

2023. 7. 26



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **350,000 원**

현재주가 (7.26) **198,700 원**

상승여력 **76.1%**

KOSPI	2,592.36pt
시가총액	420,313억원
발행주식수	21,153만주
유동주식비율	65.26%
외국인비중	32.86%
52주 최고/최저가	210,000원/151,000원
평균거래대금	1,208.6억원

주요주주(%)	
현대모비스 외 9 인	29.68
국민연금공단	7.86

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	13.6	1.4
상대주가	-1.3	8.2	-5.6

주가그래프



현대차 005380

PER 3.7

- ✓ 6개 분기 연속 컨센서스 상회 영업 실적 기록
- ✓ 6개 분기 연속 YoY 판매 성장세 지속. Fleet 수요의 가파른 회복과 Retail 대기 수요의 구매 전환으로 2H23에도 판매 증가 이어질 것
- ✓ 호실적에 근거한 실적 컨센서스 지속 상향에도 불구하고, 주가는 장기 정체 국면
- ✓ Peak-out 우려 완화는 실적과 주가의 디커플링 해소의 단초가 될 것
- ✓ 2023년 당사 실적 추정치 기준 PER은 3.7배에 불과

2Q23, 6개 분기 연속 컨센서스 상회 분기 실적 기록

매출 42,3조원 (+17% YoY, 이하 YoY), 영업이익 4,24조원 (+42%)으로 컨센서스를 각각 +5%, +11% 상회했다. 영업이익률은 10.0% (+1.7%p)로 2Q13 이후 만 10년 만에 두 자릿수를 회복했다. 호실적의 근거는 판매량 증가와 판매가격 상승이다. 중국 제외 글로벌 도매 판매가 6개 분기 연속 상승세 (+6%)를 이어갔으며, 글로벌 평균 판매 가격은 \$22,116 (+6%)으로 역대 최고치를 경신했다.

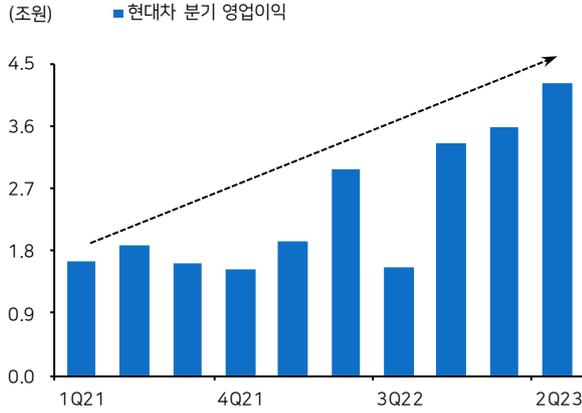
미국 시장 기준 2Q23 대당 인센티브가 \$1,560으로 전년 동기 \$603과 직전 분기 \$964보다 높아진 것은 사실이다. 그러나 공식 판매가격에서 인센티브를 차감한 실질 거래가격 (매출 인식 판매가격)은 \$36,289으로 큰 변화 없이 유지되고 있다. 이는 인센티브 상승 폭 이상의 공식 판매가격 인상이 있었음을 의미한다. 현재 글로벌 재고는 1.3개월로 2021년 하반기 이후 극단적으로 낮은 수준이 이어지고 있다. 지속적 판매 성장에도 낮은 재고가 지켜지는 것은 늘어나는 공급 이상의 수요가 발생되고 있음을 반증한다.

Fleet 판매 호조 넘어, Retail 회복 가시성 또한 상승 중

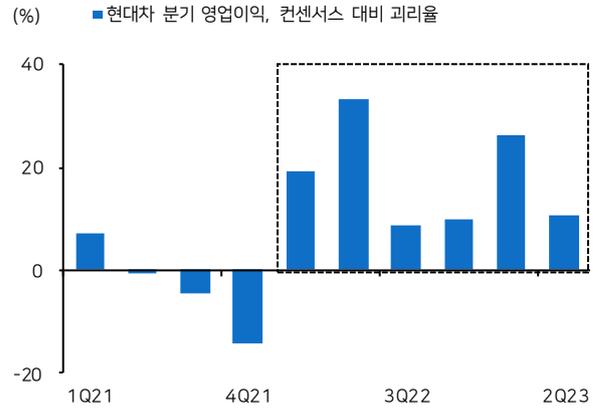
1H23 영업 실적 호조를 이끈 것은 이전 3년간 눌러왔던 이동성의 정상화에 따른 Fleet 판매의 가파른 회복이다. 2019년 이전의 운용대수 회복을 위해 2024년까지 높은 성장이 지속될 것이다. Fleet 판매의 성장 지속과 함께, 이제 Retail 판매 회복 가시성도 높아지고 있다. OECD 경기 선행지표와 소비 신뢰지수의 개선이 확인되고 있으며, 지난 2022년 1,220만대까지 내려갔던 미국 SAAR 또한 지난 달 1,570만대까지 올라왔다. 3.4%에 불과한 실업률은 금리 안정화와 경기 침체 우려 축소와 함께 Retail 대기 수요의 구매 전환을 이끌 것이다. 영업 지표 호조가 이어지고 있는 현대차에 대해 기존 투자 의견 Buy와 적정주가 350,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	103,997.6	2,394.7	1,424.4	5,790	-52.2	275,660	34.3	0.7	7.6	1.9	174.2
2021	117,610.6	6,678.9	4,942.4	21,678	247.0	298,318	9.2	0.7	5.8	6.2	183.2
2022	142,527.5	9,819.8	7,364.4	32,436	49.0	328,219	6.1	0.6	4.2	8.5	181.4
2023E	157,874.7	14,763.7	11,981.4	53,842	62.7	365,283	3.7	0.5	3.3	12.5	172.6
2024E	161,380.1	15,386.1	11,853.0	53,018	-1.1	407,222	3.7	0.5	2.9	11.1	162.6

그림1 현대차, 6개 분기 연속 컨센서스 상회 영업이익 기록

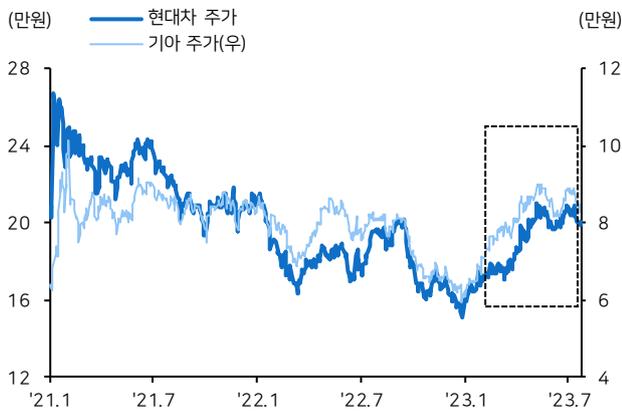


자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Peak-out 우려 지속으로 실적과 주가의 디커플링 발생

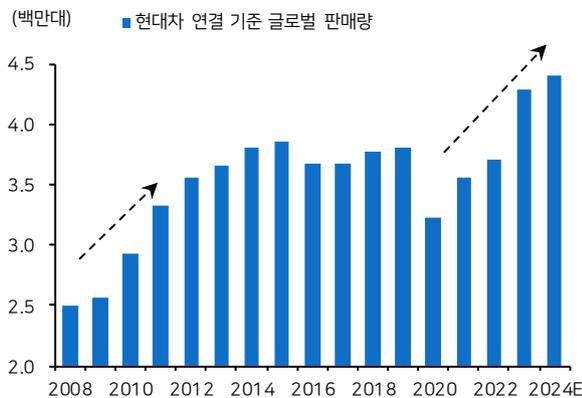


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1H23 시작된 가파른 Fleet 수요 회복에 이어 2H23 이후 장기간 축적되어온 Retail 대기 수요의 구매 전환 기대



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대차, 2021년 하반기 이후 극단적으로 낮은 재고 규모 유지



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표1 낮은 재고에 근거한 공식 판매가격 인상을 통해, 인센티브 상승 불구 높은 수준의 실질 거래 가격 기록 중

Manufacturer	Average Transaction Price(달러)			Change(%)	
	2023. 6	2023. 5	2022. 6	% MoM	% YoY
BMW	71,223	70,371	65,992	1.2	7.9
Daimler	82,641	82,715	67,510	-0.1	22.4
Ford Motor Company	56,448	57,071	54,895	-1.1	2.8
Geely Auto Group	57,537	57,602	59,364	-0.1	-3.1
General Motors	52,568	52,351	50,327	0.4	4.5
Honda Motor Company	38,741	38,775	38,385	-0.1	0.9
Hyundai Motor Group	36,800	36,579	35,486	0.6	0.9
Mazda Motor Corporation	33,801	34,581	33,526	-2.3	0.8
Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance	36,770	36,902	35,398	-0.4	3.9
Stellantis	57,517	56,635	54,557	1.6	5.4
Subaru Corporation	35,888	35,449	36,175	1.2	-0.8
Tata Motors	97,573	99,842	84,269	-2.3	15.8
Tesla Motors	55,106	56,592	67,242	-2.6	-18.0
Toyota Motor Company	42,323	43,047	40,003	-1.7	5.8
Volkswagen Group	58,769	56,250	56,698	4.5	3.7
Industry	48,808	48,658	48,035	0.3	1.6

자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

표2 2Q23 영업이익, 컨센서스 +11% 상회

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	42,250	36,000	17.4	37,779	11.8	40,115	5.3	41,018	3.0
영업이익	4,238	2,980	42.2	3,593	18.0	3,824	10.8	4,104	3.3
세전이익	4,834	3,889	24.3	4,591	5.3	4,465	8.3	4,673	3.5
순이익	3,235	2,803	15.4	3,312	-2.3	3,098	4.4	3,113	3.9
영업이익률(%)	10.0	8.3		9.5		9.5		10.0	
세전이익률(%)	11.4	10.8		12.2		11.1		11.4	
순이익률(%)	7.7	7.8		8.8		7.7		7.6	

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표3 2023년 · 2024년 영업이익 컨센서스 각각 +9% · +17% 상회 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	157,875	155,613	1.5	161,380	159,307	1.3
영업이익	14,764	13,599	8.6	15,386	13,178	16.8
세전이익	17,628	16,040	9.9	17,831	15,394	15.8
순이익	11,981	11,200	7.0	11,853	10,748	10.3
영업이익률(%)	9.4	8.7	0.6%p	9.5	8.3	1.3%p
세전이익률(%)	11.2	10.3	0.9%p	11.0	9.7	1.4%p
순이익률(%)	7.6	7.2	0.4%p	7.3	6.7	0.6%p

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표4 2023년 · 2024년 영업이익 추정치, 큰 변화 없이 유지

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	142,528	157,875	161,380
매출액 - 기존 추정	142,528	157,318	160,304
% change	0.0%	0.4%	0.7%
영업이익 - 신규 추정	9,820	14,764	15,386
영업이익 - 기존 추정	9,820	14,807	15,417
% change	0.0%	-0.3%	-0.2%
세전이익 - 신규 추정	10,948	17,628	17,831
세전이익 - 기존 추정	10,948	17,401	17,540
% change	0.0%	1.3%	1.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	7,364	11,981	11,853
지배주주 순이익 - 기존 추정	7,364	11,809	11,827
% change	0.0%	1.5%	0.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	32,436	53,842	53,018
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	32,436	53,036	52,896
% change	0.0%	1.5%	0.2%

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	30,298.6	35,999.9	37,705.4	38,523.6	37,778.7	42,249.7	37,972.9	39,873.5	142,527.5	157,874.7	161,380.1
(% YoY)	10.6	18.7	30.6	24.2	24.7	17.4	0.7	3.5	21.2	10.8	2.2
판매볼륨 (중국 제외)	864.2	932.0	936.2	978.0	982.0	1,022.1	975.2	1,033.4	3,710.4	4,012.7	4,148.8
(% YoY)	-6.9	2.1	14.0	8.7	13.6	9.7	4.2	5.7	4.2	8.1	3.4
자동차	24,075.0	28,504.0	29,553.6	31,585.4	30,646.4	33,765.7	29,757.9	32,172.9	113,718.1	126,342.8	129,777.7
(% YoY)	10.9	15.5	30.9	25.4	27.3	18.5	0.7	1.9	20.8	11.1	2.7
금융	4,371.8	5,448.4	5,850.7	4,366.9	5,089.4	5,748.0	5,666.3	4,924.4	20,037.9	21,428.1	20,912.5
(% YoY)	2.0	34.9	28.0	12.4	16.4	5.5	-3.2	12.8	19.4	6.9	-2.4
기타	1,851.8	2,047.5	2,301.1	2,571.2	2,042.9	2,736.0	2,548.7	2,776.2	8,771.6	10,103.8	10,689.9
(% YoY)	32.0	26.9	33.9	31.9	10.3	33.6	10.8	8.0	31.2	15.2	5.8
OP	1,928.9	2,979.8	1,551.8	3,359.2	3,592.7	4,237.9	3,214.1	3,719.0	9,819.8	14,763.7	15,386.1
(% YoY)	16.4	58.0	-3.4	119.6	86.3	42.2	107.1	10.7	47.0	50.3	4.2
자동차	1,275.7	2,243.5	1,012.6	2,861.7	3,053.5	3,472.9	2,562.5	3,231.6	7,393.5	12,320.6	12,950.3
(% YoY)	21.5	81.5	5.7	213.8	139.4	54.8	153.1	12.9	77.9	66.6	5.1
금융	549.3	609.5	378.0	307.7	368.1	425.0	434.9	293.1	1,844.6	1,521.2	1,527.2
(% YoY)	3.6	10.0	-33.7	-43.1	-33.0	-30.3	15.0	-4.7	-16.0	-17.5	0.4
기타	104.0	126.8	161.2	189.7	171.0	340.0	216.6	194.3	581.7	922.0	908.6
(% YoY)	35.9	32.7	104.3	147.0	64.5	168.1	34.4	2.4	77.5	58.5	-1.4
RP	2,278.6	3,888.8	2,042.0	2,738.6	4,590.9	4,833.8	3,843.7	4,359.9	10,947.9	17,628.4	17,830.9
(% YoY)	11.4	55.4	5.4	85.8	101.5	24.3	88.2	59.2	37.5	61.0	1.1
NP	1,584.9	2,803.5	1,271.6	1,704.4	3,311.5	3,234.5	2,539.2	2,896.2	7,364.4	11,981.4	11,853.0
(% YoY)	19.4	59.1	-2.7	211.6	108.9	15.4	99.7	69.9	49.0	62.7	-1.1
Margin											
OP margin (%)	6.4	8.3	4.1	8.7	9.5	10.0	8.5	9.3	6.9	9.4	9.5
자동차	5.3	7.9	3.4	9.1	10.0	10.3	8.6	10.0	6.5	9.8	10.0
금융	12.6	11.2	6.5	7.0	7.2	7.4	7.7	6.0	9.2	7.1	7.3
기타	5.6	6.2	7.0	7.4	8.4	12.4	8.5	7.0	6.6	9.1	8.5
RP margin (%)	7.5	10.8	5.4	7.1	12.2	11.4	10.1	10.9	7.7	11.2	11.0
NP margin (%)	5.2	7.8	3.4	4.4	8.8	7.7	6.7	7.3	5.2	7.6	7.3
평균환율 (원/달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,275.5	1,315.1	1,280.0	1,280.0	1,291.1	1,287.7	1,280.0
기말환율 (원/달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,301.6	1,316.3	1,280.0	1,280.0	1,260.4	1,280.0	1,280.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	103,997.6	117,610.6	142,527.5	157,874.7	161,380.1
매출액증가율(%)	-1.7	13.1	21.2	10.8	2.2
매출원가	85,515.9	95,680.1	114,209.5	125,107.6	127,856.9
매출총이익	18,481.7	21,930.5	28,318.1	32,767.1	33,523.1
판매관리비	16,087.0	15,251.5	18,498.3	18,003.3	18,137.1
영업이익	2,394.7	6,678.9	9,819.8	14,763.7	15,386.1
영업이익률(%)	2.3	5.7	6.9	9.4	9.5
금융손익	-142.1	364.4	164.6	73.4	35.3
중속/관계기업손익	162.2	1,303.4	1,556.6	3,525.0	3,087.0
기타영업외손익	-320.4	-387.1	-593.0	-733.7	-677.5
세전계속사업이익	2,094.4	7,959.6	10,947.9	17,628.4	17,830.9
법인세비용	168.7	2,266.5	2,964.3	5,038.1	5,171.0
당기순이익	1,925.7	5,693.1	7,983.6	12,590.2	12,659.9
지배주주지분 손이익	1,425.6	4,942.4	7,364.4	11,981.4	11,853.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	83,686.4	88,565.4	96,389.3	110,698.9	125,261.5
현금및현금성자산	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,945.0	20,172.5
매출채권	3,284.0	3,147.3	4,279.1	4,739.8	6,455.2
재고자산	11,333.7	11,645.6	14,291.2	15,787.5	17,751.8
비유동자산	125,657.9	145,381.0	159,353.2	165,109.3	170,933.6
유형자산	34,092.2	35,543.1	36,153.2	37,267.7	39,754.6
무형자산	5,677.6	5,847.0	6,102.4	6,483.8	6,819.7
투자자산	22,766.3	26,274.8	29,201.8	32,583.0	34,696.7
자산총계	209,344.2	233,946.4	255,742.5	275,808.2	296,195.0
유동부채	59,459.5	64,236.8	74,236.5	83,053.1	91,596.4
매입채무	8,793.2	9,155.3	10,797.1	11,801.8	12,426.3
단기차입금	13,780.7	13,087.8	11,366.5	11,480.1	11,537.5
유동성장기부채	16,104.0	20,578.9	25,574.1	25,574.1	25,599.7
비유동부채	73,543.7	87,093.8	90,609.4	91,593.9	91,823.0
사채	48,795.4	63,458.8	62,960.1	62,960.1	63,148.9
장기차입금	12,726.7	10,667.7	12,285.1	12,408.0	12,432.8
부채총계	133,003.2	151,330.6	164,845.9	174,647.0	183,419.4
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,190.1	4,070.3	4,241.3	4,241.3	4,241.3
기타포괄이익누계액	-3,409.7	-1,772.6	-1,620.7	-1,620.7	-1,620.7
이익잉여금	68,911.8	73,167.9	79,953.6	89,215.6	100,023.1
비지배주주지분	6,860.3	7,629.7	8,547.3	9,156.1	9,963.0
자본총계	76,341.0	82,615.8	90,896.5	101,161.2	112,775.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-409.8	-1,176.4	10,627.3	17,050.0	13,503.2
당기순이익(손실)	1,924.6	5,693.1	7,983.6	12,590.2	12,659.9
유형자산상각비	2,749.5	2,937.9	3,180.7	3,236.1	3,513.1
무형자산상각비	1,435.9	1,617.8	1,866.9	1,828.8	1,923.5
운전자본의 증감	-16,991.8	-20,287.8	-13,922.7	-12,086.1	-17,908.2
투자활동 현금흐름	-9,337.6	-5,182.6	-1,203.5	-15,777.8	-9,673.5
유형자산의증가(CAPEX)	-4,687.8	-4,304.3	-4,015.0	-5,000.0	-6,000.0
투자자산의감소(증가)	-1,445.1	-754.7	-1,853.8	-2,970.1	-2,113.7
재무활동 현금흐름	11,352.5	8,792.3	-1,324.5	-3,691.0	-2,602.2
차입금의 증감	12,779.0	10,904.0	321.6	-1,844.0	296.7
자본의 증가	0.0	1.0	2.0	3.0	3.0
현금의 증가(감소)	1,180.2	2,933.4	8,069.3	-1,919.9	1,227.5
기초현금	8,682.0	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,945.0
기말현금	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,945.0	20,172.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	486,725	550,436	667,051	738,878	755,284
EPS(지배주주)	5,790	21,678	32,436	53,842	53,018
CFPS	87,673	100,486	132,165	141,809	147,010
EBITDAPS	30,796	52,580	69,582	92,801	97,453
BPS	275,660	298,318	328,219	365,283	407,222
DPS	3,000	5,000	7,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	1.5	2.5	3.5	5.5	5.5
Valuation(Multiple)					
PER	34.3	9.2	6.1	3.7	3.7
PCR	2.3	2.0	1.5	1.4	1.4
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	65,800.4	112,346.9	148,673.9	198,285.8	208,226.2
EV/EBITDA	7.6	5.8	4.2	3.3	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	6.2	8.5	12.5	11.1
EBITDA 이익률	6.3	9.6	10.4	12.6	12.9
부채비율	174.2	183.2	181.4	172.6	162.6
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.7	2.2	1.8	2.3	2.4
매출채권회전율(x)	30.6	36.6	38.4	35.0	28.8
재고자산회전율(x)	7.0	7.6	8.6	9.1	9.0

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.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.07.22	기업브리프	Buy	330,000	김준성	-35.1	-30.8	
2021.09.28	산업분석	Buy	285,000	김준성	-27.1	-23.3	
2022.01.25	기업브리프	Buy	250,000	김준성	-27.8	-22.2	
2022.03.14	산업브리프	Buy	220,000	김준성	-19.9	-16.8	
2022.04.25	기업브리프	Buy	260,000	김준성	-28.5	-22.3	
2022.10.17	산업브리프	Buy	230,000	김준성	-27.1	-26.7	
2022.10.24	기업브리프	Buy	210,000	김준성	-21.8	-16.2	
2023.01.26	기업브리프	Buy	220,000	김준성	-20.8	-18.5	
2023.03.13	산업브리프	Buy	250,000	김준성	-28.2	-25.3	
2023.04.11	기업브리프	Buy	280,000	김준성	-30.7	-29.0	
2023.04.25	기업브리프	Buy	350,000	김준성	-	-	