

현대차 (005380)

2024.03.26

투싼의 저력! 하이브리드로 밀고 간다

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@hi-ib.com

1Q23 Preview: 매출액 39.8조원, 영업이익 3.6조원 (OPM 9.2%)

24년 1분기 매출액은 39.8조원(YoY +5.6%), 영업이익 3.6조원(YoY +1.9%), OPM 9.2%)로 시장 기대치(39.8조원, 3.4조원)을 상회할 전망이다.

1월과 2월에는 설날 연휴로 인한 조업일수 감소, 아산 공장 전기차 설비 공사/울산 3공장 라인 효율화 공사로 인한 소나타, 그랜저의 물량 차질이 있었다. 이를 감안한 1분기 도매 판매 대수는 100.7만 대(YoY -1.2%)로 예상된다. 인센티브는 1월 \$2,439(YoY +184.9%) → 2월 \$2,891(YoY +204.3%)를 기록했다. 역사적으로 차량 가격의 9%가 건강한 인센티브 수준으로 여겨졌음을 감안했을 때, \$3,420까지는 상승세를 지속할 것으로 예상된다.

물량은 감소하고 인센티브는 상승하는 비우호적인 업황에도 불구하고 다시 한 번 호실적을 기록할 것으로 예상되는 이유는 믹스 개선이다. 북미/유럽 비중은 각각 28.9%(YoY +3.2%p), 15.6%(YoY+0.5%p)로 높아졌으며, 제네시스/SUV비중도 59.8%(YoY +0.4%p)로 높아졌다. 하이브리드 비중은 10.8%(YoY +1.7%p)이다. 특히 하이브리드에 주목할 필요가 있다. 1분기 판매 대수는 11.7만 대로 전년 동기 대비 1.6만 대를 더 많이 판매했다. 믹스를 개선하기에는 규모가 작아 보일 수 있겠지만, <Page 28- HEV를 판매함으로써 얻을 수 있는 믹스 개선의 요인 분석>에서 언급했듯이 핵심은 고정비 분담이라는 점을 기억해야 한다. ① 우선 HEV가 기존 ICE 모델 플랫폼의 고정비를 분담해주면서 해당 모델의 전반적인 마진을 개선하고 있다. ② 또한 투싼, 싼타페는 50%~70%가 하이브리드이다. 즉, 해당 모델들에 대해서는 HEV가 ICE보다 더 많이 판매되고 있다. ICE의 물량이 감소하면서 ICE PT 대당 고정비는 상승했지만, HEV 물량이 증가하면서 HEV PT 대당 고정비는 감소하고 있다. HEV PT가 상대적으로 투자 규모가 작기 때문에 HEV의 마진 개선이 ICE의 마진 훼손을 충분히 상쇄한다. ③ 여기에 올해는 감마 1.6 터보 엔진의 상각 종료로 더해진다.

'(분자=고정비)/(분모=물량)'의 관점에서 1/3 → 1/4과 1/10 → 1/11의 차이는 매우 크다. 하이브리드의 판매 규모가 작기 때문에 하이브리드로 인한 믹스 개선이 극대화되고 있는 시기이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 320,000원 상향

정부의 밸류업 프로그램으로 2~3년 간의 극심한 저평가가 해소되고 있는 구간이다. 게다가 하이브리드 중심의 믹스 개선이 올해 극대화될 수 있는 시기이다. 2.5터보 하이브리드가 내년에 출시된다면 하이브리드 마진 소폭 악화될 가능성이 있지만, 제네시스 하이브리드가 확정된다면 2026년 다시 한 번 하이브리드 중심의 본격 믹스 개선이 가능할 전망이다. 특히 Lexus의 하이브리드 비중은 33.8% 임을 감안했을 때 제네시스의 하이브리드에 대한 수요도 높다는 판단이다. ICE/HEV/BEV에 걸쳐 균형 잡힌 기술력을 보유하고 있으며, 견조한 실적이 유지되고 있다. 12M Fwd EPS를 43,456원에 글로벌 Peer 12M Fwd P/E 평균 7.3배를 적용해 목표주가를 320,000원으로 상향한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(상향)
종가(2024.03.25)	239,500원
상승여력	33.6%

Stock Indicator

자본금	1,489십억원
발행주식수	21,153만주
시가총액	50,662십억원
외국인지분율	38.3%
52주 주가	169,700~255,500원
60일평균거래량	1,317,074주
60일평균거래대금	306.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	20.4	24.2	34.8
상대수익률	-4.5	15.0	14.5	21.4

Price Trend



FY	2022	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	142,151	162,664	170,507	178,493
영업이익(십억원)	9,825	15,127	15,006	14,802
순이익(십억원)	7,364	11,962	11,978	12,267
EPS(원)	26,592	43,589	44,024	45,195
BPS(원)	297,355	337,373	374,498	409,333
PER(배)	5.7	5.5	5.4	5.3
PBR(배)	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	9.4	13.7	12.3	11.5
배당수익률(%)	8.0	7.0	7.0	5.8
EV/EBITDA(배)	7.9	7.3	6.9	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 현대차의 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	377,787	422,500	410,030	416,690	398,811	440,771	421,379	444,104	1,627,007	1,705,066	1,784,930
자동차	306,464	337,660	323,120	334,620	321,238	356,087	335,064	359,812	1,301,864	1,372,201	1,445,932
금융	50,894	57,480	59,020	56,620	51,868	58,723	60,094	57,809	224,014	228,494	233,064
기타	20,429	27,360	27,890	25,450	25,705	25,962	26,221	26,483	101,129	104,371	105,933
YoY	24.7	17.4	8.7	8.2	5.6	4.3	2.8	6.6	56.4	4.8	4.7
자동차	27.3	18.5	9.3	5.9	4.8	5.5	3.7	7.5	61.6	5.4	5.4
금융	16.4	5.5	0.9	29.7	1.9	2.2	1.8	2.1	33.0	2.0	2.0
기타	10.3	33.6	21.2	-1.0	25.8	-5.1	-6.0	4.1	53.9	3.2	1.5
매출총이익	77,220	88,930	84,617	84,448	81,756	92,562	87,647	93,262	335,215	355,227	378,563
YoY	33.8	20.2	15.0	8.5	5.9	4.1	3.6	10.4	81.4	6.0	6.6
GPM	20.4	21.0	20.6	20.3	20.5	21.0	20.8	21.0	20.6	20.8	21.2
영업이익	35,957	42,380	38,220	34,712	36,655	39,309	36,898	37,198	151,269	150,060	148,023
자동차	30,535	38,390	30,950	26,898	32,124	33,828	30,156	30,584	126,773	126,692	121,313
금융	3,681	4,250	3,830	2,094	2,075	3,523	4,507	4,625	13,855	14,730	19,178
기타	1,710	3,400	3,250	2,280	2,056	1,558	1,835	1,589	10,640	7,039	5,932
YoY	86.4	42.2	146.3	2.1	1.9	-7.2	-3.5	7.2	531.7	-0.8	-1.4
자동차	139.4	71.1	205.6	-10.9	5.2	-11.9	-2.6	13.7	1810.5	-0.1	-4.2
금융	-33.0	-30.3	1.3	-32.0	-43.6	-17.1	17.7	120.9	1.3	6.3	30.2
기타	64.5	168.1	101.6	20.0	20.3	-54.2	-43.5	-30.3	256.3	-33.8	-15.7
OPM	9.5	10.0	9.3	8.3	9.2	8.9	8.8	8.4	9.3	8.8	8.3
자동차	10.0	11.4	9.6	8.0	10.0	9.5	9.0	8.5	9.7	9.2	8.4
금융	7.2	7.4	6.5	3.7	4.0	6.0	7.5	8.0	6.2	6.4	8.2
기타	8.4	12.4	11.7	9.0	8.0	6.0	7.0	6.0	10.5	6.7	5.6
세전이익	45,909	48,340	46,669	35,233	42,771	45,441	40,682	41,780	176,151	170,675	172,715
지배주주순이익	33,115	32,350	31,897	22,255	29,781	31,640	28,326	29,090	119,617	118,837	120,258
YoY	108.9	15.4	150.8	30.6	-10.1	-2.2	-11.2	30.7	739.8	-0.7	1.2
NPM	8.8	7.7	7.8	5.3	7.5	7.2	6.7	6.6	7.4	7.0	6.7

자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

표2. 현대차 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	신규 추정(a)		기존 추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,705,066	1,784,930	1,697,346	1,775,200	0.5	0.5
영업이익	150,060	148,023	146,608	150,245	2.4	-1.5
세전이익	170,675	172,715	166,207	174,632	2.7	-1.1
지배주주순이익	118,837	120,258	115,726	121,210	2.7	-0.8
영업이익률	8.8	8.3	8.6	8.5	0.2	-0.2
세전이익률	10.0	9.7	9.8	9.8	0.2	-0.2
지배주주순이익률	7.0	6.7	6.8	6.8	0.2	-0.1

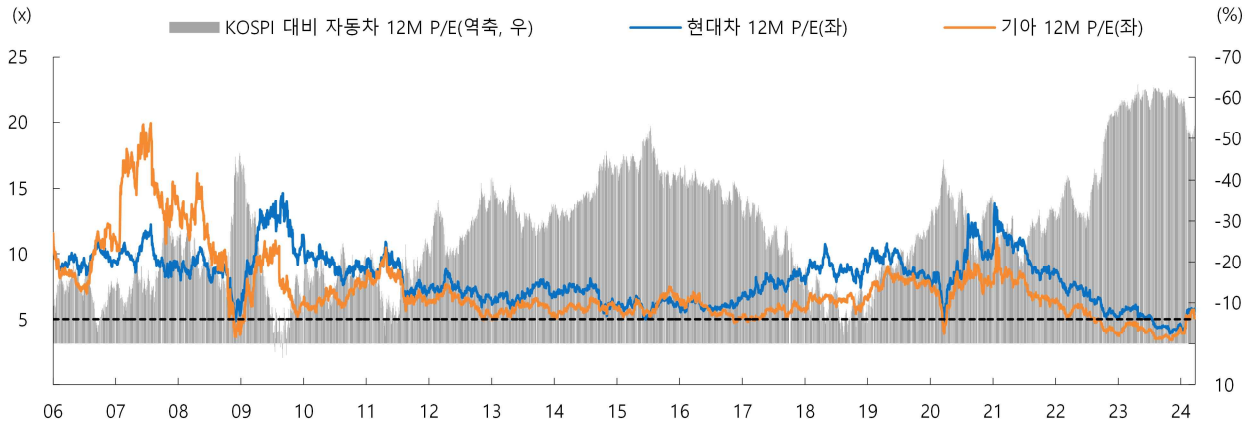
자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 현대차의 중국 매출 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
중국 포함 출고량	1,019,955	1,063,839	1,014,214	1,083,322	1,015,807	1,105,593	1,036,339	1,091,671	4,181,330	4,249,409	4,310,370
중국 제외 출고량	959,927	1,001,571	952,267	1,017,141	955,178	1,042,737	974,392	1,026,679	3,930,906	3,998,985	4,059,946
국내	471,291	514,806	434,871	505,980	445,222	496,285	467,092	537,618	1,926,948	1,946,217	2,024,066
HMMA	90,948	92,100	91,154	89,484	94,422	105,504	96,126	85,818	363,686	381,870	420,057
HMI	181,627	183,403	209,776	190,977	200,253	207,891	188,105	184,850	765,783	781,099	804,532
HMMC	87,837	88,839	78,159	85,167	92,649	89,924	81,957	77,946	340,002	343,402	346,836
HAOS	65,648	58,213	56,495	65,427	66,157	67,903	57,895	56,286	245,783	248,241	250,723
HMB	42,754	43,300	60,272	59,126	36,669	52,195	57,736	60,906	205,452	207,507	213,732

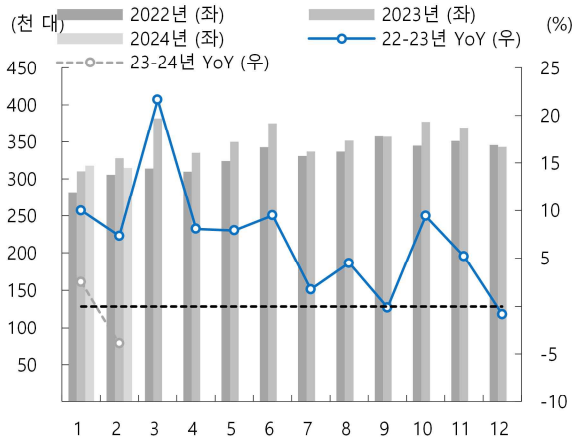
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 정부의 밸류업 프로그램으로 2~3년 간의 극심한 저평가 해소



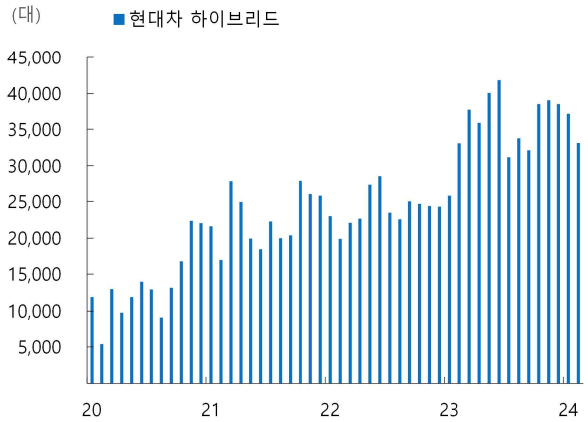
자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 1월 31.7만 대→2월 31.4만 대 판매: 아산/울산3공장 생산 설비 공사의 영향



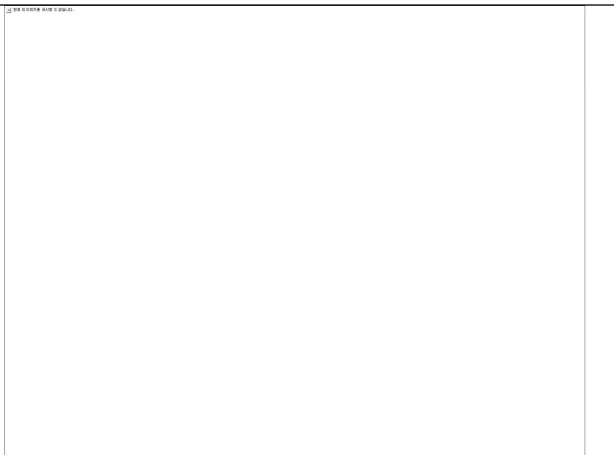
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 올해 현대차의 하이브리드 판매 목표는 48만 대, 1월 4.8만 대→2월 4.5만 대



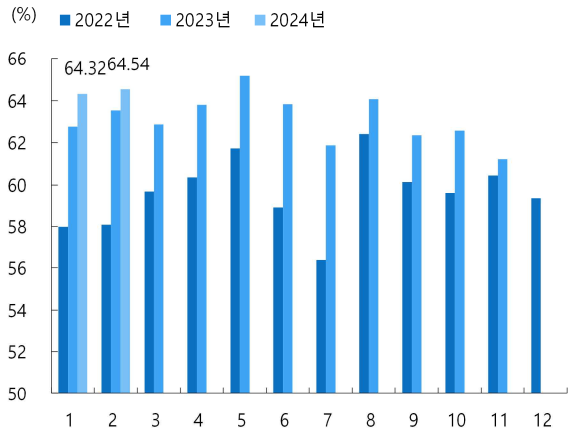
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림4. SUV와 제네시스 중심의 믹스 개선 지속



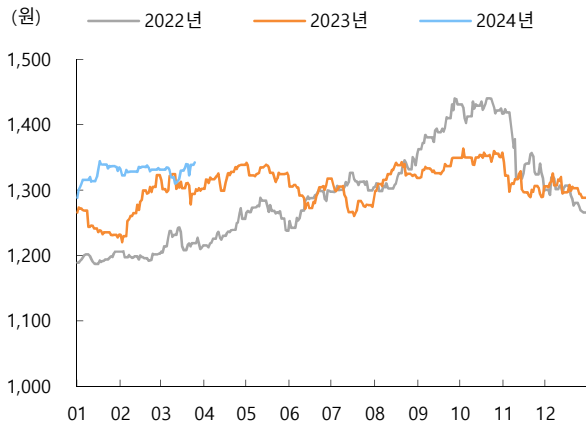
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 제네시스/SUV 비중은 1월 64.3%→2월 64.5%



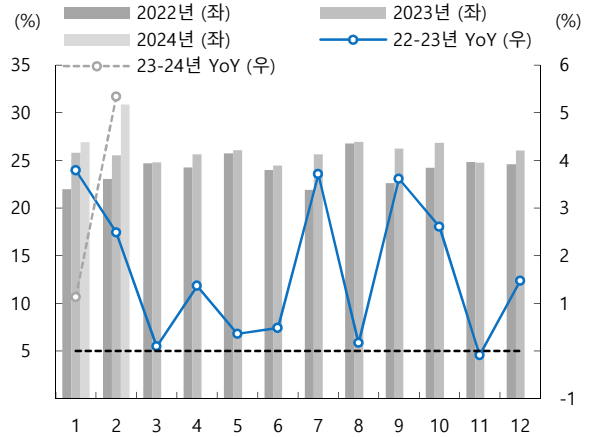
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 1,300원 대의 원/달러 환율 유지



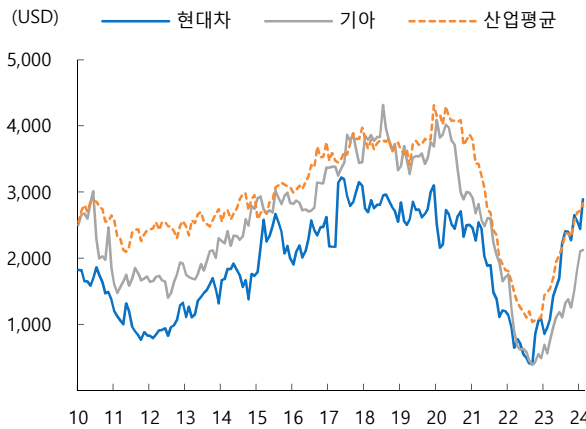
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 북미 판매 비중은 1월 26.9%→2월 30.8%



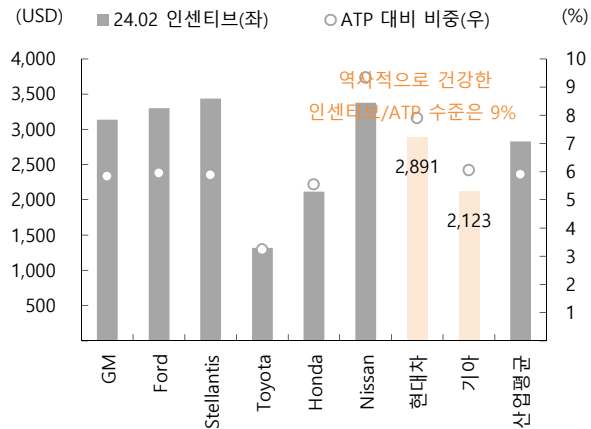
자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 인센티브는 1월 2,439→2월 \$2,891으로 상승 지속



자료: Automotive News, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 차량 가격의 9%인 \$3,420까지는 상승세를 지속할 전망



자료: Automotive News, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 현대차 신차 출시 일정

	2022		2023		2024		2025
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	
한국	팰리세이드 F/L (ICE) G90	아이오닉6 (BEV) 그랜저플체인지 (ICE, HEV)	코나플체인지 (ICE, HEV, BEV) 소나타 F/L (ICE, HEV) 아반떼 F/L (ICE, HEV)	싼타페플체인지 (ICE, HEV) GV80 쿠페 (ICE) G80 F/L (ICE)	GV70 F/L (ICE)	G90 F/L (ICE) 아이오닉9 (BEV)	팰리세이드플체인지 (ICE, HEV) 제네시스 중대형 SUV (ICE, HEV)
미국	팰리세이드 F/L (ICE) GV60 (BEV)	싼타페 (HEV) G80 EV (BEV)	아이오닉6 (BEV)	코나플체인지 (ICE, HEV, BEV)	싼타페플체인지 (ICE, HEV)	아이오닉7 (BEV)	팰리세이드플체인지 (ICE, HEV) 제네시스 중대형 SUV (ICE, HEV)
유럽			코나플체인지 (ICE, HEV, BEV) 아이오닉6 (BEV)		싼타페플체인지 (ICE, HEV) 투싼F/L (ICE, HEV)		
중국					싼타페플체인지 (ICE, HEV)		

자료: 현대차, 하이투자증권 리서치본부

그림11. HEV를 판매함으로써 얻을 수 있는 믹스 개선의 요인 분석

	ICE	설명		
판매량	100,000			
차량 가격	3,000	ICE와 HEV의 차량 가격은 300~500만원 가량 차이 → ICE, HEV 3,000만원, 3,500만원 가정		
대당 매출원가	2,400	매출원가를 80% 가정		
재료비	1,920	HEV에는 엔진 뿐만 아니라 모터, 배터리 등 부품이 추가되기 때문에 재료비도 500만원 증가 가정		
노무비	240			
경비	240			
파워트레인	72	ICE와 HEV 엔진 각각에 대한 상각비 → 물량이 많을수록 고정비 부담 절감		
플랫폼	72	대부분의 HEV는 파생 플랫폼으로 ICE와 플랫폼을 공유 → 물량이 많아지면서 고정비 부담 절감		
기타 경비	96			
판매관리비	300			
대당 이익	300			
대당 마진(%)	10.0			
	(1) ICE	(1) HEV	(2) ICE	(2) HEV
판매량	100,000	50,000	50,000	100,000
	- HEV가 추가되면서 물량 ↑ICE의 플랫폼 고정비 분배 - ICE 마진 상승을 불러온 하이브리드 초창기		- HEV의 비중이 더 높아지기 시작 - ICE보다는 HEV 엔진 투자 규모가 작다는 점이 HEV 마진 상승으로 연결	
차량 가격	3,000	3,500	3,000	3,500
대당 매출원가	2,376	2,924	2,448	2,864
재료비	1,920	2,420	1,920	2,420
노무비	240	240	240	240
경비	216	264	288	204
파워트레인	72	120	144	60
플랫폼	48	48	48	48
기타 경비	96	96	96	96
판매관리비	300	300	300	300
대당 이익	324	276	252	336
대당 마진(%)	10.8	7.9	8.4	9.6
	(3) ICE	(3) HEV		
판매량	50,000	100,000		
	- 파워트레인의 상각은 대개 3년을 기준으로 함 - 2020년 감마 1.6터보 출시 감안했을 때 올해는 PT 고정비가 매우 작음			
차량 가격	3,000	3,500		
대당 매출원가	2,448	2,814		
재료비	1,920	2,420		
노무비	240	240		
경비	288	154		
파워트레인	144	10		
플랫폼	48	48		
기타 경비	96	96		
판매관리비	300	300		
대당 이익	252	386		
대당 마진(%)	8.4	11.0		

자료: 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

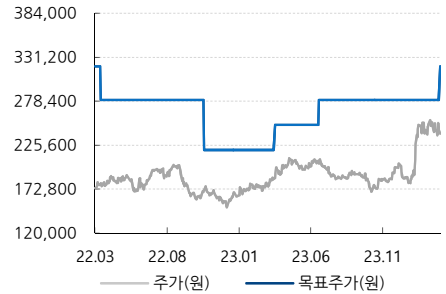
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	58,352	58,604	64,808	62,685	매출액	142,151	162,664	170,507	178,493
현금 및 현금성자산	20,865	19,167	22,825	19,172	증가율(%)	20.9	14.4	4.8	4.7
단기금융자산	11,233	9,824	10,315	10,418	매출원가	113,880	129,179	134,984	139,033
매출채권	10,200	9,848	11,544	11,785	매출총이익	28,272	33,484	35,523	39,460
재고자산	14,291	17,400	17,691	18,806	판매비와관리비	18,447	18,357	20,517	24,657
비유동자산	107,027	116,172	126,200	135,160	연구개발비	1,760	2,163	2,268	2,374
유형자산	36,153	38,921	43,691	46,406	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6,102	6,219	6,723	8,133	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	255,742	282,463	290,034	301,203	영업이익	9,825	15,127	15,006	14,802
유동부채	74,236	73,362	76,924	79,455	증가율(%)	47.1	54.0	-0.8	-1.4
매입채무	10,797	10,952	11,480	12,018	영업이익률(%)	6.9	9.3	8.8	8.3
단기차입금	11,366	9,036	8,336	7,436	이자수익	594	998	1,140	1,018
유동성장기부채	25,574	25,109	26,355	26,526	이자비용	523	558	536	527
비유동부채	90,609	107,292	101,838	100,701	지분법이익(손실)	1,558	2,471	5,646	5,646
사채	62,960	73,033	68,033	67,033	기타영업외손익	-307	-568	-324	-349
장기차입금	12,285	17,570	17,218	16,874	세전계속사업이익	11,181	17,619	17,067	17,272
부채총계	164,846	180,654	178,762	180,156	법인세비용	2,979	4,627	4,779	4,686
지배주주지분	82,349	92,497	101,649	111,105	세전계속이익률(%)	7.9	10.8	10.0	9.7
자본금	1,489	1,489	1,475	1,475	당기순이익	7,984	12,272	12,289	12,586
자본잉여금	4,241	4,378	4,378	4,378	순이익률(%)	5.6	7.5	7.2	7.1
이익잉여금	79,954	88,666	97,675	106,974	지배주주귀속 순이익	7,364	11,962	11,978	12,267
기타자본항목	-3,335	-2,036	-1,879	-1,723	기타포괄이익	1,051	157	157	157
비지배주주지분	8,547	9,312	9,623	9,942	총포괄이익	9,034	12,429	12,445	12,742
자본총계	90,897	101,809	111,272	121,046	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	10,627	-2,519	29,608	32,490	주당지표(원)				
당기순이익	7,984	12,272	12,289	12,586	EPS	26,592	43,589	44,024	45,195
유형자산감가상각비	3,181	3,284	3,342	4,285	BPS	297,355	337,373	374,498	409,333
무형자산상각비	1,867	1,663	1,696	1,789	CFPS	44,818	61,614	62,541	67,575
지분법관련손실(이익)	1,558	2,471	5,646	5,646	DPS	14,050	22,850	22,850	22,850
투자활동 현금흐름	-1,203	-8,649	-11,491	-10,108	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,878	-6,926	-8,112	-7,000	PER	5.7	5.5	5.4	5.3
무형자산의 처분(취득)	-1,711	-1,778	-2,200	-3,200	PBR	0.5	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	-2,589	-4,172	-1,579	-1,659	PCR	3.4	3.9	3.8	3.5
재무활동 현금흐름	-1,324	9,393	-7,655	-4,795	EV/EBITDA	7.9	7.3	6.9	6.7
단기금융부채의증감	-2,682	-2,617	546	-729	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,003	14,147	-5,351	-1,344	ROE	9.4	13.7	12.3	11.5
자본의증감	-	-	-14	-	EBITDA이익률	10.5	12.3	11.8	11.7
배당금지급	-1,355	-2,499	-2,968	-2,968	부채비율	181.4	177.4	160.7	148.8
현금및현금성자산의증감	8,069	-1,698	3,658	-3,653	순부채비율	88.1	94.1	78.0	72.9
기초현금및현금성자산	12,796	20,865	19,167	22,825	매출채권회전율(x)	15.1	16.2	15.9	15.3
기말현금및현금성자산	20,865	19,167	22,825	19,172	재고자산회전율(x)	11.0	10.3	9.7	9.8

자료 : 현대차, 하이투자증권 리서치본부

현대차 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-04-06	Buy	280,000	-34.7%	-27.9%
2022-11-11 (담당자변경)	Buy	220,000	-22.7%	-15.1%
2023-04-10	Buy	250,000	-19.4%	-16.0%
2023-07-12	Buy	280,000	-28.8%	-8.8%
2024-03-26	Buy	320,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-

