

2022. 3. 14



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

현대차(005380)	Buy	220,000원
기아(000270)	Buy	100,000원

자동차

영업 환경 악화, 실적 눈높이 조정 불가피

- ✓ 물류 · 원재료 비용 부담 확대, 러시아 생산 및 판매 훼손 시작, 반도체 부족 지속, 중국 지분법 손익 적자 기여 증가, 미국 소비심리 둔화 등 영업 환경 악화 확인 중
- ✓ 현대 · 기아 실적, 대외 환경 변화 반영한 눈높이 조정 불가피
- ✓ 실적 조정 국면 속 주가 방어를 위한 밸류에이션 상황 근거 또한 부재한 상황 (모빌리티 비전 구체화 및 기술 진전/ 협업 전개 부족, 완성차 업종 주가 동반 조정)
- ✓ 현대 · 기아 적정주가, 각각 220,000원 · 100,000원으로 하향

대외 영업 환경의 악화 → 실적 컨센서스 대규모 조정 불가피

1Q22 분기 및 2022년 연간 영업이익 당사 추정 및 컨센서스 대비 괴리율:

현대 1.46조원 (-16%) · 6.58조원 (-14%), 기아 1.14조원 (-9%) · 5.36조원 (-9%)

1. 주요 원재료 가격 대부분 과거 5년 평균 대비 큰 폭의 상승 반영 (+30~300%) + 글로벌 물류 비용 2019~2020년과 비교해 5배 이상 상승 반영
2. 러시아 경제 제재 (루블 급락과 결제 시스템 붕괴)로 인해 대부분의 글로벌 완성차 업체들 현지 공장 가동 중단 및 현지로의 차량 수출 중지 결정
3. 반도체 공급 정상화 장기화 (연초 이후 BMW, Ford, Toyota 가동 중단 · NXP, Infineon, Qualcomm 등 칩 업체들 반도체 조기 정상화 관련 회의적 입장 발표)
4. 현대 · 기아 중국법인 지난 4Q21 동반 자본잠식 진입했으며, 증자가 이루어진 뒤에도 YoY 판매 감소 지속 중 (2022년 YTD 판매 성장률: 현대 -34%, 기아 -9%)
5. 미국 자동차 수요와 소비심리 지수 (2021년 7월 128.9로 정점 기록 뒤 지속 조정 중, 2022년 2월 110.5 기록) 하향 정체 기조 발현

현대 · 기아 2022년 실적 컨센서스는 지난 1월 4Q21 실적 부진 (영업이익 컨센서스 각각 -15%, -14% 하회)에도 불구하고, 2H22 이후 반도체 공급 정상화에 대한 기대감이 강하게 작용하며 유의미한 조정이 부재했다. 그러나 이후 확인되고 있는 대외 영업 환경 악화를 반영해 대규모 눈높이 조정이 시작될 전망이다.

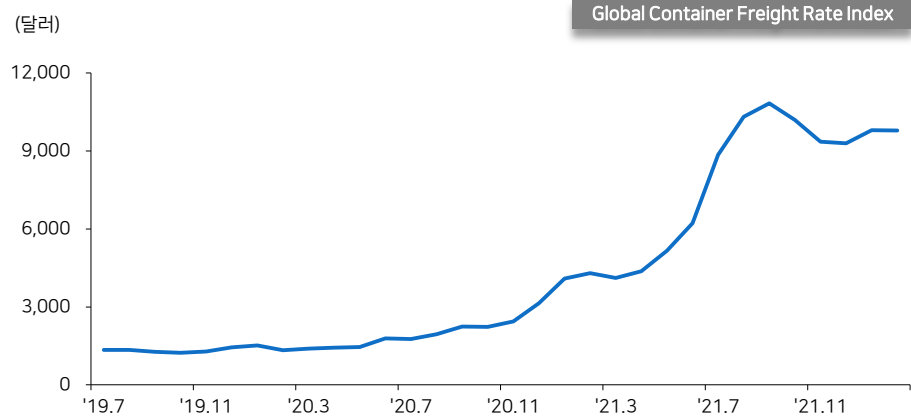
밸류에이션 확대 근거 될 수 있는 모빌리티 전략 공유 또한 부재

당면한 실적 눈높이 하향 조정은 단기 주가 방향에 부정적이다. 다만 단기 실적의 악화에도 불구하고 장기 성장 밑그림을 구체화한다면, 이를 통한 밸류에이션 확장이 주가 방어 또는 상승 근거로 작용할 수 있다. 그러나 아쉽게도 가장 최근 진행된 투자자 행사에서도 현대 · 기아는 유의미한 모빌리티 비전을 공유하지 못했다.

모터 · 열관리 · 차체 설계 등 BEV 핵심 기술 차별화, 신 공장 증설 또는 기존 라인 조정과 같은 BEV 생산 계획 구체화, 장기 배터리 조달 방법 등에 대한 공감대 없는 BEV 판매 목표 제시는 아쉬움이 남는다. 데이터 디바이스 구축을 위한 기본 중 기본인 고성능 저전력 칩과 아키텍처에 대한 비전 공유 또한 부족했다.

현대 · 기아의 2022년 연간 EPS 추정을 각각 -11%, -9% 조정하며, 적정주가 또한 글로벌 Peers 2022년 평균 PER 8.5배를 적용해 22만원 · 10만원으로 하향한다.

그림1 글로벌 물류 비용 2019-2020년과 비교해 5배 이상 상승 반영 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 차량 생산에 필요한 주요 원재료, 일반적으로 매출액 대비 원재료 비용의 비중은 60-70% 수준

Zinc

- Use:** Corrosion protection, tyres, zinc alloy
- Sourcing:** East Asia, Australasia, South America

Copper

- Use:** Breaking system, electrical driving system, gearbox, vehicle electronics
- Sourcing:** East & Central Africa, South America, North America, East Asia, Australasia, Eurasia

Glass/Sand

- Use:** Windows, lamps
- Sourcing:** North America, Europe, Australasia, Southeast & East Asia

Leather

- Use:** Car seats, interiors
- Sourcing:** East & South Asia, South America, Europe

Plastics

- Use:** Seat covers, carpets, bumpers, car batteries, car body, electrical insulators, decorative bezels, optical reflectors, lamps
- Sourcing:** Depending on type

Lead

- Use:** Batteries, lead wheel weights, solder in electronics
- Sourcing:** East Asia, Eurasia, South & North America

Platinum Group Metals

- Use:** Catalyst
- Sourcing:** Southern Africa, North America, Eurasia

Iron & Steel

- Use:** Car body, car mufflers, decorative trims, exhaust silencers, catalytic converters
- Sourcing:** South & East Asia, South America, South Africa, Eurasia, Australasia, North America

3TG

- Use:** board electronics, Fuel cells, fuel tank, sealants, wiring, audio equipment
- Sourcing:** East & Southeast Asia, Central & Southern Africa, South & North America, Australasia

Alumina/Bauxite

- Use:** Radiator, intake manifold, cylinder heads, engine block, bumpers, wheels, body panels
- Sourcing:** Australasia, South & East Asia, South America, Eurasia, West Africa, Caribbean

Cotton

- Use:** Car covers, car seats
- Sourcing:** Asia-Pacific, Western Asia, South America, North America

MICA

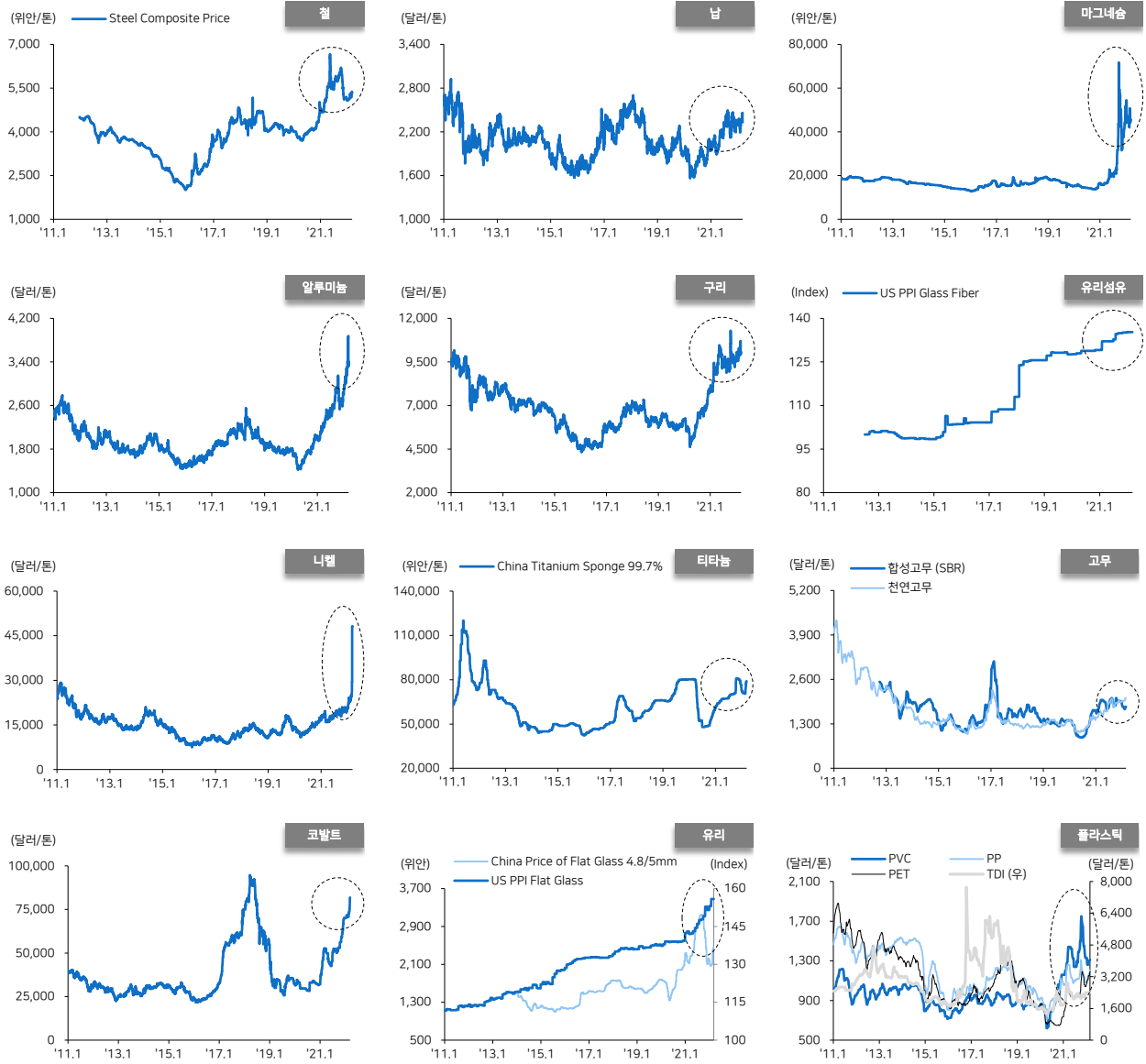
- Use:** Car paints, plastic composites, electronic capacitors
- Sourcing:** East & South Asia, Eurasia

Natural Rubber

- Use:** Tyres, wiper blades, engine mounts, seals, hoses, belts
- Sourcing:** Southeast Asia, South & East Asia, West Africa

자료: Drive Sustainability, 메리츠증권 리서치센터

그림3 최근 1년 주요 원자재 가격은 과거 5년 평균과 비교했을 때 30-300% 높아진 상황

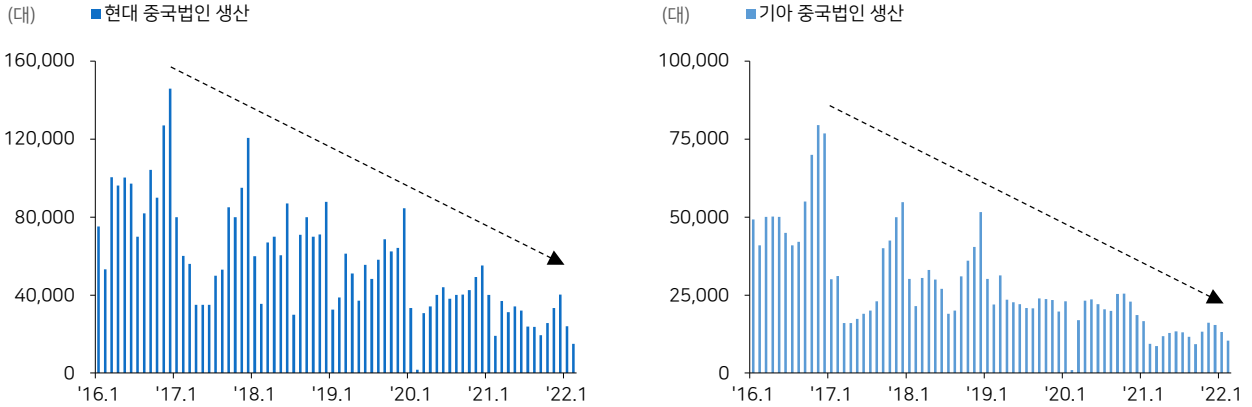


자료: Bloomberg, Platts, 메리츠증권 리서치센터

표1 러시아 경제 제재로 인한 루블화 가치 하락, 결제 시스템 붕괴, 현지 소비 침체 발생 → 글로벌 완성차 업계 생산/판매 중단					
완성차 업체 · 브랜드	공장	생산차질 시점	세부사항	주요생산모델	생산능력 (vehicle units/year)
현대차	St. Petersburg, Russia	3/1 ~	생산 중단	Creta, Solaris	200,000
Volkswagen	3월 1일, 러시아 현지 자동차 생산 중단, 러시아향 수출 중단 발표				
	Wolfsburg, Germany	3/14 ~ 3/21	생산 중단	Golf, Touran	550,000
	Wolfsburg, Germany	3/6 ~ 3/13	단축 가동 (Golf)	Golf, Touran	550,000
	Kaluga, Russia	3/3 ~	생산 중단	VW Tiguan, Audi Q7/Q8	225,000
	Nizhny Novgorod, Russia	3/3 ~	생산 중단	VW Taos, Skoda Octavia	200,000
	Zwickau, Germany	3/1 ~ 3/18	생산 중단	ID.3/4/5, Audi Q4 etron	330,000
Dresden, Germany	3/2 ~ 3/4	생산 중단	ID.3	20,000	
Audi	Ingolstadt, Germany	3/7 ~ 3/18	생산 중단 (A4, A5)	A4, A5	450,000
	Neckarsulm, Germany	3/7 ~ 3/18	생산 중단 (A6, A7)	A6, A7	225,000
Porsche	Leipzig, Germany	3/2 ~ 3/11	생산 중단	Macan, Panamera	150,000
BMW	3월 1일, 러시아 현지 자동차 생산 중단 (Avtotor), 러시아향 수출 중단 발표				
	München, Germany	3/7 ~ 3/11	생산 중단	EV i4, 3/4 Series	285,000
	Dingolfing, Germany	3/7 ~ 3/11	생산 중단	EV iX, 6/7/8 Series	450,000
	Leipzig, Germany	3/7 ~ 3/11	단축 가동 (1교대 축소)	EV i3, PHEV i8V Series	350,000
	Regensburg, Germany	3/7 ~ 3/11	단축 가동 (1교대 축소)	2/4 Series, X2, EV iX1	330,000
	Oxford, Germany	2/23 ~ 3/21	생산 중단	Mini Cooper Series	260,000
Nissan	3월 3일, 러시아 현지 자동차 생산 중단, 러시아향 수출 중단 발표				
	St. Petersburg, Russia	3/7 ~, 며칠간	생산 중단	Qashqai, Pathfinder	100,000
Renault	러시아 사업 철수 보류 중 (러시아 주요 완성차 업체 AvtoVAZ 지분 68% 보유, 매출 10% 의존)				
AvtoVAZ (Renault)	Togliatti, Russia	3/5, 3/9 ~ 3/11	생산 중단	Lada Granta, Renault Sandero	650,000
	Izhevsk, Russia	3/5, 3/9 ~ 3/11	생산 중단	Lada Vesta SW/Cross	113,000
Toyota	St. Petersburg, Russia	3/4 ~	생산 중단	Camry, RAV4	100,000
Volvo	2월 28일, 러시아향 수출 중단				
Volvo Truck	Kaluga, Russia	3/2 ~	생산 중단	Cabs, Trucks	15,000
Mercedes-Benz	3월 3일, 러시아향 수출 중단 및 일부 유럽 공장 생산량 감소 발표				
	Sindelfingen, Germany	3/9 ~	단축 가동	S-Class, EQS	500,000
Stellantis	3월 11일, 러시아향 수출입 중단				
Ford	3월 1일, 러시아 전 지역 영업 중지				
GM	3월 1일, 러시아향 수출 중단				
Suzuki	헝가리 공장에서 러시아로 수출 중단(연간 10,000대 규모)				
Honda	3월 2일, 러시아향 수출 중단				
Ferrari	3월 1일, 러시아 시장용 차량 생산 중단				
Aston Martin	3월 2일, 러시아향 수출 중단				
Jaguar Land Rover	3월 2일, 러시아향 수출 중단				

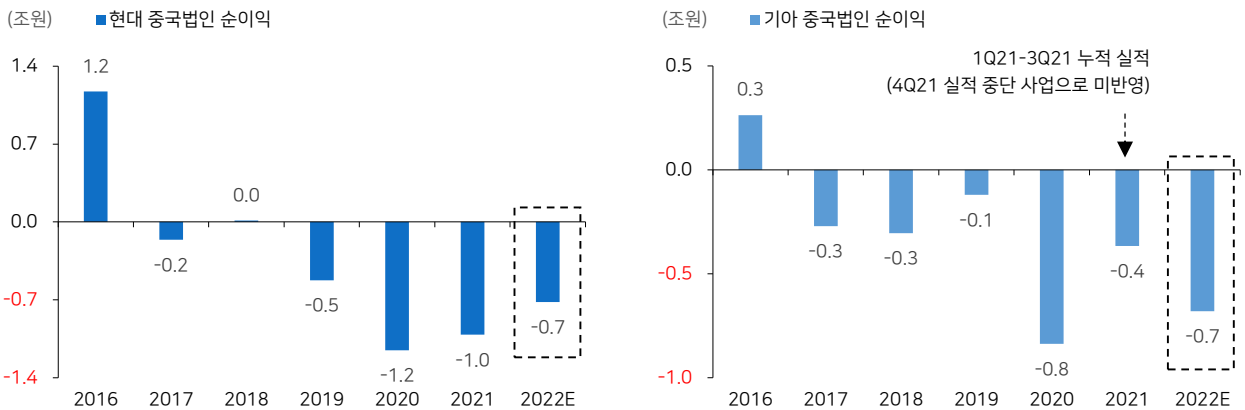
자료: 각 사 및 언론 종합, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대·기아 중국 판매, 2016년 이후 하락세 지속. 브랜드 가치 회복 요원한 상황



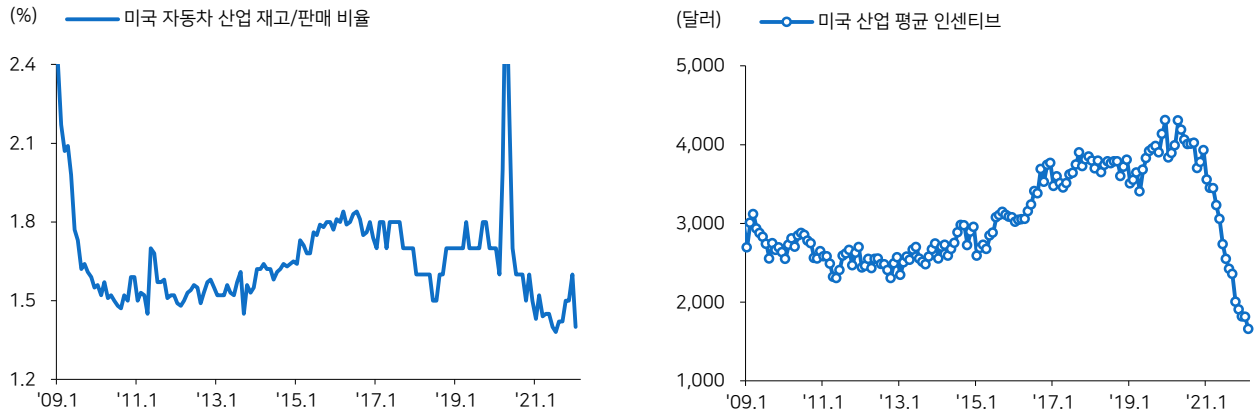
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대·기아 중국 법인, 적자 지속으로 지난 4Q21 자본잠식. 2022년에도 판매 감소 기록 중이며, 적자 폭 확대 전망



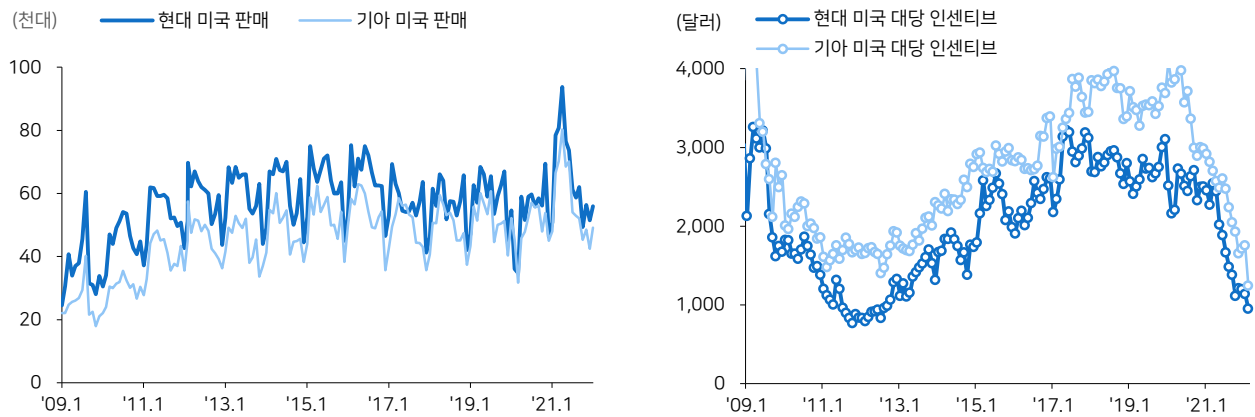
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 산업 재고는 역대 최저 수준을 기록 중이며, 이는 낮은 인센티브 지급으로 연결



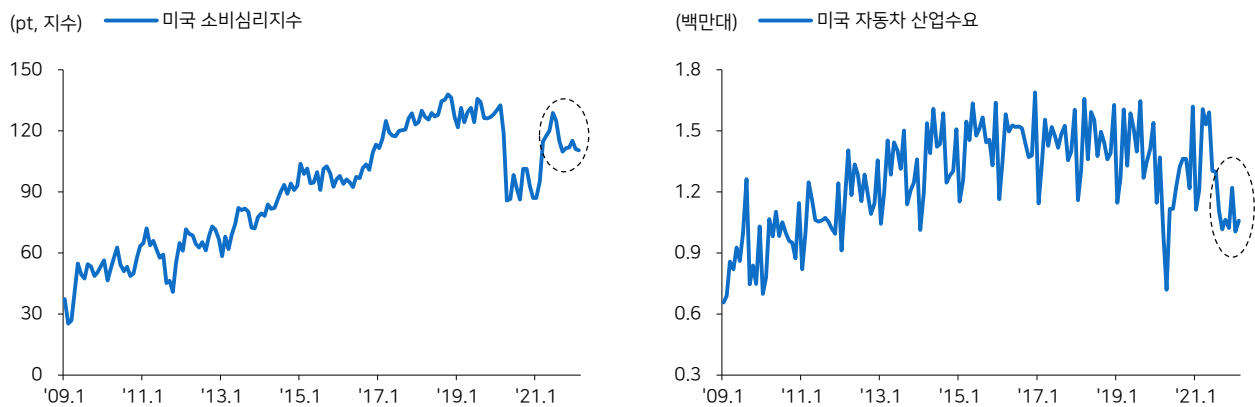
자료: Motor Intelligence, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대 · 기아 또한 낮은 재고 수준을 유지하며, 인센티브 지급 규모를 역대 최저 수준으로 축소



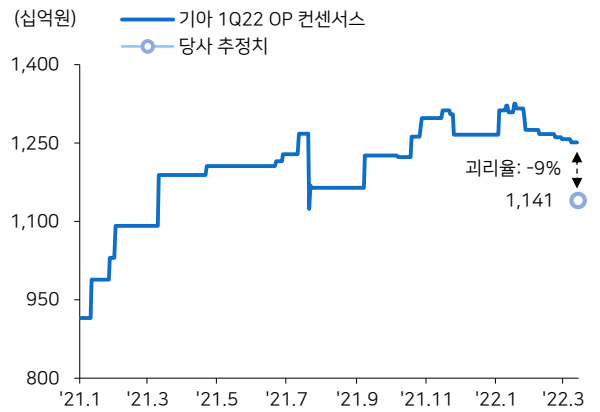
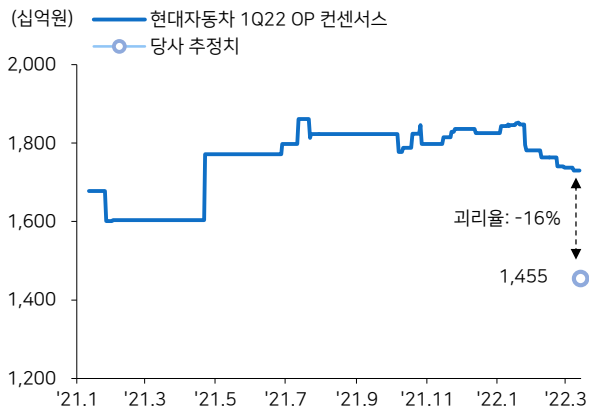
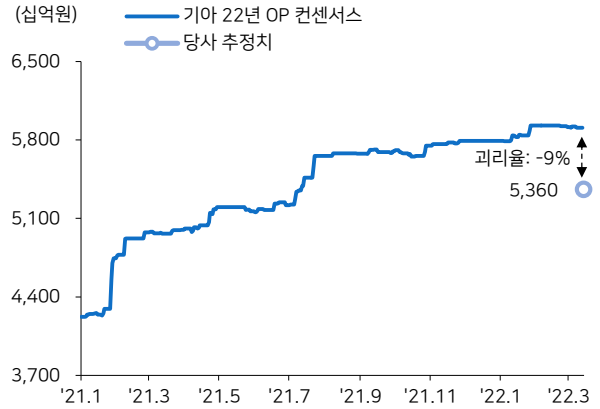
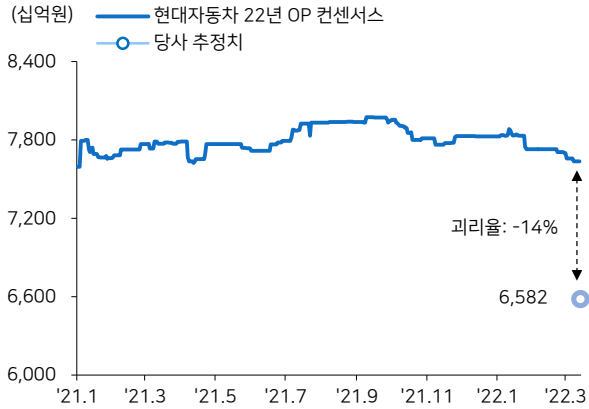
자료: Motor Intelligence, 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림8 그러나 2021년 중반 이후 소비심리 지수와 산업 수요의 동반 하향 정체 확인 중. 2022년 중 인센티브 방향성 변화 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대외 영업환경 악화 진행으로 현대·기아 2022년 실적 눈높이 조정 불가피



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대차 1Q22 영업이익, 시장 기대치 -16% 하회하는 1.46조원 전망

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21P	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	29,311	27,391	7.0	31,026	-5.5	30,304	-3.3
영업이익	1,455	1,657	-12.2	1,530	-4.9	1,730	-15.9
세전이익	1,731	2,046	-15.4	1,474	17.4	2,164	-20.0
지배순이익	1,210	1,327	-8.8	547	121.3	1,455	-16.8
영업이익률 (%)	5.0	6.0		4.9		5.7	
세전이익률 (%)	5.9	7.5		4.8		7.1	
순이익률 (%)	4.1	4.8		1.8		4.8	

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대차 2022 · 2023년 연간 영업이익, 시장 기대치 각각 -14% · -12% 하회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	125,165	127,963	-2.2	127,241	133,005	-4.3
영업이익	6,582	7,636	-13.8	7,220	8,183	-11.8
세전이익	8,086	9,296	-13.0	9,131	9,969	-8.4
순이익	5,688	6,437	-11.6	6,466	6,903	-6.3
영업이익률(%)	5.3	6.0	-0.7%p	5.7	6.2	-0.5%p
세전이익률(%)	6.5	7.3	-0.8%p	7.2	7.5	-0.3%p
순이익률(%)	4.5	5.0	-0.5%p	5.1	5.2	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표4 악화되는 대외 영업환경 반영해, 현대차 실적 추정치 하향 조정

(십억원)	2021P	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	117,611	125,165	127,241
매출액 - 기존 추정	117,611	125,890	126,908
% change	0.0%	-0.6%	0.3%
영업이익 - 신규 추정	6,679	6,582	7,220
영업이익 - 기존 추정	6,679	7,388	7,627
% change	0.0%	-10.9%	-5.3%
세전이익 - 신규 추정	7,960	8,086	9,131
세전이익 - 기존 추정	7,960	8,961	9,415
% change	0.0%	-9.8%	-3.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4,942	5,688	6,466
지배주주 순이익 - 기존 추정	4,942	6,358	6,681
% change	0.0%	-10.5%	-3.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	22,167	25,561	29,097
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	22,167	28,569	30,060
% change	0.0%	-10.5%	-3.2%

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot												
(십억원, 천대)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	
매출액	27,390.9	30,326.1	28,867.2	31,026.5	29,310.7	31,365.2	30,628.1	33,860.8	117,610.6	125,164.8	127,241.4	
(% YoY)	8.2	38.7	4.7	6.1	7.0	3.4	6.1	9.1	13.1	6.4	1.7	
판매볼륨 (중국 제외)	928.6	912.7	821.4	899.5	881.1	930.9	907.5	1,007.1	3,562.2	3,726.6	3,830.0	
(% YoY)	17.4	57.2	-3.8	-9.6	-5.1	2.0	10.5	12.0	10.6	4.6	2.8	
연결기준 ASP (백만원)	22.7	24.4	24.2	26.2	25.2	25.9	25.4	25.9	24.3	25.6	25.3	
(% YoY)	1.0	-7.6	3.6	13.2	11.2	5.9	5.0	-1.1	3.1	5.1	-1.2	
자동차	21,700.0	24,674.2	22,577.9	25,191.0	23,538.2	25,514.8	24,404.9	27,639.7	94,143.2	101,097.7	102,681.8	
(% YoY)	11.0	53.7	5.1	7.3	8.5	3.4	8.1	9.7	16.8	7.4	1.6	
금융	4,287.5	4,038.0	4,571.3	3,886.0	4,250.2	4,181.5	4,366.2	4,082.1	16,782.7	16,880.0	17,405.9	
(% YoY)	2.7	-7.0	2.9	-0.1	-0.9	3.6	-4.5	5.0	-0.4	0.6	3.1	
기타	1,403.3	1,613.9	1,718.0	1,949.5	1,522.2	1,668.8	1,857.0	2,139.0	6,684.7	7,187.0	7,153.7	
(% YoY)	-11.7	10.5	4.2	4.0	8.5	3.4	8.1	9.7	1.7	7.5	-0.5	
OP	1,656.6	1,886.0	1,606.7	1,529.7	1,455.1	1,681.5	1,722.9	1,722.8	6,678.9	6,582.3	7,220.0	
(% YoY)	91.8	219.5	흑자전환	21.9	-12.2	-10.8	7.2	12.6	178.9	-1.4	9.7	
자동차	1,049.8	1,236.3	957.8	911.7	861.4	1,042.0	1,064.8	1,187.3	4,155.5	4,155.6	4,796.7	
(% YoY)	82.7	346.9	-207.4	18.6	-17.9	-15.7	11.2	30.2	470.7	0.0	15.4	
금융	530.3	554.1	570.0	541.0	513.1	552.7	572.7	449.9	2,195.4	2,088.3	2,080.0	
(% YoY)	142.9	103.8	12.8	45.3	-3.2	-0.3	0.5	-16.8	60.5	-4.9	-0.4	
기타	76.5	95.6	78.9	77.0	80.7	86.8	85.4	85.6	328.0	338.4	343.4	
(% YoY)	7.8	128.9	8.5	-32.0	5.5	-9.2	8.3	11.1	9.8	3.2	1.5	
RP	2,046.3	2,502.0	1,937.0	1,474.3	1,730.8	2,089.6	2,091.3	2,174.3	7,959.6	8,086.0	9,130.9	
(% YoY)	182.5	319.6	흑자전환	29.8	-15.4	-16.5	8.0	47.5	280.0	1.6	12.9	
NP	1,327.3	1,761.9	1,306.3	546.9	1,210.2	1,494.0	1,476.6	1,507.4	4,942.4	5,688.2	6,466.4	
(% YoY)	186.5	674.8	흑자전환	-48.9	-8.8	-15.2	13.0	175.6	246.7	15.1	13.7	
OP margin (%)	6.0	6.2	5.6	4.9	5.0	5.4	5.6	5.1	5.7	5.3	5.7	
자동차	4.8	5.0	4.2	3.6	3.7	4.1	4.4	4.3	4.4	4.1	4.7	
금융	12.4	13.7	12.5	13.9	12.1	13.2	13.1	11.0	13.1	12.4	11.9	
기타	5.5	5.9	4.6	3.9	5.3	5.2	4.6	4.0	4.9	4.7	4.8	
RP margin (%)	7.5	8.3	6.7	4.8	5.9	6.7	6.8	6.4	6.8	6.5	7.2	
NP margin (%)	4.8	5.8	4.5	1.8	4.1	4.8	4.8	4.5	4.2	4.5	5.1	
글로벌 판매볼륨	1,024.9	1,010.4	888.4	998.9	946.1	1,000.9	974.5	1,097.1	3,922.7	4,018.6	4,130.0	
(% YoY)	19.4	43.6	-9.0	-12.8	-7.7	-0.9	9.7	9.8	6.5	2.4	2.8	
글로벌 ASP (백만원)	22.1	23.6	23.6	25.3	24.5	25.2	24.7	25.2	23.6	24.9	24.7	
(% YoY)	1.2	-2.8	5.8	14.5	11.1	6.6	4.8	-0.4	5.0	5.4	-1.0	
글로벌 ASP (천달러)	19.8	21.1	20.4	21.3	20.4	21.0	21.2	21.7	20.7	21.1	21.4	
(% YoY)	8.4	5.8	8.4	8.1	3.1	-0.4	3.9	1.6	8.3	2.0	1.8	
평균환율 (원-달러)	1,113.8	1,121.3	1,159.3	1,183.3	1,200.0	1,200.0	1,170.0	1,160.0	1,144.4	1,182.5	1,150.0	
기말환율 (원-달러)	1,128.0	1,130.6	1,184.1	1,189.9	1,210.0	1,180.0	1,160.0	1,160.0	1,189.9	1,160.0	1,150.0	

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표6 기아 1Q22 영업이익, 시장 기대치 -9% 하회하는 1.14조원 전망

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21P	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	17,753	16,582	7.1	17,188	3.3	17,968	-1.2
영업이익	1,141	1,076	6.0	1,175	-2.9	1,252	-8.9
세전이익	1,235	1,319	-6.4	1,631	-24.3	1,570	-21.3
지배순이익	926	1,035	-10.5	1,248	-25.8	1,163	-20.3
영업이익률 (%)	6.4	6.5		6.8		7.0	
세전이익률 (%)	7.0	8.0		9.5		8.7	
순이익률 (%)	5.2	6.2		7.3		6.5	

자료: Bloomberg, 기아, 메리츠증권 리서치센터

표7 기아 2022·2023년 연간 영업이익, 시장 기대치 각각 -9%·-6% 하회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	75,353	78,538	-4.1	77,573	82,855	-6.4
영업이익	5,360	5,909	-9.3	5,893	6,299	-6.4
세전이익	6,262	7,006	-10.6	7,000	7,439	-5.9
순이익	4,680	5,255	-10.9	5,232	5,586	-6.3
영업이익률(%)	7.1	7.5	-0.4p	7.6	7.6	0.0p
세전이익률(%)	8.3	8.9	-0.6p	9.0	9.0	0.0p
순이익률(%)	6.2	6.7	-0.5p	6.7	6.7	0.0p

자료: Bloomberg, 기아, 메리츠증권 리서치센터

표8 대외 영업환경 악화 반영해, 기아 실적 추정치 하향 조정

(십억원)	2021P	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	69,862.4	75,352.8	77,572.6
매출액 - 기존 추정	69,862.4	78,305.8	78,904.4
% change	0.0%	-3.8%	-1.7%
영업이익 - 신규 추정	5,065.7	5,359.6	5,892.7
영업이익 - 기존 추정	5,065.7	5,921.4	5,946.5
% change	0.0%	-9.5%	-0.9%
세전이익 - 신규 추정	6,393.7	6,262.1	6,999.6
세전이익 - 기존 추정	6,393.7	6,883.3	7,090.7
% change	0.0%	-9.0%	-1.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4,760.3	4,680.4	5,231.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	4,760.3	5,159.7	5,315.2
% change	0.0%	-9.3%	-1.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	11,743.4	11,546.3	12,906.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	11,743.4	12,728.6	13,112.1
% change	0.0%	-9.3%	-1.6%

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

표9 기아 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, 천대)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	16,581.7	18,339.5	17,752.8	17,188.4	17,752.6	19,477.7	19,077.6	19,044.9	69,862.4	75,352.8	77,572.6
(% YoY)	13.8	61.3	8.8	1.6	7.1	6.2	7.5	10.8	18.1	7.9	2.9
연결기준 판매볼륨	641.9	645.3	558.2	580.0	638.0	662.0	627.0	673.0	2,425.3	2,600.0	2,655.0
(% YoY)	14.3	55.9	-3.0	-7.5	-0.6	2.6	12.3	16.0	11.4	7.2	2.1
국내공장	361.5	385.0	319.0	349.3	355.0	375.0	340.0	380.0	1,414.8	1,450.0	1,460.0
(% YoY)	20.1	27.8	-7.1	-2.0	-1.8	-2.6	6.6	8.8	8.7	2.5	0.7
내수	130.1	148.3	125.0	131.7	130.0	145.0	130.0	145.0	535.0	550.0	550.0
(% YoY)	11.4	-8.2	-8.6	-4.2	-0.1	-2.2	4.0	10.1	-3.1	2.8	0.0
수출	231.4	236.7	194.0	217.7	225.0	230.0	210.0	235.0	879.8	900.0	910.0
(% YoY)	25.6	69.4	-6.0	-0.7	-2.8	-2.8	8.2	8.0	17.4	2.3	1.1
해외공장	280.4	260.3	239.1	230.6	283.0	287.0	287.0	293.0	1,010.5	1,150.0	1,195.0
(% YoY)	7.7	130.8	3.0	-14.6	0.9	10.3	20.0	27.0	15.4	13.8	3.9
연결기준 ASP (백만원)	23.9	26.5	29.7	27.4	25.8	27.5	28.6	26.4	26.8	27.1	27.3
(% YoY)	-1.3	1.7	12.6	8.6	8.2	3.7	-3.6	-3.8	5.3	1.1	1.0
연결기준 ASP (천달러)	21.4	23.7	25.6	23.2	21.5	22.9	24.5	22.7	23.4	22.9	23.8
(% YoY)	5.6	10.7	15.4	2.6	0.4	-3.1	-4.5	-1.9	8.5	-2.1	3.8
OP	1,076.4	1,487.2	1,327.0	1,175.1	1,140.6	1,377.8	1,341.6	1,499.6	5,065.7	5,359.6	5,892.7
(% YoY)	142.2	924.5	579.7	-8.3	6.0	-7.4	1.1	27.6	145.1	5.8	9.9
RP	1,319.3	1,837.7	1,606.2	1,630.5	1,234.9	1,638.9	1,609.5	1,778.8	6,393.7	6,262.1	6,999.6
(% YoY)	367.9	769.5	592.6	46.1	-6.4	-10.8	0.2	9.1	247.2	-2.1	11.8
지분법이익	188.7	327.3	272.3	380.0	122.8	292.8	296.0	316.6	1,168.3	1,028.2	1,228.3
(% YoY)	1,046.2	438.2	148.8	-403.2	-34.9	-10.5	8.7	-16.7	107.2	66.7	142.2
NP	1,035.0	1,342.9	1,134.7	1,247.7	926.2	1,229.2	1,191.0	1,334.1	4,760.3	4,680.4	5,231.7
(% YoY)	289.2	963.2	748.8	29.8	-10.5	-8.5	5.0	6.9	220.0	-1.7	11.8
OP margin (%)	6.5	8.1	7.5	6.8	6.4	7.1	7.0	7.9	7.3	7.1	7.6
RP margin (%)	8.0	10.0	9.0	9.5	7.0	8.4	8.4	9.3	9.2	8.3	9.0
NP margin (%)	6.2	7.3	6.4	7.3	5.2	6.3	6.2	7.0	6.8	6.2	6.7
글로벌 판매볼륨	676.7	683.3	592.1	624.9	671.0	697.0	659.0	720.0	2,577.0	2,747.0	2,815.0
(% YoY)	12.4	41.5	-7.7	-9.9	-0.8	2.0	11.3	15.2	6.5	6.6	2.5
글로벌 ASP (백만원)	25.3	27.5	31.0	28.7	27.2	28.7	29.7	27.6	28.0	28.3	28.5
(% YoY)	0.3	7.5	14.6	11.2	7.8	4.2	-4.2	-3.8	8.0	1.0	0.7
글로벌 ASP (천달러)	22.7	24.6	26.7	24.2	22.7	23.9	25.4	23.8	24.5	23.9	24.8
(% YoY)	7.4	16.9	17.4	5.1	0.1	-2.6	-5.1	-1.9	11.3	-2.3	3.5
평균환율 (원/달러)	1,113.8	1,121.3	1,159.3	1,183.3	1,200.0	1,200.0	1,170.0	1,160.0	1,144.4	1,182.5	1,150.0
기말환율 (원/달러)	1,128.0	1,130.6	1,184.1	1,189.9	1,210.0	1,180.0	1,160.0	1,160.0	1,189.9	1,160.0	1,150.0

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

표10 현대차 적정주가, 220,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 Peer Group의 22년 평균 PER	8.5배
현대차 2022년 EPS 추정치 (원, b)	25,561원
Fair Value (원, c = a x b)	217,265원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	220,000원
현재 주가 (3월 11일 기준 종가)	169,000원
과리율 (%)	+30.2%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표11 기아 적정주가, 100,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 Peer Group의 22년 평균 PER	8.5배
기아 2022년 EPS 추정치 (원, b)	11,546원
Fair Value (원, c = a x b)	98,144원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	100,000원
현재 주가 (3월 11일 기준 종가)	70,000원
과리율 (%)	+42.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표12 글로벌 Peer Group 2022년 평균 PER 8.5배를 적정 PER로 적용

기업명	Ticker	시가총액 (조원)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
GM	GM US	74.6	6.0	5.7	3.9	4.5	0.8	0.7	3.1	2.6	16.7	13.4
Ford	F US	79.4	7.9	7.1	13.1	12.0	1.2	1.1	3.9	2.3	14.0	14.3
Stellantis	STLA US	56.5	3.1	2.9	23.3	6.1	0.7	0.6	0.9	0.7	23.0	20.2
Toyota	7203 JP	320.2	8.2	7.7	8.0	6.2	0.9	0.9	11.0	10.1	12.0	11.7
Honda	7267 JP	59.5	6.7	6.0	16.5	11.1	0.5	0.5	7.9	7.1	8.0	8.3
Nissan	7201 JP	20.3	5.3	4.7	55.6	13.6	0.4	0.4	5.2	6.4	7.2	7.9
Daimler	DAI GR	85.0	5.2	5.1	-4.7	2.1	0.8	0.7	1.6	1.5	16.1	15.1
Volkswagen	VOW GR	120.8	6.5	6.0	11.3	8.4	0.7	0.6	1.7	2.1	11.5	11.5
BMW	BMW GR	63.8	5.0	4.9	-14.1	3.0	0.6	0.6	4.1	4.1	13.5	12.3
Renault	RNO FP	8.9	3.0	2.3	189.6	33.1	0.2	0.2	1.3	0.9	7.7	9.4
Great Wall	2333 HK	41.9	8.6	6.4	52.1	34.0	1.4	1.2	12.3	9.2	16.4	19.2
Geely	175 HK	18.1	9.4	7.4	44.7	26.8	1.2	1.0	4.9	3.6	13.2	14.6
SAIC	600104 CH	40.9	7.1	5.5	14.8	29.3	0.7	0.7	5.2	4.1	10.3	10.6
Changan	200625 CH	14.9	3.5	2.9	24.0	19.6	0.3	0.3	5.7	4.5	9.8	10.5
BAIC	1958 HK	3.1	3.9	3.4	20.9	14.9	0.3	0.3	-	-	7.7	8.3
Tata	TTMT IN	24.1	14.0	9.2	흑전	51.3	2.7	2.1	4.5	3.4	19.2	25.1
Maruti Suzuki India	MSIL IN	34.6	26.8	20.8	112.4	30.1	3.6	3.3	15.5	12.5	13.4	15.7
Mahindra	MM IN	14.7	16.6	14.5	11.2	13.7	1.6	1.8	12.6	-	13.2	14.8
Average			8.5	7.1	29.7	18.5	1.1	1.0	6.3	5.0	12.5	13.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	105,746.4	103,997.6	117,610.6	125,164.8	127,241.4
매출액증가율 (%)	9.2	-1.7	13.1	6.4	1.7
매출원가	88,091.4	85,515.9	95,675.3	102,498.0	104,107.7
매출총이익	17,655.0	18,481.7	21,935.3	22,666.8	23,133.7
판매관리비	14,049.5	16,087.0	15,256.3	16,084.5	15,913.7
영업이익	3,605.5	2,394.7	6,678.9	6,582.3	7,220.0
영업이익률	3.4	2.3	5.7	5.3	5.7
금융손익	351.9	-142.1	41.8	103.2	125.1
중속/관계기업손익	542.8	162.2	1,303.3	1,400.5	1,722.1
기타영업외손익	-336.5	-320.4	-64.5	0.0	63.6
세전계속사업이익	4,163.8	2,094.4	7,959.6	8,086.0	9,130.9
법인세비용	978.1	168.7	2,266.5	2,022.3	2,282.7
당기순이익	3,185.6	1,925.7	5,693.1	6,063.7	6,848.1
지배주주지분 순이익	2,980.0	1,425.6	4,942.4	5,688.2	6,466.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	76,082.9	83,686.4	81,327.1	84,673.3	84,805.7
현금및현금성자산	8,682.0	9,862.1	12,349.1	13,142.3	13,360.3
매출채권	3,513.1	3,284.0	3,528.3	3,754.9	3,817.2
재고자산	11,663.8	11,333.7	10,585.0	11,264.8	11,451.7
비유동자산	118,429.3	125,657.9	148,173.3	152,931.8	156,195.9
유형자산	32,831.5	34,092.2	51,748.1	53,589.8	55,215.4
무형자산	5,266.5	5,677.6	6,033.5	6,414.0	6,744.2
투자자산	22,238.1	22,766.3	26,638.8	28,537.6	29,201.9
자산총계	194,512.2	209,344.2	229,500.4	237,605.1	241,001.6
유동부채	53,314.1	59,459.5	60,232.6	62,108.5	59,248.3
매입채무	7,669.4	8,793.2	8,294.7	8,702.3	8,719.4
단기차입금	12,570.7	13,780.7	14,331.9	14,475.2	14,620.0
유동성장기부채	15,778.6	16,104.0	16,587.1	16,421.3	16,421.3
비유동부채	64,832.4	73,543.7	88,130.9	88,692.1	88,832.0
사채	41,805.8	48,795.4	63,434.0	63,434.0	63,434.0
장기차입금	11,217.1	12,726.7	12,344.9	12,468.4	12,593.1
부채총계	118,146.5	133,003.2	148,363.5	150,800.5	148,080.3
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,197.0	4,190.1	4,190.1	4,190.1	4,190.1
기타포괄이익누계액	-2,353.0	-3,409.7	-3,409.7	-3,409.7	-3,409.7
이익잉여금	68,249.6	68,911.8	72,919.5	78,211.7	83,946.7
비지배주주지분	6,300.0	6,860.3	7,611.1	7,986.6	8,368.3
자본총계	76,365.8	76,341.0	81,136.9	86,804.6	92,921.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	419.8	-409.8	2,523.6	2,516.9	3,418.9
당기순이익(손실)	3,185.6	1,924.6	5,693.1	6,063.7	6,848.1
유형자산상각비	2,545.2	2,749.5	2,814.8	2,844.3	2,966.6
무형자산상각비	1,286.7	1,435.9	1,525.9	1,622.1	1,705.6
운전자본의 증감	-15,644.3	-16,991.8	-16,624.1	-18,818.8	-18,749.5
투자활동 현금흐름	-5,929.2	-9,337.6	-9,506.0	-503.7	-2,125.2
유형자산의증가(CAPEX)	-3,586.7	-4,687.8	-4,781.6	-4,686.0	-4,592.2
투자자산의감소(증가)	-1,275.6	-1,445.1	-1,580.0	-1,898.8	-664.3
재무활동 현금흐름	4,874.9	11,352.5	8,887.3	-1,220.0	-1,075.6
차입금의 증감	6,542.5	12,779.0	10,074.0	100.9	269.4
자본의 증가	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-431.7	1,180.2	2,487.0	793.2	218.0
기초현금	9,113.6	8,682.0	9,862.1	12,349.1	13,142.3
기말현금	8,682.0	9,862.1	12,349.1	13,142.3	13,360.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	494,910	486,725	550,436	585,790	595,509
EPS(지배주주)	12,782	5,790	22,167	25,561	29,097
CFPS	85,795	87,673	97,875	99,854	103,751
EBITDAPS	34,808	30,796	51,574	51,710	55,658
BPS	275,749	275,660	292,978	313,443	335,530
DPS	4,000	3,000	5,000	5,000	5,500
배당수익률(%)	2.4	1.8	3.0	3.0	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	29.2	7.6	6.6	5.8
PCR	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	74,373.8	65,800.4	110,196.5	110,486.9	118,922.8
EV/EBITDA	4.5	6.6	5.1	5.1	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	1.9	6.3	6.8	7.2
EBITDA 이익률	7.0	6.3	9.4	8.8	9.3
부채비율	154.7	174.2	182.9	173.7	159.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	1.1	0.7	2.0	2.0	2.1
매출채권회전율(x)	29.7	30.6	34.5	34.4	33.6
재고자산회전율(x)	9.3	9.2	10.5	10.9	11.0

기아 (000270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	58,146.0	59,168.1	69,862.4	75,352.8	77,572.6
매출액증가율 (%)	7.3	1.8	18.1	7.9	2.9
매출원가	48,766.6	49,222.6	56,936.8	61,526.9	63,159.6
매출총이익	9,379.4	9,945.5	12,925.6	13,825.9	14,413.1
판매관리비	7,369.7	7,879.1	7,859.9	8,466.3	8,520.4
영업이익	2,009.7	2,066.5	5,065.7	5,359.6	5,892.7
영업이익률	3.5	3.5	7.3	7.1	7.6
금융손익	-54.5	-82.9	-79.3	-88.1	-82.6
중속/관계기업손익	507.1	61.4	1,168.3	1,028.2	1,228.3
기타영업외손익	68.8	-203.6	239.0	-37.7	-38.8
세전계속사업이익	2,531.1	1,841.4	6,393.7	6,262.1	6,999.6
법인세비용	704.4	353.8	1,633.5	1,581.6	1,767.9
당기순이익	1,826.7	1,487.6	4,760.2	4,680.4	5,231.7
지배주주지분 손이익	1,826.7	1,487.6	4,760.3	4,680.4	5,231.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	21,555.4	26,093.4	29,710.2	32,798.7	37,079.7
현금및현금성자산	4,268.7	10,160.7	9,780.7	10,549.4	11,248.0
매출채권	2,154.7	1,819.0	2,445.2	2,637.3	3,102.9
재고자산	8,108.7	7,094.0	6,986.2	8,288.8	9,696.6
비유동자산	33,789.4	34,397.1	34,524.1	35,777.0	36,319.6
유형자산	15,746.7	15,579.7	14,788.6	14,503.1	14,227.4
무형자산	2,552.8	2,665.6	2,736.8	2,815.2	2,914.4
투자자산	14,626.2	15,265.7	16,068.3	17,481.8	18,152.0
자산총계	55,344.8	60,490.4	64,234.4	68,575.7	73,399.4
유동부채	17,276.6	21,097.6	20,615.1	20,456.2	20,368.7
매입채무	6,766.8	7,302.4	6,986.2	7,535.3	7,757.3
단기차입금	1,414.8	4,479.5	2,687.7	2,553.3	2,425.6
유동성장기부채	1,126.0	788.5	1,143.4	1,154.8	1,166.4
비유동부채	9,090.0	9,501.2	9,460.7	9,473.7	9,351.2
사채	2,667.1	2,723.0	3,403.7	3,437.8	3,472.2
장기차입금	1,307.8	2,175.7	1,849.4	1,867.9	1,886.5
부채총계	26,366.7	30,598.8	30,075.8	29,929.9	29,719.9
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8
기타포괄이익누계액	-717.0	-920.6	-1,012.7	-1,114.0	-1,225.4
이익잉여금	26,056.2	27,173.4	31,532.5	36,120.9	41,266.0
비지배주주지분	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
자본총계	28,978.1	29,891.7	34,158.6	38,645.7	43,679.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,610.7	5,423.9	4,413.9	3,826.2	3,280.1
당기순이익(손실)	1,826.7	1,487.6	4,760.2	4,680.4	5,231.7
유형자산상각비	1,532.1	1,675.7	1,710.9	1,781.3	1,786.3
무형자산상각비	597.3	543.9	552.6	576.6	588.5
운전자본의 증감	-2,350.7	-1,797.7	-3,176.9	-3,633.3	-4,762.8
투자활동 현금흐름	-1,104.2	-2,864.9	-3,327.2	-1,893.9	-1,215.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,736.5	-1,661.9	-1,246.4	-1,495.7	-1,510.7
투자자산의감소(증가)	-49.1	-777.5	437.7	-1,413.5	-670.2
재무활동 현금흐름	-726.3	3,517.3	-1,764.8	-1,163.6	-1,365.7
차입금의 증감	-312.3	4,041.0	-1,363.9	52.5	53.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,976.1	5,892.0	-380.0	768.7	698.6
기초현금	2,292.7	4,268.7	10,160.7	9,780.7	10,549.4
기말현금	4,268.7	10,160.7	9,780.7	10,549.4	11,248.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	143,442	145,963	172,345	185,889	191,366
EPS(지배주주)	4,506	3,670	11,743	11,546	12,906
CFPS	14,641	18,376	20,143	18,402	19,841
EBITDAPS	10,211	10,573	18,081	19,038	20,395
BPS	71,487	73,740	84,267	95,336	107,754
DPS	1,150	1,000	3,000	3,500	3,500
배당수익률(%)	1.6	1.4	4.3	5.0	5.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	19.1	6.0	6.1	5.4
PCR	4.8	3.8	3.5	3.8	3.5
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	4,139.1	4,286.0	7,329.2	7,717.4	8,267.5
EV/EBITDA	6.4	5.7	2.9	2.6	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	5.1	14.9	12.9	12.7
EBITDA 이익률	7.1	7.2	10.5	10.2	10.7
부채비율	91.0	102.4	88.0	77.4	68.0
금융비용부담률	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	10.6	8.8	29.3	31.3	34.6
매출채권회전율(x)	27.7	29.8	32.8	29.7	27.0
재고자산회전율(x)	7.6	7.8	9.9	9.9	8.6

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

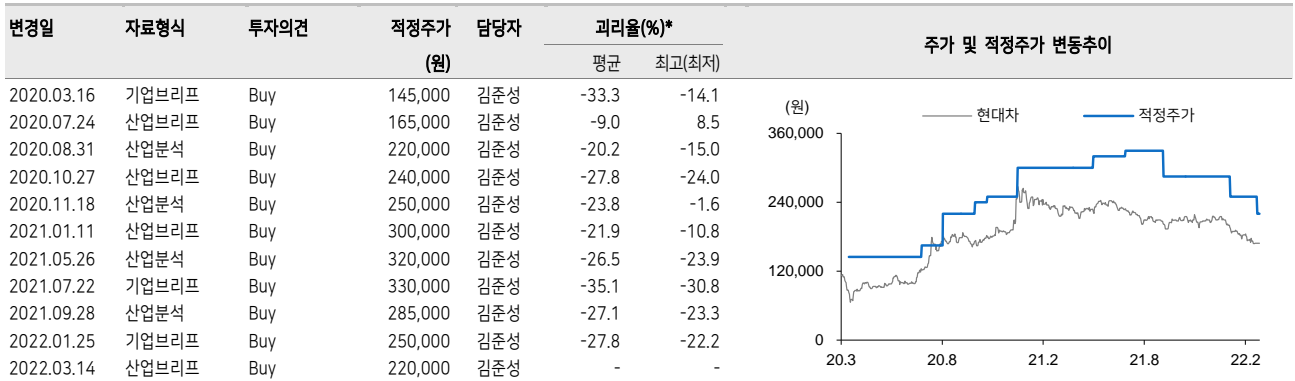
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



기아 (000270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

