

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2020. 6. 3 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2020년 하반기 전망 시리즈 5

건설/조선/기계\_90%의 세계 (해설판)

2020년 하반기 전망 시리즈 6

자동차\_EV, Architecture 차별화 통한 생존게임 시작 (해설판)

### 오늘의 차트

5월 이후 바뀐 코스피 수급 주체

### 칼럼의 재해석

미국 흑인 시위 영향

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.

Strategy Idea



▲ 조선/기계  
Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr



▲ 건설 전자재/부동산  
Analyst 박형렬  
02. 6454- 4872  
hr.park@meritz.co.kr

## 2020년 하반기 전망 시리즈 5 건설/조선/기계\_90%의 세계(해설판)

- ✓ 원유 수요의 구조적인 감소는 향후 유가 회복 국면에서도 장기 감소으로 연결
- ✓ 플랜트 발주는 감소할 것이며, 주택 시장은 가격 규제 영향으로 성장이 어려울 것
- ✓ 시총/영업이익은 4x 수준이 적정하며, 향후 상업용 부동산 관련 Risk 점검 필요
- ✓ 조선업종 내 비워진 10% - IMO2020 기대감, 제로금리, 선박가치
- ✓ 회복 신호 3개를 기다릴 시기, 90% 세계를 버틸 체력을 확인하는 과정

### Part I) 90%의 세계

*'코로나는 세상에 없었던 새로운 문제를 만드는 것이 아니다.  
이번 사태는 이전의 세계가 억누르고 있던 문제를 드러나게 할 것이다.'*

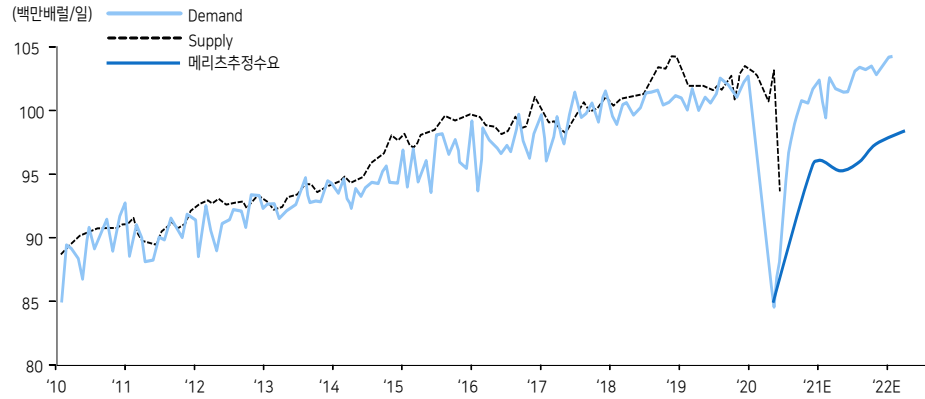
2014년 이후 석유시장은 언제나 공급과잉 부담이 존재하였다. 2016년 산유국의 감산 합의에도 불구하고, 오히려 Shale 오일 생산이 증가하며 공급과잉 부담은 심화되었다. 2020년 COVID-19로 충격적인 수요 감소가 감산으로 연결되었으나, 여전히 공급과잉에 대한 우려는 상존한다. 관건은 향후 수요 회복 경로와 공급의 대응이다.

향후 원유 수요는 2021년 말까지 COVID-19 이전 수준의 90% 회복 할 것으로 전망한다. 이는 충격적인 원유 수요 감소 이후 1) 교역량 감소, 2) 느린 GDP 회복 속도, 3) 산업 양극화, 4) 에너지원의 이동 등으로 10%의 결핍이 발생하기 때문이다.

원유 공급은 낮아진 수요 레벨을 반영하여 장기적인 감산이 추진될 것으로 전망한다. 특히 Shale 업체의 경우 과도한 설비투자로 실질적인 현금흐름이 악화된 상태에서 유가 급락이 발생하였다. COVID-19를 계기로 과거부터 근본적인 과잉공급 이슈를 유발했던 Shale 업체의 구조조정이 필요하다고 판단한다.

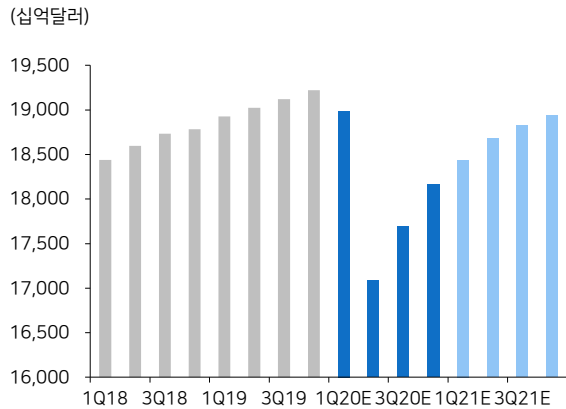
에너지원의 이동은 COVI-19 이전부터 수요와 공급 측면에서 발생하고 있었다. 이번 COVID-19 사태는 석유 및 석탄 에너지 수요 감소의 속도를 가속화 시킬 것이다. 산유국은 유가 급락으로 줄어든 재정수입 내에서 선별적인 재정계획이 필요하며, 마진이 감소한 부문의 플랜트 발주 감소는 불가피하다. 이에 따라 한정된 예산은 에너지원 전략에 맞춰진 Gas 플랜트에 집중될 것으로 예상된다.

그림1 원유 수요 공급 추이



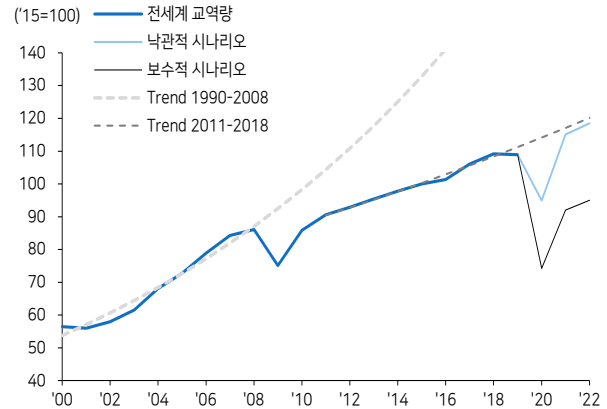
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GDP 경로 21년까지 총 수요 회복 불가(미국)



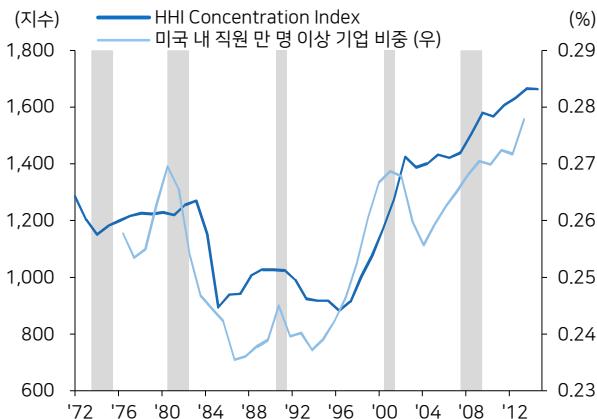
4자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 교역량 감소, 이전의 경로와 달라질 것



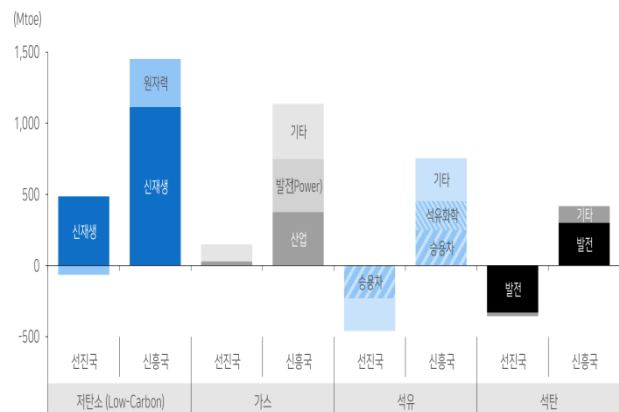
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 COVID 19 이후 산업 양극화



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 구조적인 에너지원의 이동



자료: 메리츠증권 리서치센터

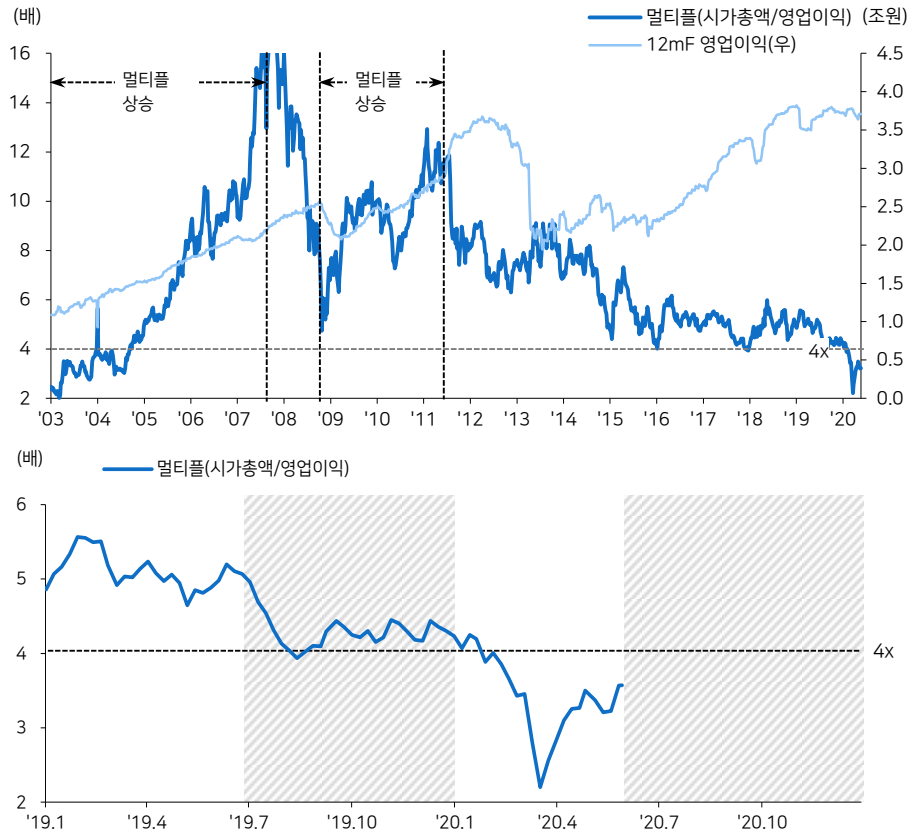
### Part II) – 성장의 한계와 수익성 둔화

건설업종의 Multiple은 개별 기업의 이익 방향성이 아닌 전체 시장 성장에 영향을 받는다. 건설업종 Multiple이 확장되었던 시기는 2003~2007년, 2009~2012년이며, 2012년 이후 축소되었다. 2003~2007년은 주택과 해외시장이 동시에 성장하였고, 2009~2012년은 주택시장 축소에도 불구하고 해외 발주가 급증하며 시장이 성장하였다. 반면 2016년 이후 수익성 개선에도 불구하고 Multiple은 하락하며 Box Band에서 거래되었다. 이는 수익성 개선이 시장 확대 과정에서 나타난 것이 아닌, 선별적 수주 전략으로 시장 축소를 동반했기 때문이다.

2019년 하반기 대형사 Multiple은 4.0배 수준에서 정체되었다. 사상 최대 영업이익에도 불구하고, 주택 총 시장 규모 감소 및 해외 발주 부진으로 낮은 Valuation이 부여된 것이다. COVID-19 이후 2.2배까지 급락했던 Multiple은 안정적인 실적과 순현금, 낮은 Valuation이 부각되며 3.5배 수준까지 회복하였다.

시장의 성장 없이는 개별업체의 이익 성장이 나타나도 Valuation 확대가 어려우며, 2019년 하반기 Multiple인 4.0배가 상단의 저항 역할을 할 것이다. 결국 향후 Multiple 상승을 결정하는 것은 코로나 이후 변화될 부동산 시장과 해외 발주시장이 될 것이다.

그림6 성장의 한계, Multiple은 4x가 상단의 저항 역할



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

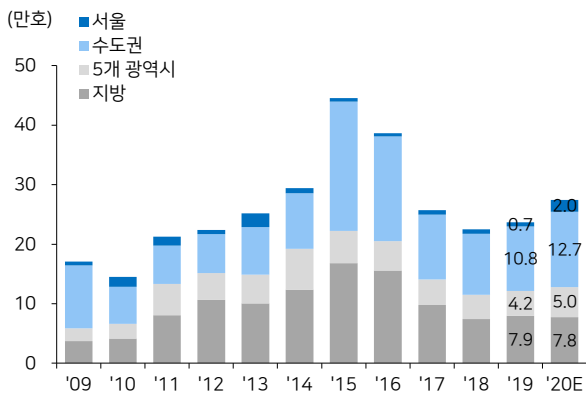
2020년 대형건설업체의 계획 분양물량은 11.8만호, 해외수주는 25.4조원으로 전년 대비 약 50% 성장을 목표로한다. 문제는 부동산 규제 및 유가급락으로 목표 달성이 어렵다는 것이다.

분양시장의 경우 2020년 분양계획은 2019년 대비 27% 급증한 42만호 규모이다. 반면 2019년도 연초 계획은 45만호 수준이었으나, 규제 영향으로 33만호 분양에 그쳤다. 2020년 역시 1) PF 시장 축소, 2) 재건축/재개발 가격 규제 지속으로 실제 분양은 계획대비 부진할 것으로 전망한다.

PF분양은 자금조달을 담당하는 증권사의 사업규모 확장 어려움으로 시장 축소가 예상된다. COVID-19 이후 증권사의 자금조달 및 매매각이 어려워지고 있다. 향후 서울을 제외한 대부분 지역에 대한 PF 자금조달 시장은 단기간에 회복되기 어려울 것이다.

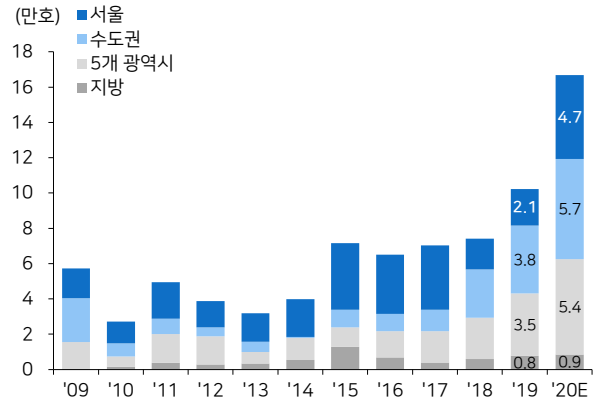
재건축/재개발 시장은 7월 말 분양가 상한제 시행으로 많은 단지들이 상한제 시행 전 분양을 계획하고 있다. 한편, 현재 HUG와 조합의 분양가 차이로 대규모 프로젝트들이 지연되고 있으며, 8월 이후에는 실제 분양가 상한제가 적용되면서 지연 프로젝트가 증가할 것으로 예상된다.

그림7 PF분양 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

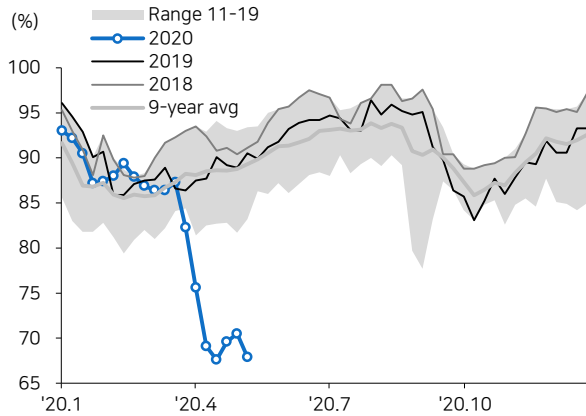
그림8 재건축/재개발 분양 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

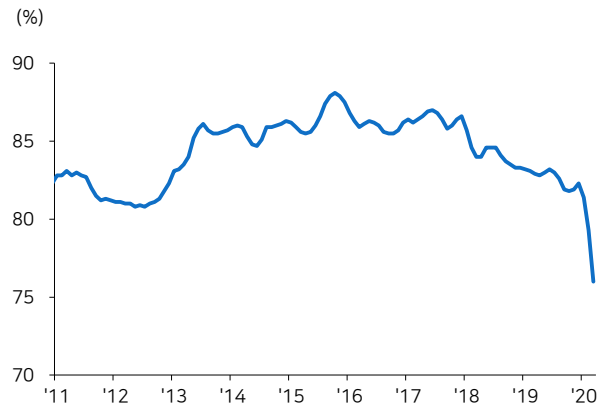
해외시장은 유가하락에 의한 가동률 하락 및 예산 부족 문제로 둔화국면이 지속될 전망이다. 플랜트 발주 계획은 기본적으로 기존 산업의 가동률 회복을 전제하고 있다. 반면 정유와 석유화학 플랜트 가동률은 극단적인 수준까지 하락하면서 산유국의 설비투자는 보수적으로 책정될 것으로 예상된다.

그림9 미국 정유사 가동률



자료: 메리츠증권 리서치센터

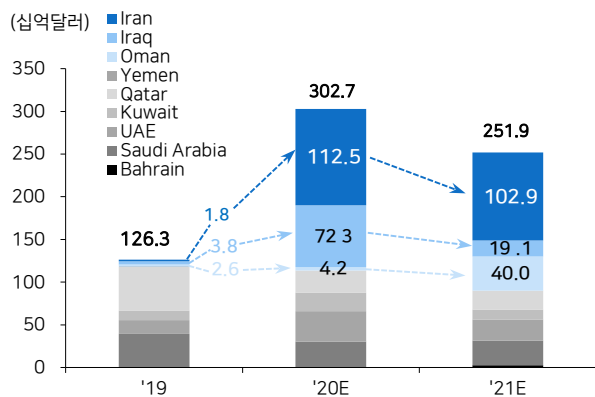
그림10 글로벌 석유화학 가동률



자료: 메리츠증권 리서치센터

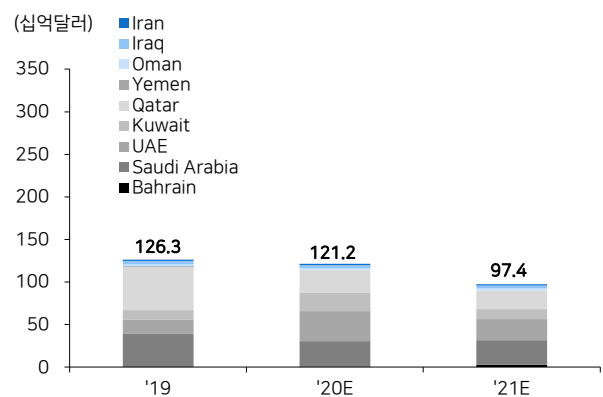
중동국가의 2019년 플랜트 발주 예산은 1,263억 달러였으며, 2020년 예산은 3,027억 달러로 계획되어있다. 2020년 예산 급증은 이란, 이라크, 오만의 비현실적인 발주 급증에 기인하였다. 세 국가의 합산 발주는 2019년 81억 달러 수준에서 2020년 1,890억 달러로 증가하였다. 세 국가의 재정균형 유가(이란 194.6달러, 이라크 60.3달러, 오만 98.6달러)와 석유 의존도를 감안시, 계획된 발주는 현실적으로 불가능하다. 세 국가의 발주만 2019년 수준으로 가정해도 2020년 중동 플랜트 예산은 1,212억으로, 추가적인 산유국 예산 감소를 고려시 발주는 더욱 감소할 전망이다.

그림11 중동국가 발주 추이 - 이란/이라크/오만 비현실적 발주 급증



자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

그림12 이란/이라크/오만 발주만 제외하더라도 발주는 점차 감소

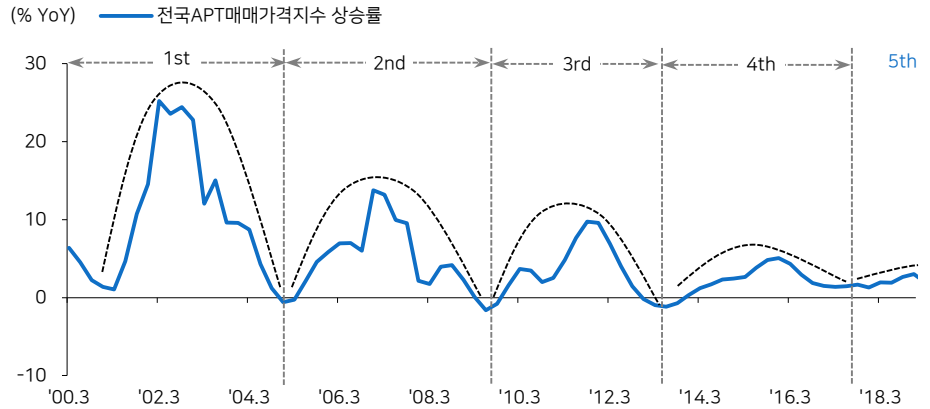


자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

### Part III) – Black Swan: 상업용 부동산

부동산 시장은 5<sup>th</sup> Cycle에 진입하고 있다. 4<sup>th</sup> Cycle의 경우 공급이 주도하고 수요가 후행하였다. 반면 5<sup>th</sup> Cycle 에서는 공급 변동성은 낮아지고, 수요가 Cycle 을 지배할 것이다. 특히 COVID-19 및 부동산 규제 정책으로 실수요 및 투자수요가 감소하는 과정에서 부동산 시장은 극단적인 양극화를 보일 것으로 예상된다.

그림13 5<sup>th</sup> Cycle 진행 - 과거와 달리 수요가 Cycle 을 지배할 것

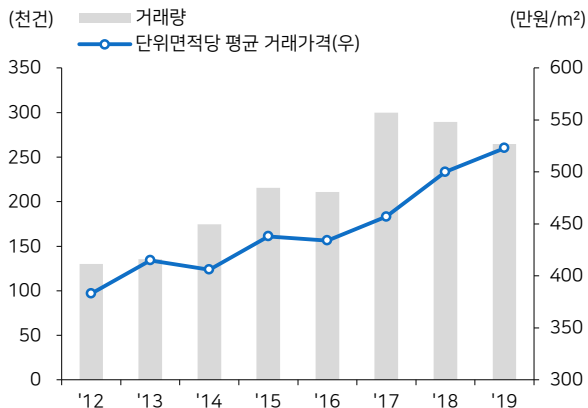


자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

상업용 부동산은 공급 우려에서 수요 우려로 전환되었다. 금리 하락 국면에서 상업용 부동산 시장 규모가 급증하였다. 과잉공급 국면에서 소비는 점차 둔화되며 수요부족 우려가 심화되고 있다. COVID-19로 급격하게 줄어든 소비는 상업용 부동산에 큰 영향을 줄 것이다.

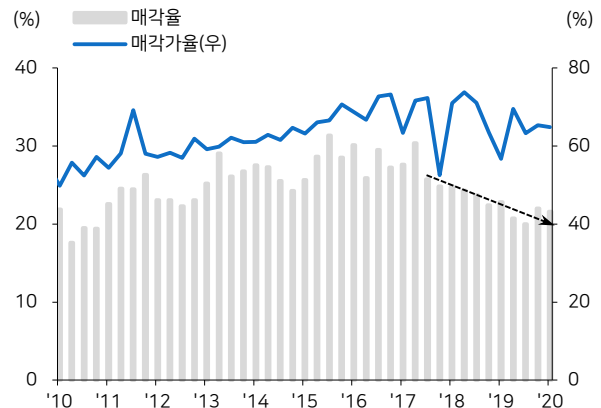
상업용 부동산 거래량은 2017년을 고점으로 감소세를 보이는 반면 거래가격은 상승세를 유지하고 있다. 문제는 경매시장에서 2018년부터 매각율 하락이 두드러지게 나타난다는 것이다. 전체 가격이 상승하는 국면에서 경매 시장악화는 중소형상가 및 상업용 빌딩이 선행하여 침체 국면에 진입하고 있는 것으로 판단된다.

그림14 상업용 부동산 거래량



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

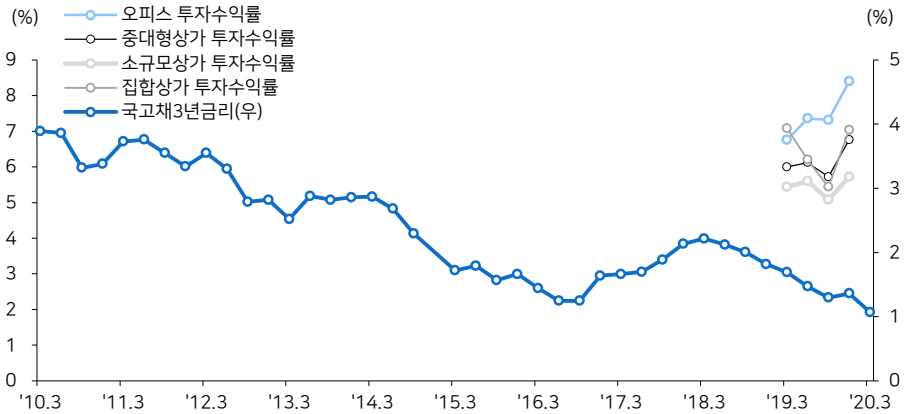
그림15 상업용 부동산 경매



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

COVID-19로 급격하게 줄어든 소비는 상업용 부동산에 큰 영향을 줄 것이다. 자영업자 사업소득 감소 → 공실률 확대 → 임대료 하락이 발생하면서 임대수익과 자산수익이 동시에 하락하고 투자 수익률이 급락할 것으로 판단한다. 특히 대면 매출에 가장 큰 영향을 받는 상가의 가격 하락이 크게 나타날 수 있다.

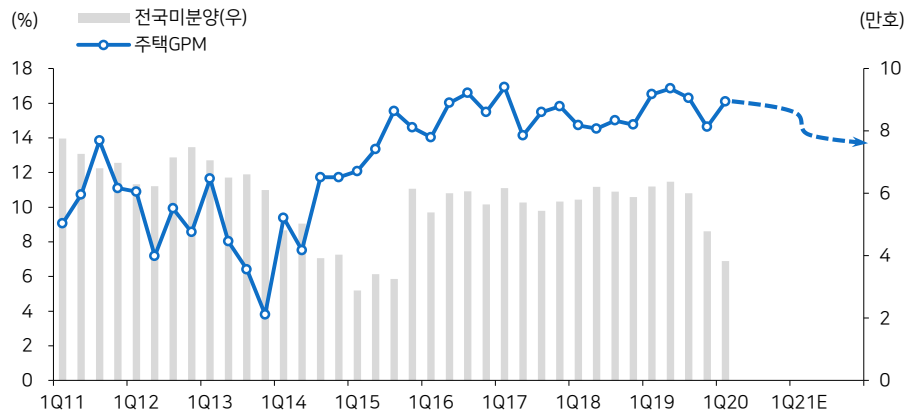
그림16 금리 vs 투자수익률



자료: 한국감정원, 메리츠증권 리서치센터

건설업체의 수익성은 상가 미분양의 영향으로 점진적으로 하락할 가능성이 높다. 현재 기록중인 16~18% 수준의 수익성은 분양가 상승, 미분양 감소, 상가 판매 호조 등 수익성 관련 지표가 모두 양호하기 때문에 가능하였다. COVID-19 이후 경기와 직결되는 상가 투자수요가 감소하며 상가 미분양이 발생시 주택 마진에 영향을 준다. 향후 상가 미분양이 확대될 경우, 주택 마진은 13~16% 까지 하락할 수 있다.

그림17 대형건설업체 평균 주택 GPM



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

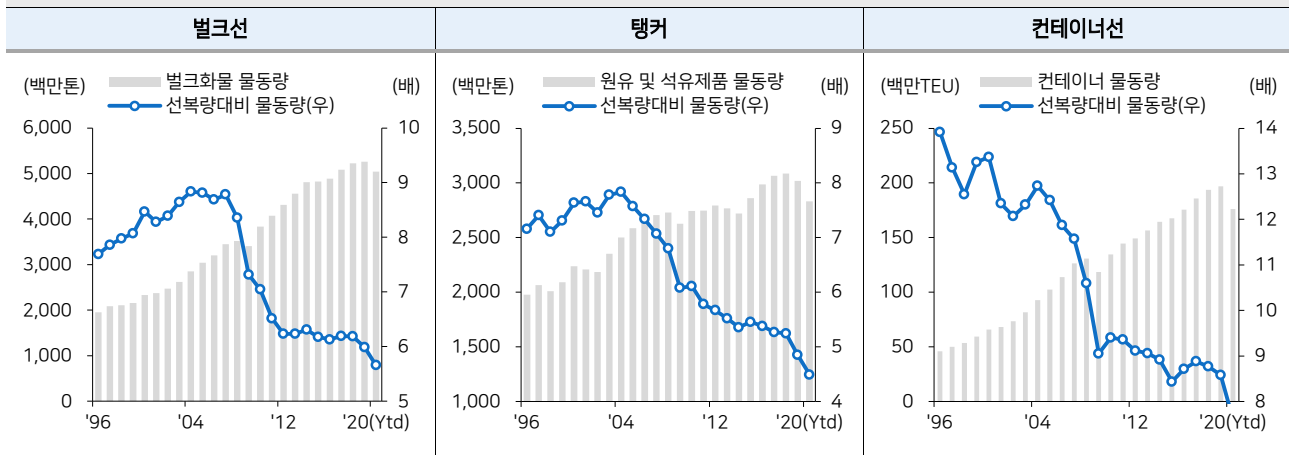
### Part IV) 조선/기계: COVID 前과 後

'10년 이후 해상운송  
저성장 고착화(New Normal).  
중국의 경제성장이 물동량의  
완만한 회복을 견인

해상 물동량은 '08년 금융위기 이후 연평균 3% 이하의 저성장세를 지속하고 있다 (New Normal). 선종별 선복량 회전율(물동량/선복량)은 과거 연 8~14회전에서 5~9회전으로 40% 둔화되었다. 저성장속에서 중국의 경제성장이 물동량의 완만한 회복을 견인하였다. 중국의 LNG 해상 수입 확대가 두드러졌으며, 해상수입 비중은 '14년 8%에서 '19년 17%로 연평균 +23.2% 급증했다. 팬데믹 이전, 중국의 '20년 LNG 수입량 전망치는 1.36억CBM으로 증가세를 예상하였다.

COVID-19 前 조선업종은, IMO2020 시행으로 선사들이 연료비 부담증가를 운임에 전가할 수 있을지가 변수였으며 발주의 핵심은 선가 + 금리 + 유동성으로 판단하였다. Oil → Gas로 투자의 무게중심이 점진적인 이동하며, IMO2020 환경규제로 노후설비가 친환경설비로 점진적으로 교체된다고 판단하였다.

그림18 선종별 물동량 및 선복량 회전율(물동량/선복량)



주: 2020년 4월 말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

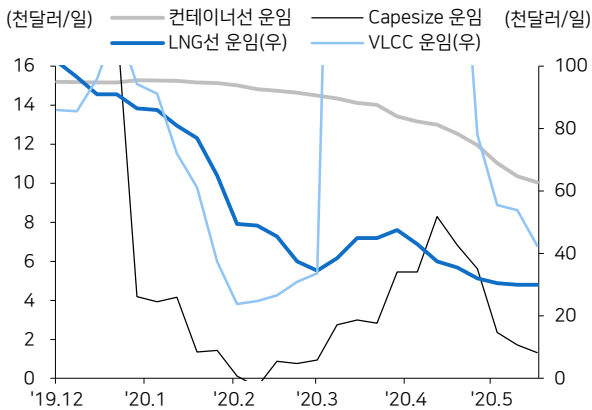
COVID-19 後,

- 1) 전 선종 운임 급락
- 2) 에너지원 가격 급락
- 조선업종 반등을 위한 선결 조건
- : 유가 Level 45~60달러 회복

Lockdown 확산 이후 탱커, 벌크선, 컨테이너선, LNG선 등 4대 선종의 운임이 급락했다. 중국의 봉쇄조치와 수입의 일시적 불가항력(Force Majeure)선언은 에너지원 가격 급락으로 이어졌다. 특히 수요증가를 견인했던 중국의 LNG수입 일시 중단으로, 전선종 중에서 LNG선 운임급락이 두드러졌다. 유가가 25~40달러 수준의 박스권이 장기화되면 미국 Shale 및 중동 등 전세계 舊 경제 CAPEX 위축 또한 장기화되는 New Normal시대가 고착화될 가능성이 있다. 저유가 시대에서는 조선업의 발주처인 他산업재 기업, 사모펀드, 국영기업들이 투자보다는 체질개선에 집중할 유인이 크다. '유가 상승 = 조선업종 주가 반등' 등식 성립을 위해선 유가의 절대적 Level이 45~60달러 수준으로 회복해야 한다.

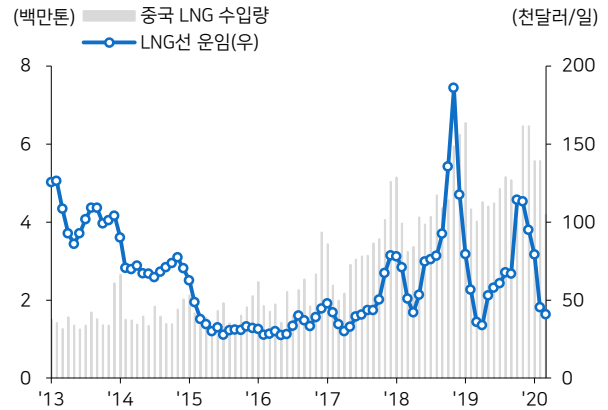
COVID-19 전(유가급락 이전), 발주자들의 투자 매력도는 저유황유 > 가스연료 > 탈황설비(Scrubber) 순이었다. 현저히 낮아진 유가로 인해 저유황유/고유황유/Scrubber/이중연료에 대한 투자 변별성이 낮아지면서 IMO2020 환경규제 도입으로 인한 기대감은 소멸되었다. 향후 북미·유럽의 Lockdown 해소가 원유 수요 회복의 첫번째 동력이라고 판단한다.

그림19 4대 선종별 2020년 운임 추이



주: 2020년 5월 22일 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국 LNG 수입량과 LNG운임 추이 - 1분기 급감



주: 2020년 4월 말 기준(중국 LNG 수입량은 3월 말 기준)  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

선종별 전망

1) 벌크선, 폐선량 증가 재확인 시 운임 반등 가능

선종별 전망의 경우, 벌크선은 Vale의 철광석 생산량 감축과 철강업 시황 부진으로 '19년 하반기부터 벌크선 운임은 급락했다. 총 선복량 중 선령이 20년을 초과하는 노후선의 비중이 7.0%이다. 중국발 수입량 증가와 2015~16년 수준의 폐선량 증가(Fleet 대비 3.9%) 재확인 시 운임 반등이 가능하다고 판단한다.

2) 탱커, Tank Top 개선 시 하향 안정화 → Restocking 수요로 회복 전망

탱커는 전체 선복량이 6.3억DWT, 수주잔량이 4,976만DWT로 Fleet대비 잔고 비중이 7.9%로 공급부담이 없다. 해상저장수요로 비정상적으로 치솟은 탱커 운임은 Tank top(포화 상태) 개선 시 하향 안정화된 후, 주요 자원수입국들의 Restocking 수요로 회복될 개연성이 있다.

3) 컨테이너선, 북미·유럽지역 실물경기 둔화로 운임은 -20% 추가 급락 가능성 존재

컨테이너선은 최근 3년간 연평균 컨테이너선 폐선량이 Fleet대비 0.5%에 불과하여 수급에 미치는 영향은 낮다. 타 선종과 달리 노후선 교체보다는 얼라이언스(Alliance)간 선대 대형화·효율화 경쟁에 의해 발주가 좌우된다. 북미·유럽지역의 실물경기 둔화가 본격화되면서 4월 이후 유휴 컨테이너선이 급증하고 있다. 컨테이너선 운임의 20%이상 추가 급락 가능성도 존재한다.

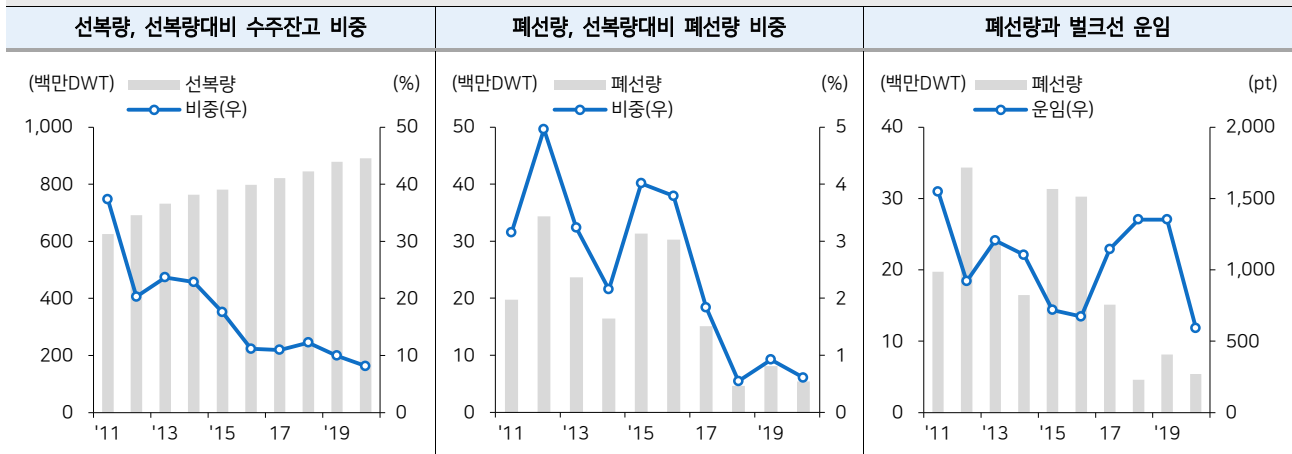
4) LNG선, 팬데믹 영향이 가장 컸던 선종(운임 -67% 하락) → 운임 반등 = 글로벌 교역 재개 신호탄

LNG선은 COVID-19 확산 이후 전 선종에서 운임 하락폭이 가장 컸던 선종으로 연초대비 -67.0% 급락했다. '19년 11월 17.4만CBM급 LNG선의 Spot Rate는 일일 15만달러에서 4만달러(5/22)로 하락했다. Fleet대비 잔고 비중은 23.8%로 노후선 교체 발주는 제한적이나, 카타르 NFE LNG선을 시작으로 대형 LNG프로젝트용 전용선 수요와 Oil → Gas로의 점진적 투자 이동 수혜를 기대한다.

5) 해양, 보수적·제한된 투자, 기대치 0

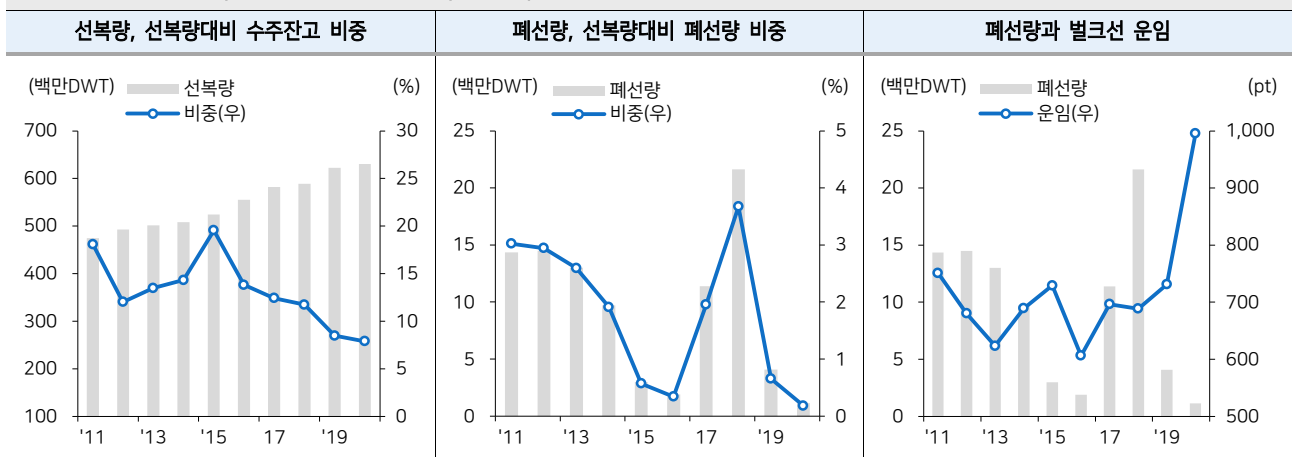
해양/플랜트의 경우 해양 시추설비와 생산설비 발주처의 Credit Risk 이슈 부각으로 신규 발주 기대감은 사실상 소멸되었다. 1분기에만 미국 622개 에너지 기업들의 신용등급이 하락했다. 해양 시추업계 1위인 TransOcean의 CDS 프리미엄은 5월 22일 2,825bp로 연초 607bp 대비 폭등했으며, Diamond Offshore는 4월 24일 CDS 프리미엄 15,068bp 기록하며 파산보호신청을(Chapter11) 하였다.

**그림21** 벌크선의 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 역사적 저점인 수주잔고, 폐선량 증가 여부가 변수



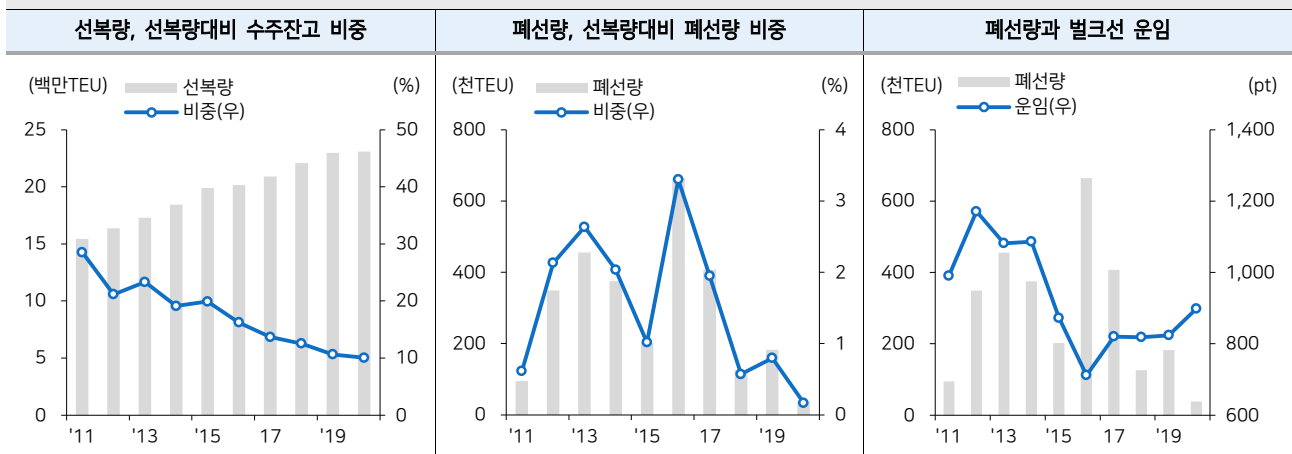
주: 2020년 4월 말 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림22** 탱커의 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 비정상적으로 치솟은 탱커 운임의 하향 안정화의 확인 필요



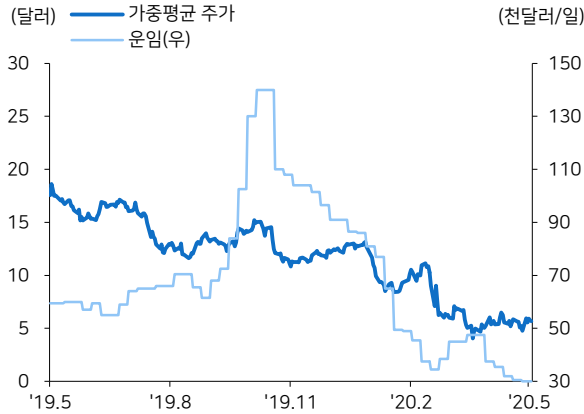
주: 2020년 4월 말 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림23** 컨테이너선의 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 발주와 폐선량 모두 정체, 단기 회복 가능성은 제한적



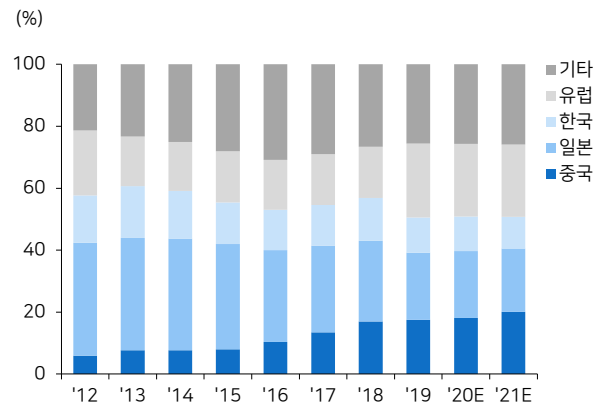
주: 2020년 4월 말 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림24 주요 가스선사 주가 추이 - 20년 -53.2%**



주: 2020년 5월 22일 기준, Golar LNG, GasLog 주가 가중평균  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림25 국가별 LNG 해상 수입량 비중 - 중국 영향력 증대**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**Pause, 2020년 발주환경 변화는 불가피**

현재 발주 환경의 특수성은 에너지가격의 급변 + Un-tact + 기업의 Credit Risk + Zero금리가 동시에 발생한 상황에 기인한다. 발주환경 개선을 위한 조건인 1) 에너지원 가격의 적정 레벨, 2) 중국·유럽·미국의 교역 재개, 3) QE 유동성의 선박 금융으로 확대, 4) CAPEX 재개의 동력이 불확실한 상황에서 '90%의 세계'에 대한 인정이 불가피하며 부족한 10%의 수요에 맞는 공급축소 확인이 필요하다.

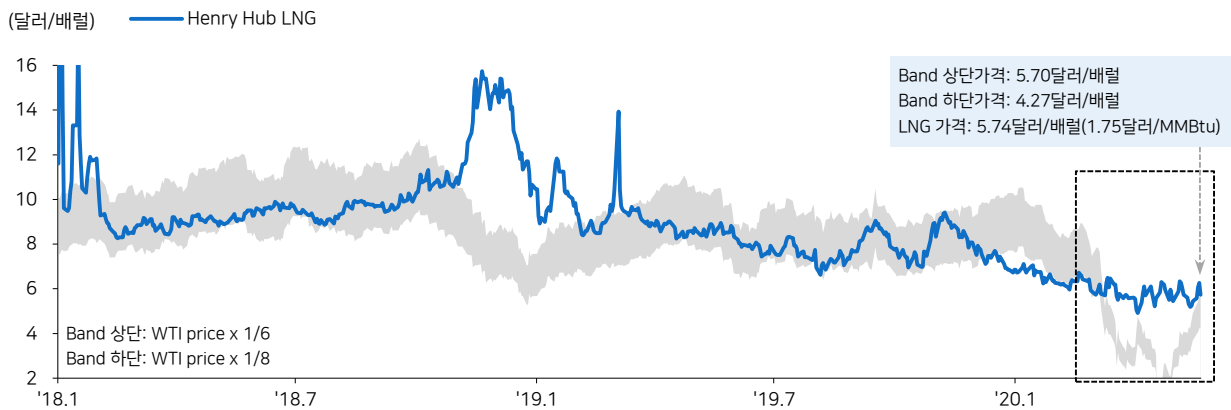
**Part V) 조선/기계: Pause, 희망회로**

조선업황 회복의 신호는

- 1) 탱커운임 하향 안정화,
- 2) LNG선 운임 반등,
- 3) 폐선량 증가

하반기 조선업황의 회복 신호는 1) 탱커운임 하향 안정화(원유의 공급과잉 완화), 2) LNG선 운임 반등(전세계 교역의 재개), 3) Lockdown 해제 후 폐선량 증가(선복량 수급 개선) 등 3가지이며 순차적으로 확인될 개연성이 높다. OPEC+ 산유국들이 5월 1일부터 두 달간 일산 970만배럴 감산에 합의하면서 비정상적으로 폭등한 탱커 운임의 하향 안정화가 진행되고 있다. 低유가시대에 유가가 수급균형을 정상적으로 반영한다면 탱커 운임과 유가는 향후 동조화될 가능성이 높다.

**그림26 WTI와 미국 천연가스 가격 추이 - LNG가격과 유가 간 괴리는 20년 3월부터 급격히 심화 → 유가 회복으로 괴리 완화**



주: 2020년 5월 22일 기준, Henry-Hub LNG 가격은 단위인 달러/MMBtu를 달러/배럴로 환산한 가격  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

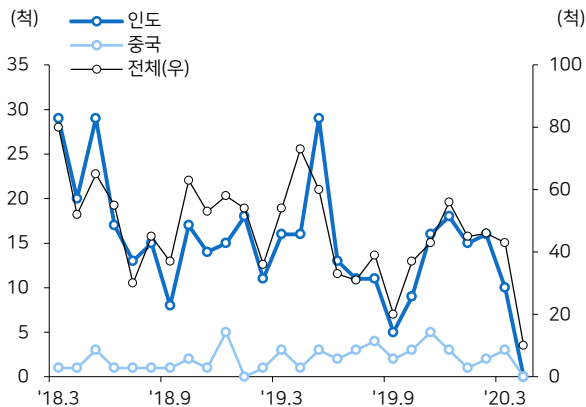
LNG가격과 국제유가(WTI) 1/6~1/8밴드 괴리 완화  
 → LNG선 운임 반등 = 국제 교역 재개의 신호탄

전세계 2위 LNG 수입국 중국의 2~3월 Lockdown 조치로 LNG선 운임은 -67.0% 급락했다. 동시에 유가연동제(LNG Price = (0.13~0.15) x Oil Price + α)인 아태지역 LNG가격과 국제 유가(WTI 1/6~1/8 밴드) 간 괴리가 발생했다. 중국 Lockdown 해소와 Global 원자재 교역 정상화로 LNG가격이 WTI 밴드 평균에 수렴할 전망이며, LNG선 운임 반등으로 이어질 개연성이 높다. 현재 미국 천연가스 가격(Henry Hub) 수준을 적용하면 WTI 적정밴드는 27~39달러로 추정한다.

신홍국의 Lockdown 해제시 폐선 활동 재개 → 공급과잉 완화

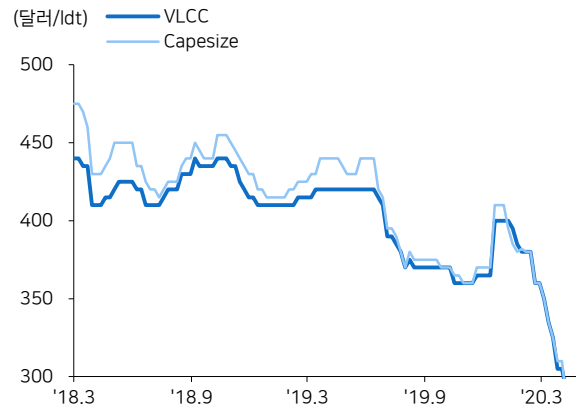
전세계 폐선량 점유율 80%인 방글라데시와 인도의 뒤늦은 Lockdown이 공급량 축소(폐선)의 지연으로 이어졌다. 전세계 화물선 중 선령 20년 이상 선박은 20,526척, 1.14억GT로 전체 화물선의 36.5%, GT 기준 8.8%이다. 노후선이 향후 3년 간 폐선된다고 가정 시 전체 선박의 3%가 매년 감소하게 된다. 신홍국 Lockdown 해소로 폐선(Scrap)업체 재가동시 폐선량 증가로 공급과잉 완화될 가능성이 높으며 점진적 교체 발주로 이어질 개연성이 높다. 문제는 3분기까지는 폐선활동의 빠른 재개를 기대하기 어렵다는 사실이다. Scrap 가격하락은 중고선가 하락을 초래할 개연성이 높으며, 이는 신조선가 상승을 제한하는 부정적 효과를 초래할 수 있다.

그림27 지역별 폐선량 추이 - 중국, 인도 Lockdown 영향



주: 2020년 5월 22일 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림28 인도의 선종별, 스크랩 가격, 4월 Lockdown 시작



주: 2020년 5월 22일 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

조선업종 Valuation 상단의 하향 조정 불가피.

- LNG확인시 보냉재 업체 긍정적.
- 재무리스크 없고 경쟁심화 우려 없는 방위산업/피팅업체가 대안

1)경기 회복에 따른 교역 재개와 2)유동성 공급이 실물투자에 대한 Risk-On 기조로 확산되기에는 시간이 필요하다. 조선업종의 역사적인 Valuation 저점 PBR0.37배는 지지되었으나, Valuation 상단의 하향 조정은 불가피하다. LNG로 확인되는 조선업 수주 재개 모멘텀은 보냉재 업체에 긍정적이며, 외부 변수 불확실성이 해소되지 않는 상황에서는 재무리스크가 없고 경쟁심화 우려가 없는 방위산업 및 피팅업체가 대안이 될 수 있다.

본 자료의 원본은 2020년 5월 26일 발간된  
'2020년 하반기 전망 시리즈 5 - 건설/조선/기계: 90%세계' 임

Strategy Idea



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

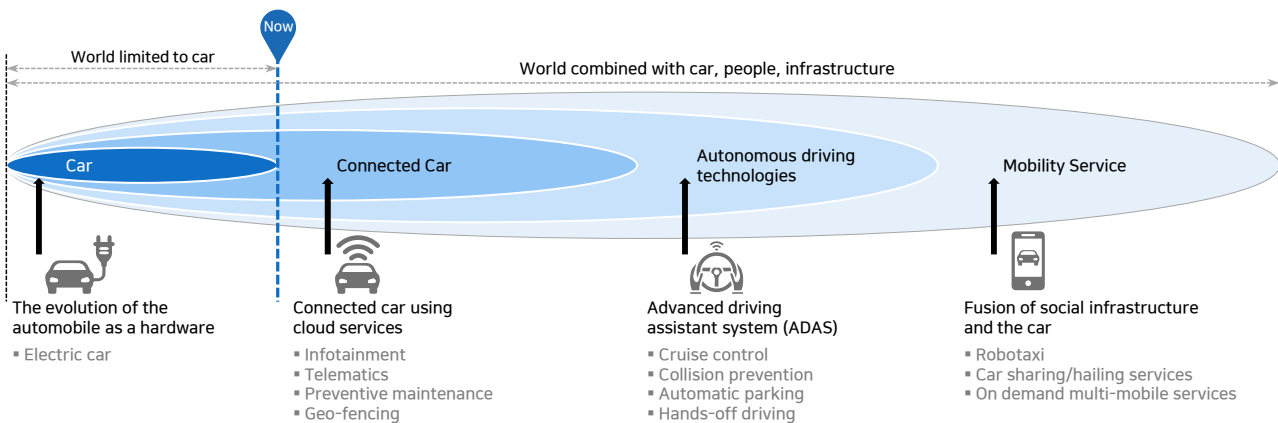
## 2020년 하반기 전망 시리즈 6 자동차\_EV, Architecture 차별화 통한 생존게임 시작(해설판)

- ✓ COVID 회복 이후, 자동차 산업에서 기업가치 정상화보다 더 중요한 것은 “플랫폼으로서의 BEV Architecture” 기술 확보이며 이는 BEV의 가치·역할 변화를 위한 선결조건
- ✓ 현재 모빌리티 서비스 (MaaS) 비즈니스 모델 전개가 가능한 집중형 Architecture를 선도하고 있는 업체는 Tesla, 이를 뒤따르는 OEM으로 VW·현대차그룹·GM 존재.
- ✓ Architecture에 따라 OEM별 생존과 성장의 방향 달라질 예정이며, 집중형 Architecture를 구현해낸 OEM을 중심으로 이종산업 가치사슬 구성 업체들과의 협업이 진행될 전망

### EV, Architecture 차별화 시대의 시작

글로벌 BEV 시장 수요는 미국의 친환경 규제 완화 및 보조금 축소, 중국의 NEV Credit 제도 실효성 약화 등의 영향으로 지난 19년 성장세가 둔화되었다. 그러나 20년 이후 기존 BEV와 다른 새로운 가치를 부여하는 브랜드 Tesla의 기술 고도화, 신차 및 생산 CAPA 확장, 유럽의 강력한 친환경 규제 강행으로 매우 빠른 수요 성장이 예상된다. 20년 이후의 BEV는 가솔린·디젤에서 전기로의 동력원 변화라는 기존의 프레임을 넘어 새로운 비즈니스 모델의 전개를 위한 플랫폼으로서의 가치 부여가 중심이 될 전망이다.

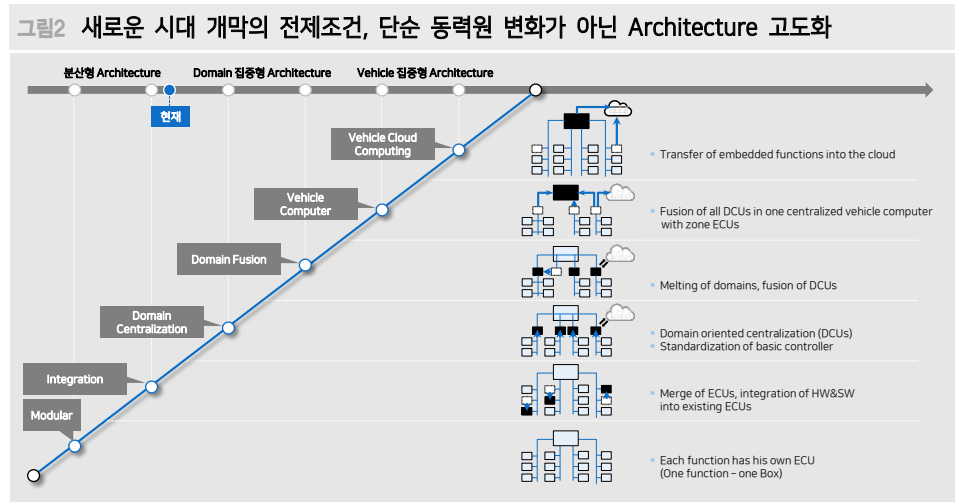
그림1 친환경 담론을 뛰어넘어, 새로운 비즈니스 모델 전개를 위한 시작점이자 플랫폼으로서의 가치를 부여 받기 시작한 BEV



자료: 메리츠증권 리서치센터

BEV 기반의 공유 자율주행 모빌리티 산업의 연간 매출은 약 6,000-7,000조원 내외로 예상된다. 모빌리티 산업의 비즈니스 모델은 기존의 '판매량'이 아닌 '주행거리', '승차 시간', '에너지 소모량', '좌석 활용률' 등으로 변화하게 될 예정이다. 이는 스마트폰 등장 이후 휴대폰의 가치가 '통화'라는 본연의 역할을 넘어 '연결'로부터 발현된 신규 비즈니스로 확대된 것과 같은 맥락이다.

'ICE → BEV' 라는 이동수단으로서의 변화를 넘어 서비스 플랫폼으로의 진화를 실현하기 위해서는 Electrical / Electronic Architecture의 근본적 개선이 필요하다. 사용자의 니즈에 대응해 외부에서 대용량 소프트웨어를 안전하게 이관 받아, 다종의 운행 정보를 서버와 공유하며 주행 제어 중인 컴퓨터에 적용시키고, 향상된 기능을 각기 다른 부품에 일괄 적용해 최적화하는 Architecture가 필요하다.

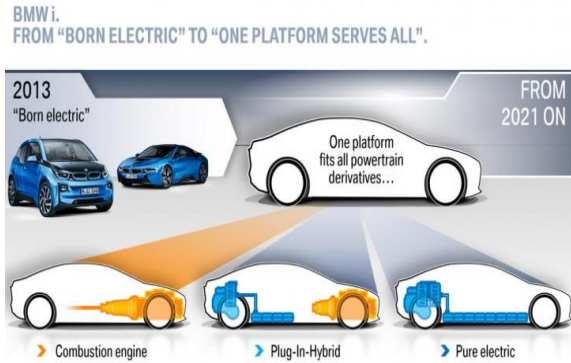


자료: Bosch, 메리츠증권 리서치센터

현재 대부분의 기존 OEM 업체들의 BEV는, 대규모 투자비 지출에 대한 부담과 기존의 자동차 산업에서 영위해왔던 Legacy (고성능 ICE 브랜드, HEV 시장에서의 주도권 등)에 대한 고수 등의 이유로 기존 ICE 모델들로부터의 파생 설계에 근간을 두고 있다. 그러나 외부와의 기능적 연결, 통합 관리, 능동적 주행과는 여전히 거리가 있는 분산형 Architecture를 바탕으로 만들어진 BEV는, ICE와 공유된 플랫폼 설계로 에너지 지원인 배터리의 장착 규모가 제한된다는 물리적 한계를 넘어 새로운 비즈니스 모델 구현에서도 제한적 성과를 보일 수 밖에 없다.

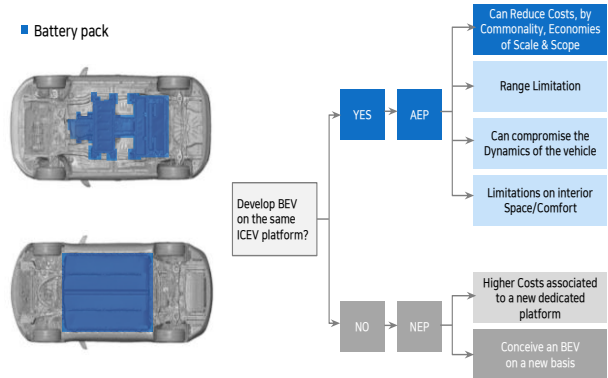
집중형 Architecture가 갖춰진 BEV는 Cloud로부터 FOTA (Firmware OTA) 업데이트를 통해 전달된 소프트웨어를 다종의 부품들에 동시다발적으로 최적화 적용할 수 있다. 전장부품의 적용 확대로 자동차 Architecture는 Engine Control Unit (하나의 ECU) → Multi ECUs (70-150개 전장부품에 대응하는 동일 개수의 ECU) → DCU (Domain Controller, 주요 기능별 ECU 묶음을 모듈화해 통합 관리)로 진화해왔다. 앞으로의 Architecture는 차량 내로 국한됐던 제어기능을 넘어 외부 정보를 인지/해석하고 서버로부터의 기능 업데이트를 받아 더 방대하고 복잡해질 차량 관리에 대한 역할이 요구된다.

그림3 대부분의 OEM은 ICE에서 사용되던 분산형 Architecture 고수



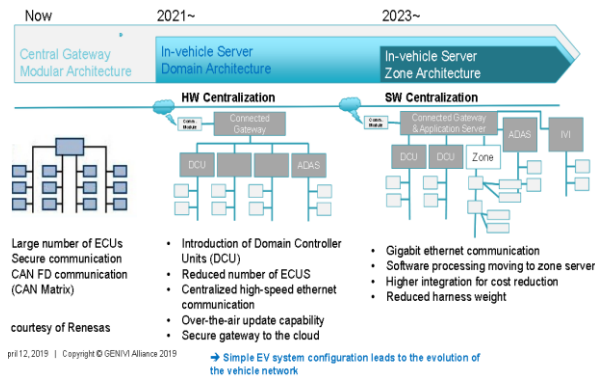
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 ICE에 사용되던 분산형 Architecture는 물리적 한계 뿐 아니라 기능적 제한 불가피



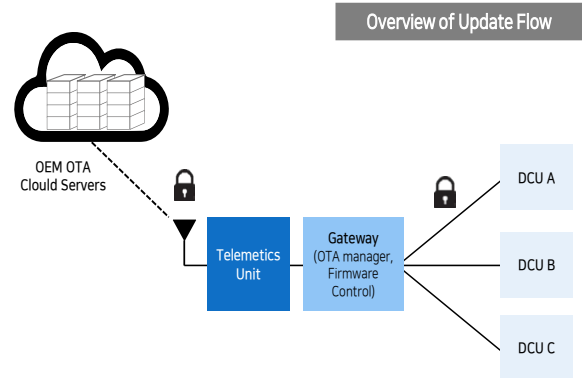
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 플랫폼으로서의 BEV, 더욱 복잡해질 차량 제어 위해 집중형 제어 필요



자료: Genivi, 메리츠증권 리서치센터

그림6 집중형 Architecture를 통한 통합 제어 환경에서 FOTA 구현 가능

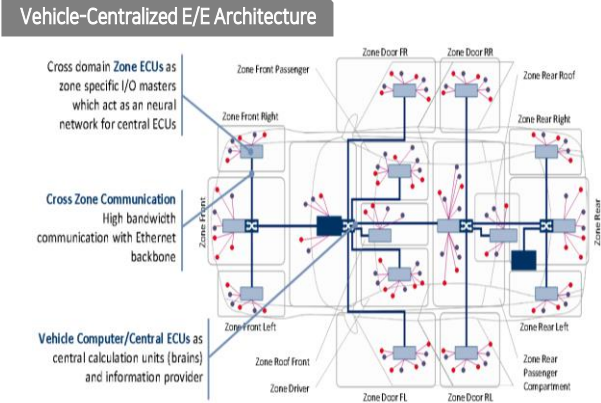


자료: Continental, 메리츠증권 리서치센터

플랫폼으로서의 BEV 개발을 선도하고 있는 Tesla는 지난 18년 Model 3를 통해 Domain 집중형 Architecture를 넘어 차량 집중형 Architecture를 사용하기 시작했다. 이는 Domain간 융합 관리제어(예: 콕핏&인포테인먼트 Domain, ADAS/AD Domain, 샤시&안전 Domain, 파워트레인 Domain, 바디&컴포트 Domain 등으로 나누어 각각 통합 제어)를 넘어 중앙 차량 통제 컴퓨터를 통해 Zone 단위로 구분된 전체 차량을 인공 신경망으로 일괄 관리하는 구조이다. 지난 20년 2월 Nikkei Business는 Model 3 분해를 통해 Tesla의 Architecture 기술이 Toyota · VW의 현재 모델들과 비교해 6년 격차를 보이고 있다고 평가했다.

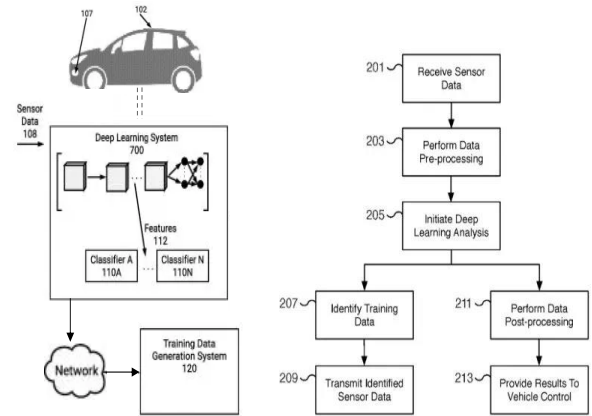
Tesla는 통합제어 Architecture를 통해 Deep Learning 기반 자율주행 역량 고도화를 이어왔으며, 지난 19년 4월부터 고성능 FSD Chip을 장착해 In-Vehicle Computer의 연산능력을 배가시켰다. 또한 FOTA를 통해 지속적으로 기능 향상을 실현할 수 있는 FSD (부분 자율주행) 판매를 시작했다. 이후 19년 12월에는 제로백을 0.5초 줄이는 Acceleration Boost를 출시하고, 이후 유료 Infotainment 구독서비스 Premium Connectivity를 공개하며 비즈니스 모델을 확장하고 있다.

그림7 Tesla가 선도 중인 차량 집중형 Architecture



자료: Bosch, 메리츠증권 리서치센터

그림8 서버와 in-Vehicle컴퓨터의 연결 통해 딥러닝 구현 중

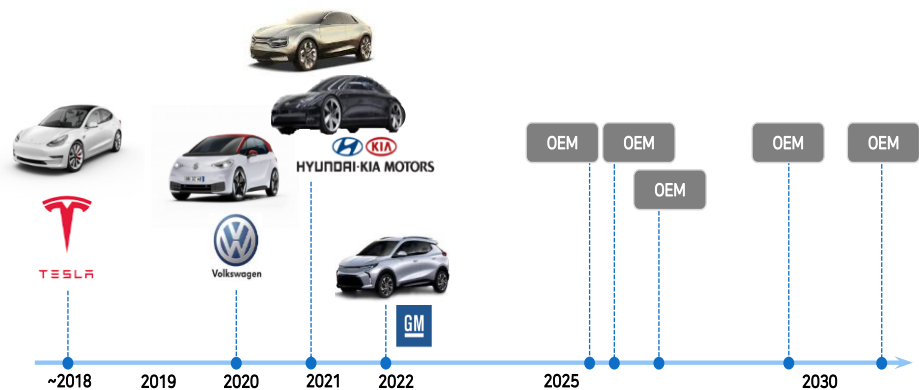


자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

그러나 현재 이 같은 집중형 Architecture로의 전환에 대한 준비를 마쳤거나 준비 중인 기존 OEM 업체의 수는 매우 제한적이다. 새로운 Architecture로의 전환을 예고한 업체는 2H20 VW그룹, 1H21 현대차그룹, 2H21 GM그룹이 전부이다. Bosch에 따르면 25-30년을 목표로 5개 OEM이 Architecture 전환을 준비 중이나, 이들을 포함해도 새로운 가치 구현을 요구 받게 될 플랫폼으로서의 BEV 출시를 예고한 업체 수는 전체 OEM 중 일부에 그치고 있다. 이 같은 차이는 향후 상품성 차별화에 근거한 브랜드가치 격차 확대로 이어질 예정이다.

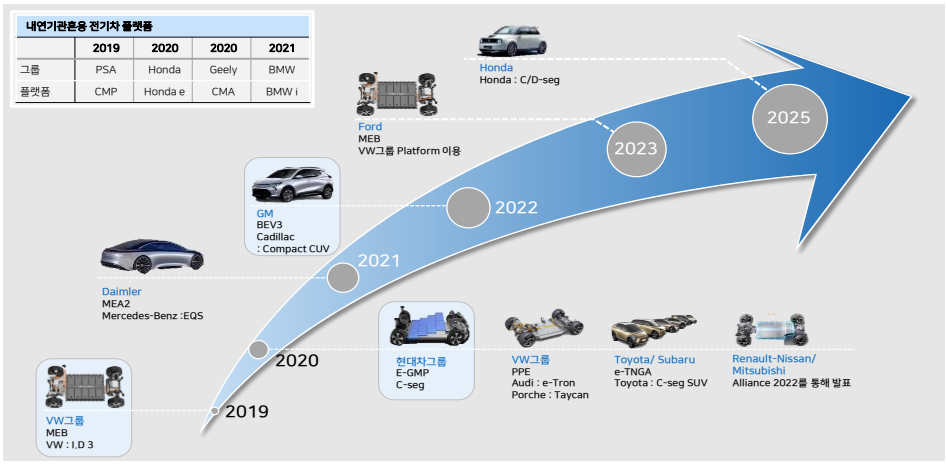
Smart Phone 시장의 경쟁 업체들과 다른 1) 발 빠른 제조 기술 고도화 및 2) 협업 강화로 전체 Mobile Phone 시장에서의 점유율을 확대했던 삼성전자처럼, 격변하고 있는 모빌리티 환경에서 생존 및 성장을 이어갈 가능성이 높은 업체로 이들 3개 회사를 기대할 수 있다고 판단한다.

그림9 집중형 Architecture로의 전환을 준비하는 기존 OEM의 수는 전체 브랜드 중 일부



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 이는 BEV 전용 제조 Platform을 준비 중인 OEM 수가 제한적인 것과 같은 맥락

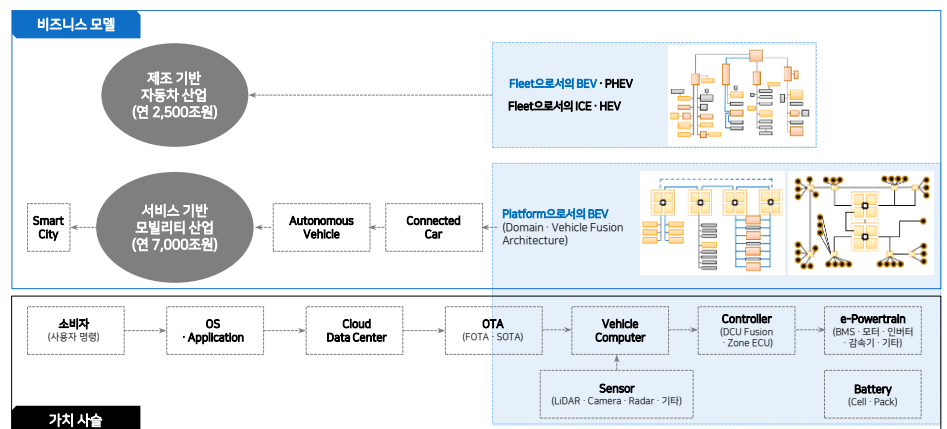


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

모빌리티 서비스 비즈니스 모델 전개를 위한 플랫폼으로서의 BEV의 등장은 제조 기반에 국한됐던 자동차 산업의 가치를 더 높은 부가가치를 창출할 수 있는 서비스 영역으로 확장시킬 전망이다. 이 과정 속에서 기존과는 다른 새로운 가치사슬이 등장하게 될 예정이다. 현재 새로운 시장으로의 전개를 주도하고 있는 Tesla는 관련 가치사슬 내 필요한 대부분의 핵심 기술을 독자적 힘으로 내재화·수직계열화해 왔다. 이는 모빌리티 서비스 모델 전개를 위한 가치사슬 내 플레이어들에게 Non-Tesla 진영을 대변할 차별화된 OEM들과 협업이 필수적 성장 조건임을 의미한다.

현재 주요 OEM 중 BMS를 포함해 구동시스템 전반의 내재화가 이루어진 브랜드는, EV 전용 브랜드 Tesla·BYD와 더불어 글로벌 OEM 중에서는 현대차그룹이 유일하다. 향후 Non-Tesla 진영의 생존과 성장을 위한 협업은 BEV 플랫폼 고도화가 이루어진 OEM 중심으로 진행 될 전망이다.

그림11 플랫폼으로서의 BEV를 둘러싼 비즈니스 모델 및 가치사슬 지도



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 Non-Tesla 진영의 협업은 기술 고도화 이루어진 OEM 중심으로 진행될 전망

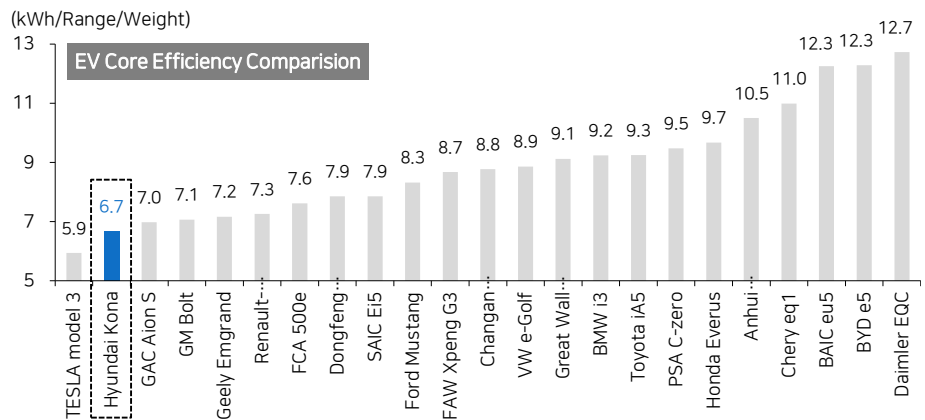
		Make					Buy
		Battery cell	Battery pack	Battery Management system	Power electronics	Motor	Transmission
	Kona EV (2018)	LG					현대트랜시스
	BYD E6 (2015)						Not available
	Tesla S 60 (2013)	Panasonic					Borg-Warner
	BMW i3 (2014)	Samsung		Preh			
	VW e-Golf (2015)	Panasonic		Panasonic	Bosch		
	Chevrolet Spark (2014)	A123		A123			Not available
	VW e-up! (2013)	Panasonic		Panasonic	Bosch		
	Nissan LEAF (2011)	AESC	AESC	Calsonic Kansei	Calsonic Kansei /Denso		Aichi
	Nissan LEAF (2017)	AESC	AESC	Calsonic Kansei	Calsonic Kansei /Denso		Aichi
	Chevrolet Bolt /Opel Ampera-e (2017)	LG	LG	LG	LG	LG	LG

자료: MacKinsey, 메리츠증권 리서치센터

OEM 간 BEV 역량 비교를 위한 기준으로 Core Efficiency 가 존재한다. 이는 동일 무게로 동일 주행거리를 주행할 때 얼마나 많은 에너지를 소비하는지를 비교하는 방법이다. 이 기준에서 현대차그룹은 1 세대 BEV 인 Kona 를 통해 Tesla 에 이어 두 번째로 높은 효율성을 보이고 있다.

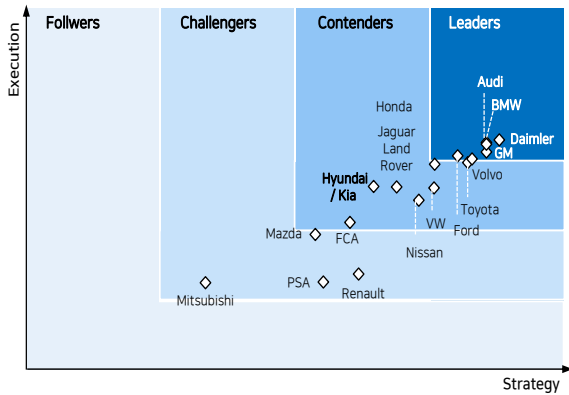
향후 IT · 서비스 · 에너지 업계와 자동차 OEM 간의 합작 개발 추진이 확대될 예정이다, 이 같은 시류에서 유리한 조건으로 더 많은 솔루션 업체들과 제휴를 이끌어가기 위해서는 제대로 된 BEV 제조역량이 기본이다. Navigant Research 기준 지난 15년 글로벌 OEM 중 하위권 평가를 받았던 현대차그룹의 자율주행 기술은 Aptiv와의 JV 설립 이후 6위로 재평가되었으며, 이는 글로벌 OEM 중에서는 세 번째로 높은 순위이다. 협업 확대 · 계획 대비 실현 강도 등에 큰 가중치를 두고 있는 Navigant Research의 평가 방식에 의문이 존재하는 것은 사실이나, 제대로 된 양산 역량을 갖고 있지 않은 대부분의 업체들 간의 비교에서는 유의미한 이정표가 될 수 있다고 판단한다.

그림13 동일 무게로 동일 주행거리를 주행할 때 요구되는 에너지량 비교 관점에서 현대차그룹은 Tesla 외 경쟁모델 대비 비교우위



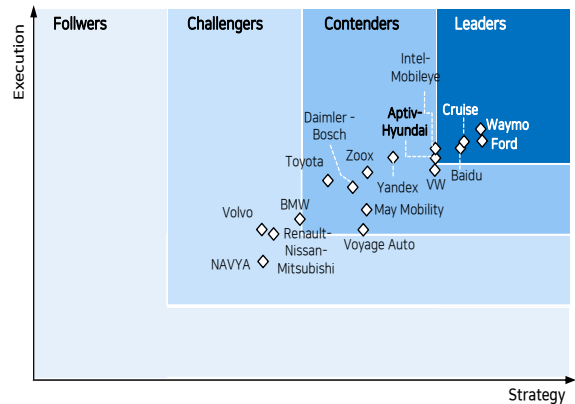
자료: InsideEVs, 메리츠증권 리서치센터

그림14 '15년 현대차그룹 기술 순위 15등 (OEM 중 12등)



자료: Navigant Research, 메리츠증권 리서치센터

그림15 '20년 현대차그룹 기술 순위 6등 (OEM 중 3등)



자료: Navigant Research, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 OEM 중 비교우위의 BEV 제조역량을 지니고 있고, 자율주행 역량 평가에서도 OEM 중 2위로 평가되고 있는 현대차그룹의 미래 모빌리티 환경 대응은 상대적으로 긍정적 평가를 내릴 수 있다. 지난 2년간 현대차그룹의 투자는 BEV 플랫폼 개발 및 파워트레인 고도화·자율주행 솔루션 개발에 집중되었다. 현대차 그룹은 향후 5년간 90조원의 투자를 집행해 미래 모빌리티 환경에 대한 리더십을 이어갈 계획이다. 현대차 그룹은 20년 말을 기점으로 기술적으로 진일보한 (집중형 Architecture 기반 BEV 플랫폼 (N.E 통해 FOTA 시작) · 기존 대비 +20 - 30% 에너지 효율성 개선이 기대되는 2세대 BMS 기반 구동시스템 (원가가 낮고 조달 용이한 원통형 배터리셀 적용) · 기존 (영구자석 동기모터)과 다른 고효율 2세대 구동모터 등) 새로운 세대의 BEV 모델들이 본격적으로 출시될 예정이다.

그림16 차세대 BEV 플랫폼 제조 역량 및 자율주행 솔루션 기술 확보 진행 중인 현대차그룹



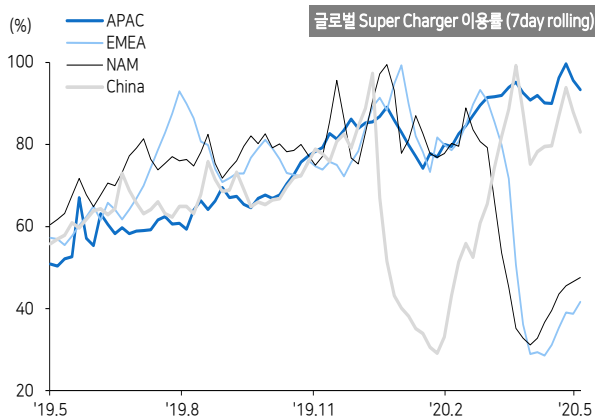
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

### COVID-19 안정화 국면 시작

지난 2월 시작된 COVID-19에 따른 글로벌 주요시장의 소비침체, 점진적 안정화 국면이 시작되었다. 그러나 Tesla가 공개한 주요 시장의 Super Charger 이용량 Index는 중국의 완전한 회복과 북미·유럽의 5월 회복 전환을 보여주고 있으며, Apple이 발표하고 있는 모빌리티 트렌드에서도 미국·캐나다·독일 등의 완전한 안정화 및 기타 신흥국의 계단식 회복세를 확인할 수 있다.

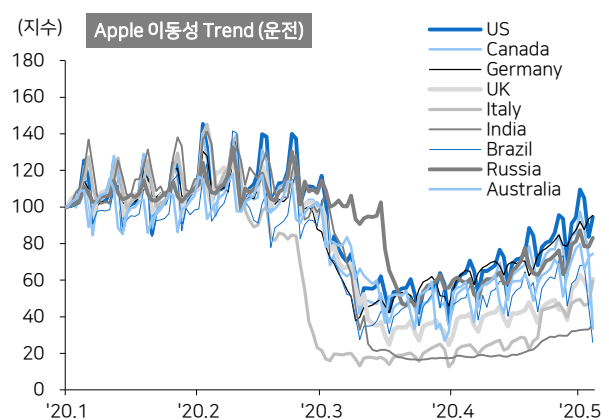
지난 4월 모든 해외공장의 가동이 중단됐던 현대·기아차 또한 이제 대부분 공장의 재가동이 시작되었으며 점진적인 가동률 회복을 보여주고 있다. 대부분의 글로벌 OEM들도 주요 지역 생산거점에 대한 가동을 재개했다. 유럽 공장들은 판매볼륨 기여도가 낮은 영국을 제외하면 대부분 4월·5월 중 생산 재개가 이루어졌으며, 북미 공장들 또한 5월부터 단계적인 재가동을 시작했다. 여전히 COVID-19에 의한 부정적 소비 영향이 이어지고 있으나, 분명한 점은 일괄적으로 빗장을 닫아 걸었던 주요 시장들의 문이 다시 열리고 있다. 이제 움츠렸던 소비심리의 회복은 방향성의 문제가 아닌 속도와 강도의 문제로 전환되었다고 판단한다.

그림17 Tesla의 Super Charger 이용량 Index, 북미·유럽의 5월 회복 전환 확인



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 Apple의 모빌리티 트렌드, 전세계 주요 시장의 점진적 안정화 확인 가능



자료: 메리츠증권 리서치센터

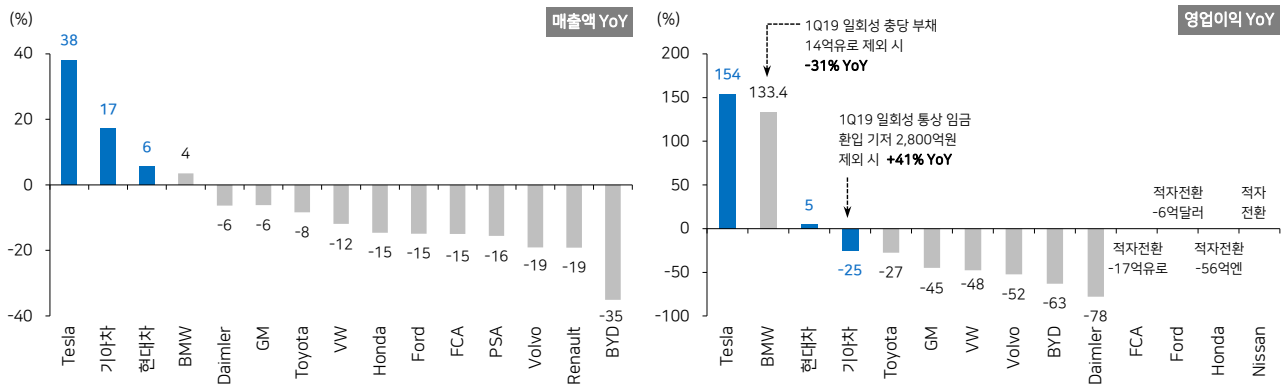
그림19 대부분의 글로벌 OEM들, 유럽 지역 공장 가동재개 시작

브랜드	해당 공장 지역	Shut-Down 기간	재가동시점	브랜드	해당 공장 지역	Shut-Down 기간	재가동시점
VW	Spain	3월 16일 ~ 4월 26일	4월 27일	Toyota	UK	3월 16일 ~ 5월 중	5월 중
	Portugal	3월 16일 ~ 4월 26일	4월 27일		그 외 유럽 지역 공장들	3월 16일 ~ 4월 20일	4월 21일
	Slovakia	3월 16일 ~ 4월 19일	4월 20일	Nissan	UK	3월 16일 ~ 6월 초	6월 초
	Italy	3월 16일 ~ 4월 26일	4월 20일		그 외 유럽 지역 공장들	3월 16일 ~ 5월 3일	5월 4일
	그 외 유럽 지역 공장들	3월 19일 ~ 4월 26일	4월 27일	Honda	UK	3월 16일 ~ 6월 1일	6월 2일
Daimler	Hungary	3월 17일 ~ 4월 21일	4월 22일	Ford	유럽	3월 16일 ~ 5월 3일	5월 4일, 18일
	Germany	3월 17일 ~ 4월 19일	4월 20일, 22일, 28일	FCA	Poland	3월 16일 ~ 4월 23일	4월 24일
	Finland	3월 17일 ~ 5월 3일	5월 4일		Italy 6개 공장	3월 16일 ~ 4월 26일	4월 27일, 5월 4일
	그 외 유럽 지역 공장들	3월 18일 ~ 4월 19일	4월 20일	그 외 유럽 지역 공장들	3월 16일 ~ 4월 19일	4월 20일	
PSA	Slovakia	3월 17일 ~ 5월 6일	5월 7일	Renault	France 12개 공장	3월 16일 ~ 4월 27일	4월 28일
	Europe 15개 공장	3월 17일 ~ 4월 25일	4월 26일		그 외 유럽 지역 공장들	3월 16일 ~ 5월 3일	5월 4일
BMW	UK	3월 18일 ~ 5월 3일	5월 4일	현대차	Czech	3월 19일 ~ 4월 13일	4월 14일
	그 외 유럽 지역 공장들	3월 18일 ~ 5월 10일	5월 11일	기아차	Slovakia	3월 19일 ~ 4월 5일	4월 6일, 23일

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국을 비롯한 주요 시장은 지난 20년간 갑작스러운 대외변수로 수요가 훼손된 경우 완전한 회복세를 실현했다. 따라서 COVID-19의 영향이 끝난 후의 회복도 기대할 수 있다. 또한 COVID-19에 의한 수요부진이 시작됐던 1Q20, 주요 OEM 중 YoY 매출 증가와 기저효과를 제외한 YoY 영업이익 상승을 동시에 기록한 업체는 Tesla · 현대차 · 기아차 뿐이었다. Lock-down으로 부품 조달차질, 공장 가동 중단, 딜러 영업중단 속에서도 실적 개선을 이루기 위해서는, 제한된 수요 환경에서도 소비자 인도를 이끌 수 있는 대기수요가 필요하다. 실제로 이들 세 업체는 경쟁업체 대비 높은 대기수요를 통해 주요 시장에서 점유율을 확장해왔으며 COVID-19 안정화 시 가장 빠른 판매회복이 가능하다고 판단한다.

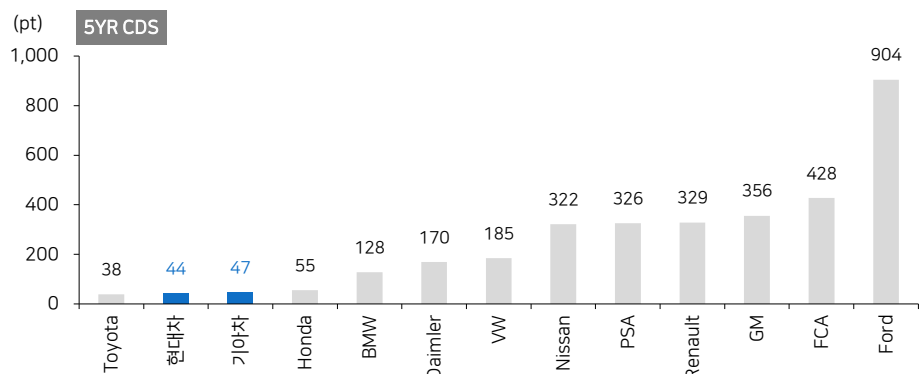
그림20 COVID-19 영향이 시작됐던 1Q20, 글로벌 주요 OEM 중 YoY 매출 및 영업이익 개선을 기록한 업체는, 대기수요가 높았던 Tesla · 현대차 · 기아차 뿐



자료: 메리츠증권 리서치센터

COVID-19 영향에 따른 영업차질은 모든 OEM 업체들의 영업 현금흐름 악화로 이어지고 있다. 안정적 현금 유동성 확보가 이루어지지 못한 업체들은 재무건전성 악화를 피하기 위해 신차 개발 및 신기술 확보를 위한 투자를 지연시키거나 포기하고 있다. (Daimler FCEV 개발 중단 · GM Bolt EV 신차 출시 일정 연기 등)이 같은 상황에서도 현대 · 기아차는 안정적 현금 유동성을 확보 중이며, 이에 따라 주요 글로벌 OEM 중 Toyota에 이어 가장 낮은 CDS 프리미엄을 유지 중이다.

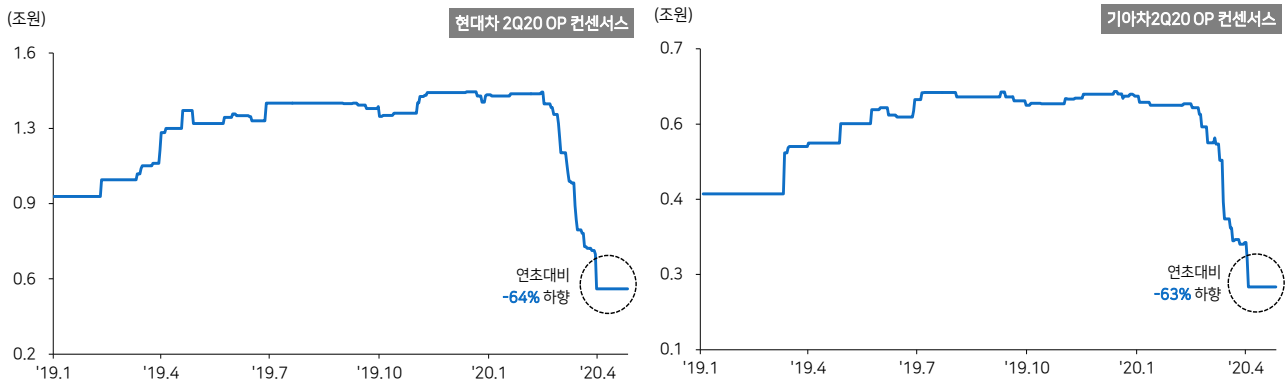
그림21 주요 글로벌 OEM 중 가장 안정적인 재무 건전성을 보이고 있는 현대 · 기아차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물론 대규모 공장 및 판매딜러의 영업중단이 발생했던 2Q20 현대·기아차의 실적은 1Q20 대비 상대적 관점에서나 절대적 기준에서나 매우 부진할 전망이다. 그러나 이 같은 부진에 대한 반영은 이미 영업중단이 본격화된 지난 3월말 이후 시장 컨센서스와 투자 심리에 충분히 반영된 사안이라고 판단한다. 앞으로의 기업가치 방향성은 이미 큰 폭으로 낮아진 실적 컨센서스에서 제한적 변화가 아니라 2H20 이후의 실적 회복 탄력을 가능할 기준이 될 주요 시장의 소비 회복 속도와 현대·기아차의 판매 회복 강도에 달려 있다고 보는 것이 타당하다.

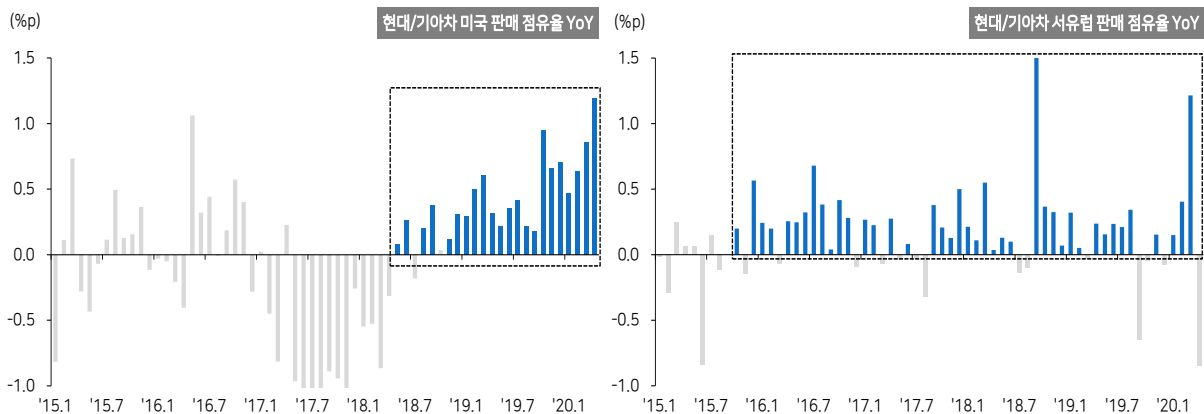
**그림22** 연초 대비 이미 64%·63% 하향 조정된 현대·기아차 2Q20 실적 눈높이. 앞으로의 주가 방향성은 부진한 실적의 확인이 아닌 판매회복의 강도와 속도에 연동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

소비의 침체와 지연이 긴 시간 지속된다고 가정하지 않는다면, 회복기의 수혜는 COVID-19 확산 이전 지속적인 이익 눈높이 우상향이 이루어졌던 업체에게 집중될 수 밖에 없다. 지난 18년 말 새로운 신차 사이클을 시작한 현대·기아차는 한국 시장에서의 높은 점유율을 유지하는 가운데, 미국·유럽 시장에서 지속적인 점유율 상승세를 기록하고 있다. 5월 이후 수요 회복기에도 이 같은 점유율 개선이 지속된다면 양사의 주가 회복은 매우 탄력적으로 이루어질 전망이다.

**그림23** COVID-19 국면에서도 지난 2H18 이후 지속되어온 미국·유럽 점유율 상승 기조를 이어간 현대·기아차, 수요 회복기 비교우위의 판매회복 전망



자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권 리서치센터

4Q18 시작된 현대·기아차의 신차 싸이클은 1) 판매 모델이 부재했던 SUV·Luxury 라인업을 확충 (F 세그먼트 Sedan + A·B·E·F 세그먼트 SUV)하고, 2) 유희 생산 CAPA로 가동률을 하락시킨 Sedan 라인업의 판매량 목표를 낮춰 인센티브를 절감했다. 판매전략 변화에 따른 구조적인 Mix 변화는 신차 출시 때마다 확연한 차이를 만들고 있으며, 20년과 21년까지 효과가 이어질 예정이다. 높은 고정비 비중을 보이고 있는 제조업체인 양 사는 판매량과 판매가격의 동반 상승 가시성을 확대해 나가고 있었으며, 매출 증대를 통한 영업 승수효과 발현으로 유의미한 이익 개선이 가능했던 상황이다.

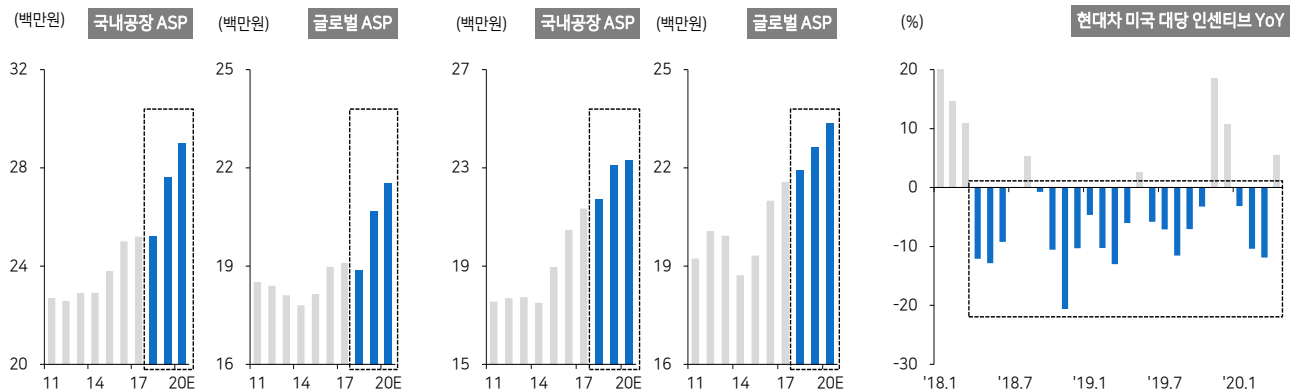
Tesla를 통해 혁신의 시계바늘이 빨라지고 있다. 변화에 대한 준비 여부에 따라 OEM 간 경쟁력 차별화가 전망된다. COVID-19로 인한 글로벌 경기소비재 업종 전반의 일시적 타격이 존재했으나, 현대차는 신차 효과의 확장을 통해 소비 정상화 과정에서 빠른 판매회복을 실현할 예정이다. 기존 제조 및 판매 비즈니스에서 창출된 차별화된 현금흐름은 미래 모빌리티 환경에 대응하기 위한 BEV 플랫폼 개발에 쓰여지고 있으며, 이를 통해 새로운 가치평가의 국면이 시작될 전망이다.

그림24 현대·기아차, 글로벌 SUV 판매 비중 지속 확대 중



자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권 리서치센터

그림25 성공적인 신차효과로 SUV·E/F 세그먼트 중심의 Mix 개선, ASP 상승 및 인센티브 하락 국면을 맞이

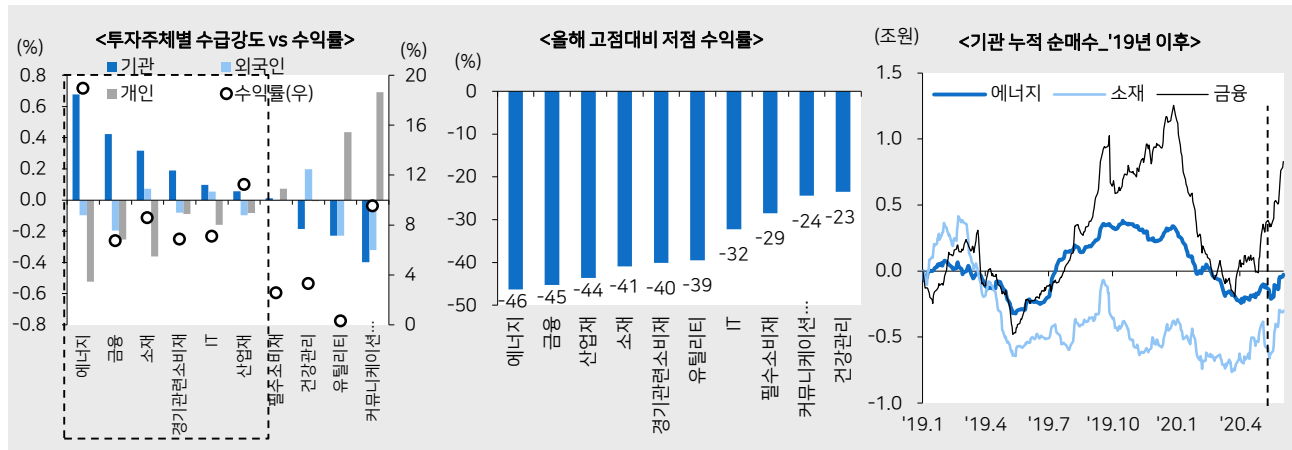


자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 5월 26일 발간된  
'2020년 하반기 전망 시리즈 6 - 자동차: EV, Architecture 차별화 통한 생존계  
임 시작' 임

**오늘의 차트** 이정연 연구원

**5월 이후 바뀐 코스피 수급 주체**



주: 수급강도 = 5/15 이후 누적 순매수대금 / 시가총액

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**5월 중순 이후 시클리컬 업종 수익률 성과 개선**

코스피는 3월 중순 저점 이후 반등을 지속하고 있다. 다만 5월 중순 이후부터의 상승장에서는 업종별 수익률에서 이전과 다른 성과를 보이고 있다. 그 동안 회복 강도가 약했던 시클리컬 업종의 회복세가 강하게 나타났으며, 오히려 상승을 주도했던 소프트웨어 업종과 경기 방어성격의 필수소비재, 유틸리티 업종은 부진한 성과를 기록했다

**기관의 수급강도 높은 업종 중심으로 강세**

업종별 수익률 변화와 동시에 수급 주체의 변화도 나타났다. 5월 18일 이후부터 개인은 매도하고 기관의 수급이 강하게 시장에 유입되면서 업종별 수익률 변화가 나타났다. 이에 따라, 기관의 수급 강도가 높았던 업종 중심으로 강세를 보이고 있다. 기관 수급이 순매수로 전환된 업종은 에너지, 금융, 소재(화학)업종으로 5월 18일 이후 각각 18.9%, 6.7%, 8.9% 상승했다.

**올해 증시 급락국면에서 낙폭이 컸던 업종으로 기관 순매수 쏠림**

기관 수급이 유입되고 있는 이들 업종의 공통점은 올해 초 증시 급락국면에서 다른 업종에 비해 큰 낙폭을 기록했다는 것이다. 올해 고점대비 저점 수익률이 모두 -40% 이상으로 코로나19로 인한 타격이 가장 심했던 업종이다. 또한 연초부터 에너지, 금융, 소재 업종에 대한 기관의 누적 순매도 규모가 커서 보유비중이 타 업종대비 낮아졌던 업종이다. 따라서 최근 기관의 수급은 5월 중순 이후부터 일부 시클리컬 업종에 대해 줄어들었던 비중을 다시 매우고 있는 중이라고 볼 수 있다.

**에너지, 소재 업종의 12MF PER 전고점 수준까지 근접 이익모멘텀 개선 없이 기관 수급의 지속성은 불투명한 상황**

다만, 여전히 코스피 전체적으로 이익전망치 하향조정이 진행되고 있는 상황에서 증시가 지속적으로 상승하며 코스피의 12M Fwd PER은 11.8배까지 상승했다. 2008년 금융위기 당시 주가 반등때 기록했던 12.1배에 근접한 수준이다. 따라서 최근 수익률이 개선된 에너지, 소재 업종의 이익모멘텀이 개선되지 않는다면 기관 수급이 단기적으로 그칠 가능성이 크다. 현재는 PER 리레이팅이 나타나고 있는 소프트웨어 업종과 2021년 이익 개선 기대감이 재부각되고 있는 반도체 업종의 PER만이 상승여력이 남아있는 상황이다.

**칼럼의 재해석** 박범지 연구원

**미국 흑인 시위 영향(The New York Times)**

지난 5월 25일, 미네소타주 미니애폴리스에서 백인 경찰 4명이 과잉진압으로 흑인 남성 조지 플로이드를 사망에 이르게 하였고, 이로 인해 발생한 시위는 1주일만에 최소 26개 주 140개 도시로 확산되어 약탈과 방화로 얼룩진 폭동으로 변질되고 있다. 이에 워싱턴DC를 포함한 40개 도시에서 야간 통행금지령을 내렸으며, 최소 21개 주에 주 방위군이 투입되었다.

트럼프 대통령은 시위를 테러로 규정하고 군대를 투입해서라도 진압하겠다는 강경한 대응으로 맞서고 있는 반면, 바이든 후보는 흑인 정치인과 종교인들을 만나 '당선되면 트럼프식 인종차별을 끝내겠다'고 외치며 시위대를 옹호하는 모습이다. 트럼프 대통령의 지지율 하락 및 흑인들의 바이든 후보 지지로 대선에 유의미한 영향이 있을 것이라는 의견이 지배적이지만, 프린스턴 대학교 정치학 교수인 Wasow의 연구에 따르면 다른 관점으로도 생각할 수 있다.

비폭력 시위의 경우 그들의 주장과 시민권에 대한 대중들의 지지가 높아지는 반면, 반대로 폭력 시위의 경우 사회적인 통제에 대한 요구가 높아진다. 자신들의 안전이 위협받지 않는 선에서는 시위자들의 주장에 귀를 기울이고 그들을 지지할 수 있지만, 그로 인해 안전을 위협받거나 물질적인 피해를 입는 순간 시위가 빠르게 통제되는 것을 원하기 마련이다. 현재 트럼프 대통령과 바이든 후보의 대선 지지율을 보더라도 바이든 후보 지지율이 높아진 것은 사실이나 그렇다고 트럼프 대통령의 지지율이 낮아진 것은 아니다.

**미국 전역으로 확산되고 있는 '흑인 사망' 시위**

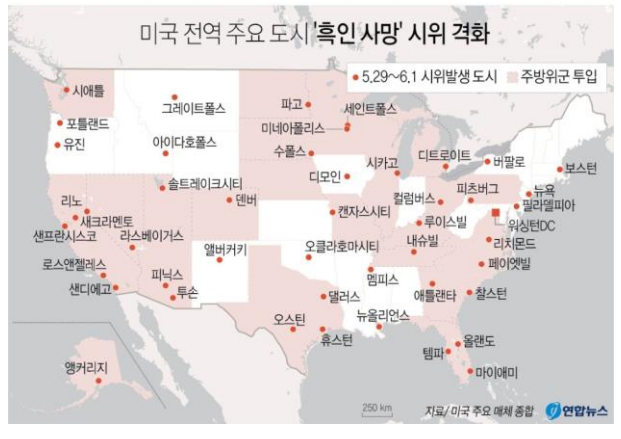
지난 5월 25일, 미네소타주 미니애폴리스의 편의점에서 위조 지폐가 사용됐다는 신고를 받고 출동한 백인 경찰 4명이 과잉진압으로 흑인 남성 조지 플로이드를 사망에 이르게 하였다. 이에 격분한 흑인들이 벌인 시위는 1주일만에 최소 26개 주 140개 도시로 확산되었으며, 약탈과 방화로 얼룩진 폭동으로 변질되었다. 이에 워싱턴DC를 포함한 40개 도시에서 야간 통행금지령을 내렸으며, 최소 21개 주에 주 방위군이 투입되었다. 뉴욕타임즈에 따르면 전국 지자체가 동시에 통행금지령을 내린 것은 1968년 마틴 루터 킹 목사 암살 관련 폭동 이후 처음이다. 코로나 19 팬데믹이 여전히 진행 중인 가운데 점점 더 격화되는 시위로 인해 불안감이 높아지고 있다.

**그림1 5월 25일 미국 미네소타에서 시위 발생**



자료: NY Times, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 미국 전역으로 확산 중인 '흑인 사망' 시위**



자료: 연합뉴스, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 대통령과 바이든 후보의  
상반된 대응

2020년 대선 후보인 트럼프 대통령과 바이든 후보는 이 사안에 대해서 정반대되는 행보를 보이고 있다. 트럼프 대통령은 시위를 테러로 규정하고 군대를 투입해 서라도 진압하겠다는 강경한 대응으로 맞서고 있는 반면, 바이든 후보는 흑인 정치인과 종교인들을 만나 '당선되면 트럼프식 인종차별을 끝내겠다'고 외치며 시위대를 옹호하는 모습이다.

트럼프 대통령의 지지율 하락과  
바이든 후보의 우세로 연결될까?

이번 사안에 대해서 금융시장은 별다른 반응을 하지 않고 있지만, 트럼프 대통령의 지지율 하락 및 흑인들의 바이든 후보 지지로 대선에 유의미한 영향이 있을 것이라는 의견이 지배적이다. 하지만 다른 관점에서 보면 정반대의 영향이 있을 수도 있다.

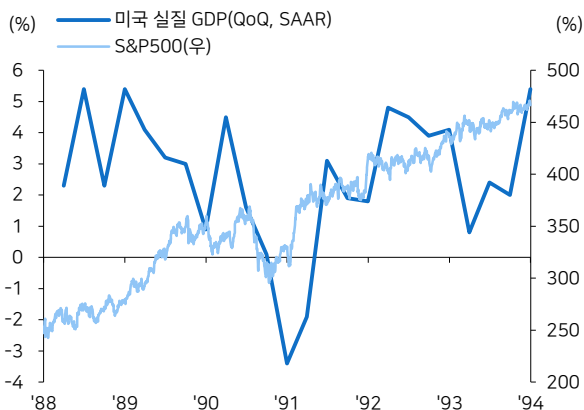
**1992년 LA 사태와 비교(?)**

이번 사안과 관련하여 1992년 LA 사태가 자주 언급되고 있다. 한인 타운 피해가 컸던 만큼 한국 사람들도 잘 알고 있는 대표적인 사례이다. 1992년 5월 LA 흑인 폭동 당시 직접적인 금융시장 충격은 없었지만, 대선을 앞두고 있었던 조지 H. W. 부시 전 대통령은 재선에 실패했다. 그런데 재선에 실패한 이유는 폭동이 아닌 경기 침체였다.

1992년 당시 부시 대통령의 재선  
실패 원인은 경기 침체

1990년 말 시작된 경기 침체는 1992년까지 극복되지 않았고 대중들이 대통령에게 등을 돌리게 만든 결정적인 배경이 되었다. 부시 전 대통령의 지지율은 1990년 걸프전 직후 89%로 최고를 기록했으나, 이후 29%까지 가파르게 하락했다. 미국 대통령 지지율에 있어서 경기가 얼마나 중요한 요소인지 확인할 수 있는 부분이다. 한편, 현재 상황은 1992년 사례만을 비교하기보다는 과거에 있었던 더 많은 폭동 사례들을 참고할 필요가 있다.

그림3 1990년 말 시작된 경기 침체



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부시 대통령 지지율 추이



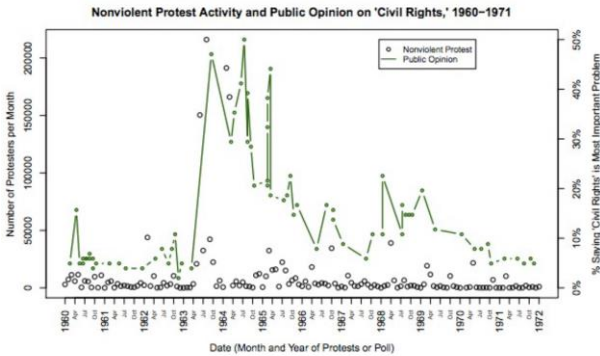
자료: Gallup, 메리츠증권 리서치센터

### 비폭력과 폭력(폭동)

비폭력 시위와 폭력 시위에 대한 대중들의 상반된 반응

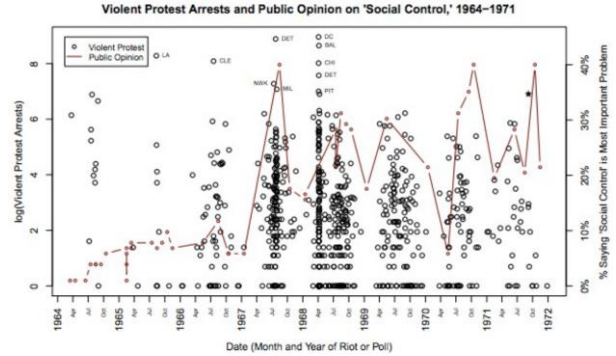
1960년대 미국에서는 시위가 매우 빈번하게 발생했는데 이에 대한 흥미로운 연구 결과가 있다. 프린스턴 대학교 정치학 교수인 Wasow에 따르면 비폭력 시위와 폭력 시위가 상반된 대중들의 반응을 야기한다는 것이다. 비폭력 시위의 경우 그들의 주장과 시민권에 대한 대중들의 지지가 높아지는 반면, 반대로 폭력 시위의 경우 사회적인 통제에 대한 요구가 높아진다.

그림5 비폭력 시위와 '시민권'에 대한 대중들의 지지



자료: Niemi, Mueller, and Smith(1989); Olzak and West(1995), Wasow(2017), 메리츠증권 리서치센터

그림6 폭력 시위와 '사회 통제'에 대한 대중들의 지지

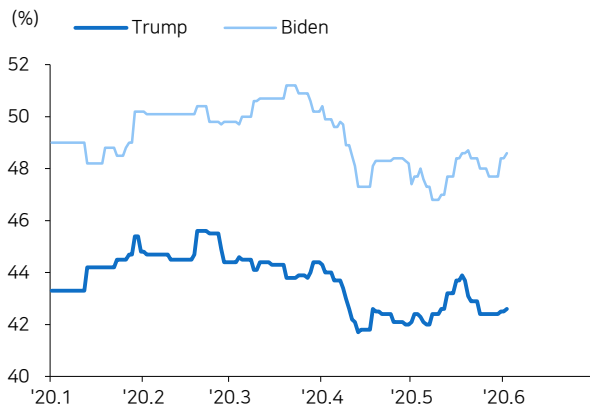


자료: Niemi, Mueller, and Smith(1989); Olzak and West(1995), Wasow(2017), 메리츠증권 리서치센터

폭동 이후 지지율의 변화가 트럼프 대통령에게 불리하지만은 않음

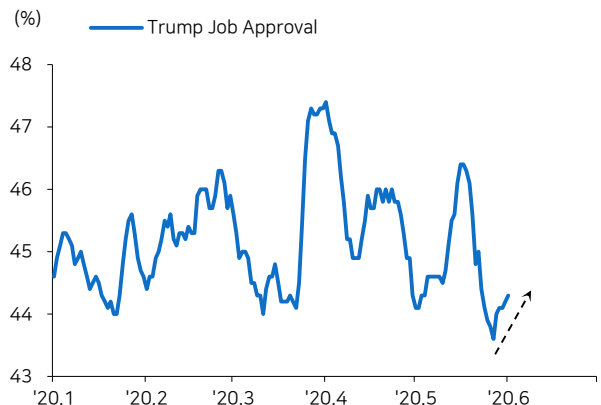
일반 시민의 입장에서는 당연한 이야기일 수도 있다. 자신들의 안전이 위협받지 않는 선에서는 시위자들의 주장에 귀를 기울이고 그들을 지지할 수 있지만, 그로 인해 안전을 위협받거나 물질적인 피해를 입는 순간 시위가 빠르게 통제되는 것을 원하기 마련이다. 현재 트럼프 대통령과 바이든 후보의 대선 지지율을 보더라도 바이든 후보 지지율이 높아진 것은 사실이나 그렇다고 트럼프 대통령의 지지율이 낮아진 것은 아니다. 트럼프 대통령의 지지율만 보면 오히려 폭동 이후 상승했다.

그림7 대선 지지율 추이: 트럼프 vs. 바이든



자료: The Real Clear Politics, 메리츠증권 리서치센터

그림8 트럼프 대통령 지지율 추이: 폭동 이후 상승(?)



자료: The Real Clear Politics, 메리츠증권 리서치센터

### 트럼프 대통령의 계획된 대응 방식

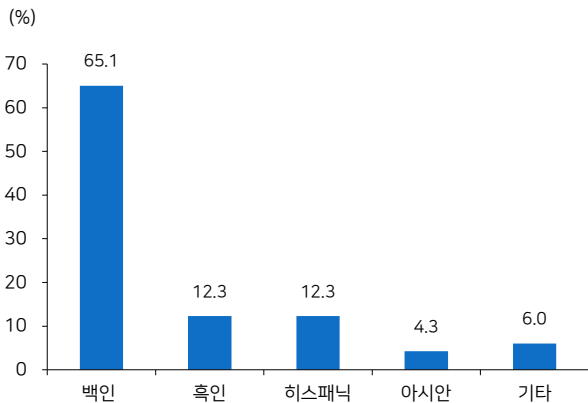
트럼프 대통령의 대응은 실수가 아닌 계획된 것: 흑인보다 백인

트럼프 대통령의 인종차별적인 대응은 실수라기보다는 계획된 행보로 보는 것이 합리적이다. 2016년 대선 당시 트럼프 대통령에 대한 흑인들의 지지율은 8%에 불과하였으며, 이전 공화당 출신 대통령인 조지 W. 부시 전 대통령의 경우도 2000년 9%, 2004년 11%였다. 특히 미국의 유권자 기준 인구 비중은 백인이 65.1%인 반면, 흑인은 12.3%에 불과하다. 투표율 또한 오바마 전 대통령 재임시기를 제외하면 백인보다 흑인이 평균적으로 10%p 낮다. 트럼프 대통령 입장에서 이번 사태는 미미한 흑인들의 지지보다는 자신의 지지기반인 백인들에게 자신의 리더십을 선보일 기회로 작용할 수 있다.

시위가 장기화될수록 바이든 후보보다는 트럼프 대통령에게 유리

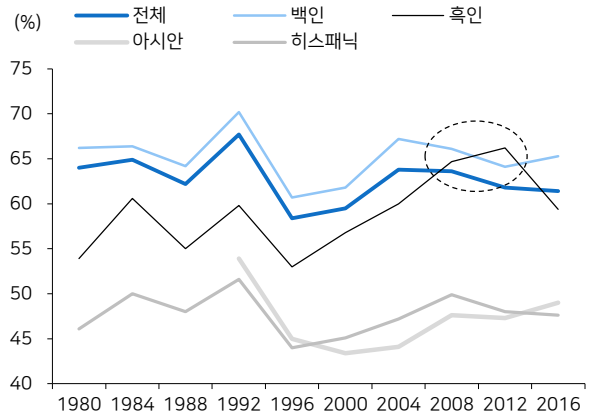
유권자 입장에서 가장 중요한 사안은 먹고 사는 문제이다. 트럼프 대통령은 이미 COVID19발 경기 침체 극복 방안으로 진보적 성향이라고 할 수 있는 정책 카드도 꺼내 들고 있다. 위기 앞에 진보와 보수라는 성향 차이보다는 위기를 극복하는 리더십이 주목 받기 마련이다. 아직은 이번 시위가 누구에게 더 유리하게 작용할 것인지 판단하기는 이르지만, 시위가 더욱 격화되어 무고한 시민들의 피해가 커지면 커질수록 트럼프 대통령은 강경 진압의 명분과 흑인을 제외한 국민들의 지지를 모두 얻을 수 있게 된다.

그림9 2018년 미국 인종별 인구 비중(유권자 기준)



주: 백인은 non-Hispanic 기준  
 자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 인종별 역대 대통령 투표율



주: 백인은 non-Hispanic 기준  
 자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The Case Against Riots (The New York Times)*