

2023. 3. 13



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Overweight

자동차

Power of Fleet

- ✓ 세 가지 우려 (환율, 인센티브, BEV 점유율) 완화
- ✓ Fleet 시장의 가파른 회복과 더불어 영업 지표의 뚜렷한 개선 지속
- ✓ 2023년 이익 추정치 상향 조정하며, 이를 반영해 현대차 · 기아의 적정주가를 기존 230,000원, 90,000원에서 250,000원, 110,000원으로 상향
- ✓ 어려운 시장 환경 내 차별화된 업종 실적 전개 전망, 업종 투자 의견을 기존 Neutral에서 Outperform으로 상향

세 가지 우려 완화

2023년 현대차 · 기아에 대한 우려는 세 가지였다. 2022년 두드러졌던 원화 가치 약세의 기저효과, 그리고 금리 인상에 따른 신차 소비 수요 둔화와 이에 따른 재고 · 인센티브 동반 상승, 그리고 IRA 도입에 따른 BEV 시장 점유율 하락이다.

세 가지 우려가 해소되고 있다. 달러 가치 강제 기조가 뚜렷해짐에 따라 환율은 2023년 실적의 마이너스가 아닌 플러스 기여를 만들고 있다. 또한 Retail 신차 수요 둔화가 보여지는 것은 사실이나, 지난 3년간 눌러왔던 Fleet 수요가 폭발적 회복세를 보이며 산업 내 재고 및 인센티브 상승 우려가 완화됐다. Fleet 판매 증가는 2023년을 넘어 2024년까지 이어질 전망이며, 완성차 업체들은 가동률 상승과 낮은 인센티브 유지를 동시에 누릴 예정이다. BEV 점유율 또한 반등에 성공했다. 미국 IRA 법안이 개정되며, 높은 성장세를 보이고 있는 Fleet 시장에서 보조금 수혜가 가능하다. 중국 업체들의 영향력이 적은 한국, 미국, 유럽 시장에서 Fleet 업계의 BEV 선호 현상이 점유율 개선에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

실적 눈높이 상향

현대차 · 기아의 2023년 영업이익 실적 추정치를 각각 +10%, +9% 상향한다. 주요 시장 통화 대비 원화 가치의 가정을 기존 전망과 비교해 약세 반영하였으며, 인센티브 지급이 포함된 실질 판매가격 추정 또한 상향 조정하였다. 이익 하향 기조에 대한 우려를 반영해 과거와 비교해 낮은 수준이 부여됐던 밸류에이션 또한 정상화 전개가 시작될 것이다. 현대차 · 기아에 대한 기존 Buy 투자 의견을 유지하며, 적정 주가를 각각 250,000원, 110,000원으로 상향한다.

어려운 시장의 확실한 대안 자동차 업종, 투자 의견 Overweight으로 상향

2023년 KOSPI 전체 합산 이익 규모가 -33% 줄어들 것으로 전망되는 가운데, 자동차는 전체 업종 중 두 번째, 중대형 업종 중 첫 번째로 높은 이익 성장을 기록할 것이다. KOSPI 이익 비중은 약 18%로 역대 최대이다. 어려워진 KOSPI 투자 환경 내 자동차 업종의 두드러진 상대 주가 초과 수익률 기록을 예상한다. 업종에 대한 투자 의견을 기존 Neutral에서 Overweight으로 상향한다.

Contents

Summary, Power of Fleet	3
1. 2023년 실적 악화 우려 해소	4
환율과 인센티브에 대한 기존 우려	4
우려 완화를 만들어낼 뚜렷한 영업 환경 변화 발현	8
현대차·기아 글로벌 BEV 점유율 반등 시작	14
2. 어려운 시장의 확실한 대안	18
3. 실적 및 밸류에이션	21

Summary. Power of Fleet

자동차 영업 환경이 달라졌다. 이에 따라 업종을 둘러싼 우려가 완화되고 있다. 2023년을 시작하며 부각됐던 우려는 원화 가치 강세와 인센티브 상승에 따른 실질 판매가격 하락 및 매출원가를 훼손이었다. 그러나 금리 정책 변화에 따른 원화 가치 약세 전환과 Fleet 수요의 가파른 회복에 의한 재고 상승 부담 완화로, 이제 국내 자동차 업종 대표주 현대차·기아의 영업 실적은 차별화된 실적 가시성을 확보했다. 자동차 업종을 KOSPI 내 가장 매력적인 선택지로 제안한다.

C19 기간 동안 이어진 이동의 제한은 전세계 렌터카 업계의 영업용 차량 구매를 급격히 감소시켰다. 미국의 경우 Fleet 판매는 2019년 320만대에 달했으며, 전체 시장 판매의 19%를 구성했다. 그러나 2020년, 2021년, 2022년 Fleet 판매는 각각 168만대, 161만대, 170만대에 그쳤으며, 전체 시장 내 비중 또한 10% 초반으로 내려왔다. 이제 이동의 제한은 끝났다. 높아진 금리 환경으로 신차 구매를 지양하는 소비자도 여행을 떠나기 시작했으며 비즈니스 트립을 이어나가고 있다. Fleet 판매가 폭발적 회복을 시작했다. 기존 차량의 노후화와 높아진 이용 수요를 고려하면 판매 회복은 더욱 강도를 높여갈 것이다. 미국 기준 2023년과 2024년 Retail 판매는 각각 전년 대비 +3% 늘어난 1,257만대, 1,295만대를 전망한다. 높아진 금리 환경은 일반 소비자의 신차 구매 부담 요인이다. 그러나 2023년과 2024년 Fleet 판매는 전년 대비 각각 +48%, +31% 증가한 251만대, 329만대를 예상한다. Fleet 수요의 가파른 회복을 통해 전체 시장 판매는 2023년과 2024년 전년 대비 각각 +8% 증가한 1,510만대와 1,624만대 기록할 전망이다.

이 같은 변화는 현대차·기아 실적 방향에 긍정적이다. 반도체 공급 정상화로 높아진 생산 능력이 확보한 가운데, Retail 수요 정체는 공급 과잉을 유발할 수 있었다. 실제로 2022년 9월 이후 산업 재고는 점진적 상승 기조를 보였다. 그러나 늘어난 생산량을 소화해줄 Fleet 수요의 부상은 가동률과 판매 가격 모두에 긍정적이다. 증가된 공급 물량의 Fleet 시장 배정은 수요 성장이 더딘 Retail 시장에 대한 공급 통제를 가능하게 하며, 전체 생산량을 끌어올리는 가운데 Retail 시장 내 재고 증가 속도 둔화 및 낮은 인센티브의 유지를 이어갈 근거가 된다.

현대차·기아 주가는 실적과 동행한다. 지난 20년간 분기말 시가총액과 분기 순이익의 상관계수가 각각 0.85, 0.86에 달한다. 그러나 지난 2H22 이후 '금리 인상 → Retail 수요 부진 → 재고 및 인센티브 상승 → 점진적 실적 악화' 우려의 증가가 실적 컨센서스 하향 가능성 상승을 부각시키며, 밸류에이션 Derating을 야기했다. 일반적으로 1yr Forward PER 기준 7-8배에 거래되어왔던 현대차·기아의 밸류에이션은 2023년 PER 기준 여전히 5.2배, 5.3배에 불과하다. 실적 눈높이의 상승과 밸류에이션 정상화가 예상되는 현대차·기아를 대외 불확실성 확대에 어려움이 가득한 KOSPI 투자에 있어 가장 합리적 대안으로 추천한다.

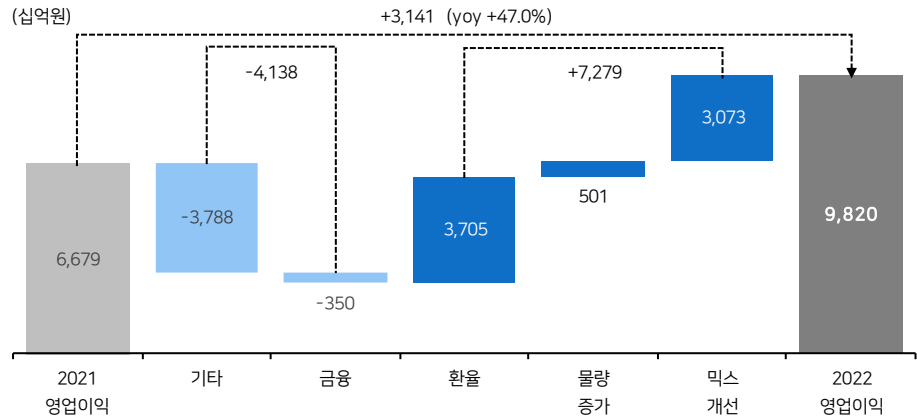
Part 1. 2023년 실적 악화 우려 해소

환율과 인센티브에 대한 기존 우려

2022년 현대차·기아는 역대 최대 연간 영업이익을 기록했다. 실적 호조의 근거 중 가장 큰 영향을 미친 요인은 우호적 환율, 인센티브 (차량 판매가격 할인 규모) 감소, 고가 차량 판매 비중 증가 (믹스)였다.

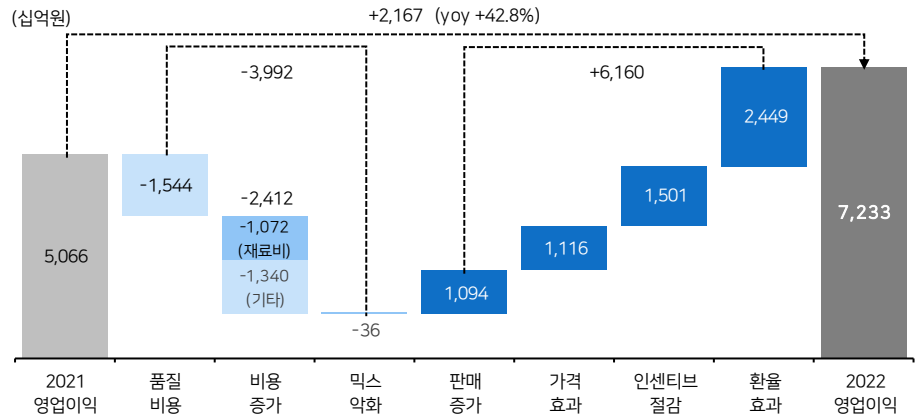
그러나 지난 2022년말 이후 원화 가치는 강세 전환했으며, 금리 인상 여파로 Retail 신차 수요는 둔화되기 시작했고, 반도체 공급 정상화로 업종 전반의 생산량은 증가세를 보였다. 2022년 호실적을 견인했던 핵심 변수들의 방향 전환으로 2023년 실적 눈높이는 하향 조정이 가능성이 높아졌고, 이 같은 잠재적 실적 악화를 반영해 컨센서스 기준 PER 밸류에이션은 Derating되었다.

그림1 현대차 2022년 실적 호조 주요 근거, 환율·인센티브·믹스 등 판매가격 요인



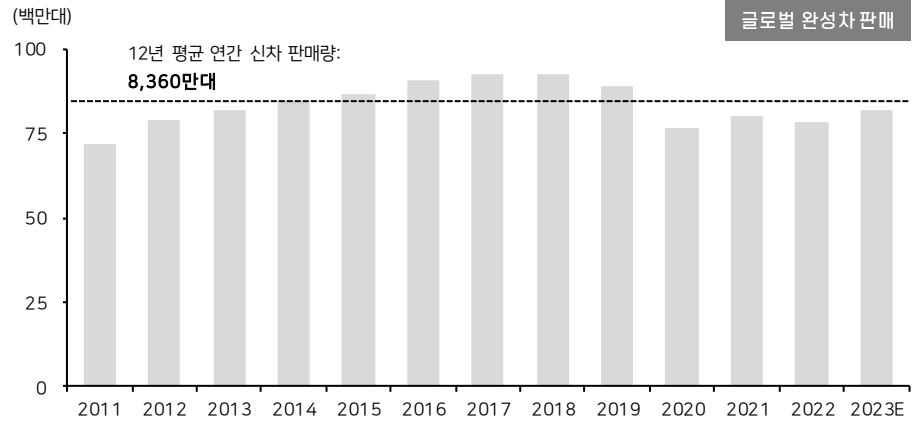
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림2 기아 2022년 실적 호조 주요 근거, 환율·인센티브·믹스 등 판매가격 요인



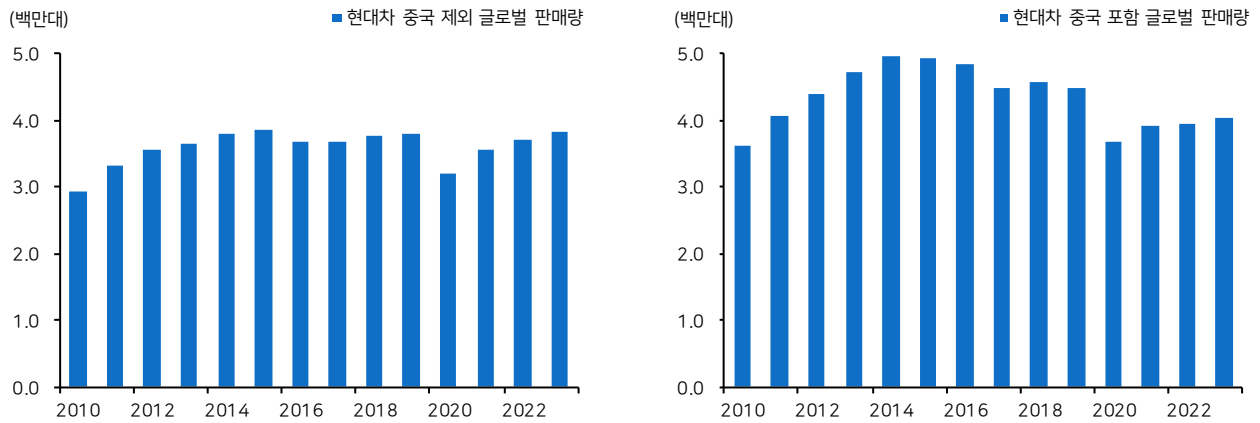
자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 자동차 수요, 장기 성숙 정체 국면



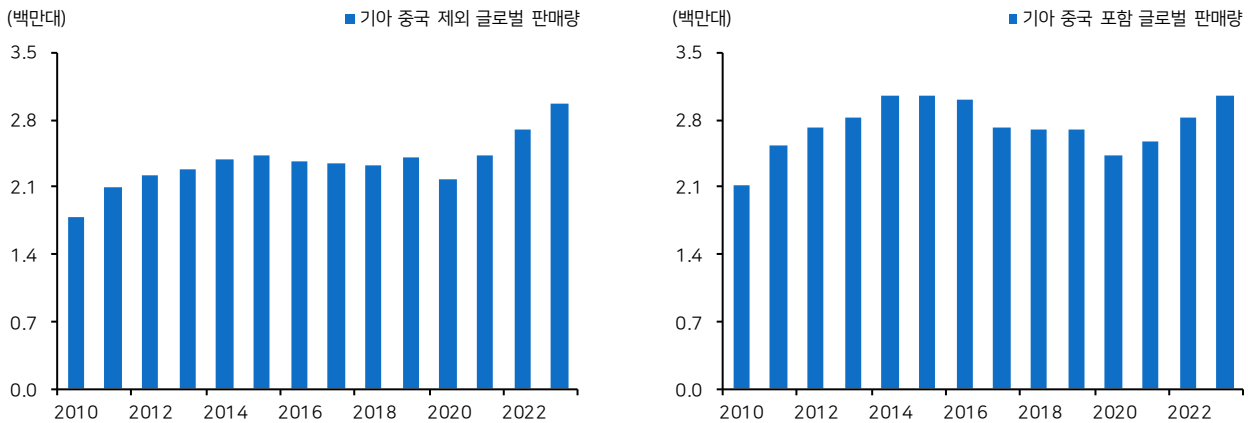
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대차, 2020년 이후 제한적 판매 성장 보이고 있으나 큰 맥락에서는 판매량보다는 판매가격이 실적을 좌우해왔음



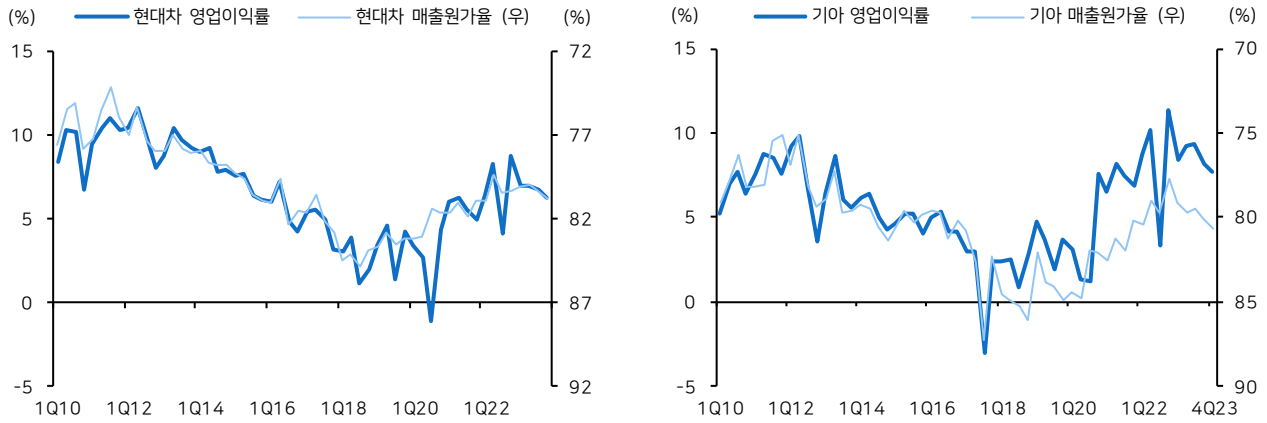
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림5 기아, 2020년 이후 업종 내 차별화된 판매 성장 기록 중. 다만, 2022년 실적 개선의 82%는 판매가격이며 18%가 판매량



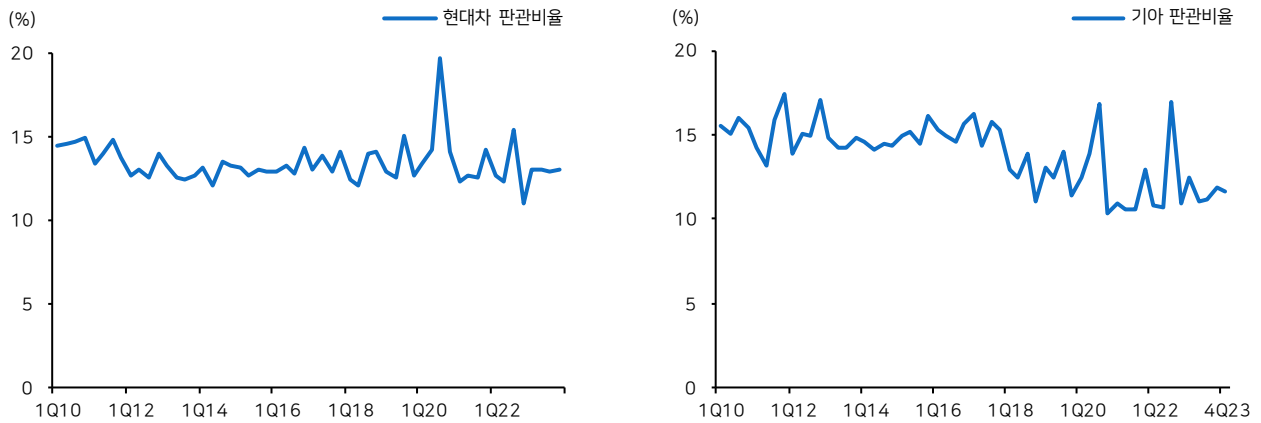
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림6 현대차 · 기아의 실적을 대변하는 영업이익률은 판매가격 변화에 따른 원가율 변동과 동행 구조



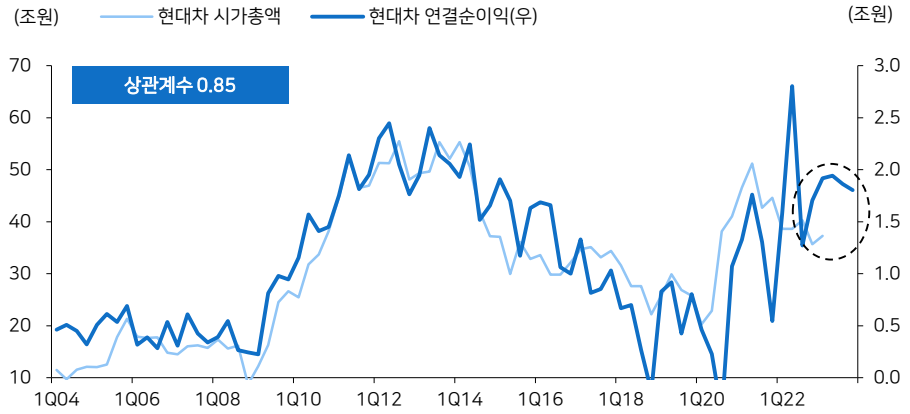
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대차 · 기아의 영업 비용 (판매관리비)은 매출 규모와 동행



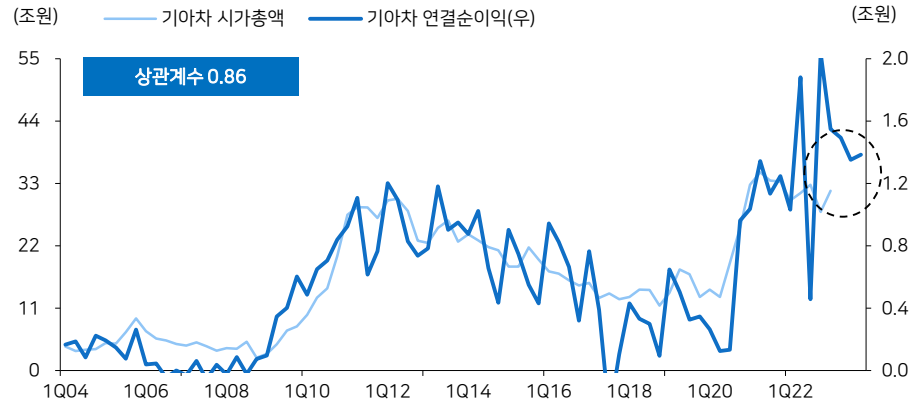
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대차, 2022년 실적 호조 이끈 판매가격 요인 (환율, 인센티브) 악화 및 실적 컨센서스 하향 조정 우려로 밸류에이션 Derating을 맞이하고 있는 상황



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림9 기아 또한 마찬가지로



자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

우려 완화를 만들어낼 뚜렷한 영업 환경 변화 발현

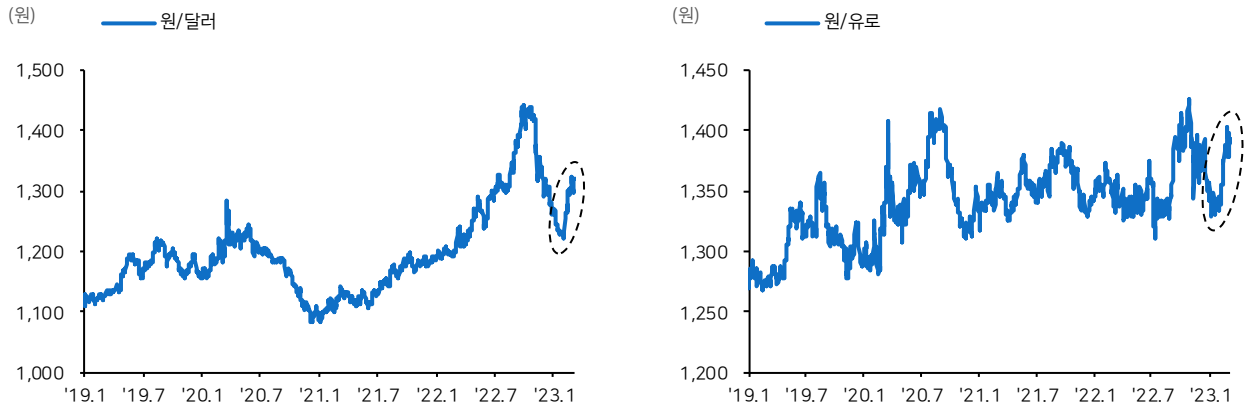
단기 판매가격 변화는 세가지 변수로 결정된다. 환율, 인센티브, 믹스이다. 먼저 환율의 방향이 바뀌었다. 지난 2월 이후 원화 가치는 달러를 포함한 모든 주요 수출 시장 환율 대비 약세 전환하였다. 원화 약세는 해외 시장 내 판매 가능 잠재 수요가 존재한다는 전제 하에 실적에 긍정적이다. 현지 판매 법인의 상품 원가 경쟁력이 상승하며, 국내 법인의 원화 기준 판매가격 상승과 제조 원가 경쟁력을 향상시킨다. 주요국과 다른 금리 방향을 보이고 있는 한국은행의 정책 기조를 고려했을 시, 현재의 원화 약세 국면이 지속될 개연성이 높다.

인센티브 또한 가파른 상승 전환의 근거가 약화됐다. 반도체 공급 정상화와 함께 생산량이 늘어나고 있는 반면, Retail 수요의 회복 강도는 금리 인상 영향으로 미미했다. 2022년 9월 이후 수요 이상의 공급 전개는 산업 내 재고 상승 환경을 만들었고, 2Q23을 넘어서는 시점에 산업 내 대기 수요가 모두 소진되며 가파른 인센티브 상승 국면에 진입할 것이라는 우려가 팽배했다. 이제 상황이 바뀌었다. 지난 3년간 영업용 신차 구매를 지양했던 렌터카 업체가 돌아왔다. Fleet 수요가 급증 중이며, 2024년까지 대규모 누적 대기 수요 출하가 예상된다. Fleet 수요 대응을 통해 완성차 업계는 늘어난 생산량을 소진할 수 있게 되었다. 가동률 상승이다. 넘쳐나는 Fleet 수요에 공격적으로 대응하며, 판매 성장이 미진한 Retail 시장으로의 공급은 수요 상황에 발맞춘 공급 정책을 이어갈 것으로 보인다. 이는 Retail 재고 및 인센티브의 상승 속도를 매우 낮출 것이다.

믹스 또한 양호하다. 2019년을 전후해 시작된 SUV 모델 중심의 신차 믹스 전략은 성공적이었다. 현대차·기아의 글로벌 SUV 판매 비중이 2019년 1월 기준 38%, 49%에서 2023년 2월 기준 55%, 66%까지 올라섰다. SUV 신 모델 중심 신차싸이클 개시가 6년차에 진입한 만큼 SUV 판매 비중의 개선 폭은 줄어들 수 있으나, SUV 선호 소비 심리 환경에서 판매 비중이 줄어들 이유 또한 부재하다.

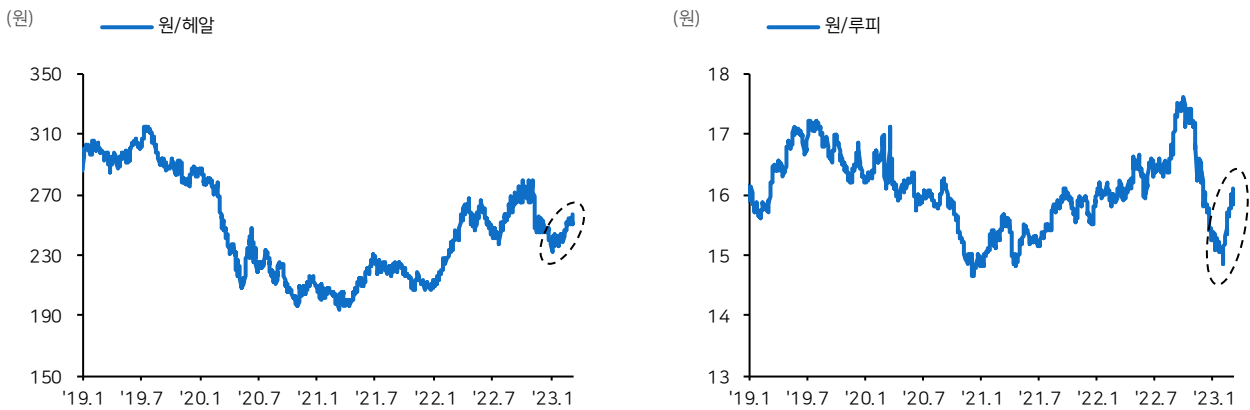
환율, 인센티브, 믹스 등 판매가격 결정 요인들의 양호한 전개로 현대차·기아의 영업 실적은 호조세를 이어갈 전망이다. 실적 컨센서스 하향 조정 우려가 축소되며, Derating 되었던 밸류에이션의 회복이 이어질 것이다.

그림10 2022년 하반기 가파른 강세 기조 보였던 원화 가치, 2023년 2월 이후 정책 금리 환경 변화와 더불어 다시 약세 전환



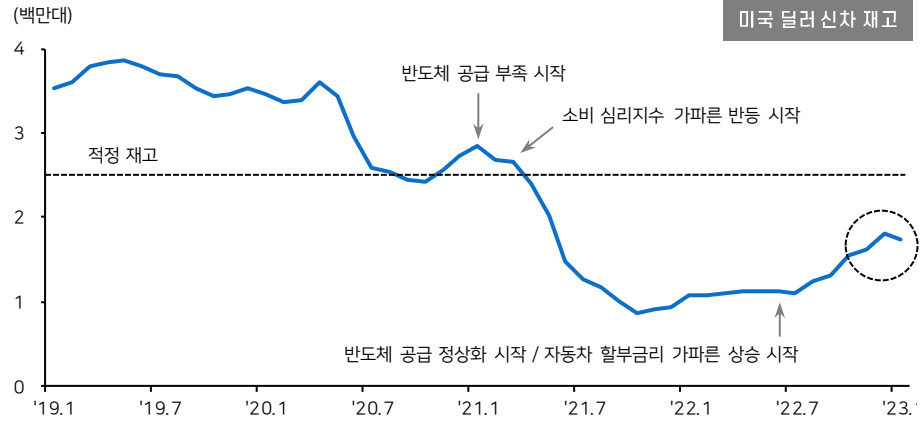
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 현대차·기아 현지 판매 법인의 상품 원가율 개선과 국내 생산 법인의 제조 원가율 향상 이어질 것



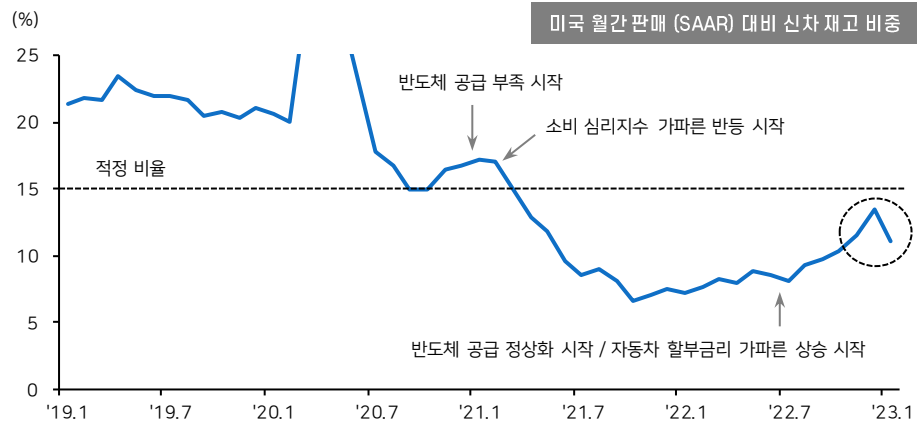
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 반도체 공급 정상화와 신차 수요 성장 둔화로 2022년 9월 이후 재고 상승 전환



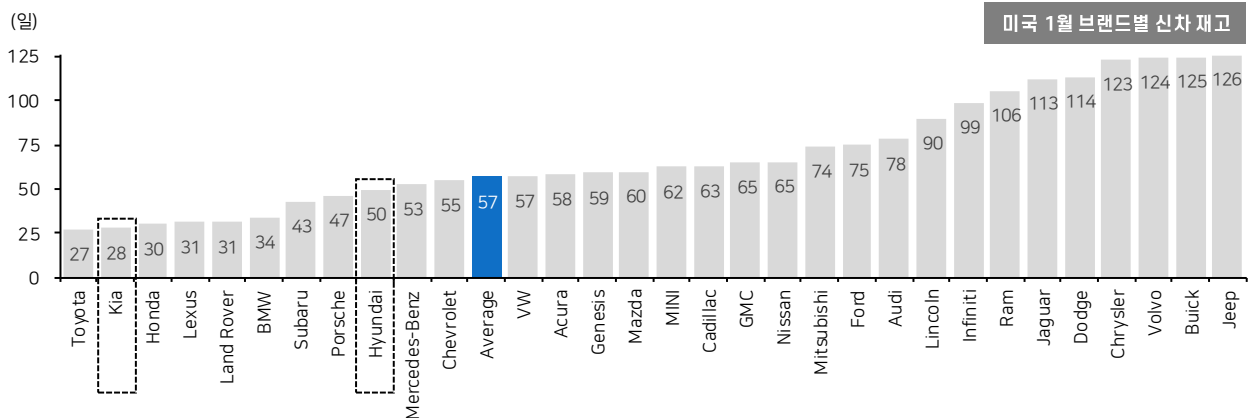
자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림13 그러나 Fleet 수요의 가파른 회복 시작되며, 재고 상승 기조 종료



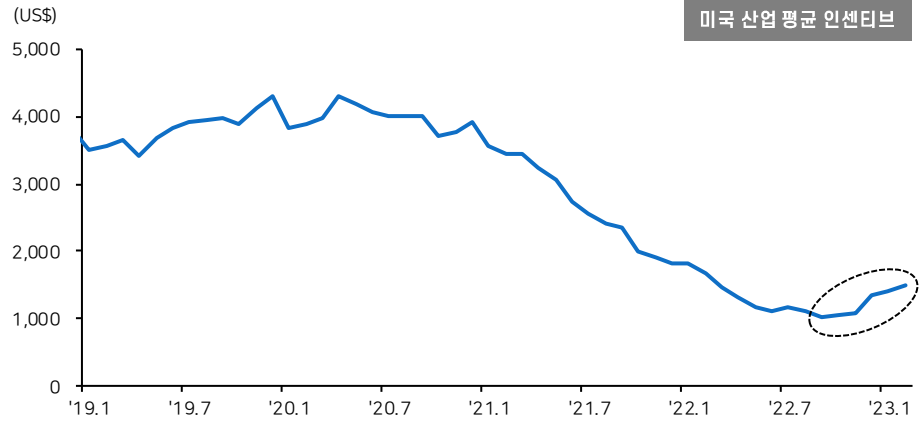
자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림14 산업 평균 대비 낮은 재고를 보유 중인 현대차·기아, 낮은 재고 유지를 위한 인센티브 상승 지급 압력 해소



자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2022년 9월 재고 상승 전환과 함께 늘어나기 시작했던 인센티브, 상승 기조 둔화



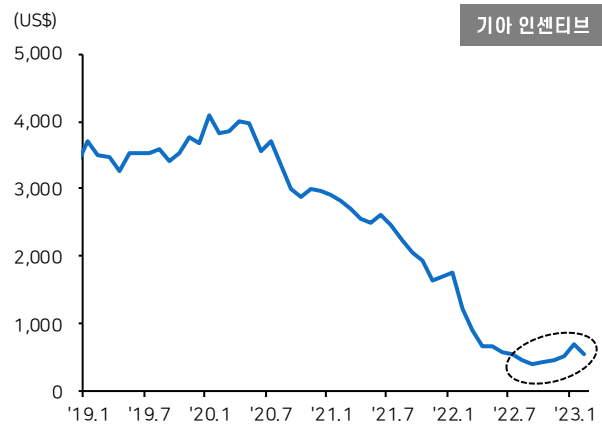
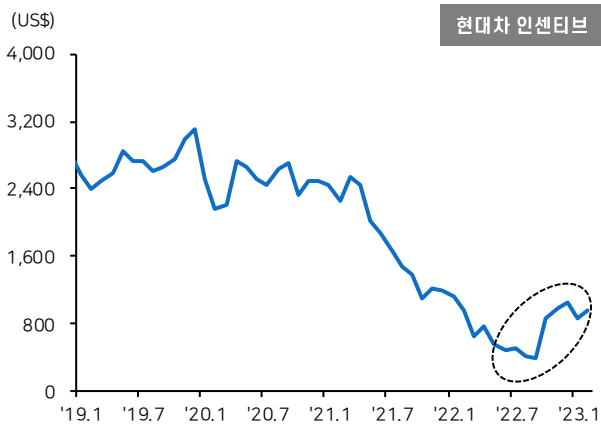
자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림16 신차 평균 판매가격 또한 가장 높았던 수준 대비 하락 폭 제한적



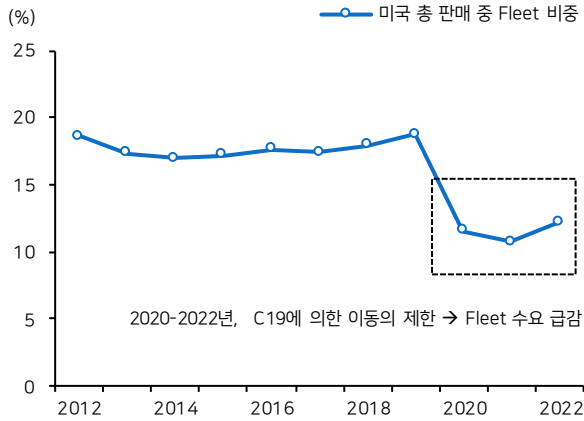
자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림17 현대차 · 기아 인센티브, 2022년 9월 이후 시작된 상승 기조 정체 국면으로 전환

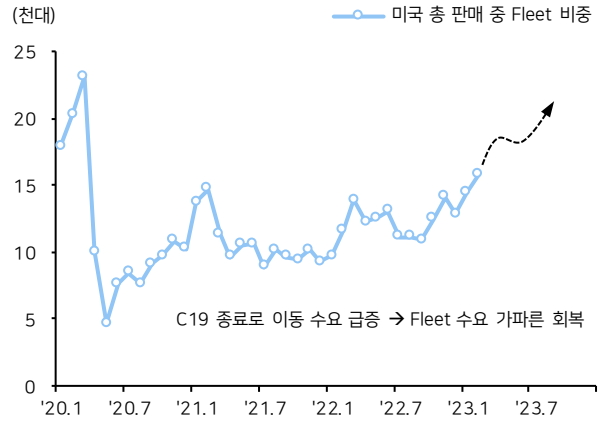


자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2020년 C19 발발 이후 10% 초반까지 내려갔던 Fleet 판매 비중, 렌터카 업계의 영업용 신차 구입 증가로 빠른 회복세

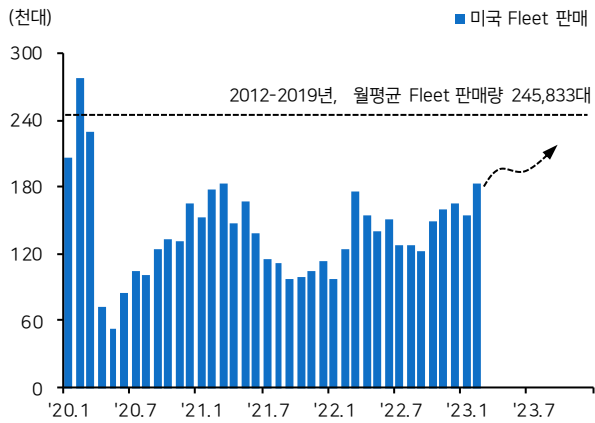


자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

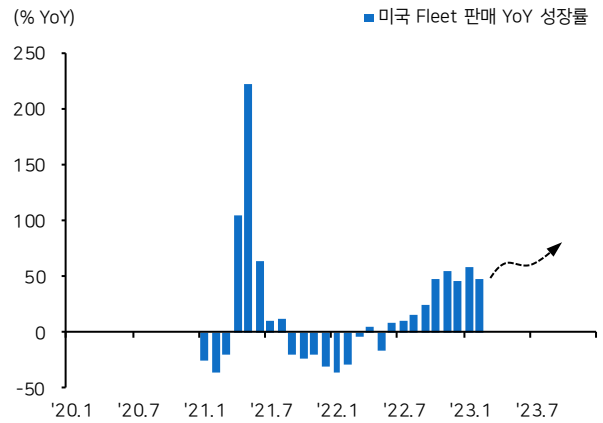


자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림19 지난 2월 18만대까지 회복된 월간 Fleet 판매, 2년 이상 축적된 대기 수요 소화하며 2024년까지 고속 성장 이어갈 것

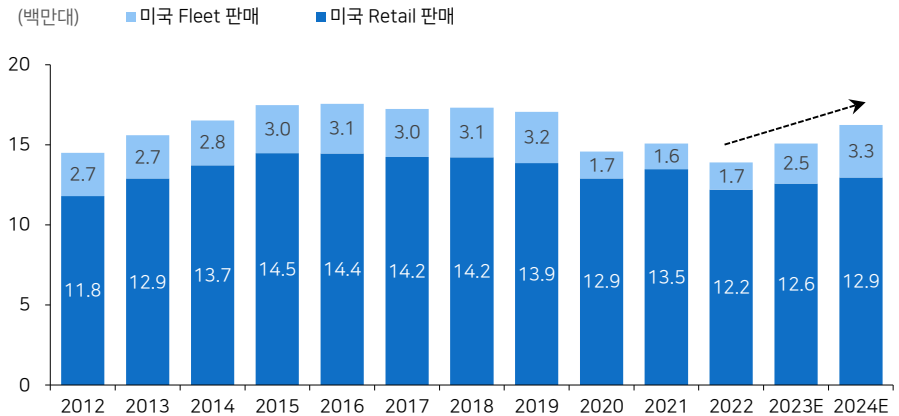


자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터



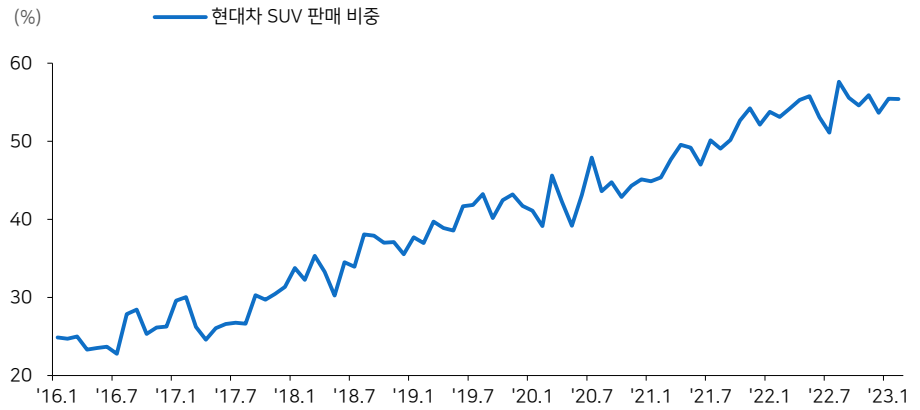
자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Fleet 수요 회복은 업종 가동률 개선 건인, 늘어날 공급 물량의 Fleet 배정을 통해 수요 회복 더딜 Retail 시장에서의 재고 상승 및 인센티브 지급 증가 방어할 것



자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림21 현대차 SUV 판매 비중, 높은 수준을 이어가는 중



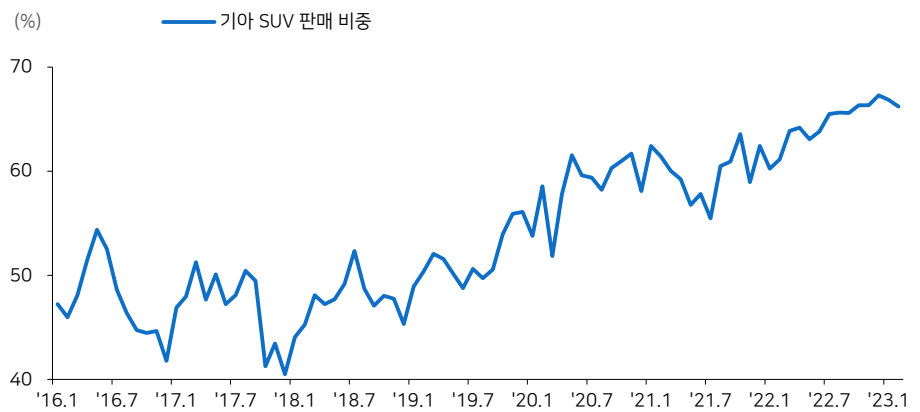
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림22 현대차 제네시스 판매 비중은 현재 수준 유지 전망



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림23 기아 SUV 판매 비중, 높은 수준을 유지할 것



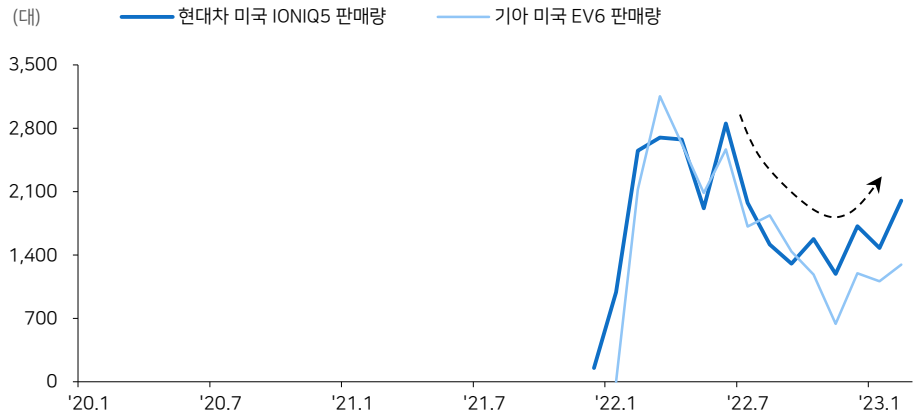
자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

현대차 · 기아 글로벌 BEV 점유율 반등 시작

지난 2022년 하반기 이후 하락 기조가 이어졌던 현대차 · 기아 글로벌 BEV 점유율 또한 2023년에 진입하며 상승 전환에 성공했다. 이 또한 Fleet 시장 회복이 한 몫을 하고 있다고 판단한다. 렌터카 업계의 차량 구매 전략 중심은 중고차 가치의 방향에 있다. 향후 영업 차량의 매각 손익이 현재의 운영 손익 이상으로 중요하다. 주요 시장의 ICE 판매금지 정책 부상과 BEV 판매촉진 보조금 지급 흐름을 고려하면, 현재 Fleet 수요의 중심은 BEV이다.

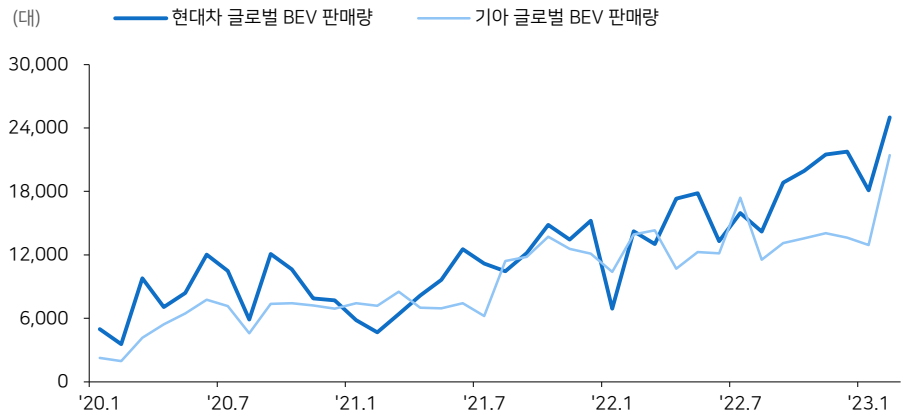
BEV 시장 내 선도적 지위를 차지하고 있는 중국 업체들의 영향력이 낮은 한국, 미국, 유럽 등 주요 시장에서, 현대차 · 기아의 Fleet 시장 내 BEV 판매 성장이 두드러질 전망이다. IRA 도입으로 한풀 꺾었던 미국 시장 BEV 판매 또한 법안 개정을 통한 Fleet 시장 보조금 지급이 가능해지며 회복되고 있는 점도 긍정적이다.

그림24 Fleet 수요 호조는 현대차 · 기아 BEV 판매에도 긍정적.
IRA 개정으로 Fleet 시장 BEV 판매는 보조금 수령 가능하며, 양 사 판매 회복 전환



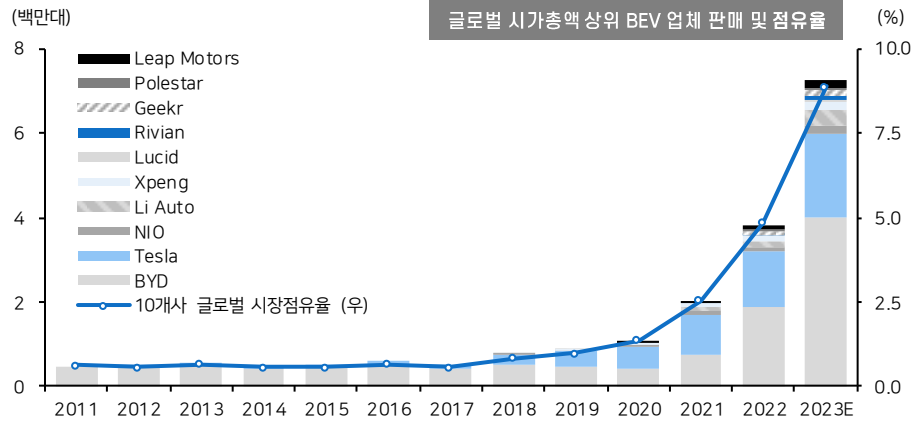
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림25 억눌렸던 글로벌 렌터카 업계의 Fleet 수요 회복 중심은 BEV,
이는 현대차 · 기아의 BEV 시장 내 판매 점유율 확장에 기여



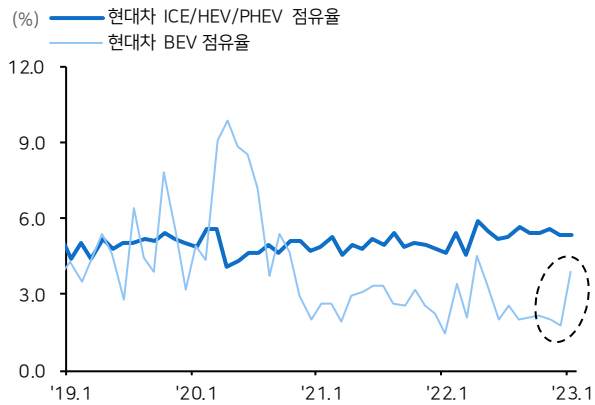
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림26 BEV 시장 내 선도업체, Tesla를 제외하면 대부분 중국 브랜드 BEV, 중국 업계 영향력 적은 한국, 미국, 유럽에서 현대차·기아 Fleet BEV 판매 호조 전망



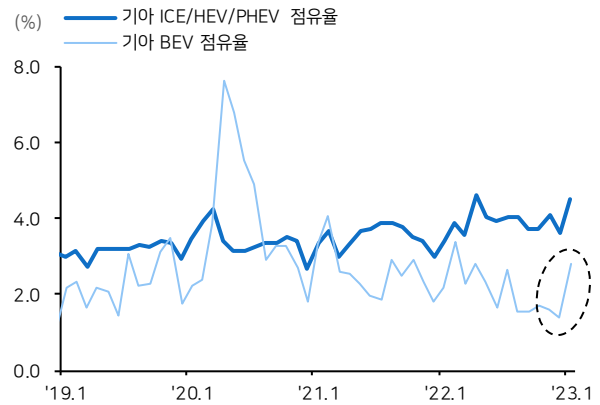
자료: 각 사, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림27 현대차 글로벌 ICE·BEV 점유율



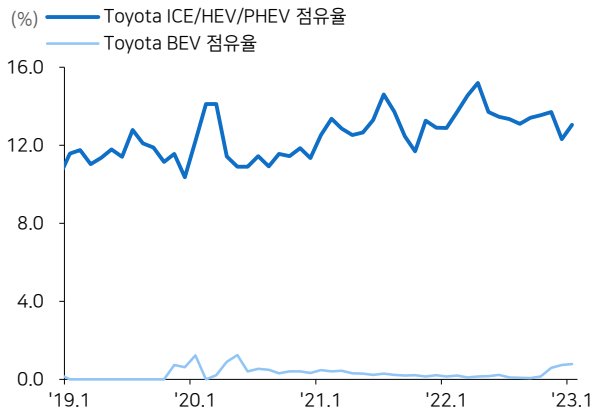
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림28 기아 글로벌 ICE·BEV 점유율



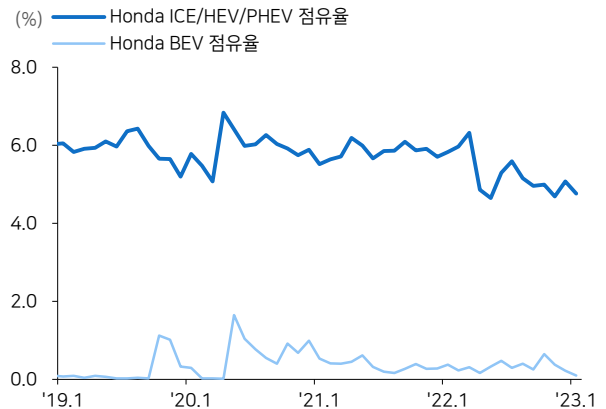
자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림29 Toyota 글로벌 ICE·BEV 점유율



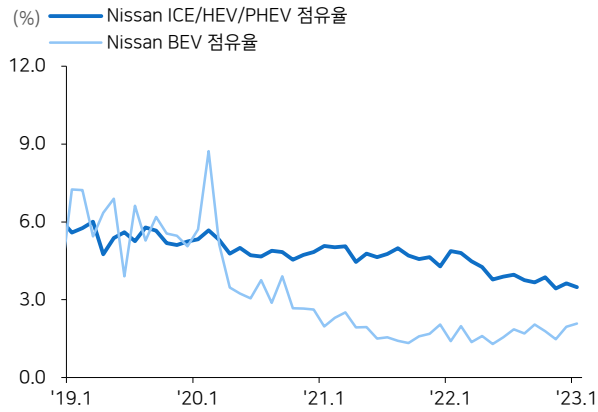
참고: 2023년 1월 기준
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림30 Honda 글로벌 ICE·BEV 점유율



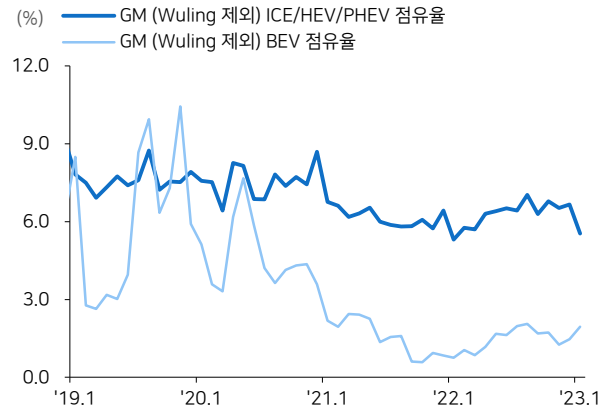
참고: 2023년 1월 기준
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림31 Nissan 글로벌 ICE · BEV 점유율



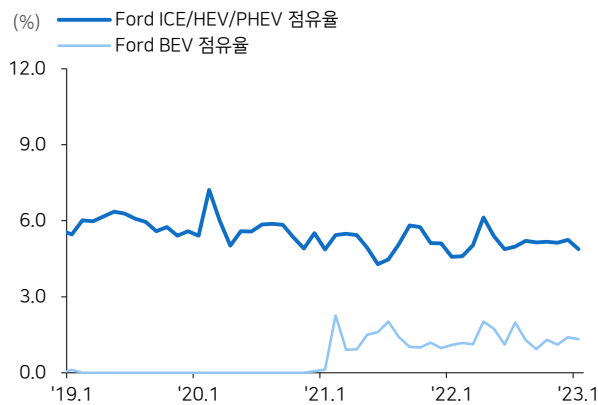
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림32 GM 글로벌 ICE · BEV 점유율



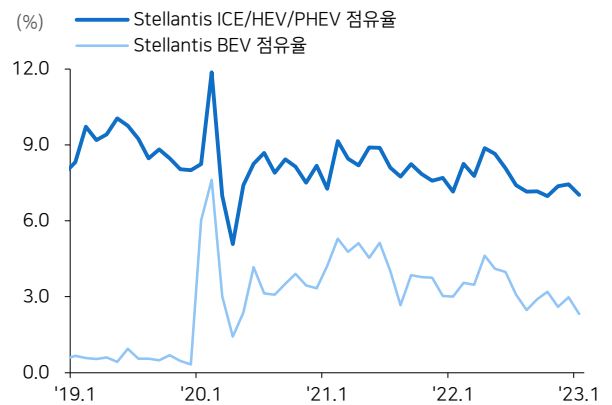
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림33 Ford 글로벌 ICE · BEV 점유율



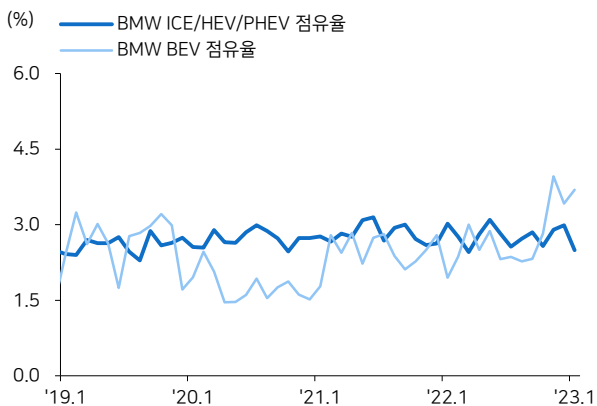
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림34 Stellantis 글로벌 ICE · BEV 점유율



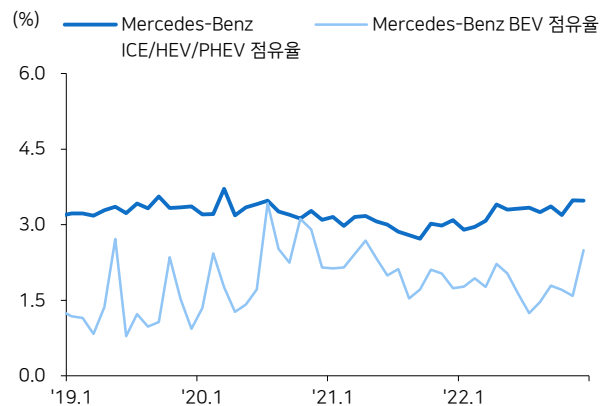
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림35 BMW 글로벌 ICE · BEV 점유율



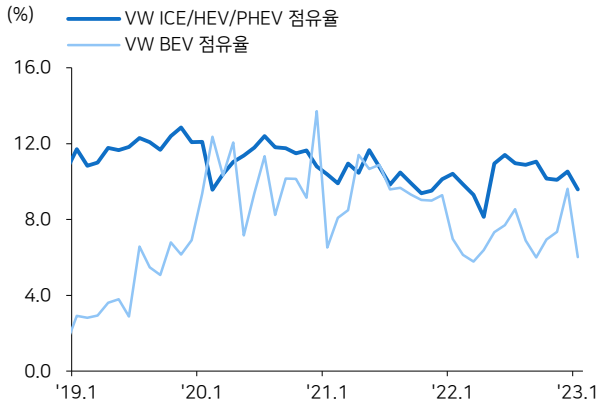
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림36 Mercedes-Benz 글로벌 ICE · BEV 점유율



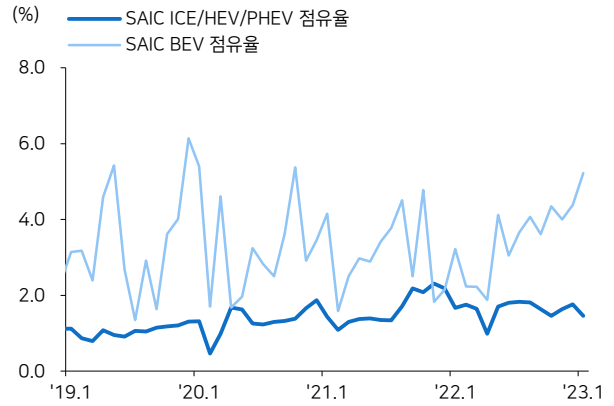
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림37 VW 글로벌 ICE · BEV 점유율



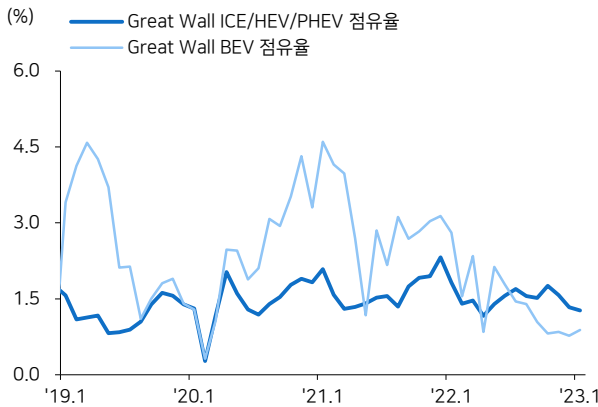
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림38 SAIC 글로벌 ICE · BEV 점유율



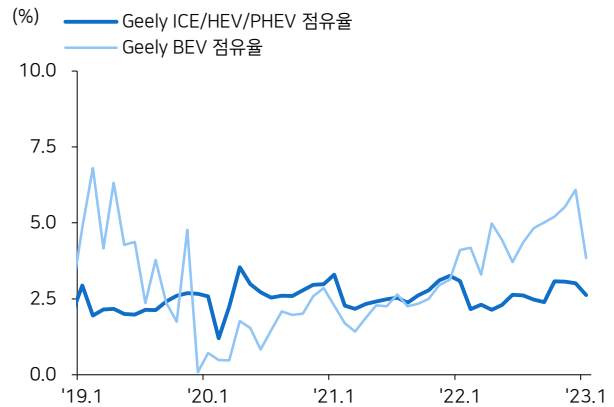
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림39 Great Wall 글로벌 ICE · BEV 점유율



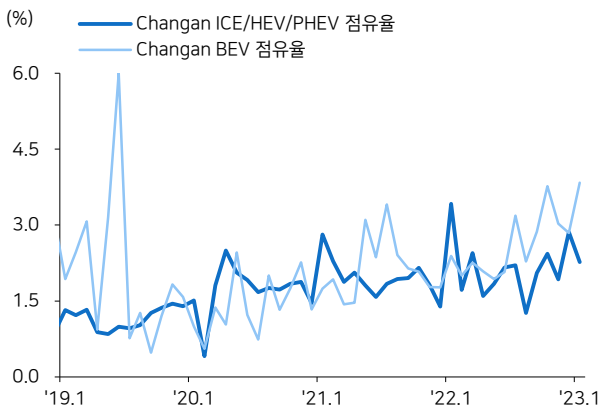
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림40 Geely 글로벌 ICE · BEV 점유율



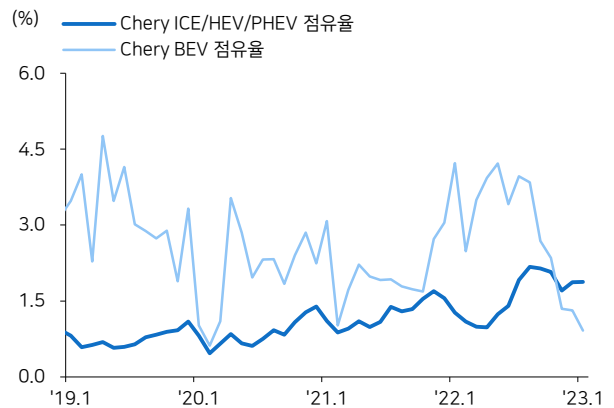
참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림41 Changan 글로벌 ICE · BEV 점유율



참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림42 Chery 글로벌 ICE · BEV 점유율



참고: 2023년 1월 기준
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 어려운 시장의 확실한 대안

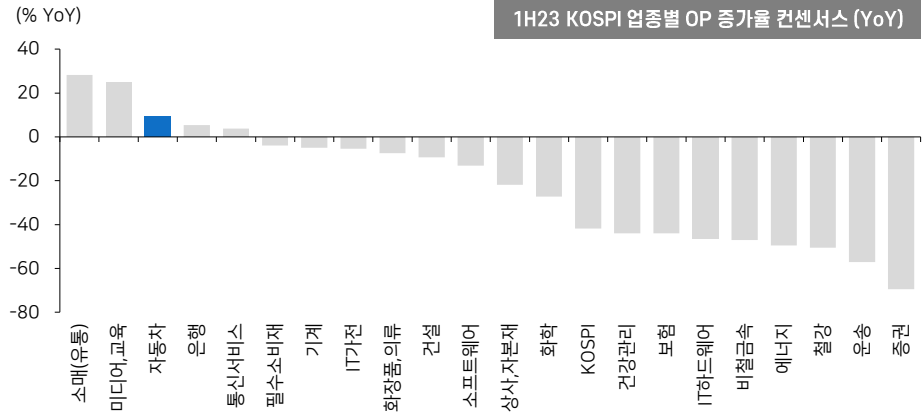
매력적이지 않은 시장 vs. 실적 눈높이 높아질 자동차

우호적 환율, 완화된 인센티브 상승 근거, 양호한 믹스를 통해 자동차 업종의 2023년 실적 눈높이는 지속 상향될 전망이다. 반면, KOSPI 주요 업종들의 실적 성장률 기대치는 녹록하지 않다. 어려워진 KOSPI 투자 환경 내 자동차 업종의 두드러진 상대 주가 초과 수익률 기록을 예상한다.

컨센서스 기준 2023년 상반기 KOSPI 업종 별 영업이익 YoY 성장률을 비교하면, 자동차는 +9%로 전체 업종 중 세 번째로 높다. 상반기 예상 영업이익 규모가 2조원 이상인 중대형 업종 중에서는 가장 높은 성장률이 예상된다. KOSPI 전체 합산 이익 규모가 -42% 감소할 것으로 전망되고 있는 가운데, 자동차 업종의 이익 비중은 16%로 역대 최대 수준이다.

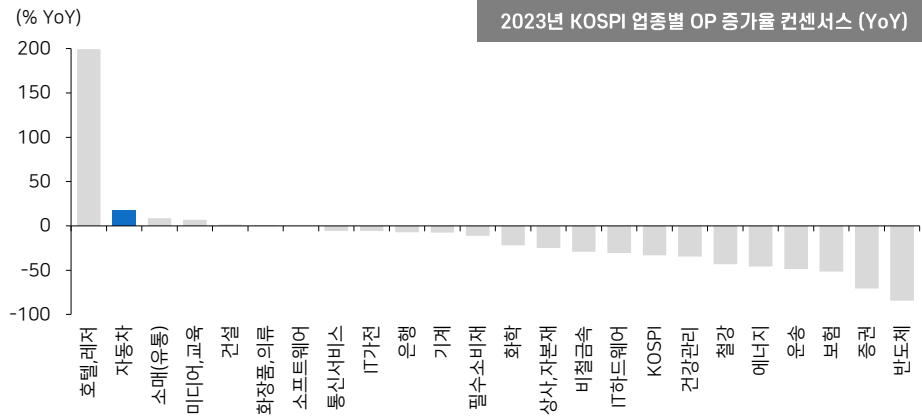
2023년 연간 기준으로 비교할 경우, 자동차는 상반기 기준 성장률보다 높은 +17%이며 전체 업종 가운데 성장률 순위 두 번째로 올라선다. 이 또한 연간 예상 영업이익 규모가 4조원 이상인 중대형 업종 중에서는 가장 높다. KOSPI 전체 합산 이익 규모가 -33% 줄어들 것으로 전망되는 가운데, 자동차 업종의 이익 비중은 18%로 다시금 역대 최대 수준이다.

그림43 2023년, 주요 업종 중 자동차의 이익 성장을 가장 두드러지는 상황



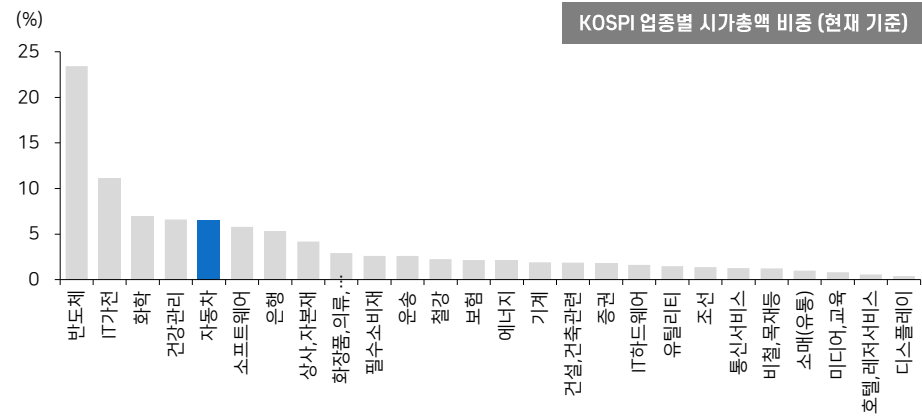
참고: 컨센서스 존재하는 종목 취합 (적전/적지/후전 업종 제외)
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림44 환율/인센티브/믹스 통한 실적 성장 가시성 확대, 시장과 이익 차별화 더욱 부각될 것



참고: 컨센서스 존재하는 종목 취합 (적전/적지/후전 업종 제외)
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림45 2023년 자동차 업종의 KOSPI 이익 기여도 18.4%로 역대 최대 수준



참고: 2023-03-09 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

업종	분기별 영업이익(조원)											
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
KOSPI	55.9	57.5	63.1	47.6	60.9	65.4	48.4	31.2	35.8	37.7	18.4	45.3
에너지	2.45	1.82	2.16	1.50	5.13	6.89	3.75	1.73	2.94	3.13	0.41	3.01
화학	3.71	4.85	2.93	2.27	2.59	2.40	1.85	1.65	1.56	2.06	0.48	2.52
비철금속	0.39	0.49	0.44	0.42	0.42	0.55	0.18	0.25	0.22	0.29	0.16	0.32
철강	2.09	3.29	4.52	3.57	3.47	3.62	1.74	1.17	1.41	2.10	(0.31)	2.47
건설	1.40	1.46	1.38	1.39	1.10	1.34	1.19	1.11	1.03	1.18	1.21	1.39
기계	0.78	0.47	0.41	0.28	0.60	0.82	0.83	0.79	0.61	0.74	0.76	0.70
조선	(0.60)	(2.95)	0.11	(2.04)	(1.25)	(0.75)	(0.56)	(0.05)	0.22	0.44	(0.10)	0.66
상사,자본재	4.30	3.92	3.95	2.31	6.03	6.74	4.87	3.45	4.97	5.01	1.52	4.36
운송	1.21	2.06	3.26	4.14	4.72	4.69	4.51	2.84	2.08	1.97	2.82	1.75
자동차	3.93	4.66	3.92	3.52	4.44	6.39	3.78	6.92	5.69	6.17	7.51	5.90
화장품,의류	1.67	1.67	1.51	1.40	1.57	1.22	1.08	0.90	1.23	1.35	0.88	1.33
호텔,레저	(0.16)	(0.03)	(0.05)	(0.10)	(0.04)	0.04	0.10	0.06	0.13	0.18	(0.03)	0.19
미디어,교육	0.09	0.15	0.20	0.19	0.13	0.28	0.27	0.29	0.20	0.31	0.24	0.29
소매(유통)	0.51	0.38	0.58	0.61	0.48	0.52	0.77	0.70	0.65	0.63	0.50	0.90
필수소비재	1.08	1.08	1.29	0.78	1.17	1.21	1.32	0.93	1.10	1.18	0.76	1.07
건강관리	1.37	0.94	0.86	1.00	1.31	0.93	1.05	0.61	0.62	0.64	0.55	0.75
은행	7.12	7.65	7.51	5.02	8.17	7.50	8.22	5.45	8.72	7.79	4.66	6.01
증권	2.61	2.79	2.26	1.53	1.85	1.38	1.07	0.98	0.98	0.00	0.56	0.00
보험	4.00	2.27	2.24	1.71	2.49	3.09	2.68	2.22	2.05	1.07	0.88	1.07
소프트웨어	1.14	1.17	1.19	0.93	1.39	1.12	1.02	0.91	1.05	1.13	0.92	1.35
IT하드웨어	0.69	0.52	0.88	0.89	0.88	0.78	0.90	0.67	0.43	0.47	0.37	0.98
반도체	10.79	15.36	20.15	18.29	17.23	18.58	12.81	5.92	(0.20)	(0.14)	2.62	6.21
IT가전	2.02	2.19	0.59	1.00	2.45	1.47	1.81	1.40	1.80	1.90	0.81	2.19
디스플레이	0.58	0.80	0.66	0.56	0.17	(0.38)	(0.70)	(0.62)	(0.82)	(0.54)	(0.86)	0.30
통신서비스	1.11	1.14	1.06	0.73	1.32	1.17	1.20	0.72	1.30	1.28	0.69	0.89
유틸리티	1.57	(0.66)	(0.91)	(4.34)	(6.86)	(6.25)	(7.35)	(9.77)	(4.18)	(2.63)	(9.55)	(1.26)

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업이익 전년 동기 대비 증가율(% YoY)											
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
KOSPI	128.4	93.5	46.3	48.4	9.1	13.6	(23.3)	(34.3)	(41.2)	(42.3)	(61.9)	45.2
에너지	흑자전환	흑자전환	270.6	흑자전환	109.6	279.0	73.9	15.2	(42.8)	(54.6)	(89.0)	74.2
화학	322.0	251.7	33.0	346.4	(30.4)	(50.4)	(36.8)	(27.2)	(39.5)	(14.2)	(74.2)	52.2
비철금속	78.3	145.2	27.2	22.9	8.2	12.1	(58.9)	(39.4)	(46.3)	(47.5)	(11.6)	26.0
철강	156.5	802.9	440.7	258.4	66.2	10.1	(61.6)	(67.3)	(59.3)	(42.0)	적자전환	111.7
건설	49.8	49.9	32.8	25.9	(21.0)	(8.5)	(14.0)	(20.1)	(6.4)	(11.8)	1.8	24.6
기계	108.3	(8.2)	(24.1)	277.2	(23.9)	75.1	102.9	185.1	1.5	(9.6)	(8.8)	(11.3)
조선	적자전환	적자지속	(8.2)	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환
상사,자본재	531.0	137.1	53.0	238.1	40.3	71.7	23.2	49.4	(17.6)	(25.6)	(68.7)	26.4
운송	흑자전환	394.7	532.0	412.6	290.0	127.8	38.3	(31.5)	(56.0)	(58.1)	(37.4)	(38.3)
자동차	86.3	539.4	212.7	(14.2)	13.2	37.1	(3.6)	96.6	28.0	(3.4)	98.9	(14.7)
화장품,의류	74.0	120.7	38.7	84.2	(6.1)	(26.8)	(28.4)	(35.9)	(21.3)	10.3	(18.2)	48.8
호텔,레저	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	359.7	적자전환	211.4
미디어,교육	흑자전환	흑자전환	122.2	111.4	40.0	88.7	37.1	53.9	56.3	10.1	(11.9)	(1.4)
소매(유통)	80.3	139.3	(1.6)	1.9	(6.7)	36.0	31.6	15.3	36.4	20.8	(35.1)	28.3
필수소비재	12.4	(5.4)	1.0	(8.5)	8.3	11.1	2.9	19.5	(5.8)	(2.0)	(42.8)	15.0
건강관리	562.6	168.2	114.5	210.3	(4.4)	(1.0)	22.0	(38.6)	(52.5)	(31.9)	(47.5)	21.4
은행	34.8	49.8	29.1	30.1	14.8	(2.0)	9.5	8.6	6.7	3.9	(43.2)	10.3
증권	1,102.5	45.6	7.6	(6.6)	(29.2)	(50.8)	(52.5)	(35.9)	(46.8)	(100.0)	(47.9)	(100.0)
보험	151.0	1.4	25.0	160.4	(37.9)	36.5	19.7	29.9	(17.4)	(65.3)	(67.4)	(51.7)
소프트웨어	(5.3)	3.6	(14.0)	(23.2)	21.6	(4.2)	(14.2)	(2.6)	(24.3)	0.9	(10.4)	48.7
IT하드웨어	121.3	264.6	104.8	16.1	26.5	50.9	1.3	(24.6)	(51.5)	(40.2)	(58.5)	46.3
반도체	47.0	50.6	46.6	81.4	59.7	21.0	(36.4)	(67.6)	적자전환	적자전환	(79.6)	5.0
IT가전	77.6	258.6	(52.3)	(12.1)	20.8	(33.1)	206.3	40.4	(26.2)	29.4	(55.5)	56.4
디스플레이	흑자전환	흑자전환	209.1	(19.8)	(71.4)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
통신서비스	22.5	21.2	17.0	28.5	19.1	2.3	13.6	(1.6)	(1.6)	9.9	(42.5)	23.3
유틸리티	(4.2)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 실적 및 밸류에이션

2023년 영업 실적 눈높이 개선 폭, 하반기 > 상반기

현대차·기아의 2023년 영업이익 실적 추정치를 각각 +10%, +9% 상향한다. 주요 시장 통화 대비 원화 가치의 가정을 기존 전망과 비교해 약세 반영하였으며, 인센티브 지급이 포함된 실질 판매가격 추정 또한 상향 조정하였다.

상반기 대비 하반기의 영업이익 추정치 상향 폭이 더 높다. 기존 추정치 대비 조정 폭은 현대차의 경우 1H23 +5%, 2H23 +17%이며 기아는 1H23 +7%, 2H23 +11%이다. 지난 2022년 분기별 원/달러 환율 추이는 1Q22 1,205원 → 2Q22 1,261원 → 3Q22 1,340원 → 4Q23 1,359원으로 QoQ 약세 기조가 강화되었다. 2H23 가파른 YoY 원화 강세 우려가 줄어들었다고 판단한다. 인센티브 상승 강도에 대한 가정 또한 2Q23을 거치며 가파른 상승 궤적을 그릴 것으로 전망됐다. Fleet 수요의 부상과 함께 이제 Retail 시장에 대한 공급 통제가 가능하다. 인센티브의 본격적인 상승 기점이 2024년 이후로 지연됐다고 판단한다.

2023년 영업 외 손익의 영역에서는 러시아와 중국 생산법인에 대한 정리가 필요하다. 가동이 정지된 상황인 러시아와 가동률이 큰 폭으로 하락한 중국에서는 현지 자산에 대한 평가 손실이 발생할 수 있다. 다만, 해당 지역의 영업 실적 기여도가 과거에도 제한적 수준이었으며, 발생될 평가 손실은 비현금성 비용이다. 이미 장기간에 걸쳐 인지되어 온 러시아·중국에서의 비용 발생은 영업 실적 개선을 통한 지배주주 순이익에 대한 눈높이 상향 국면에서 Risk-off로 인지될 수 있다고 전망한다.

표3 현대차 1Q23 영업이익, 컨센서스 부합 전망

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	35,434	30,299	16.9	38,524	-8.0	34,457	2.8
영업이익	2,458	1,929	27.4	3,359	-26.8	2,459	0.0
세전이익	2,894	2,279	27.0	2,739	5.7	2,977	-2.8
지배순이익	1,916	1,585	20.9	1,704	12.4	2,077	-7.7
영업이익률(%)	6.9	6.4		8.7		7.1	
세전이익률(%)	8.2	7.5		7.1		8.6	
순이익률(%)	5.4	5.2		4.4		6.0	

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대차 2023년 영업이익, 컨센서스 -5% 하회 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	139,995	147,023	-4.8	135,100	150,751	-10.4
영업이익	9,414	9,870	-4.6	8,533	9,948	-14.2
세전이익	11,247	11,776	-4.5	10,647	11,749	-9.4
순이익	7,522	8,176	-8.0	7,081	8,121	-12.8
영업이익률(%)	6.7	6.7	0.0%p	6.3	6.6	-0.3%p
세전이익률(%)	8.0	8.0	0.0%p	7.9	7.8	0.1%p
순이익률(%)	5.4	5.6	-0.2%p	5.2	5.4	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대차 2023년 · 2024년 영업이익 추정치 각각 +10% · +7% 상향

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	142,528	139,995	135,100
매출액 - 기존 추정	142,528	135,495	133,436
% change	0.0%	3.3%	1.2%
영업이익 - 신규 추정	9,820	9,414	8,533
영업이익 - 기존 추정	9,820	8,525	7,944
% change	0.0%	10.4%	7.4%
세전이익 - 신규 추정	10,948	11,247	10,647
세전이익 - 기존 추정	10,948	10,348	10,048
% change	0.0%	8.7%	6.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	7,364	7,522	7,081
지배주주 순이익 - 기존 추정	7,364	6,900	6,660
% change	0.0%	9.0%	6.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	32,868	33,448	31,205
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	32,868	30,534	29,235
% change	0.0%	9.5%	6.7%

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표6 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, 천대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	30,298.6	35,999.9	37,705.4	38,523.6	35,433.9	36,261.4	33,869.0	34,431.0	142,527.5	139,995.3	135,099.6
(% YoY)	10.6	18.7	30.6	24.2	16.9	0.7	-10.2	-10.6	21.2	-1.8	-3.5
판매블룸 (중국 제외)	864.2	932.0	936.2	978.0	946.2	988.0	937.5	956.4	3,710.4	3,824.5	3,901.1
(% YoY)	-6.9	2.1	14.0	8.7	9.5	6.0	0.1	-2.2	4.2	3.1	2.0
자동차	24,075.0	28,504.0	29,553.6	31,584.9	28,829.6	29,788.6	27,455.5	27,929.0	113,717.5	114,002.7	110,001.3
(% YoY)	10.9	15.5	30.9	25.4	19.7	4.5	-7.1	-11.6	20.8	0.3	-3.5
금융	4,371.8	5,448.4	5,850.7	4,367.0	4,386.9	4,333.0	4,275.9	4,227.9	20,038.0	17,223.6	16,637.2
(% YoY)	2.0	34.9	28.0	12.4	0.3	-20.5	-26.9	-3.2	19.4	-14.0	-3.4
기타	1,851.8	2,047.5	2,301.1	2,571.7	2,217.5	2,139.8	2,137.7	2,274.0	8,772.0	8,769.0	8,461.2
(% YoY)	32.0	26.9	33.9	31.9	19.7	4.5	-7.1	-11.6	31.2	0.0	-3.5
OP	1,928.9	2,979.8	1,551.8	3,359.2	2,458.0	2,544.2	2,262.4	2,149.1	9,819.8	9,413.7	8,532.8
(% YoY)	16.4	58.0	-3.4	119.6	27.4	-14.6	45.8	-36.0	47.0	-4.1	-9.4
자동차	1,275.7	2,243.5	1,012.6	2,861.0	1,971.5	2,080.3	1,832.7	1,830.1	7,392.7	7,714.6	7,041.5
(% YoY)	21.5	81.5	5.7	213.7	54.5	-7.3	81.0	-36.0	77.9	4.4	-8.7
금융	549.3	609.5	378.0	308.0	364.5	348.4	312.1	198.5	1,844.8	1,223.6	1,025.9
(% YoY)	3.6	10.0	-33.7	-43.1	-33.6	-42.8	-17.4	-35.6	-16.0	-33.7	-16.2
기타	104.0	126.8	161.2	190.2	122.0	115.5	117.6	120.5	582.2	475.6	465.4
(% YoY)	35.9	32.7	104.3	147.6	17.3	-8.9	-27.1	-36.6	77.6	-18.3	-2.2
RP	2,278.6	3,888.8	2,042.0	2,738.6	2,893.8	3,049.1	2,685.3	2,619.1	10,947.9	11,247.3	10,646.7
(% YoY)	11.4	55.4	5.4	85.8	27.0	-21.6	31.5	-4.4	37.5	2.7	-5.3
NP	1,584.9	2,803.5	1,271.6	1,704.4	1,916.4	1,942.4	1,861.5	1,802.2	7,364.4	7,522.4	7,080.8
(% YoY)	19.4	59.1	-2.7	211.6	20.9	-30.7	46.4	5.7	49.0	2.1	-5.9
OP margin (%)	6.4	8.3	4.1	8.7	6.9	7.0	6.7	6.2	6.9	6.7	6.3
자동차	5.3	7.9	3.4	9.1	6.8	7.0	6.7	6.6	6.5	6.8	6.4
금융	12.6	11.2	6.5	7.1	8.3	8.0	7.3	4.7	9.2	7.1	6.2
기타	5.6	6.2	7.0	7.4	5.5	5.4	5.5	5.3	6.6	5.4	5.5
RP margin (%)	7.5	10.8	5.4	7.1	8.2	8.4	7.9	7.6	7.7	8.0	7.9
NP margin (%)	5.2	7.8	3.4	4.4	5.4	5.4	5.5	5.2	5.2	5.4	5.2
평균환율 (원·달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,270.0	1,290.0	1,280.0	1,270.0	1,291.1	1,277.5	1,250.0
기말환율 (원·달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,300.0	1,290.0	1,280.0	1,270.0	1,260.4	1,270.0	1,250.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표7 기아 1Q23 영업이익 컨센서스 부합 전망

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	22,079	18,357	20.3	23,164	-4.7	21,617	2.1
영업이익	1,972	1,606	22.8	2,624	-24.8	2,038	-3.2
세전이익	2,005	1,518	32.1	2,630	-23.8	2,155	-6.9
지배순이익	1,498	1,033	45.1	2,037	-26.4	1,596	-6.1
영업이익률(%)	8.9	8.8		11.3		9.4	
세전이익률(%)	9.1	8.3		11.4		10.0	
순이익률(%)	6.8	5.6		8.8		7.4	

자료: Bloomberg, 기아, 메리츠증권 리서치센터

표8 기아 2023년 영업이익 컨센서스 부합 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	89,799	91,097	-1.4	85,712	94,487	-9.3
영업이익	7,760	7,842	-1.0	7,152	7,863	-9.0
세전이익	7,991	8,514	-6.1	7,620	8,746	-12.9
순이익	5,953	6,391	-6.8	5,677	6,402	-11.3
영업이익률(%)	8.6	8.6	0.0p	8.3	8.3	0.0p
세전이익률(%)	8.9	9.3	-0.4p	8.9	9.3	-0.4p
순이익률(%)	6.6	7.0	-0.4p	6.6	6.8	-0.2p

표9 기아 2023년 · 2024년 영업이익 추정치 각각 +9% · +6% 상향

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	86,559.0	89,799.2	85,711.6
매출액 - 기존 추정	86,559.0	84,530.6	81,465.5
% change	0.0%	6.2%	5.2%
영업이익 - 신규 추정	7,233.1	7,759.9	7,151.9
영업이익 - 기존 추정	7,233.1	7,110.9	6,772.4
% change	0.0%	9.1%	5.6%
세전이익 - 신규 추정	7,502.0	7,990.9	7,620.4
세전이익 - 기존 추정	7,502.0	6,822.0	6,578.0
% change	0.0%	17.1%	15.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	5,409.4	5,953.2	5,677.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	5,409.4	5,082.4	4,900.6
% change	0.0%	17.1%	15.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	13,344.6	14,686.1	14,005.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	13,344.6	12,537.9	12,089.5
% change	0.0%	17.1%	15.8%

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

표10 기아 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	18,357.2	21,876.0	23,161.6	23,164.2	22,078.7	23,710.4	21,861.3	22,148.7	86,559.0	89,799.2	85,711.6
(% YoY)	10.7	19.3	30.5	34.8	20.3	8.4	-5.6	-4.4	23.9	3.7	-4.6
연결기준 판매볼륨	626.9	687.6	687.6	703.4	741.8	765.4	706.8	746.0	2,705.5	2,960.0	2,908.0
(% YoY)	-2.3	6.6	23.2	21.3	18.3	11.3	2.8	6.1	11.6	9.4	-1.8
국내공장	333.3	356.1	364.5	402.0	410.0	425.0	394.0	411.0	1,455.9	1,640.0	1,605.0
(% YoY)	-7.8	-7.5	14.3	15.1	23.0	19.4	8.1	2.2	2.9	12.6	-2.1
내수	121.7	140.9	132.8	145.8	135.0	145.0	139.0	141.0	541.1	560.0	555.0
(% YoY)	-6.5	-5.0	6.2	10.7	11.0	2.9	4.7	-3.3	1.1	3.5	-0.9
수출	211.6	215.2	231.7	256.2	275.0	280.0	255.0	270.0	914.8	1,080.0	1,050.0
(% YoY)	-8.5	-9.1	19.4	17.7	29.9	30.1	10.0	5.4	4.0	18.1	-2.8
해외공장	293.6	331.6	323.1	301.4	331.8	340.4	312.8	335.0	1,249.7	1,320.0	1,303.0
(% YoY)	4.7	27.4	35.1	30.7	13.0	2.7	-3.2	11.1	23.7	5.6	-1.3
OP	1,606.5	2,234.1	768.2	2,624.3	1,972.4	2,165.1	1,910.0	1,712.3	7,233.1	7,759.9	7,151.9
(% YoY)	49.2	50.2	-42.1	123.3	22.8	-3.1	148.6	-34.8	42.8	7.3	-7.8
RP	1,518.0	2,623.9	730.0	2,630.1	2,005.2	2,048.0	2,016.7	1,921.0	7,502.0	7,990.9	7,620.4
(% YoY)	15.1	42.8	-54.6	61.3	32.1	-21.9	176.3	-27.0	17.3	6.5	-4.6
지분법이익	-52.5	356.4	192.4	-132.9	134.1	-67.4	76.9	132.9	363.5	276.6	456.1
(% YoY)	-127.8	8.9	-29.3	-135.0	-355.7	-118.9	-60.0	-200.0	-41.1	-45.5	642.9
NP	1,032.8	1,881.1	458.7	2,036.9	1,498.2	1,459.4	1,445.3	1,383.7	5,409.4	5,953.2	5,677.2
(% YoY)	-0.2	40.1	-59.6	63.3	45.1	-22.4	215.1	-32.1	13.6	10.1	-4.6
OP margin (%)	8.8	10.2	3.3	11.3	8.9	9.1	8.7	7.7	8.4	8.6	8.3
RP margin (%)	8.3	12.0	3.2	11.4	9.1	8.6	9.2	8.7	8.7	8.9	8.9
NP margin (%)	5.6	8.6	2.0	8.8	6.8	6.2	6.6	6.2	6.2	6.6	6.6
평균환율 (원/달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,270.0	1,290.0	1,280.0	1,270.0	1,291.1	1,277.5	1,250.0
기말환율 (원/달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,300.0	1,290.0	1,280.0	1,270.0	1,260.4	1,270.0	1,250.0

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

표11 업종 Peer Group의 2023년 평균 PER 7.4배												
기업명	Ticker	시가총액 (조원)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
현대자동차	005380 KS	37.2	4.6	6.3	3.2	-0.4	0.5	0.5	8.4	7.9	9.2	8.6
기아자동차	000270 KS	31.7	5.0	6.9	15.7	3.3	0.7	0.6	1.8	1.3	15.0	13.7
GM	GM US	69.9	6.2	6.1	-9.5	1.1	0.7	0.6	3.0	2.8	12.9	10.4
Ford	F US	65.8	8.0	7.7	-15.7	3.6	1.1	1.1	2.5	2.1	12.1	11.6
Stellantis	STLA US	74.9	3.7	3.6	-9.5	2.2	0.7	0.6	1.0	1.0	18.7	17.1
Toyota	7203 JP	303.2	9.1	8.6	13.6	6.5	0.9	0.8	11.0	10.6	9.9	9.8
Honda	7267 JP	64.3	7.7	7.0	9.8	9.5	0.5	0.5	6.6	6.1	7.3	7.5
Nissan	7201 JP	22.3	6.8	5.8	78.0	17.1	0.4	0.4	10.1	8.8	6.4	6.7
Daimler	MBG GR	111.1	6.2	6.1	-3.5	0.9	0.9	0.8	2.0	1.9	15.5	15.2
Volkswagen	VOW GR	112.4	6.0	5.7	-9.8	5.0	0.5	0.5	2.3	2.5	9.7	10.1
BMW	BMW GR	91.9	7.0	6.7	-43.2	4.1	0.7	0.7	4.6	4.7	10.4	10.2
Renault	RNO FP	17.1	4.4	3.8	167.5	16.4	0.4	0.4	1.9	1.2	8.7	9.0
Great Wall	2333 HK	43.3	8.7	7.2	-3.5	21.0	1.0	0.9	13.7	11.8	12.6	13.8
Geely	175 HK	17.0	13.1	9.9	36.7	30.4	1.1	1.1	5.4	4.2	8.7	10.6
SAIC	600104 CH	33.2	7.8	7.1	14.2	10.6	0.6	0.6	6.3	5.4	7.2	7.6
Changan	200625 CH	21.5	3.8	3.4	4.5	9.7	0.5	0.4	5.8	4.3	12.4	12.4
Brilliance	1114 HK	3.2	2.3	2.3	61.6	-0.2	0.4	0.3	-	-	14.7	13.6
BAIC	1958 HK	2.9	4.1	4.4	-1.6	-7.5	0.3	0.3	-	-	6.5	5.7
Tata	TTMT IN	25.0	15.1	10.7	흑전	41.2	3.0	2.4	4.4	3.5	21.5	24.4
Maruti Suzuki India	MSIL IN	41.7	23.2	19.2	45.5	20.9	3.9	3.4	14.2	11.4	17.5	19.1
Mahindra	MM IN	25.1	13.3	13.1	13.0	1.4	1.7	1.5	10.7	10.0	12.8	12.1
Average			7.4	6.8	13.5	8.6	0.9	0.8	5.9	5.2	11.7	11.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

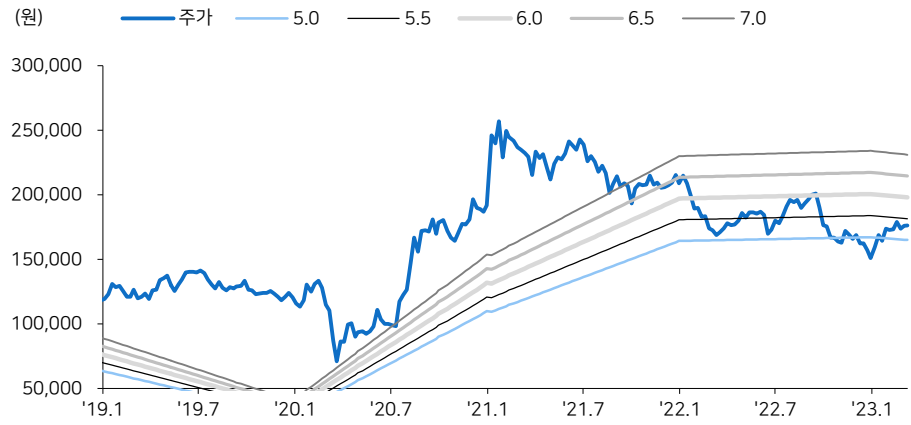
표12 현대차 적정주가, 2023년 EPS 추정치 조정 반영해 250,000원으로 상향	
적정 밸류에이션 PER (a) - 글로벌 Peer Group 2023E 평균 PER	7.4배
현대차 2023년 EPS 추정치 (b)	33,448원
Fair Value (c = a x b)	247,513원
적정 주가 ('000 rounding)	250,000원
현재 주가 (3월 10일 종가)	175,000원
과리율	+42.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표13 기아 적정주가, 2023년 EPS 추정치 조정 반영해 110,000원으로 상향	
적정 밸류에이션 PER (a) - 글로벌 Peer Group 2023E 평균 PER	7.4배
기아 2023년 EPS 추정치 (b)	14,686원
Fair Value (c = a x b)	108,677원
적정 주가 ('000 rounding)	110,000원
현재 주가 (3월 10일 종가)	78,000원
과리율	+28.2%

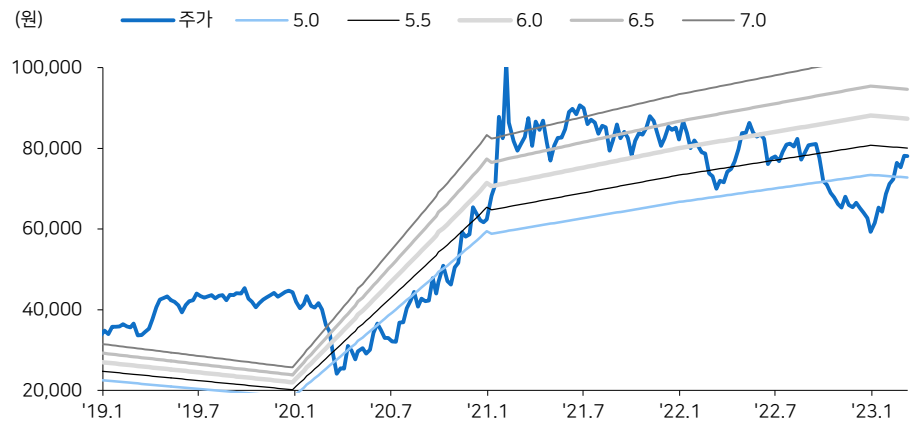
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림46 현대차 PER Band, 2022년 이후 지속된 derating 해소 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림47 기아 PER Band, 2022년 이후 지속된 derating 해소 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	103,997.6	117,610.6	142,527.5	139,995.3	135,099.6
매출액증가율 (%)	-1.7	13.1	21.2	-1.8	-3.5
매출원가	85,515.9	95,680.1	114,416.5	112,381.0	109,296.9
매출총이익	18,481.7	21,930.5	28,111.0	27,614.3	25,802.7
판매관리비	16,087.0	15,251.5	18,291.3	18,200.5	17,269.9
영업이익	2,394.7	6,678.9	9,819.8	9,413.7	8,532.8
영업이익률	2.3	5.7	6.9	6.7	6.3
금융손익	-142.1	364.4	164.6	119.9	156.7
중속/관계기업손익	162.2	1,303.4	1,556.6	1,881.6	1,903.1
기타영업외손익	-320.4	-387.1	-593.0	-168.0	54.0
세전계속사업이익	2,094.4	7,959.6	10,947.9	11,247.3	10,646.7
법인세비용	168.7	2,266.5	2,964.3	3,085.7	2,949.1
당기순이익	1,925.7	5,693.1	7,983.6	8,161.5	7,697.6
지배주주지분 손이익	1,425.6	4,942.4	7,364.4	7,522.4	7,080.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	83,686.4	88,565.4	105,561.1	103,685.6	104,788.2
현금및현금성자산	9,862.1	12,795.6	19,241.2	16,799.4	16,887.5
매출채권	3,284.0	3,147.3	5,701.1	5,599.8	5,404.0
재고자산	11,333.7	11,645.6	13,540.1	13,999.5	14,861.0
비유동자산	125,657.9	145,381.0	154,117.4	157,025.5	158,985.3
유형자산	34,092.2	35,543.1	37,640.0	39,977.2	41,990.7
무형자산	5,677.6	5,847.0	5,928.9	6,074.4	6,133.7
투자자산	22,766.3	26,274.8	32,055.2	31,695.6	30,789.9
자산총계	209,344.2	233,946.4	259,678.5	260,711.1	263,773.5
유동부채	59,459.5	64,236.8	75,683.7	69,527.9	66,264.1
매입채무	8,793.2	9,155.3	10,952.4	10,617.8	10,111.4
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	94,714.9	94,473.2	94,147.4
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	170,398.6	164,001.1	160,411.4
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	79,121.9	85,913.0	91,948.3
비지배주주지분	6,860.3	7,629.7	8,248.9	8,888.0	9,504.8
자본총계	76,341.0	82,615.8	89,279.9	96,710.0	103,362.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-409.8	-1,176.4	2,175.6	9,560.9	29,606.1
당기순이익(손실)	1,924.6	5,693.1	7,983.6	8,161.5	7,697.6
유형자산상각비	2,749.5	2,937.9	2,403.1	2,662.8	2,886.5
무형자산상각비	1,435.9	1,617.8	1,771.0	1,814.4	1,832.1
운전자본의 증감	-16,991.8	-20,287.8	-23,038.7	-22,205.8	-2,089.7
투자활동 현금흐름	-9,337.6	-5,182.6	4,515.3	-10,544.9	-28,251.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4,687.8	-4,304.3	-4,500.0	-5,000.0	-4,900.0
투자자산의감소(증가)	-1,445.1	-754.7	-2,623.5	359.5	905.8
재무활동 현금흐름	11,352.5	8,792.3	-1,826.7	-1,457.7	-1,266.5
차입금의 증감	12,779.0	10,904.0	-278.3	257.7	317.4
자본의 증가	0.0	1.0	2.0	3.0	3.0
현금의 증가(감소)	1,180.2	2,933.4	6,445.7	-2,441.8	88.0
기초현금	8,682.0	9,862.1	12,795.6	19,241.2	16,799.4
기말현금	9,862.1	12,795.6	19,241.2	16,799.4	16,887.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	486,725	550,436	667,051	655,200	632,287
EPS(지배주주)	5,790	21,678	32,868	33,448	31,205
CFPS	87,673	100,486	131,933	148,673	148,341
EBITDAPS	30,796	52,580	65,493	65,012	62,019
BPS	275,660	298,318	322,381	349,210	373,230
DPS	3,000	5,000	6,500	6,000	5,700
배당수익률(%)	1.7	2.9	3.7	3.4	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	8.1	5.3	5.2	5.6
PCR	2.0	1.7	1.3	1.2	1.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	65,800.4	112,346.9	139,938.3	138,909.5	132,514.4
EV/EBITDA	6.8	5.3	4.6	4.9	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	6.2	8.6	8.1	7.1
EBITDA 이익률	6.3	9.6	9.8	9.9	9.8
부채비율	174.2	183.2	190.9	169.6	155.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.7	2.2	2.0	1.9	1.7
매출채권회전율(x)	30.6	36.6	32.2	24.8	24.6
재고자산회전율(x)	7.8	8.5	10.0	9.6	9.1

기아 (000270)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	59,168.1	69,862.4	86,559.0	89,799.2	85,711.6
매출액증가율 (%)	1.8	18.1	23.9	3.7	-4.6
매출원가	49,222.6	56,937.2	68,536.3	71,824.6	68,919.2
매출총이익	9,945.5	12,925.2	18,022.8	17,974.6	16,792.4
판매관리비	7,879.1	7,859.5	10,789.6	10,214.7	9,640.5
영업이익	2,066.5	5,065.7	7,233.1	7,759.9	7,151.9
영업이익률	3.5	7.3	8.4	8.6	8.3
금융손익	-82.9	29.3	-137.9	-45.6	98.1
중속/관계기업손익	61.4	1,168.2	363.5	276.6	456.1
기타영업외손익	-203.6	130.6	43.3	0.0	-85.7
세전계속사업이익	1,841.4	6,393.8	7,502.0	7,990.9	7,620.4
법인세비용	353.8	1,633.5	2,093.0	2,037.7	1,943.2
당기순이익	1,487.6	4,760.3	5,409.0	5,953.2	5,677.2
지배주주지분 순이익	1,487.6	4,760.3	5,409.4	5,953.2	5,677.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	26,093.4	29,205.5	35,603.1	40,230.0	42,684.4
현금및현금성자산	10,160.7	11,533.7	14,715.0	16,163.9	16,285.2
매출채권	1,819.0	1,787.7	3,462.4	3,592.0	4,285.6
재고자산	7,094.0	7,087.7	7,790.3	8,979.9	8,999.7
비유동자산	34,397.1	37,644.5	41,174.2	41,833.6	41,881.0
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	22,546.0	23,569.5	23,999.2
자산총계	60,490.4	66,850.0	76,777.3	82,063.7	84,565.4
유동부채	21,097.6	21,562.6	26,750.3	26,341.3	23,977.1
매입채무	7,302.4	7,920.3	9,813.2	10,180.5	9,717.1
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	10,615.1	10,488.6	10,022.2
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	37,365.4	36,829.9	33,999.3
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	36,223.4	42,089.9	47,471.4
비지배주주지분	0.0	2.1	1.7	1.7	1.7
자본총계	29,891.7	34,912.6	39,411.9	45,233.8	50,566.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5,423.9	7,359.7	9,995.7	5,730.7	4,368.9
당기순이익(손실)	1,487.6	4,760.3	5,409.0	5,953.2	5,677.2
유형자산상각비	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	-966.8	-3,496.5	-4,598.7
투자활동 현금흐름	-2,864.9	-4,423.9	-3,785.8	-3,112.1	-2,875.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,661.9	-1,319.5	-1,253.5	-1,316.2	-1,329.4
투자자산의감소(증가)	-777.5	-1,139.4	-3,136.9	-1,023.6	-429.7
재무활동 현금흐름	3,517.3	-1,620.5	-3,027.7	-1,169.7	-1,372.0
차입금의 증감	4,041.0	-1,116.5	-1,824.9	46.3	46.8
자본의 증가	0.0	-38.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5,892.0	1,373.0	3,181.3	1,448.8	121.3
기초현금	4,268.7	10,160.7	11,533.7	14,715.0	16,163.9
기말현금	10,160.7	11,533.7	14,715.0	16,163.9	16,285.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	145,963	172,345	213,534	221,528	211,444
EPS(지배주주)	3,670	11,744	13,345	14,686	14,005
CFPS	18,376	23,303	32,061	22,763	22,122
EBITDAPS	10,573	17,976	23,744	25,113	23,782
BPS	73,740	86,127	97,226	111,588	124,743
DPS	1,000	3,000	3,500	2,800	2,700
배당수익률(%)	1.3	3.8	4.5	3.6	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.3	6.6	5.8	5.3	5.6
PCR	4.2	3.3	2.4	3.4	3.5
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	4,286.0	7,286.7	9,625.0	10,180.0	9,640.4
EV/EBITDA	6.4	3.3	2.1	1.8	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	14.7	14.6	14.1	11.9
EBITDA 이익률	7.2	10.4	11.1	11.3	11.2
부채비율	102.4	91.5	94.8	81.4	67.2
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	8.8	29.8	31.2	31.3	28.8
매출채권회전율(x)	29.8	38.7	33.0	25.5	21.8
재고자산회전율(x)	7.8	9.9	11.6	10.7	9.5

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

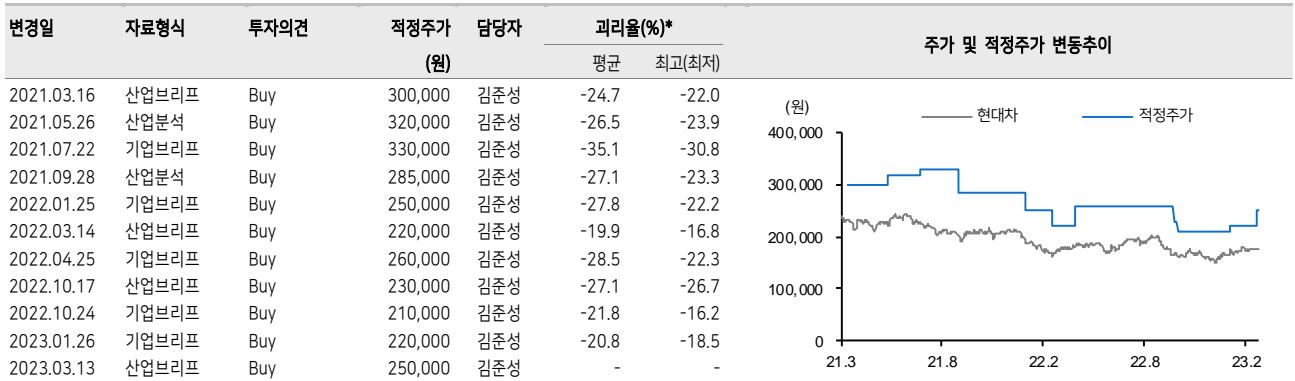
투자 의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 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

