Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 9일 발간된
[2024년 전망 시리즈 16 – 자동차: Alarm] 임

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

2024년 전망 시리즈 16 (해설판)

[자동차] Alarm

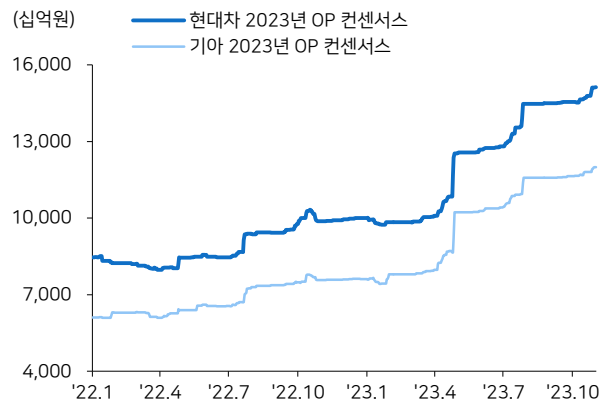
- ✓ 자동차 업종을 대표하는 현대차 · 기아의 밸류에이션 de-rating이 지속 중. 양 사의 2023년 영업이익 컨센서스 2022년 연초 이후 각각 +79%, +96% 상승했으나, 주가는 같은 기간 -18%, -6% 하락. 이에 따라 양 사의 1yr Forward PER은 같은 기간 -48%, -44% 조정
- ✓ De-rating 원인은 BEV 중심 수요 이전 가속과 이에 따른 경쟁력 약화 우려. 약 2년 간 이어진 반도체 공급 부족기에 축적된 대기 수요는 대부분 ICE로, BEV 시장의 침투율 확대는 ICE 시장의 판매 감소로 연결될 전망
- ✓ 2024년 전세계 ICE 판매량 감소 본격화로 완성차 및 부품 업종 전반의 실적 부진과 기업가치 하향 정체를 예상. 방어적 포트폴리오 구축 필요성이 대두되는 시점, B2C 매출 비중이 높고 재료비 및 물류비 정상화 수혜가 가능한 현대모비스와 타이어 업종 추천

Part 1 현상: De-rating

2022년 연초 이후 양 사의 절대 주가, 각각 -18%, -6% 조정

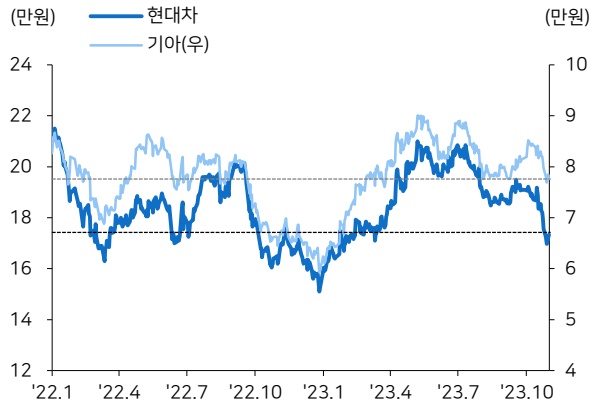
자동차 업종의 2022–2023년을 정의하는 키워드는 De–rating으로, 현대차·기아는 호실적 실현을 이어갔으나 기업가치에 대한 시장의 판단은 이와 동행하지 않았다. 2022년 연초 이후 현대차·기아의 2023년 영업이익 컨센서스는 각각 +79%, +96% 상승 및 2024년 영업이익 컨센서스, 각각 +61%, +80% 상승하였지만, 2022년 연초 이후 양 사의 절대 주가는 각각 –18%, –6% 하락하였다.

그림1 현대차·기아 영업이익 컨센서스 지속 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2022년 초 대비 양 사 절대 주가, -18%· -6%



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

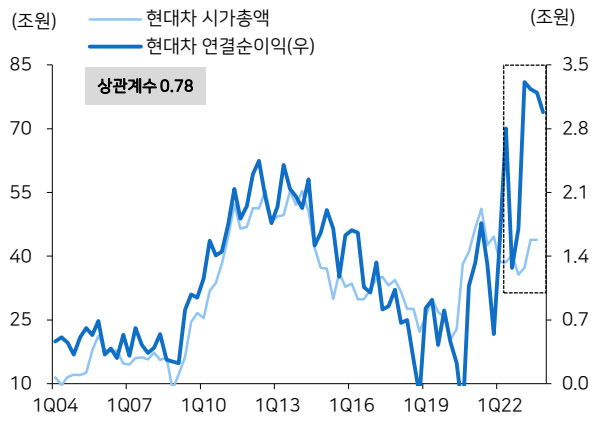
시가총액과 지배주주 순이익 간 동행이 해제된 자동차 산업

현대차와 기아의 1yr FWD PER은 2022년 연초 이후 각각 6.7배에서 3.5배로 -48%, 5.9배에서 3.3배로 -44% 조정되며 실적 눈높이 상향과 주가가 정체된 벨류에이션 De-rating이 지속 중이다. 자동차 업종은 성숙 정체된 산업으로 성숙된 수요 환경 내 시장 참여 업체 간 판매 점유율 등락이 거듭되는 것이 일반적이다. 이에 따라 밸류에이션은 성장주가 공존하는 시장 전체 밸류에이션보다 낮은 수준에서 정체되어 왔지만, 2022년 이후 2000년대 들어 처음으로 시가총액과 지배주주 순이익 간 동행 관계가 해제되었다.

더 큰 문제는 인센티브 상승 기조 넘어의 산업의 구조적 변화

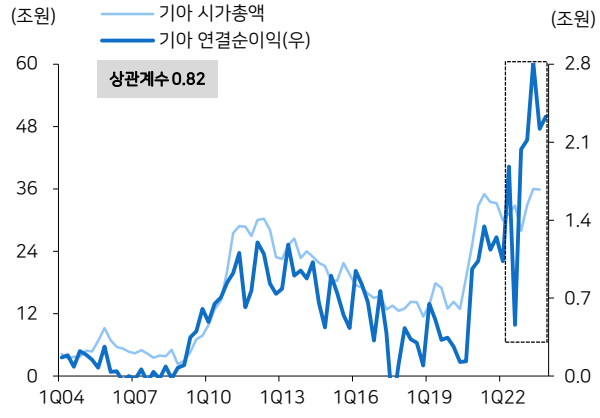
지난 2년 간의 호실적은 반도체 공급 부족기 (2H20-1H22)에 축적된 대기 수요로 인한 비정상적으로 낮은 재고·대당 인센티브 지급 환경을 만들었기에 가능하였지만, 현재 대기 수요는 대부분 소진되었으며 재고와 대당 인센티브는 상승 기조를 보이고 있다. 하지만 이보다 더 큰 문제는 대기 수요 소진 이후 선명하게 들어나게 될 산업의 구조적 변화이다.

그림3 2000년대 이후 7-9배를 유지해왔던 PER



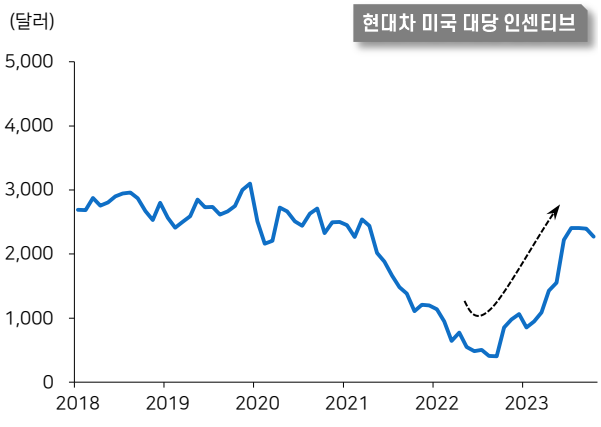
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

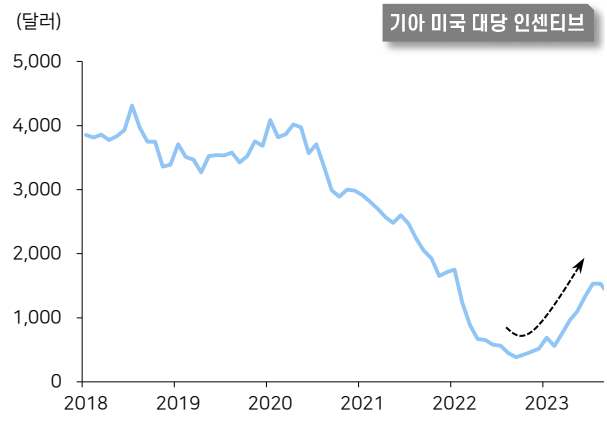
그림4 지난 2년간 추세적 하락 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 인센티브 상승에 따른 실적 악화 우려도 존재하나, de-rating 핵심 근거는 산업 대전환과 이에 대한 대응 능력에 대한 우려





자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 원인: 수요 대전환

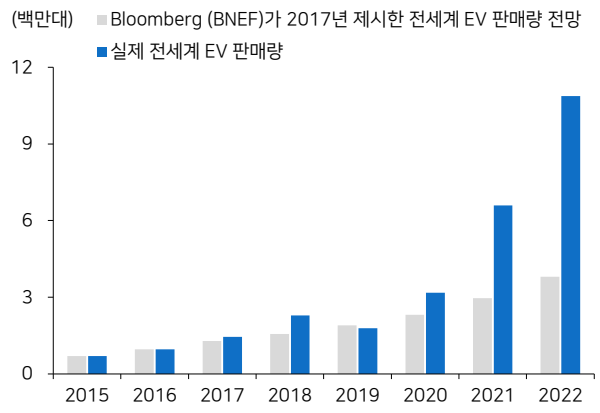
산업의 구조적 변화, 예상을 뛰어 넘는 성장 실현 중

2010년대 중반, 환경 규제 대응을 위한 수동적 선택지로 받아들여졌던 BEV는 2023년 소비자의 적극적인 선택지로 받아들여지며 예상을 뛰어넘는 성장을 실현 중이다. 이는 규제 대응 목적의 소극적 대응으로 일관했던 기존 OEM들과 달리, 새로운 성격의 자동차 업체들이 경제성과 편리성을 앞세워 소비자의 구매 의지를 급증시켰기 때문이다. 2023년 BEV 침투율은 대중화 변곡점(15%)을 돌파하며 더 빠르게 시장의 크기가 확대될 전망이다.

2009=2023

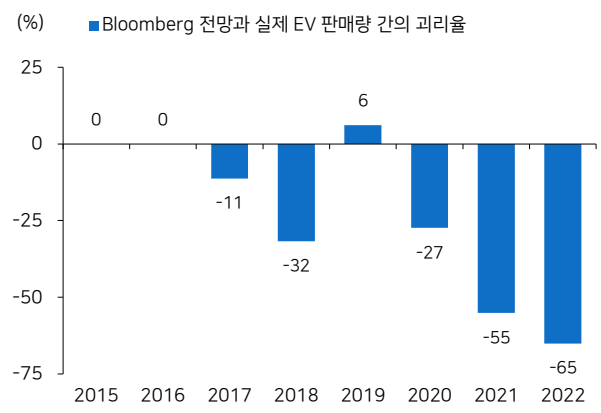
2009년은 2023년과 유사하다. 스마트폰 또한 2009년 15%의 변곡점을 넘어서며 피처폰의 축소를 만들었던 것과 마찬가지로, BEV의 성장은 ICE의 축소로 이어질 것이다. 2022-2023년 자동차 시장은 반도체 공급 부족기에 축적된 대기 수요가 대부분 ICE였다는 점에서 ICE 절대 판매량에 영향은 미진했으나, 대기 수요 소진 이후 ICE 시장은 BEV 시장 성장의 반대 급부로 축소되기 시작할 것이다.

그림6 2017년 Bloomberg EV 시장 전망



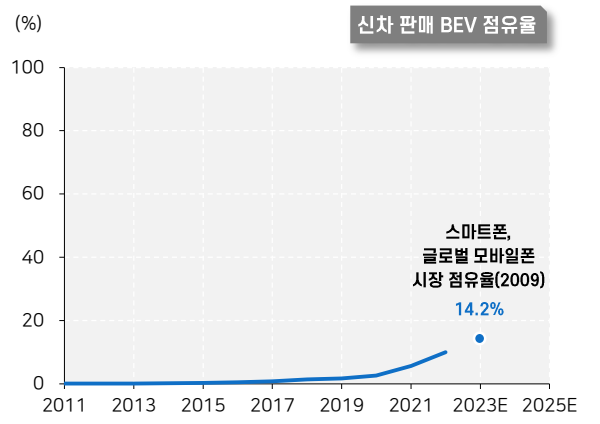
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2022년 EV 시장 전망은 실제 수치를 65% 하회



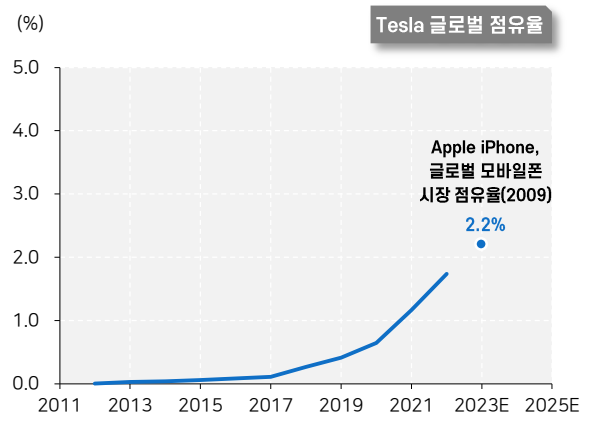
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2023년 전세계 BEV 판매량과 Tesla 판매량의 전개



자료: Tesla, Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2009년 스마트폰 판매량 · iPhone 판매량과 유사



자료: Tesla, Apple, 메리츠증권 리서치센터

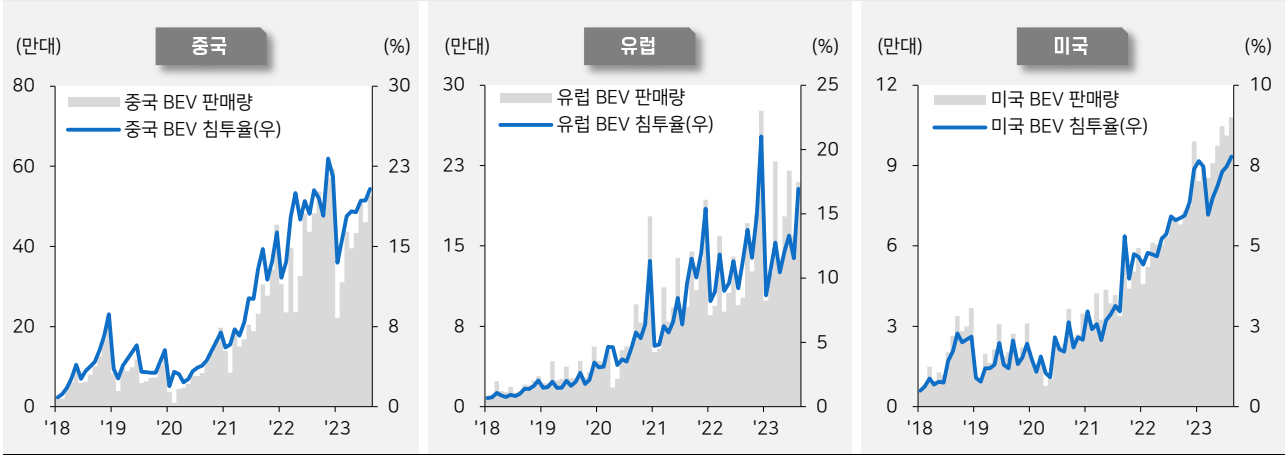
이미 대중화 변곡점 넘어선 중국·유럽 시장

경기 수요 둔화 및 지정학적 우려 등에도 중국과 유럽 시장은 이미 BEV 시장이 대중화 단계 진입하였으며 인프라 확장과 원가 경쟁력이 높은 신규 모델 출시와 더불어 이들 시장의 BEV 침투율은 확대 지속될 것이다. 미국 또한 지난 2022년 미국 소비자들의 BEV 신차 구매 의지는 7%에 불과했으나 2023년 22%로 급증하며 대중화의 변곡점을 넘어설 전망이다.

전세계 ICE 수요, 2024년부터 본격적인 감소 시작

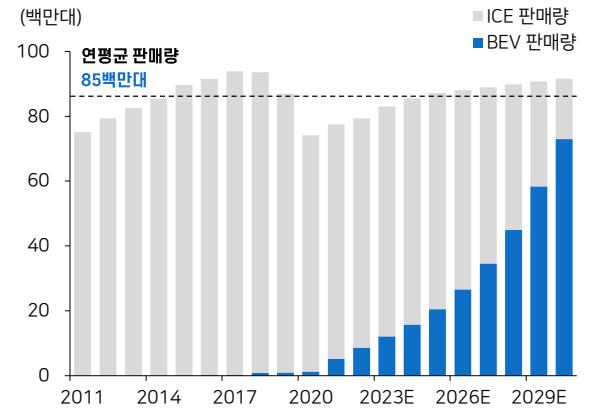
전세계 BEV 시장 침투율 확산 강도는 전망 기관마다 상이하며 2030년 기준 공격적 전망은 침투율 약 70-80%, 보수적 전망은 침투율 약 30-40%를 논하고 있다. 어떠한 전망을 따르건 BEV 침투율이 5% 이하였던 2022년 이전에 축적된 ICE 중심 대기 수요가 소진되는 2024년 이후, ICE 수요의 본격적인 축소가 시작될 것이다. BEV 침투율 확대가 진행되는 가운데 만약 기존 ICE 생산 설비가 BEV로 전환되지 않는다면, 전세계 ICE 산업 가동률은 2025년 또는 2026년 중 70%대로 내려 앉을 것이다.

그림10 중국·유럽·미국 BEV 판매량 및 침투율 빠르게 늘어나고 있는 모습



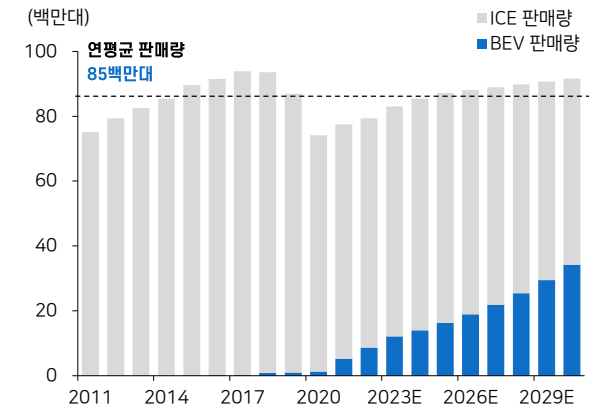
자료: Marklines, SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

그림11 공격적인 침투율 가정 (2030년 70-80%)



자료: Ark, RMI, 메리츠증권 리서치센터

그림12 보수적인 침투율 가정 (2030년 30-40%)



자료: Morning Star, Gartner, 메리츠증권 리서치센터

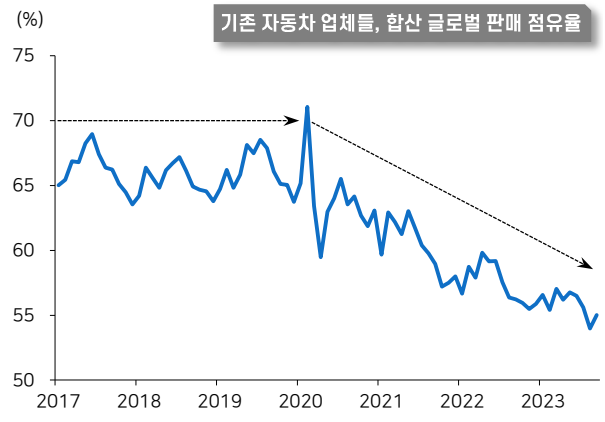
BEV 시장의 선도업체, Tesla와 BYD

BEV 시장의 선도 업체는 Tesla와 BYD로, 이들은 편의성 (소프트웨어 업데이트)과 경제성 (가격)을 앞세워 소비 이전을 주도하였다. 기존 OEM들이 ICE 판매량을 대체적으로 유지하며 일부 BEV 생산으로 규제에 발맞추려던 접근이었다면, Tesla와 중국 OEM들은 처음부터 BEV 시장의 주류 시장 전환을 염두에 둔 공격적 접근을 취해왔다. 2010년대 초반부터 ICE 대비 더 높은 원가 경쟁력 확보한 BEV 개발에 매진해왔으며, 차량 평균 가격은 내연기관 평균 가격을 하회하기 시작하였다.

산업의 변화를 반영하고 있는 자본 시장

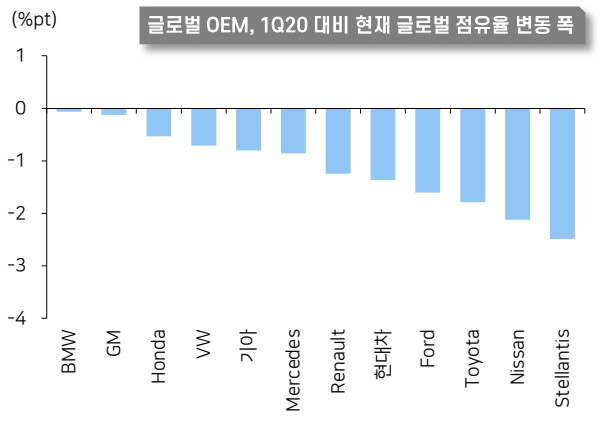
BEV 침투율 확대와 함께, 기존 OEM들의 전세계 판매 점유율 추세적 하락세 지속되고 있다. 2020년 이전 65-70% 수준을 지켜왔던 주력 기존 OEM들의 합산 전세계 점유율은 이제 50% 중반을 기록 중이며, OEM들의 전세계 점유율이 2020년 초와 비교해 축소되었다. 자본 시장은 이미 이 같은 변화를 기업가치 평가에 반영 중으로, Tesla와 중국 OEM들의 합산 시가총액은 더 높은 성장 가시성을 반영해 기존 OEM의 합산 시가총액에 육박한 것으로 나타났다.

그림13 2020년 이후 미국·유럽·일본 브랜드 합산 점유율



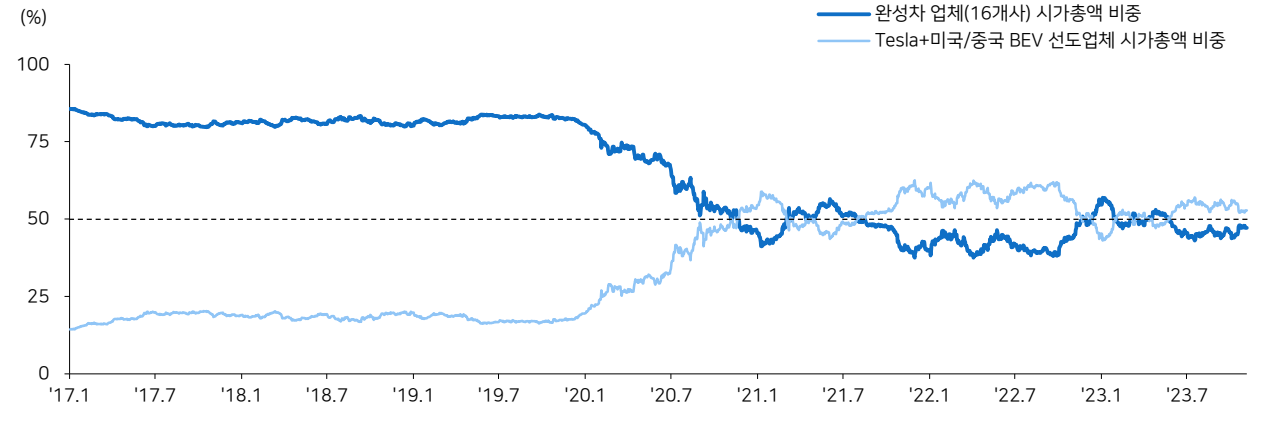
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2020년 초 대비 현재까지 하락



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Tesla 및 중국 BEV 선도업체들 vs. 기존 자동차 업체들 시가총액 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대차·기아, 전세계 판매 점유율 하락세 지속 중

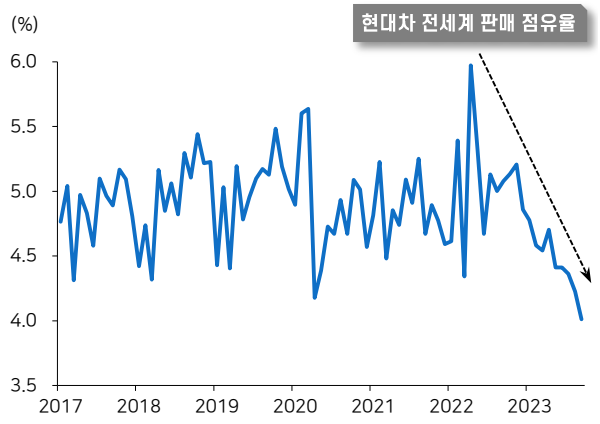
대기 수요 소진 시작과 이에 따른 내연기관 판매 성장 둔화로 현대차·기아 전세계 판매 점유율 하락세가 지속 중이다. 시장 수요 성장 이상의 판매 증가를 실현하기 위해서는, ICE 시장 점유율 이상의 BEV 점유율 확보 필요하다. 2023년 상반기 공개된 BEV 상품성 개선 전략은 원가 경쟁력 확보를 위한 신규 생산 공정, 배터리 조달 포트폴리오 다변화, 컴퓨팅 플랫폼 구축 등에 대한 구체화가 필요하다.

표1 글로벌 OEM의 BEV 전환 목표 비교, 상대적으로 현대차·기아 의 전환 목표는 낮은 수준

브랜드	목표	발표시점
Jaquar	100% BEV by 2025	2023
Chrysler	100% BEV by 2028	2022
Volvo	100% BEV by 2030	2021
Lexus	100% BEV by 2030	2021
Cadillac	100% EV lineup by 2030	2021
Renault	100% EV lineup by 2030	2023
GM	100% BEV by 2035	2023
Bentley	100% carbon neutral EV by 2030	2022
Land Rover	60% BEV by 2030, 100% BEV by 2036	2022
Mercedes-Benz	no ICEs in major markets by 2035, 100% BEV by 2040	2023
Stellantis	100% low emission vehicles sales in EU, 50% in US by 2030	2023
Volkswagen	80% BEV in EU by 2030, 55% BEV in US and China by 2030	2023
Honda	66% BEV and FCEV in major markets by 2030, 80% by 2035, 100% by 2040	2023
Ford	100% Plug-in PV in EU by 2026, 50% BEV by 2030	2023
Nissan	55% EV lineup by 2030	2023
BMW	50% BEV by 2030	2023
Subaru	50% BEV by 2030	2023
Hyundai	75% EV lineup in US by 2030, 100% BEV by 2040 in major markets	2023
Kia	74% EV lineup in EU by 2030, 100% BEV by 2040 in major markets	2023
Toyota	30 EV models and 3.5 million BEV sales by 2030	2022

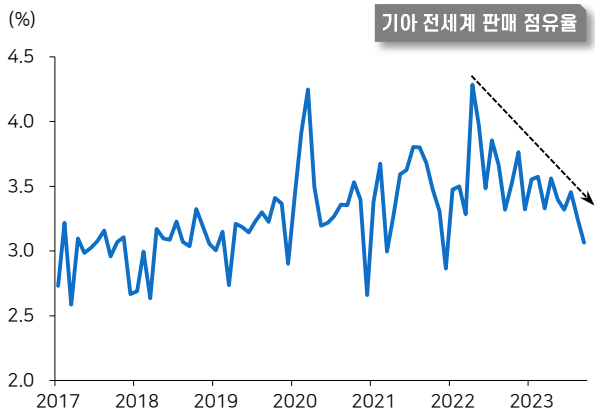
자료: S&P Global Mobility, 메리츠증권 리서치센터

그림16 현대차 전세계 판매 점유율



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림17 기아 전세계 판매 점유율



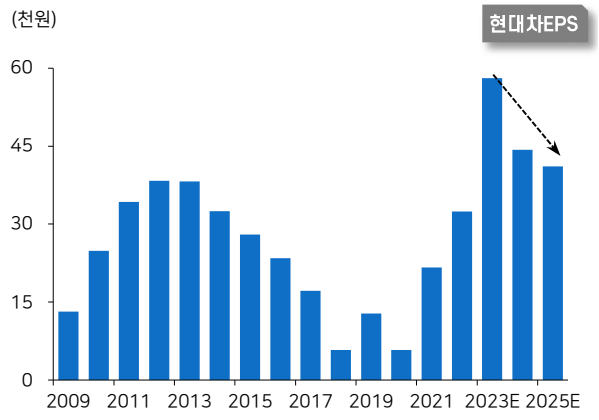
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 대응: 방어적 포트폴리오 구축

현대모비스, 안정적 이익 전개를 통해 대형주 내 상대주가 차별화 실현 전망

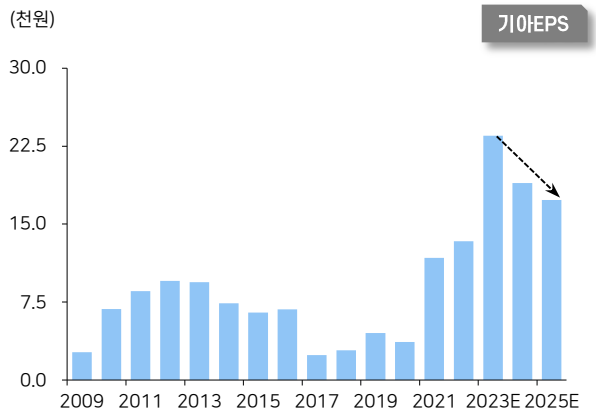
대기 수요 소진에 따른 재고·인센티브 정상화, 내연기관 판매 감소에 따른 경쟁 심화, BEV 가격 인하 압력 확대 등의 영향으로 현대차·기아 2024년 EPS YoY 성장률 각각 -24%, -19% 조정될 것으로 전망한다. 국내 부품 업체들 대부분은 현대차·기아에 대해 높은 매출 의존도를 보이고 있고 이에 따라 실적 방향과 기업 가치 방향 또한 역사적으로 동행하였다. 부품 업종 전반의 실적 둔화 우려에도 불구하고, 현대모비스는 대형주 내 방어 역할 수행 가능하다고 판단한다. 현대모비스는 분명 실적 성장의 관점에서 물음표가 가득하지만 실적의 안정성 면에서는 2024년 차별화가 가능할 것이다. 현대모비스의 영업이익은 2조원 중반 전후를 꾸준하게 유지해왔으며, 이제 거의 대부분의 영업이익이 안정적인 A/S 사업 부문에서 발생하고 있다. A/S 사업 부문은 물류 비용의 정상화를 통해 지난 3Q23 실적에서 2019년 이전 수준의 수익성을 회복하고 있고 업종 내 대형주 포트폴리오에서 방어 기재로 작동하기에 부족함이 없다고 판단한다.

그림18 현대차 2024년 EPS, 전년 대비 -24% 전망



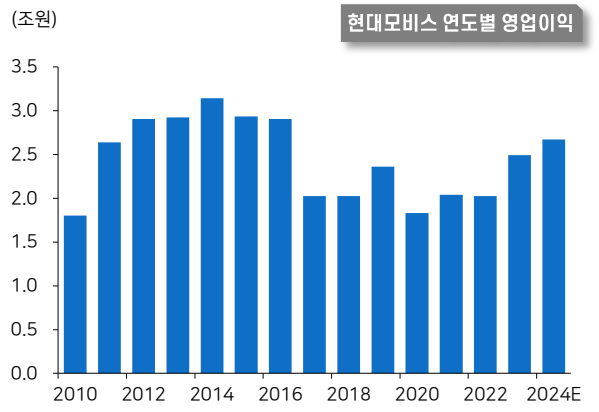
자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림19 기아 2024년 EPS, 전년 대비 -19% 전망



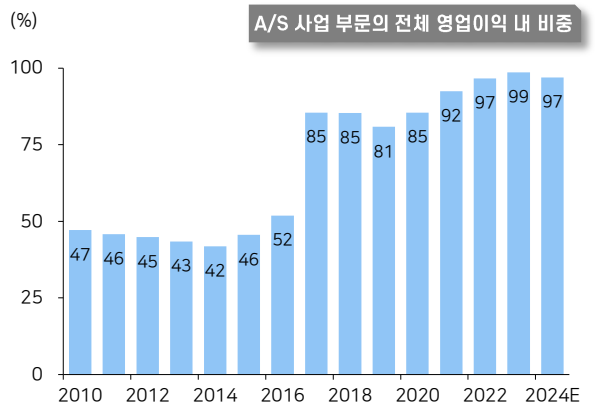
자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림20 현대모비스 영업이익, 2조원 중반대에서 유지



자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림21 영업이익의 대부분 A/S 부문에서 발생 중



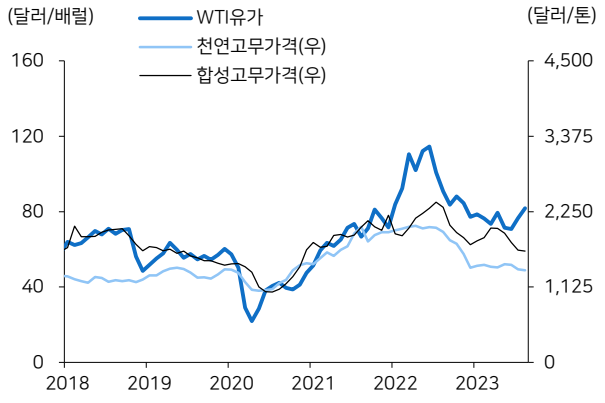
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

비용 정상화를 통해 타이어 업종 또한 상대주가 차별화 가능

비용 정상화를 통한 수익성 개선이 이어질 타이어 업종 또한 상대주가 차별화가 가능할 것이다. 타이어 업종은 2020년 C19 발발 이후 재료비와 물류비 상승에 따른 원가율 상승 압력이 지속되었다. 그러나 지난 3Q23 실적을 기점으로 비용 하락의 원가 반영이 시작하였다. 이에 따라 한국타이어·넥센타이어는 2024년 비용 정상화 통한 원가율 개선으로 각각 +14%, +34% EPS YoY 개선 전망한다.

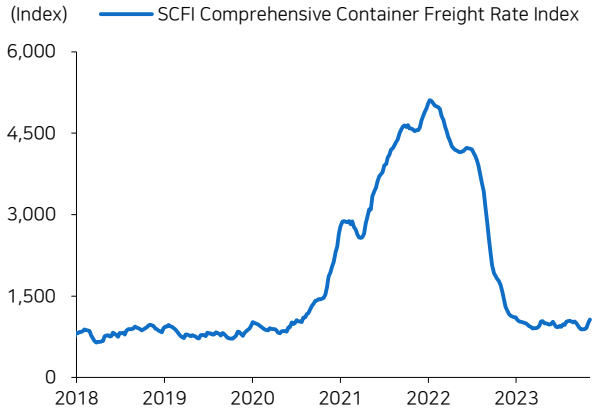
현재 높은 금리와 구매력 위축으로 타이어 또한 주요 시장 판매 성장률이 둔화되고 있는 모습이다. 그러나 타이어 업체들은 매출의 2/3 이상이 B2C RE이며, 특정 완성차 업체에 대한 OE 매출 의존도 높지 않다. 또한 ICE로든 BEV로든 다양한 B2B, B2C 고객의 니즈에 맞춰 제품 판매가 가능하여 일반적 부품 업체 대비 매출 구성이 안정적이다.

그림22 주요 원재료 가격 하락 반영 시작



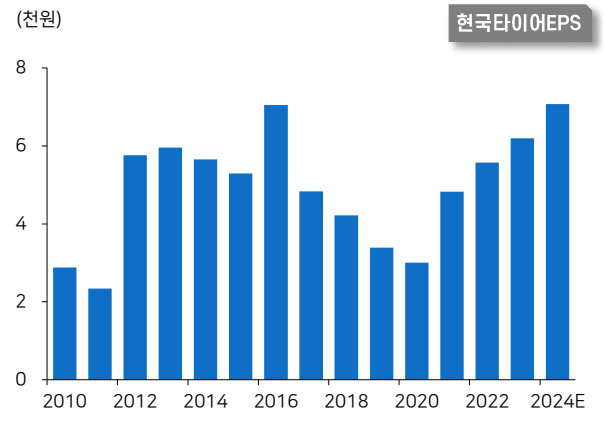
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림23 물류비 또한 빠르게 안정화



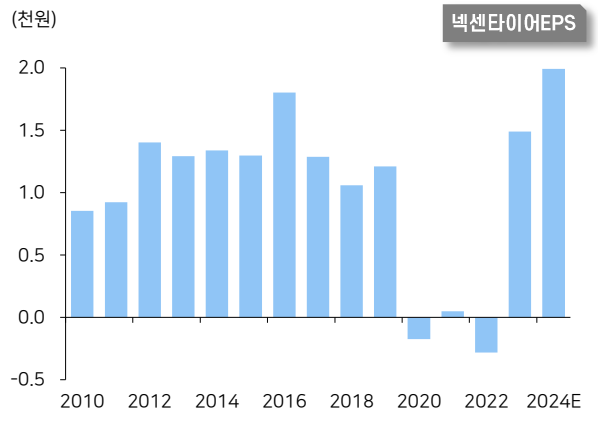
자료: SCFI, 메리츠증권 리서치센터

그림24 한국타이어앤테크놀로지 2024년 EPS +14% 전망



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

그림25 넥센타이어 2024년 EPS +34% 전망

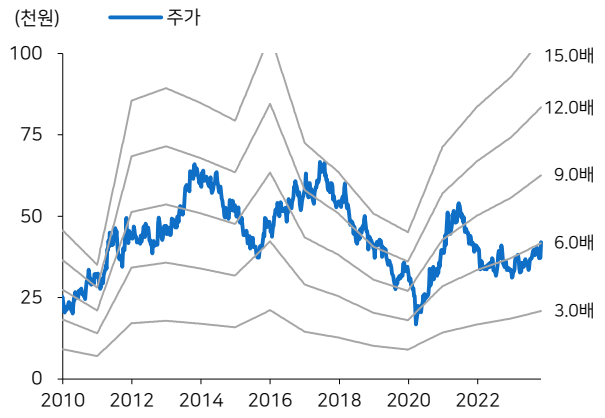


자료: 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 또한 부담 없는 수준

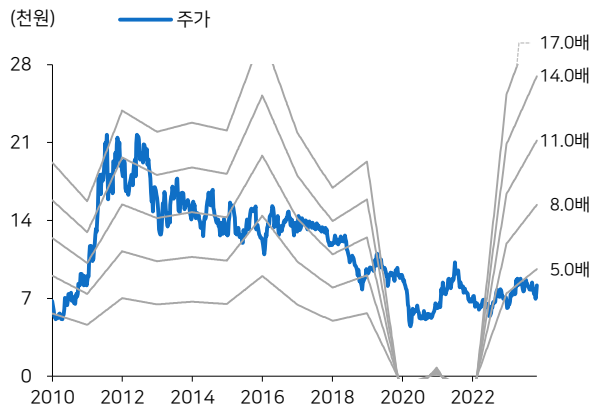
양 사의 밸류에이션 또한 과거와 비교했을 때 부담 없는 모습이다. 당사 추정치 기준 한국타이어와 넥센타이어의 2024년 PER은 각각 6.1배, 4.1배로, 이는 지난 2010년 이후 가장 낮은 수준이다. ICE에서 BEV로 수요 대전환이 구체화될 2024년, 자동차 부품 업종 내 가장 안정적 매출 및 이익 개선이 가능할 것으로 전망한다.

그림26 한국타이어앤테크놀로지 PER Band



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 넥센타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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 추천 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.