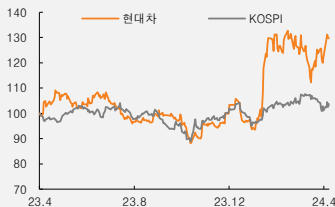


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	350,000원
현재주가(24/4/26)	249,500원
상승여력	40.3%

영업이익(24F, 십억원)	15,013
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	14,831
EPS 성장률(24F, %)	6.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.8
P/E(24F, x)	5.4
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,656.33
시가총액(십억원)	52,249
발행주식수(백만주)	209
유동주식비율(%)	66.4
외국인 보유비중(%)	40.0
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	169,700
52주 최고가(원)	255,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.7	39.0	23.8
상대주가	7.7	20.3	15.8



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

005380 · 자동차

현대차

세 개의 톱니바퀴가 맞물려 돌아간다

투자 의견 '매수'와 목표주가 350,000원. 커버리지 개시

목표주가는 350,000원은 24F EPS 46,533원에 Target P/E 7.6배(12~13년 연간 P/E 평균)을 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 7.6배의 코스피 P/E 대비 할인폭은 -29%이다. 과거 10년 평균 할인폭은 -28%이다. 19~24F 영업이익 CAGR 33% 예상되는데 현재 12MF P/E는 5.3배로 과거 10년 평균 대비 -30%이다. 목표주가의 Implied P/B는 0.93배이다. 참고로 동사의 2007~2023년 ROE-P/B 회귀식(결정계수 0.75)에 24F ROE 13.1% 적용하여 산출한 P/B는 0.95배이다.

투자포인트 1) 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입

동사 영업이익은 24년 -0.8% YoY로 제한적 감익, 25년 +3.4% YoY로 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려 완화될 것으로 예상된다. 1) ASP는 24년 +1.1%, 25년 +0.4%로 견고하게 유지되겠다. 인센티브 상승 제한, MSRP 상승 지속, 제품믹스 개선을 예상한다. 2) 글로벌 도매판매량은 24년 +2.3%, 25년 +4.8% 예상한다. 미국/유럽/국내/인도 등 고수익 지역 중심 판매 성장 지속되겠다. 3) 미국 시장 점유율 유지되겠다. 세그먼트별 분석 결과 신차 출시 및 BEV 효과가 기대된다. 4) 작년 하반기부터 증익 요인으로 작용한 원가 하락 효과도 연간에 걸쳐 발생한다.

투자포인트 2) 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대

동사는 가장 중요한 전기차 시장인 미국에서 ICE-BEV 점유율 격차를 축소하고 있다. 향후 BEV 점유율은 더 높아질 것으로 예상된다. 24년 IRA 보조금 확보할 것으로 예상된다. 경쟁사들이 계획을 철회/연기하는 가운데 동사는 이미 BEV 사업 BEP를 달성했으며 계획을 유지했다. 수익성은 견고할 것이다. HEV 수요가 확대되는 가운데, 동사는 ICE-BEV-HEV에 대응할 수 있는 포트폴리오 역량을 보유하고 있다.

투자포인트 3) 밸류업 프로그램은 촉매, 주주환원 확대 예상

밸류업 프로그램이 시행되는 가운데 고ROE-저PBR 매력 부각될 것으로 예상된다. 동사의 1) 풍부한 현금흐름과 2) 밸류업 지수 포함 노력을 고려하면 주주환원 확대 가능성 높다고 판단한다. 주주환원은 ROE 지속성을 증명하는 효과적인 조치다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	117,611	142,151	162,664	169,973	178,397
영업이익 (십억원)	6,679	9,825	15,127	15,013	15,526
영업이익률 (%)	5.7	6.9	9.3	8.8	8.7
순이익 (십억원)	4,942	7,364	11,962	12,660	13,008
EPS (원)	17,846	26,592	43,589	46,533	47,926
ROE (%)	6.8	9.4	13.7	13.1	12.3
P/E (배)	11.7	5.7	4.7	5.4	5.2
P/B (배)	0.8	0.5	0.6	0.7	0.6
배당수익률 (%)	2.4	4.6	5.6	4.8	5.0

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

I. 투자의견 및 Valuation

투자의견 '매수' 및 목표주가 350,000원(상승여력 +40%)

현대차에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치 46,533원에 Target P/E 7.6배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량을 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 7.6배는 코스피 P/E 대비 -29% 할인된 것이다. 과거 10년 할인 폭 평균은 -28%이다. Implied P/B는 0.93배이다. 동사 07~23년 연간 ROE-P/B 회귀식 결정계수는 0.75로 연관성이 높다. 24F ROE 13.1%의 적정 P/B는 0.95배이다.

현재 12MF P/E는 5.3배로 과거 10년 평균 대비 -30% 할인되어 있다. 코스피 P/E 대비 할인 폭은 -50%로 과거 10년 평균 할인 폭 -28%를 크게 상회한다. 동사는 21년 이후 호실적을 지속했다. 영업이익은 19년 3.6조원에서 23년 15.1조원까지 상승했고, ROE는 19년 4.3%에서 23년 13.7%까지 상승했다. 19~24F 영업이익 CAGR은 33%로 예상된다. 그러나 영업이익-P/E와 ROE-P/B간 디커플링이 발생했고 지속되어 왔다.

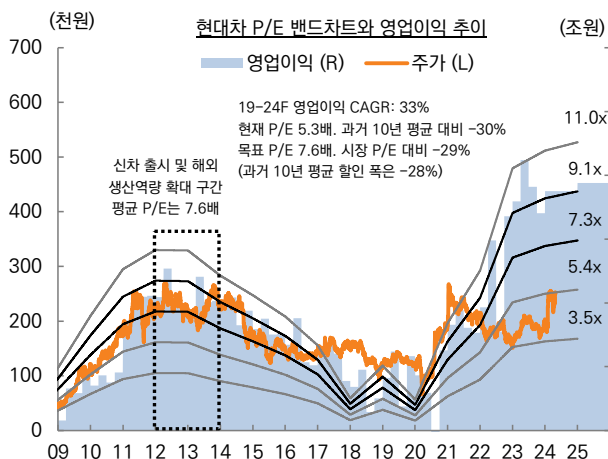
멀티플 할인의 원인은 1) ROE 지속성 우려: 피크아웃과 전기차 경쟁력 우려, 2) 주주환원 우려, (3) COE 상승으로 판단한다. **24~25년 Multiple의 회복을 예상한다:** ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려 완화; ② 높아질 BEV 점유율과 HEV 수요 확대로 전기차 경쟁력 우려 완화; ③ 밸류업 프로그램 수혜로 고ROE-저PBR 매력 부각 및 주주환원 확대를 예상한다. 견조한 ROE, 주주환원 확대, COE 하락이 맞물린다.

표 30. 현대차 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
목표주가 (원)	350,000	
현재주가 (원)	249,500	24년 4월 26일 (금) 기준. 현재 12MF P/E는 5.3배
상승여력 (%)	40.3	투자의견 '매수'
24F EPS (원)	46,533	
Target P/E (배)	7.6	12~13년 연간 P/E 평균. 고성장 후 견고한 이익체력 증명한 구간

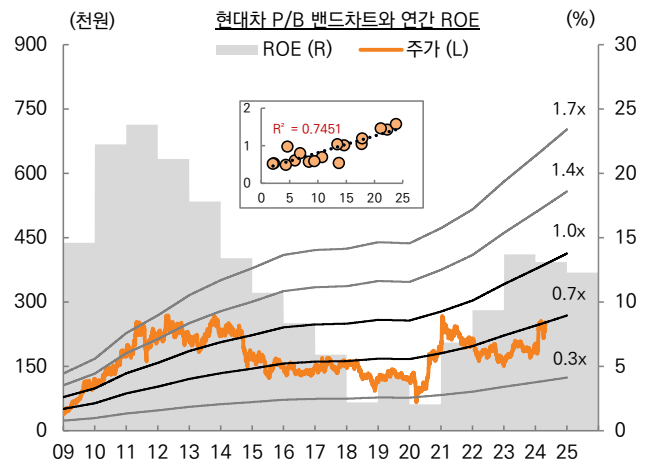
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 현대차 영업이익-P/E 밴드차트



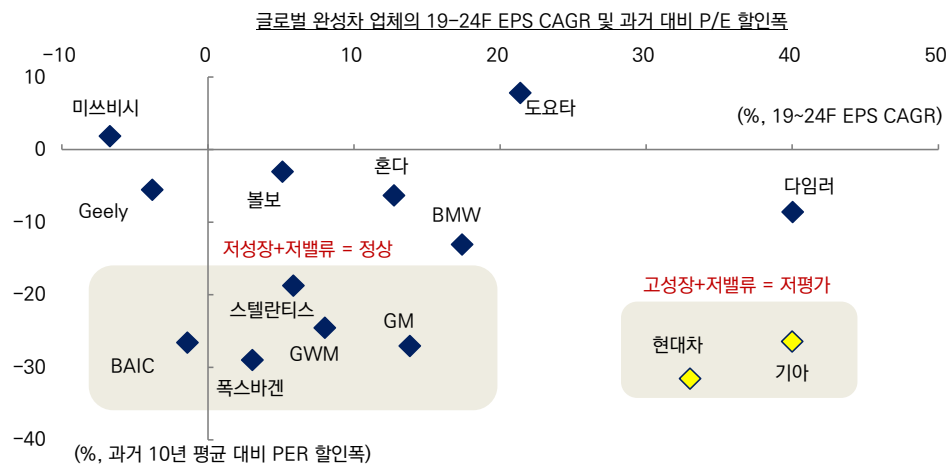
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 현대차 ROE-P/B 밴드차트



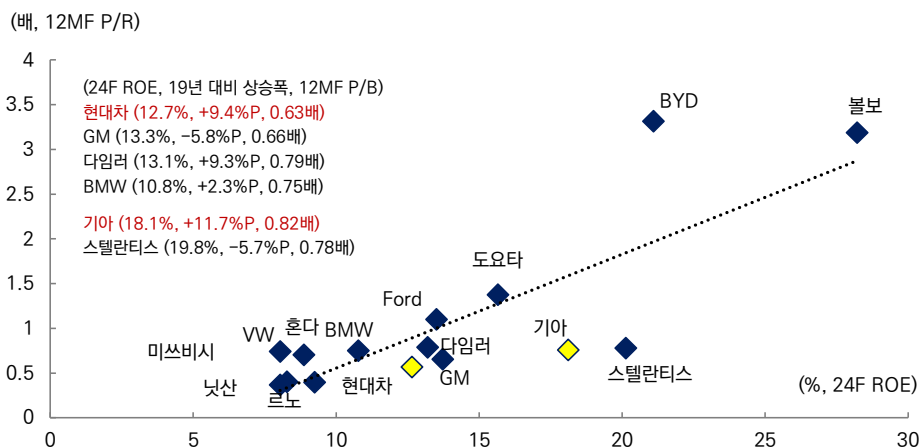
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 고성장한 현대차·기아와 달리 경쟁사의 할인은 저성장의 결과



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 글로벌 완성차 업체의 ROE-P/B를 살펴봐도 현대차·기아는 저평가



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 리뷰 및 전망

1Q24 Review: 건조한 실적, Peak-Out 우려 해소의 신호탄

매출액 40.7조원(+7.6% YoY, 컨센 대비 +2.6%), 영업이익 3.56조원(-2.3%, 컨센 대비 -0.7%), OPM 8.7%(-0.9%p)를 기록했다. 도매판매량(중국 제외)가 95.5만대로 전년비 -0.8% 감소했으나 외형 성장의 배경은 차량 ASP 상승(+4.3% YoY, +1.4% QoQ)이다.

최근 높아진 영업이익 컨센서스(한달간 +2.3%)를 감안하면 건조한 실적이다. 영업이익 증감 사유를 살펴보면 총 -850억원의 감익에서 환율 효과 +2,510억원, 금융 부문 +570억원, 물량 감소 -500억원, 믹스/인센티브 -210억원, 기타 -3,220억원이다. 우호적인 환율 환경에서 인센티브 상승을 지속된 믹스 개선이 상쇄했다. 믹스 개선은 SUV/제네시스(비중 +4.5%p)와 HEV(비중+1.5%p)이 기여했다. 다만 판관비 중 판매보증비가 9,830억원(+92%, +4,720억원) 상승했는데, 기말 환율 상승 영향이 1,900억원이다. 예상을 상회하는 금융 부문의 건조한 실적은 대손비용의 감소 효과이다. 이자비용은 증가하고 있으나 자동차 금융 비중이 증가하고 있고, 프라임 고객 비중 상승이 연체율 안정화에 기여한 영향이다.

시장에서 주목하고 있는 밸류업 프로그램과 주주환원정책 관련해서는 검토 중으로 향후 공개할 예정이라고 밝혔다. 구체적인 시점은 5월 정부의 가이드라인 발표 이후로 예상된다. 1분기 차량 부문 순현금은 16조원으로 전분기 대비 소폭 감소했으나 건조하다.

24년 영업이익 -0.8% YoY, 25년 영업이익 +3.4% YoY

24년 매출액 169조원(+4.5% YoY), 영업이익 15.0조원(-0.8%), OPM 8.8%(-0.5%p) 예상한다. 공장출하량(중국 제외)는 413만대(+2.3%), 차량 ASP는 +1.1%를 예상한다. 지역별 출하량은 미국 +4.4%, 유럽 +1.0%, 국내 +0.2%(내수 -4.8%), 인도 +7.5%이다. 미국 볼륨 모델 싼타페/투싼의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화 및 판매량 확대를 예상한다. 국내 생산 정상화도 시작됐다. MSRP 상승과 제품/지역 믹스 개선도 지속된다. 우호적인 환율 환경도 지속되고 있고, 원재료비 하락 효과도 연간에 걸쳐 반영된다.

25년 매출액 178조원(+5.0% YoY), 영업이익 15.5조원(+3.4%), OPM 8.7%(-0.1%p) 예상한다. 공장출하량(중국 제외)는 434만대(+4.8%), 차량 ASP는 +0.4%를 예상한다. 지역별 출하량은 미국 +8.3%, 유럽 +2.4%, 국내 +5.5%(내수 +2.4%), 인도 +3.8%이다. 금리 인하로 미국 차량구매환경 개선되어 경쟁사 대비 가격경쟁력으로 인한 수혜 예상된다. 펠리세이드의 신차 출시도 예정되어 있다. 고수익 지역인 인도에서의 성장도 지속된다.

표 31. 현대차 실적 추정 및 컨센서스 비교 → 건조한 1분기 실적, 24~25년에도 지속되며 Peak-Out 우려 해소

(십억원)	1Q23	4Q23	1Q24P					2024F				2025F			
			발표치	YoY	QoQ	컨센서스	차이	추정치	YoY	컨센서스	차이	추정치	YoY	컨센서스	차이
매출액	37,779	41,633	40,659	7.6%	-2.3%	39,624	2.6%	169,973	4.5%	169,129	0.5%	178,397	5.0%	175,099	1.9%
영업이익	3,642	3,474	3,557	-2.3%	2.4%	3,581	-0.7%	15,013	-0.8%	14,831	1.2%	15,526	3.4%	15,118	2.7%
지배순이익	3,312	2,225	3,231	-2.4%	45.2%	3,026	6.8%	12,660	5.8%	12,391	2.2%	13,008	2.7%	12,721	2.3%
OPM	9.6%	8.3%	8.7%	-0.9%p	0.4%p	9.0%	-0.3%p	8.8%	-0.5%p	8.8%	0.1%p	8.7%	-0.1%p	8.6%	0.1%p
NPM	8.8%	5.3%	7.9%	-0.8%p	2.6%p	7.6%	0.3%p	7.4%	0.0%p	7.3%	0.1%p	7.3%	0.0%p	7.3%	0.0%p

자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 현대차 24~25년 분기 및 연간 실적 전망

(십억 원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	37,779	42,250	41,003	41,632	40,659	44,223	41,406	43,686	117,611	142,528	162,664	169,973	178,397
자동차 부문	30,646	33,766	32,312	33,425	31,718	35,121	32,823	35,066	94,143	113,718	130,150	134,728	142,062
금융 부문	5,089	5,749	5,902	5,662	6,656	6,292	5,793	5,860	16,782	20,038	22,401	24,602	24,970
기타 부문	2,043	2,735	2,789	2,545	2,285	2,810	2,790	2,759	6,685	8,771	10,113	10,644	11,365
YoY (%)	24.7	17.4	8.7	8.1	7.6	4.7	1.0	4.9	13.1	21.2	14.1	4.5	5.0
자동차 부문	27.3	18.5	9.3	5.8	3.5	4.0	1.6	4.9	16.8	20.8	14.4	3.5	5.4
금융 부문	16.4	5.5	0.9	29.6	30.8	9.5	-1.8	3.5	-0.4	19.4	11.8	9.8	1.5
기타 부문	10.4	33.5	21.2	-1.0	11.8	2.7	0.0	8.4	1.7	31.2	15.3	5.3	6.8
매출총이익	7,722	8,893	8,461	8,342	8,427	9,182	8,651	8,879	21,930	28,318	33,484	35,139	37,230
GPM (%)	20.4	21.0	20.6	20.0	20.7	20.8	20.9	20.3	18.6	19.9	20.6	20.7	20.9
영업이익	3,593	4,238	3,822	3,408	3,557	4,110	3,677	3,668	6,679	9,820	15,127	15,013	15,526
자동차 부문	3,054	3,473	3,113	3,037	2,904	3,447	3,055	3,116	4,182	7,464	12,677	12,522	12,909
금융 부문	368	425	383	209	425	382	343	276	2,195	1,844	1,386	1,426	1,537
기타 부문	171	340	325	228	228	281	279	276	329	548	1,064	1,064	1,080
YoY (%)	86.3	42.2	146.3	1.4	-1.0	-3.0	-3.8	7.6	178.9	47.0	54.0	-0.8	3.4
OPM (%)	9.5	10.0	9.3	8.2	8.7	9.3	8.9	8.4	5.7	6.9	9.3	8.8	8.7
자배순이익	3,312	3,235	3,190	2,225	3,231	3,399	3,138	2,892	4,942	7,364	11,962	12,660	13,008
YoY (%)	108.9	15.4	150.8	30.6	-2.4	5.1	-1.6	29.9	247.0	49.0	62.4	5.8	2.7
NPM (%)	8.8	7.7	7.8	5.3	7.9	7.7	7.6	6.6	4.2	5.2	7.4	7.4	7.3

자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 현대차 24~25년 분기 및 연간 공장출하량 전망

(천대, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
전체	1,043	1,085	1,044	1,106	1,012	1,114	1,080	1,171	3,791	3,916	4,278	4,376	4,585
(중국 제외)	984	1,026	989	1,037	964	1,053	1,019	1,096	3,431	3,666	4,035	4,133	4,338
국내	471	515	443	499	447	509	463	512	1,647	1,716	1,928	1,931	2,037
내수판매	191	206	168	198	160	196	161	209	727	689	762	726	743
미국	91	92	94	87	88	91	93	107	289	335	364	380	411
인도	181	183	210	191	193	194	220	215	635	701	766	823	854
튀르키예	65	58	56	66	65	65	60	59	162	204	246	248	254
체코	87	89	77	87	84	93	82	84	276	322	340	343	352
브라질	42	43	62	58	39	51	53	70	188	204	205	213	225
중국	59	59	55	69	48	61	61	74	361	250	242	244	246
기타	46	45	47	48	48	48	48	49	234	185	187	193	205
전체	14.6	13.3	3.1	6.8	-3.0	2.7	3.4	5.9	4.9	3.3	9.2	2.3	4.8
(중국 제외)	15.4	11.3	6.4	7.7	-2.0	2.7	3.0	5.7	8.2	6.9	10.1	2.4	5.0
국내	25.7	17.6	3.6	4.8	-5.2	-1.0	4.6	2.6	1.1	4.2	12.3	0.2	5.5
내수판매	25.7	13.0	3.7	2.3	-16.4	-4.6	-3.7	5.4	-7.7	-5.2	10.6	-4.8	2.4
미국	9.3	7.5	10.5	7.3	-2.7	-1.0	-1.3	23.9	9.0	15.9	8.6	4.4	8.3
인도	12.0	8.2	11.2	5.8	6.6	6.0	5.0	12.5	21.6	10.3	9.3	7.5	3.8
튀르키예	32.1	0.1	26.4	27.3	-0.5	11.7	6.4	-11.4	18.0	26.3	20.5	1.0	2.4
체코	16.9	-1.8	-1.2	10.7	-3.7	5.2	6.1	-2.9	14.5	16.7	5.7	1.0	2.4
브라질	-6.2	-9.1	6.8	9.2	-7.2	18.8	-14.6	19.4	21.3	8.2	0.8	3.6	5.9
중국	2.5	62.7	-33.7	-5.8	-19.5	2.7	10.5	7.7	-19.2	-30.5	-3.2	0.5	1.1
기타	-27.7	39.6	-2.0	18.8	4.1	7.4	2.1	1.3	6.1	-21.0	1.0	3.6	5.9

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

III. 투자포인트

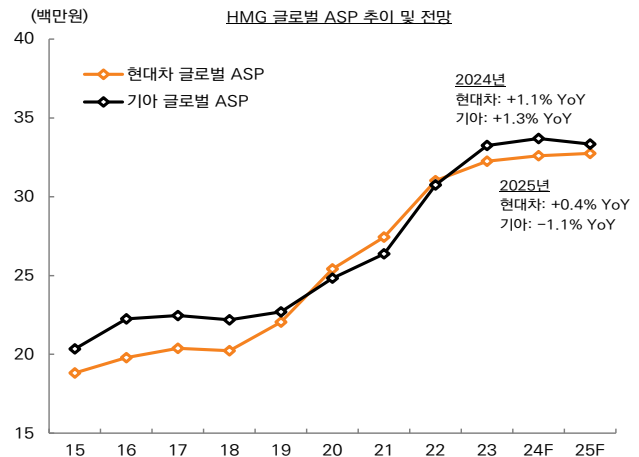
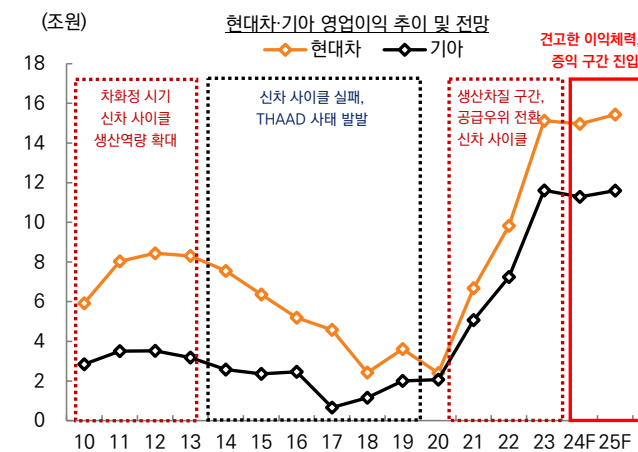
1. 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입

현대차의 영업이익은 15.0조원(-0.8% YoY), 25년 15.5조원(+3.4% YoY)으로 예상된다. 24년 제한적인 감익을 기록하고 25년 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려는 완화될 것으로 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 첫번째 구성 요인이다.

피크아웃 우려는 인센티브 상승으로 ASP 하락, 고금리 및 대기수요 소진으로 Q 회복 제한, 일본 업체 생산 정상화로 미국 점유율 훼손이다. 요인별로 살펴보면 **(1) ASP는 여전히 높게 유지된다.** 24년 ASP +0.6% YoY, 25년 -0.3% YoY으로 예상된다. 신타페/투싼은 23년 미국 인센티브 상승분 기여도가 42%로 높다. 24년 두 모델의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화를 예상한다. 24년 전기차 전용 공장 가동에 따라 확보할 IRA 보조금도 인센티브 절감에 기여한다. 미국에서 동사가 속한 세그먼트의 재고일수도 산업 평균 대비 낮고, 글로벌 재고도 1.7개월로 과거 대비 74%에 불과하다. 최근 월 초과생산대수는 약 1.6만대로 재고 축적이 우선적이다. ADAS 채택률 상승으로 MSRP 상승도 지속된다. 지역/제품믹스 개선도 지속된다. RV 중심 신차 출시와 HEV/PHEV 수요가 확대되기 때문이다.

그림 184. 24~25년 견고한 이익체력, 증익 구간 진입

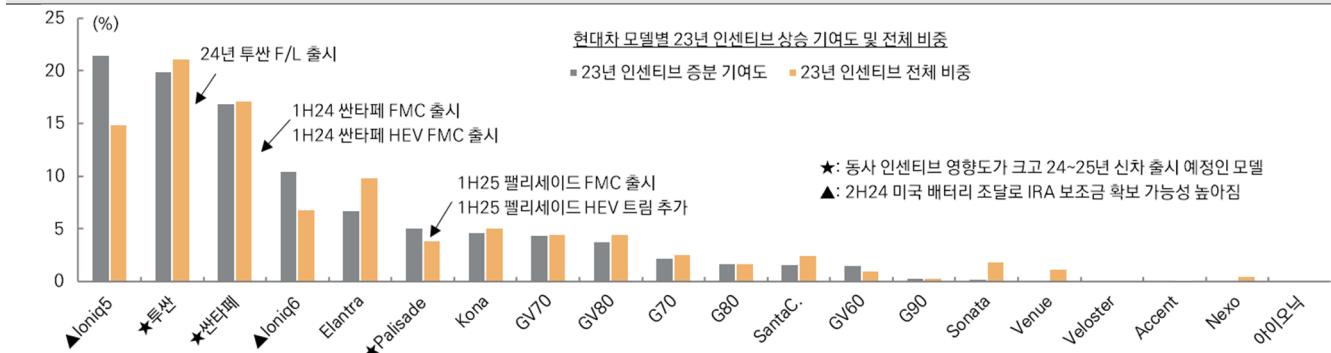
그림 185. 글로벌 ASP는 견고하게 유지된다



자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 현대차의 인센티브 상승을 야기한 모델들의 신차 출시가 예정되어 있다. 인센티브 상승세 둔화를 예상한다



자료: Autodata, 현대차, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

(2) Q의 상승도 지속된다. 동사 글로벌 공장출하량은 24년 413만대(+2.3% YoY), 25년 434만대(+4.8% YoY)으로 예상된다. 지역별로는 24년 미국 +4.4%, 유럽 +1.0%, 내수 -4.8%, 인도 +7.5%. 25년 미국 +8.3%, 유럽 +2.4%, 내수 +2.4%, 인도 +3.8%이다.

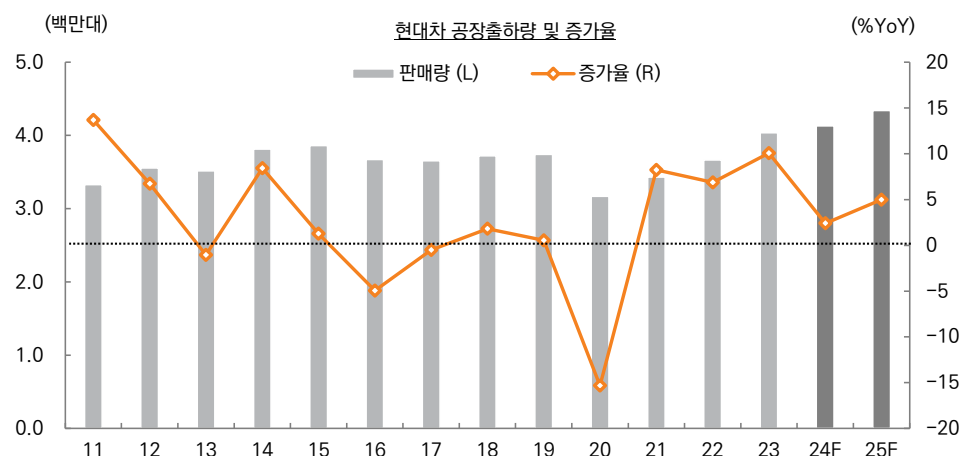
주요 지역은 미국과 인도이다. 미국은 24년 GDP 상향 지속, 견조한 고용 환경과 소비심리로 상승을 지속하고, 24년 하반기 금리 인하로 인한 차량구매환경 개선으로 25년부터 본격적으로 판매 증대될 것으로 예상된다. 판매 증대는 가격민감도가 높은 소비자군 위주로 진행될 가능성이 높다. 이에 현대차의 수혜를 예상한다. 동사가 판매 중인 모델의 세그먼트는 업계 대비 상대적으로 낮고, 모델의 가격도 세그먼트 평균 수준이거나 소폭 낮기 때문이다.

23년 일본 업체 생산 정상화에도 **(3) 미국 M/S 유지될 것으로 예상한다.** 세그먼트별로 분석한 결과 SUV-C에서는 투싼F/L 신차, SUV-D에서는 싼타페/펠리세이드 신차 그리고 BEV 모델이 점유율을 방어하겠다. Car-C에서는 점유율 훼손 있겠으나 제품믹스 개선을 위해 전략적으로 축소 중인 세그먼트로 영향 제한적이다. Car-D는 점유율 훼손 우려가 없다.

인도는 24~25년 GDP 고성장에 힘입어 성장한다. 높은 관세 등 진입장벽이 높은 인도에서 현대차기아의 점유율은 10%이다. 현대차기아의 생산역량은 현재 119만대에서 25년 130만대로 확대된다. 한편 1인당 GDP 상승은 SUV 비중을 견인한다. ASP 상승 요인이다. 동사가 23년 출시한 인도 전략 SUV 모델 '엑스터'의 점유율 기여도 지속되고 있다.

(4) C 하락에 따른 증익 효과도 반영된다. 동사의 매출액 대비 원재료비 비중은 60%로 높다. 20년 이후 급등한 원재료비 등은 22년부터 하락하기 시작했다. 시차를 두고 23년 3분기부터 증익 요인으로 작용하기 시작했다. 24년 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상된다. BEV 모델에서 원가 비중이 높은 배터리 가격도 지속 하락할 예정이다. BNEF는 글로벌 리튬이온 배터리팩 가격을 24년 -4% YoY, 25년 -15% YoY로 전망하고 있다.

그림 187. 현대차의 판매량은 지속 성장할 것으로 예상된다



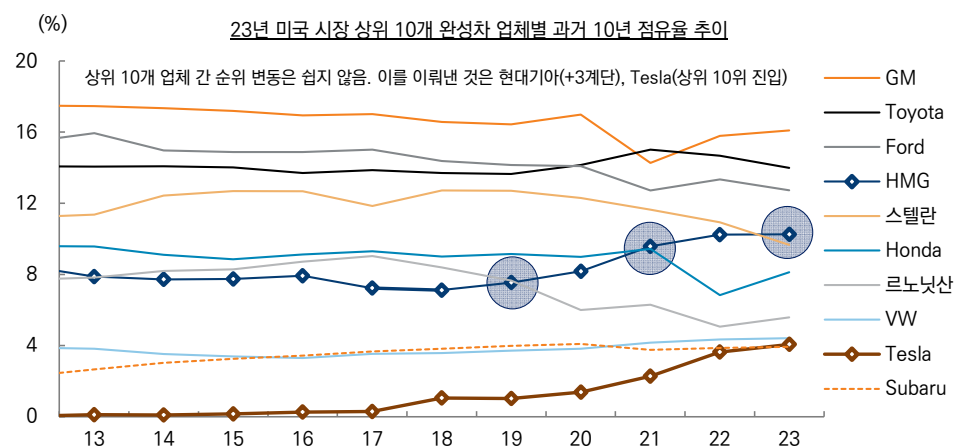
자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 현대차 주요 지역 신차 출시 스케줄

지역	상세	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
국내	세단	아반떼 ICE fl 아반떼 HEV fl 쏘나타 ICE fl 쏘나타 HEV fl	G80 ICE fl		G90 ICE fl		
	SUV	코나 ICE fmc 코나 HEV fmc 코나 BEV fmc	싼타페 ICE fmc 싼타페 HEV fmc GV80 ICE fl 투싼 ICE fl 투싼 HEV fl	GV70 ICE fl (5월)	아이오닉5 BEV fl 아이오닉9 BEV new (4Q)	팔리세이드 ICE fmc (1월) 팔리세이드 HEV new (1월)	GV90 BEV new
	그외			스타리아 HEV new			
미국	세단	아이오닉6 BEV new					
	SUV	GV70 BEV new 코나 ICE fmc 코나 HEV fmc 코나 BEV fmc	싼타페 ICE fmc 싼타페 HEV fmc 싼타페 PHEV fmc	GV70 ICE fl 투싼 ICE fl 투싼 HEV fl 아이오닉9 BEV new		팔리세이드 ICE fmc (6월) 팔리세이드 HEV new	
유럽	세단	아이오닉6 BEV new	G90 ICE new				
	SUV	코나 ICE fmc 코나 HEV fmc 코나 PHEV fmc 코나 BEV fmc	싼타페 ICE fmc 싼타페 HEV fmc 싼타페 PHEV fmc 투싼 ICE fl 투싼 HEV fl 투싼 PHEV fl 코나eN BEV new	캐스퍼 BEV new (3Q)			
인도	SUV		엑스터 ICE new	크레타 ICE fl 알카자르 ICE fl (5월)		크레타 BEV new	

자료: Marklines, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 미국 상위 10위권 경쟁에서 순위 상승을 이뤄낸 현대기아와 Tesla



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

2. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜

글로벌 완성차 업체 중 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 유지하면서 BEV라는 성장성을 확보해나가는 업체는 현대차가 될 것으로 전망한다. 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 두번째 구성 요인이다.

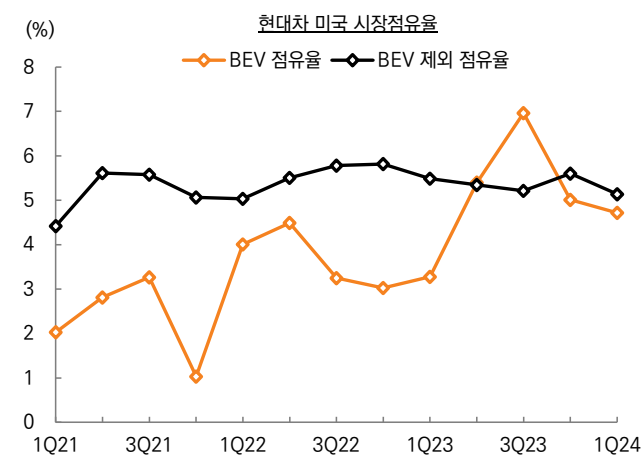
전기차 경쟁력 우려는 크게 1) BEV 침투율 상승에 따른 글로벌 완성차 업체들의 점유율 훼손과 벌금, 2) 최근 시장 둔화되는 가운데 BEV 투자비 회수 지연으로 보인다. 이에 최근 BEV 시장이 둔화되고 내연기관 규제가 완화되며 글로벌 완성차 업체의 멀티플이 회복되고 있다. 다만 당사는 회복은 제한적일 것으로 판단한다. BEV 침투율은 둔화됐지만, 우상향할 것이며 내연기관 규제는 완화된 것이지 철회된 것이기 아니기 때문이다.

현대차의 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망하는 이유는 1) 주요 전기차 시장인 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율을 좁혀가고 있고, 가장 중요한 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것이기 때문이다. 2) 가격 경쟁의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것이고, 3) 향후 확대되는 HEV 수요의 수혜를 받을 수 있는 포트폴리오 역량이 탁월하기 때문이다.

① 24~25년 현대차의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 전망하는 이유는: 1) IRA 세액공제 확보이다. 24년 10월 미국 조지아 전용 공장이 가동되고, 최근 발표된 배터리 공급사의 라인 전환에 따라 24년 IRA 세액공제 확보를 예상한다. 한편 24년 1월 IRA 세액공제의 FEOC 세부규정 실시함에 따라 경쟁사들은 보조금을 상실하고 있다.

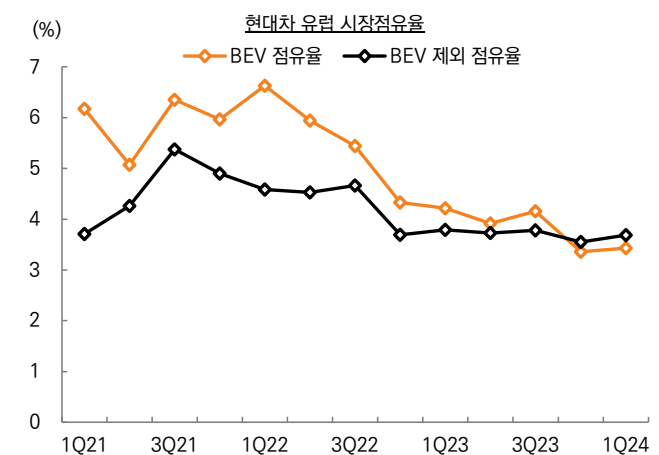
또한, 경쟁사들이 전기차 관련 계획을 연기 또는 철회하고 있다. 이들은 과거 상대적으로 큰 규모의 BEV 투자 계획을 발표했었지만 BEV 시장에서의 BEP 달성 시점이 늦춰지고, BEV 시장이 둔화됨에 따라 불가피한 것으로 판단한다. 그러나 현대차의 경우 애초에 투자 비용이 적게 발생했고, 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 올해도 전기차 전용 공장을 이룬 시점에 가동하는 등 경쟁사가 될 때, 현대차는 가속화하고 있다.

그림 189. 현대차의 미국 ICE-BEV 점유율 격차는 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 현대차의 유럽 ICE-BEV 점유율 격차는 미미함



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 현대차그룹 배터리 JV 가동 일정

구 분	HMG - LG엔솔	HMG - SK온	HMG - LG엔솔
공장위치	미국 조지아주	미국 조지아주	인도네시아 카라왕
가동시기	2025년말 가동	2025년말 가동	2024년 상반기
투자금액	연간 30GWh	연간 35GWh	연산 10GWh
생산역량	약 8조 3,500억원	약 6조 5,000억원	약 1조 4,500억원
발표시기	2023년 5월	2023년 4월	2021년 7월

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 주요 배터리 공급사 공장 라인 전환 개시 (언론 보도)

구 분	생산역량	공급 브랜드-모델	비 고
조지아 1공장	9.8 GWh	폭스바겐 (ID.4 등 MEB 모델)	- 보도에 따르면 2공장은 전량 HMG향으로 전환될 예정 - HMG 전기차 1대 배터리 용량을 80kWh로 가정하면 이는 약 14.6만대 규모. HMG 23년 미국 BEV 판매량이 약 12만대
조지아 2공장	11.7 GWh	포드 (F-150 라이트닝 등)	

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 24년 미국 IRA 세액공제 리스트 발표에 따른 보조금 변동 현황 → 동일 세그먼트의 현대차그룹 모델 반사수혜

세그먼트	브랜드명	모델-트림명	파워트레인	기준 (\$)	신규	판매량 (대)	동일 세그먼트의 현대차그룹 경쟁 모델 (23.11 누적 판매량)
SUV-D	Ford	머스탱 마하-E ER	BEV	3,750	IRA 보조금 상실	35,908	GV70 BEV (1,427), 쏘렌토 PHEV (3,255), 싼타페 PHEV (3,728), 아이오닉5 (30,657), EV6 (17,630)
	Ford	머스탱 마하-E SR	BEV	3,750		35,908	
	Tesla	Model Y LR	BEV	7,500		346,853	
SUV-E	BMW	X5 xDrive50e	PHEV	3,750		10,609	EV9
	링컨(Ford)	Aviator GT	PHEV	7,500		1,616	
Car-D	Tesla	Model 3 LR	BEV	7,500		201,460	아이오닉6 (10,943)
	Tesla	Model 3 SR	BEV	7,500			
소형밴	Ford	E-Transit	BEV	3,750			
픽업트럭	쉐보레(GM)	Silverado	BEV	7,500			
	Tesla	CyberTruck AWD	BEV	7,500			

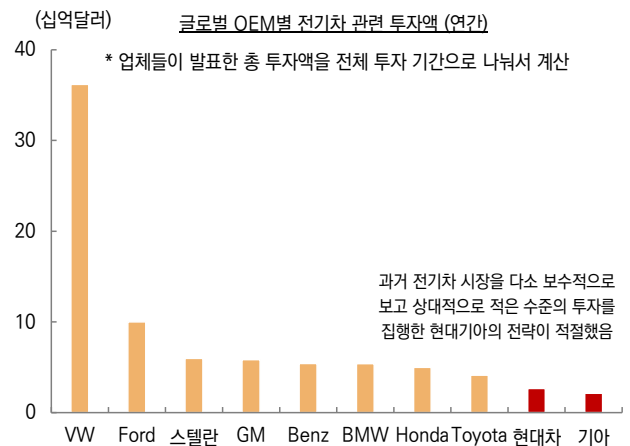
자료: fueleconomy, 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 글로벌 OEM들은 전기차 관련 계획을 철회/연기

	구분	기준 계획 및 변경 사항
GM	철회	북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회
	철회	북미 1H23 5만대, 2H23 10만대 생산 중 하반기 계획 철회
	철회	27년 일본 업체 Honda와 저가 EV 공동 생산 계획 철회
	연기	캐나다 전기트럭 공장 24년말 가동에서 25년말로 연기
Ford	연기	23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기
	철회	26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회
VW	연기	유럽내 배터리 4공장 증설 계획 연기
Benz	철회	25년 50% 전동화 전환, 30년 100% 전환 목표 전면 조정
Tesla	연기	멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지
Rivian	연기	조지아 신공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산
기타	하향	Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향

자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

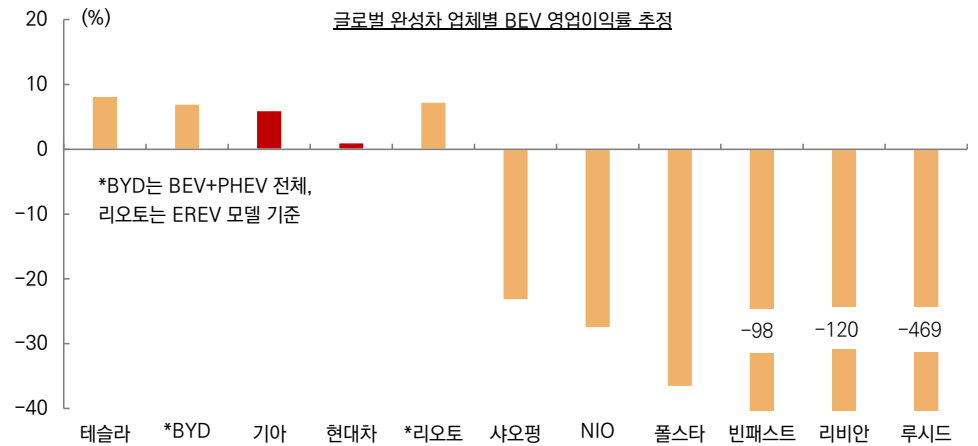
그림 191. 현대차기아의 투자비용은 가장 낮은 수준



자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

② BEV 수익성도 견고할 것이다. 현대차는 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 경쟁사와 달리 이른 시점에 이를 이뤄낸 것은 1) 혼류생산, 2) 판매량 및 배터리 조달 규모, 3) 환율 효과의 효과이다. 최근 가격 경쟁이 심화되고 있기에 수익성의 둔화에 대한 우려가 있다. 그러나 1) 배터리 가격이 24년 -4.3% YoY, 25년 -15% YoY 하락하고, 2) 24년 10월 가동될 미국 전기차 전용 공장에 따른 수출비용 절감, 고정비 레버리지, 미국 정부 및 주정부에서 지급하는 인센티브는 수익성에 기여할 것으로 전망한다.

그림 192. 현대차기아는 BEV 사업에서 이미 수익성을 확보했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 전용 공장 건설 대비 혼류 생산 시 시간/비용 크게 절감

구분	혼류 생산	전용 공장
생산시설 확보기간	20~30일 쪼갬 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)	2년 이내
투자비용	약 500~1,000억원	약 2조원
확보생산량	최대 15만대	30만대
생산효율성	동일 라인 ICE 병행 생산 수익성 확보 용이 시장 수요 대응 용이	신기술/신공정 적용 75% 이상 물류 자동화율 확대 +30% 이상 조립 자동화율 확대 +150% 이상 생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상 신차 준비 기간 단축 (-40% 이상)

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. HMG 23년 배터리 탑재량은 글로벌 3위 (중국 제외)

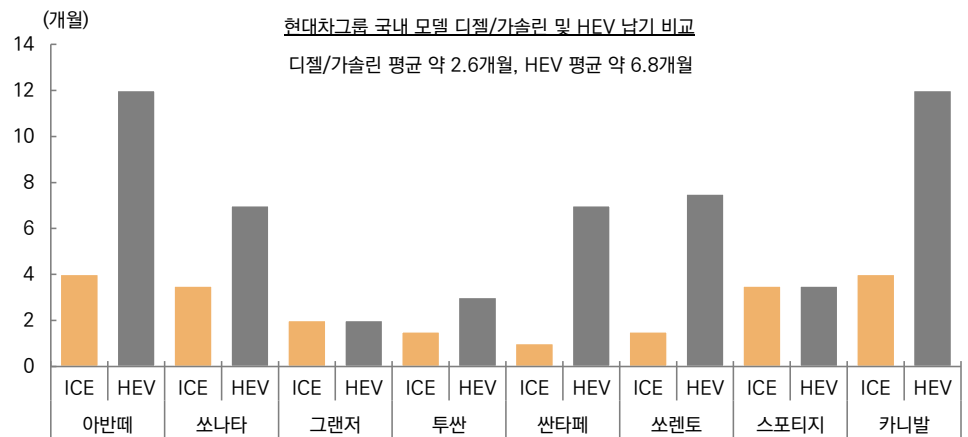
순위	23년 BEV 판매량	점유율	23년 배터리 탑재량	점유율
1	테슬라	28.0	테슬라	30.0
2	폭스바겐	13.3	폭스바겐	14.4
3	현대차그룹	9.7	현대차그룹	9.8
4	스텔란티스	7.5	BMW	6.8
5	르노-닛산	6.6	메르세데스-벤츠	5.9
6	BMW	6.4	스텔란티스	5.3
7	메르세데스-벤츠	5.1	르노-닛산	4.4
8	지리-볼보	3.8	지리-볼보	4.2

자료: EV-Volume, 미래에셋증권 리서치센터

③ 최근 확대되는 HEV 수요 업체는 현대차이다. 최근 BEV 수요가 둔화되고 HEV 수요가 확대되는 가운데 글로벌 완성차 업체중 HEV 수요에 대응할 수 있는 업체는 현대차, 일본 업체, Ford 뿐이다. 이중 파워트레인 전반적으로 포트폴리오 구성이 탁월한 업체는 현대차이다. 일본 업체의 경우 HEV에 집중되어 있고, GM은 BEV, 유럽 업체는 PHEV/MHEV 비중이 높다. 특히 현대차의 HEV 수익성은 이미 ICE 수준이거나 일부 모델에서는 상회하는 수준이다. 최근 경쟁 업체들이 HEV를 확대하고 있지만 시간이 소요될 수 밖에 없다.

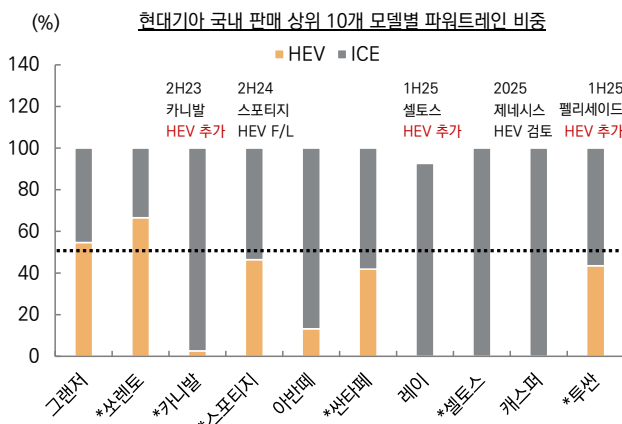
현대차가 국내에서 판매하는 모델의 납기를 살펴봐도 HEV 수요를 체감할 수 있다. HEV 모델의 납기는 일반 ICE 모델의 약 3배 수준이다. 또한, 현재 국내 및 미국 판매 모델을 살펴보면 HEV 침투율 상승 여력은 충분하다. 국내에서는 25년 펠리세이드에 HEV 트림이 추가될 예정이다. 미국에서는 1H24 싼타페 HEV FMC, 2H24 투싼 HEV FMC, 25년 펠리세이드 HEV 추가가 예정되어 있다.

그림 193. 국내를 사례로 모델 주문대기기간을 살펴보면 HEV에 대한 수요가 높은 상황



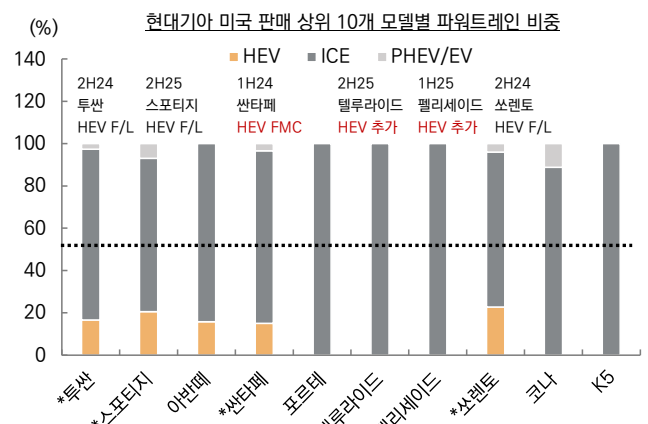
자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 국내 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 미국 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

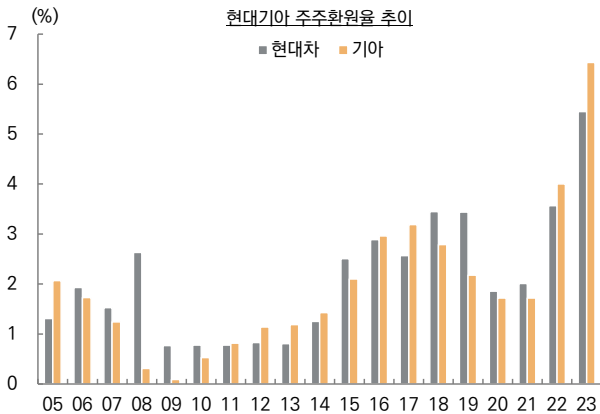
3. 주주환원 확대

정부의 밸류업 프로그램이 5월부터 본격 시행될 가운데 현대차의 고ROE-저PBR 매력이 부각되고, 주주환원정책도 확대될 가능성이 크다고 판단한다. 이를 통해 주주가치 상승 및 ROE 지속성에 대한 신뢰도 상승으로 Multiple의 회복을 전망한다.

현대차의 24~25F ROE는 13.1%, 12.3%로 견고하게 유지될 것으로 예상된다. 글로벌 완성차 업체와 비교해봐도 ROE 대비 P/B 수준이 낮아 매력적이다. 밸류업 프로그램이 멀티플 회복의 촉매가 될 것으로 예상된다. 한편 현대차의 경우는 18년 이후 주주환원을 강화해왔다. 그러나 현재 글로벌 경쟁사 그리고 기아와 비교해보면 상대적으로 낮은 상황이다. 현대차는 그룹사의 투자를 담당하고 있기에 부담이 크지만, 현대차의 1) 풍부한 현금흐름과 2) 밸류업 지수 포함 노력을 고려하면 주주환원이 확대될 가능성이 크다.

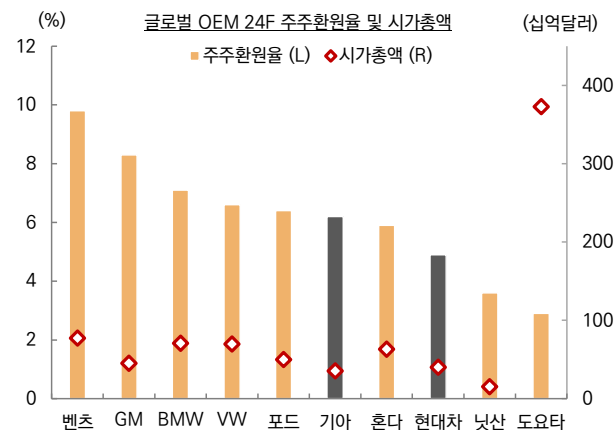
현대차의 차량부분 현금및현금성자산은 약 15조원에 달하고 시가총액 대비 잉여현금흐름도 높다. 전체 부채비율은 금융 계열사들이 포함되어 높게 표시되지만 차량 부채비율은 62%로 건조한 상황이다. 한편 언론 보도에 따르면 인도 IPO 법인 상장을 추진 중이다. 회사는 아직 공식적으로 확정하지 않았으나, 1) 언론 보도를 통해 알려진 내용이 상당히 구체적이라는 점과 2) 현재 인도 증시 상황을 고려했을 때 인도 IPO를 통해 조달할 수 있는 자금과 그룹사 전반적인 재평가 가능성을 고려하면 주주환원 확대를 예상한다.

그림 196. 현대기아 주주환원은 밸류업 이전부터 확대되어 왔음



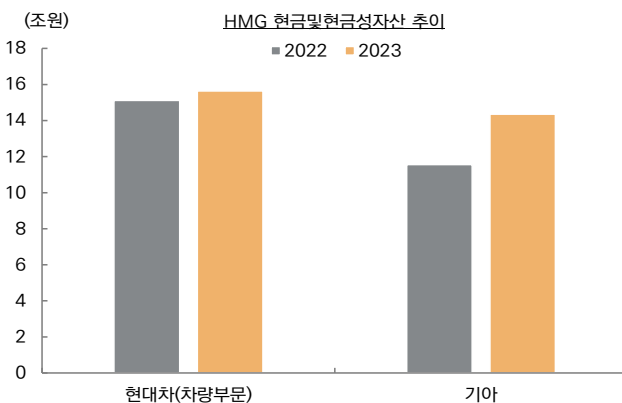
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 그러나 글로벌 경쟁사들과 비교해보면 아직 낮은 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 현대기아의 현금여력은 풍부하다



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 인도 법인 자금조달 시나리오 → 가능성 높다고 판단

구분	상세 내용
이벤트 타임라인	- (2월 5일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 초기 협상 진행중 - (2월 7일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 주관사 PT 진행 - (2월 7일/현대차) 상장 포함 다양한 활동 상시 검토중. 확정 없음 - (2월 20일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 주관사 선정 완료 - (2월 27일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 법률자문사 선정 완료 - 언론에 따르면 5월 증권신고서를 제출하고, 9~11월 상장 목표
자금조달 규모 추정	- 구주매출은 15~20%로 약 4.4조원~7.5조원 조달 예상 - 인도 법인 기업가치는 220억~280억원(29조~37조원) - 현대차는 약 15~20%의 지분을 매각해 33~56억달러 조달

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

현대차 (005380)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	142,151	162,664	169,973	178,397
매출원가	113,880	129,179	134,834	141,167
매출총이익	28,271	33,485	35,139	37,230
판매비와관리비	18,447	18,357	20,126	21,705
조정영업이익	9,825	15,127	15,013	15,526
영업이익	9,825	15,127	15,013	15,526
비영업손익	1,356	2,492	3,361	3,353
금융손익	71	440	740	432
관계기업등 투자손익	1,558	2,471	3,123	3,286
세전계속사업손익	11,181	17,619	18,374	18,879
계속사업법인세비용	2,979	4,627	5,145	5,286
계속사업이익	8,202	12,992	13,229	13,592
중단사업이익	-219	-720	0	0
당기순이익	7,984	12,272	13,229	13,592
지배주주	7,364	11,962	12,660	13,008
비지배주주	619	311	568	584
총포괄이익	9,034	12,429	13,229	13,592
지배주주	8,234	12,204	18,415	18,921
비지배주주	800	224	-5,186	-5,329
EBITDA	14,873	20,073	19,903	20,300
FCF	6,612	-9,590	13,868	14,741
EBITDA 마진율 (%)	10.5	12.3	11.7	11.4
영업이익률 (%)	6.9	9.3	8.8	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	7.4	7.4	7.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	10,627	-2,519	19,368	19,741
당기순이익	7,984	12,272	13,229	13,592
비현금손익비용가감	20,256	21,192	8,733	9,067
유형자산감가상각비	3,181	3,284	3,571	3,770
무형자산상각비	1,867	1,663	1,320	1,004
기타	15,208	16,245	3,842	4,293
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13,923	-30,365	1,249	1,374
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,326	-99	-231	-243
재고자산 감소(증가)	-2,721	-3,250	-858	-905
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,333	984	540	570
법인세납부	-2,394	-3,894	-5,145	-5,286
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,203	-8,649	-5,907	-5,429
유형자산처분(취득)	-3,878	-6,926	-5,500	-5,000
무형자산감소(증가)	-1,711	-1,778	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	657	-1,131	-407	-429
기타투자활동	3,729	1,186	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,324	9,393	-3,773	-28,280
장단기금융부채의 증가(감소)	4,641	12,527	12	-25,096
자본의 증가(감소)	171	137	0	0
배당금의 지급	-1,355	-2,499	-3,785	-3,184
기타재무활동	-4,781	-772	0	0
현금의 증가	8,069	-1,698	8,054	-15,450
기초현금	12,796	20,865	19,167	27,220
기말현금	20,865	19,167	27,220	11,771

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

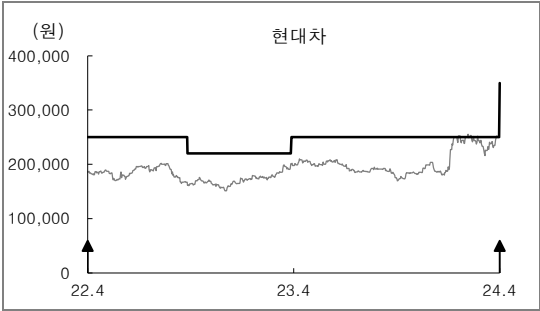
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	58,352	58,604	68,480	54,895
현금 및 현금성자산	20,865	19,167	27,220	11,771
매출채권 및 기타채권	7,288	6,887	7,227	7,528
재고자산	14,291	17,400	18,258	19,163
기타유동자산	15,908	15,150	15,775	16,433
비유동자산	107,027	116,172	118,215	119,952
관계기업투자등	25,199	28,476	29,880	31,361
유형자산	36,153	38,921	40,850	42,080
무형자산	6,102	6,219	4,899	3,895
자산총계	255,742	282,463	294,383	282,535
유동부채	74,236	73,362	75,294	52,223
매입채무 및 기타채무	19,075	19,595	20,561	21,580
단기금융부채	37,434	34,390	34,438	9,341
기타유동부채	17,727	19,377	20,295	21,302
비유동부채	90,609	107,292	108,065	108,880
장기금융부채	76,037	91,609	91,614	91,614
기타비유동부채	14,572	15,683	16,451	17,266
부채총계	164,846	180,654	183,359	161,103
지배주주지분	82,350	92,497	101,143	110,967
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,241	4,378	4,378	4,378
이익잉여금	79,954	88,666	97,542	107,366
비지배주주지분	8,547	9,312	9,881	10,465
자본총계	90,897	101,809	111,024	121,432

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	5.7	4.7	5.4	5.2
P/CF (x)	1.5	1.7	3.1	3.0
P/B (x)	0.5	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	8.9	7.9	8.0	7.4
EPS (원)	26,592	43,589	46,533	47,926
CFPS (원)	101,970	121,947	80,720	83,481
BPS (원)	303,544	341,739	377,043	413,239
DPS (원)	7,000	11,400	12,100	12,500
배당성향 (%)	17.7	18.9	18.6	18.7
배당수익률 (%)	4.6	5.6	4.8	5.0
매출액증가율 (%)	20.9	14.4	4.5	5.0
EBITDA증가율 (%)	32.4	35.0	-0.8	2.0
조정영업이익증가율 (%)	47.1	54.0	-0.8	3.4
EPS증가율 (%)	49.0	63.9	6.8	3.0
매출채권 회전율 (회)	38.3	36.3	35.4	35.4
재고자산 회전율 (회)	11.0	10.3	9.5	9.5
매입채무 회전율 (회)	11.4	11.9	12.0	12.0
ROA (%)	3.3	4.6	4.6	4.7
ROE (%)	9.4	13.7	13.1	12.3
ROIC (%)	10.3	15.0	14.3	14.8
부채비율 (%)	181.4	177.4	165.2	132.7
유동비율 (%)	78.6	79.9	91.0	105.1
순차입금/자기자본 (%)	95.0	97.4	79.5	64.5
조정영업이익/금융비용 (x)	18.8	27.1	38.3	43.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대차 (005380)				
2024.04.29	매수	350,000	-	-
2024.04.26	1년 경과 이후	250,000	-	-100.00
2023.04.26	매수	250,000	-18.56	2.20
2022.10.24	매수	220,000	-21.91	-8.64
2022.01.25	매수	250,000	-26.85	-19.20



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

투자의견 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(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none">- 당사는 자료 작성일 현재 현대차 을(를) 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.
<p>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.</p>