

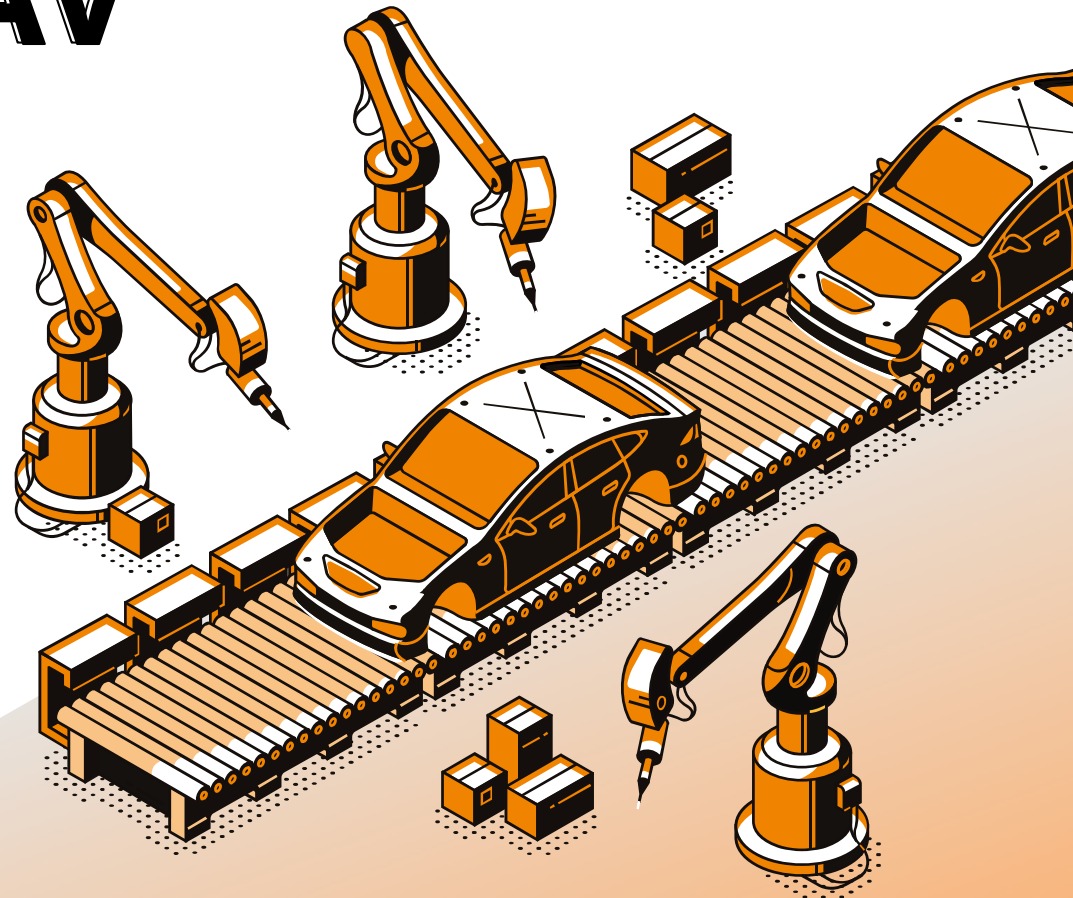
2023 하반기 산업전망 | 2023. 5. 30

Analyst 박연주 yeonju.park@miraeeasset.com
RA 김진석 jinsuk.kim@miraeeasset.com

Autos/EV/AV

자동차/전기차/자율주행 (중립)

레벨 업의 조건



CONTENTS

[요약] 레벨 업의 조건	03
I. [상반기 리뷰]	04
II. [하반기 전망]	09
III. [중장기 전망]	13
IV. 투자 전략 및 Top Picks	22
종목 분석 테슬라 (TSLA US) 기아 (000270)	24
결론	34

[요약] 레벨 업의 조건

[상반기 리뷰]

우려보다 강했던 수요

- 금리 상승, 자동차 생산 회복에도 자동차 수급은 타이트한 상황 지속
- 우려와 달리 선진국 성장률 전망치는 오히려 상향 조정: 높은 잉여 저축 규모 등으로 소비 견조
- 누적된 공급 차질, 렌탈 수요의 회복, 예상보다 더딘 공급 증가 등으로 공급 부족 국면 지속
- 특히 한국 업체들은 환율 효과, 낮은 중국 노출도, 브랜드 인지도 상승 등으로 빠르게 실적 개선

[하반기 전망]

경기 둔화를
방어할 완충재들

- 하반기는 고금리 속에서 자동차 수요가 얼마나 견조하게 유지될 지가 관건
- 전반적인 경기는 하반기에 다소 둔화될 전망이나 자동차는 타이트한 시황을 유지할 수 있는 완충재들이 존재: 누적된 공급 차질, 렌탈 수요 회복, 한국의 높아진 브랜드 인지도 등
- 다만 실적 기대치가 이미 상향 조정된 만큼 추가적인 주가 상승을 위해서는 밸류에이션 확장 필요

[중장기 전망]

레벨 업의 조건

- 자동차 밸류에이션의 확장은 전기차 경쟁력 및 소프트웨어 수익화 여부
- 하반기에 테슬라의 대중형 모델이 구체화될 경우 전기차 경쟁력 부재 시 디레이팅 예상: 다만 전기차 점유율 확대가 전체 자동차 수익성 개선으로 이어질지는 불확실. 리레이팅의 폭은 제한적일 전망
- ADAS 등 자율주행 소프트웨어 채택률은 지속적으로 상승: 테슬라의 FSD(도심 자율주행)이 본격적으로 판매되면 레벨 2+ 시장의 본격적인 성장과 이에 따른 밸류에이션 차별화 예상

Top Picks

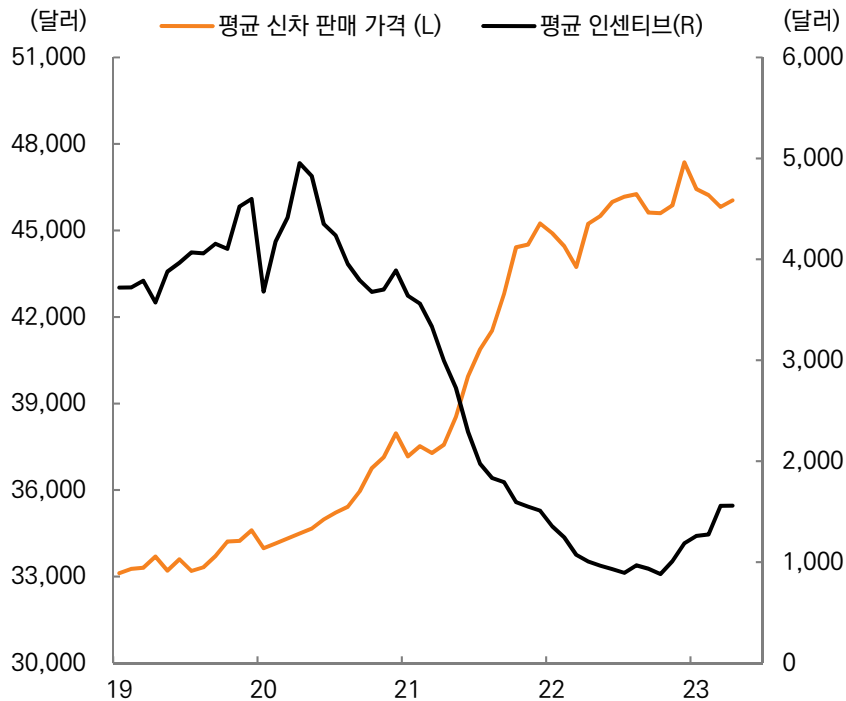
- Top Pick: 테슬라(TSLA US)
- 테슬라: 하반기 신공장 원가 절감 효과 본격화, 엔트리급 모델 가시화 시 중장기 성장 모멘텀 강화 기대. FSD 1개월 무료 평가판 배포 시 기술력 및 수익성화 가능성에 대한 재평가 예상
- 기아: 자체적인 상품 경쟁력 및 시장 대응력 레벨 업. 하반기 경기 둔화 시에도 실적 방어력 높을 전망

I. 상반기 리뷰

우려보다 견조했던 상황

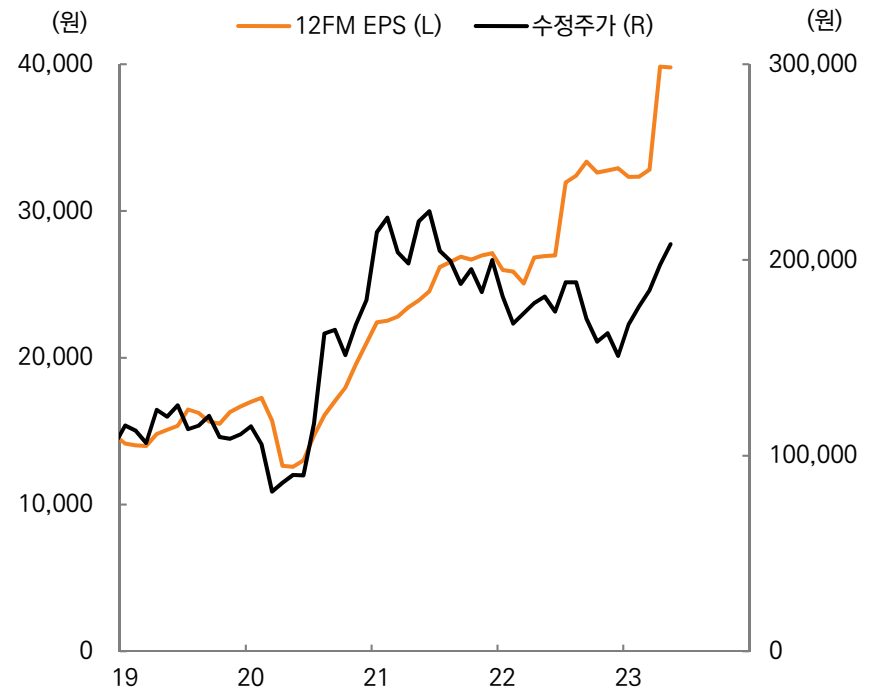
- 급격한 금리 인상, 자동차 공급 확대로 공급 부족이 완화되기 시작했으나, 고금리에도 불구하고 전반적인 소비가 우려보다 견조했고 자동차 공급 증가도 예상보다 더더 견조한 상황 유지
- 특히 글로벌 업체들 중 한국 업체의 실적 전망치 상향 조정 폭이 컸음: 긍정적 환율 효과, 수요가 부진했던 중국에 대한 낮은 노출도, 개선된 브랜드 인지도 및 상품 경쟁력 등에 기반

미국 신차 판매 가격과 평균 인센티브 추이



자료: JD Power, 미래에셋증권 리서치센터

현대차 12개월 선행 EPS와 수정 주가 추이



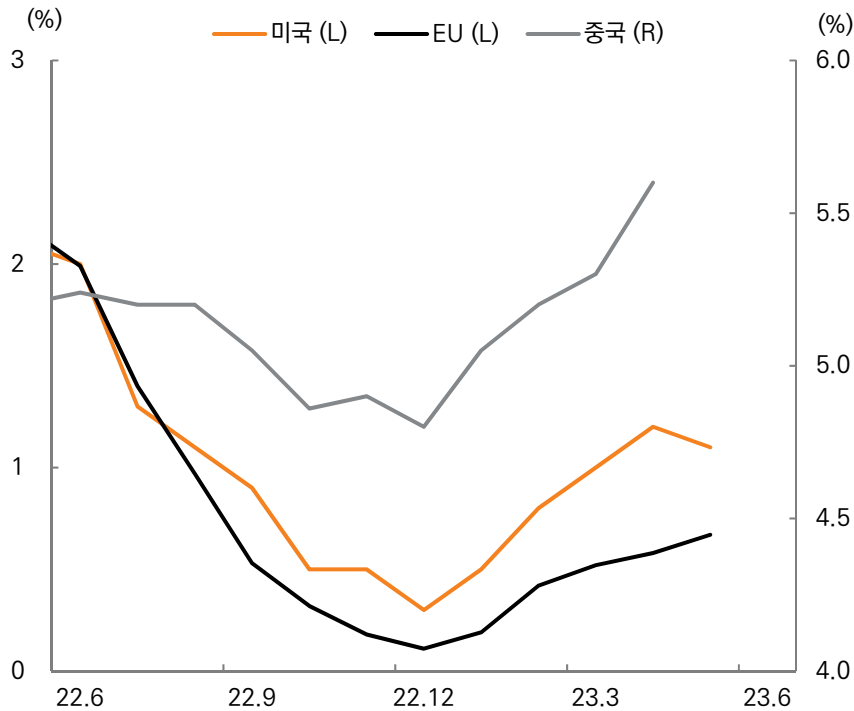
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상반기 리뷰

선진국 성장률 전망치 상향 조정

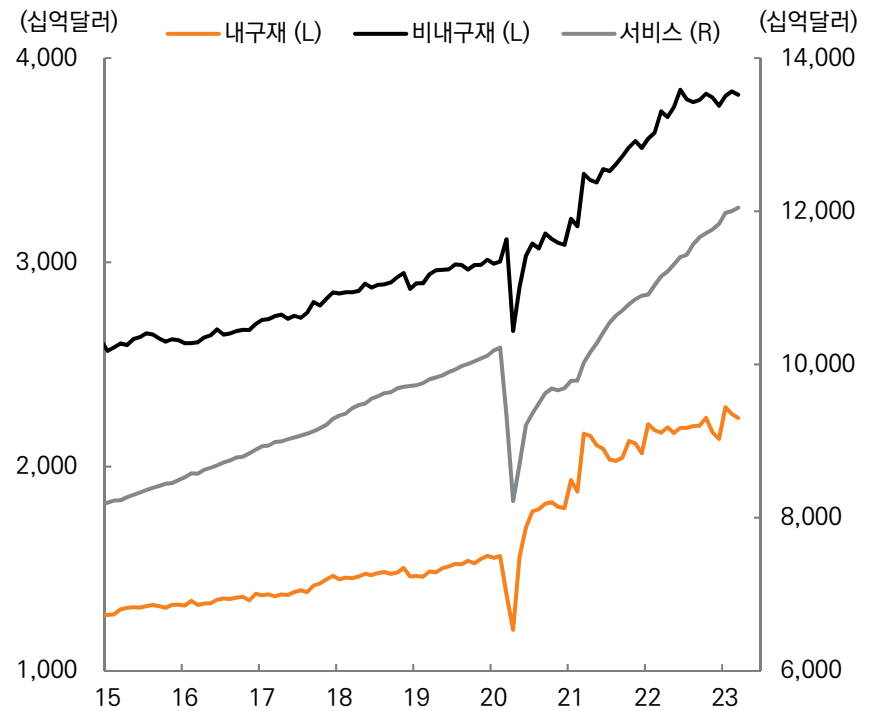
- 우려와 달리 선진국 GDP 성장률 전망치는 연초 이후 오히려 상향 조정
- 미국 소비는 리오프닝으로 인해 서비스 소비가 증가했을 뿐 아니라 내구재 소비도 견조. 유럽 역시 에너지 비용 안정화에 힘입어 경기 회복
- 한편 중국은 리오프닝에도 불구하고 경기 회복 속도가 기대보다 약한 모습

2023년 주요 지역별 GDP 성장률 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 유형별 소비 지출 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상반기 리뷰

잉여 저축과 렌탈 수요의 회복

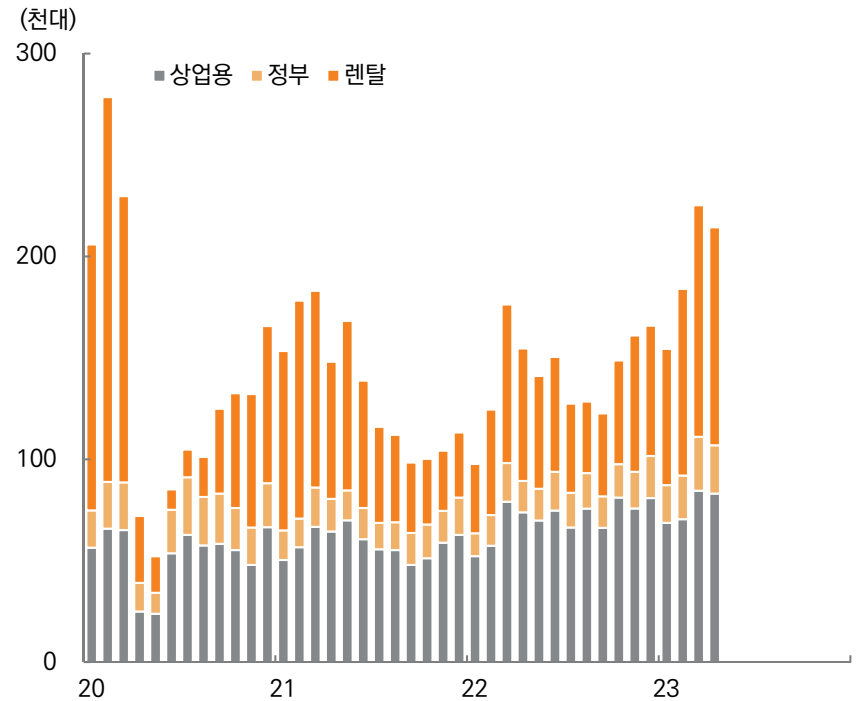
- 금리 상승에도 미국 소비가 견조하게 유지된 배경은 누적된 잉여 저축의 힘이 컸던 것으로 추정: 팬더믹 기간 미국 가계의 잉여 저축은 2.1조달러 규모
- 타이트한 고용 환경과 그에 따른 실질 임금 상승도 소비를 뒷받침
- 팬더믹 기간 동안 급감했던 렌탈 수요도 빠르게 회복되면서 전체적인 수요 회복에 기여: 미국 Fleet 판매량은 19년 320만대에서 22년 170만대로 감소했다가 23년 렌탈을 중심으로 빠르게 회복

미국 오토론 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 fleet 판매 추이



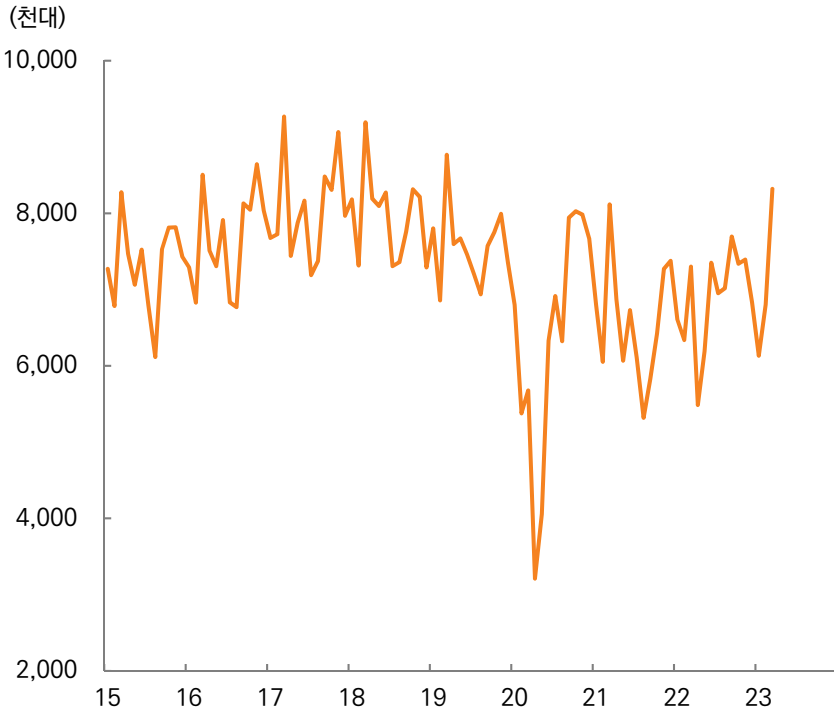
자료: Cox Automotive, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상반기 리뷰

누적된 공급 부족 지속된 공급 차질

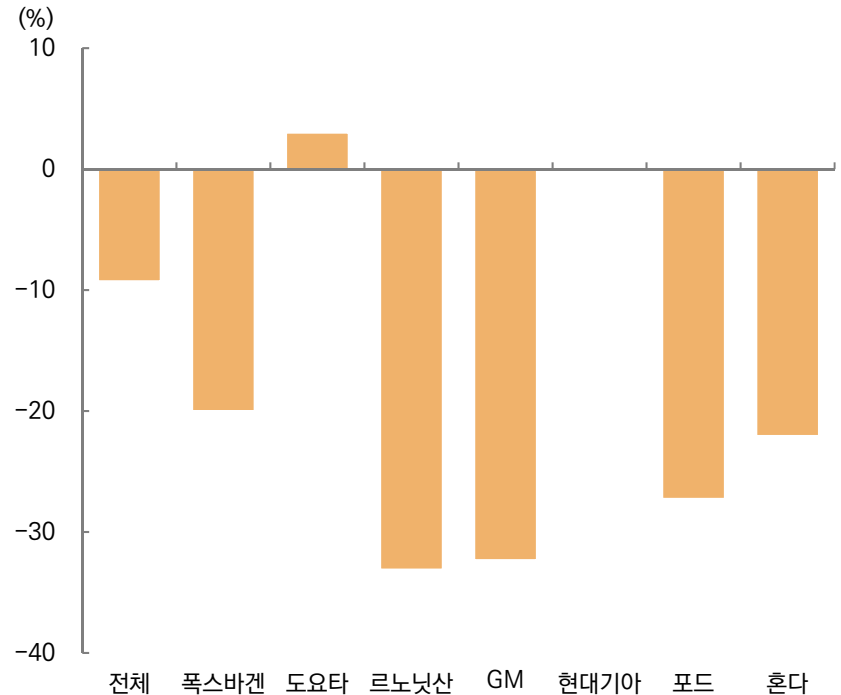
- 특히 자동차는 팬데믹 이후 지속된 공급 부족으로 재고가 낮고 미 출고 대수가 많았던 상황
- 반도체 공급 부족에 따른 공급 차질도 23년 1분기까지 지속되며 공급 회복 속도도 예상보다 더딤

글로벌 승용차 생산량 추이



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

주요 자동차 업체별 1Q19 대비 1Q23 생산 증가율



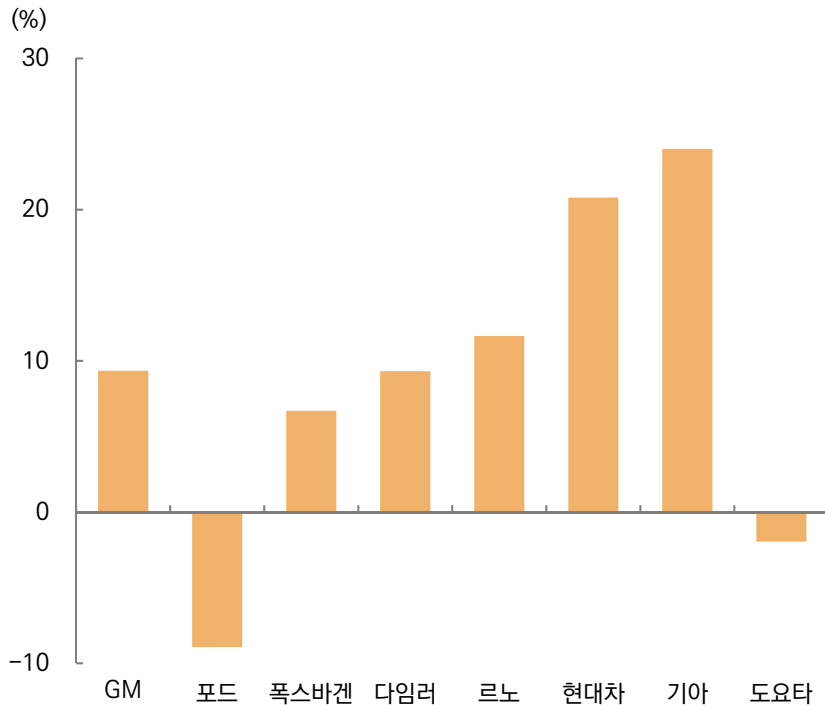
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상반기 리뷰

한국의 선전

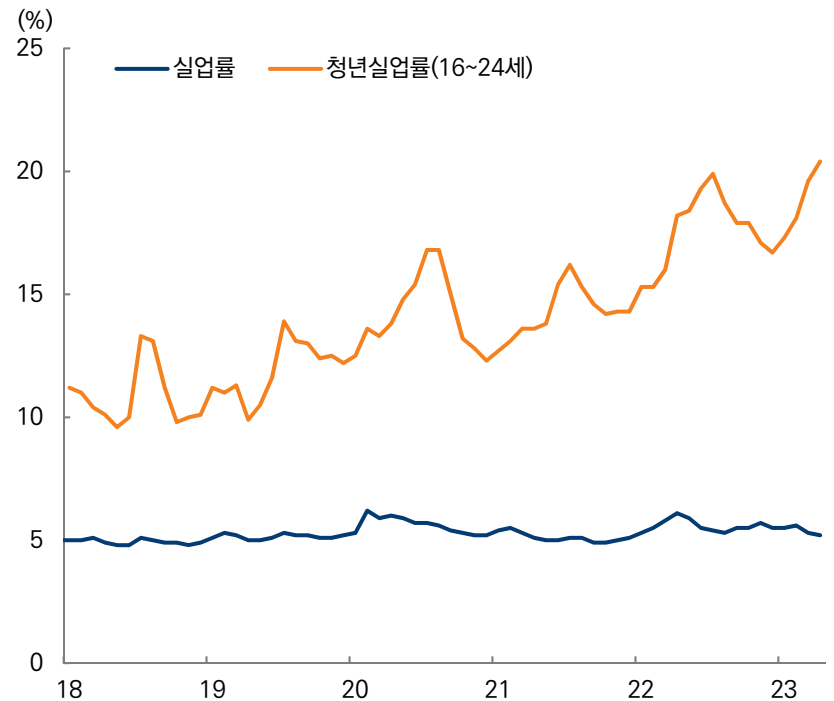
- 우려보다 견조한 시황으로 인해 글로벌 자동차 업체들의 실적 추정치가 전반적으로 상향 조정
- 특히 그중 한국 업체의 상향 조정 폭이 컸음
- 달러 환율 상승에 따른 긍정적 환율 효과, 수요가 부진했던 중국에 대한 낮은 노출도, 한국 자동차 업체들의 자체적인 상품 경쟁력 및 브랜드 가치 상승 등 때문

연초 이후 글로벌 주요 OEM 12개월 선행 EPS 추정치 변경률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 실업률 추이



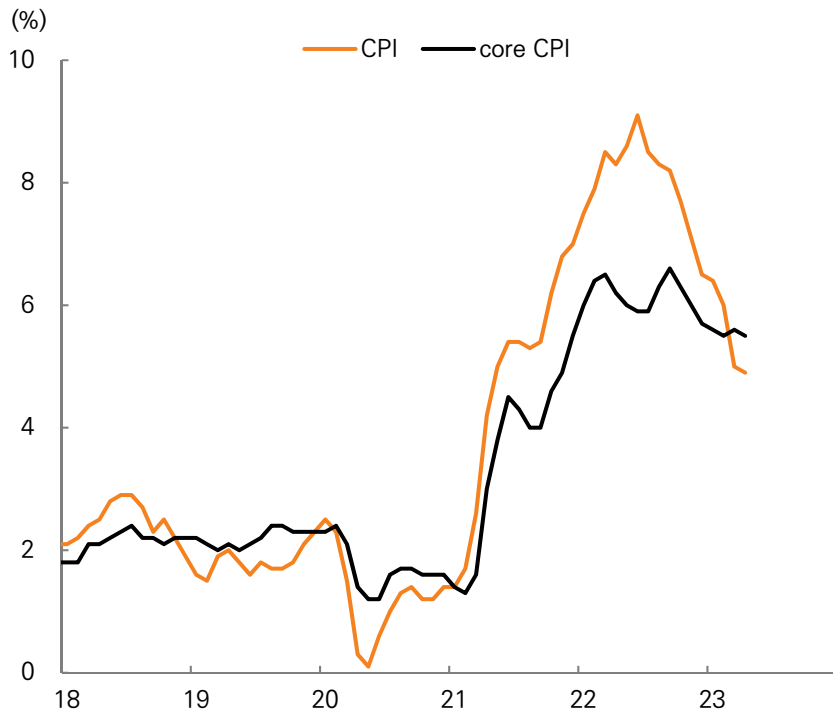
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 하반기 전망

견조한 시황 유지될 전망

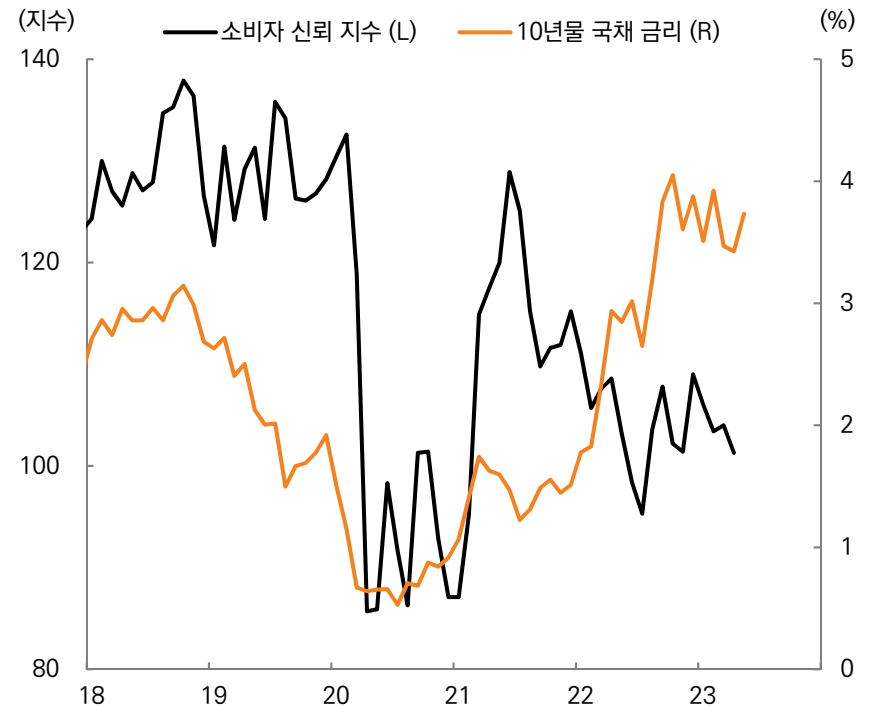
- 하반기에는 공급이 늘어나는 가운데 수요가 견조하게 유지될 지가 관건: 금리 수준이 높게 유지되는 가운데 실질 소비 여력이 줄어들 수 있기 때문
- 다만 전반적인 경기 대비 자동차 시황은 완충 요인이 존재: 누적된 생산 차질, 렌탈 수요 회복 등
- 적어도 하반기까지는 견조한 시황이 유지될 가능성이 높음

미국 소비자물가지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 10년물 금리와 소비자 신뢰지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 하반기 전망

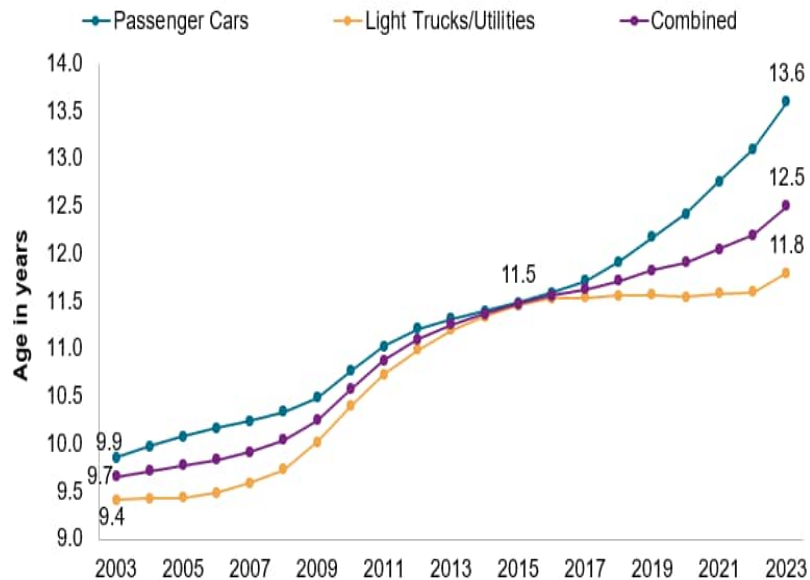
경기 둔화를 방어할 완충재들

- 팬데믹 기간 동안 누적된 생산 차질로 미국 자동차 평균 연식은 23년 기준 13.6년까지 길어짐
- 공급이 확대되더라도 누적된 생산 차질 규모를 다 극복하기 위해서는 적어도 6개월 이상이 필요할 전망
- 미국 잉여 저축 역시 하반기까지는 소비 여력이 있는 상황
- 아직 정상 수준까지 회복되지 못한 렌탈 수요의 회복도 지속될 전망

미국 자동차 평균 연식 추이

Average age by vehicle type

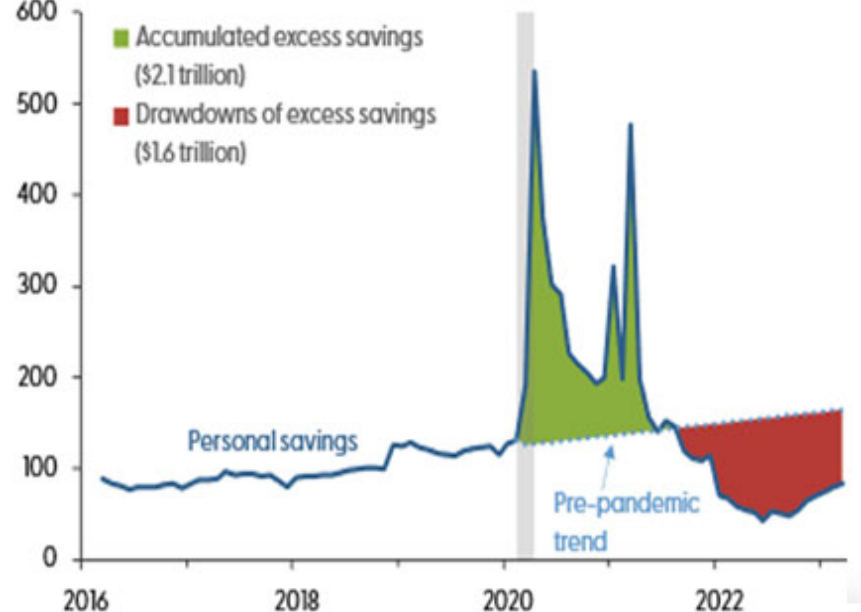
Combined average age rises for the sixth consecutive year



자료: S&P Global, 미래에셋증권 리서치센터

미국 가계 잉여 저축 추이

\$ billions



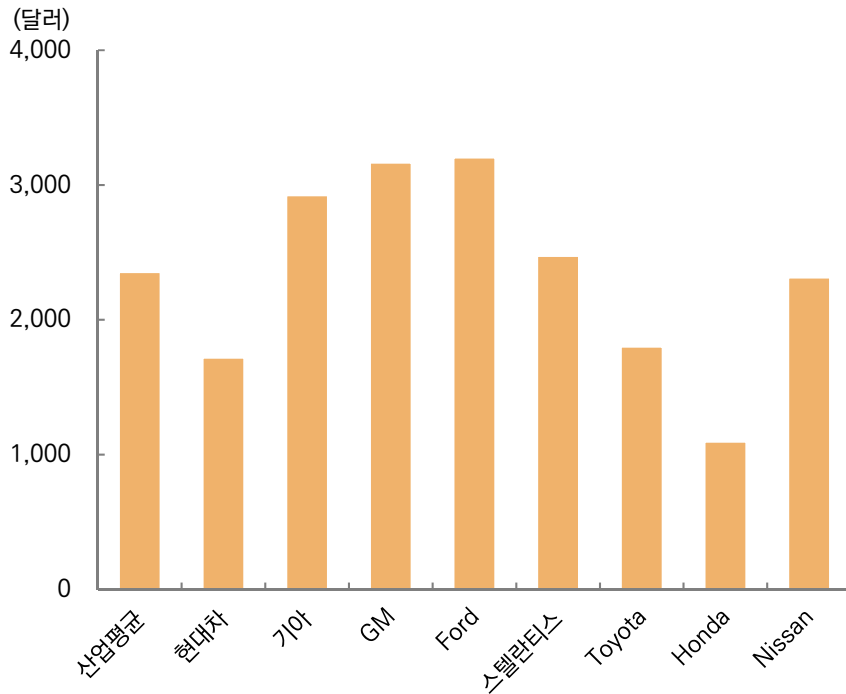
자료: Bureau of Economic Analysis and authors' calculations., economic-research

II. 하반기 전망

한국 자동차의 높아진 체력

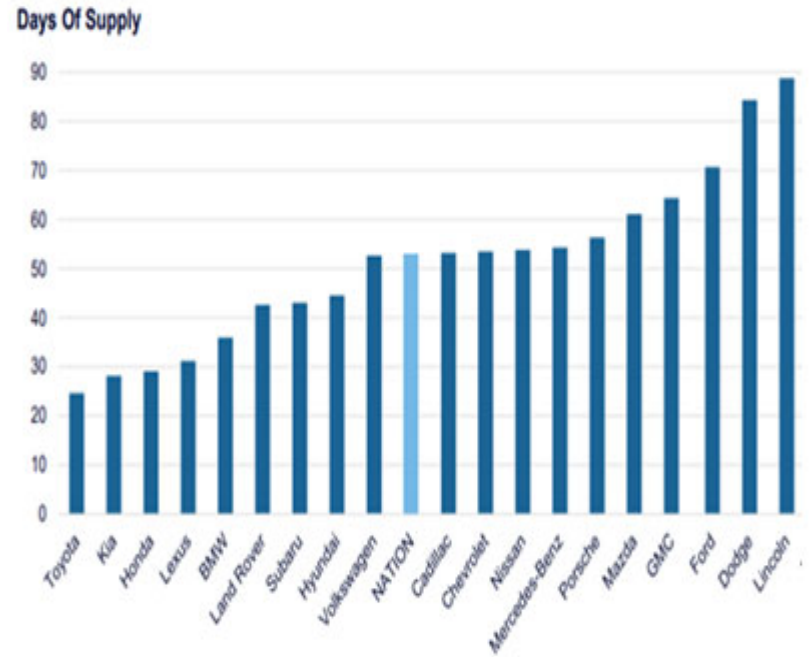
- 특히 글로벌 업체 중 한국 자동차의 상품 경쟁력 및 브랜드 인지도가 레벨 업 된 상황
- 수요 둔화 시에도 상대적인 실적 방어력이 높을 수 있는 상황

주요 자동차 업체들의 인센티브 감소 폭 (19년 대비 현재)



자료: Automotive News, 미래에셋증권 리서치센터

23년 4월 미국 브랜드별 자동차 재고 현황



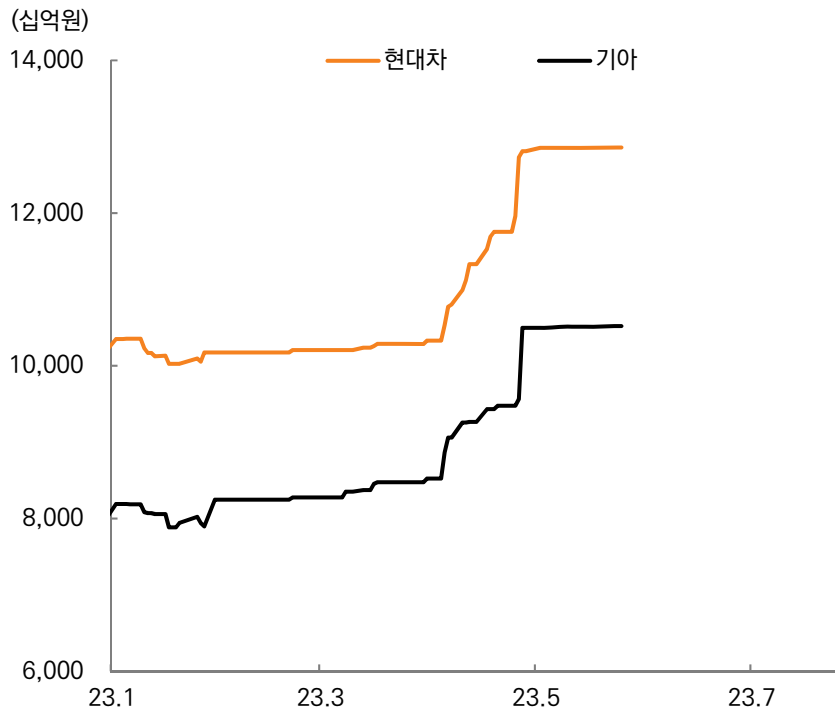
자료: Cox Automotive, 미래에셋증권 리서치센터

II. 하반기 전망

높아진 실적 기대 레벨 업의 조건

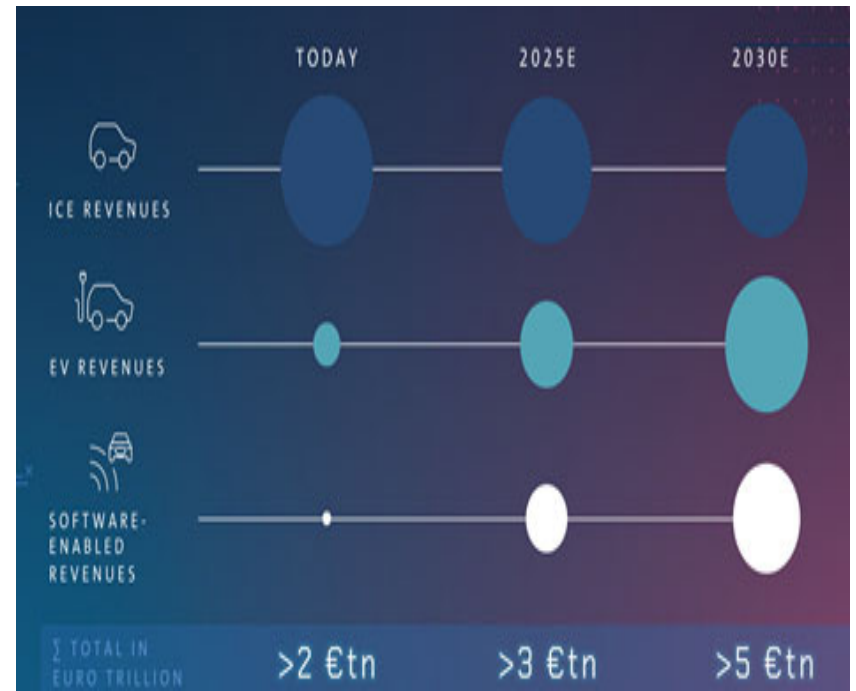
- 다만 상반기 호 실적으로 인해 23년 하반기~24년 실적 추정치가 상향 조정된 상황
- 견조한 업황과 실적, 여전히 높은 밸류에이션 매력으로 주가 하방 경직성은 높을 것으로 예상되나 추가적인 주가 상승을 위해서는 밸류에이션의 확장이 필요할 전망
- 밸류에이션 확장의 핵심은 중장기 전기차 경쟁력 및 자율주행 등 소프트웨어 매출의 본격화 가능성

현대/기아 24년 영업이익 컨센서스 추이



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

자동차 산업의 중장기 매출 전망(폭스바겐)



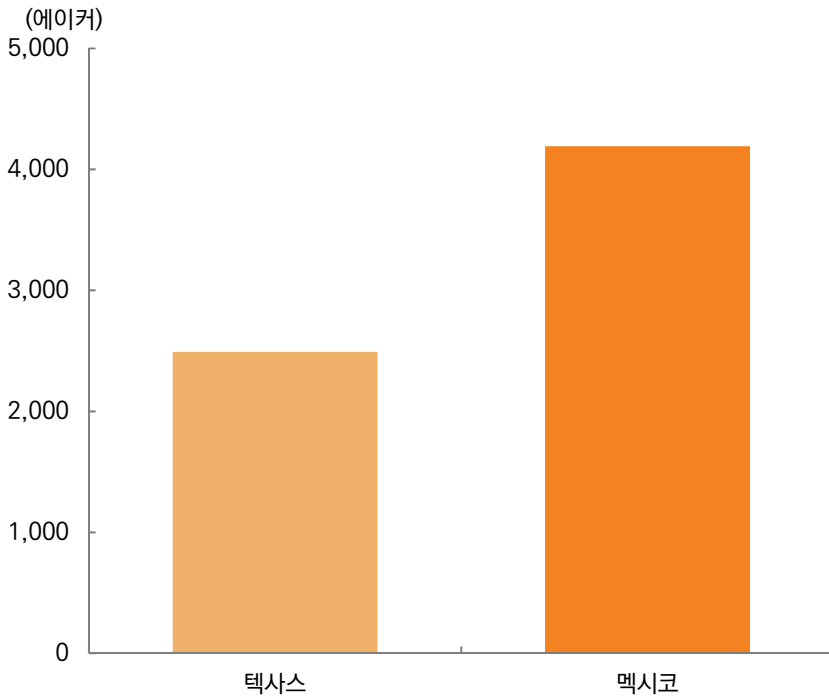
자료: Volkswagen, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

전기차 경쟁력과 밸류에이션

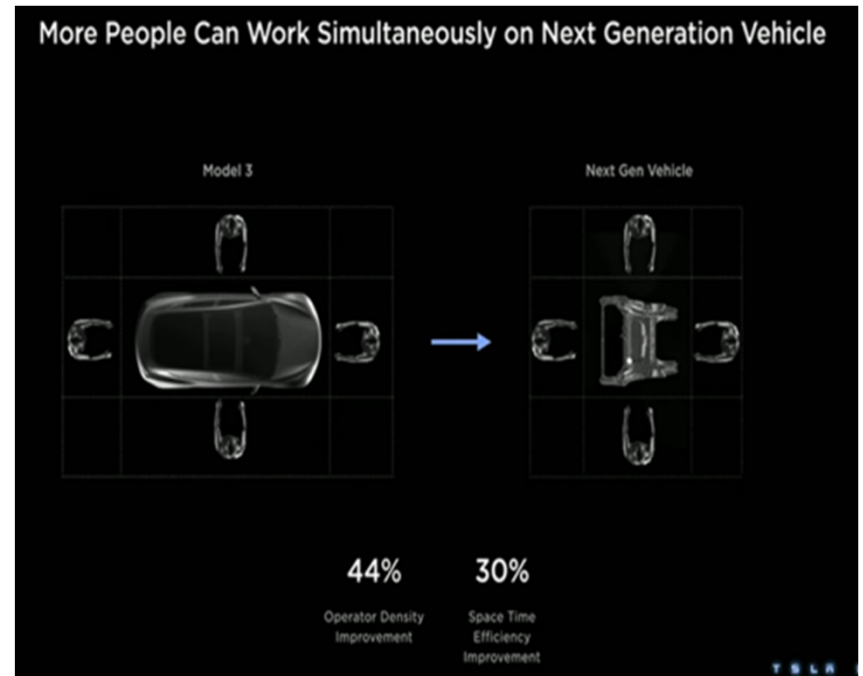
- 전기차 시장 전망치는 지속적으로 상향 조정: 테슬라의 엔트리급 모델이 가시화되면 전기차 경쟁력이 부족한 업체들은 밸류에이션 디레이팅 심화 예상
- 테슬라가 현재 건설 중인 멕시코 공장의 크기와 인건비 차이 등을 감안 시 현재 대비 20~30% 원가 절감 가능성은 높다고 판단
- 과거 기가 캐스팅 양산에 성공했듯 현재 시도하고 있는 새로운 공법들이 실현되면 추가적인 원가 절감 예상: 예를 들어 모듈식 조립 공정 도입 시 투자비 절감, 공정 가동화를 통한 생산성 개선 기대

테슬라의 텍사스/멕시코 공장 부지 비교



자료: 언론 자료 취합, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라의 모듈식 조립 공정 개념



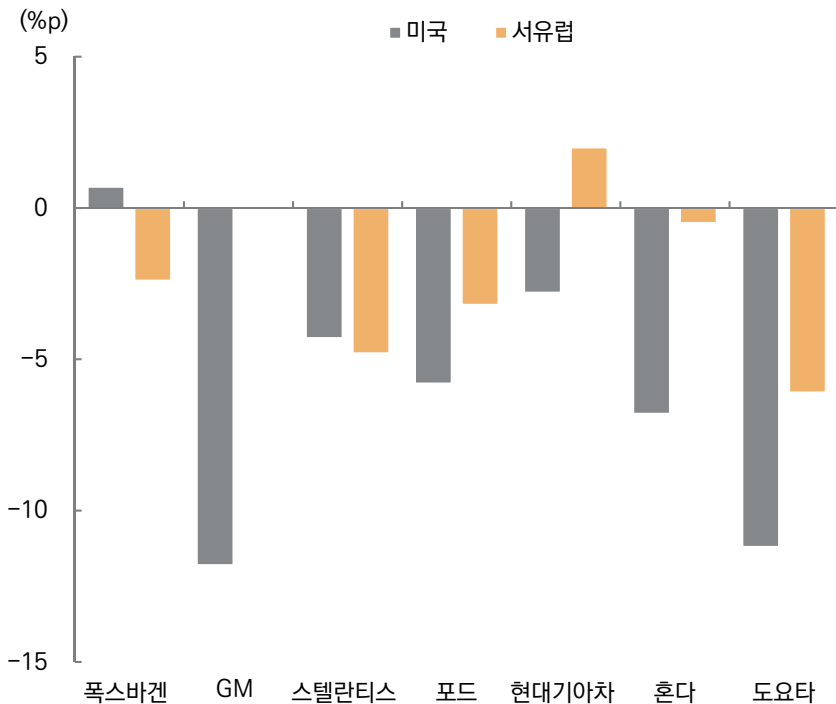
자료: 테슬라 인베스터 데이, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

선전 중인 한국 업체

- 선진국 전기차 시장에서 한국 업체 선전 중: 높은 상품성과 시장 대응력, 경쟁사의 대응 부족 등에 기인
- 도요타와 혼다는 기존 해게모니 상실에 대한 우려로 전기차 전환에 소극적: 22년말 CEO 교체 이후 전기차 전환에 속도를 내고 있으나 전용 플랫폼이 26년에나 나오는 등 대응에 시간이 걸릴 전망
- 공격적인 목표를 발표했던 폭스바겐, GM 등도 실제 전략 실행에 있어 다소 부진한 모습: GM은 상품성 부족, 배터리 서플라이 체인 구축 지연 등으로 전기차 생산 목표 달성 시점을 연기. 폭스바겐은 소프트웨어 개발 지연으로 일부 전기차 모델 출시 연기

미국/서유럽 전체 승용차 대비 전기차 점유율 상승 폭(2022년)



자료: Marklines, EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

전기차 전용 플랫폼 적용 여부에 따른 차이

	Tesla Model 3 RWD	Polestar 2 Standard Range	차이
전용 플랫폼 여부	O	X	
길이 (mm)	4,694	4,606	2%
휠 베이스 (mm)	2,875	2,735	5%
무게 (Kg)	1,850	1,938	-5%
트렁크 사이즈 (L)	561	405	39%
프렁크 사이즈 (L)	88	41	115%
전비 (Wh/km)	114	145	-21%

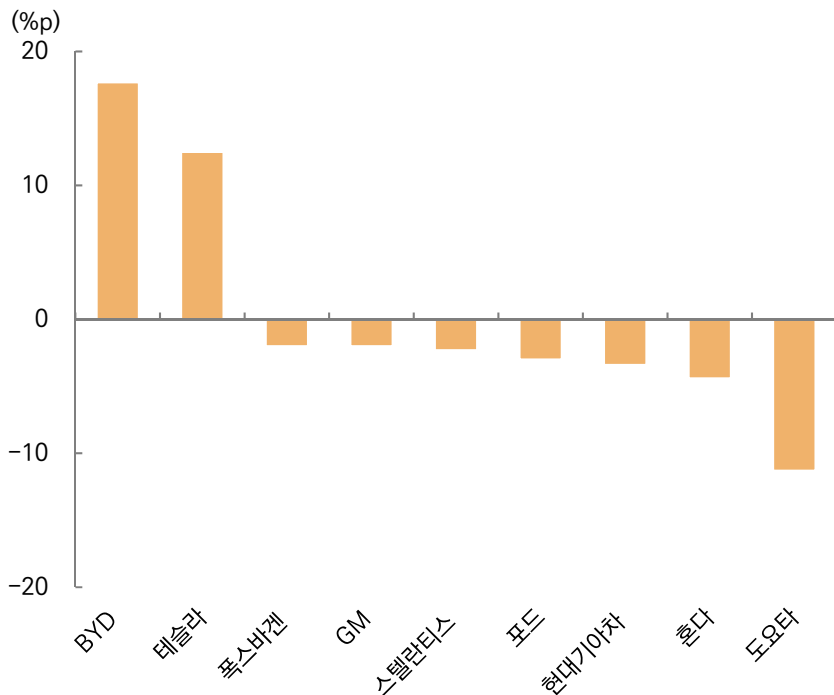
자료: Zacar, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

디레이팅 Vs 리레이팅

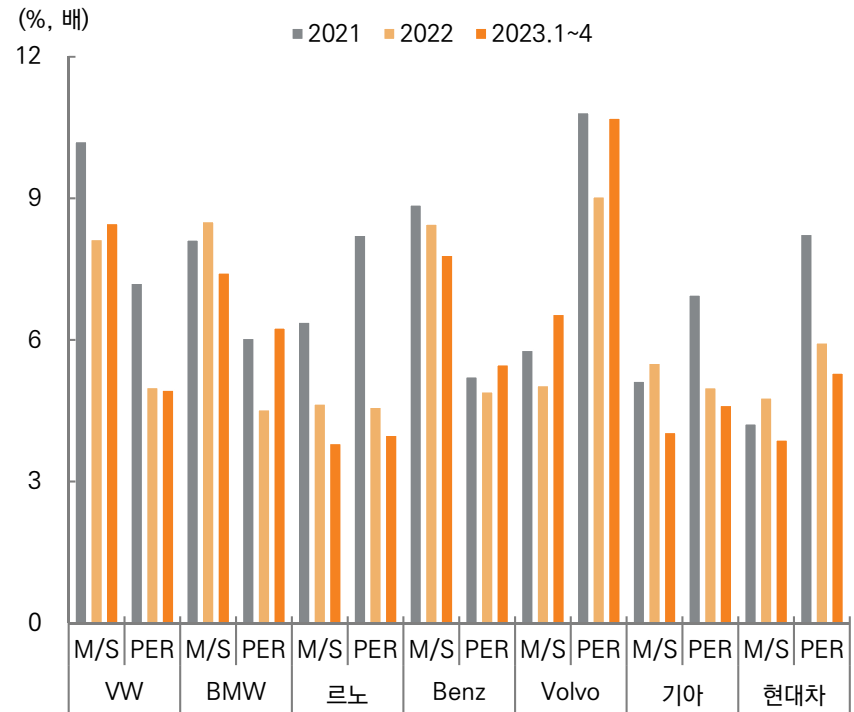
- 다만 전기차 대응력 부족 시 밸류에이션이 디레이팅될 가능성은 높으나, 반대의 경우 리레이팅 폭은 제한적일 전망: 전기차의 진입 장벽이 내연기관보다 낮아 전체 이익의 개선 여부가 불확실하기 때문
- 현재까지 전기차 전환에서 가장 점유율을 크게 확대한 업체는 중국 BYD: 정부의 적극적인 지원과 상대적으로 낮은 전기차 진입 장벽, 높은 가성비 등에 기인. 당장 선진 시장에서 점유율을 빠르게 높이긴 어렵겠지만 이머징 시장을 중심으로 글로벌 확장 시도 중
- 자동차 업체의 밸류에이션 확장을 위해서는 소프트웨어 수익화 여부가 훨씬 중요할 전망

글로벌 전체 승용차 점유율 대비 전기차 점유율 차이 (2022년)



자료: Marklines, EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 OEM 서유럽 전기차 점유율 및 PER 추이



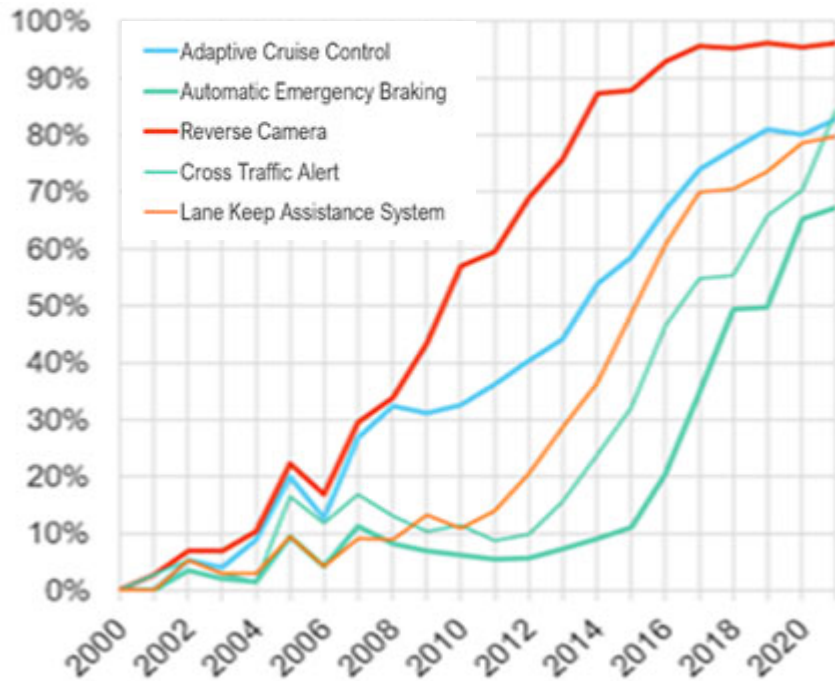
자료: EV-Volumes, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

소프트웨어, 새로운 수익의 원천

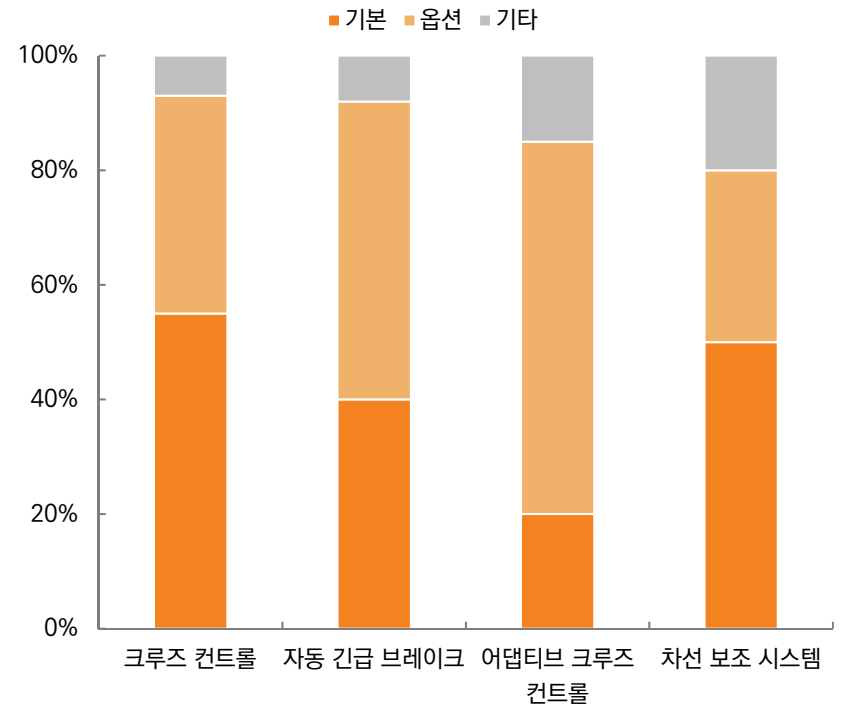
- 소프트웨어 판매는 이미 자동차 업체들의 수익에 의미 있게 기여하기 시작
- 편의성, 안전 개선 효과 등으로 레벨 2 주행 보조 시스템(ADAS) 채택률은 지속적으로 상승 중
- 특히 어댑티브 크루즈 컨트롤 등을 옵션으로 채택하는 비중이 증가하고 있음

주행보조 기능 채택 비율



자료: IDTechEx Research, Robotics and Automation News에서 재인용, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 주행보조 기능 채택 현황



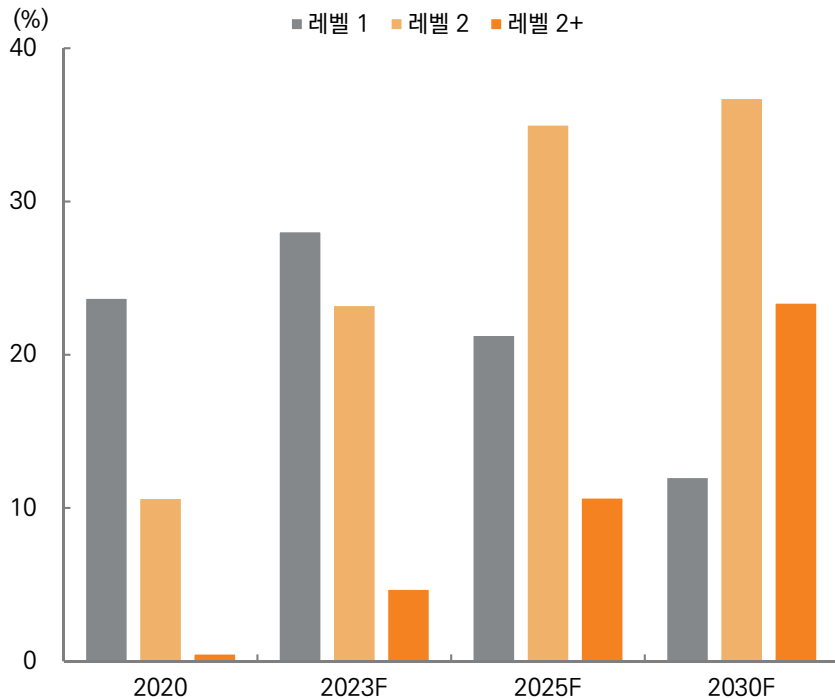
자료: IDTechEx Research, Robotics and Automation News에서 재인용, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

레벨 2+ 시장의 본격적 성장 예상

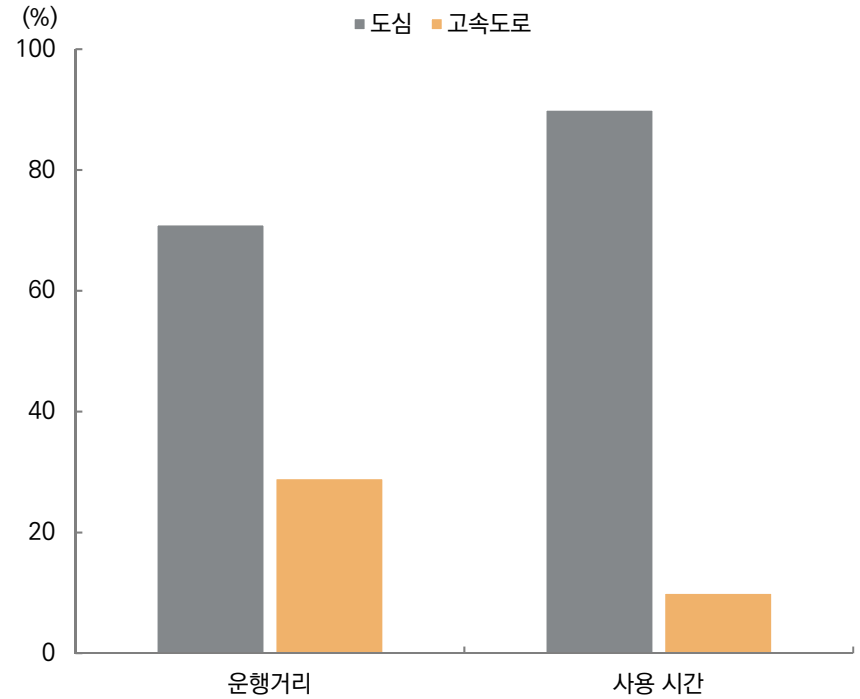
- 현재 자율주행 소프트웨어는 고속도로와 같은 제한적 환경에서 사용하는 레벨 2가 대부분
- 그러나 실제 사용자는 대부분의 시간을 도심에서 사용
- 도심에서 사용 가능한 레벨 2+ 자율주행이 상용화되면 관련 부가가치도 대폭 증가할 전망
- 테슬라의 FSD 상용화를 시작으로 레벨 2+ 시장의 본격적인 성장 기대

레벨 1, 2, 2+ 자율주행 시장 전망



자료: 야노 리서치 인스티튜트, 미래에셋증권 리서치센터

도심과 고속도로 평균 운행 거리와 사용 시간 비교



자료: XPeng Tech Day, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

높은 난이도

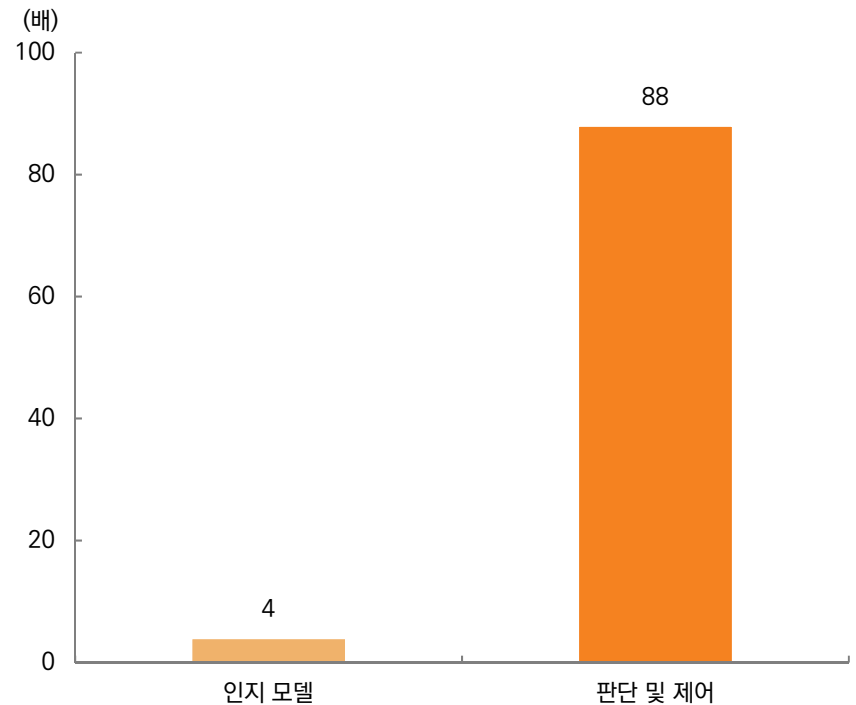
- 문제는 운행 시 발생할 수 있는 수 많은 엣지 케이스(흔치 않은 사례)에 대한 대응: 도심에서는 엣지 케이스가 기하 급수적으로 증가
- 샤오핑에 따르면 고속도로 주행 대비 도심 주행에서 필요한 소프트웨어 코드 수가 인지 부문에서 4배, 판단 및 제어 부문에서는 88배 증가한다고 추정
- 이 같은 엣지 케이스에 대한 대응은 AI 기술력이 핵심: AI는 프로그래머가 사전에 제공한 규칙에 따라 행동하는 것이 아니라 많은 데이터에서 스스로 규칙을 찾아내면서 학습하기 때문

테슬라 비보호 좌회전 사례



자료: Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

고속도로 대비 도심에서의 코드 수



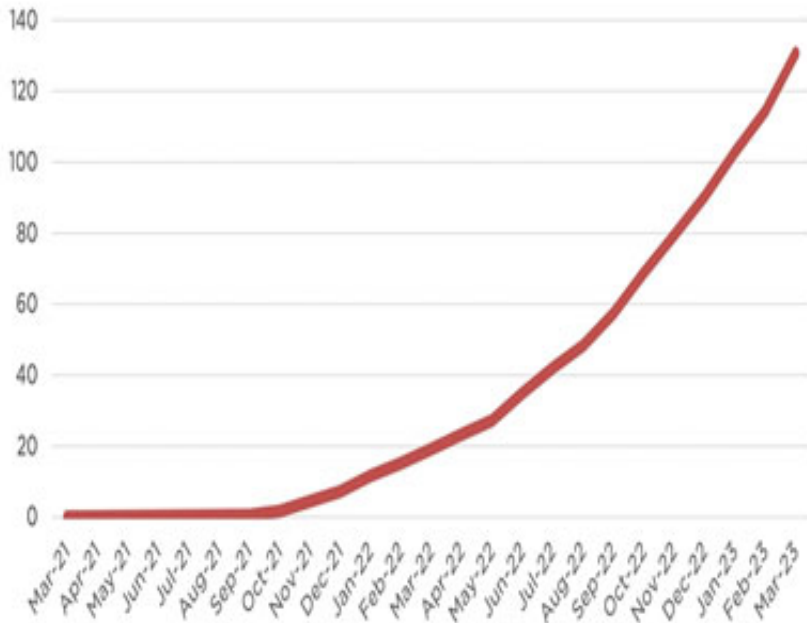
주: 중국 기준, 자료: XPeng Tech Day, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

핵심은 AI 기술력

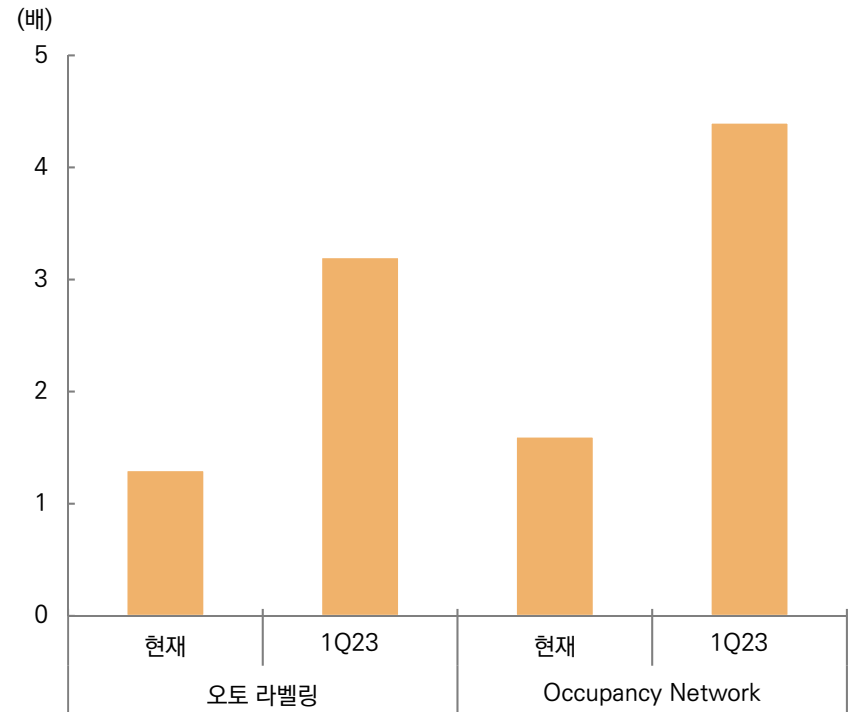
- AI 기술력은 학습 데이터의 양과 질, 학습 및 추론 인프라, 모델 구축 능력(엔지니어 역량) 등에 좌우
- 테슬라는 실 도로 주행 데이터 측면에서 압도적 우위를 확보. 학습 및 추론에 필요한 AI 반도체도 직접 설계해 빠르고 효율적인 학습이 가능
- 이를 기반으로 22년 말부터 미국에서 도심 자율주행(FSD) 상용화한 후 지속적으로 업그레이드 중

테슬라의 FSD 베타 누적 주행 거리 추이(백만마일)



자료: Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라에서 자체 개발한 AI 학습용 컴퓨터 도조의 성능 비교



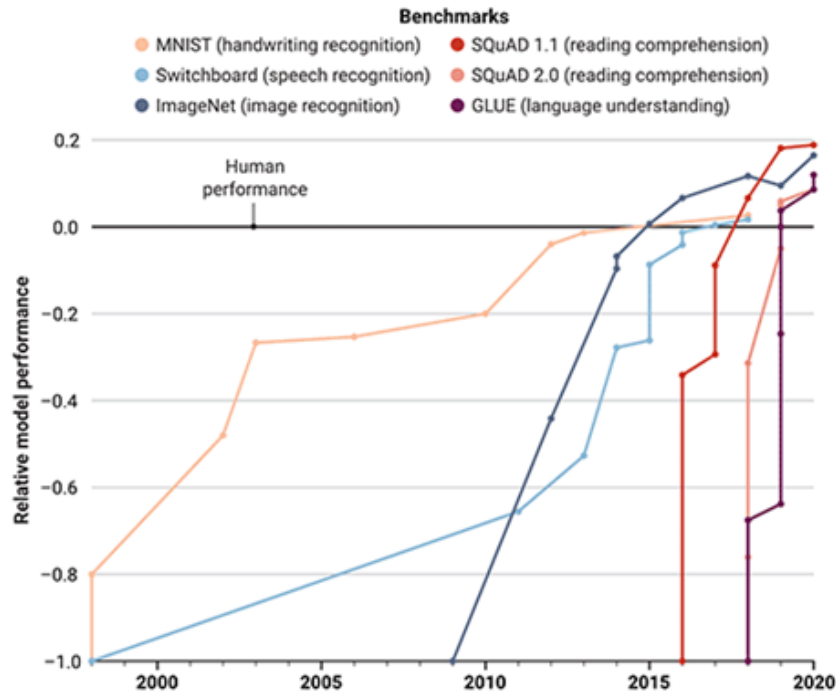
자료: Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

III. 중장기 전망

FSD의 챗GPT 모먼트

- AI는 기술 발전의 속도가 지수 함수적: 챗GPT가 상용화되면서 일반인들이 생성 AI의 발전 속도를 체감하고 관련 시장이 급증했듯 자율주행 AI도 챗GPT 모먼트가 있을 것으로 예상
- 테슬라는 FSD의 안전성이 일정 수준에 도달하면 일반인들에게 1개월간 무료 체험을 제공할 계획: 편의 및 안전 개선 효능감이 클 것이기 때문에 채택률 확대에 이어질 가능성이 높음

AI 기술의 발전 속도: 지수 함수적인 발전



자료: Sequoia Capital, 미래에셋증권 리서치센터

23년 5월 배포된 FSD 11.4.2 모습: 지속적인 업그레이드



자료: Not a Tesla App, 미래에셋증권 리서치센터

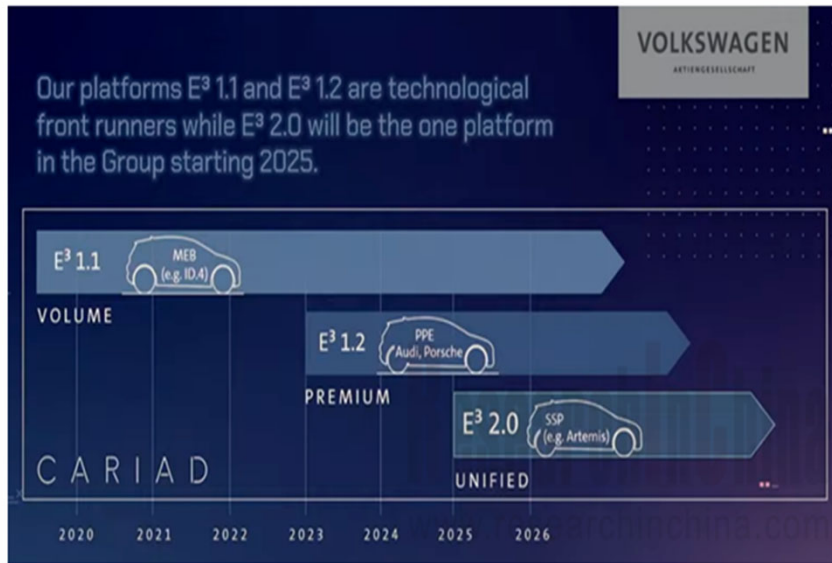
III. 중장기 전망

과점화 가능성

- 옛지 케이스에 대한 학습을 위해서는 무선 업데이트가 가능해야 하고 이를 위해 통합 운영 체제가 필요
- 폭스바겐은 19년 소프트웨어 개발 조직 Cariad를 설립하고 수조원을 투자했으나 통합 소프트웨어 개발이 수년째 지연되면서 CEO 교체, 전기차 출시 연기 등 난항을 겪음: 자동차 통합 소프트웨어 역시 높은 기술 난이도로 인해 스마트폰 운영 체제처럼 과점화될 가능성이 높음
- 테슬라의 도심 자율주행이 상용화되면 소비자들의 자율주행 사용 니즈가 확대될 전망: 자동차 업체들은 AI 기술력을 갖춘 테크 업체와의 파트너십 전략이 중요해질 전망

폭스바겐의 통합 소프트웨어 개발 계획: 2.0 개발 지연

▲ Volkswagen E3 Software Platform Development Roadmap



자료: Volkswagen, 미래에셋증권 리서치센터

폭스바겐 소프트웨어 개발 난항

폭스바겐, S/W 계열사 '카리아드' 임원진 대거 해고

안효문 기자 yomun@hankooki.com | 승인 2023.05.08 22:34



폭스바겐 플래그십 전기 세단 ID.7. 사진=폭스바겐 제공

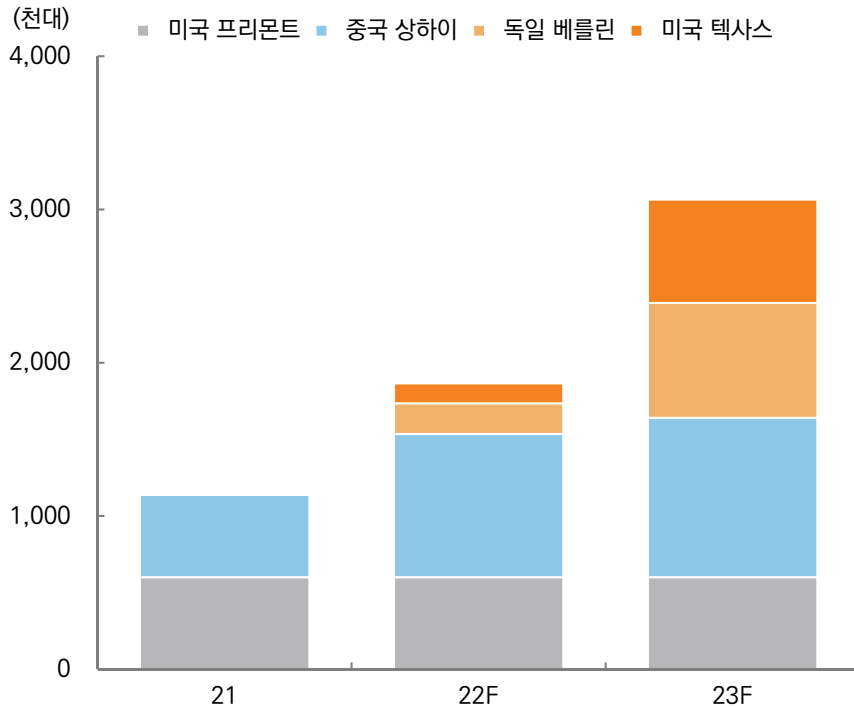
자료: 데일리한국, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 투자 전략 및 Top Picks

Top Pick 테슬라

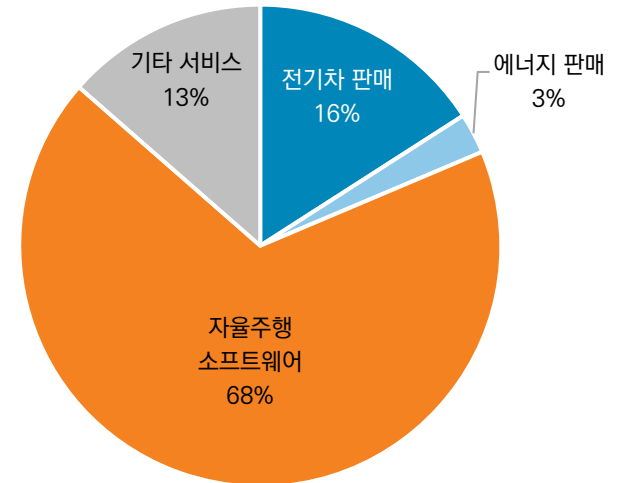
- 상반기 주가는 중국 수요 부진, 평가 인하에 따른 실적 둔화, 소프트웨어 매출 본격화 지연 등으로 부진
- 그러나 하반기에는 베를린/텍사스 공장 가동률이 상승하면서 원가가 하락할 전망. 엔트리급 모델도 점차 구체화되면서 중장기 성장 모멘텀이 강화될 전망
- FSD 무료 평가판이 배포되면 기술에 대한 재평가가 이루어질 가능성이 높음: 자율주행의 핵심인 AI 기술력은 경쟁 업체와 격차가 커지고 있는 만큼 매출 가시화 시 밸류에이션 확장 가능
- 경기 및 단기 실적 우려에 따른 주가 조정은 중장기 매수 기회로 판단

테슬라의 지역별 생산 설비



자료: 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 중장기 기업 가치 산출 비중



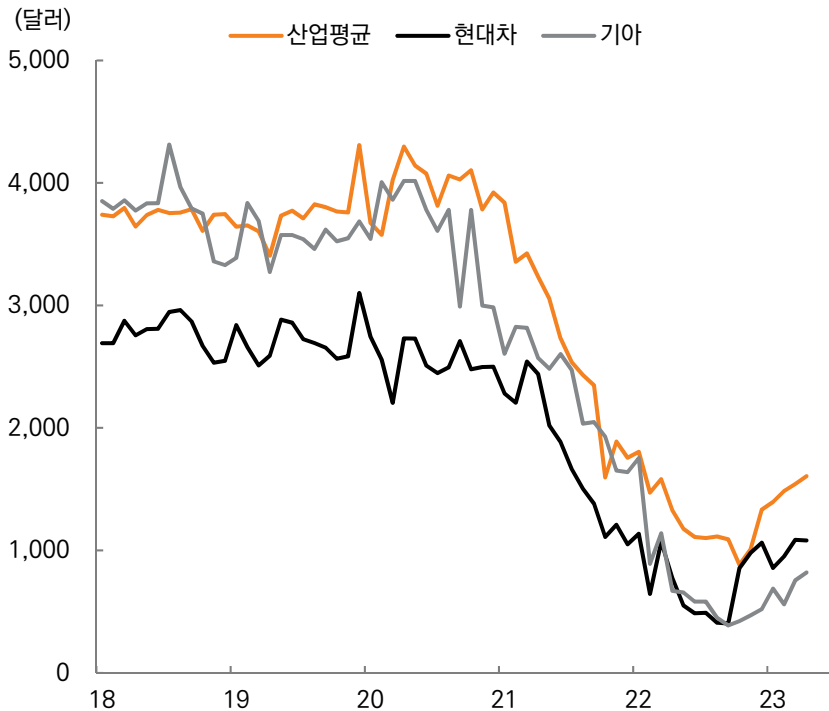
자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 투자 전략 및 Top Picks

기아

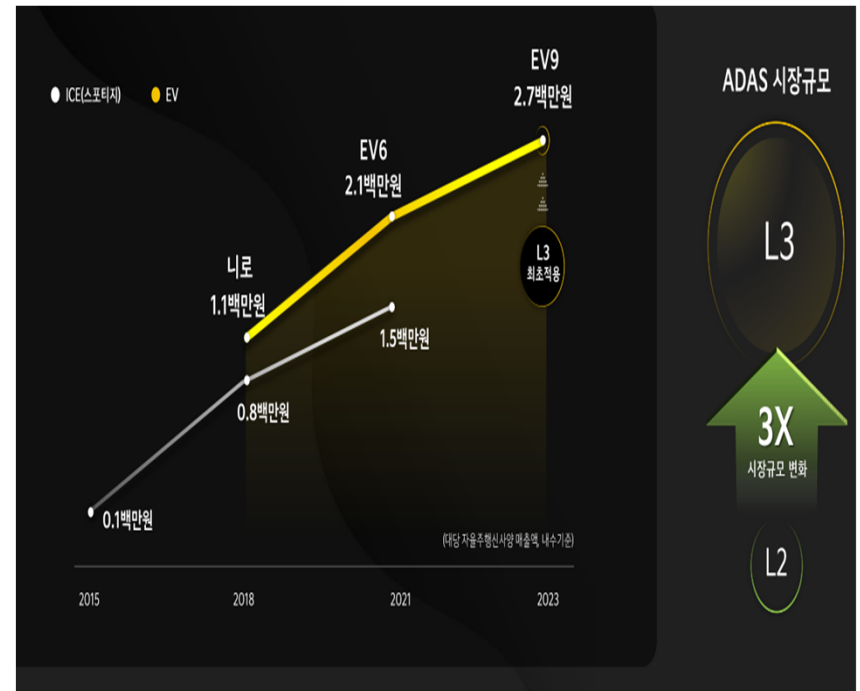
- 자체적인 상품 경쟁력 및 시장 대응력이 레벨 업 되어 기본 실적 체력 개선
- EV 9 매출 본격화로 레벨 업 된 상품 경쟁력 및 시장 대응력 재확인 예상. 도요타 등 일본 경쟁사의 부진으로 미국/유럽 등 선진 시장에서 전기차 점유율 확대 기대
- 하반기 경기가 둔화되더라도 높아진 경쟁력과 높은 선진국 노출도 등으로 업종 내 아웃퍼폼 예상

미국 판매 인센티브 추이



자료: Automotive News, 미래에셋증권 리서치센터

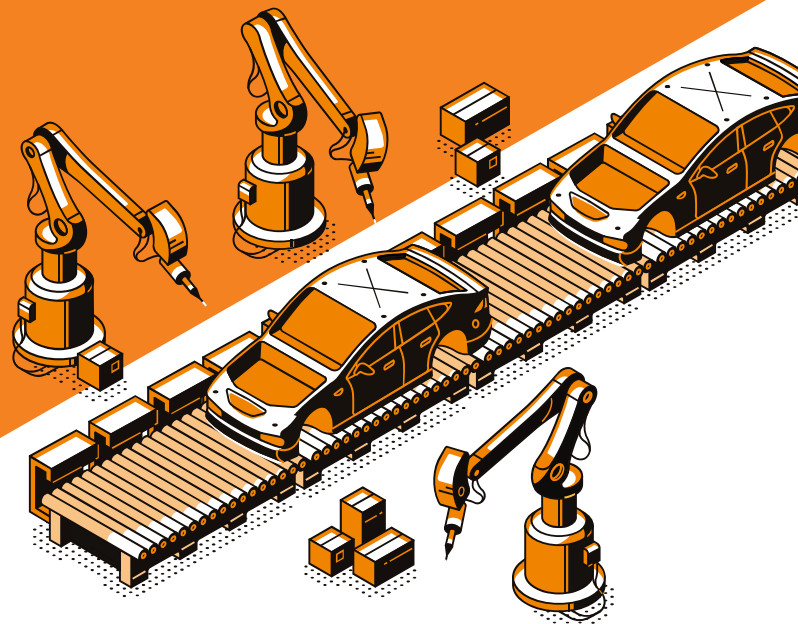
기아의 ADAS 옵션 수익화 현황



자료: 기아 인베스터 데이, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

종목 분석



경기 둔화가 주는 기회

투자 의견 (유지)	매수
목표주가 (12M, 유지)	USD 270.00
현재주가 (23/05/26)	USD 193.17
상승여력	39.8%
국가	미국
거래소	NASDAQ

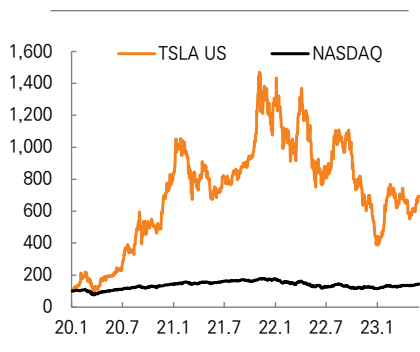
EPS 성장률 (23F, %)	-21.1
P/E (23F, x)	67.6
MKT P/E (23F, x)	29.4
배당수익률 (%)	-
시가총액 (십억USD)	612.3
시가총액 (조원)	809.5
유통주식수 (백만주)	2,755.64
52주 최저가 (USD)	101.81
52주 최고가 (USD)	314.67
주가상승률 (%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.6 -0.8 -23.7
상대주가	16.6 -6.6 -24.6

투자포인트

- 하반기 베를린/텍사스 공장 가동률 상승에 따른 원가 절감 효과 기대
- 엔트리급 모델 구체화 시 중장기 성장 전망치 상향 조정 예상
- FSD 무료 평가판 배포 시 자율주행 기술의 발전 속도 및 효능감에 대한 재평가 예상
- FSD 매출 본격화 시 밸류에이션 재평가 예상

리스크

- 판매 가격 인하에 따른 2분기 실적 부진
- 중국 경기 회복 지연 및 미국 금리 상승에 따른 추가 가격 인하 가능성
- 자율주행 소프트웨어 매출 본격화 지연 가능성



계산기 (12월)	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F
매출액 (십억USD)	24.6	31.5	53.8	81.5	95.6	123.1
영업이익 (십억USD)	-0.1	2.0	6.5	13.7	10.7	18.2
영업이익률 (%)	-0.3	6.3	12.1	16.8	11.1	14.8
순이익 (십억USD)	-0.9	0.7	5.5	12.6	9.9	14.0
EPS (USD)	-0.3	0.2	1.6	3.6	2.9	4.0
ROE (%)	-13.0	3.2	18.3	28.1	18.0	20.3
P/E (배)	-	972.9	217.4	33.7	67.6	48.0
P/B (배)	11.4	30.5	36.2	8.7	12.2	9.7

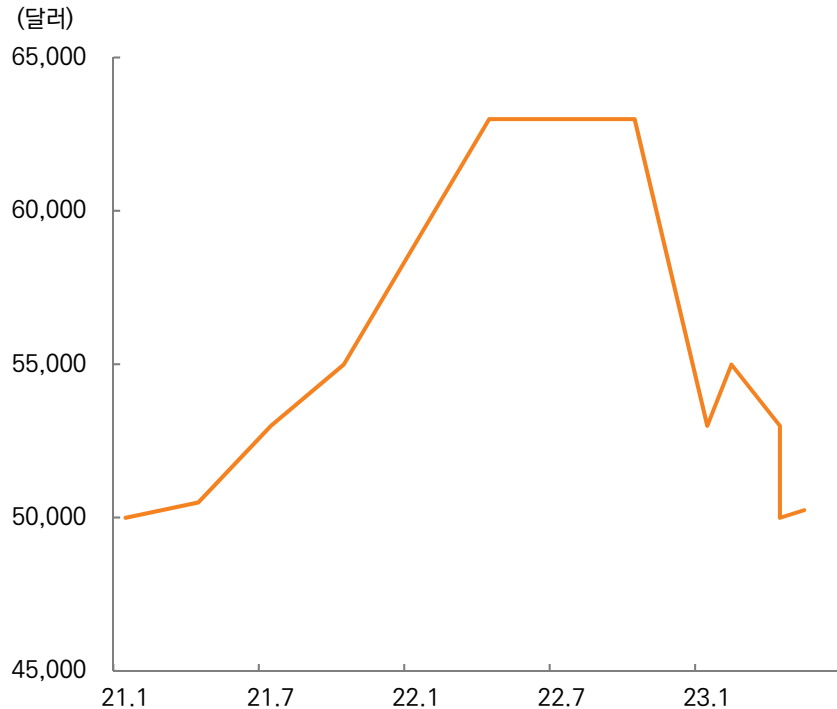
주: GAAP, 순이익은 지배주주지분
 자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

[자동차/EV/자율주행] 박연주
 yeonju.park@miraeasset.com

단기 실적 우려

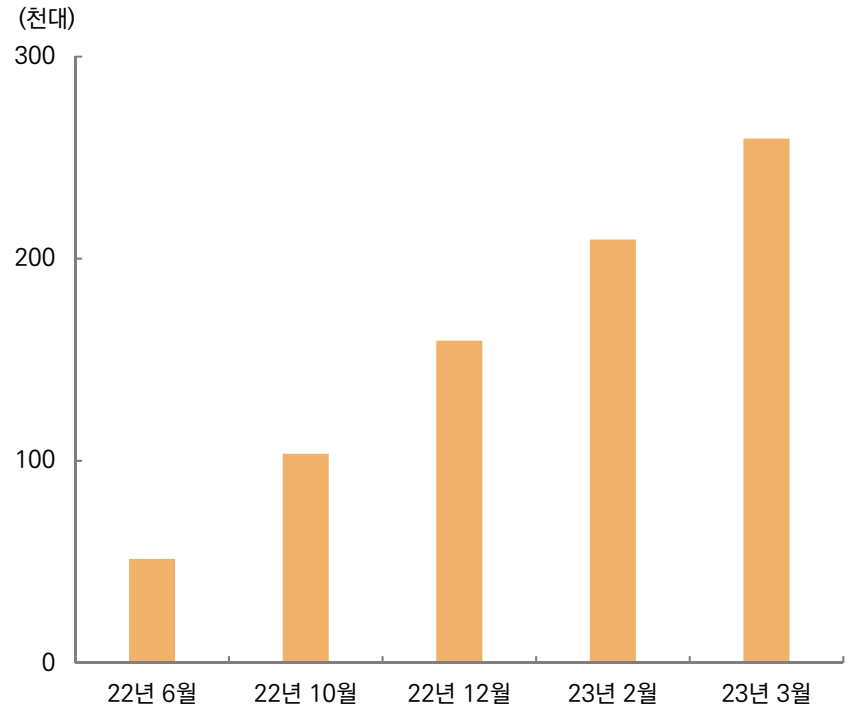
- 상반기 테슬라 주가는 지속적인 가격 인하에 따른 실적 우려로 조정
- 수요 회복이 더딘 중국 매출 비중이 높은 가운데 미국/유럽에서도 제한적 모델 수와 공급 증가로 인해 가격 인하 폭이 상대적으로 컸던 상황
- 그러나 베를린/텍사스 신 공장 가동률이 주당 5000대를 넘어서 하반기부터 원가 하락 본격화 예상

미국 테슬라 롱레인저 모델 Y 가격 추이



자료: 언론 자료 취합, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 베를린 공장 생산량 추이



자료: 언론 자료 취합, 미래에셋증권 리서치센터

중장기 성장 모멘텀 강화 예상

- 인베스터 데이 등에서 테슬라는 엔트리급 모델 개발 계획을 공식화
- 현재 건설 중인 멕시코 공장은 생산 설비 및 인건비 측면에서 미국 대비 20~30%의 원가 절감 예상
- 엔트리급 모델 양산에 성공 시 중기 판매량 전망치 추가적으로 상향 조정 예상

테슬라 전기차 모델 출시 계획

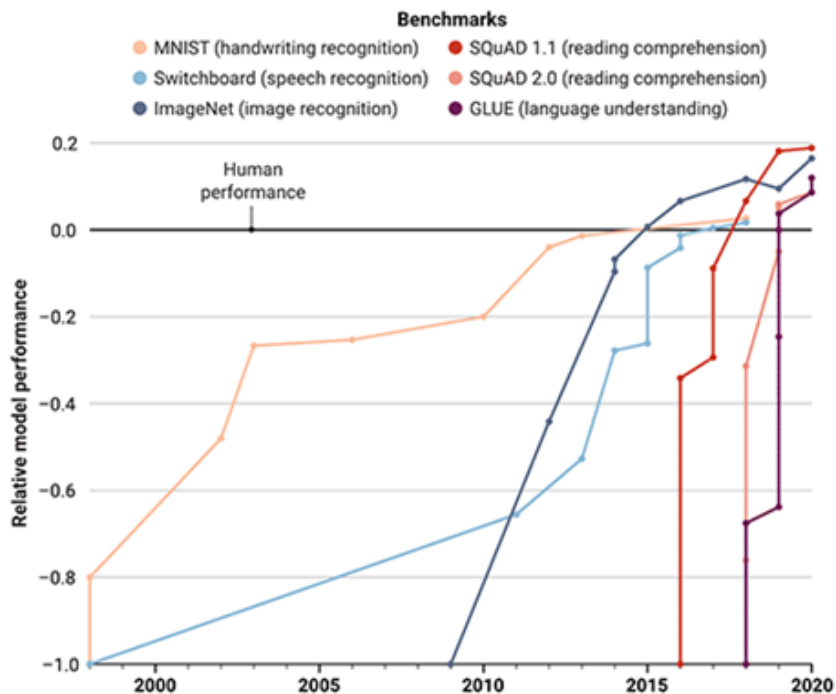


자료: Tesla Investor Day, 미래에셋증권 리서치센터

FSD의 챗GPT 모먼트

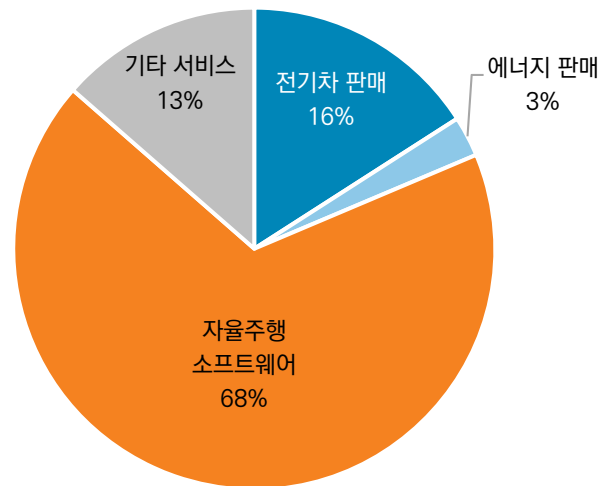
- 테슬라의 자율주행 기술도 데이터 누적, 연산 반도체의 개선, 모델의 발전 등으로 빠르게 발전 중
- FSD 기술의 안전도가 일정 수준에 도달하면 1개월 무료 평가판 배포 계획: 소비자들이 기술 발전의 속도와 효능감을 체험할 수 있는 계기가 될 것으로 예상
- 자율주행 기술의 핵심은 다양한 엣지 케이스에 대응할 수 있는 AI 기술력: 학습 데이터의 양과 질, 학습 인프라 및 AI 엔지니어의 역량 등에서 경쟁사와의 격차는 더 확대되고 있는 상황
- 단기 경기 변동에 따른 실적 둔화는 중장기 기회로 판단

AI 기술의 발전 속도



자료: Sequoia Capital, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 목표주가 구성 비중

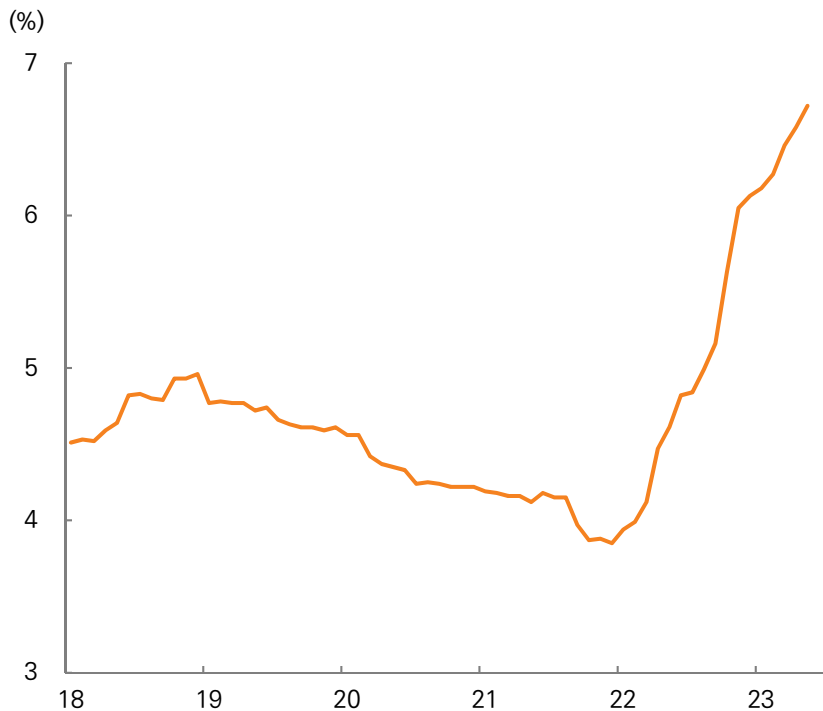


자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

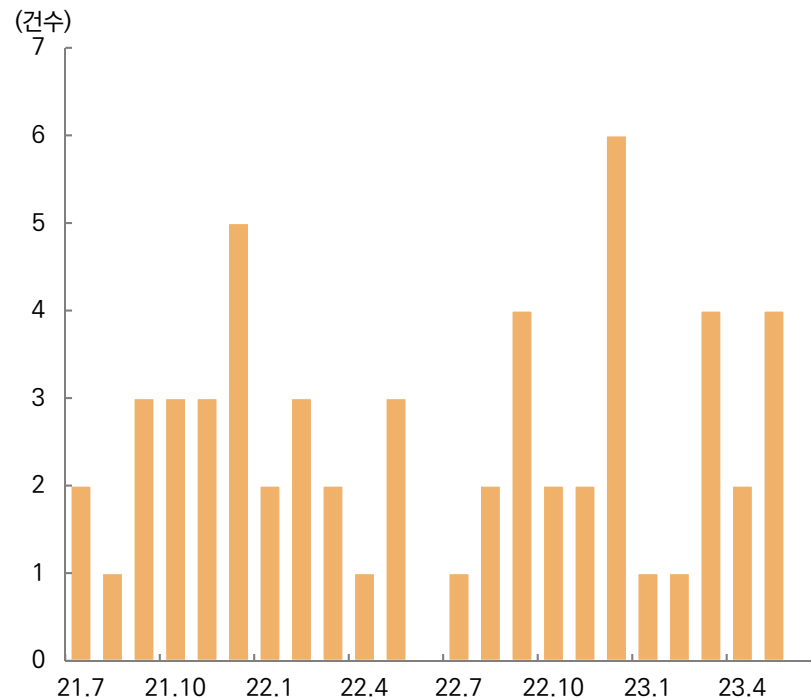
- 중국 경기 회복이 예상보다 지연되고 있는 가운데 미국 오토론 금리 상승 지속되고 있어 하반기 자동차 수요 둔화 가능성: 다만 테슬라는 이미 판매 가격 인하 등을 반영해 주가 조정. 하반기에는 베를린/텍사스 공장 가동률 상승에 따른 원가 하락 예상
- 자율주행 기술의 높은 난이도로 인해 도심 자율주행 매출 본격화 지연 가능성: 단기 영향은 있을 수 있으나 기술 발전이 지속되는 만큼 시간의 문제일 것으로 예상

미국 오토론 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 FSD 업그레이드 횟수



자료: Not a Tesla App, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	53,823	81,462	95,640	123,083
매출원가	40,217	60,609	77,891	96,737
매출총이익	13,606	20,853	17,750	26,346
영업비용	7,083	7,197	7,097	8,162
영업이익	6,523	13,656	10,653	18,184
비영업손익	-180	63	346	461
세전사업손익	6,343	13,719	10,999	18,646
법인세비용	699	1,132	550	3,916
비지배주주순이익	125	31	522	737
지배주주순이익	5,519	12,556	9,926	13,994
Growth (YoY)				
매출액 증가율	70.7%	51.4%	17.4%	28.7%
매출총이익 증가율	105.2%	53.3%	-14.9%	48.4%
영업이익 증가율	227.1%	109.4%	-22.0%	70.7%
지배주주순이익 증가율	665.5%	127.5%	-20.9%	41.0%
Margins (%)				
매출총이익률	25.3%	25.6%	18.6%	21.4%
영업이익률	12.1%	16.8%	11.1%	14.8%
지배주주순이익률	10.3%	15.4%	10.4%	11.4%

주: TTB는 '흑자전환', RR은 '적자지속'

자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	27,100	40,917	47,444	65,327
현금 및 현금성자산	17,707	22,185	24,025	35,931
매출채권 및 기타채권	1,913	2,952	3,466	4,460
재고자산	5,757	12,839	16,500	20,492
기타유동자산	1,723	2,941	3,453	4,444
비유동자산	35,031	41,421	50,758	54,292
유형자산	23,395	26,111	28,551	31,348
기타비유동자산	11,636	15,310	22,207	22,944
자산총계	62,131	82,338	98,202	119,619
유동부채	19,705	26,709	33,758	41,445
매입채무 및 기타채무	15,376	21,912	28,160	34,973
단기금융부채	1,957	1,987	1,987	1,987
기타유동부채	2,372	2,810	3,611	4,485
비유동부채	10,843	9,731	7,731	6,731
장기금융부채	6,916	3,761	1,761	761
기타비유동부채	3,927	5,970	5,970	5,970
부채총계	30,548	36,440	41,489	48,176
자본금	1	3	3	3
자본잉여금	29,803	32,177	32,177	32,177
이익잉여금	331	12,885	22,811	36,805
기타포괄손익누계액	54	-361	5	5
비지배주주지분	1,394	1,194	1,716	2,453
자본총계	31,583	45,898	56,713	71,443
부채 및 자본총계	62,131	82,338	98,202	119,619

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	217.4	33.7	67.6	48.0
P/B (x)	36.2	8.7	12.2	9.7
EV/EBITDA (x)	104.8	21.5	40.6	25.5
EPS (원)	1.6	3.6	2.9	4.0
BPS (원)	8.9	12.9	15.8	19.9
매출채권 회전율 (회)	28.3	27.6	27.6	27.6
재고자산 회전율 (회)	8.2	6.3	5.8	6.0
매입채무 회전율 (회)	5.2	3.7	3.4	3.5
ROA (%)	9.7	30.5	20.2	23.4
ROE (%)	18.3	28.1	18.0	20.3
ROIC (%)	15.0	74.0	55.0	103.6
부채비율 (%)	96.7	79.4	73.2	67.4
유동비율 (%)	137.5	153.2	140.5	157.6
순부채비율(%)	-28.0	-35.8	-35.8	-46.4

강해진 체력

투자이건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	120,000원
현재주가(23/5/26)	87,400원
상승여력	37%

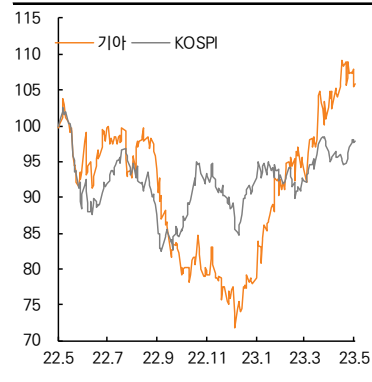
영업이익(23F,십억원)	11,163
Consensus 영업이익(23F,십억원)	10,696
EPS 성장률(23F,%)	46.0
P/E(23F,x)	4.5
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	35,139
발행주식수(백만주)	402
유동주식비율(%)	60.5
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	0.76
52주 최저가(원)	59,300
52주 최고가(원)	90,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.0 33.6 6.1
상대주가	-1.0 27.3 8.3

투자포인트

- 강해진 상품 경쟁력 및 시장 대응력: EV9 판매 본격화로 강화된 체력 확인 예상
- 하반기 경기 둔화에도 누적된 공급 부족, 렌탈 수요 회복 등으로 자동차 시황은 건조할 전망
- 일본 경쟁사들의 전기차 대응 부족으로 선진 시장에서 전기차 점유율 확대 예상
- 최근 주가 상승에도 여전히 매력적인 밸류에이션

리스크

- 높아진 실적 기대치
- 24년 자동차 시황 둔화 우려
- 급격한 환율 하락



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	59,168	69,862	86,559	106,508	111,542	119,778
영업이익 (십억원)	2,066	5,066	7,233	11,163	9,188	9,267
영업이익률 (%)	3.5	7.3	8.4	10.5	8.2	7.7
순이익 (십억원)	1,488	4,760	5,409	7,899	6,526	6,667
EPS (원)	3,670	11,744	13,345	19,487	16,099	16,446
ROE (%)	5.1	14.7	14.6	18.6	13.5	12.5
P/E (배)	17.0	7.0	4.4	4.5	5.4	5.3
P/B (배)	0.8	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	1.6	3.6	5.9	4.0	4.0	4.0

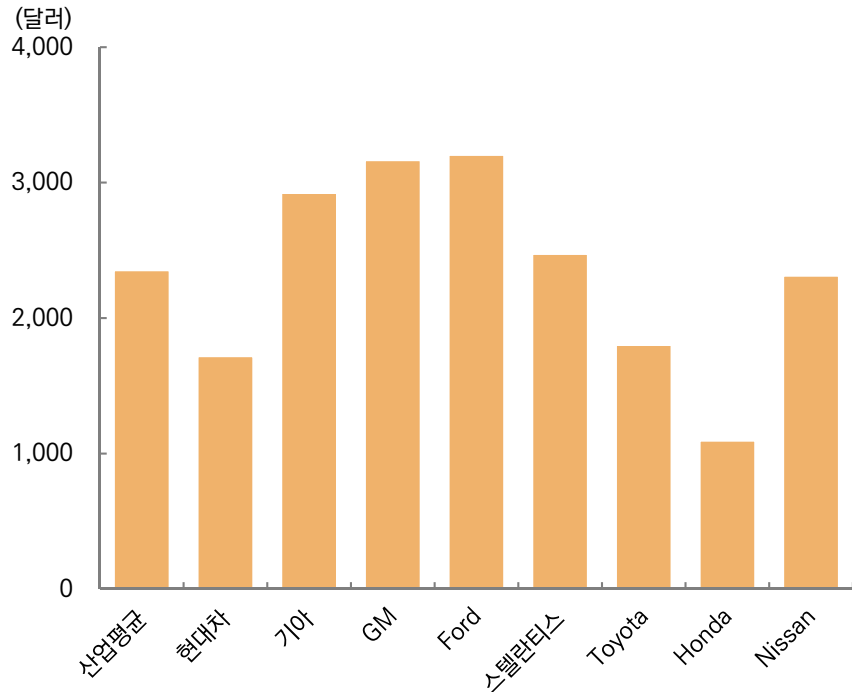
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

[자동차/EV/자율주행] 박연주
 yeonju.park@miraeasset.com

돋보이는 실적 방어력

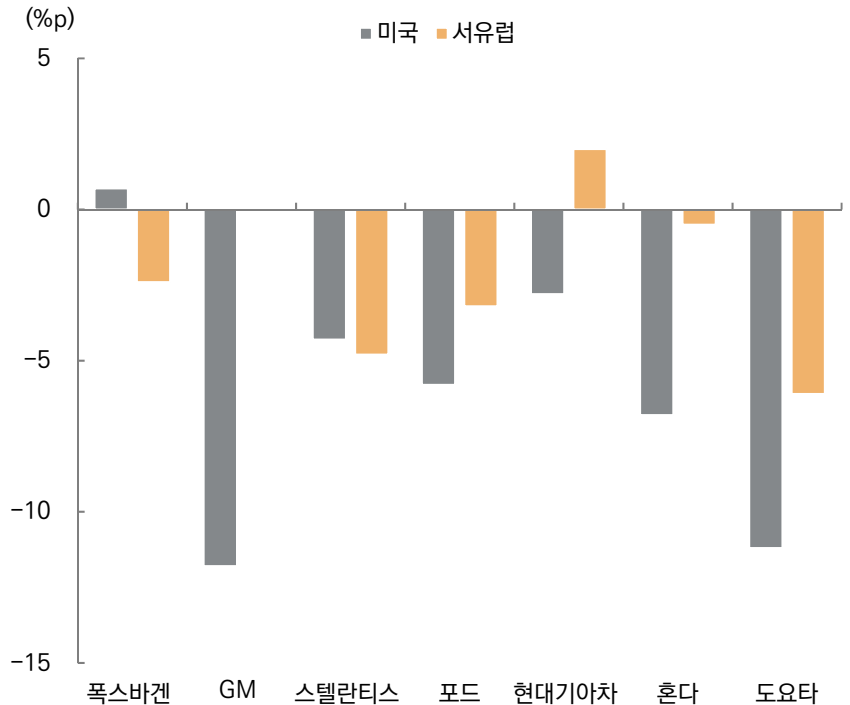
- 하반기에도 자동차 시황은 전체 경기 대비 견조할 전망: 특히 기아는 상품 경쟁력 및 시장 대응력 개선, 높은 선진 시장 비중 등으로 실적 방어력 높을 전망
- EV9 판매 본격화로 강해진 체력 실적으로 확인 가능할 전망
- 선진 시장에서 향후 2~3년간 전기차 점유율 확대 예상: 일본 등 경쟁 업체의 부진
- 최근 주가 상승에도 밸류에이션은 여전히 매력적인 수준

미국 주요 OEM 인센티브 하락 폭(19년 대비 23년)



자료: Automotive News, 미래에셋증권 리서치센터

주요 OEM별 전체 자동차 대비 전기차 점유율 차이 비교(2022)



자료: EV Volumes, 마크라인즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	86,559	106,508	111,542	119,778
매출원가	68,536	83,600	90,085	97,335
매출총이익	18,023	22,908	21,457	22,443
판매비와관리비	10,790	11,746	12,270	13,176
조정영업이익	7,233	11,163	9,188	9,267
영업이익	7,233	11,163	9,188	9,267
비영업손익	269	480	411	538
금융손익	113	275	411	538
관계기업등 투자손익	364	206	0	0
세전계속사업손익	7,502	11,643	9,599	9,805
계속사업법인세비용	2,093	3,743	3,072	3,138
계속사업이익	5,409	7,901	6,527	6,668
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	5,409	7,901	6,527	6,668
지배주주	5,409	7,899	6,526	6,667
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	5,636	7,901	6,527	6,668
지배주주	5,636	7,734	6,390	6,527
비지배주주	0	166	137	140
EBITDA	9,656	13,586	11,618	11,702
FCF	7,839	7,651	7,391	7,631
EBITDA 마진율 (%)	11.2	12.8	10.4	9.8
영업이익률 (%)	8.4	10.5	8.2	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	7.4	5.9	5.6

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	34,147	38,997	44,587	50,369
현금 및 현금성자산	11,554	14,089	18,327	22,602
매출채권 및 기타채권	4,767	5,983	6,406	6,877
재고자산	9,104	10,204	10,925	11,729
기타유동자산	8,722	8,721	8,929	9,161
비유동자산	39,564	43,047	44,631	46,395
관계기업투자등	18,851	22,273	23,848	25,603
유형자산	15,383	15,818	16,172	16,461
무형자산	2,906	2,448	2,063	1,740
자산총계	73,711	82,045	89,219	96,764
유동부채	25,378	27,368	29,061	30,946
매입채무 및 기타채무	12,914	14,904	15,958	17,132
단기금융부채	3,502	3,502	3,507	3,513
기타유동부채	8,962	8,962	9,596	10,301
비유동부채	8,990	9,043	9,380	9,755
장기금융부채	4,284	4,284	4,284	4,284
기타비유동부채	4,706	4,759	5,096	5,471
부채총계	34,368	36,411	38,440	40,701
지배주주지분	39,338	45,628	50,771	56,055
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,737	1,737	1,737	1,737
이익잉여금	36,321	42,817	47,960	53,244
비지배주주지분	5	6	7	8
자본총계	39,343	45,634	50,778	56,063

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.4	4.5	5.4	5.3
P/CF (x)	1.7	2.6	3.0	3.0
P/B (x)	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	1.9	1.5	1.4	1.0
EPS (원)	13,345	19,487	16,099	16,446
CFPS (원)	34,662	34,021	28,660	28,866
BPS (원)	97,658	113,174	125,862	138,897
DPS (원)	3,500	3,500	3,500	3,500
배당성향 (%)	25.9	17.5	21.2	20.7
배당수익률 (%)	5.9	4.0	4.0	4.0
매출액증가율 (%)	23.9	23.0	4.7	7.4
EBITDA증가율 (%)	32.5	40.7	-14.5	0.7
조정영업이익증가율 (%)	42.8	54.3	-17.7	0.9
EPS증가율 (%)	13.6	46.0	-17.4	2.2
매출채권 회전을 (회)	43.0	42.2	38.3	38.3
재고자산 회전을 (회)	10.7	11.0	10.6	10.6
매입채무 회전을 (회)	7.8	7.9	7.7	7.7
ROA (%)	7.7	10.1	7.6	7.2
ROE (%)	14.6	18.6	13.5	12.5
ROIC (%)	30.8	43.8	36.3	37.1
부채비율 (%)	87.4	79.8	75.7	72.6
유동비율 (%)	134.6	142.5	153.4	162.8
순차입금/자기자본 (%)	-15.4	-31.5	-37.0	-41.4
조정영업이익/금융비용 (x)	31.0	41.4	34.1	34.3

[결론] 주요 이벤트 및 영향

테슬라 엔트리급 모델 가시화



- 테슬라 중장기 성장 모멘텀 강화
- 전반적인 전기차 시장 전망치 추가 상향 조정 예상
- 전기차 경쟁력 부족 시 밸류에이션 디레이팅 심화

FSD 무료 평가판 배포

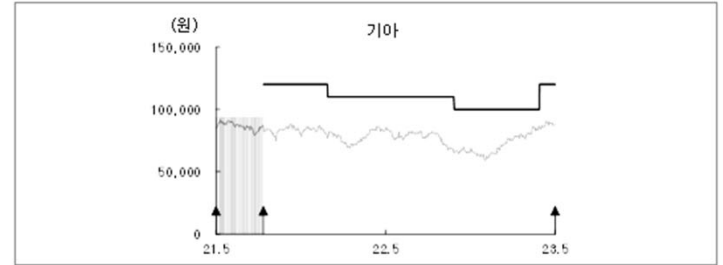


- 테슬라 자율주행 기술력 및 수익 창출력에 대한 재평가: 채택률 상승하며 밸류에이션 리레이팅 기대
- 레벨 2+ 자율주행 시장의 본격적 성장: 비 테슬라 진영은 소프트웨어 전략에 따라 밸류에이션 차별화 예상

Compliance

투자조건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자조건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
기아 (000270)				
2023.04.27	매수	120,000	-	-
2022.10.25	매수	100,000	-28.64	-13.40
2022.01.26	매수	110,000	-29.09	-21.55
2021.09.09	매수	120,000	-30.50	-26.58
2021.01.28	분석 대상 제외		-	-



* 과리를 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자조건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자조건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 기아 을(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.