

현대차 (005380)

모든 것을 걸러내도 차고 넘치는 상승여력

체질 개선이 아니라 다시 태어난 수준

원화 약세, 차량용 반도체 부족 등으로 FY22~24 호실적을 기록. 이러한 비유기적 요인으로 인한 실적 피크아웃 우려는 상존했으나, 동사의 본질적인 제품 믹스 개선에 주목할 필요 있음. 2017년 전체 판매량 중 세단 비중 63%, SUV 29%에서 1H25 SUV 55%, 세단 32%로 전체 판매량 중 25%가량이 세단에서 SUV로 개선. 제네시스 판매비중 또한 1.9%에서 5.6%까지 상승 (세단 비중 100%에서 SUV 비중 66%까지 상승).

최악의 여건에서 최고의 실적을 뽑아내는 금융 부문

미국내 고금리의 연속에 따른 자동차금융 연체율 역사상 최고점을 기록중. 그럼에도 불구하고 금융부문은 상반기 1.2조원의 영업이익 달성하며 전사 영업이익의 17% 기여. 그 중에서도 현대캐피탈아메리카 (HCA)는 상반기 영업이익 7,400억원 기록 추정. 일반적으로 5년 이상으로 계약하는 자동차금융 특성상 자동차 사업부문 대비 향후 안정적인 이익을 기록할 수 있다는 점에서 전사 이익을 지지할 수 있는 효자사업부문이라 판단. 향후 조달금리 인하시 이익개선 폭이 확대될 것이며, HCA의 높은 오토론 프라임 비중 (90%)으로 연체 리스크 또한 매우 제한적이라 판단.

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시, Top pick

SOTP 밸류에이션 기반 (FY25~26F 평균, 금융부문 Target P/E 8배, 이외 5.5배)한 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시. 가장 보수적인 자동차부문 P/E multiple 적용 이후에도 막대한 상승여력이 확보되는 것은, 현재 주가가 1) 관세 영향에 대한 우려가 과도하게 반영되었으며, 2) 업종 내 중장기 전동화 관련 리레이팅에 대한 공감감이 어렵기 때문이라 판단. 9월 예정된 CEO Investor day, GM과의 협업 범위 구체화, 우려 대비 낮은 관세 관련 비용 등이 확인되는 경우 동사의 주가 상승 트리거가 될 것이라 예상. 자동차 사업뿐만 아니라 금융부문 보유로 인한 향후 실적개선 가능성으로 인해 업종 내 Top pick 선정.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **300,000원 (I)**

직전 목표주가 **N.A.**

현재주가 (9/1) **220,500원**

상승여력 **36%**

시가총액	451,491억원
총발행주식수	265,390,108주
60일 평균 거래대금	1,623억원
60일 평균 거래량	765,202주
52주 고/저	259,000원 / 177,500원
외인지분율	36.36%
배당수익률	5.66%
주요주주	현대모비스 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.0	19.0	(13.7)
상대	4.2	2.1	(26.6)
절대 (달러환산)	5.6	17.8	(17.3)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43,453	1.2	-10.0	44,601	-2.6
영업이익	2,154	-39.9	-40.2	2,763	-22.1
세전계속사업이익	2,809	-35.7	-36.0	3,541	-20.7
지배순이익	1,647	-45.9	-45.1	2,478	-33.6
영업이익률 (%)	5.0	-3.3 %pt	-2.5 %pt	6.2	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	-3.3 %pt	-2.4 %pt	5.6	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	162,664	175,231	185,091	194,978
영업이익	15,127	14,240	12,254	14,226
지배순이익	11,962	12,527	10,481	11,968
PER	3.5	4.2	4.7	4.0
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	10.7	11.4	9.9
ROE	13.7	12.4	9.1	9.4

자료: 유안타증권

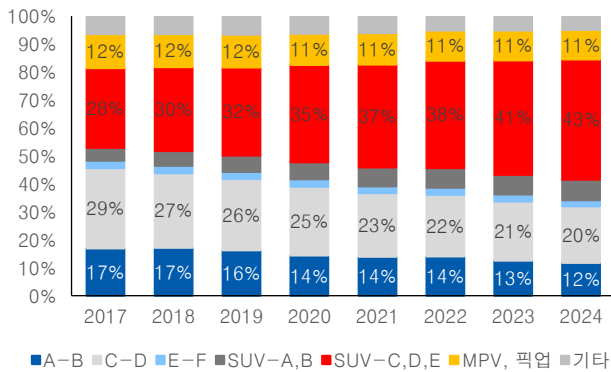
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

믹스에 대한 이야기

폭력적인 믹스개선

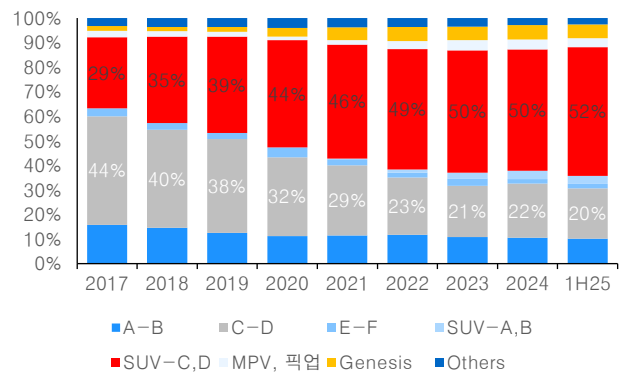
현대차는 지난 수 년간 글로벌 시장 트렌드를 상회하는 믹스 개선세를 이뤄냈다. 동사는 2017년 기준 세단 판매비중 63%를 기록하는 세단 위주의 완성차 업체였다. SUV 및 픽업, MPV, 제네시스 판매를 모두 합쳐도 37%에 불과했기에, 수익성이 낮은 세단 특성상 영업이익률의 상한선이 존재했다. 그러나 1H25 기준 세단의 판매비중은 32% (-31%p)로 낮아졌으며 SUV를 포함한 이외 차종의 비중은 68%로 상승 (+31%p), 글로벌 시장의 세단 판매비중 감소폭인 48%에서 34% (-14%p) 수준을 매우 상회하는 개선세를 기록하였다.

글로벌 세단 판매비중 또한 감소한 것이 사실이나...



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

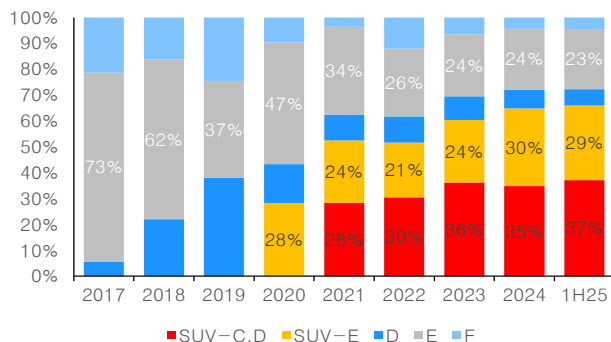
현대차의 경우 이를 매우 상회하는 믹스 개선세를 기록



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

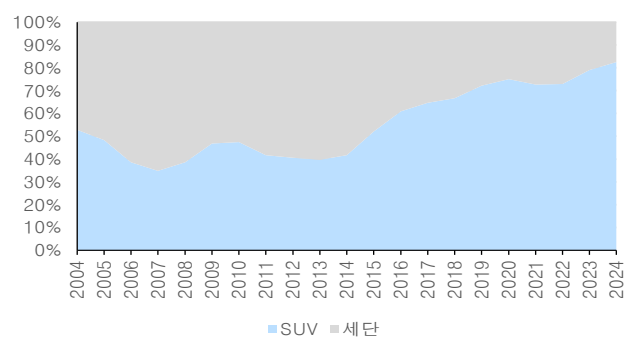
또한, 동사의 프리미엄 브랜드 제네시스 또한 비약적인 성장을 경험했다. 2015년 출범한 제네시스는 초기 세단만을 출시하였으나, 향후 SUV모델인 GV시리즈를 출시하며 SUV 판매비중을 단기간에 끌어올렸다. 향후 GV80 모델을 통해 최초 출시할 하이브리드 (HEV)와 주행거리 연장형 전기차 (EREV) 출시를 통해 지속적인 판매량 증가세와 이에 따른 SUV 판매 비중 상승세를 예상한다.

SUV 세그먼트 출시 이후 가파르게 상승한 제네시스의 SUV 비중은...



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

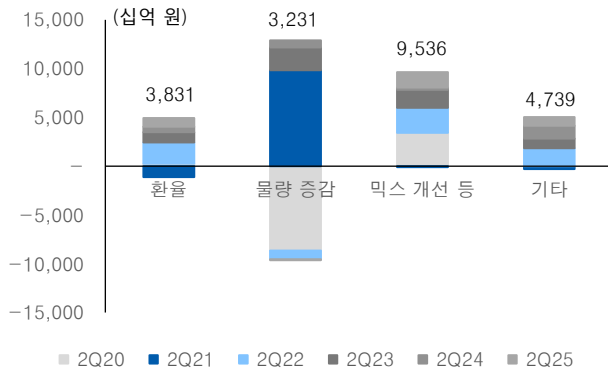
가장 가까운 벤치마크 Lexus의 전철을 밟아 SUV 판매비중 지속 상승할 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

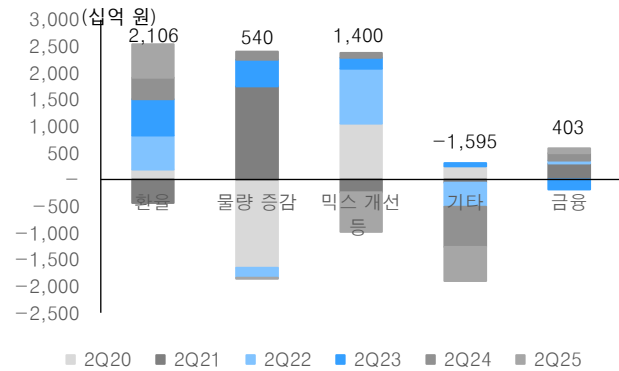
이러한 결과는 단순한 판매 호조가 아니라 외형과 이익의 성장에도 큰 기여를 했다. 2Q19 대비 2Q25 동사는 믹스개선으로 인한 외형 성장 9.5조원을 기록했으며 (자동차부문 전체 매출 79% 성장), 영업이익 측면에서도 1.4조원의 기여도를 보였다 (자동차부문 전체 영업이익 131% 성장).

2Q19 대비 2Q25 기준 매출 누적 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 상단의 숫자는 2Q19 대비 순증감

2Q19 대비 2Q25 기준 영업이익 누적 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 상단의 숫자는 2Q19 대비 순증감

해당 차트를 통해 확인할 수 있는 추가적인 사실은, 동사의 지난 수 년간의 영업이익 개선세가 매우 유기적이라는 점이다. COVID-19 이후 원화 약세와 차량용 반도체 부족으로 인한 자동차 품귀화 현상 등으로 역대 최고의 실적을 기록한 동사였지만, 이러한 부분들은 비유기적 기타요인으로 대부분 상쇄해도 이익체력이 개선된 점을 확인할 수 있다 (2Q25 영업이익 기준 환율 누적 +2.1조, 기타부문 누적 -1.6조로 5천억원가량의 이익인 반면, 물량 증가와 믹스개선으로 1.9조 이익 기여).

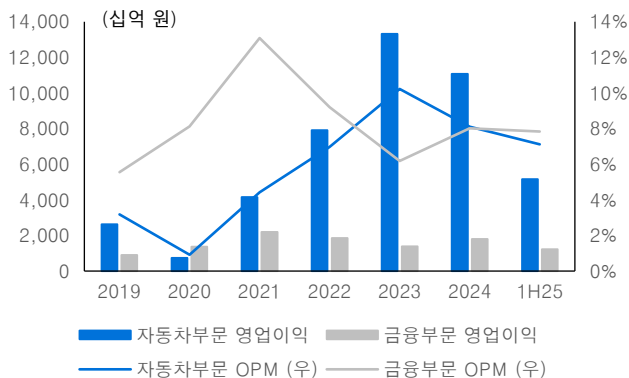
금융부문에 대한 이야기

대충 짚고 넘어가기엔 너무나 큰 사업

동사와 기아의 가장 큰 사업부문별 차이점은 금융사업의 존재 유무이다. 동사는 현대캐피탈, 현대카드, 현대캐피탈아메리카 (HCA)를 보유하고 있는데, 현대카드의 신용카드업을 제외시 자동차 할부금융사업과 리스금융사업이 주를 이루고 있다.

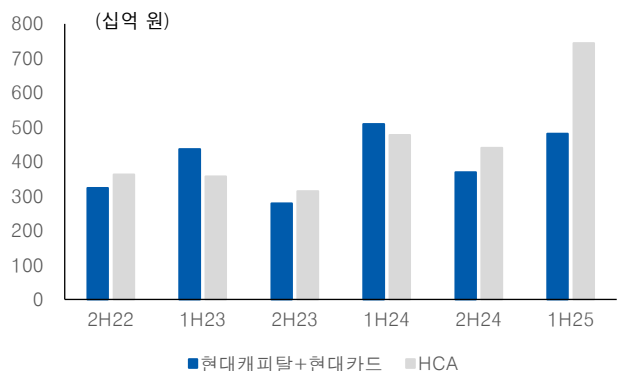
이러한 여신전문 업무를 영위하는 금융부문의 이익기여를 무시할 수 없다. 특히, 1H25 기준 금융부문의 영업이익은 1.2조원을 기록하며 자동차부문 (5.1조)의 24%까지 상승했다. 그 중에서도, 당사 추정 HCA의 영업이익은 1H25 급격한 상승세를 기록하였다. 추정 방법에는 금융부문 전체 영업이익에서 현대카드와 현대캐피탈의 연결영업이익을 제외한 나머지를 HCA의 영업이익이라 가정하였다. 실제로 HCA는 상반기 세전이익 (US GAAP기준) 4.66억불을 기록했는데, 이는 2024년 전체 세전이익의 77%, 2023년 기준으로 한 해 세전이익의 108% 수준이었다.

무시할 수 없는 금융부문의 영업이익 기여



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

1H25 HCA의 영업이익 비약적 상승



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

HCA: 최악의 상황에서 최고점을 뚫고 있다면

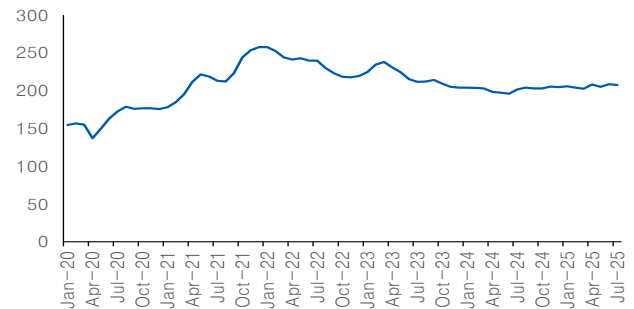
HCA의 이익 개선세는 현재 시장 환경이 너무나도 비우호적인 가운데 일어난 것이기에 특별하다. 미국내 고금리의 연속으로 인해 동사의 조달금리는 역사적 고점 수준이며, 이에 따른 전체 시장의 자동차금융 (Auto-loan) 연체율은 역사상 최고점을 기록중이다. 또한, 리스금융 사업으로 인해 충당금 설정 규모에 영향을 줄 수 있는 중고차 가격 또한 최근 변동성을 보이지 않아 특별한 일회성 이익이 발생할 만한 상황이 아니다.

최고점에 머물러있는 미국채 10년물 금리와 오토론 연체율



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

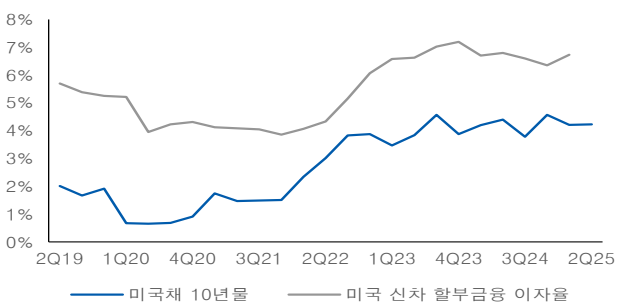
만하임 중고차 가치 지수 또한 큰 변동 없는 상황



자료: 유안타증권 리서치센터, COX automotive

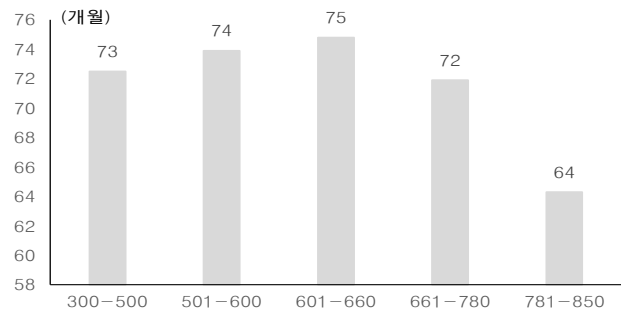
말하자면 최악의 영업 환경에 놓여있는 미국 자동차금융 시장에서 HCA는 이익 규모를 늘려왔다. 이에 대해 당사는 1) 조달금리 상승시기 (22-23년) 이후 이를 고객에게 완전히 전가하는 사이클이 도래했으며, 2) Prime등급 신용도를 보유한 고객 비중이 90%에 육박하여 연체율이 매우 낮기 때문에 가능했던 결과라고 판단한다. 일반적으로 자동차금융 사업은 조달금리 상승시 할부금융 금리 또한 상승하나, 주로 5년 이상으로 계약하는 자동차금융 특성상 기존 할부금융에 적용되는 금리를 올리는 데에 시간이 필요했고, 현재는 기존 저금리(저마진) 상품의 매출인식 비중의 의미있게 줄어들고 있다고 판단한다.

조달금리 상승시 약간의 시차를 두고 할부금융 이자율도 오르긴 하지만



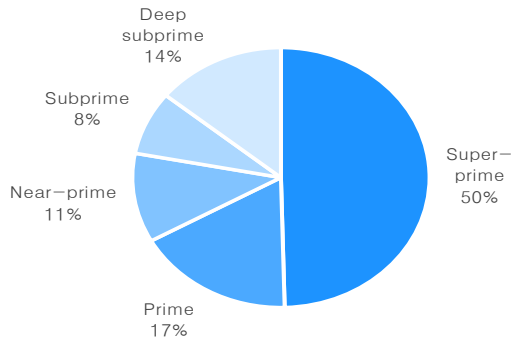
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg, Experian

미국내 자동차금융 계약기간은 5년 이상 (신용점수별 개월수, 1Q25 기준)



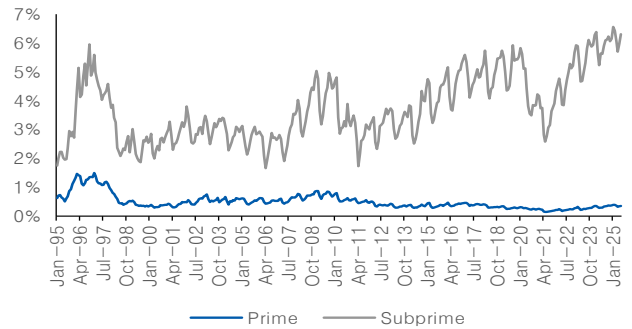
자료: 유안타증권 리서치센터, Lendingtree

HCA의 프라임등급 고객 비중은 90%로 시장 평균(67%) 대비 매우 높으며



자료: 유안타증권 리서치센터, Equifax

신용등급별 연체율은 매우 상이하다 (=HCA는 안정적인 포트폴리오를 보유)



자료: 유안타증권 리서치센터, Fitch Ratings

결론: 금융부문은 앞으로 안정적으로 더 나아질 것

높은 금리와 연체율 환경 내에서, 마진 스프레드가 제한적이면서도 보수적인 충당금 설정을 해야 했던 HCA는 그럼에도 불구하고 호실적을 기록 중이다. 그렇다면 1) 조달금리가 하락하고, 2) 이에 따라 시장 연체율도 하락한다면 HCA의 실적은 향후에도 더욱 개선될 수 있을 것이다. 또한, 이러한 시장 상황의 변동 없이도 지속적인 영업수익의 증가를 통해 이익 폭을 확대할 수 있을 것이라 판단한다. 이는 곧 이익의 안정성 측면에서 최근 관세 영향을 받고 있는 자동차 사업보다 견조할 것을 의미한다.

관세에 대한 이야기

아프겠지만, 생각보다는 덜 아플 것

트럼프 2.0 이후 자동차 및 부품 수출 관세 부과 우려는 업종 내 최대의 리스크였다. 우여곡절 끝에 15%의 관세율이 확정된 지금, 향후 이로 인한 영향을 예상하는 것이 필수적이다. 2Q25 실적발표를 통해 관세 관련 비용이 확인되었으나, 문제는 해당 비용에는 미국 공장에 납품하는 부품사들의 관세 영향에 대한 비용 분담금도 포함되어 (이 또한 분담 비율은 공개되지 않는다) 있고 관세 영향은 전체 분기가 아닌 5,6월에 발생했기 때문이다.

당사는 추정을 통해 국내에서 미국으로 수출되는 완성차 관세와 미국 현지 생산을 위해 수출되는 부품에 대한 관세 충당금을 분류하였다. 주의할 점은, 자동차에 부과되는 관세는 완성차 업체가 직접적 비용으로 인식하나, 당사가 추정한 수출 부품에 대한 관세 부담은 부품 공급사들이 일차적으로 부담하고 추후 완성차 업체에게 보전하는 충당금 성격의 비용이라는 것이다.

일반적으로 관세를 부과하는 기준은 권장소비자가격 (MSRP)이 아니라 본선인도 (FOB) 당시 가격 (제조원가+제조사 수출용 마진+수출항까지 내륙운송비+선적비) 기준이기에 완성차에 한정되는 관세 영향을 정확히 추정하기는 사실상 불가능하다. 그럼에도 불구하고 이를 추정하기 위해, 다음과 같은 방법을 채택한다. 1) 2Q25 소매판매 기준 미국생산 물량과 수출물량의 매출 비중을 추정, 2) 완성차 부문 관세대상 금액을 추정한다. 또한 3) 미국 현지생산에 투입되는 수출 부품의 비중을 구하고 4) 해당 부품에 부과되는 관세가 완성차 업체에 얼마나 전가될 수 있는지 추정한다. 여기서 2)와 4)를 통해 각각 완성차 부문 관세와 부품 부문 충당금을 분리할 수 있다.

정보 1) 2Q25 소매기준 북미에서 생산된 현대차 모델별 판매대수와 MSRP

2Q25	소매판매 (대)	가격 (천 불)
Tucson	35,371	31
SantaCruz	7,573	37
SantaFe	20,076	40
SantaFe HEV	13,601	43
GV70	6,031	59
GV70 EV	467	69
Ioniq5	9,711	50
Ioniq9	1,013	68
Tucson (멕시코)	5,483	31
총합 (가격은 가중평균치)	99,326	39

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: MSRP는 최상위-최하위 트림의 중위값

정보 2) 판매법인 매출을 통한 전체 대당 매출

	2Q25
HMA (미국 판매법인) 매출 (십억 원)	13,050
소매기준 한국생산량 (대)	156,253
소매기준 미국생산량 (대)	99,326
전체 소매대수 (대)	255,579
대당 매출 (백만 원)	51

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

완성차 수출을 통해서 발생하는 매출 추정과 실질적으로 발생한 관세 관련 비용을 통한 관세대상 금액 추정

		비고
2Q25 전체 소매판매 (대)	255,579	[A]
2Q25 소매판매중 수출물량 (대)	156,253	[B]
비중	61.1%	전체 소매판매량 내 수출물량 비중
2Q25 소매판매중 현지물량 (대)	99,326	[C]
비중	38.9%	전체 소매판매량 내 미국생산 비중
HMA (판매법인) 전체매출 (십억 원)	13,050	[D]
미국생산 물량 대당 매출 (천 불)	37	[E], 딜러 인센티브 2천 불 매출감소 반영
미국생산 물량 매출 (백만 불)	3,678	$[F]=[C]*[E]/10^3$
미국생산 물량 매출 (십억 원)	5,150	$[G]=[F]*1.4$
HMA 매출내 비중	39.5%	$[H]=[G]/[D]$
수출물량 매출 (십억 원)	7,900	$[I]=[D]-[G]$
수출물량 대당 매출 (백만 원)	51	$[J]=[I]/[B]*10^3$
5,6월 2개월치 관세 비용 (십억 원)	828	[K]
분기 환산 (십억 원)	1,242	$[L]=[K]*1.5$
관세대상 금액 (십억 원)	4,968	$[M]=[L]*4$ (관세 25% 역산)

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 환율은 1,400 원 적용

앞서 언급한 것처럼, 관세부과의 기준은 최종 매출이 아닌 FOB 당시 가격에 기반하기 때문에, 수출물량의 매출 전체 (7.9조 원)은 2Q25 실적발표에서 추정할 수 있는 관세대상 금액 (5조 원)을 매우 상회한다. 따라서 부품 수출에 따른 관세의 영향에 대한 추정도 병행한다. 가장 먼저, 2Q25 미국내 판매된 모델의 각 국가별 부품 사용비율을 구한 뒤, 판매량에 따라 가중평균치를 구하여 전체적인 부품 사용비율을 추정하였다. 대당 매출액의 경우, 수출 물량 (5,056만 원)과 전체 소매 (5,106만 원), 미국생산 물량 (37,034 불)의 가격 추정치가 거의 일치하여 단순 판매량에 따라 비중을 구하였다.

미국에서 판매되는 현대차 모델의 미국부품 및 한국부품 사용비중

모델명	2Q25 소매판매량	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가	모델명	2Q25 소매판매량	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가
Elantra	34,245	0%	90%	한국	G70	2,761	3%	85%	한국
Elantra HEV	5,137	0%	90%	한국	G80	893	3%	80%	한국
Elantra N	1,896	0%	80%	한국	G80 EV	26	2%	70%	한국
Ioniq 5 N	770	1%	65%	한국	G90	365	2%	80%	한국
Ioniq 6	3,004	1%	90%	한국	GV60	459	1%	70%	한국
Kona	21,820	2%	90%	한국	GV70	2,464	3%	85%	한국
Kona EV	990	0%	45%	한국	GV80	6,387	3%	85%	한국
Nexo	2	1%	80%	한국	Ioniq 5	5,000	63%	29%	미국
Palisade	30,962	2%	90%	한국	Ioniq 5	4,711	29%	29%	미국
Sonata	12,497	0%	90%	한국	Santa Cruz	7,573	60%	27%	미국
Sonata HEV	4,692	0%	90%	한국	Santa Fe	20,076	47%	36%	미국
Tucson	68	1%	90%	한국	Santa Fe HEV	13,601	39%	46%	미국
Tucson HEV	15,991	1%	85%	한국	Tucson	35,371	55%	30%	미국
Tucson PHEV	1,424	0%	90%	한국	GV70	6,031	25%	70%	미국
Venue	9,400	1%	90%	한국	GV70 EV	467	17%	80%	미국
전체	254,566	19% (미국생산 48%)	69% (미국생산 36%)	Tucson	5,483	15%	55%	멕시코	

자료: 유안타증권 리서치센터, NHTSA, 주: Ioniq 9은 미국에서 생산되었으나 (1,013) 제외

미국내 생산되는 자동차 부품 중 48%는 미국산이다. 이에 따라 관세에 노출된 수출부품의 비중은 50% 수준이라는 점을 알 수 있다. 그러나 1) 2Q25 실적발표 당시 부품 조달의 현지화 노력이 진행중이라는 점을 언급한 것 (NHTSA 자료는 1월 공개됨)과 2) 기아의 현지조달 부품 비중(59%)을 고려해 당사는 2Q25 현대차 관세 관련 비용에는 미국 생산 자동차의 약 60%의 부품에 대한 25% 관세가 반영되어 있었다고 추정한다.

일반적인 자동차 GPM 20%를 제외한 전체 매출원가 (80%) 내에서 원재료의 비중이 약 75%라는 점을 감안하여, 매출액 대비 부품 비용의 비중은 50-60% 수준이라 추정한다. 결국 2Q25 분기 전체로 환산된 관세 비용 1.24조원 중 1,700-2,830억 원 정도는 부품사를 위해 설정해 둔 것이라는 결과가 도출된다. 동사가 부품사의 관세 비용에서 높은 비중을 부담해 줄 것이라 (60~100%) 가정한 이유는 동사가 부품 관련 비용인하를 충분히 진행한 상황이기때 관세와 같은 비용은 상당부분 이상 보전해줄 것이라 판단하기 때문이다.

미국에서 생산된 자동차의 부품내 수출부품 비중과, 매출대비 전체 부품비용 비중에 따른 현대차의 2Q25 부품 관련 총당금 추정 (단위: 십억 원)

부품사 관세비용 60% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중			부품사 관세비용 70% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	55%	60%			50%	55%	60%
수출 부품 비중	35%	135	149	162	수출 부품 비중	35%	158	173	189
	40%	154	170	185		40%	180	198	216
	45%	174	191	209		45%	203	223	243
부품사 관세비용 80% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중			부품사 관세비용 100% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	55%	60%			50%	55%	60%
수출 부품 비중	35%	180	198	216	수출 부품 비중	35%	225	248	270
	40%	206	227	247		40%	257	283	309
	45%	232	255	278		45%	290	319	348

자료: 유안타증권 리서치센터

그렇다면 다시 원점으로 돌아와서, 자동차 자체에 부과되는 관세로 인한 비용 9.6천억-1.07조원은 당시 25% 관세율 역산을 통해 2Q25 FOB 당시 관세부과 대상 금액이 3.8조-4.3조원 수준이었다는 것을 유추할 수 있다. 앞선 추정에서 수출물량 매출이 7.9조원이었다는 점을 감안한다면, 실제로 관세 부과시의 기준인 FOB 가격은 실제 매출의 49-54% 수준에 해당하여 예상보다 관세 영향이 제한적일 것이라는 결론에 도달할 수 있다. 이러한 동사 추정치를 완전히 적용시, 판매량의 변동이 없다는 전제 하에 3-4분기 관세율 할인에 따른 관세 관련 비용은 2분기 (분기환산 1.2조) 대비 4분기 7,450억까지 내려갈 수 있다.

당사 추정 2Q25 관세 비용 Breakdown

2Q25 분기환산 관세 비용 (십억 원)	1,242
2Q25 소매 수출 물량 (대)	156,253
수출 완성차 대상 관세	9,590억-1.07조
수출 차량당 관세 부과 (25%)	614-686만원
2Q25 소매 현지 물량 (대)	99,326
현재 생산 대상 관세	1,700억-2,830억
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (25%)	171-285만 원

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

당사 예상 3Q25-4Q25 관세 비용 Breakdown

3Q25 - 25%	
현지생산 1대당 부품 관세 부담	171-285만 원
수출 차량당 관세 부과	614-686만 원
4Q25 - 15% 관세 완전 반영	
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (15%)	102-170만 원
수출 차량당 관세 부과 (15%)	368-412만 원

자료: 유안타증권 리서치센터

HMGMA에 관한 이야기

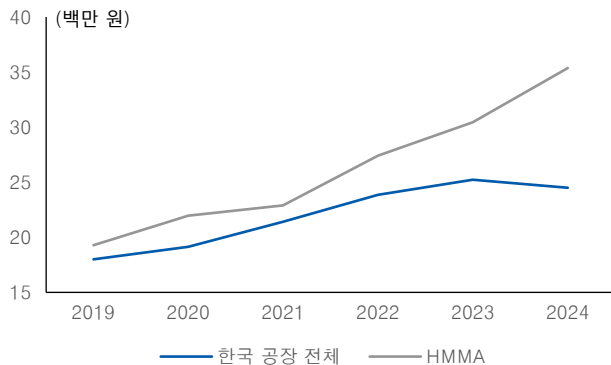
관세 충격이 HMGMA 단기 생산 전략에 변화를 주지는 않을 것

미국발 관세에 대한 대응 방안으로 고려되는 옵션 중 하나는 작년 가동을 시작한 조지아공장(HMGMA)을 통해 현지 생산 비중을 확대하는 것이다. 그러나, 당사는 밸류체인 특성상 이러한 전략 변화가 일어날 가능성이 제한적이라 판단한다. 가장 먼저, ICE 혼류생산 가능성은 매우 제한적이다. 애초에 HMGMA는 BEV 전용공장 목적으로 건설되었으며, 기존에 가동중인 엘라배마 공장(HMMA)에서 ICE를 생산중이다.

다음으로, HEV 생산에 대해서도 회사 입장에서 단기간 내에 대량생산 체제를 확보하기는 힘들 것이라 예상된다. 당사는 올해 초 팰리세이드 LX3 HEV를 출시했는데, 이는 동사의 차세대 하이브리드 시스템인 TMED-2가 최초로 적용된 모델이다. HEV 시스템의 세대교체가 이뤄진 현 시점에서, 향후 미국 시장에 출시할 신규 HEV 모델은 TMED-2를 채용할 확률이 매우 높다. TMED-2 시스템 적용을 위해서는 넘어야 할 산이 두 개가 있는데, 1) 생산에 필요한 하위 공급사들의 미국공장 신설과 2) 해당 모델의 해외 생산을 위한 노조와의 합의이다.

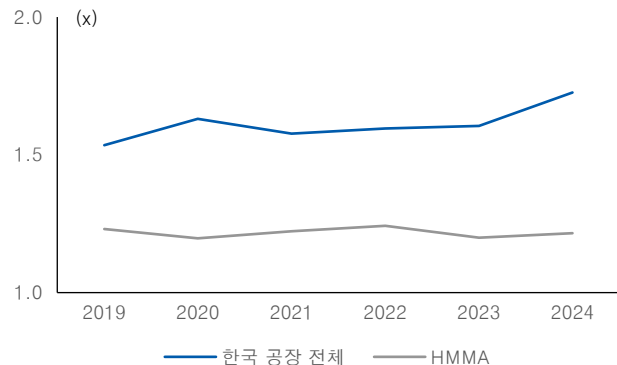
또한, 현지 생산을 통한 관세 절약과 비용 상승의 상쇄를 고려해야 한다. 미국 지역이 높은 영업이익 기여도를 자랑했던 이유는 비교적 생산비용이 저렴한 한국에서 만들어 미국으로 수출하는 마진이 높았기 때문인데, 현지 생산 비중을 확대할 경우 전체적인 이익률에 악영향을 줄 수 있다. 실제로, 미국내 생산되는 자동차의 원자재 매입 비용은 지속적으로 증가(물론 매출도 증가)하고 있다. 수출 물량에는 선적비, 운반비, 관세 등의 비용이 포함될 수 있어 단순히 차량 매출 대비 원자재 매입을 비교하는 것은 무리가 있으나, 그럼에도 불구하고 미국내 생산비중 확대가 무조건적인 답안은 아니라는 것이다.

연간 지역별 차량 1대당 원자재 매입 비용



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

연간 지역별 차량 1대당 매출/원자재 매입비 계수



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

협업에 관한 이야기

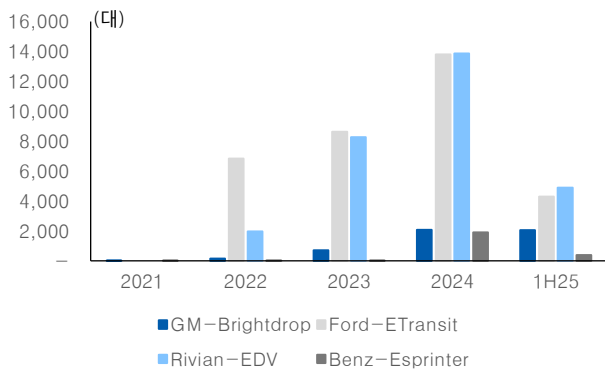
GM 과의 차량 공동 개발=앞서 언급한 장벽 제거 요소

8월 현대차와 GM이 픽업트럭과 전기 밴 등 차량 5종을 공동 개발하기로 발표했다. 양사는 중남미 시장용 차량 4종 (픽업 2종, 승용 1종, SUV 1종)과 북미 시장용 전기 상용 밴 차량을 공동 개발해 나갈 계획이라 밝혔으며, 중남미 시장용 차량은 ICE뿐만 아니라 HEV 시스템 탑재도 가능할 것이라 보도되었다. 당사는 이에 대해 전기 상용 밴 협업보다 HEV 시스템 탑재가 가능한 중남미 시장용 차량 공동개발이 더 의미있다고 판단한다.

전기 상용 밴 – GM 은 개선이 절박, 현대에겐 중장기 비용 절감

북미 시장용 전기 상용 밴에 대한 공동개발은 GM의 요청에 의한 것이라 판단한다. 북미 전기 상용차 시장은 대표적으로 GM, Ford, Rivian, Mercedes 4사의 주력 상용 전기차가 경쟁하는데, 여기서 GM은 설 자리를 잃어버렸기 때문이다. 현대차의 입장에선 기보유한 상용 전기차인 ST1을 개량하여 GM과의 협업을 통한 중장기적 플랫폼 공유 및 이로 인한 비용 절감이 가능할 것이라 예상한다.

북미 상용 BEV 시장에서 경쟁력을 잃은 GM의 Brightdrop 브랜드



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

현대차가 올 하반기 출시한 2026 ST1



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

중남미 차량 4종에 현대의 TMED-2 시스템이 적용되면

마찬가지로 GM은 HEV 시장에서도 경쟁력이 없다. EV캐즘이 지속되며 HEV 판매량 전망치가 상승하고 있는 국면에서, GM 입장에서는 HEV 또한 현대차의 TMED-2 시스템의 적용을 절실하게 원할 것이라 판단한다. 만약 GM 북미공장에서 TMED-2 기반 HEV 양산이 현실화된다면, 앞서 언급한 하위 공급사들의 미국 진출에 대한 부담이 규모의 경제로 인해 완화될 것이라 판단한다.

미주 전체 HEV 판매량 - 현대차와 기아의 합산 점유율은 도요타와 혼다그룹 다음으로 3위

(판매 대수)	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
Toyota (그룹)	391,620	633,107	559,298	747,401	1,129,053	633,585
Honda (그룹)	61,405	105,080	96,907	293,875	316,703	203,273
현대차	13,468	58,774	63,362	89,300	132,785	77,292
기아	15,323	24,408	48,551	83,749	75,608	62,805
Ford (그룹)	52,632	90,631	98,911	127,058	182,035	111,974
Mazda	0	2	4,811	7,312	32,621	53,201
Geely Holding Group	0	0	1,408	1,356	1,700	44,169

자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

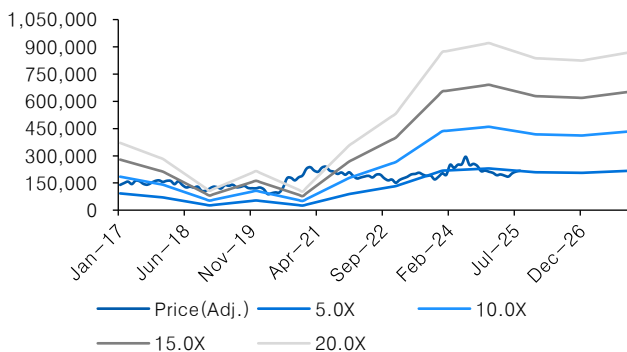
밸류에이션 및 목표주가

최대한 보수적으로 걸러봐도, 너무나도 높은 상승여력

동사에 대한 SOTP 기반 목표주가를 300,000원으로 제시한다. FY25-26F 평균 자동차사업 및 기타사업의 세후영업이익 (NOPAT)에 Target P/E 5.5배를 적용하며, 이는 Global peer 및 동사의 역사적 P/E band 상에서도 최하단에 위치하며, 이에 대한 근거는 1) 현재 형성된 이익 예상치에 대한 시장의 불확실성 및 2) 전동화 기반 신기술 적용에 있어 글로벌 BEV 선도업체 대비 상대적인 가시성 부족이다.

금융부문에 대해서는 Target P/E 8배를 적용한다. 자동차 사업이나 기타사업 대비 높은 P/E multiple을 적용하는 이유는 1) 자동차 할부금융은 관세 적용으로 인한 영향이 제한적이며, 2) 사업 특성상 이익의 낙폭이 제한적이며 향후 시장 상황 개선에 따라 더욱 이익폭이 증가할 수 있기 때문이다. 주력 사업에 대한 보수적인 밸류에이션을 적용함에도 불구하고 높은 상승여력을 보유했으며, 이익 불확실성의 확대에 따른 주가 하락폭이 과도한 시점이라 판단하여 자동차/부품 업종 내에서 Top pick으로 선정한다.

현대차: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

현대차: Valuation 및 목표주가

	FY25F	FY26F
자동차 사업 NOPAT	6,390	7,190
Target P/E		5.5
금융부문 NOPAT	2,021	2,363
Target P/E		8.0
기타부문 NOPAT	1,029	1,109
Target P/E		5.5
자동차부문 적정가치 (십억 원)		37,346
금융부문 적정가치 (십억 원)		17,534
기타부문 적정가치 (십억 원)		5,880
적정 시가총액 (십억 원)		60,760
보통주 주식발행수 (천 주)		204,758
목표주가		297,000

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 완성차 업체 및 미국 자동차금융 업체 peer valuation

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(백만 불)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
미국																	
Ford	F US	USD	12	46,843	7.7	16.7	26.7	14.0	SPX Index	6.3	7.4	18.2	(1.5)	10.6	8.7	1.0	1.0
GM	GM US	USD	59	55,782	12.4	21.0	19.9	19.7	SPX Index	11.0	11.7	11.4	4.2	6.3	6.1	0.8	0.8
유럽																	
Daimler	MBG GY	EUR	54	60,743	1.1	1.9	(2.2)	(6.3)	DAX Index	1.8	1.5	(8.8)	(33.4)	9.1	7.8	0.6	0.5
BMW	BMW GY	EUR	91	67,266	5.0	15.3	13.8	13.9	DAX Index	5.8	14.9	7.3	(13.2)	8.4	7.6	0.6	0.6
VW	VOW GY	EUR	103	59,783	5.1	5.2	2.1	5.8	DAX Index	5.9	4.8	(4.5)	(21.2)	5.6	4.3	0.3	0.3
일본																	
Honda	7267 JP	JPY	1,669	59,944	5.8	13.7	22.7	9.9	TPX Index	1.9	4.4	8.5	(3.0)	8.0	11.6	0.6	0.6
Nissan	7201 JP	JPY	336	8,476	1.2	(9.1)	(22.0)	(21.2)	TPX Index	(2.7)	(18.4)	(36.2)	(34.1)	(6.9)	(4.5)	0.2	0.2
Toyota	7203 JP	JPY	2,859	307,122	4.9	3.2	8.2	7.0	TPX Index	1.0	(6.1)	(6.0)	(5.9)	8.3	11.2	1.0	1.0
중국																	
GWM	2333 HK	HKD	19	28,479	49.8	62.5	53.7	76.4	HSI Index	45.2	52.5	42.0	34.0	12.0	10.3	1.8	1.6
BAIC	1958 HK	HKD	2	2,108	(4.2)	3.5	(14.2)	10.8	HSI Index	(8.7)	(6.5)	(25.9)	(31.6)	8.9	8.3	0.3	0.3
Geely	175 HK	HKD	19	24,744	8.3	10.6	11.1	120.9	HSI Index	3.7	0.6	(0.6)	78.5	12.1	10.2	1.9	1.6
한국																	
현대차	005380 KS	KRW	220,500	32,418	6.2	20.4	17.1	(8.1)	KOSPI Index	5.5	3.9	(7.0)	(25.7)	4.9	4.8	0.5	0.5
기아	000270 KS	KRW	106,500	30,113	5.7	19.1	22.3	7.4	KOSPI Index	4.9	2.6	(1.8)	(10.1)	4.8	4.8	0.7	0.6
산업 평균				60,294	8.4	14.2	12.2	19.3		6.3	5.6	(0.3)	(4.8)	7.1	7.0	0.8	0.7
미국 자동차금융 업체																	
Ally Financial	ALLY US	KRW	41	12,636	7.4	17.3	12.6	(0.0)	SPX Index	6.0	8.0	4.1	(15.6)	11.4	7.6	1.0	0.9
Credit Acceptance Corp	CACC US	KRW	515	5,784	(0.2)	6.6	4.5	9.0	SPX Index	(1.6)	(2.7)	(4.0)	(6.6)	13.1	11.2	3.3	2.4
산업 평균				9,210	3.6	11.9	8.6	4.5		2.2	2.7	0.1	(11.1)	12.2	9.4	2.2	1.6

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

현대차 (005380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	162,664	175,231	185,091	194,978	205,856
매출원가	129,179	139,482	150,133	156,278	164,782
매출총이익	33,484	35,749	34,959	38,700	41,074
판매비	18,357	21,510	22,704	24,474	25,889
영업이익	15,127	14,240	12,254	14,226	15,185
EBITDA	20,073	18,527	17,292	19,861	21,284
영업외손익	2,492	3,542	2,704	2,855	3,373
외환관련손익	150	295	0	0	0
이자손익	440	529	516	558	591
관계기업관련손익	2,471	3,114	2,584	2,693	3,179
기타	-569	-396	-396	-396	-396
법인세비용차감전순이익	17,619	17,781	14,958	17,081	18,558
법인세비용	4,627	4,232	3,889	4,441	4,825
계속사업순이익	12,992	13,549	11,069	12,640	13,733
중단사업순이익	-720	-319	0	0	0
당기순이익	12,272	13,230	11,069	12,640	13,733
지배지분순이익	11,962	12,527	10,481	11,968	13,003
포괄순이익	12,429	18,255	16,094	17,665	18,758
지배지분포괄이익	12,204	17,100	15,076	16,548	17,571

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-2,519	-5,662	-1,453	608	1,539
당기순이익	12,272	13,230	11,069	12,640	13,733
감가상각비	3,284	3,398	3,965	4,401	4,722
외환손익	-64	-13	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-2,490	-3,113	-2,584	-2,693	-3,179
자산부채의 증감	-30,365	-35,160	-35,038	-35,037	-35,177
기타현금흐름	14,844	15,997	21,135	21,296	21,440
투자활동 현금흐름	-8,649	-14,623	-11,978	-13,684	-13,567
투자자산	-2,259	-3,371	-2,015	-2,020	-2,223
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,071	-8,061	-8,800	-8,500	-8,100
유형자산 감소	144	172	0	0	0
기타현금흐름	536	-3,362	-1,163	-3,164	-3,244
재무활동 현금흐름	9,393	19,493	15,861	13,904	10,907
단기차입금	-2,580	582	30	30	33
사채 및 장기차입금	15,107	31,507	4,000	1,000	-2,000
자본	137	3,278	0	0	0
현금배당	-2,499	-3,913	-4,169	-3,126	-3,126
기타현금흐름	-772	-11,961	16,000	16,000	16,000
연결범위변동 등 기타	77	640	597	829	831
현금의 증감	-1,698	-152	3,027	1,657	-290
기초 현금	20,865	19,167	19,015	22,042	23,699
기말 현금	19,167	19,015	22,042	23,699	23,409
NOPLAT	15,127	14,240	12,254	14,226	15,185
FCF	-9,590	-13,723	-10,253	-7,892	-6,561

자료: 유안타증권

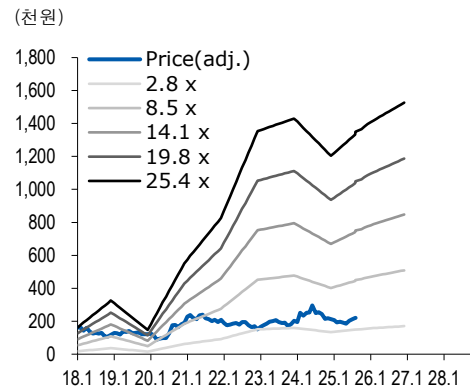
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	58,604	64,336	67,301	71,058	73,138
현금및현금성자산	19,167	19,015	22,042	23,699	23,409
매출채권 및 기타채권	8,782	10,320	10,736	11,309	11,940
재고자산	17,400	19,791	20,905	22,021	23,250
비유동자산	116,172	147,622	155,900	163,285	170,009
유형자산	38,921	44,534	49,369	53,468	56,846
관계기업등 지분관련 자산	28,476	34,644	36,594	38,548	40,699
기타투자자산	4,578	6,748	6,813	6,879	6,952
자산총계	282,463	339,798	357,434	375,288	391,139
유동부채	73,362	79,510	81,387	83,131	84,795
매입채무 및 기타채무	26,945	30,057	31,184	32,175	33,010
단기차입금	9,036	9,327	9,327	9,327	9,327
유동성장기부채	25,109	26,742	26,742	26,742	26,742
비유동부채	107,292	140,013	143,846	145,417	143,974
장기차입금	17,570	24,286	26,286	28,286	27,286
사채	73,033	96,134	98,134	97,134	96,134
부채총계	180,654	219,522	225,233	228,549	228,769
지배지분	92,497	109,103	120,439	134,306	149,207
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,378	7,656	7,656	7,656	7,656
이익잉여금	88,666	96,596	102,907	111,749	121,625
비지배지분	9,312	11,173	11,761	12,433	13,163
자본총계	101,809	120,276	132,200	146,739	162,370
순차입금	96,730	127,380	130,170	129,329	127,357
총차입금	126,039	158,128	162,159	163,189	161,222

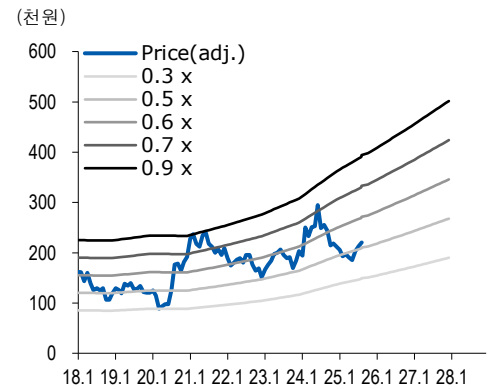
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	53,295	56,300	47,403	55,021	60,073
BPS	351,861	413,568	462,701	515,974	573,221
EBITDAPS	73,148	68,094	64,676	74,838	80,199
SPS	592,754	644,061	692,296	734,684	775,672
DPS	11,400	12,000	12,000	12,000	12,000
PER	3.5	4.2	4.7	4.0	3.7
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.6	10.7	11.4	9.9	9.2
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.4	7.7	5.6	5.3	5.6
영업이익 증가율 (%)	54.0	-5.9	-13.9	16.1	6.7
지배순이익 증가율 (%)	62.4	4.7	-16.3	14.2	8.6
매출총이익률 (%)	20.6	20.4	18.9	19.8	20.0
영업이익률 (%)	9.3	8.1	6.6	7.3	7.4
지배순이익률 (%)	7.4	7.1	5.7	6.1	6.3
EBITDA 마진 (%)	12.3	10.6	9.3	10.2	10.3
ROIC	33.4	27.7	20.1	20.5	19.8
ROA	4.4	4.0	3.0	3.3	3.4
ROE	13.7	12.4	9.1	9.4	9.2
부채비율 (%)	177.4	182.5	170.4	155.8	140.9
순차입금/자기자본 (%)	104.6	116.8	108.1	96.3	85.4
영업이익/금융비용 (배)	27.1	31.5	24.1	27.5	29.5

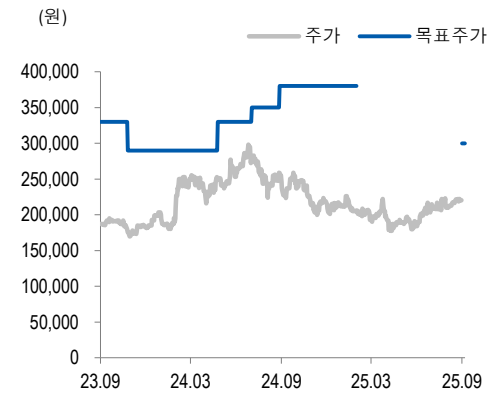
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	BUY	300,000	1년		
	담당자변경				
2025-02-07	BUY	380,000	1년	-46.90	-41.32
2024-08-29	BUY	380,000	1년	-41.32	-31.84
2024-07-04	BUY	350,000	1년	-27.11	-19.14
2024-04-26	BUY	330,000	1년	-19.72	-9.70
2023-10-27	BUY	290,000	1년	-27.21	-11.90
2023-04-26	BUY	330,000	1년	-40.64	-36.36

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.