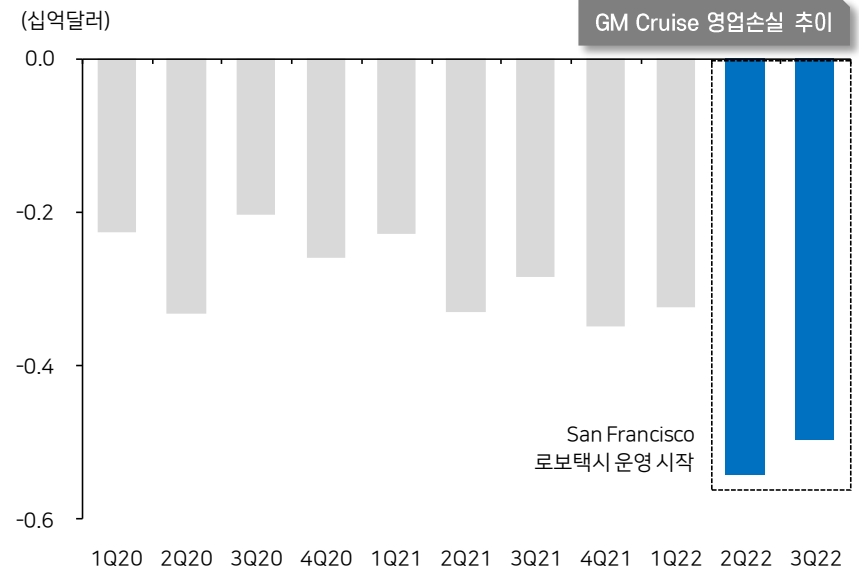
Now, the self-driving unit is no more, and the estimated timeline for robotaxi domination has extended well into this decade. Uber said Monday it would sell off the self-driving unit that was the result of that raid. (Wired, Apr 2020)

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

GM, SDV 개발 과정에서 천문학적 손실 기록 중



자료: GM, 메리츠증권 리서치센터

Mercedes-Benz, 오직 하드웨어 성능 만을 강조한 전시 공개

2023 CES
모빌리티

2023년 CES,
Non-Tesla의 진전 확인

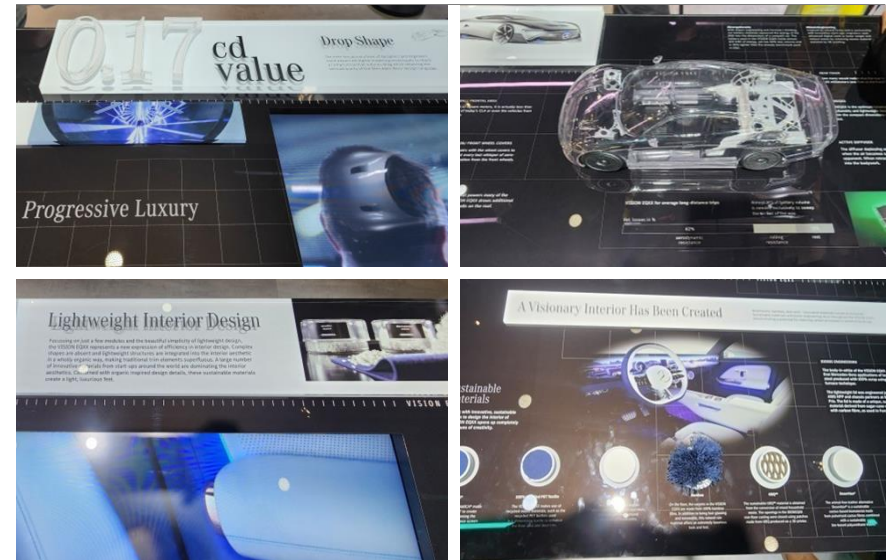
- 과거 가장 화려하고 공격적인 SDV 전략을 공유했던 Mercedes-Benz
- 2023년 CES에서도 전시 공간을 마련했으나, SDV 관련 내용 전무
- 이미 출시된 EQE · EQS와 SDV 기능이 강조되지 않는 컨셉트 EQXX 만을 전시하고 있으며, 공기 저항 계수, 경량화, 친환경 소재 등 하드웨어 부문에 대한 기술 만을 공유
- Mercedes-Benz의 SDV 전략은 사실상 Nvidia에 의존하게 된 상황, 이에 따라 Nvidia와의 합작 결과가 나올 때까지 독자 제시할 SDV 기술 부재한 모습

이미 반년 전에 공개된 컨셉트 EQXX를 그대로 전시



자료: Mercedes-Benz, 메리츠증권 리서치센터

전시 공간은 하드웨어 기능 개선에 대한 설명으로 점철



자료: Mercedes-Benz, 메리츠증권 리서치센터

Stellantis, BEV 모델 여전히 컨셉트 뿐이며 소프트웨어 역량 공유 전무

2023 CES
모빌리티

2023년 CES,
Non-Tesla의 진전 확인

- SDV 개발의 기본이 되는 전기 에너지 공급 시스템 장착 차량 (BEV) 개발에 있어 가장 뒤쳐진 모습
- 2023년 CES에서도 BEV 차량은 컨셉트로만 공개
- 소프트웨어와 관련된 진전, 전시 공간을 통해 공유되는 바 없음
- Amazon과의 Fleet 개발 전략에 대해서도 진전 상황 확인 불가

상용화된 BEV 라인업 제한적인 Stellantis



자료: Stellantis, 메리츠증권 리서치센터

RAM 1500 컨셉트 공개, 출시 시점은 2024년



자료: Stellantis, 메리츠증권 리서치센터

VW, Cariad를 전면에 세웠으나 이미 SDV 개발 계획 취소 · 연기

2023 CES
모빌리티

2023년 CES,
Non-Tesla의 진전 확인

- VW, SDV 개발 전문 자회사로 2020년 설립한 Cariad의 전시 공간 마련
- 설립 이후 2년 간 60억 달러 이상의 비용을 집행했으며 약 5,000명의 직원을 고용한 Cariad, 현재 그룹의 전략적 방향 전환과 함께 존재의 가치에 대한 물음표가 강조되고 있는 상황
- 지난 2022년 9월 VW그룹, 기존 Porsche 대표였던 Oliver Blume를 새로운 그룹의 CEO로 선임, Blume은 취임 이후 SDV 개발 전략의 중심이었던 Trinity Project를 전면 재검토한다고 발표했으며, SDV 개발 관련 Ford와의 공동 투자 법인인 Argo를 해산
- 그룹 SDV 전략이 백지화되는 모습. 이 같은 상황에서 Cariad를 앞세운 CES 전시 공간 확보는 이례적

전략적 방향성에 있어 물음표가 생긴 Cariad



자료: VW, 메리츠증권 리서치센터

함께 전시된 ID.Buzz는 이미 공개된 차량



자료: VW, 메리츠증권 리서치센터

기존 업체와 신생 업체 간 BEV 하드웨어 경쟁력 차이, ICE 대비 매우 제한적

2023 CES
모빌리티

신생 업체의 범람

- 기존 자동차 업체들의 SDV 개발 성과가 지연되고 있는 가운데 새로운 업체의 부상 거센 상황
- SDV는 기본적으로 전기 에너지 공급이 원활한 BEV에 기반해 개발
- 기존 자동차 업체들과 새로운 업체들 간의 BEV 하드웨어 개발 역량 격차가 ICE 대비 상대적으로 제한적
- BEV 전용 플랫폼 도입은 2023년 이후 거의 모든 브랜드에서 기본이 될 것이며, 전용 플랫폼 내에 장착될 배터리 셀 또한 공급 업체와 성능이 대동소이
- 파워트레인 효율성 강화, 경량화, 열관리 고도화 등 높은 난이도의 기술 개발 현황도 큰 차이 부재

2023년 CES, Vinfast 전시 공간



자료: Vinfast, 메리츠증권 리서치센터

2023년 CES, Sony 전시 공간



자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

기존 업체와 신생 업체 간 소프트웨어 기술 격차, 사실상 부재한 모습

2023 CES
모빌리티

- 소프트웨어 개발 역량에 있어서는 기존 업체와 신생 업체 간 격차가 더욱 줄어드는 모습
- 이는 대부분 업체가 시행착오를 겪어가며 새로운 발전 전략을 지속 재정립하는 개발 초기 단계에 속하며, 핵심 기술 외부 의존도가 높기 때문

주요 업체들의 SDV 비즈니스 모델 개발 현황 및 계획

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

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

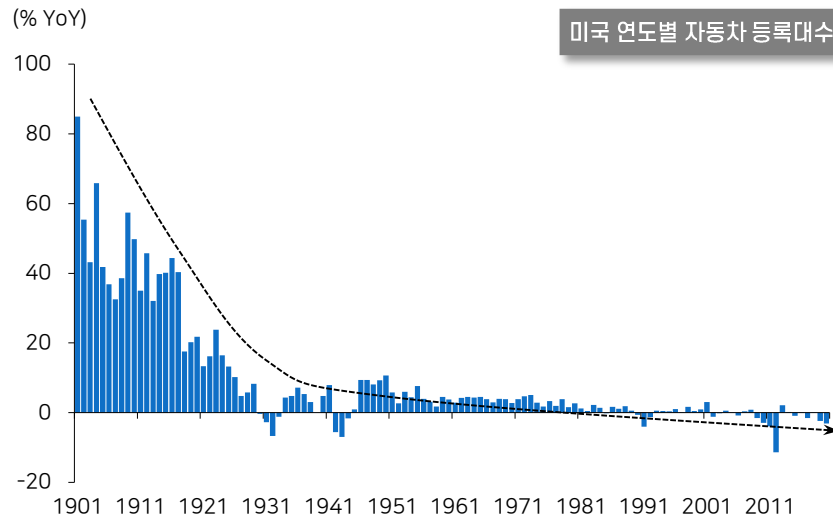
기존 업체의 기술적 해자가 깊지 않은 SDV 시장, 신생 업체들의 도전 급증

2023 CES
모빌리티

신생 업체의 범람

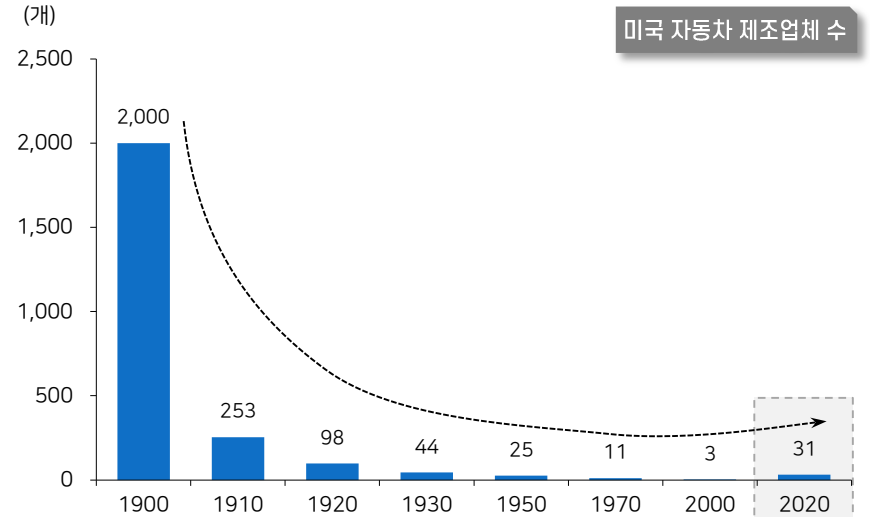
- Non-Tesla 진영에 있어, BEV 하드웨어와 주행 역량 소프트웨어 개발에 대한 기존 업체의 해자 깊지 않음
- 압도적 선도 업체 부재한 가운데 SDV 비즈니스 모델을 통해 기대되는 새로운 시장의 경제성 매우 매력적
- 1900년 이후 지속적으로 줄어들어 왔던 자동차 업체 수가 SDV와 함께 폭발적으로 증가하기 시작

성숙 산업이 되어 버린 기존 자동차 산업



자료: US Department of Transportation, FHWA, 메리츠증권 리서치센터

낮은 성장 속 지속 감소해왔던 브랜드 수, SDV 시장 부상과 함께 증가세로 전환



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

HDV에서 SDV로 바뀐 자동차, 백 년 만의 브랜드 수 증가세 전환

2023 CES
모빌리티



자료: 각 사, 언론, 메리츠증권 리서치센터

CES를 가득 메운 주체, 늘어나는 SDV 도전자들의 기술 진전 도출 다종 산업 연합군

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축

- SDV 개발 업체들은 비즈니스 모델 조기 구현을 위해 다양한 가치 사슬 내 업체들과의 연합 구축 확대 중
- SDV 시장 확대에 따른 동반 성장을 추구하거나 아직 정해지지 않은 시장 내 기술 주도권을 확보하고자, 수 없이 많은 다종 산업의 업체들이 CES에 참여하고 있음

SDV 개발 업체들을 지원할 다종 기술 기업들로 빼곡하게 채워진 CES West Hall



자료: CES, 메리츠증권 리서치센터

샤시·바디·파워트레인 등을 공급할 부품 업체들

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축,
부품 업체

- BEV 시장을 위한 특화 부품과 완전 자율 주행 환경에서의 편의성 증대를 위한 개별 부품 수요 증가 중
- Bosch · Magna 같은 업체들은 SDV 하드웨어 구축을 위한 종합 부품 패키지 제공이 가능하며, 신생 업체들과 설계 단계부터 공동 개발을 추진해 동반 성장을 목표하고 있음

SDV 시장의 부상과 함께 새로운 성장 동력을 확보해가고 있는 부품 업체들



참고: Bosch, Magna, Mubea, BOE, HCMF, Gentex, AGC, Gauzy
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

SDV의 세상을 읽는 눈이 되어줄 센싱 하드웨어 · 소프트웨어 업체들

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축,
센서 업체

- SDV 개발 속도 지연에 한 몫을 한 영역, 바로 LiDAR
- Automotive-grade LiDAR 대량 생산 문제가 중국 업체 중심으로 일부 해소되며, Geo-fencing 개발 방식을 취하는 업체들에게 적어도 조달의 문제는 점진적으로 해소될 수 있을 전망
- 대표적으로 Nio에게 LiDAR를 독점 공급하며 대량 양산에 성공한 Innovusion과 대량 양산은 아직이나 중국 내 로봇택시 사업 확대 중인 Baidu의 LiDAR 공급 업체 Zvision 등에 주목

SDV의 인지 및 판단 역량 강화를 위한 센싱 하드웨어와 소프트웨어 개발 업체들



참고: Zvision, Innovusion, Owl, Foresight, Ouster, Vansee, Innoviz, Opsys
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

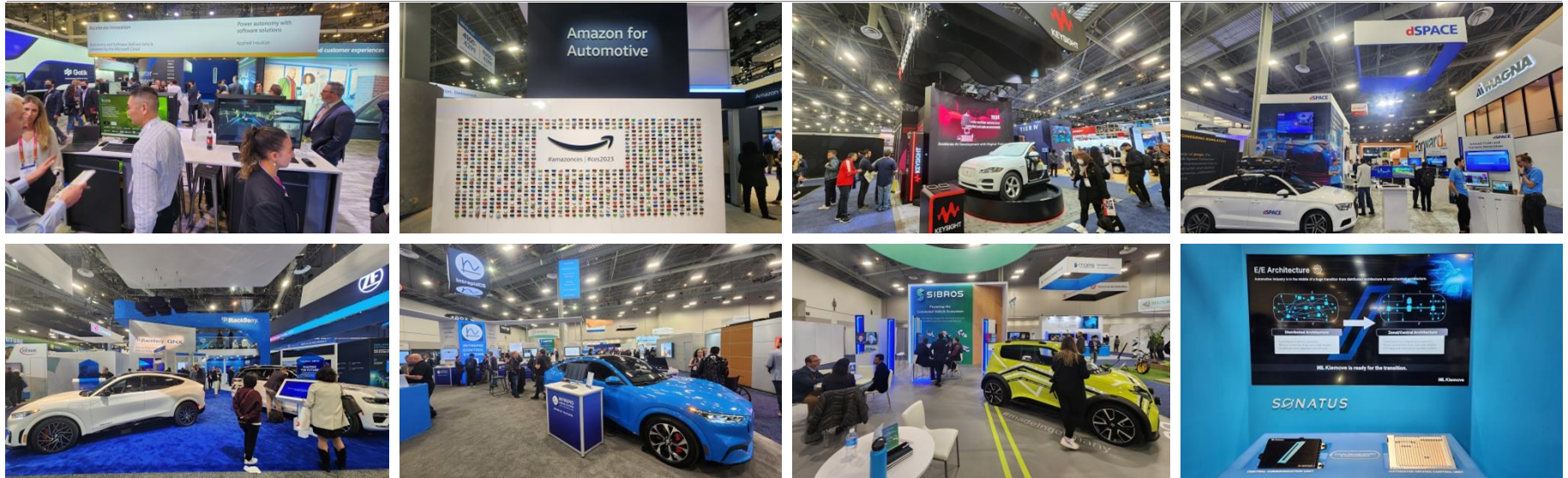
SDV를 위한 프로그램 개발 이끌 데이터 관리 · 시험 · 훈련 · 운영 업체들

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축,
데이터 업체

- SDV 개발을 위해서는 주행 데이터에 대한 효과적인 관리와 훈련을 통한 역량 강화 필요
- Microsoft는 Azure, Amazon은 AWS에 기반한 주행 데이터 관리 및 훈련 서비스 제공 중, SDV 시장의 성장과 동행해 자신들의 데이터 센터 비즈니스에 대한 추가 성장 동력 확보를 목표
- Keysight, dSpace, Sibros 등은 SDV 개발 업체들의 비용 절감이 가능한 주행 및 차량 관리 시뮬레이션을 제공하며 새로운 성장의 물꼬를 마련해가고 있는 모습

데이터의 관리와 주행 역량 강화, 비용 절감 시뮬레이션을 제공하는 업체들의 부상



참고: Microsoft, Amazon, Keysight, dSpace, Blackberry, IntrepidCS, Sibros, Sonatus
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

SDV 구현 프로그램을 가동시킬 칩 메이커들

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축, 칩 메이커

- SDV 차량 내 프로그램 역량 강화 위해서는 추론 및 훈련 칩의 성능 개선과 상호 간 융합 발전 필요
- 현재 해당 시장을 선도하고 있는 업체는 300개 이상의 SDV 개발 업체와 계약을 확보한 Nvidia. Nvidia는 2023년 3월 출시한 AGX Orin에 기반해 개별 브랜드들의 SDV 역량 강화 이끌고 있음
- Nvidia에 이어 Qualcomm 또한 Snap Dragon Ride의 2023년 하반기 출시를 앞두고, 기존 및 신규 SDV 개발 업체들과의 계약을 확장 중
- Mobileye는 ADAS 시장에 대한 강점을 보유한 상황, 고성능 칩 양산 시점은 2026년 이후

Snap Dragon Ride 출시를 앞두고 CES 내 대규모 상담 공간 꾸린 Qualcomm



자료: Qualcomm, 메리츠증권 리서치센터

ADAS 시장의 호흡이 조금 더 길게 갈 것이라고 보고 있는 Mobileye



자료: Mobileye, 메리츠증권 리서치센터

컴퓨팅 플랫폼 구동을 위한 전기 에너지 공급 솔루션 업체들

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 구축,
에너지 업체

- SDV 내 컴퓨팅 플랫폼 구동 위해서는 전기 에너지 공급 필수적
- SDV 개발 성공과 보급 확대는 신규 전기 에너지 수요를 급격히 상승시킬 것, 이에 대응하기 위한 에너지 공급 인프라 확보 필요성 증가
- 효율적인 충전 시설의 확장, 가상 전력 거래소 상용화, 에너지 저장 장치 보급 확대, 신 재생 발전 용량 증대 등의 융합 개발이 SDV 시장 확대와 동행할 전망

에너지 솔루션 없이는 SDV 비즈니스 모델의 확장 불가능, 에너지 발전, 저장, 거래, 공급의 유기적 개발 필요



참고: SK이노베이션, Panasonic, Lotte Data Communication, Blink, Linkwell, Rohmbus, Autel, Tellus
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

이들이 융합된 SDV의 최종 모습, 비즈니스 모델 주도권에 대한 우려 야기

2023 CES
모빌리티

기술 연합 전선 내 주도권 경쟁에 주목

- 다양한 기술의 융합 발전이 지속되며, SDV 기술 개발과 비즈니스 모델 발현은 결국 시간 문제일 뿐
- CES에서 제시되고 있는 SDV의 최종 모습은 대부분 유사하게 전망되고 있음
- 운전자 개입이 필요 없는 차량에서 중요해지는 것은 공간 극대화, 차량 디자인은 대부분 박스형으로 진화
- 다양한 브랜드의 SDV가 유사한 디자인을 보인다면, 비즈니스 모델 주도권은 데이터 관리 또는 컴퓨팅 플랫폼에의 차별화된 기술 역량 보유 업체에게 돌아갈 것

기존 자동차 업체들의 시가총액을 넘어섰거나 위협 중인 새로운 도전자들



주: Holon, ItalDesign, 현대모비스, ZF, Applied EV, Cenntro Auto, Zoox, Toyota Boshoku
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기존 완성차 업종, 스마트폰 시대 답습하지 않기 위한 발 빠른 기술 선도 필요

2023 CES
모빌리티

스마트폰 시대의 교훈

- 기존 자동차 업체는 이 같은 변화에서 생존 및 성장하기 위한 차별화된 대응 전략이 요구됨
- 과거 스마트폰 시장에서 대부분 제조 업체가 어려움을 겪은 이유는, 각기 다른 제조 브랜드들이 동일한 운영체제와 어플리케이션 프로세서에 의지했으며 더 나아가 디자인에서의 차별화 요인도 부재했기 때문
- SDV 시장에서 비즈니스 모델 주도권을 보유하기 위해서는, 핵심 기술에 대한 독자적 비교우위를 확보 필요

시장의 성격 변화가 이루어지는 시기에 생존과 성장을 만들기 위해서는, 핵심 기술에 대한 독자적인 비교우위 확보가 필요



자료: 메리츠증권 리서치센터



반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Part II. IT

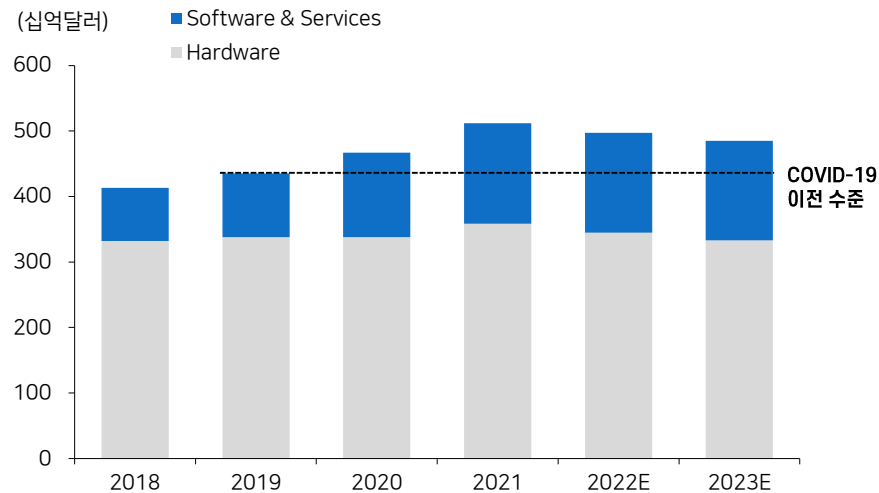
2023 CES: ‘선택과 집중’ 속 융합 진보
수익성 하강기에서의 생존 모색

2023 전망 – 경기 위축에서 IT 전방 소비는 얼마나 둔화될까?

2023 CES
IT

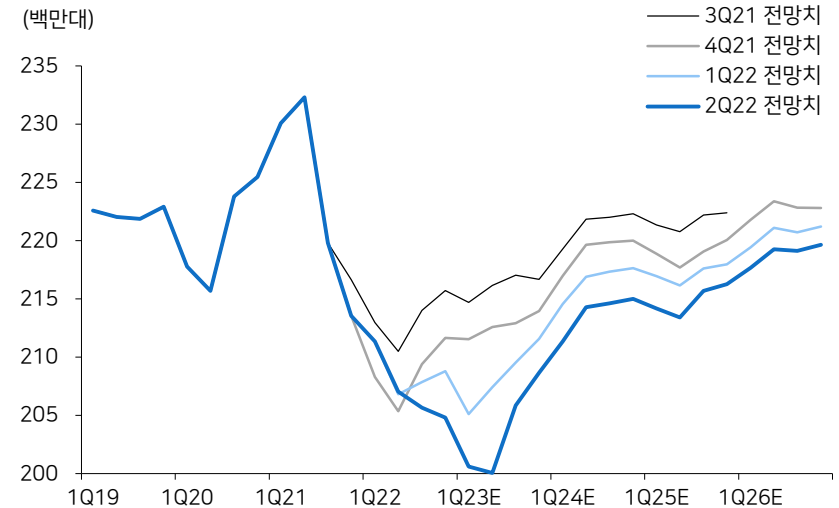
- COVID-19가 불러온 미국 소비가전의 역설적 성장은 2021년으로 종료
- 2022년 IT 전방시장은 무력 분쟁, 코로나 재확산과 봉쇄 정책, 거시 경제 변화에 기반해 연중 내내 하향조정
- 미국 소비가전 시장은 2021년 5,120억달러를 기록한 이후 2022년 4,970억달러로 역성장
- 2023년에도 시장 축소는 재차 진행될 전망으로, 이미 IT 산업군 내에서는 소비 위축에 따른 수요 둔화를 모두가 인지하고 있는 상황

2023년 역성장을 마주한 미국 소비가전 시장



자료: CTA Research, 메리츠증권 리서치센터

TV로 대표되는 소비가전 시장의 끝없는 하향조정은 진행 중



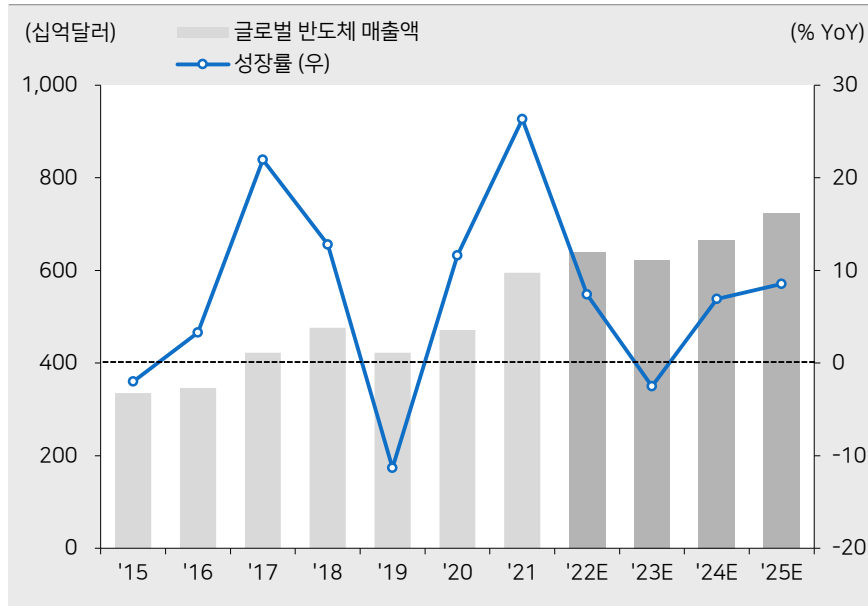
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

CES 2023 – 소비 위축에서 애타게 찾는 신성장 동력

2023 CES
IT

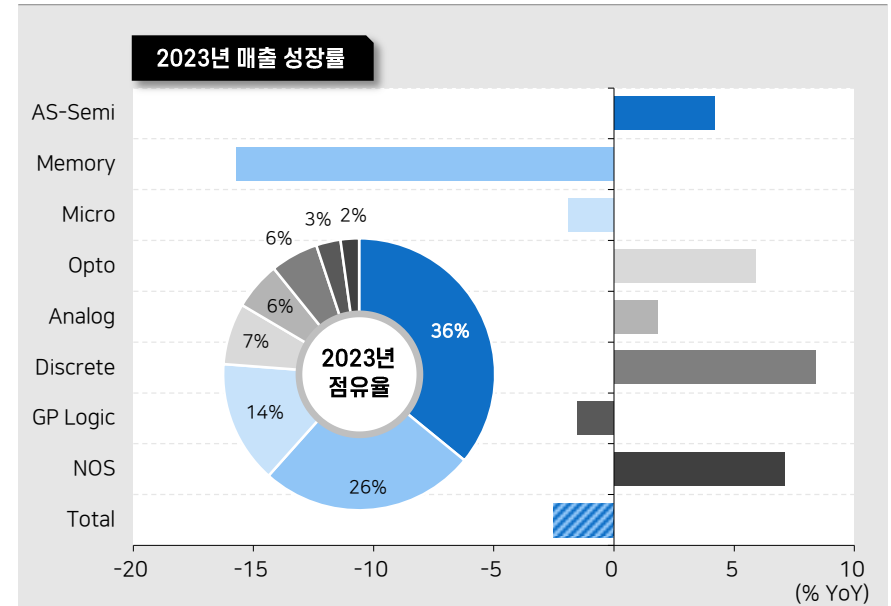
- 전방시장 뿐 아니라 반도체 역시 2023년 역성장이 불가피할 전망
- 특히 메모리 반도체의 전체 시장 내 비중이 증가하며 글로벌 반도체 시장 역시 등락폭이 확대
- 반도체를 비롯해 부품사들은 전방시장의 성장 여력을 찾기 위해 고군분투

글로벌 반도체 매출액은 2023년 역성장을 기록할 전망



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

2023년 반도체 종류별 매출 성장률 Breakdown



주: AS-Semi = Application-Specific Semiconductor ; NOS = Nonoptical Sensor
자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

CES 2023 – 돌아온 인파, 뜨거운 관심 vs 프라이빗 부스로 옮겨간 전시품들

2023 CES
IT

- 최근 2~3년 간 음성인식, AI, 5G, 플렉서블 디스플레이, 로봇 등 차세대 기술의 구체화가 행사를 통해 입증되어온 상황
- 팬데믹 이후 본격적으로 재개된 CES에서 업체들의 전략은 핵심기술의 제한적인 공개를 추구하는 방향
- 공개 전시회장에서는 기발표된 제품 위주로 전시하며, 신제품은 고객사와 언론 위주로 발표하는 전략적 희소성을 추구
- 이는 2023년 수요 둔화 속 신제품에 대한 진부함을 차단하려는 의도로 해석

CES 2023 - 오프라인 행사에 다시 몰린 인파들 (AMD 키노트 스피치)



자료: AMD, 메리츠증권 리서치센터

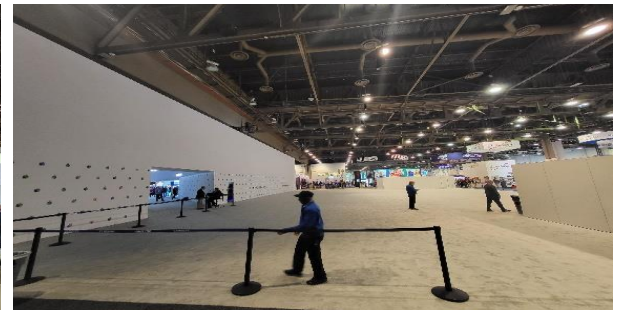
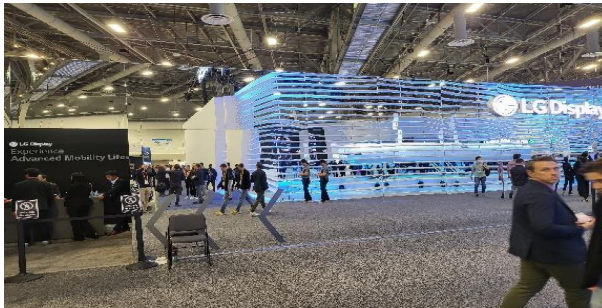
독립 전시장 (Private Booth) 비중을 늘린 삼성전자



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

CES 2023 – 돌아온 인파, 뜨거운 관심 vs 프라이빗 부스로 옮겨간 전시품들

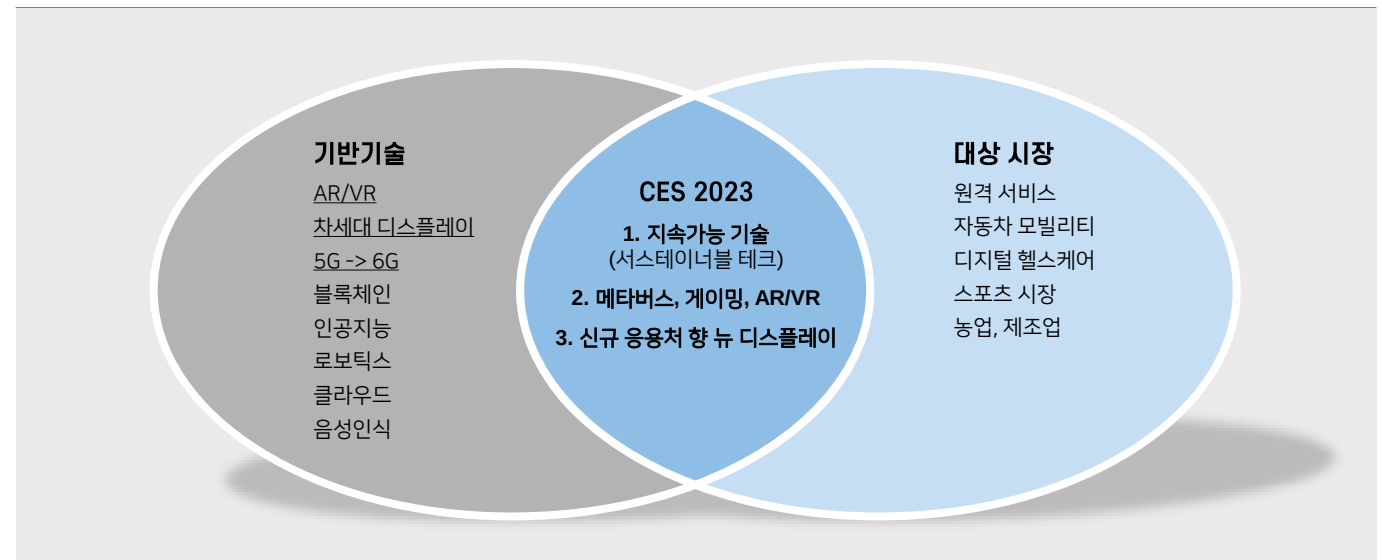
2023 CES
IT



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

- 큰 그림에서 금번 CES를 통해 보여진 기술 발전은 ‘선택적 융합 진보’로 요약될 수 있음
- 과거 CES와 달리 금번에는 즉각적 적용 가능 기술과 매출 발생 가능 제품군에서의 기술 진보가 눈에 띄
- 이는 1) 지속가능 기술 (서스테이너블 테크), 2) 메타버스, 게이밍, AR/VR, 3) 신규 응용처 향 뉴 디스플레이로 요약될 수 있음

기업들은 다양한 기반기술을 바탕으로 소비 시장 공략에 박차를 가하는 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

(1/3) 지속가능 기술 - 환경, 미래, 사회를 생각하는 기술

2023 CES
IT

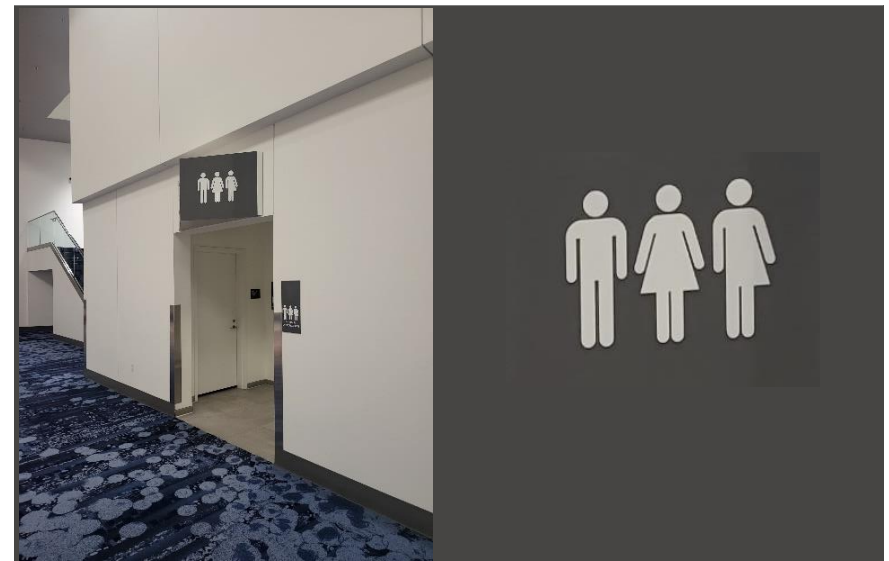
- 사회와 시대의 변화를 따르는 모습은 기술의 변모에서만 아니라 CES 행사의 변화에서도 크게 체감
- 업체들의 친환경 정책과 시민/환경 단체와의 협력이 눈에 띈
- 전시회장의 구성 역시 지속 가능 기술을 강조하는 모습이 다양하게 관찰됨

환경과 지속 가능 기술을 추구하는 업체들의 변화가 두드러짐



자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

사회의 요구에 따른 CES의 변화는 다양한 곳에서 발견



자료: 메리츠증권 리서치센터

(1/3) 지속가능 기술 - 미래와 환경을 쫓다가 수익성을 놓치면?

2023 CES
IT

- 스마트홈이라는 주제는 편리성 뿐 아니라 에너지 활용에 더욱 집중하는 모습으로 변모
- 친환경 에너지원 활용과 효율적 재분배 기술이 다수 등장
- 삼성전자 및 파나소닉 등 주요 아시아 IT 기업들의 해당 영역 강조가 눈에 띈다

태양광 패널과 스마트홈 연동을 통해...



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

에너지의 효율적 활용을 추구



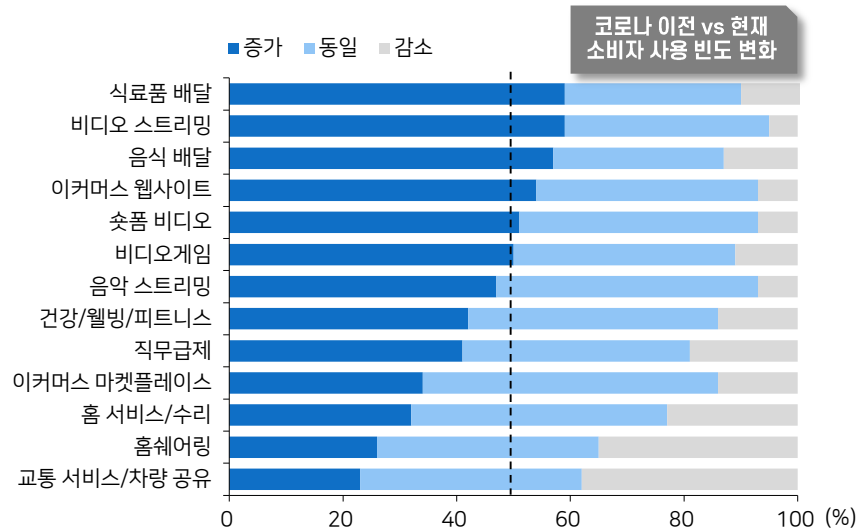
자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

(2/3) 메타버스, 게이밍, AR/VR – 소비자들의 성향 변화에 주목

2023 CES
IT

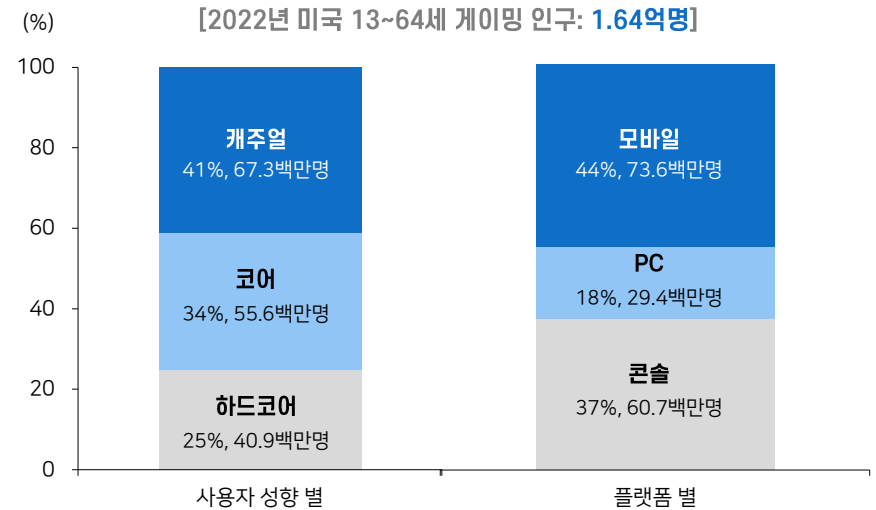
- 팬데믹 이후 소비자들의 인식 변화는 테크 산업에도 큰 변화를 불러 일으킴
- 소비자들은 배달 서비스, 비디오 스트리밍 및 숏폼 영상, 비디오 게임과 온라인 쇼핑에 전향적으로 변모
- 이와 관련한 테크 업체들의 기술 집중이 발생하는 중
- 특히 게이밍이 대중화되며 해당 차별화된 기술이 해당 영역에 집중되고 있음

팬데믹 이후 변모된 소비자 성향



자료: CTA, 메리츠증권 리서치센터

게이밍 인구의 팽창과 성장



자료: CTA, 메리츠증권 리서치센터

(2/3) 게이밍 가전 – 차별화된 시장과 수익성

- 게이밍 제품군은 대부분 업체들의 전시장 내에서 상당히 넓은 면적을 차지
- 삼성전자 및 LG전자 등은 차별화된 몰입감을 선사하는 대면적 모니터를 공개
- 미니 LED와 OLED 등 신기술이 적용된 신제품들이 대거 출품
- Microsoft 등 게임업체들도 이에 집중하는 전시관을 구성

고성능 모니터 및 게이밍 특화 제품



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

Microsoft – Xbox 클라우드 게이밍



자료: Microsoft, 메리츠증권 리서치센터

(2/3) VR 확산의 포문을 연 Sony

2023 CES
IT

- 오클러스의 상대적 부진 속 Sony의 PSVR2 (Play Station VR2)는 CES 참석자들의 큰 관심사로 부각
- 온라인 선착순 모집 후 Sony 부스에서 체험하려는 인원이 너무 많아 등록이 불가능할 정도
- 해당 제품은 3월 출시되며 체험 부스 흥행으로 미루어 볼 때 출시 후 돌풍이 예상됨

Sony의 PlayStation VR 2 - 23년 3월 출시 예정



자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

Sony의 PlayStation VR 2 - 체험 인파가 넘쳐 예약 불가 수준



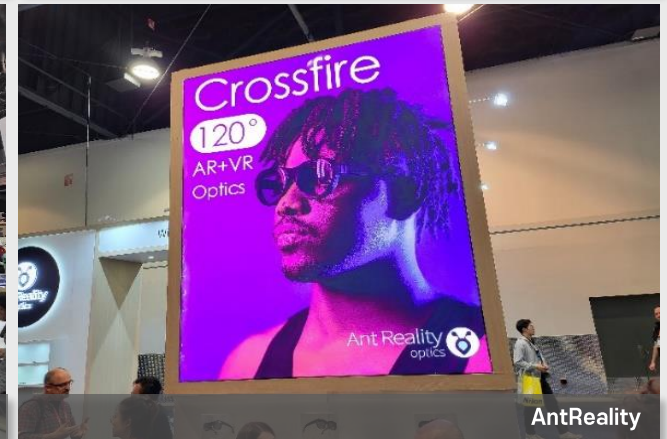
자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

(2/3) AR/VR에 집중된 전시업체들

2023 CES
IT

AR/VR의 확산

- Meravvu의 공업용 AR
- PC 주변기기 Razer AR
- 메타버스 체험
- 스마트 글래스



자료: Meravvu, Razer, 롯데정보통신, AntReality, 메리츠증권 리서치센터

(2/3) VR 기능 확장의 신기술들 - 촉각과 후각의 가미

2023 CES
IT

- HaptX의 VR용 글러브는 촉각을 가미해주는 제품. 아울러 손을 뻗거나 이동을 제한하며 벽이나 사물을 만지는 차별화된 경험을 선사
- OVR의 후각 패드는 VR과 함께 사용하며 입력값에 맞춰 다양한 냄새를 제공해줌
- 인간의 기억과 감정의 70%가 후각에서 발생한다는 사실에 착안한 제품

HaptX - VR 경험 중 촉각을 가미



자료: HaptX

OVR 후각 패드 - 시향키트로 상황에 맞는 후각 경험 제공



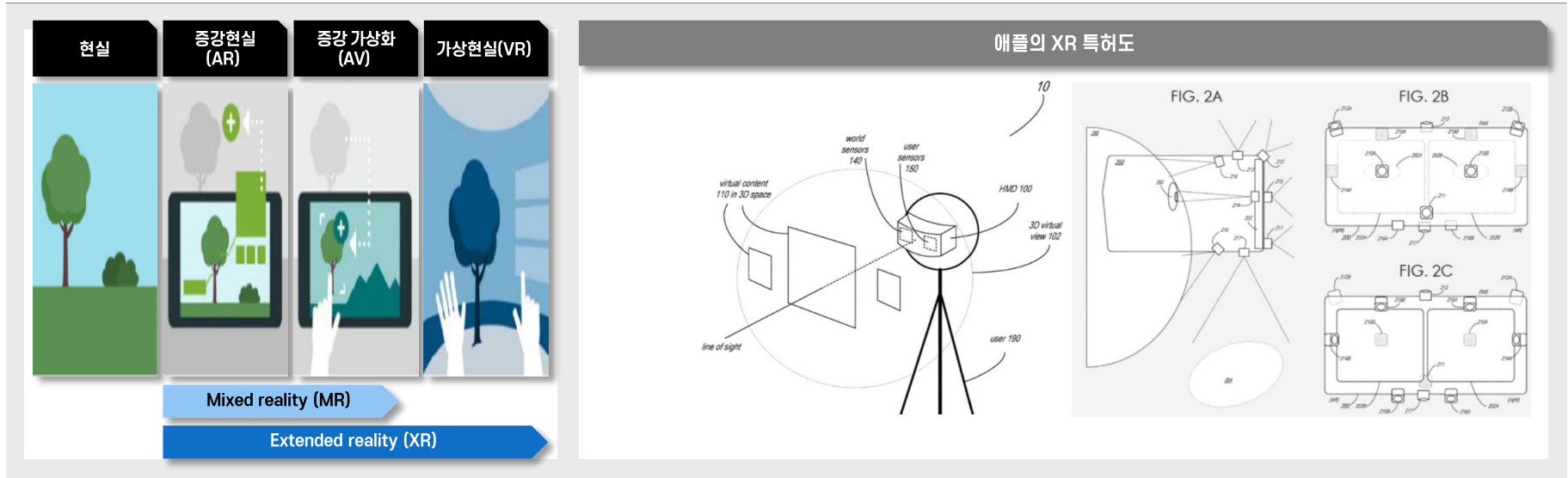
자료: OVR

(2/3) 2Q23, Apple XR 기기의 등장 예상

2023 CES
IT

- 디스플레이는 지난 10년 동안 원거리에서 근거리로 접근하며 기술 진보를 보여주는 중
- 이를 위해 1) 고해상도, 2) 저전력화 등의 기술 개선이 발생 중이나 여전히 대중에게 편안히 수용되는 수준까지는 도달하지 못한 상황. 이는 기술적 문제 (스크린도어 현상, 어지럼증 등)도 있으나 소프트웨어 등 차별화 요인이 부족하기 때문
- 현재 모바일 세트 선도 기업인 애플의 XR 기기 생산 움직임이 포착되고 있음. 애플 생태계의 한 단계 진보 방향이 설정된 상황에서 산업의 전반적 성장이 임박
- 시장 내 루머는 많으나 Apple XR은 2Q23 공개가 여전히 유력

애플은 기존의 VR 기기와 어떤 차별점을 보여줄까?



자료: USPTO, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) 신규 응용처에서의 뉴 디스플레이

2023 CES
IT

- 정보 전달의 최종 기능을 수행하는 디스플레이의 발전은 지속되는 중
- 이는 1) 모빌리티 (차량) 내 점차 넓은 면적을 차지하는 디스플레이 제공 또는 2) 모바일 영역 내 제한된 공간 내에서 더 넓은 디스플레이 면적을 제공하기 위한 폴더블로의 여정은 진행되고 있음

Google – Android Auto 개발 가속화



자료: Google

Nvidia GeForce Now 차량용

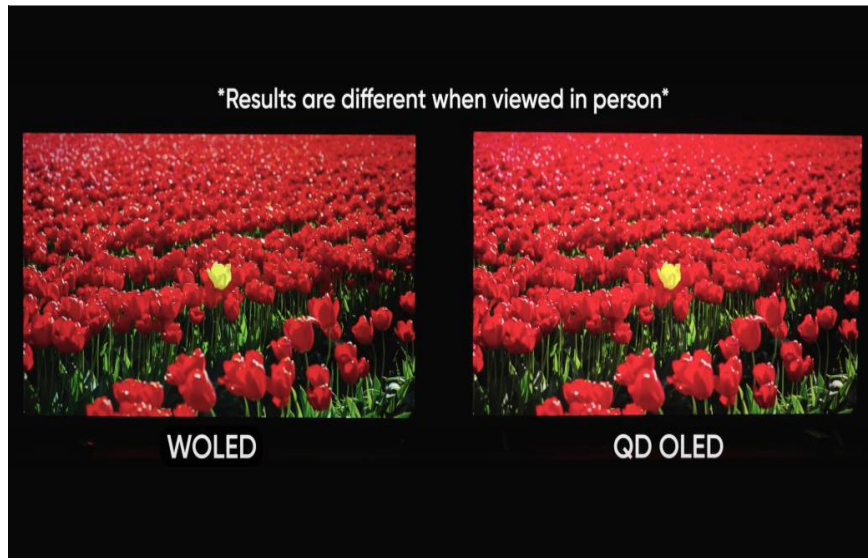


자료: Nvidia

(3/3) 삼성전자 QD? OLED? 칼을 빼들다

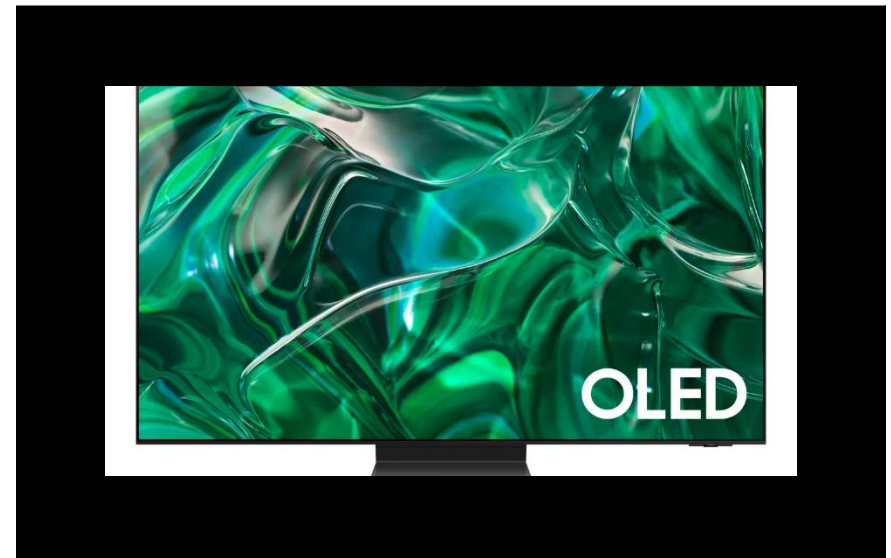
- 금번 CES 기간을 통해 삼성전자의 QD-OLED가 본격적인 출시를 앞두고 있음을 확인
- 다만 삼성전자는 QD-OLED 또는 QD Display라는 명칭 대신 ‘OLED’ TV로 제품명을 붙임
- 그간 삼성이 QD를 통한 차별화를 시도했던 것을 감안 시 이는 다소 의외인 상황

QD-OLED는 기존 WOLED 대비 R, G 색상 구현을 위해 QD를 활용했으나...



자료: 삼성전자

...삼성전자 2Q23 출시 예정 S95C – 네이밍에서 QD를 삭제



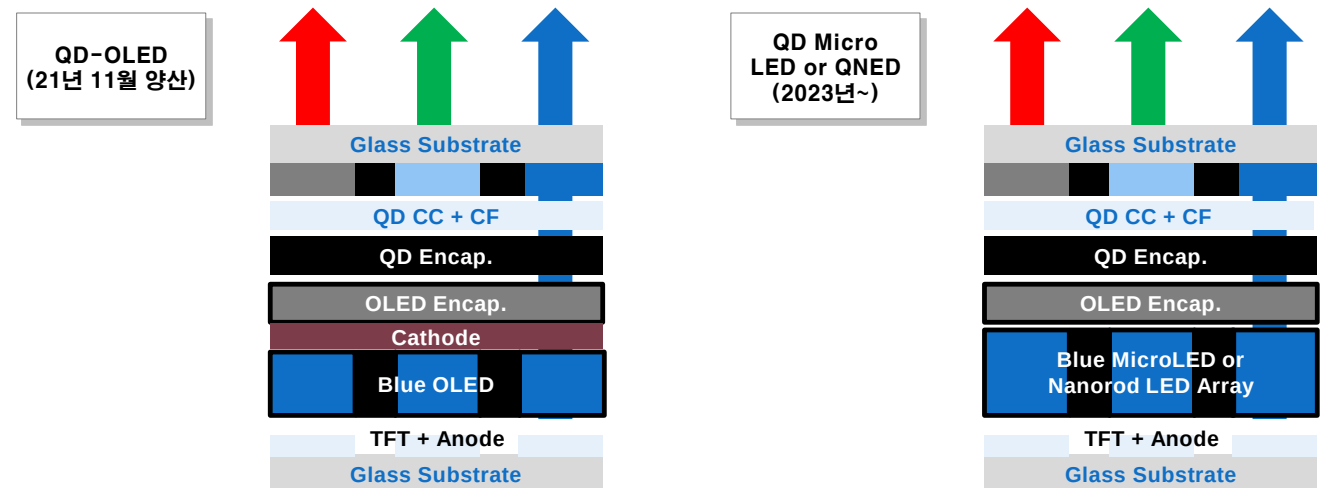
자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) QD-OLED, 삼성전자가 장기적으로 그리는 그림은?

2023 CES
IT

- QD의 장점인 R, G 색상 발현과 휘도에서 기존 WOLED 대비 강점을 가짐
- 실제로 제품 영상에서도 이와 관련해 적색, 녹색, 황색에서 차별화된 모습을 보여줌
- 삼성디스플레이는 제한적 생산 능력을 보유. 어차피 삼성전자 TV 중 많은 물량을 책임질 수는 없는 상황 (이론적으로 연간 최대 100만대)
- 장기적으로는 QNED 기반의 프리미엄 TV 개척이 가능하겠지만, 그 전에는 마이크로 LED 등 다른 기술에 의존하려는 전략으로 보임

삼성 대형 디스플레이 기술은 QD-OLED에서 미니LED와 마이크로LED로 전개 후 장기적으로 QNED로 진화할 전망



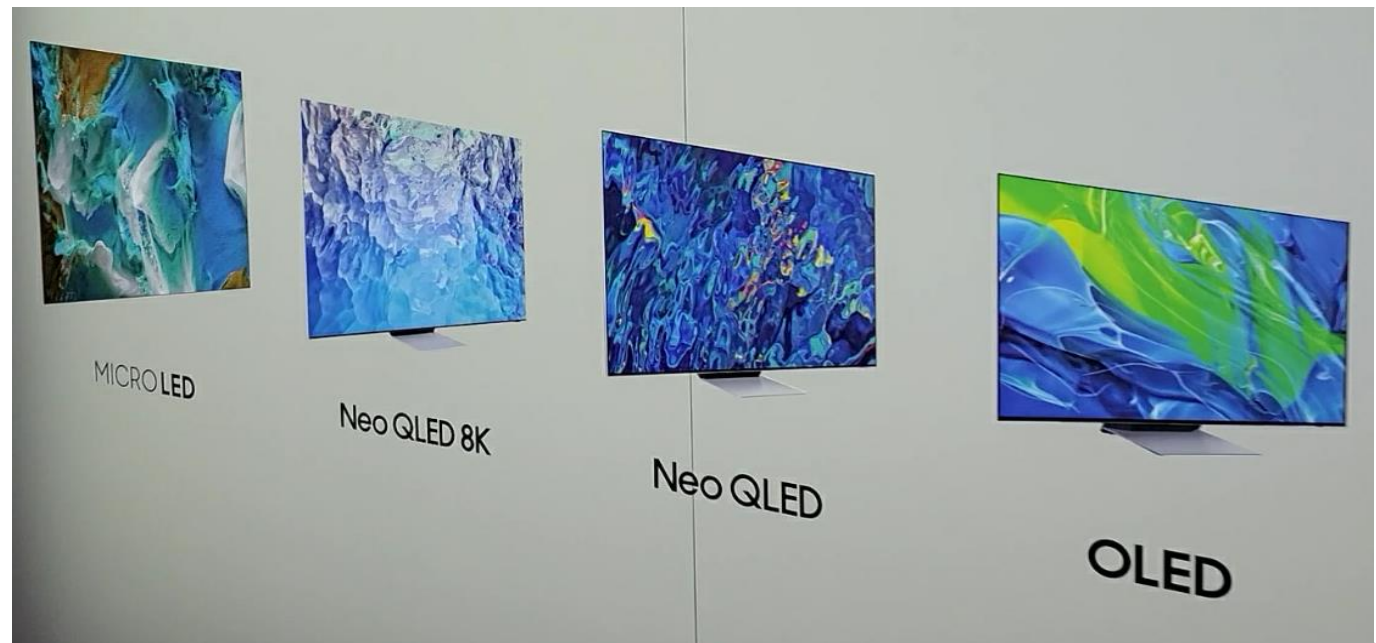
자료: 메리츠증권 리서치센터

(3/3) 삼성전자 TV 라인업 재정립 - 마케팅 푸시 인식 변화가 가능할까?

2023 CES
IT

- 삼성전자의 TV 라인업은 LG전자의 프리미엄 제품인 OLED TV를 공략하려는 전략적 전술로 해석됨
- 삼성은 최 상단에 마이크로 LED를 구성하고, 매스 하이엔드로서 Neo QLED 라인업을 고급화
- 생산이 제한되는 QD-OLED는 OLED TV로 명명 후 시장에 경쟁사의 하이엔드 제품과의 혼선을 주려는 전략일 수 있음

삼성전자는 마이크로 LED > Neo QLED 8K > Neo QLED > OLED 의 계층화를 시도. 삼성디스플레이의 'QD'는?



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) LG전자 OLED 다변화. 경쟁사 침투에는 모호한 환영 예상

2023 CES
IT

- LG전자는 OLED TV 제품력 강화를 가속화하는 중
- 롤러블 등 폼팩터 변화를 모색하던 LG전자는 OLED M (무선 OLED TV)와 OLED T (투명 OLED TV)를 공개
- 차별화된 기술 진보를 보여주고는 있으나, 전방 시장 둔화에 대한 우려는 상존

LG전자의 OLED M (무선 TV)



자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

LG전자의 OLED T (투명 TV)



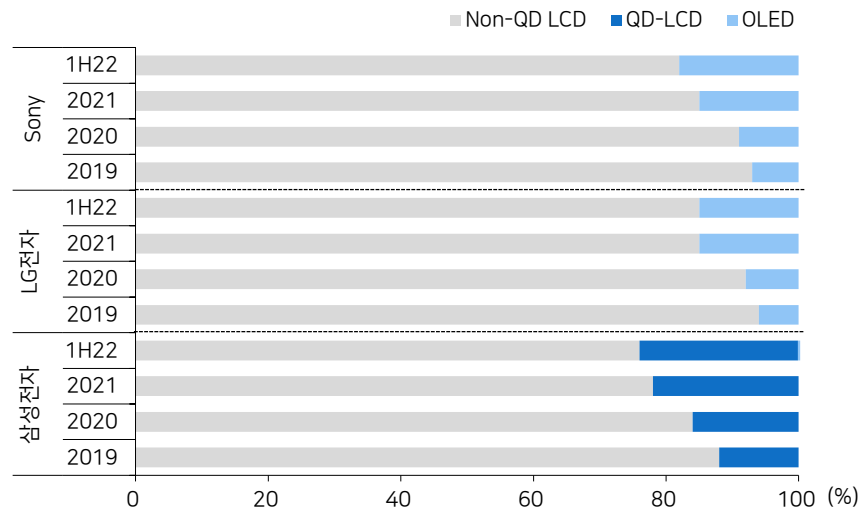
자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) 문제는 프리미엄 TV 수익성이 빠르게 축소

2023 CES
IT

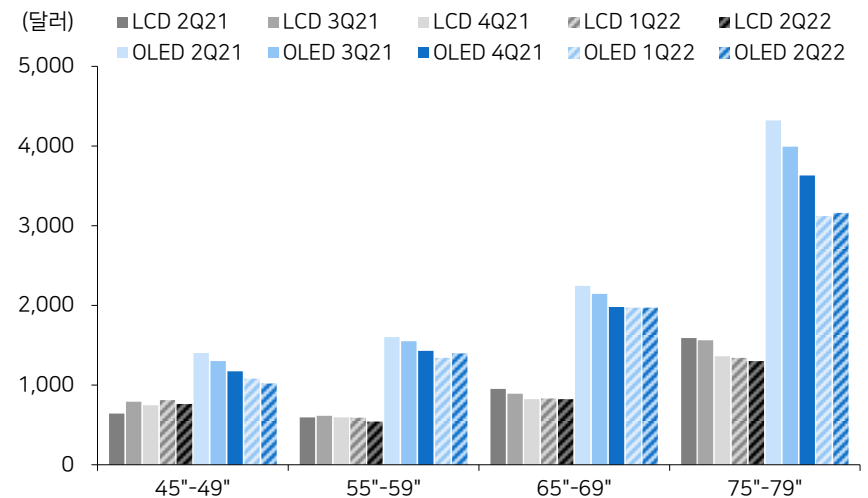
- 삼성전자, LG전자와 소니 등 TV 선두업체들의 프리미엄 비중은 지속 확대 중
- 특히 2022년부터 LCD 패널가가 하락하며, 하이엔드 기술 (OLED, QD 등)의 판가 프리미엄 정당화가 점차 어려워지고 있는 상황
- 이에 대면적 OLED 등의 판가는 더욱 빠르게 하향조정되고 있는 상황이며 이는 패널업체들에게 난관으로 작용

삼성, LG, 소니 TV 판매량 기술별 Breakdown (LCD, OLED, QD LCD)



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

LCD 판가 하락과 함께 하이엔드 프리미엄은 급속도로 무너지는 중



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) 엇갈린 정책을 펼치는 TV 제조사들

2023 CES
IT

TV 비중 축소

- Sony의 TV 출품 중단
- Panasonic은 Auto Display 위주



Sony



Panasonic

맹렬히 추격

- Hisense
- TCL



Hisense 미니 LED



TCL 미니 LED

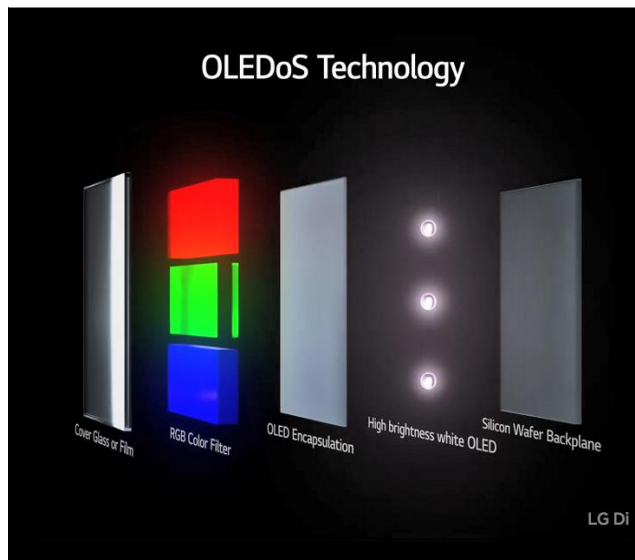
자료: Sony, Panasonic, TCL, Hisense, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) AR/VR이 이끄는 OLEDoS 상용화

2023 CES
IT

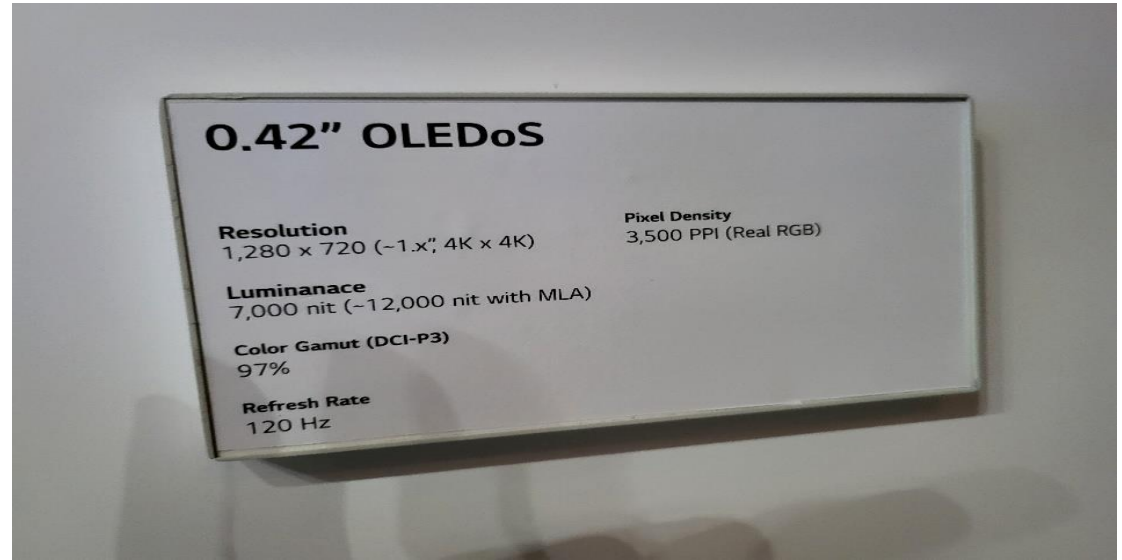
- 대면적 디스플레이에서 LCD와 OLED는 각각의 장점 (기술 원숙도에 따른 낮은 원가 vs 고해상도, 저전력, 고명암비)에 기반해 대중에게 어필
- 시청거리가 극단적으로 가까워짐에 따라 고해상도가 더욱 중요한 가치로 부각
- 이에 CMOS 반도체 기판 위에 바로 유기물을 증착시키는 OLEDoS (OLED on Silicon)가 새로운 기술로 자리매김할 전망. 애플 역시 TSMC 와 소니의 밸류체인을 활용해 올해 말 새로운 디바이스를 공개할 전망

LG디스플레이 OLEDoS 구조도



자료: LG디스플레이

LG 디스플레이 - 0.42인치 OLEDoS는 시험생산 기반 고객 확보 진행 중



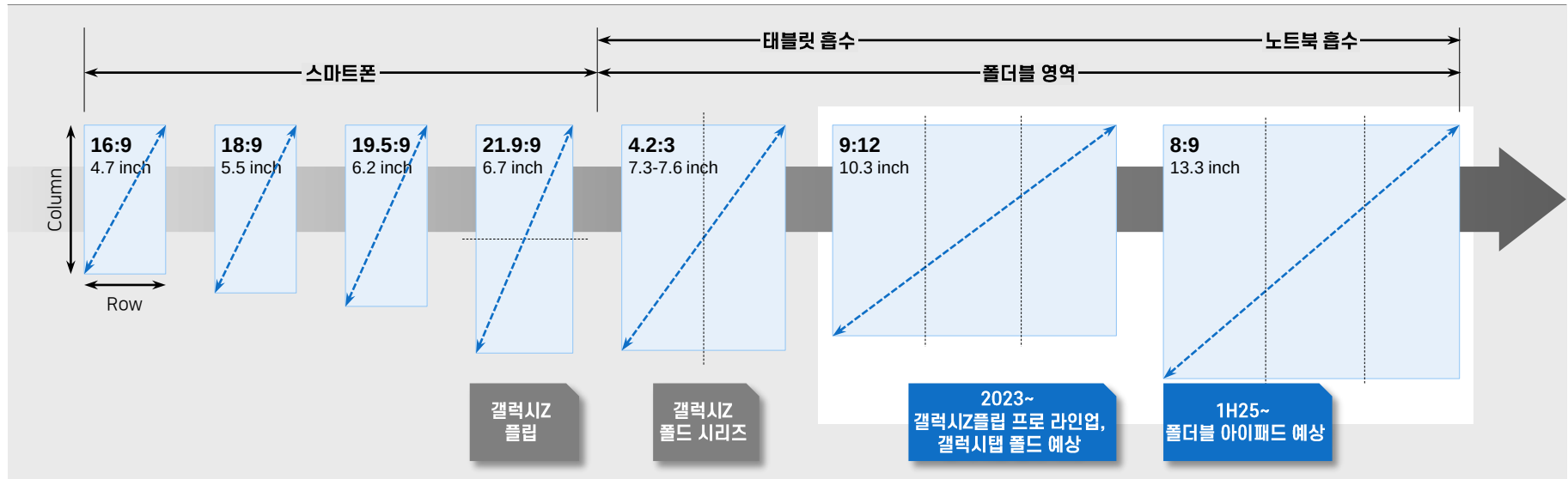
자료: LG디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

(3/3) 모바일 영역의 성장 잠재력 – Unfold the potential!

2023 CES
IT

- 스마트폰의 시장 정체는 전방시장 내 판가 및 수익성의 양극화 트렌드에서 유발
- 안드로이드 및 윈도우 기반 제조사들의 전략은 ‘폴더블’을 통한 신경험
- 그에 반해 애플은 화면을 키우는 방향성을 Near-eye 디스플레이, 즉 AR/VR에서 찾으려는 것으로 보임
- 애플은 이후 25~26년 폴더블로 진입을 타진 중

폴더블 화면 확대의 장기 로드맵 – PC 수요를 흡수하며 모바일 기기를 정보 생성기기로 업그레이드



자료: 메리츠증권 리서치센터



이차전지/석유화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

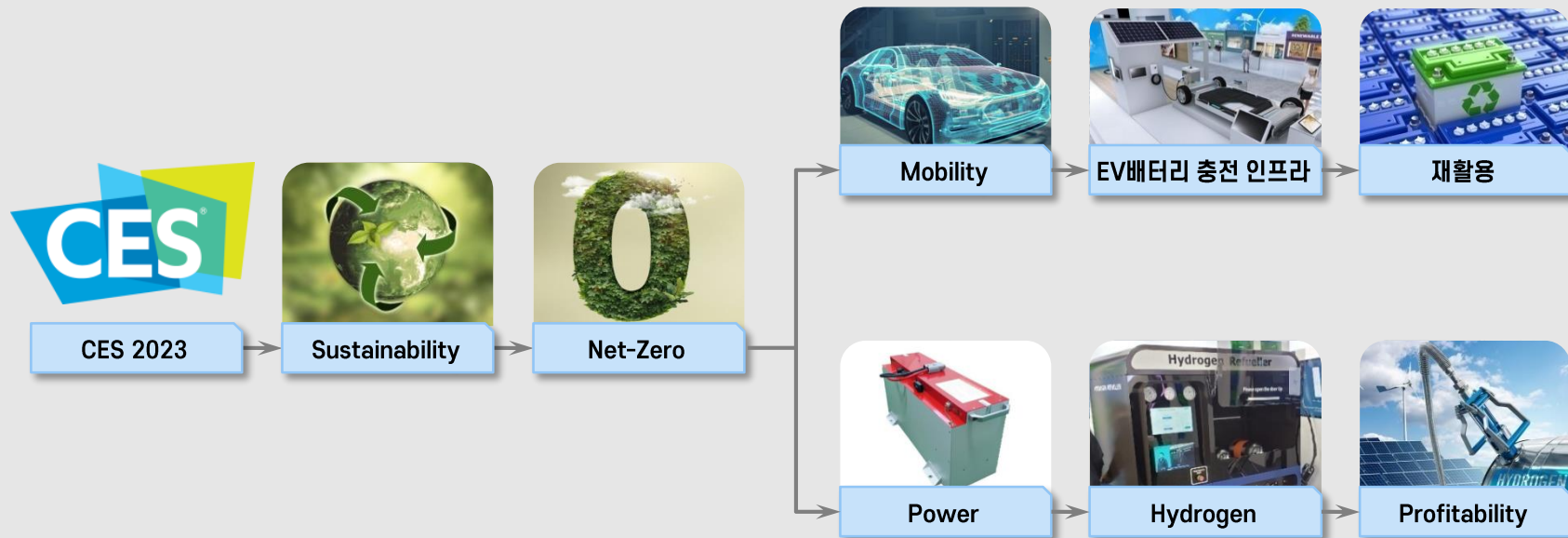
Part III. 에너지/이차전지

Beyond Electrifying Mobility

IT를 장착한 전기차/배터리 지형,
Old Legacy 진영의 Follower 전략

CES 2023 Implication: Battery & Energy

2023 CES
에너지/이차전지



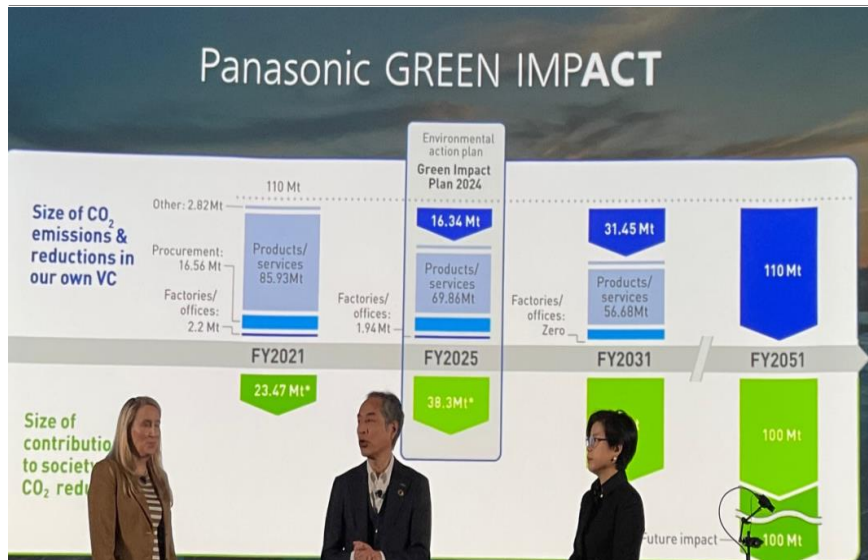
자료: 메리츠증권 리서치센터

Panasonic Implication: Green Sustainability

2023 CES
에너지/이차전지

- 작년에 이어 CES Key-note에 참석한 Panasonic은 Green Impact 방법론을 공개
- Panasonic은 EVs, Kit 일원화, 수소 발전 등을 토대로 Net Zero 로드맵을 제시

Panasonic Green Impact



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Green Impact Plan 2024



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Panasonic Implication: Green Sustainability

2023 CES
에너지/이차전지

- Tesla와 EV 생태계를 구축하는 Panasonic은 소재 재활용을 통한 이차전지 순환경제 계획 중
- 2022 CES에서 공개했던 계획(2024년부터 재활용된 동박 활용)과 2023년 신규 계획(2025년부터 재활용된 양극재 활용)을 발표
- Tesla를 공통 고객사로 보유한 Panasonic(셀)과 엘앤에프(양극재)가 해당 Supply-chain 구축

EV Battery 재활용 계획



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Contribution Impact



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Panasonic EV Battery Form Factor

2023 CES
에너지/이차전지

- 원통형 전지 주요 생산기업들(삼성SDI, LG에너지솔루션, Panasonic)은 Tesla의 신규 배터리 생산계획에 맞춰 신규 폼팩터 기술개발 중
- Tesla가 요구하는 배터리 규격에 맞춰 LG에너지솔루션(11GW), Panasonic(약 10GW)은 4Q23부터 4680 전지를 공급 예정

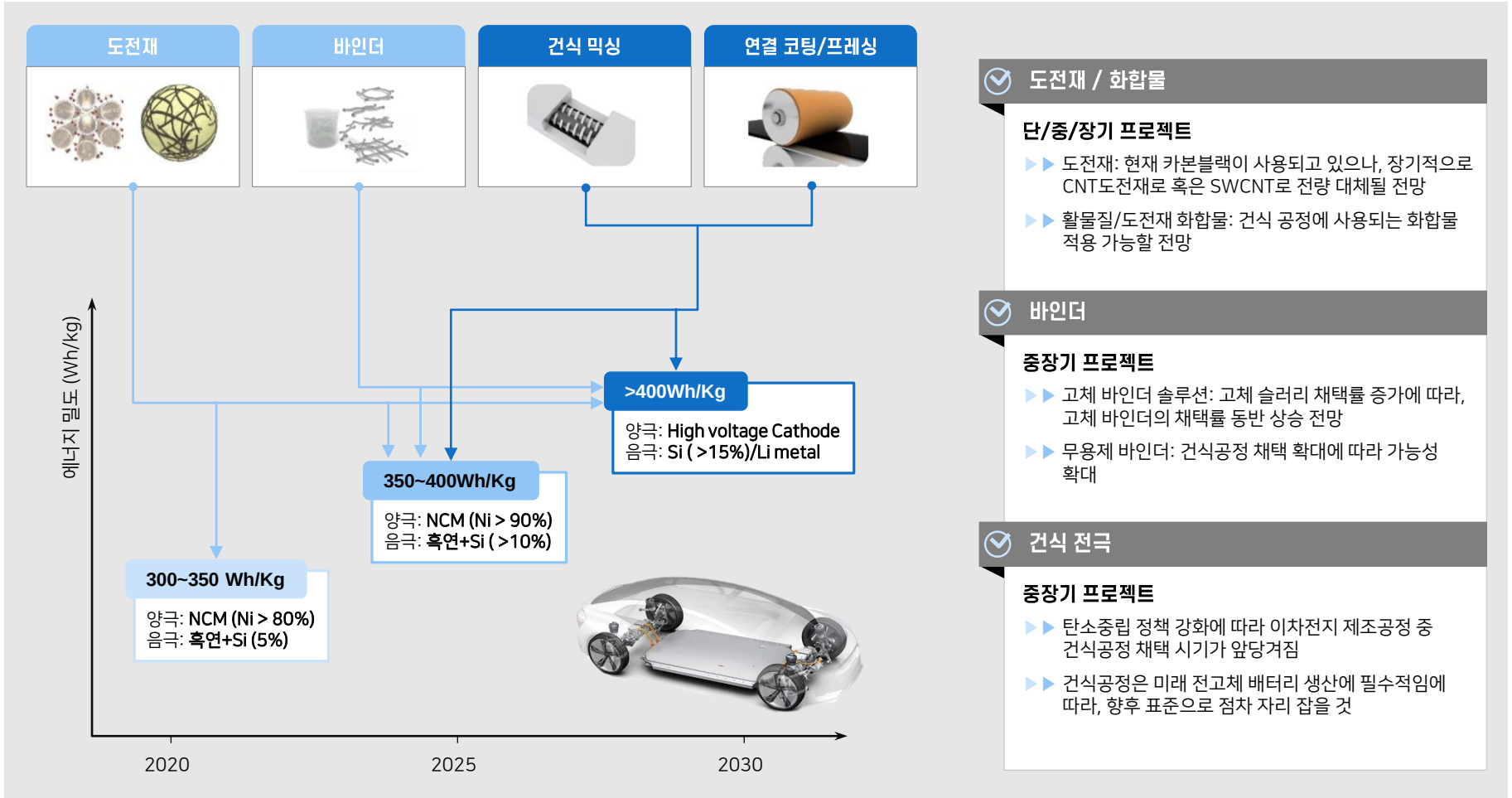
Panasonic의 원통형 전지 생산계획



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

2023년 4680전지 양산과 건식공정 도입 원년의 해

2023 CES
에너지/이차전지



자료: 메리츠증권 리서치센터

Panasonic Implication: 배터리 소재 재활용 계획 (Feat.엘앤에프)

2023 CES
에너지/이차전지

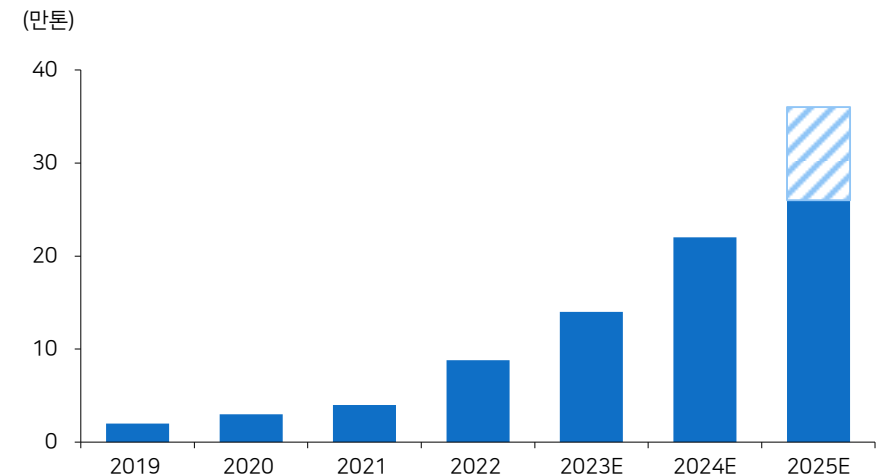
- 배터리 셀 생산기업들의 경쟁력은 (기존) 수주, 자금조달 능력, 생산Capa, 양산 능력 → (신규) Upstream 수직계열화
- 미국 IRA 규정으로 FTA가 체결된 한국 기업들과 FTA 미체결 국가인 일본 기업들간 보조금 수령 혜택 상이
- Panasonic과 같은 Upstream 확보가 제한된 기업에게 사업 구조 및 배터리 순환경제를 통한 제조원가 절감시도는 중장기 사업과제
- Panasonic은 2024년 동박 재활용, 20925년 양극재 재활용 계획을 보유
- 특히 동박과 마찬가지로 양극재는 2025년 미국 진출을 앞둔 엘앤에프-Redwood Materials 합작사에서 조달 예정

엘앤에프의 고객사 다변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프의 생산 Capa 전망



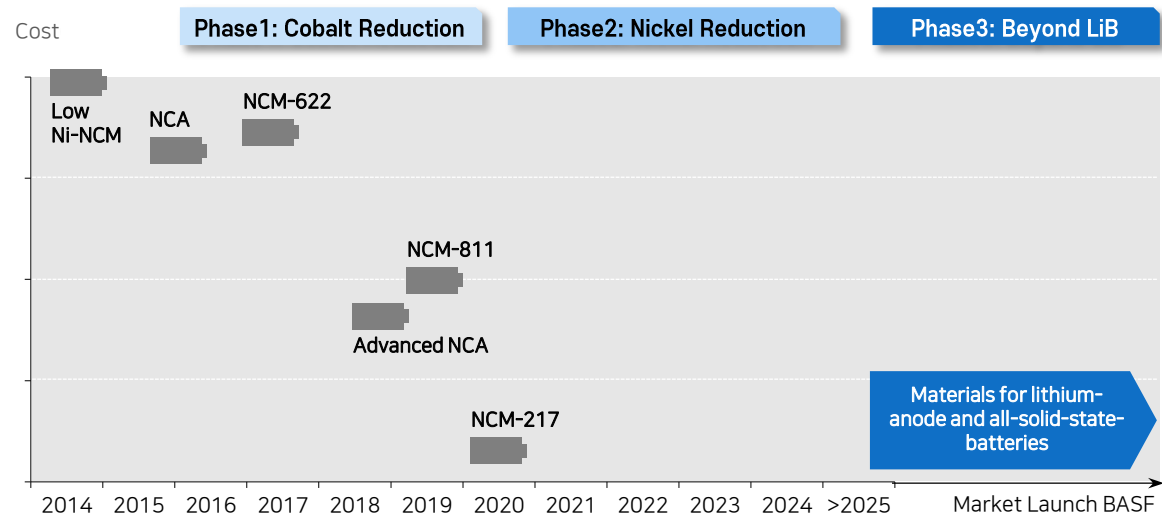
자료: 메리츠증권 리서치센터

EV Battery Chemistry Road-map

2023 CES
에너지/이차전지

- 2023 CES에 참가한 EV 모델들의 주행거리는 400Km 이상.
2021년부터 하이니켈 양극재를 중심으로 한 리튬이온전지의 기술 상향 평준화 진행 중
- 전방 시장 사용처 확대에 맞춰 배터리의 Chemistry 또한 진화 중
- 고에너지의 리튬이온전지(하이니켈 양극재+실리콘 음극재) → 제조원가 절감 (망간리치/코발트 제로)
→ 리튬황 전지(UAM, 드론 등)

이차전지 양극재의 기술 Road-map



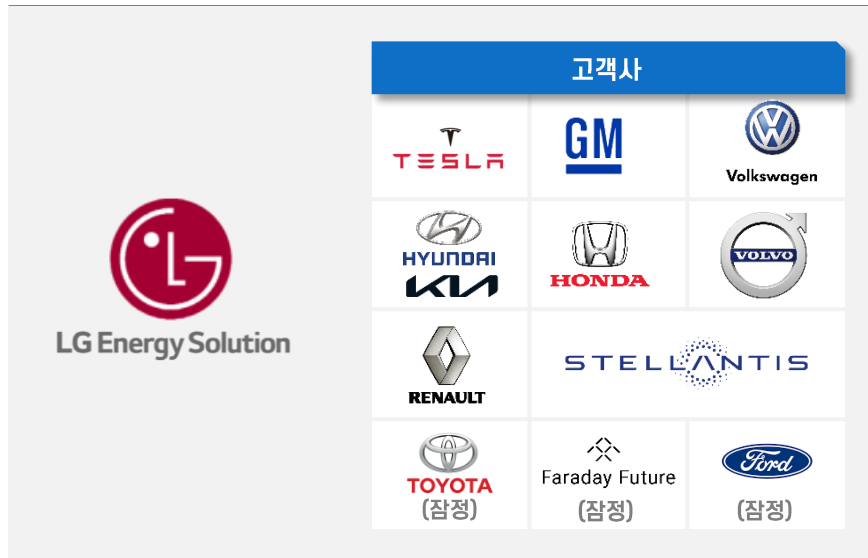
자료: BASF, 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션: Ex-China, 1등 Reference 구축 중

2023 CES
에너지/이차전지

- CES 2023에 자율주행/AI 등의 Data를 강조하는 OEM들의 배터리 조달 점유율은 LG에너지솔루션이 주도
- LG에너지솔루션은 기존 확정된 수주 외 Toyota, Ford를 비롯한 신규 고객사향 출하량 추가 증가
- 중장기 배터리 기술력 상향 평준화로 기술격차가 좁혀질 시점에 생산기업간 경쟁력 변수는 “SCM(공급망) 관리, 제조원가 경쟁력, 양산능력 Reference, 최종 고객사의 시장 장악력”

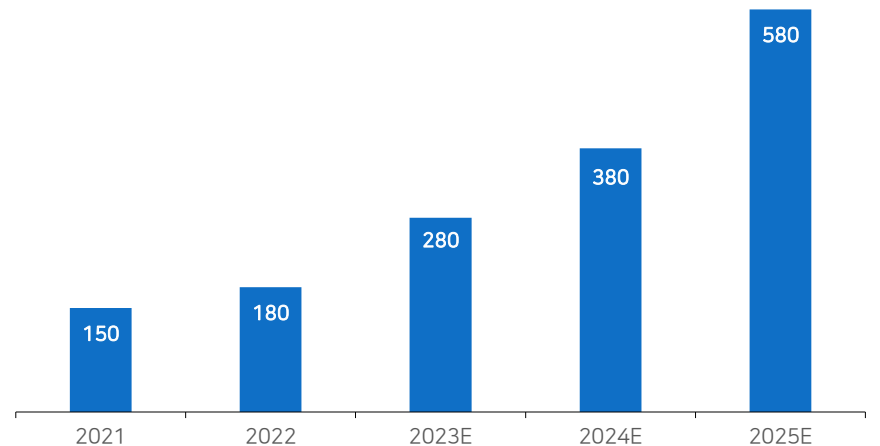
LG에너지솔루션의 고객사 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션 생산 Capa 전망

(GWh)



자료: 메리츠증권 리서치센터

Implication: Beyond EVs (Feat. Software)

2023 CES
에너지/이차전지



자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Implication: Beyond EVs (Feat. Software)

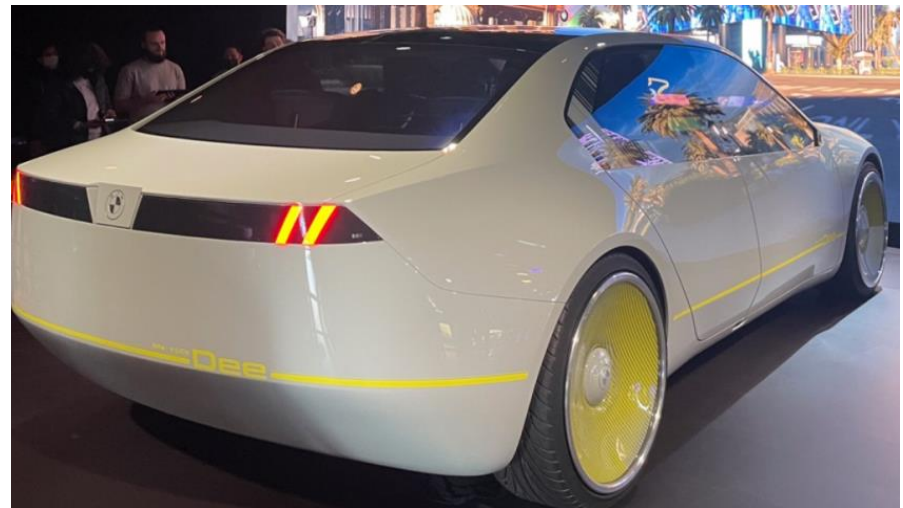
2023 CES
에너지/이차전지



자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

BMW Implication: 사용자 경험 기반의 Follower 전략

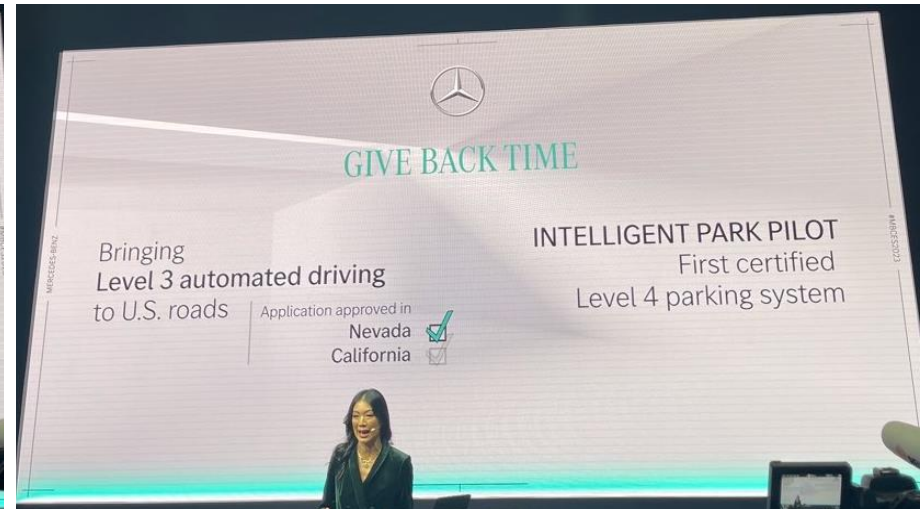
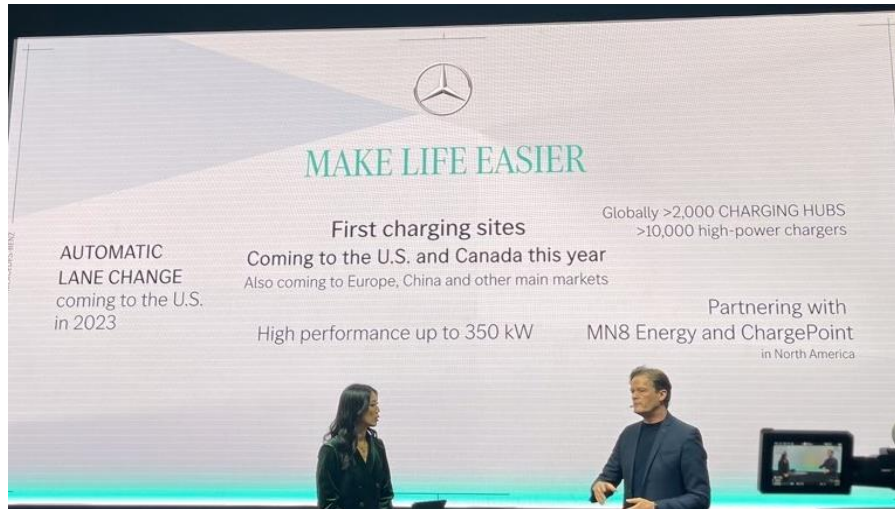
2023 CES
에너지/이차전지



자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Benz Implication: EV 인프라 강조

2023 CES
에너지/이차전지



자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

Stellantis Implication: 명확해진 Follower 전략

2023 CES
에너지/이차전지



자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

재생에너지 기반 EV충전 기업들의 영역 확장 중

2023 CES
에너지/이차전지



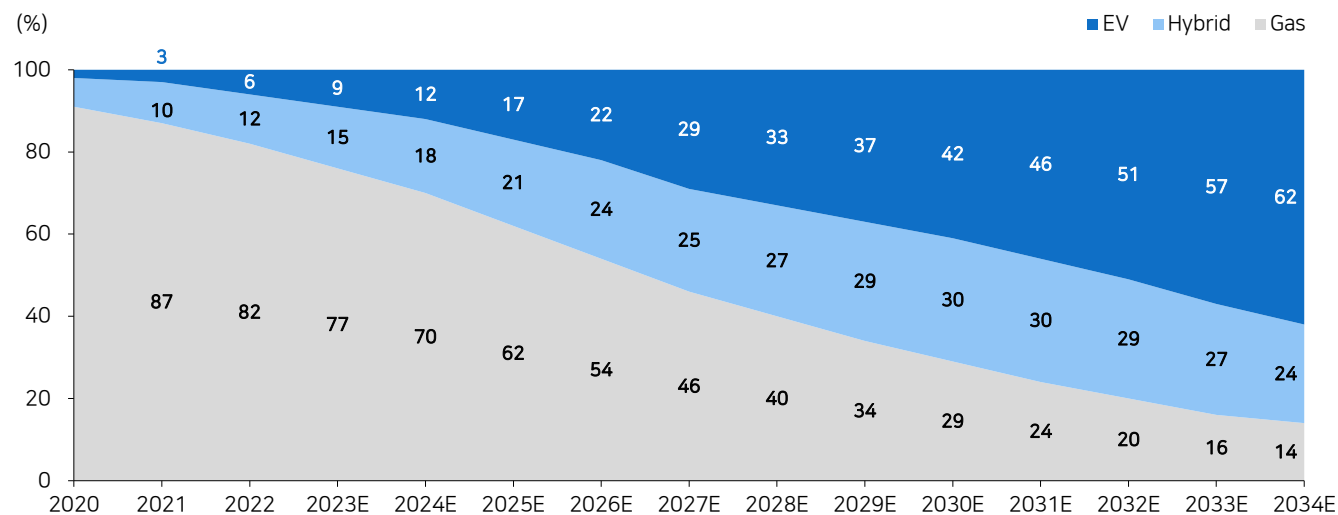
자료: CES2023, 메리츠증권 리서치센터

EVs 수요 위축이 아닌 IT 경쟁력 기반으로 여전히 성장 중

2023 CES
에너지/이차전지

- CES 2023에 참가한 모빌리티 기업들의 관심사는 하이브리드를 포함한 순수 EV 등 전동화 전략을 전제
- 기존 ICE 모델들 대비 EVs는 사용자 경험(자율주행, AI, 전장 등)을 강조
- 2023년은 글로벌 EV 시장을 주도하는 Tesla/BYD 외 공격적인 전동화 계획을 공개했던 OEM들의 숫자가 시성을 검증하는 한해

차종별 신규 등록 비율 전망



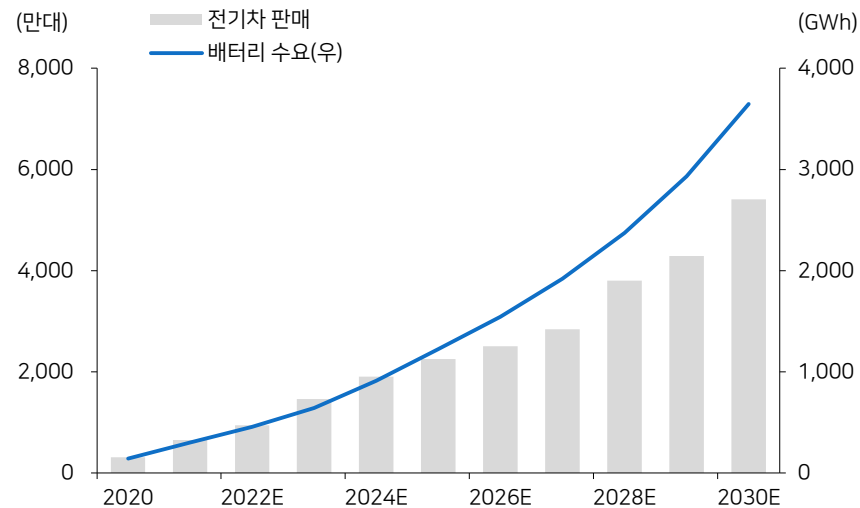
자료: S&P Global, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

2023년 이차전지 Outlook: BEV 수요 +72% YoY 증가할 전망

2023 CES
에너지/이차전지

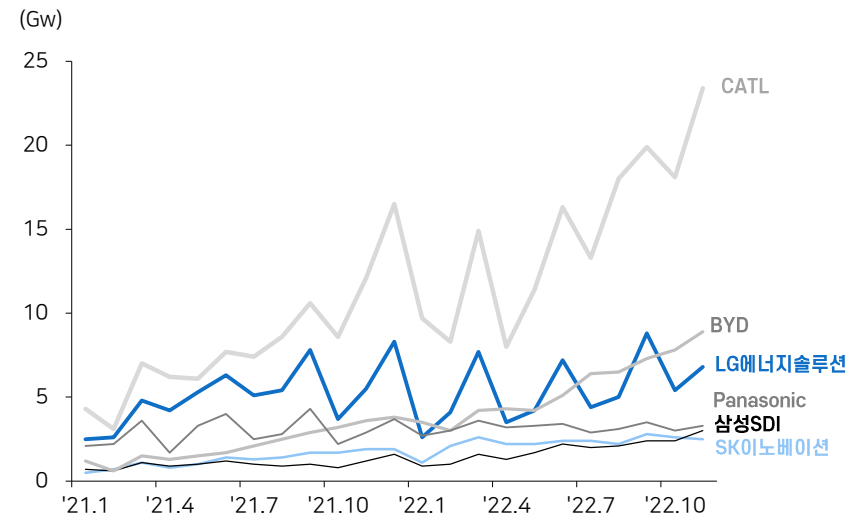
- 연간 고성장을 시현중인 전기차 및 배터리 수요에 낙관적 전망이 컨센서스
- 당사의 BEV 기준 전기차 판매 예상치는 22년 720.5만대(+53% YoY), 23년 1,244만대(+72% YoY)
23년 Tesla의 CyberTruck을 비롯 GM/Ford 등 기존 내연기관 기업들의 신규 차종 출시를 반영
- 기존 전기차/배터리에 고성장 전망에 변화는 없으나 2023년 자동차 업계의 재고증가/수요 둔화 Risk를 감안할 필요

글로벌 전기차(BEV+PHEV) 판매 및 배터리에 낙관적 수요 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

누적 글로벌 배터리 셀 기업별 출하량 추이



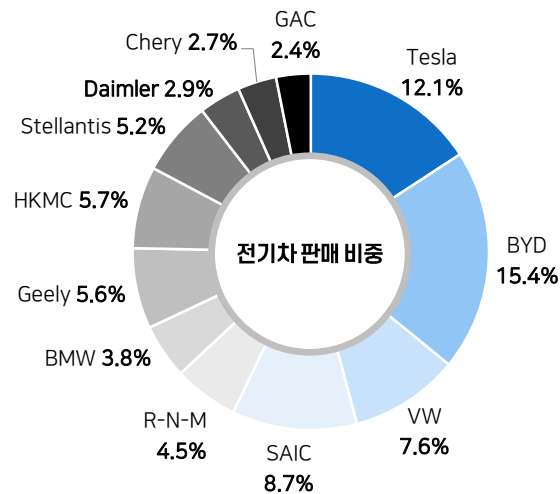
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

2023년 EV Outlook: 경쟁력 높은 고객사 확보가 핵심

2023 CES
에너지/이차전지

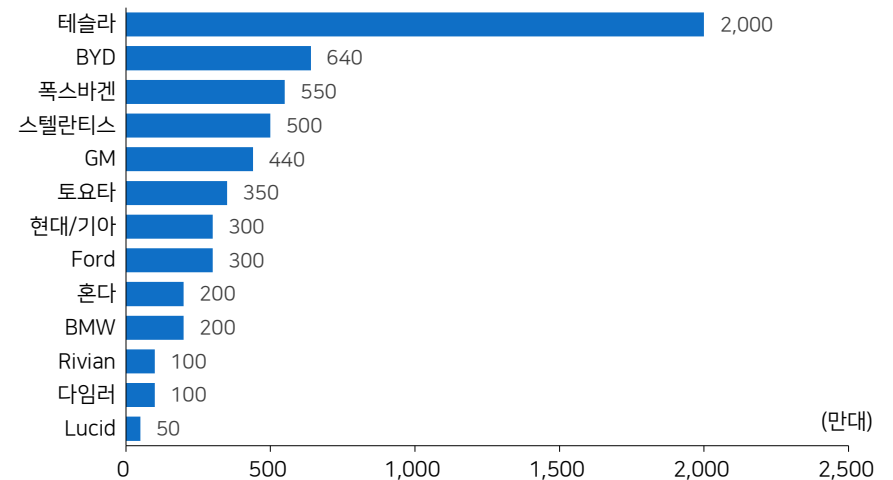
- 2023년 Macro 불확실성에 기인한 전기차 수요 둔화 우려는 여전할 것
- 2023년 신차 출시가 예정된 OEM들은 Tesla를 비롯, GM/Ford/VW/현대-기아차 등
- 2023년 Tesla 중심의 시장 주도권은 가격 경쟁력, IT기반의 경쟁력으로 확보될 것
- 2023년 Tesla의 판매량 증가에 기반한 LG에너지솔루션(원통형 전지)-엘앤에프(양극재)에 긍정적 의견

기업별 전기차(BEV+PHEV 포함) 판매 비중



주: 22.7월 누적 PHEV 비중 높았던 BYD가 Tesla 상회, BEV 비중 높은 Tesla의 적재량 높아
자료: 메리츠증권 리서치센터

완성차 기업별 EV 판매 계획



자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

New-Old OEM들의 전동화 계획, 배터리 중장기 수요는 보장

2023 CES
에너지/이차전지

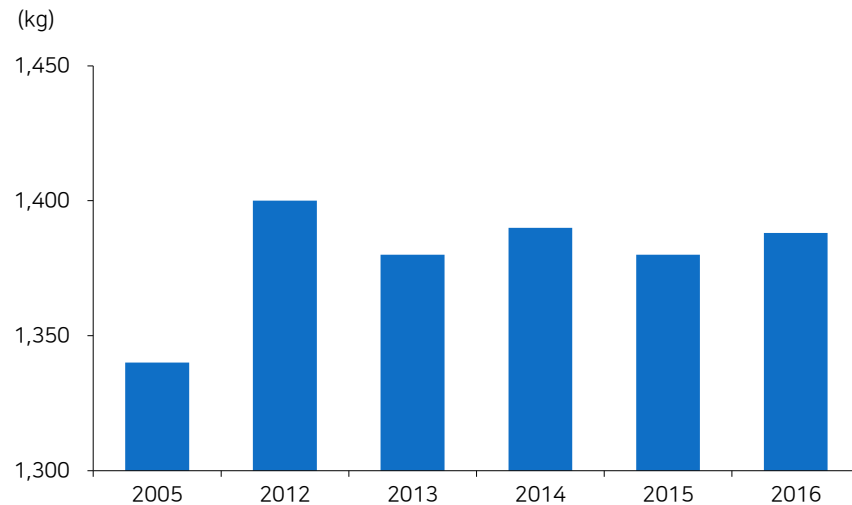
생산Capa 계획에 맞춘 원소재별 투입량 추정

(만톤)		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
배터리 셀 (Gw)	LG에너지솔루션	150	180	280	380	580
	CATL	200	320	500	680	900
	SK On	40	70	90	160	240
	삼성SDI	40	60	80	100	120
	파나소닉	50	50	60	70	100
	총 합	480	680	1,010	1,390	1,940
국내 셀 기업들에 필요 양극재		32.2	43.4	63.0	89.6	131.6
필요 수산화리튬		9.2	16.1	22.4	36.9	59.9
국내 양극재 생산Capa	에코프로비엠	6.0	14.4	18.0	28.0	41.0
	포스코케미칼	2.5	3.6	7.7	18.0	45.0
	LG화학	8.0	9.0	10.0	14.0	21.0
	엘앤에프	4.0	8.8	14.0	22.0	26.0
	총 합	20.5	35.8	49.7	82.0	133.0
국내/외 셀 기업들에 필요 음극재		29	41	61	85	121
국내 셀 기업들에 필요 동박		20.0	26.9	39.2	55.68	81.78
국내 동박 생산Capa	SKC	5.2	5.6	10.2	20.2	30.2
	일진머티리얼즈	6.1	8.1	15.1	17.6	22.0
	솔루스첨단	2.4	3.0	4.6	7.5	10.5
	고려아연			1.3	1.3	3.0
	총 합	13.7	16.7	31.2	46.6	65.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

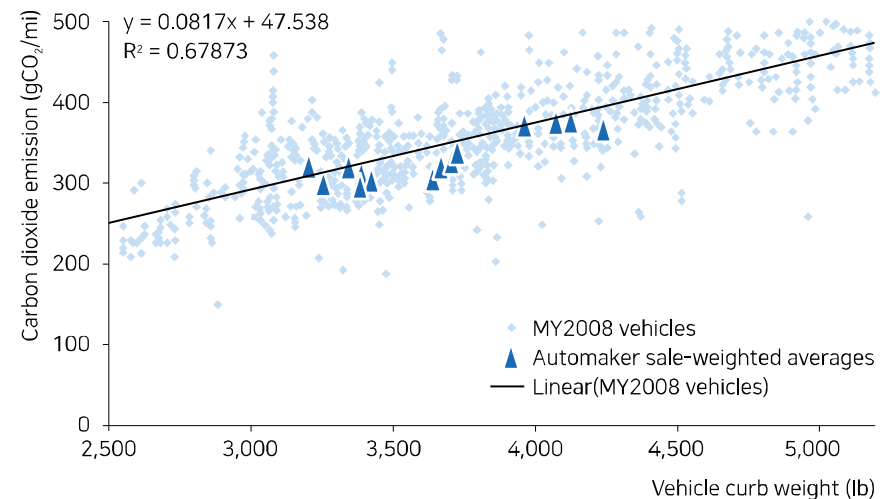
- 전방 자동차 업계는 내연기관 기반에서 하이브리드, EV, 수소차 등의 친환경차 영역으로 변화 중
- 이차전지 적용 등 친환경 연료 변화는 현재 진행형이나, 차량의 중량을 감소시킬 수 있는 화학 신소재/신공법 연구개발은 현재 진행형(기존 소재는 PC, PS, ABS를 기본으로 함)

유럽의 자동차 중량 변화 추이



자료: 화학경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

자동차 중량과 탄소 배출량의 연관성



자료: 화학경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

- 모빌리티 소재 경량화는 기존 내연기관차의 무게 절감을 통한 연비 개선 및 전기차 효율성 향상에 필수적
- 특히 전기차의 주행거리 향상의 효율성은 배터리의 고에너지밀도화 및 차량의 중량 감소가 필수
- 전기차 중량 10% 경량화 시, 주행거리는 5.3% 개선되기에 경량화 신소재 연구개발이 필요
- 모빌리티 소재 중 70%는 금속, 16%는 고분자 기반의 소재가 적용 중. 석유화학 소재 적용의 관건은 가격 경쟁력(원가), 성형성, 경량화
- 현재 타협 가능한 모빌리티 경량화 소재는 알루미늄/플라스틱/마그네슘 등. 고급 차종의 경우 탄소섬유 복합소재 등

자동차 주요 부품군별 소재 변화 예측

		Current (2016)			Current (2025)		
		Body 	Interior 	Chassis 	Body 	Interior 	Chassis 
Standard		Steel	Steel	Steel	Aluminium	Plastics	HS Steel
		Plastic	Plastic	HS Steel	Plastic	Magnesium	Aluminium
Performance		Aluminium	Aluminium	Aluminium	CFRP	Plastics	CFRP
			Plastics	CFRP		CFRP	

자료: IHS Markit, 메리츠증권 리서치센터

Hydrogen(수소)은 경제성이 관건

2023 CES
에너지/이차전지

- Panasonic은 넷제로 로드맵에서 발전 관점의 태양광 패널-수소 연료전지-ESS를 활용한 제조설비를 구축
- 해당 발전은 최대 680KW의 출력, 연간 2.8GW로 지속가능한 제조설비 구축

수소연료전지와 태양광 / ESS의 결합



자료: Panasonic, CES2023, 메리츠증권 리서치센터

CNBC 기사 발췌

KEY POINTS

- A Panasonic test site near Kyoto, Japan, is using solar panels, hydrogen fuel cells and Tesla Magapack storage batteries to generate enough renewable energy for manufacturing.
- "This may be to the biggest hydrogen consumption site in Japan," says a Panasonic manager at the operations, which includes the largest hydrogen storage tank in the Asian nation.
- The plant, originally built in 1969 to manufacture goods including refrigerators and air conditioners now makes energy fuel cells too, and the sustainable power facility is providing a glimpse of factory design for the climate change and energy transition era.
- Still, high costs of hydrogen compared to grid energy and limited access to 100% green hydrogen are big hurdles to commercialization in the short-term

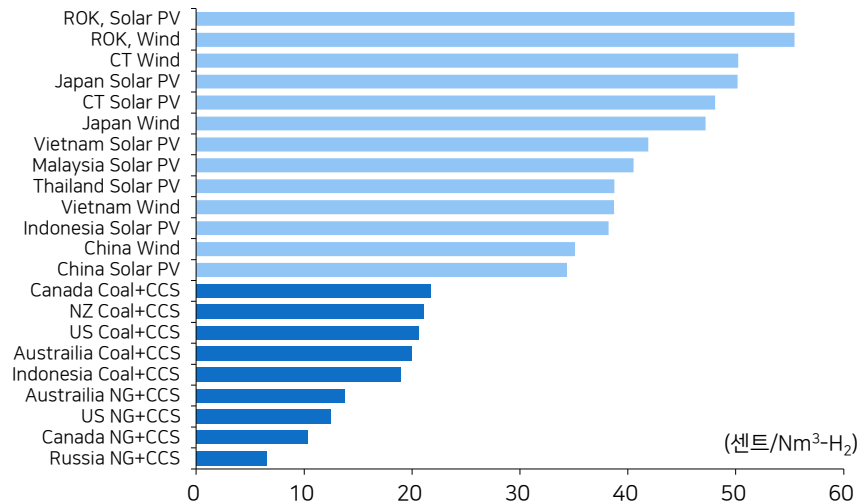
자료: CNBC, 메리츠증권 리서치센터

Hydrogen(수소)은 경제성이 관건

2023 CES
에너지/이차전지

- 당사는 수소 활용이 모빌리티 적용 대비 발전 분야에서의 활용도 및 부가가치가 높다는 의견을 유지
- 중장기 Green수소 시장 규모 확대의 관건은 “경제성의 확보 여부”
- 2020년 기준 경제성에 기반한 수소 생산량 증가 전제는 높아진 태양광/풍력의 재생에너지 활용도

APEC 지역의 탄소중립 수소 생산단가의 비교



자료: APERC, 메리츠증권 리서치센터

국내 태양광/풍력 설치량 변화에 따른 수소 생산 가능량 점검

		Capa (Gw)								
(만톤)		45	50	60	70	80	90	100	110	113
이용률 (%)	15	98.6	109.5	131.4	153.3	175.2	197.1	219.0	240.9	247.5
	20	131.4	146.0	175.2	204.4	233.6	262.8	292.0	321.2	330.0
	25	164.3	182.5	219.0	255.5	292.0	328.5	365.0	401.5	412.5
	30	197.1	219.0	262.8	306.6	350.4	394.2	438.0	481.8	494.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	79,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	119,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	17,000원
현대차 (005380)	Buy	210,000원
기아 (000270)	Buy	90,000원

삼성전자 (005930) 삼성 피벗은 시간 문제, 단 당장은 아닐 듯

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	79,000원
현재주가 (1.9)	60,700원
상승여력	30.1%

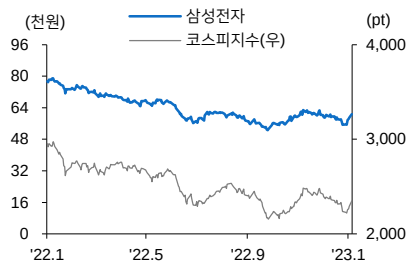
KOSPI	2,350.19pt
시가총액	3,623,658억원
발행주식수	596,978만주
유통주식비율	75.77%
외국인비중	49.91%
52주 최고/최저가	78,900원/52,600원
평균거래대금	7,982.3억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 15 인	20.75
국민연금공단	7.68
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	3.4	-22.5
상대주가	2.2	3.4	-2.5

주가그래프



4Q22 실적 훼손으로 기रो에 놓인 반도체 점유율 전략. 2Q23 Samsung Pivot 예상

- 지난 10월 동사는 실적설명회를 통해 1) 기존 투자 정책을 고수하며, 2) DRAM은 수익성 추구를 지속하지만 NAND Consolidation을 염두에 두는 정책을 제시
- 4Q22 실적이 시장 기대를 크게 밑도는 영업이익 4.3조원을 기록하며 시장 내 삼성의 공급 주도 정책 포기에 대한 기대감이 올라가는 중. 하지만 동사 입장에는 경쟁사들의 실적을 통해 1) 실적 악화와 이익률 격차, 2) 투자 재축소 계획이 포함되는지 확인하려 할 가능성이 높음
- 그 외에 1) 신규 경영 구조 하에서의 수익성·경영능력 입증, 2) 배당정책과 오너그룹의 상속세 연부연납 연계성, 3) 주주중심 경영, 4) 메모리 격차 증명, 5) 업황 통제 필요성에 기반해, 결국 동사는 2Q23 무렵 Samsung Pivot (공급 축소 재결정)으로 선회하리라 예상

1월말 선두업체의 전략 선회 여부에 집중. Buy 투자의견과 적정주가 7.9만원

- 동사의 메모리 경영 방침인 투자 지속은 주주환원 구성요소인 FCF의 차감 요소 (Capex) 증가를 의미. 주주 입장에 서는 사실 상 배당 정책의 후퇴를 결정한 까닭에 보상적 주주환원 증대가 필요한 상황
- 2023년 동사 스마트폰 출하량 2.6억대로 예상, 영업이익은 22.7조원으로 2022년의 43.4조원에서 크게 하락할 전망. 적정주가 7.9만원은 2023E PBR 1.70배

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	236.8	36.0	26.1	4,370	21.3	36,687	13.9	1.65	4.2	9.7	37.1
2021	279.6	51.6	39.2	6,574	50.4	40,632	9.2	1.49	5.0	13.2	39.9
2022E	301.8	43.4	34.8	5,117	-22.2	45,195	11.9	1.34	3.2	11.2	36.2
2023E	288.0	22.7	17.2	2,531	-50.5	46,440	24.0	1.31	4.1	5.2	38.9
2024E	337.3	50.0	37.0	5,454	115.4	50,680	11.1	1.20	2.6	10.6	40.3

삼성전자 – 이익 체력은 빠르게 저하. 작용과 반작용이 가능할까

2023 CES
IT

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	77.8	77.2	76.8	70.0	66.7	69.1	73.2	79.0	236.8	279.6	301.8	288.0
DS	26.9	28.5	23.0	20.1	19.1	20.9	22.7	24.9	72.9	94.2	98.5	87.7
DRAM	12.0	13.1	9.2	7.5	6.5	6.6	7.4	8.4	32.0	43.9	41.8	29.0
NAND	8.1	8.0	6.0	4.8	4.4	4.9	5.7	6.6	23.6	28.8	26.9	21.6
비메모리	6.8	7.4	7.8	7.8	8.2	9.4	9.6	9.9	17.3	21.5	29.8	37.0
SDC	8.0	7.7	9.4	9.3	7.9	7.6	9.4	9.6	30.6	31.7	34.4	34.5
LCD	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	4.9	1.9	1.5	1.6
OLED	7.6	7.4	9.1	8.8	7.5	7.2	9.0	9.2	25.7	29.8	32.9	32.9
MX/네트워크	32.4	29.3	32.2	26.3	26.6	27.8	27.6	30.6	99.6	109.2	120.2	112.6
핸드셋	31.2	28.0	30.9	24.8	25.2	26.3	26.2	28.9	96.0	104.7	115.0	106.6
피쳐폰	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.2
스마트폰	27.8	24.9	27.8	21.1	22.6	23.8	23.4	25.0	84.0	92.7	101.6	94.9
테블릿	3.3	3.0	3.1	3.7	2.5	2.5	2.7	3.8	11.4	11.6	13.1	11.5
VD/가전	15.5	14.8	14.7	16.4	15.1	14.7	14.9	16.2	48.2	55.8	61.5	61.0
하만	2.7	3.0	3.6	3.2	3.0	3.3	4.0	3.5	9.2	10.0	12.4	13.8
기타	-7.6	-6.1	-6.2	-5.2	-5.0	-5.2	-5.4	-5.9	-23.6	-21.4	-25.2	-21.5
영업이익	14.1	14.1	10.9	4.3	4.1	4.5	6.6	7.5	36.0	51.6	43.4	22.7
영업이익률 (%)	18.2%	18.3%	14.1%	6.2%	6.1%	6.5%	9.0%	9.5%	15.2%	18.5%	14.4%	7.9%
DS	8.5	10.0	5.1	0.9	0.0	0.6	1.9	3.1	18.8	29.2	24.5	5.5
DRAM	6.0	7.0	3.5	1.3	0.3	0.3	1.0	1.8	12.7	20.9	17.7	3.5
NAND	1.8	2.1	0.7	-0.8	-1.2	-0.9	-0.4	0.1	4.8	7.0	3.9	-2.5
비메모리	0.6	0.9	0.9	0.4	0.9	1.1	1.3	1.1	1.3	1.2	2.9	4.5
SDC	1.1	1.1	2.0	1.8	0.6	0.7	1.3	1.2	2.2	4.5	5.9	3.8
LCD	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-1.1	-0.3	-1.3	-0.9
OLED	1.5	1.4	2.3	2.1	0.8	1.0	1.5	1.4	3.3	4.8	7.3	4.7
MX/네트워크	3.8	2.6	3.2	1.8	2.8	2.6	2.7	2.5	11.5	13.7	11.5	10.6
핸드셋	3.7	2.4	3.0	1.7	2.6	2.4	2.5	2.4	11.0	13.0	10.8	9.9
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.5	2.3	2.9	1.5	2.5	2.3	2.4	2.2	10.1	12.1	10.2	9.4
테블릿	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.9	0.9	0.6	0.6
VD/가전	0.8	0.4	0.3	-0.2	0.7	0.4	0.5	0.7	3.6	3.6	1.2	2.3
하만	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.6	0.5	0.5
기타	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.0
지배주주 순이익	11.1	11.0	9.1	3.5	3.2	3.5	4.8	5.7	26.1	39.2	34.8	17.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 – 메모리 전망 주요 가정

2023 CES
IT

삼성전자 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	20,622	21,653	17,972	19,590	20,569	23,037	24,650	25,636	64,783	81,077	79,837	93,893
	% QoQ	2%	5%	-17%	9%	5%	12%	7%	4%				
	% YoY	10%	4%	12%	-3%	0%	6%	12%	31%	21%	25%	-2%	18%
	NAND	555,967	512,602	466,467	513,114	538,770	619,585	700,131	784,147	1,443,653	2,027,277	2,048,150	2,642,634
	% QoQ	7%	-8%	-9%	10%	5%	15%	13%	12%				
	% YoY	19%	1%	-13%	-1%	-3%	21%	50%	53%	28%	40%	1%	29%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.48	0.48	0.38	0.28	0.25	0.23	0.24	0.27	0.42	0.47	0.41	0.25
	% QoQ	-3%	-1%	-20%	-26%	-11%	-9%	6%	9%				
	% YoY	19%	1%	-25%	-43%	-48%	-52%	-36%	-6%	-17%	13%	-14%	-39%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-4%	2%	-22%	-29%	-6%	-1%	3%	4%				
	% YoY	5%	3%	-27%	-46%	-47%	-49%	-32%	0%	-2%	-11%	-18%	-36%
영업이익률 (%)	DRAM	50%	53%	38%	18%	5%	5%	13%	22%	40%	48%	42%	12%
	NAND	23%	26%	12%	-17%	-29%	-18%	-8%	2%	20%	24%	14%	-11%

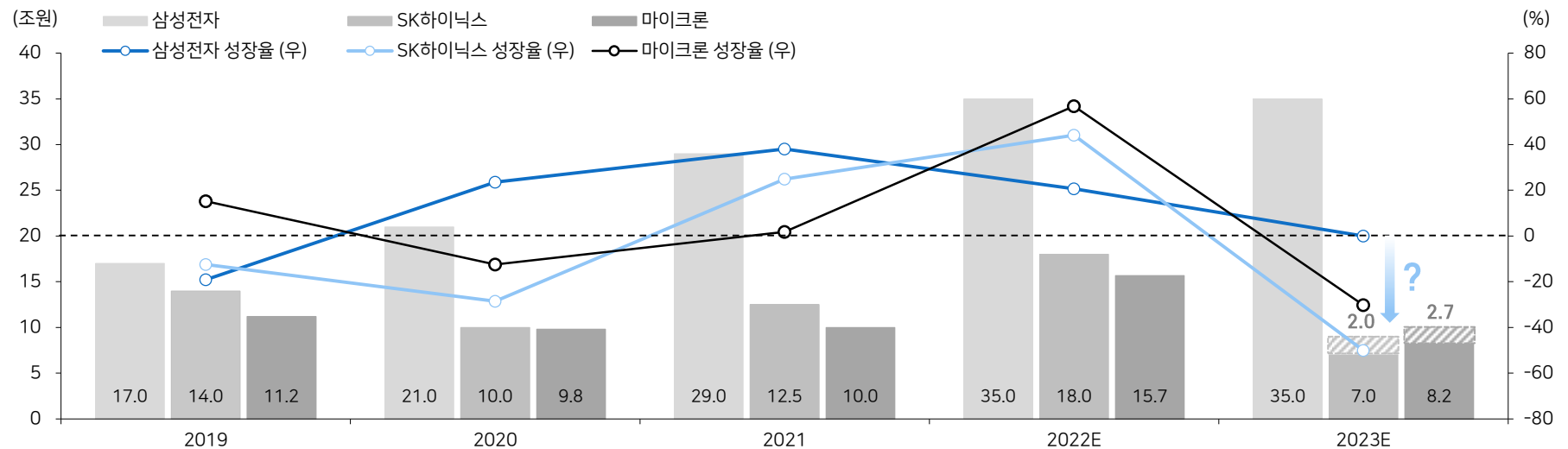
자료: 메리츠증권 리서치센터

Samsung Pivot – 경쟁사들의 실적 악화와 투자 재축소 전제

2023 CES
IT

- 선두업체의 경우 부문 최고경영진 변화 이후, 점유율에 집착하는 모습 대신 수익성 위주로의 전환이 관찰되었으나, 최근 재전환이 목격되는 중
- 업황 둔화를 피하고자 SK하이닉스와 마이크론이 2023년 투자 축소를 추진하겠으나, 삼성전자는 이에 동참하지 않는 모습
- 삼성전자 입장에서는 1) 격차 확대 입증, 2) 실적회복 필요성, 3) 업황 통제 필요성이 느껴질 경우 이와 같은 공급정책을 변화시킬 가능성이 높음

삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 메모리 설비투자 추이 – 선두업체의 설비투자 증가율은 유일하게 축소하지 않음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	236,807.0	279,604.8	301,768.2	288,004.0	337,347.9
매출액증가율(%)	2.8	18.1	7.9	-4.6	17.1
매출원가	144,488.3	166,411.3	191,407.3	200,828.2	211,705.7
매출총이익	92,318.7	113,193.5	110,360.9	87,175.7	125,642.3
판매비와관리비	56,324.8	61,559.6	66,961.5	64,505.5	75,655.5
영업이익	35,993.9	51,633.9	43,398.0	22,670.2	49,986.8
영업이익률(%)	15.2	18.5	14.4	7.9	14.8
금융손익	949.5	838.6	1,392.8	415.9	-239.7
종속/관계기업관련손익	506.5	729.6	1,010.2	1,036.9	1,036.9
기타영업외손익	1,456.1	1,568.3	2,953.7	1,452.8	797.2
세전계속사업이익	36,345.1	53,351.8	46,353.0	24,123.0	50,783.9
법인세비용	9,937.3	13,444.4	10,815.2	6,148.8	12,959.5
당기순이익	26,407.8	39,907.5	35,537.8	17,974.2	37,824.4
지배주주지분 손이익	26,090.9	39,243.8	34,757.9	17,194.3	37,044.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	198,215.6	218,163.2	228,516.7	235,473.5	267,079.7
현금및현금성자산	29,382.6	39,031.4	42,631.6	13,430.5	3,146.3
매출채권	30,965.1	40,713.4	37,223.7	41,983.7	49,139.3
재고자산	32,043.2	41,384.4	37,837.2	42,675.6	49,949.1
비유동자산	180,020.1	208,458.0	229,112.6	242,790.2	255,705.6
유형자산	128,952.9	149,928.5	169,174.6	178,174.6	185,174.6
무형자산	18,468.5	20,236.2	20,049.3	19,857.3	19,175.5
투자자산	8,076.8	8,932.3	13,044.3	14,481.2	15,918.2
자산총계	378,235.7	426,621.2	457,629.3	478,263.8	522,785.3
유동부채	75,604.4	88,117.1	84,832.0	97,042.1	113,261.6
매입채무	9,739.2	13,453.4	12,300.2	13,873.1	16,237.6
단기차입금	16,553.4	13,687.8	12,489.2	10,489.2	8,489.2
유동성장기부채	716.1	1,330.0	1,216.0	1,371.5	1,605.2
비유동부채	26,683.4	33,604.1	36,680.5	36,835.0	37,016.9
사채	948.1	508.2	553.8	553.8	553.8
장기차입금	1,999.7	2,866.2	8.5	108.5	208.5
부채총계	102,287.7	121,721.2	121,512.6	133,877.1	150,278.5
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	-8,726.0	-2,215.2	3,217.7	3,217.7	3,217.7
이익잉여금	271,068.2	293,064.8	318,426.9	326,696.8	354,817.0
비지배주주지분	8,277.7	8,662.2	9,076.1	9,076.1	9,076.1
자본총계	275,948.0	304,899.9	336,116.8	344,386.7	372,506.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	65,287.0	65,105.5	80,591.9	55,277.1	74,115.7
당기순이익(손실)	26,407.8	39,907.5	35,537.8	17,974.2	37,824.4
유형자산감가상각비	27,115.7	31,285.2	37,000.0	40,000.0	42,000.0
무형자산상각비	3,219.9	2,962.2	2,998.7	2,858.0	3,347.9
운전자본의 증감	122.4	-16,286.9	4,104.7	-7,995.1	-12,018.9
투자활동 현금흐름	-53,628.6	-33,047.8	-67,715.5	-73,002.1	-73,002.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-37,592.0	-47,122.1	-54,000.0	-49,000.0	-49,000.0
투자자산의 감소(증가)	4,081.8	3,206.4	-2,022.7	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-8,327.8	-23,991.0	-11,625.7	-11,476.1	-11,397.8
차입금증감	1,340.7	-3,453.4	-1,787.6	-1,744.5	-1,666.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,496.6	9,648.8	3,600.2	-29,201.1	-10,284.2
기초현금	26,886.0	29,382.6	39,031.4	42,631.6	13,430.5
기말현금	29,382.6	39,031.4	42,631.6	13,430.5	3,146.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	34,862	41,163	44,426	42,399	49,664
EPS(지배주주)	4,370	6,574	5,117	2,531	5,454
CFPS	368	1,420	530	-4,299	-1,514
EBITDAPS	9,765	12,643	12,277	9,647	14,035
BPS	36,687	40,632	45,195	46,440	50,680
DPS	1,423	1,444	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	9.2	11.9	24.0	11.1
PCR	165.2	42.7	114.5	-14.1	-40.1
PSR	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2
PBR	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2
EBITDA	66,329.5	85,881.2	83,396.7	65,528.2	95,334.6
EV/EBITDA	4.2	5.0	3.2	4.1	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	13.2	11.2	5.2	10.6
EBITDA이익률	42.2	51.6	41.1	23.1	46.1
부채비율	37.1	39.9	36.2	38.9	40.3
금융비용부담률	-0.6	-0.3	-0.4	-0.1	0.1
이자보상배율(x)	61.7	119.7	92.5	63.9	162.5
매출채권회전율(x)	7.2	7.8	7.7	7.3	7.4
재고자산회전율(x)	4.9	4.5	4.8	5.0	4.6

SK하이닉스 (000660) 돌아가야 멀리 간다

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

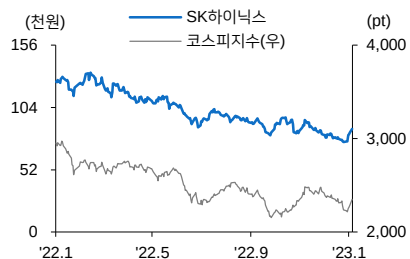
적정주가 (12개월)	119,000원
현재주가 (1.9)	86,000원
상승여력	38.4%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	626,082억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.83%
외국인비중	49.86%
52주 최고/최저가	133,000원/75,000원
평균거래대금	2,451.6억원

주요주주(%)		
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07	
국민연금공단	8.17	
The Capital Group Companies, Inc. 외	5.00	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	-9.3	-32.3
상대주가	7.3	-9.3	-14.9

주가그래프



홍분과 공포만 교차되는 DRAM 사이클. 합리적 투자 판단이 필요

- 메모리 사이클의 구성요소 중 수요는 통제 불가. 공급 정책이 수요에도 영향을 미침. 이런 관점에서 동사의 2023년 설비투자 50% 감소는 충분히 합리적. 다만 선두업체의 미동참이 관찰되는 만큼 동사는 투자 재축소 공식화가 필요
- 다만 현재의 위험요인은 올해 상반기 1) 선두업체의 폭주, 2) 전방시장 수요 침체 지속, 3) 재고 통제 여력
- 동사의 4Q22 실적은 선두업체의 실적훼손 이상 범위에서 진행될 전망. 영업손실 1.4조원 예상
- 2023년 영업손실은 7.05조원으로 예상. 가파른 실적훼손에 기반해 동사의 투자정책은 재차 하향조정될 필요

NAND의 Consolidation 또는 선두업체의 자포자기까지만 버티기. Buy 투자의견, 적정주가 11.9만원

- 솔리다임은 NAND 다운사이클에서 동사 실적의 부담요인으로 변모. 특히 Reclaim (저수율물량) 매출이 리테일/모듈 시장에 악영향을 미치는 중. 매출 억제와 판가 인하 통제 통한 시장 안정이 필수
- 결국 지금의 공급자 부조화 상태는 오래 지속되지 못할 전망. 선두업체도 결국 통제 목적의 2Q23 전략 수정이 발생할 전망. 역설적으로 동사 주가는 그와 함께 빠르게 회복 가능
- 적정주가 11.9만원은 2023E PBR 1.4배에 기반. 선두업체의 전략 변화가 도출되기 전까지 동사 주가는 PBR 0.9~1.1배 수준 내 등락 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	13.2	1.21	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	6.5	1.01	4.2	15.4	55.0
2022E	45,073.1	7,307.7	6,454.2	8,866	-32.8	93,278	9.7	0.92	4.4	9.9	44.6
2023E	30,023.2	-7,045.3	-5,216.3	-7,165	적자전환	84,993	-	1.01	12.4	-8.0	47.9
2024E	48,356.0	6,642.0	5,594.5	7,685	흑자전환	91,289	11.2	0.94	4.4	8.7	53.0

SK하이닉스 – 분기 실적은 지속 악화되나, 주가 영향력은 축소될 것

2023 CES
IT

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	12,155.7	13,811.0	10,982.9	8,123.2	6,776.9	6,896.5	7,706.9	8,642.9	31,900.4	42,997.8	45,073.1	30,023.2
DRAM	7,853.0	8,759.0	6,967.0	4,976.8	3,941.6	3,921.3	4,411.9	5,135.0	23,233.1	31,146.3	28,555.8	17,409.8
NAND	3,822.8	4,399.3	3,285.7	2,689.9	2,248.4	2,362.9	2,631.6	2,818.9	7,473.4	10,486.6	14,197.6	10,061.8
영업이익	2,859.6	4,192.6	1,655.6	-1,400.4	-2,096.8	-2,292.0	-1,702.6	-953.9	5,012.6	12,410.3	7,307.7	-7,045.3
DRAM	2,799.8	3,875.8	2,335.9	239.1	-357.5	-674.3	-168.8	354.3	6,626.1	12,228.1	9,250.5	-846.3
NAND	17.2	251.2	-688.2	-1,653.2	-1,762.8	-1,648.4	-1,580.2	-1,377.1	-1,744.7	37.4	-2,073.0	-6,368.5
기타	43.0	65.6	7.9	13.7	23.5	30.6	46.4	68.9	131.5	145.5	130.2	169.4
세전이익	2,774.3	3,966.7	1,683.2	658.5	-2,138.5	-2,228.0	-1,730.6	-579.4	6,237.0	13,416.0	9,082.7	-6,676.5
지배주주순이익	1,978.8	2,871.5	1,106.7	497.1	-1,672.1	-1,743.1	-1,345.7	-455.2	4,755.1	9,602.3	6,454.2	-5,216.3
영업이익률 (%)	24%	30%	15%	-17%	-31%	-33%	-22%	-11%	16%	29%	16%	-23%
DRAM	36%	44%	34%	5%	-9%	-17%	-4%	7%	29%	39%	32%	-5%
NAND	0%	6%	-21%	-61%	-78%	-70%	-60%	-49%	-23%	0%	-15%	-63%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 – 메모리 전망 주요 가정

2023 CES
IT

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,240	14,564	13,982	14,261	13,833	15,078	16,134	16,618	45,630	54,795	56,047	61,664
	% QoQ	-9%	10%	-4%	2%	-3%	9%	7%	3%				
	% YoY	1%	7%	4%	-2%	4%	4%	15%	17%	23%	20%	2%	10%
	NAND	226,873	247,292	220,090	239,898	237,499	254,124	276,995	285,305	396,500	631,923	934,153	1,053,922
	% QoQ	19%	9%	-11%	9%	-1%	7%	9%	3%				
	% YoY	69%	79%	30%	26%	5%	3%	26%	19%	43%	59%	48%	13%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.49	0.48	0.37	0.26	0.23	0.21	0.22	0.25	0.43	0.50	0.39	0.23
	% QoQ	-4%	-3%	-22%	-31%	-12%	-8%	6%	13%				
	% YoY	16%	-5%	-31%	-50%	-54%	-56%	-41%	-3%	-9%	15%	-21%	-43%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	2%	1%	-21%	-26%	-9%	-1%	3%	4%				
	% YoY	3%	-6%	-28%	-40%	-46%	-47%	-31%	-3%	0%	-9%	-19%	-35%
영업이익률 (%)	DRAM	36%	44%	34%	5%	-9%	-17%	-4%	7%	29%	39%	32%	-5%
	NAND	0%	6%	-21%	-61%	-78%	-70%	-60%	-49%	-23%	0%	-15%	-63%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	31,900.4	42,997.8	45,073.1	30,023.2	48,356.0
매출액증가율(%)	18.2	34.8	4.8	-33.4	61.1
매출원가	21,089.8	24,045.6	29,427.9	31,561.1	32,852.7
매출총이익	10,810.6	18,952.2	15,645.2	-1,537.9	15,503.3
판매비와관리비	5,798.0	6,541.9	8,337.8	5,507.4	8,861.3
영업이익	5,012.6	12,410.3	7,307.7	-7,045.3	6,642.0
영업이익률(%)	15.7	28.9	16.2	-23.5	13.7
금융손익	1,347.5	907.7	1,468.3	125.8	298.4
중속/관계기업관련손익	-36.3	162.3	214.2	243.0	243.0
기타영업외손익	1,311.2	1,069.9	1,775.3	368.8	541.4
세전계속사업이익	6,237.0	13,416.0	9,082.7	-6,676.5	7,183.4
법인세비용	1,478.1	3,799.8	2,619.8	-1,468.8	1,580.4
당기순이익	4,758.9	9,616.2	6,462.8	-5,207.7	5,603.1
지배주주지분 손이익	4,755.1	9,602.3	6,454.2	-5,216.3	5,594.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,571.0	26,870.5	24,934.0	23,902.8	36,944.8
현금및현금성자산	2,976.0	5,058.0	126.6	-1,972.4	-2,457.0
매출채권	4,931.3	8,267.1	8,426.0	7,965.1	11,703.1
재고자산	6,136.3	8,916.6	13,852.3	14,738.5	23,505.7
비유동자산	54,602.9	69,516.0	73,310.7	67,679.4	64,805.3
유형자산	41,230.6	53,034.3	58,858.8	53,358.8	48,858.8
무형자산	3,400.3	5,065.1	5,096.7	5,239.1	5,428.1
투자자산	1,166.2	1,410.4	1,787.8	2,030.0	2,272.2
자산총계	71,173.9	96,386.5	98,244.7	91,582.3	101,750.1
유동부채	9,072.4	14,769.4	9,191.0	9,759.4	16,303.8
매입채무	1,046.2	1,359.3	892.1	949.2	1,513.8
단기차입금	179.6	233.2	2,203.4	2,203.4	2,203.4
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	1,737.7	1,848.9	2,448.6
비유동부채	10,192.4	19,426.1	21,102.5	19,903.3	18,942.9
사채	3,624.0	7,256.5	7,597.3	7,500.7	7,500.7
장기차입금	4,535.0	7,563.0	8,390.0	7,283.4	6,283.4
부채총계	19,264.8	34,195.4	30,293.5	29,662.7	35,246.7
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2
기타포괄이익누계액	-405.5	675.3	1,692.6	1,692.6	1,692.6
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	60,538.0	54,506.4	59,090.1
비지배주주지분	20.6	34.0	44.6	44.6	44.6
자본총계	51,909.1	62,191.1	67,951.2	61,919.6	66,503.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	12,314.6	19,797.7	13,146.5	9,816.2	12,434.1
당기순이익(손실)	4,758.9	9,616.2	6,462.8	-5,207.7	5,603.1
유형자산감가상각비	8,811.6	9,862.6	13,500.0	14,500.0	15,000.0
무형자산상각비	960.6	795.9	722.0	257.6	210.9
운전자본의 증감	-1,649.9	-3,018.4	-4,831.6	-88.0	-9,168.3
투자활동 현금흐름	-11,840.4	-22,392.3	-17,914.4	-9,999.2	-11,499.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,068.7	-12,486.6	-17,900.0	-9,000.0	-10,500.0
투자자산의 감소(증가)	-482.7	-74.5	-77.0	0.8	0.8
재무활동 현금흐름	252.1	4,492.3	-609.7	-1,916.0	-1,419.5
차입금증감	1,251.7	5,612.8	1,204.0	-1,092.0	-400.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	669.9	2,082.0	-4,931.3	-2,099.0	-484.6
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	126.6	-1,972.4
기말현금	2,976.0	5,058.0	126.6	-1,972.4	-2,457.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,819	59,063	61,913	41,241	66,423
EPS(지배주주)	6,532	13,190	8,866	-7,165	7,685
CFPS	920	2,860	-6,774	-2,883	-666
EBITDAPS	20,309	31,688	29,574	10,594	30,018
BPS	71,275	85,380	93,278	84,993	91,289
DPS	1,170	1,540	854	1,259	1,341
배당수익률(%)	1.4	1.8	1.0	1.5	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	6.5	9.7	-	11.2
PCR	93.5	30.1	-12.7	-29.8	-129.2
PSR	2.0	1.5	1.4	2.1	1.3
PBR	1.2	1.0	0.9	1.0	0.9
EBITDA	14,784.8	23,068.8	21,529.7	7,712.3	21,852.9
EV/EBITDA	4.8	4.2	4.4	12.4	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	15.4	9.9	-8.0	8.7
EBITDA이익률	36.4	50.7	28.9	-35.7	37.8
부채비율	37.1	55.0	44.6	47.9	53.0
금융비용부담률	0.7	0.6	0.9	1.4	0.9
이자보상배율(x)	19.8	47.7	17.7	-16.3	16.0
매출채권회전율(x)	6.9	6.5	5.4	3.7	4.9
재고자산회전율(x)	3.7	3.2	2.6	2.2	1.7

LG디스플레이 (034220) Specialty에서 찾는 기회

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

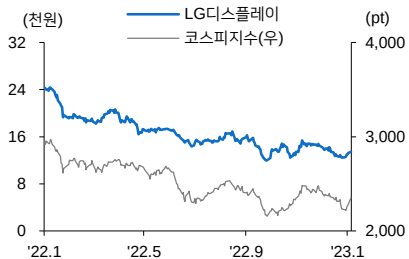
적정주가 (12개월)	17,000원
현재주가 (1.9)	13,450원
상승여력	26.4%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	48,126억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.76%
외국인비중	19.12%
52주 최고/최저가	24,350원/11,950원
평균거래대금	208.3억원

주요주주(%)	
LG전자 외 1인	37.91
국민연금공단	5.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-11.8	-44.3
상대주가	-2.0	-11.8	-30.0

주가그래프



전방시장의 침체 신호는 길어지는 중. 4Q22 TV와 IT 패널 수요는 여전히 답보 상태

- 패널가가 현금원가를 하회하며 패널업체들은 2Q22 말부터 과감한 생산 축소를 단행. 3Q22말부터 패널가 하락세는 중단되었으나 실적 악화 우려 요인은 그대로 상존
- 4Q22 영업손실은 7,918억원으로 전분기 7,593억원에서 소폭 확대될 전망. 전반적인 TV/IT 패널 수요 둔화 속 모바일 주요 고객의 생산 차질이 출하 제한 요인으로 작용. Auto 디스플레이 성장 지속은 긍정적 포인트

전방시장 침체 속 전략적 대응 구사할 필요. 1) 재고 효율화, 2) 사업 조정과 고정비 축소

- 과거의 순환적 관점에서 생각한다면 언젠가 LCD 패널은 현금원가 이하에서 업사이클로 귀결
- 하지만 해당 전방시장의 성장은 정체된 상황. 설사 경기 침체를 뚫고 수요가 성장할지라도 다수의 공급업체의 가동률 상승은 패널가 인상을 저해할 가능성이 높음
- 커머디티가 어렵다면 성장하는 전방시장 향 스페셜티에 집중해야 할 때. CEO 2023을 통해 폴더블, 초고해상도 Near-eye 디스플레이 (OLEDoS), 전장/웨어러블용 디스플레이 시장 성장에 대한 청사진 확인

당분간 영업손실 확대는 불가피. 뉴 디스플레이 성장 여력 충분하나, 리스크 요인을 면밀히 관찰할 필요

- 장기적 관점에서 투자의견 Buy 제시. 적정주가 17,000원은 2023E PBR 0.62배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	24,261.6	-36.5	-94.9	-265	-96.6	31,847	-	0.42	3.6	-0.8	175.4
2021	29,878.0	2,230.6	1,186.2	3,315	흑자전환	36,664	4.1	0.37	2.4	9.0	158.5
2022E	26,085.4	-2,001.1	-2,089.4	-5,839	적자전환	31,088	-	0.43	5.6	-17.2	171.6
2023E	24,810.6	-1,315.2	-454.3	-1,270	적자축소	28,736	-	0.47	4.5	-4.2	162.4
2024E	23,138.9	457.1	491.9	1,375	흑자전환	30,214	9.8	0.45	2.5	4.7	152.9

LG디스플레이 - 분기 실적 추정

2023 CES
IT

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	6,471.5	5,607.3	6,771.1	7,236.5	6,683.5	6,278.7	5,894.8	5,953.7	24,261.6	29,878.0	26,085.4	24,810.6
% YoY	-6.0%	-19.5%	-6.3%	-17.8%	3.3%	12.0%	-12.9%	-17.7%	3.3%	23.1%	-12.7%	-4.9%
% QoQ	-26.5%	-13.4%	20.8%	6.9%	-7.6%	-6.1%	-6.1%	1.0%				
투입면적 ('000 m ²)	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	42,383.6	44,528.6	45,683.6	45,683.6
출하면적 ('000 m ²)	8,214.6	7,864.7	7,497.3	7,816.3	7,703.5	7,151.7	6,768.6	6,768.6	30,395.9	35,040.3	31,392.9	28,392.4
% YoY	-1.7%	-12.5%	-10.3%	-16.3%	-6.2%	-9.1%	-9.7%	-13.4%	-20.9%	15.3%	-10.4%	-9.6%
% QoQ	-12.0%	-4.3%	-4.7%	4.3%	-1.4%	-7.2%	-5.4%	0.0%				
평균단가(달러)	653.8	566.0	675.0	681.8	688.6	702.3	702.3	709.4	677.5	745.6	644.1	700.7
% YoY	-11.5%	-19.1%	-9.6%	-14.5%	5.3%	24.1%	4.1%	4.1%	28.6%	10.1%	-13.6%	8.8%
% QoQ	-18.0%	-13.4%	19.3%	1.0%	1.0%	2.0%	0.0%	1.0%				
매출총이익	817.8	275.6	18.9	52.7	-98.7	79.4	782.9	922.7	2,635.2	5,305.1	1,164.9	1,686.3
매출총이익률 (%)	12.6%	4.9%	0.3%	0.7%	-1.5%	1.3%	13.3%	15.5%	10.9%	17.8%	4.5%	6.8%
영업이익	38.4	-488.4	-759.3	-791.8	-914.6	-689.6	81.2	207.8	-36.5	2,230.6	-2,001.1	-1,315.2
영업이익률 (%)	0.6%	-8.7%	-11.2%	-10.9%	-13.7%	-11.0%	1.4%	3.5%	-0.2%	7.5%	-7.7%	-5.3%
경상이익	37.4	-512.1	-1,099.1	-1,375.8	-871.0	-482.9	245.0	29.6	-602.5	1,718.9	-2,949.5	-1,079.3
경상이익률 (%)	0.6%	-9.1%	-16.2%	-19.0%	-13.0%	-7.7%	4.2%	0.5%	-2.5%	5.8%	-11.3%	-4.4%
지배주주순이익	20.0	-404.6	-700.6	-1,004.2	-250.8	-398.9	173.0	22.5	-94.9	1,186.2	-2,089.4	-454.3
순이익률 (%)	0.8%	-6.8%	-11.4%	-14.3%	-10.2%	-6.0%	3.2%	0.4%	-0.3%	4.5%	-8.2%	-3.4%
EPS (원)	56	-1,131	-1,958	-2,807	-701	-1,115	483	63	-265	3,315	-5,839	-1,270

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,261.6	29,878.0	26,085.4	24,810.6	23,138.9
매출액증가율(%)	3.3	23.1	-12.7	-4.9	-6.7
매출원가	21,626.3	24,572.9	24,920.5	23,124.3	19,892.7
매출총이익	2,635.2	5,305.1	1,164.9	1,686.3	3,246.2
판매비와관리비	2,671.7	3,074.5	3,166.0	3,001.5	2,789.1
영업이익	-36.5	2,230.6	-2,001.1	-1,315.2	457.1
영업이익률(%)	-0.2	7.5	-7.7	-5.3	2.0
금융손익	-214.6	-28.7	-485.1	272.7	230.1
종속/관계기업관련손익	12.6	7.8	8.2	8.2	8.2
기타영업외손익	-202.1	-20.9	-948.4	235.9	221.0
세전계속사업이익	-602.5	1,718.9	-2,949.5	-1,079.3	678.1
법인세비용	-526.3	385.3	-815.9	-237.4	149.2
당기순이익	-76.2	1,333.6	-2,133.6	-841.8	528.9
지배주주지분 순이익	-94.9	1,186.2	-2,089.4	-454.3	491.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	11,099.5	13,187.1	8,319.6	5,910.9	6,842.8
현금및현금성자산	4,218.1	3,541.6	73.4	-1,044.5	-43.1
매출채권	3,517.5	4,574.8	3,759.2	3,092.8	3,054.1
재고자산	2,170.7	3,350.4	2,753.1	2,265.0	2,236.7
비유동자산	23,966.5	24,967.5	26,515.3	25,528.2	24,803.1
유형자산	20,139.7	20,558.5	21,743.9	19,643.9	17,443.9
무형자산	1,020.1	1,644.9	2,109.5	2,859.1	3,608.7
투자자산	114.6	126.7	494.7	1,242.2	1,989.8
자산총계	35,066.0	38,154.5	34,834.9	31,439.1	31,645.9
유동부채	11,007.0	13,994.8	13,456.4	11,002.2	10,680.1
매입채무	3,779.3	4,814.1	3,955.8	3,254.6	3,213.9
단기차입금	394.9	613.7	1,654.0	1,664.0	1,674.0
유동성장기부채	2,705.7	3,393.5	3,288.5	2,705.6	2,671.7
비유동부채	11,327.6	9,397.2	8,554.0	8,454.2	8,454.2
사채	1,948.5	996.0	1,110.9	1,096.8	1,096.8
장기차입금	9,019.7	7,660.6	6,719.2	6,633.8	6,633.8
부채총계	22,334.6	23,392.0	22,010.4	19,456.5	19,134.3
자본금	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-163.5	537.1	816.7	816.7	816.7
이익잉여금	7,518.8	8,541.5	6,267.1	5,425.2	5,954.1
비지배주주지분	1,335.9	1,643.7	1,700.6	1,700.6	1,700.6
자본총계	12,731.4	14,762.5	12,824.5	11,982.7	12,511.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,278.8	5,753.5	2,449.4	2,898.4	4,269.1
당기순이익(손실)	-76.2	1,333.5	-2,133.6	-841.8	528.9
유형자산감가상각비	4,134.0	4,500.7	4,100.0	4,000.0	4,000.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1,477.1	-1,016.0	-683.5	100.0	5.8
투자활동 현금흐름	-2,311.2	-4,263.1	-5,418.9	-3,276.9	-3,176.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,595.4	-3,141.4	-4,300.0	-1,900.0	-1,800.0
투자자산의 감소(증가)	27.0	-630.9	-540.2	-739.4	-739.4
재무활동 현금흐름	931.8	-2,466.1	-591.9	-739.4	-90.8
차입금증감	833.2	-2,399.2	-269.5	-672.4	-23.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	882.1	-676.5	-3,468.2	-1,117.9	1,001.4
기초현금	3,336.0	4,218.1	3,541.6	73.4	-1,044.5
기말현금	4,218.1	3,541.6	73.4	-1,044.5	-43.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	67,805	83,501	72,902	69,339	64,667
EPS(지배주주)	-265	3,315	-5,839	-1,270	1,375
CFPS	2,465	-1,891	-9,693	-3,124	2,799
EBITDAPS	11,452	18,812	5,866	7,503	12,456
BPS	31,847	36,664	31,088	28,736	30,214
DPS	0	650	-1,168	-254	275
배당수익률(%)	0.0	4.8	-8.7	-1.9	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	4.1	-	-	9.8
PCR	5.5	-7.1	-1.4	-4.3	4.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
EBITDA	4,098	6,731	2,099	2,685	4,457
EV/EBITDA	3.6	2.4	5.6	4.5	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	9.0	-17.2	-4.2	4.7
EBITDA이익률	-2.9	21.9	-47.3	-19.0	13.8
부채비율	175.4	158.5	171.6	162.4	152.9
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.6	1.6
이자보상배율(x)	-0.1	5.1	-5.3	-3.5	1.3
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	6.3	7.2	7.5
재고자산회전율(x)	10.2	8.9	8.2	9.2	8.8

현대차 (005380) 어려운 영업 환경 전개 중, SDV 진전 확인은 2025년

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

Buy

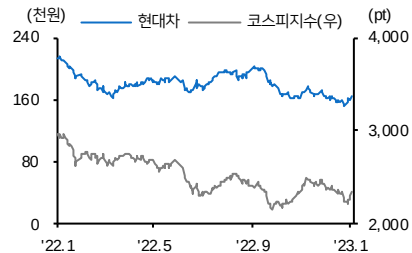
적정주가 (12개월)	210,000원
현재주가 (1. 9)	164,000원
상승여력	28.0%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	350,416억원
발행주식수	21,367만주
유동주식비율	64.32%
외국인비중	28.89%
52주 최고/최저가	215,000원/151,000원
평균거래대금	1,130.0억원

주요주주(%)	
현대모비스 외 8 인	29.38
국민연금공단	7.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	-7.9	-23.7
상대주가	2.6	-7.8	-4.1

주가그래프



SDV 개발 방향의 전환점 맞이한 현대차그룹, 실질적 진전 확인은 2025년

- BEV 통합 모듈러 아키텍처와 고성능 AP 기반 통합 제어기 도입, 2025년
- 고효율의 전기 에너지 공급과 고속 연산 역량을 확보해 더욱 고도화된 주행 프로그램 구동이 가능해질 예정
- 서비스 비즈니스 모델 전개가 가능한 SDV 개발을 위해, 기존 및 신생 자동차 업체들의 도전이 지속 확대 중
- SDV 개발에 성공해 새로운 비즈니스 모델을 전개할 경우 대당 이익 레벨업과 밸류에이션 레벨업의 동반 가능, 그러나 관련 역량을 확보하지 못할 경우는 구조적 점유율 하락과 제조 손익 훼손에 따른 기업가치 하락 심화될 것

금리 인상에 따른 소비자 구매력 약화로 어려운 영업 환경 전개 불가피한 2023년

- 4Q22 영업 실적, 컨센서스에 부합 전망. 신규 주문 부진에도 반도체 공급 정상화를 통한 생산 증대로 기존 축적 대기 수요를 소진하며 판매량 증가했으며, 기말 환율 강세에 따른 외화 충당부채 환산 이익 또한 반영된 결과
- 2023년 실적은 금리 환경과 소비 심리에 이례적 개선 요인이 발현되지 않는다면, 점진적 우하향 불가피
- 2023년 연간 영업이익 8.48조원 (-11% YoY, 컨센서스 대비 -15% 하회) 예상
- 중국 단독 증자 혹은 철수, 러시아 철수, 달러 및 신흥국 대비 원화 강세 전환 등이 발현될 경우, 추가 실적 조정 가능

적정주가 210,000원, 투자의견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	103,997.6	2,394.7	1,424.4	5,790	-52.2	275,660	27.5	0.6	6.3	1.9	174.2
2021	117,610.6	6,678.9	4,942.4	21,678	247.0	298,318	7.4	0.5	5.0	6.2	183.2
2022E	140,730.5	9,478.2	7,967.8	35,692	61.2	325,468	4.5	0.5	4.5	9.2	186.2
2023E	135,327.9	8,481.1	6,857.6	30,336	-13.9	350,652	5.3	0.5	5.1	7.3	163.8
2024E	133,371.3	7,939.3	6,539.0	28,669	-4.6	373,506	5.6	16.0	5.2	6.5	153.3

현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

2023 CES
모빌리티

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	30,298.6	35,999.9	37,705.4	36,726.6	33,330.3	34,938.2	32,260.5	34,798.9	140,730.5	135,327.9	133,371.3
(% YoY)	10.6	18.7	30.6	18.4	10.0	-2.9	-14.4	-5.2	19.7	-3.8	-1.4
연결기준 판매볼륨 (천대)	864.2	932.0	941.6	976.6	861.8	932.0	944.7	964.4	3,714.4	3,699.4	3,861.0
(% YoY)	-6.9	2.1	14.6	8.6	-0.3	0.0	0.3	-1.2	4.3	-0.4	4.4
자동차	24,075.0	28,504.0	29,553.6	29,499.4	26,491.3	28,176.7	25,597.7	28,017.5	111,632.0	108,283.2	107,011.2
(% YoY)	10.9	15.5	30.9	17.1	10.0	-1.1	-13.4	-5.0	18.6	-3.0	-1.2
금융	4,371.8	5,448.4	5,850.7	4,943.7	4,801.4	4,737.5	4,669.7	4,612.6	20,614.6	18,821.2	18,233.2
(% YoY)	2.0	34.9	28.0	27.2	9.8	-13.0	-20.2	-6.7	22.8	-8.7	-3.1
기타	1,851.8	2,047.5	2,301.1	2,283.5	2,037.6	2,024.0	1,993.1	2,168.8	8,483.9	8,223.5	8,126.9
(% YoY)	32.0	26.9	33.9	17.1	10.0	-1.1	-13.4	-5.0	26.9	-3.1	-1.2
OP	1,928.9	2,979.8	1,551.8	3,017.7	2,337.4	2,257.4	1,921.3	1,965.0	9,478.2	8,481.1	7,939.3
(% YoY)	16.4	58.0	-3.4	97.3	21.2	-24.2	23.8	-34.9	41.9	-10.5	-6.4
자동차	1,275.7	2,243.5	1,012.6	2,649.3	1,827.7	1,797.6	1,514.3	1,693.9	7,181.1	6,833.6	6,394.6
(% YoY)	21.5	81.5	5.7	190.5	43.3	-19.9	49.5	-36.1	72.8	-4.8	-6.4
금융	549.3	609.5	378.0	231.3	397.7	350.4	297.3	156.1	1,768.1	1,201.6	1,097.7
(% YoY)	3.6	10.0	-33.7	-57.2	-27.6	-42.5	-21.4	-32.5	-19.5	-32.0	-8.6
기타	104.0	126.8	161.2	137.0	112.1	109.3	109.6	114.9	529.0	445.9	447.0
(% YoY)	35.9	32.7	104.3	78.4	7.8	-13.8	-32.0	-16.1	61.4	-15.7	0.2
RP	2,278.6	3,888.8	2,042.0	3,419.8	2,769.7	2,767.5	2,344.5	2,442.3	11,629.2	10,324.0	9,966.0
(% YoY)	11.4	55.4	5.4	132.0	21.5	-28.8	14.8	-28.6	52.3	-11.2	-3.5
NP	1,584.9	2,803.5	1,271.6	2,307.8	1,923.5	1,753.0	1,650.5	1,530.7	7,967.8	6,857.6	6,539.0
(% YoY)	19.4	59.1	-2.7	322.0	21.4	-37.5	29.8	-33.7	72.5	-13.9	-4.6
OP margin (%)	6.4	8.3	4.1	8.2	7.0	6.5	6.0	5.6	6.7	6.3	6.0
자동차	5.3	7.9	3.4	9.0	6.9	6.4	5.9	6.0	6.4	6.3	6.0
금융	12.6	11.2	6.5	4.7	8.3	7.4	6.4	3.4	8.6	6.4	6.0
기타	5.6	6.2	7.0	6.0	5.5	5.4	5.5	5.3	6.2	5.4	5.5
RP margin (%)	7.5	10.8	5.4	9.3	8.3	7.9	7.3	7.0	8.3	7.6	7.5
NP margin (%)	5.2	7.8	3.4	6.3	5.8	5.0	5.1	4.4	5.7	5.1	4.9
평균환율 (원/달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,270.0	1,260.0	1,250.0	1,250.0	1,291.1	1,257.5	1,230.0
기말환율 (원/달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,270.0	1,250.0	1,250.0	1,250.0	1,260.4	1,250.0	1,200.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	103,997.6	117,610.6	140,730.5	135,327.9	133,371.3
매출액증가율(%)	-1.7	13.1	19.7	-3.8	-1.4
매출원가	85,515.9	95,680.1	112,626.4	110,020.5	109,015.3
매출총이익	18,481.7	21,930.5	28,104.1	25,307.4	24,355.9
판매비와관리비	16,087.0	15,251.5	18,625.9	16,826.3	16,374.6
영업이익	2,394.7	6,678.9	9,478.2	8,481.1	7,981.3
영업이익률(%)	2.3	5.7	6.7	6.3	6.0
금융손익	-142.1	41.8	66.8	44.6	78.6
종속/관계기업관련손익	162.2	1,303.4	2,042.0	1,866.0	1,894.8
기타영업외손익	-320.4	-387.1	42.2	-67.7	53.3
세전계속사업이익	2,094.4	7,636.9	11,629.2	10,324.0	10,008.0
법인세비용	168.7	2,266.5	2,790.6	2,618.3	2,591.2
당기순이익	1,925.7	5,370.4	8,838.6	7,705.7	7,416.8
지배주주지분 순이익	1,425.6	4,619.7	7,967.8	6,857.6	6,539.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	83,686.4	88,565.4	104,230.2	100,228.8	103,447.6
현금및현금성자산	9,862.1	12,795.6	18,998.6	16,239.3	16,671.4
매출채권	3,284.0	3,147.3	5,629.2	5,413.1	5,334.9
재고자산	11,333.7	11,645.6	13,369.4	13,532.8	14,670.8
비유동자산	125,657.9	145,381.0	153,695.2	155,904.6	158,523.3
유형자산	34,092.2	35,543.1	37,640.0	39,977.2	41,990.7
무형자산	5,677.6	5,847.0	5,910.9	6,010.2	6,065.6
투자자산	22,766.3	26,274.8	31,651.0	30,638.9	30,396.0
자산총계	209,344.2	233,946.4	257,925.4	256,133.4	261,971.0
유동부채	59,459.5	64,236.8	73,217.5	64,919.3	64,521.5
매입채무	8,793.2	9,155.3	10,814.3	10,263.8	9,982.0
단기차입금	13,780.7	13,087.8	12,433.4	12,557.8	12,620.6
유동성장기부채	16,104.0	20,578.9	27,781.5	27,781.5	27,809.3
비유동부채	73,543.7	87,093.8	94,573.1	94,105.0	94,011.0
사채	48,795.4	63,458.8	66,631.7	66,631.7	66,831.6
장기차입금	12,726.7	10,667.7	13,334.7	13,468.0	13,494.9
부채총계	133,003.2	151,330.6	167,790.6	159,024.3	158,532.6
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,190.1	4,070.3	4,070.3	4,070.3	4,070.3
기타포괄이익누계액	-3,409.7	-1,772.6	-1,772.6	-1,772.6	-1,772.6
이익잉여금	68,911.8	73,167.9	79,725.4	85,851.6	91,345.2
비지배주주지분	6,860.3	7,629.7	8,500.4	9,348.5	10,184.2
자본총계	76,341.0	82,615.8	90,134.8	97,109.1	103,438.4

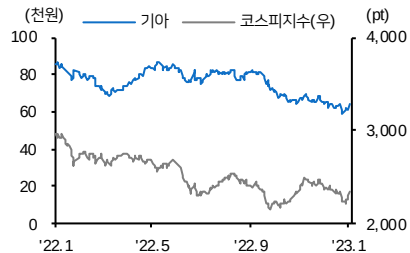
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-409.8	-1,176.4	2,601.3	9,231.1	29,174.8
당기순이익(손실)	1,924.6	5,693.1	8,838.6	7,705.7	7,374.8
유형자산감가상각비	2,749.5	2,937.9	2,403.1	2,662.8	2,886.5
무형자산상각비	1,435.9	1,617.8	1,765.6	1,795.3	1,811.8
운전자본의 증감	-16,991.8	-20,287.8	-22,975.3	-22,071.9	-2,184.6
투자활동 현금흐름	-9,337.6	-5,182.6	3,847.0	-10,532.7	-27,476.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,687.8	-4,304.3	-4,500.0	-5,000.0	-4,900.0
투자자산의 감소(증가)	-1,445.1	-754.7	-2,219.3	1,012.1	242.9
재무활동 현금흐름	11,352.5	8,792.3	-1,826.7	-1,457.7	-1,266.5
차입금증감	12,779.0	10,904.0	-278.3	257.7	317.4
자본의증가	0.0	1.0	2.0	3.0	3.0
현금의증가(감소)	1,180.2	2,933.4	6,203.1	-2,759.3	432.1
기초현금	8,682.0	9,862.1	12,795.6	18,998.6	16,239.3
기말현금	9,862.1	12,795.6	18,998.6	16,239.3	16,671.4
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	486,725	550,436	658,641	633,355	624,198
EPS(지배주주)	5,790	21,678	35,692	30,336	28,669
CFPS	87,673	100,486	133,628	146,503	146,767
EBITDAPS	30,796	52,580	63,870	60,557	59,146
BPS	275,660	298,318	325,468	350,652	373,506
DPS	3,000	5,000	6,500	6,000	5,700
배당수익률(%)	1.9	3.1	4.1	3.8	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	27.5	7.4	4.5	5.3	5.6
PCR	1.8	1.6	1.2	1.1	1.1
PSR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	65,800.4	112,346.9	136,468.8	129,391.3	126,375.9
EV/EBITDA	6.3	5.0	4.5	5.1	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	6.2	9.2	7.3	6.5
EBITDA이익률	6.3	9.6	9.7	9.6	9.5
부채비율	174.2	183.2	186.2	163.8	153.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.7	2.2	1.9	1.7	1.6
매출채권회전율(x)	30.6	36.6	32.1	24.5	24.8
재고자산회전율(x)	7.9	8.7	10.0	9.5	9.1

기아 (000270) 어려운 영업 환경 속 경쟁사 대비 비교 우위의 대응 전개 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	90,000원
현재주가 (1. 9)	64,100원
상승여력	40.4%
KOSPI	2,350.19pt
시가총액	259,838억원
발행주식수	40,536만주
유동주식비율	61.01%
외국인비중	35.64%
52주 최고/최저가	86,700원/59,300원
평균거래대금	910.0억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 5인	35.62
국민연금공단	7.46
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.7 -16.5 -26.1
상대주가	-0.1 -16.5 -7.0
주가그래프	



어려운 영업 환경 내 경쟁 업체 대비 상대적 선전 지속 중

- 지난 2022년 9월, 21개월 동안 지속 하락했던 산업 내 재고와 인센티브 방향의 상승 전환 시작 (미국 기준)
- 신규 수요 축소와 기존 주문 계약 취소, 반도체 공급 정상화에 따른 기존 대기 수요 소진이 겹치며, 2023년 주요 시장 영업 지표 지속 악화 전망. 기존 대기 수요가 완전 고갈되는 시점에서 산업 재고 레벨은 2020년 하반기 이전 수준으로 상승할 것이며, 산업 내 대부분 브랜드의 인센티브 또한 해당 시점 이후 더 가파르게 상승할 것
- 이 같은 상황에서 기아의 재고는 모든 경쟁사를 통틀어 가장 낮은 수준을 유지하고 있으며, 지난 4개월 인센티브 상승 속도 또한 상대적으로 낮은 재고에 근거해 가장 더디게 증가하는 모습을 보였음
- 실적 훼손에 대한 우려가 큰 완성차 업종 내 상대 매력도 부각 가능하다고 판단

금융 사업의 부재, 현대차 대비 실적 안전성 비교 우위

- 4Q22 영업이익 2.35조원 (+100% YoY)으로 컨센서스 부합할 전망
- 다만, 인센티브 상승 및 원화 강세에 따른 실적 영향이 본격화되는 2023년 실적 방향성은 점진적 우하향 예상
- 현대차와 비교했을 때, 금융 사업 노출 부재하다는 점에서 2023년 실적 감소 폭 상대적으로 낮다고 판단

적정주가 90,000원, 투자의견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	59,168.1	2,066.5	1,487.6	3,670	-18.6	73,740	16.8	0.8	4.9	5.1	102.4
2021	69,862.4	5,065.7	4,760.3	11,744	220.0	86,127	5.2	0.7	2.4	14.7	91.5
2022E	85,995.4	6,953.9	5,248.6	12,948	10.3	96,831	4.7	0.6	1.4	14.2	94.6
2023E	82,982.2	6,609.6	5,097.3	12,575	-2.9	109,082	4.9	0.6	1.5	12.2	74.6
2024E	79,600.5	6,239.1	4,622.4	11,403	-9.3	119,634	5.4	0.5	1.4	10.0	64.6

기아 분기 및 연간 실적 Snapshot

2023 CES
모빌리티

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	18,357.2	21,876.0	23,161.6	22,600.6	20,197.5	21,291.9	20,542.0	20,950.8	85,995.4	82,982.2	79,600.5
(% YoY)	10.7	19.3	30.5	31.5	10.0	-2.7	-11.3	-7.3	23.1	-3.5	-4.1
연결기준 판매볼륨 (천대)	626.9	687.6	687.6	703.4	672.8	702.9	676.0	673.2	2,705.5	2,725.0	2,713.0
(% YoY)	-2.3	6.6	23.2	21.3	7.3	2.2	-1.7	-4.3	11.6	0.7	-0.4
국내공장	333.3	356.1	364.5	402.0	360.0	375.0	364.0	371.0	1,455.9	1,470.0	1,465.0
(% YoY)	-7.8	-7.5	14.3	15.1	8.0	5.3	-0.1	-7.7	2.9	1.0	-0.3
해외공장	293.6	331.6	323.1	301.4	312.8	327.9	312.0	302.2	1,249.7	1,255.0	1,248.0
(% YoY)	4.7	27.4	35.1	30.7	6.5	-1.1	-3.4	0.3	23.7	0.4	-0.6
OP	1,606.5	2,234.1	768.2	2,345.1	1,842.1	1,793.4	1,401.7	1,572.5	6,953.9	6,609.6	6,239.1
(% YoY)	49.2	50.2	-42.1	99.6	14.7	-19.7	82.5	-32.9	37.3	-5.0	-5.6
RP	1,518.0	2,623.9	730.0	2,501.5	1,949.3	1,715.5	1,461.2	1,635.3	7,373.3	6,842.1	6,204.6
(% YoY)	15.1	42.8	-54.6	53.4	28.4	-34.6	100.2	-34.6	15.3	-7.2	-9.3
지분법이익	-52.5	356.4	192.4	196.4	196.3	11.0	147.1	150.4	692.7	504.8	625.3
(% YoY)	-127.8	8.9	-29.3	-48.3	-474.2	-96.9	-23.6	-23.4	12.3	-0.4	918.4
NP	1,032.8	1,881.1	458.7	1,876.1	1,456.5	1,222.5	1,047.2	1,169.9	5,248.6	5,097.3	4,622.4
(% YoY)	-0.2	40.1	-59.6	50.4	41.0	-35.0	128.3	-37.6	10.3	-2.9	-9.3
OP margin (%)	8.8	10.2	3.3	10.4	9.1	8.4	6.8	7.5	8.1	8.0	7.8
RP margin (%)	8.3	12.0	3.2	11.1	9.7	8.1	7.1	7.8	8.6	8.2	7.8
NP margin (%)	5.6	8.6	2.0	8.3	7.2	5.7	5.1	5.6	6.1	6.1	5.8
평균환율 (원/달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,270.0	1,260.0	1,250.0	1,250.0	1,291.1	1,257.5	1,230.0
기말환율 (원/달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,270.0	1,250.0	1,250.0	1,250.0	1,260.4	1,250.0	1,200.0

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

기아(000270)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	59,168.1	69,862.4	85,995.4	82,982.2	79,600.5
매출액증가율(%)	1.8	18.1	23.1	-3.5	-4.1
매출원가	49,222.6	56,937.2	68,413.6	66,962.2	64,385.2
매출총이익	9,945.5	12,925.2	17,581.9	16,020.0	15,215.3
판매비와관리비	7,879.1	7,859.5	10,628.0	9,410.4	8,976.2
영업이익	2,066.5	5,065.7	6,953.9	6,609.6	6,239.1
영업이익률(%)	3.5	7.3	8.1	8.0	7.8
금융손익	-82.9	29.3	-316.3	-396.1	-381.3
종속/관계기업관련손익	61.4	1,168.2	692.7	504.8	625.3
기타영업외손익	-203.6	130.6	43.0	123.7	-278.6
세전계속사업이익	1,841.4	6,393.8	7,373.3	6,842.1	6,204.6
법인세비용	353.8	1,633.5	2,124.8	1,744.7	1,582.2
당기순이익	1,487.6	4,760.3	5,248.5	5,097.3	4,622.4
지배주주지분 순이익	1,487.6	4,760.3	5,248.6	5,097.3	4,622.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	26,093.4	29,205.5	35,371.3	37,176.0	39,641.1
현금및현금성자산	10,160.7	11,533.7	14,619.2	14,936.8	15,124.1
매출채권	1,819.0	1,787.7	3,439.8	3,319.3	3,980.0
재고자산	7,094.0	7,087.7	7,739.6	8,298.2	8,358.1
비유동자산	34,397.1	37,644.5	41,027.4	40,044.4	40,169.9
유형자산	15,579.7	15,583.8	14,535.7	14,033.7	13,495.1
무형자산	2,665.6	2,831.5	2,862.0	2,938.4	3,030.0
투자자산	15,265.7	18,057.3	22,399.2	21,780.3	22,288.2
자산총계	60,490.4	66,850.0	76,398.7	77,220.4	79,811.0
유동부채	21,097.6	21,562.6	26,560.4	22,846.9	21,579.7
매입채무	7,302.4	7,920.3	9,749.3	9,407.7	9,024.3
단기차입금	4,479.5	3,107.8	1,553.9	1,476.2	1,402.4
유동성장기부채	788.5	1,307.8	2,092.6	2,113.5	2,134.6
비유동부채	9,501.2	10,374.8	10,586.4	10,155.7	9,736.0
사채	2,723.0	3,297.0	3,329.9	3,363.2	3,396.9
장기차입금	2,175.7	1,631.3	1,305.0	1,318.1	1,331.3
부채총계	30,598.8	31,937.4	37,146.9	33,002.6	31,315.7
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,725.8	1,725.8	1,725.8	1,725.8
기타포괄이익누계액	-920.6	-406.4	-447.0	-491.7	-540.9
이익잉여금	27,173.4	31,682.9	36,062.9	41,073.7	45,400.3
비지배주주지분	0.0	2.1	2.0	2.0	2.0
자본총계	29,891.7	34,912.6	39,251.8	44,217.8	48,495.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5,423.9	7,359.7	10,014.5	5,194.4	4,095.2
당기순이익(손실)	1,487.6	4,760.3	5,248.5	5,097.3	4,622.4
유형자산감가상각비	1,675.7	1,701.8	1,805.7	1,818.3	1,867.9
무형자산상각비	543.9	519.2	586.2	601.8	620.6
운전자본의 증감	-1,797.7	-1,319.7	-962.1	-3,342.3	-4,431.8
투자활동 현금흐름	-2,864.9	-4,423.9	-3,900.5	-3,707.1	-2,738.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,661.9	-1,319.5	-1,253.5	-1,316.2	-1,329.4
투자자산의 감소(증가)	-777.5	-1,139.4	-2,990.1	618.9	-507.9
재무활동 현금흐름	3,517.3	-1,620.5	-3,027.7	-1,169.7	-1,169.3
차입금증감	4,041.0	-1,116.5	-1,824.9	46.3	46.8
자본의증가	0.0	-38.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5,892.0	1,373.0	3,085.5	317.6	187.3
기초현금	4,268.7	10,160.7	11,533.7	14,619.2	14,936.8
기말현금	10,160.7	11,533.7	14,619.2	14,936.8	15,124.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	145,963	172,345	212,144	204,711	196,368
EPS(지배주주)	3,670	11,744	12,948	12,575	11,403
CFPS	18,376	23,303	32,096	21,059	21,036
EBITDAPS	10,573	17,976	23,055	22,276	21,531
BPS	73,740	86,127	96,831	109,082	119,634
DPS	1,000	3,000	3,000	2,800	2,700
배당수익률(%)	1.6	4.9	4.9	4.6	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	16.8	5.2	4.7	4.9	5.4
PCR	3.3	2.6	1.9	2.9	2.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	4,286.0	7,286.7	9,345.7	9,029.8	8,727.7
EV/EBITDA	4.9	2.4	1.4	1.5	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	14.7	14.2	12.2	10.0
EBITDA이익률	7.2	10.4	10.9	10.9	11.0
부채비율	102.4	91.5	94.6	74.6	64.6
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	8.8	29.8	30.0	26.6	25.2
매출채권회전율(x)	29.8	38.7	32.9	24.6	21.8
재고자산회전율(x)	7.8	9.9	11.6	10.3	9.6

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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

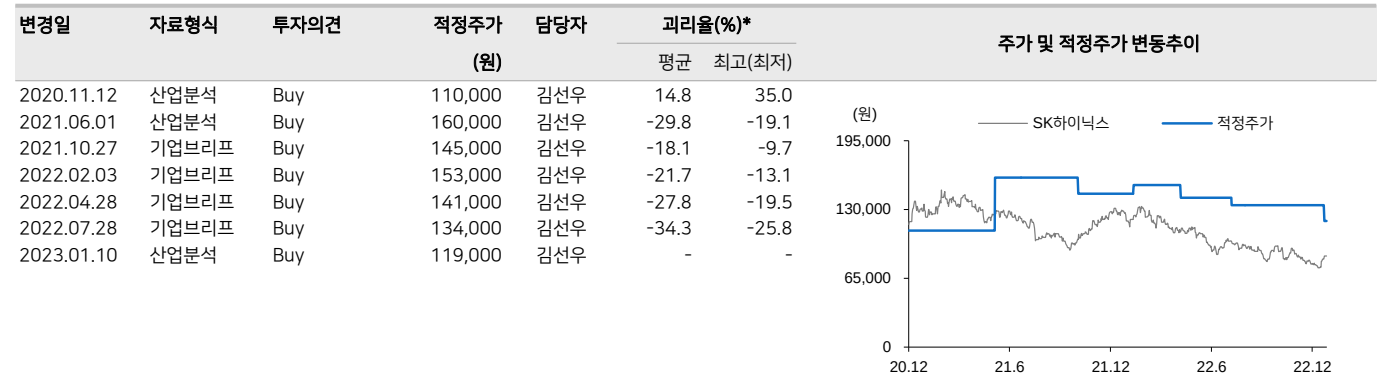
삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.12	산업분석	Buy	76,000	김선우	5.3	19.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	96,000	김선우	-22.0	-13.6	
2022.04.29	기업브리프	Buy	84,000	김선우	-25.4	-18.9	
2022.07.29	기업브리프	Buy	82,000	김선우	-28.5	-23.3	
2023.01.10	산업분석	Buy	79,000	김선우	-	-	

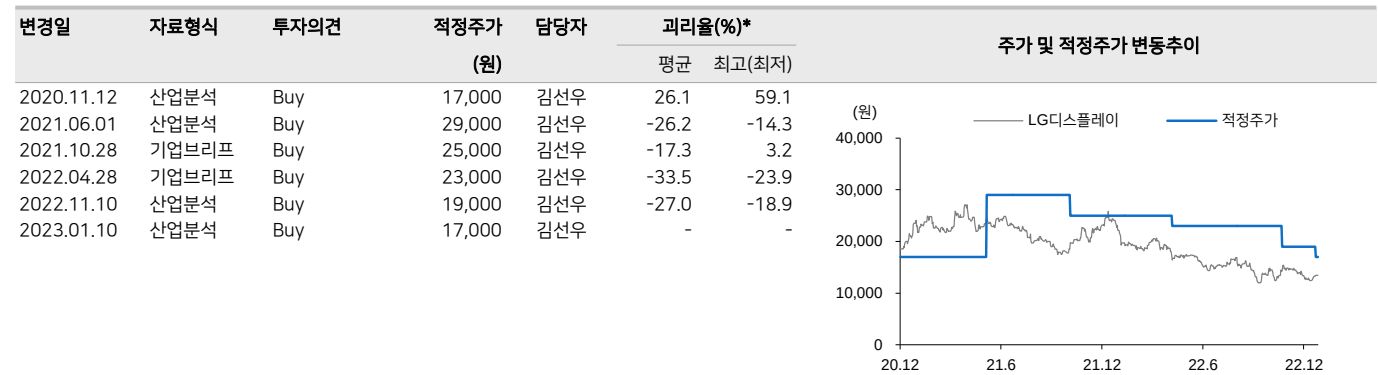
SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



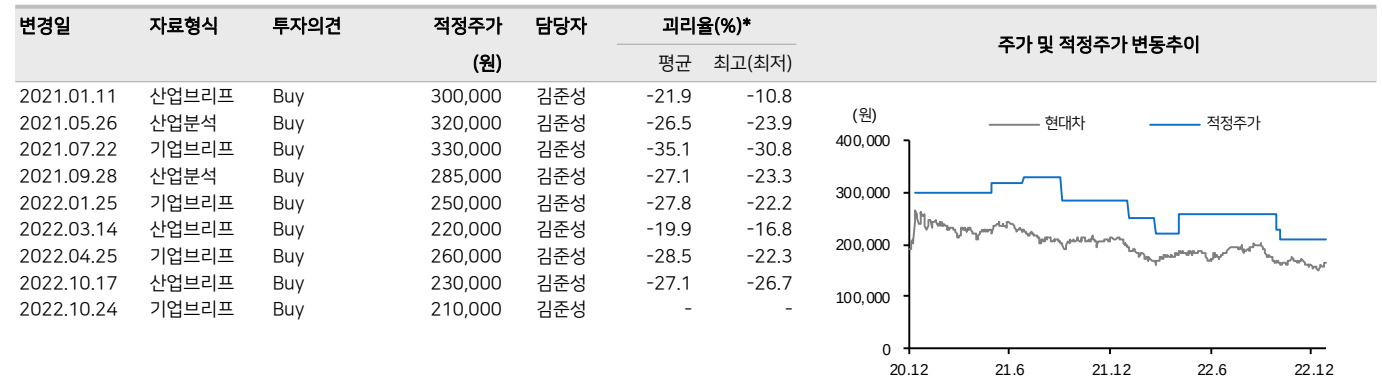
LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대차(005380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



기아(000270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

