



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Neutral**

# 자동차

## 현대 · 기아 품질비용 업데이트

- ✓ 장기 비용 이슈로 작용해왔던 세타2 엔진 리콜 비용 재발
- ✓ 이는 평생보증 정책과 지난 2년간의 차량 구매 용이성 하락 때문
- ✓ 동일 품질비용이 반복된다는 점은 아쉬운 상황, 그러나 2023년 이후 잔존 비율 축소 가능성이 높다는 점에서, 향후 추가 비용 발생 가능성 낮다고 판단
- ✓ 현대 · 기아 기업가치는 2022년 실적에 반영될 품질비용 영향보다는 2023년 실적을 좌우할 재고 및 인센티브의 방향성에 더욱 연동될 것이라 전망

### 장기간 비용 이슈로 작용해왔던 세타2 엔진 리콜 비용 재발

현대 1.36조원, 기아 1.54조원의 품질 비용이 3Q22 실적에 반영될 예정이다. 현재 양 사 3Q22 영업이익 컨센서스인 2.91조원과 2.25조원의 47%, 68%에 달한다.

### 왜 다시 추가 비용이 발생했을까?

리콜 품질 비용은 세 가지 기준으로 산정된다. 1) 리콜 대상 차량들의 누적 판매 대수, 2) 이 중 실제 부품 교체가 필요한 차량의 대수, 3) 교체할 부품의 비용이다. 세타2 엔진에 대해 품질 비용 반영이 지속 추가되는 이유는 바로 2)에 대한 가정 변화 때문이다. 2)는 두 가지 기준으로 계산된다. 리콜 대상 차량 중 잔존 비율(시간이 지나며 폐차된 차량을 제외한 잔여 리콜 대상 차량의 수)과 잔여 차량 중 엔진 교체가 필요한 불량 발생 비율(차량이 노후화되며 리콜이 필요한 불량 발생 비율은 증가)이다. 2015년 처음 세타2 엔진 품질 비용을 적용한 이후, 2017년부터 지금까지 추가 비용이 지속된 것은 바로 이 두 가지에 대한 가정이 증가해왔기 때문이다. 잔존 비율과 불량 발생 비율이 기존 계산과 달리 증가해온 이유는 1) 현대/기아의 평생보증 정책(일반 차량은 10년 보증)과 2) C19 이후 시장 전반의 신차/중고차 재고 부족 및 가격 급등 때문으로 판단된다. 이 두 가지 요인으로 리콜 대상 차량의 사용기간이 기존 계획과 비교해 늘어났으며, 사용기간 증가에 따른 노후 차량의 확대는 리콜이 필요한 불량 발생 차량의 절대값을 상승시켰다.

### 단기 변동성 발생 불가피, 그러나 중장기 주가는 재고 방향성과 동행할 것

동일 품질비용이 반복된다는 점은 아쉬운 상황이다. 잔존 비율과 불량 발생 비율에 대한 정확한 예측이 어렵기에, 향후 잠재적 신규 비용 발생 가능성이 0이라고 할 수 없는 것도 문제다. 그러나 이번 추가 비용에서 평생보증 수혜에 따른 잔존 비율 상승 영향이 재반영되었고, 반도체 공급 정상화로 2023년 이후 시장 전반의 차량 구매 용이성이 상승하며 실제 잔존 비율은 하향될 가능성이 높다. 즉, 향후 세타2 엔진 리콜 추가 총당금 적립 가능성은 이제 매우 낮아졌다고 판단한다.

(2페이지 계속)

더욱이 이미 현대/기아에 대한 가치 평가는 이번 품질 비용이 반영될 2022년 실적 기준이 아닌 상황이다. 2022년 지배주주 순이익 컨센서스 기준 양 사 PER은 각각 4.0배, 4.3배로, 과거 20년간 큰 변화 없이 유지되어 왔던 7-8배의 밴드를 크게 하회하고 있다. 현재 시장의 가치평가 주안점은 2023년 실적이 2022년 대비 하향 조정될 것인지에 대한 우려 현실화 여부이다. 결국 양 사의 기업가치는 갑작스러운 비용 반영에 따른 단기 변동성을 보일 수 있으나, 근본적으로는 2023년 실적 방향성을 결정할 앞으로의 재고 및 인센티브 방향성에 달려 있다고 판단한다.

그림1 현대·기아, 세타2 엔진 리콜 비용 반영 다시 발생

### 1. 3분기 품질비용

· 엔진에 대한 추가 총당금 관련 **현대 1.36조, 기아 1.54조 반영**

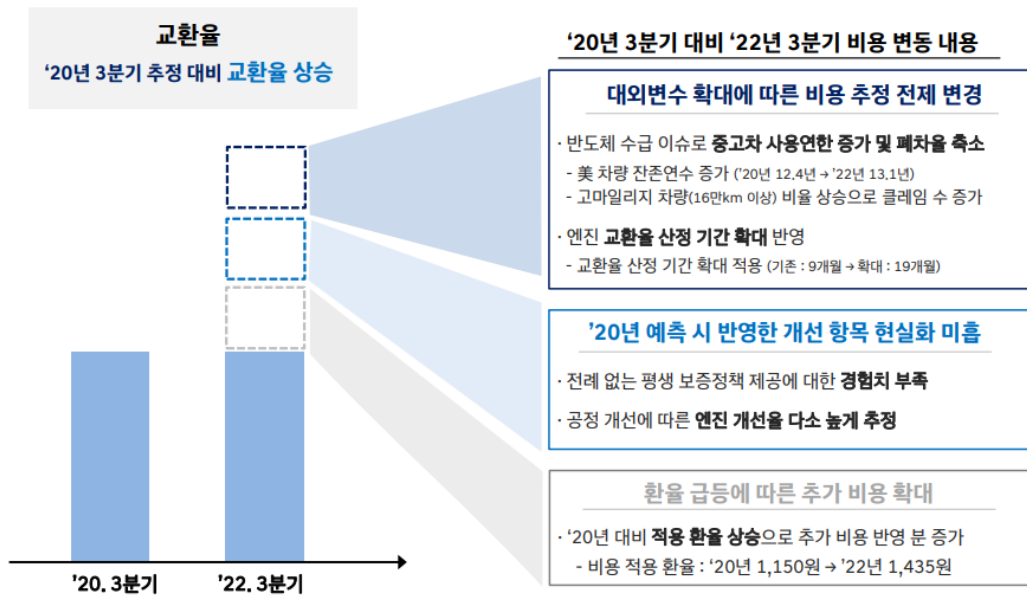
기준환율 ₩/\$ : 1,435	현대		기아	
	대상대수·차종	반영금액	대상대수·차종	반영금액
<b>세타 GDI 11-14MY</b>	1,209천대 「쏘나타 11-12MY」 「쏘나타·투싼·싼타페 13-14MY」	5,911억	705천대 「K5·쏘렌토·스포티지 11-14MY」	5,727억
<b>세타 GDI 15-18MY</b>	1,196천대 「쏘나타·투싼·싼타페 15-18MY」	7,691억	1,104천대 「K5·쏘렌토·스포티지 15-18MY」	9,715억
<b>3분기 엔진 관련 품질 비용</b>	2,405천대	<b>13,602억</b>	1,809천대	<b>15,442억</b>

1



### 2. 품질 비용 반영 배경

· 최근 대외환경 변화 영향 및 엔진 개선 항목 현실화 미흡으로 '20년 이후 추가적인 비용 반영 결정



2



자료: 현대차

### 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.