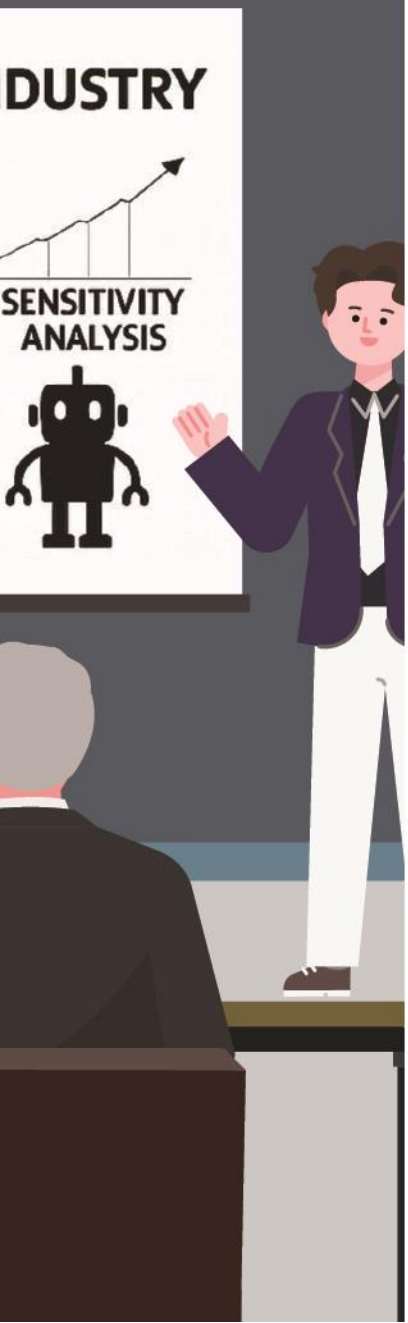
자동차 | 김창호 changho.kim@koreainvestment.com
최건 geon.choi@koreainvestment.com

자동차/모빌리티

정의선 회장은 무엇을 보고받는가

현대차(005380) 기아(000270)

true friend 한국투자증권



Contents

I. Executive Summary 2

1. 현대차그룹 재경 방식을 적용한 실적 추정 방법론
2. 26년 키워드: 실적 증가, 멀티플 확대, 불확실성 축소

II. 민감도 분석 4

1. 서론
2. 판매량(Sales Volume)
3. 가격(ASP)
4. 인센티브(Incentive)
5. 환율
6. 재료비
7. 판매보증비(Warranty)

III. 민감도 분석을 통한 2026년 전망 24

1. 판매량과 점유율
2. 한국 완성차들이 점유율 경쟁에서 유리
3. 가격 및 인센티브
4. 2026년 한국 완성차 전망

IV. 현대차와 기아 차이 분석 47

1. 공헌이익
2. 인센티브
3. 고정비

V. 밸류에이션 55

1. 실적 감안 시 저평가
2. 현대차 Top-pick 제시

기업분석 59

현대차(005380) 매수(유지)/TP: 330,000원(상향)
기아(000270) 매수(유지)/TP: 145,000원(유지)

리포트 작성 목적

- 현대차그룹 재경 보고 방식을 활용한 민감도 분석 방법론 제시
- 실적을 구성하는 대부분 요인들이 긍정적으로, 2026년은 확실한 실적 개선 전망
- 2026년 2분기 최초의 SDV 차량 출시로 멀티플 디레이팅 국면 마무리 예상

I. Executive Summary

1. 현대차그룹 방식을 적용한 실적 추정 방법론 제시

민감도 분석을 통해 보다 정밀한 실적 추정 가능

현대차그룹 재경이 최고 경영층에 보고하는 방식을 활용해 완성차들의 실적을 구성하는 요인들을 정밀 분석했다. 공헌이익, 판매량, 판매가격(ASP), 인센티브, 환율 및 재료비를 민감도분석에 포함시켰는데, 예상되는 지표와 숫자들을 대입해 완성차들의 실적을 추정해볼 수 있다.

기업들의 가이던스가 이해되지 않을 때가 많다. 예를 들어, '판매 볼륨 둔화에도 인센티브 축소로 실적 개선이 가능하다' 라고 설명할 때, 볼륨 둔화에 따른 이익 감소폭이 어느 수준인지, 인센티브가 100달러 절감되면 어느 정도 수익성이 개선되는지 파악해야 한다. 민감도 분석을 통해 기업과 애널리스트들이 제시하는 숫자에서 각각의 오차를 줄여 본질적인 원인을 찾아내는 데 도움이 될 것이다.

실적을 구성하는 항목들 대부분 긍정적

완성차들의 실적을 구성하는 많은 요인들이 2026년 실적 개선을 가리키고 있다. 공헌이익과 ASP는 개선될 가능성이 높은 가운데, 판매량도 소폭이나마 확대 가능하다. 환율도 현재 수준이 유지된다면, 2026년 영업이익 증가에 큰 폭으로 기여할 수 있다. 3년간 이어진 실적의 피크아웃 우려가 완화될 것이다.

현대차와 기아의 2025년 전사 평균 공헌이익은 각각 830만원, 840만원으로 추정되는데, 현대차와 기아의 2026년 판매량이 각각 10.2만대(2.5%), 9.0만대(3.0%) 증가할 것으로 예상됨에 따라 볼륨 확대에 따른 영업이익 개선폭은 각각 8,420억원, 7,590억원에 달할 것이다.

또한, 2026년에는 수익성이 높은 대형 차급과 하이브리드(HEV) 라인업이 강화됨에 따라 ASP와 공헌이익도 높아질 가능성이 크다. 기아의 경우 텔루라이드 신차와 함께 공헌이익 확대에 따른 영업이익 증가폭은 약 1.5조원, 현대차는 2026년 하반기부터 출시하는 신차 효과가 2027년까지 공헌이익을 개선시키며 영업이익 증가폭은 약 6,660억 원에 달할 것으로 예상된다.

믹스와 인센티브도 긍정적인 요인들이 더 많다. 반면, 리스크 요인으로는 수요 둔화와 경쟁 심화에 따른 인센티브 증가를 꼽을 수 있다.

2. 실적 증가, 멀티플 확대, 불확실성 축소가 2026년 키워드

멀티플 디레이팅 완화 전망

완성차들 주가를 짓눌렀던 멀티플 하락세도 진정 국면에 접어들 전망이다. 2026년 2분기에 'Pleos Connect'(LLM 기반 대화형 AI 에이전트 'Gleo' 탑재 포함)가 적용된 첫 번째 SDV(Software-Defined Vehicle) 차량이 출시될 예정이다.

또한, 미래 자동차 기술의 핵심인 자율주행은 테슬라 수준까지는 아니지만 2026년 3분기, Lv.2+ 수준의 End-to-End 방식이 적용된 'Atria AI'를 시작으로 자율주행 기술력이 강화될 전망이다.

관세는 더 이상 불확실성 요인이 아닐 것으로 예상

마지막으로 관세는 더 이상의 불확실성으로 작용하지 않을 예정이다. 한국투자증권은 지난 4월 현대차와 기아 투자의견을 중립으로 하향 조정하며(관세 영향 大 해부: 트럼프에 맞서지 말라) 관세 이슈에서 가장 보수적인 의견을 제시했다.

하지만 관세율 인하와 함께 원가 경쟁력이 유지되면서 미국에서 여전히 흑자 구조 유지가 가능하다. 수익성 하락과 재무건전성 악화를 겪고 있는 완성차들부터 가격 인상에 나설 가능성이 큰데, 한국 완성차들은 현재의 가격 정책을 유지하면서 점유율 경쟁에서 우위를 점할 가능성이 크다. 또한, 11월부터 발효된 '부품 관세 상쇄 크레딧' 행정명령을 활용해 관세 비용 일부가 환급되는 만큼, 2026년 관세 비용은 2025년 대비 축소될 것이다.

업종 Top-Pick 현대차 제시

업종 Top-Pick은 현대차를 제시한다. 현대차는 글로벌 경쟁사 중 가장 견조한 이익체력을 보여준 완성차였다. 하지만 3년간 이어진 실적 피크아웃 우려와 기술력 확보에 대한 의구심을 지우지 못하며 멀티플 디레이팅이 이어졌다. 2026년에는 이익 확장 사이클에 진입하면서 실적 둔화 우려가 축소되는 동시에, 최초의 SDV 적용 차량이 2026년 2분기에 출시되면서 멀티플 디레이팅 국면에서 벗어날 가능성이 높다.

현대차 목표주가는 기존 30.5만원에서 33만원으로 8.2% 상향했는데 2026년 예상 EPS 44,209원에 P/E 멀티플 7.5배를 적용한 값이다. 목표 P/E 멀티플 7.5배는 글로벌 주요 권역들에서 Tier-1과 Tier-2급 경쟁사들인 토요타, 혼다, GM 및 폭스바겐의 평균 멀티플이다.

2026년 최대 리스크는 수요 둔화에 따른 경쟁 심화 가능성이지만, 관세로 인해 높아진 원가를 감안할 때 가격(인센티브) 전쟁 가능성은 크지 않다고 판단한다. 또한, 완성차들의 가격 인상 가능성을 감안해 2026년 미국 산업수요는 소폭 둔화(-1.2%)될 것으로 예상되나, 현대차와 기아 판매는 하이브리드 판매 확대와 함께 신차 및 특유의 가격 경쟁력(낮아진 관세율 포함)으로 점유율 경쟁에서 우위를 나타낼 가능성이 높다.

II. 민감도 분석

1. 서론

고정비가 높은 자동차 산업 매출 확보가 가장 중요

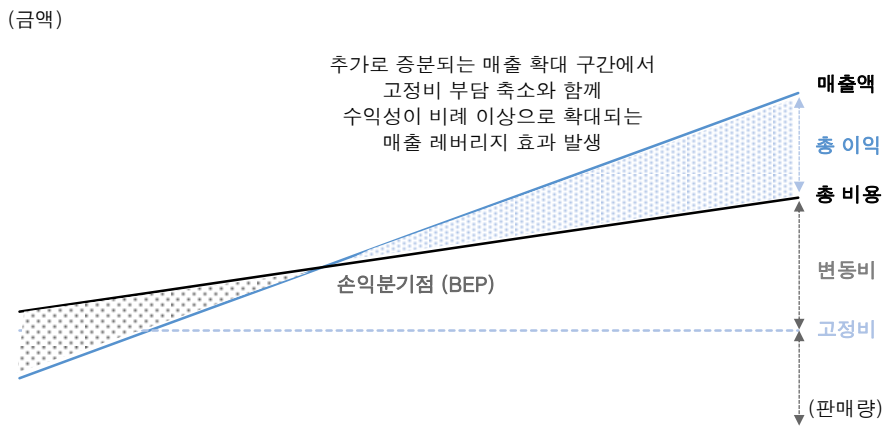
완성차 업계에서 자주 사용하는 영업 레버리지(Operating Leverage)는 매출과 고정비의 중요성을 나타내는 주요 지표이다. 고정비 구조가 높은 산업에서 특히 중요한 지표로 매출 증가 시, 고정비가 빠르게 분산되면서 영업이익이 예상보다 크게 확대되는 특징이 있다.

고정비 비중이 높은 자동차 산업에서는, 매출 변화에 따라 영업이익이 비례 이상으로 변화하는 '레버리지 효과'가 크고 자주 발생하기 때문에 매출 규모와 비용 구조 파악이 중요하다.

판매량 또는 ASP 증가로 매출이 확대되면, 고정비가 일정하게 유지되는 가운데 제품당 고정비 부담이 줄어들면서 단위당 이익이 증가하는 효과가 발생한다. 즉, 매출 규모에 큰 변화가 있다면 수익성이 비례 이상으로 변화하는 '레버리지 효과'가 크게 발생한다. 반대로 판매량 또는 ASP 감소로 매출이 감소할 경우, 고정비 부담이 상대적으로 확대되면서 수익성은 당초 예상보다 크게 악화될 수 있다.

따라서 고정비가 높은 자동차 산업에서 매출액을 예측하는 것이 매우 중요하다. 자동차 산업에서 매출에 영향을 주는 대표적인 지표는 가격과 물량이다. 가격(P)의 경우, 직접적으로 ASP에 영향을 주는 인센티브를 파악하는 것이 핵심이며 물량(Q) 변화의 경우, 대당 공헌이익을 통해 영업이익 추정이 가능하다.

[그림 1] 매출 확대에 따른 레버리지 효과 이론



자료: 한국투자증권

현대차와 기아 2010년대 초반과 2021년 초 큰 폭의 매출 확대 경험

지난 20년간 현대차와 기아는 두 차례 이익체력이 크게 강화되었는데, 2010년대 초반과 코로나19 직후인 2021년 초 매출액 확대가 시작점이었다.

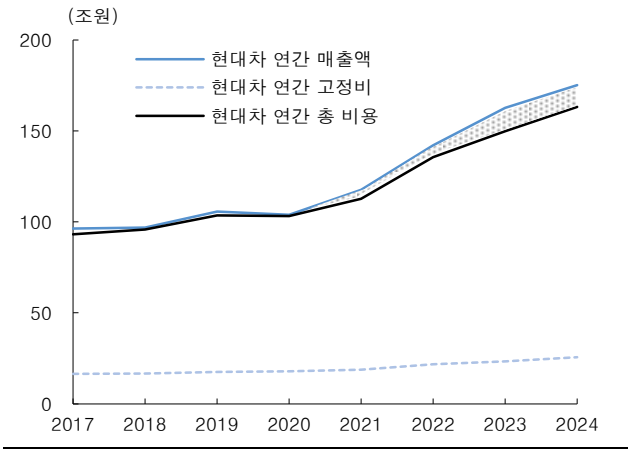
첫 번째 매출액 확대 시기에는 가격보다는 볼륨 중심이었다. 2008년 금융위기 직후, GM이 법정관리에 돌입하는 등 기존 주도권을 확보한 완성차들이 유동성 위기에 직면했다. 이 시기, 국제유가는 사상 최고치를 기록하는 등 2010~2013년까지 고유가가(평균 WTI 가격 $91.8/배럴) 지속되었다. 또한, 2009년 토요타가 급발진 사건(미국 캘리포니아주에서 Lexus ES350 차량이 급발진으로 4명 사망한 사고 발생)으로 대규모 리콜이 발생하며 미국 시장에서 점유율 하락 현상이 나타났었다.

반대로 현대차와 기아는 연비 성능이 뛰어난 소형 세단 중심의 포트폴리오가 빛을 발하기 시작했다. 현대 어슈어런스 프로그램(Hyundai Assurance Program: 실직과 사고 등 예기치 못한 할부/리스 중도 해지 시, 완성차가 잔여 금액을 보전해주는 정책) 등 공격적인 마케팅과 함께 주행 성능과 디자인이 크게 개선된 6세대 YF 쏘나타(2009년 출시)와 1세대 K5(2010년 출시)가 출시되면서 판매 볼륨이 크게 증가했다.

두 번째 매출액 확대 시기에는 볼륨보다는 가격 중심이었다. 2019년에 출시한 팰리세이드와 텔루라이드를 중심으로 대형급으로 믹스가 크게 개선되며 현대차와 기아 ASP가 큰 폭으로 확대되었다. 또한, 개선된 브랜드력과 상품성을 활용해 인센티브를 축소시키며 실질 ASP 상승을 이끌었으며 환율 또한 우호적이었다.

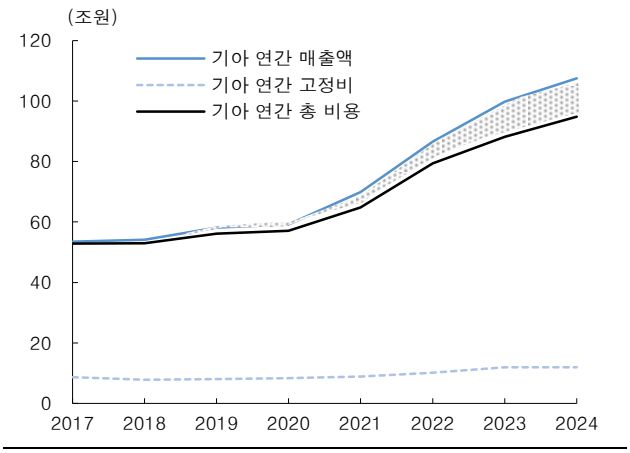
두 차례 모두 매출액 증가로 이어지며 영업 레버리지 효과와 함께 수익성이 크게 확대되는 결과로 이어졌다.

[그림 2] 현대차 매출액 확대에 따른 영업이익 확대 사례



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 3] 기아 매출액 확대에 따른 레버리지 효과 증명



자료: 기아, 한국투자증권

2. 판매량(Sales Volume)

판매량 변화에 따른 이익 변동폭을 추정하기 위해서는 공헌이익 추정이 필수

판매량 변동에 따른 영업이익 추정은 공헌이익(Contribution Margin)을 통해 분석 가능하다. 특히 판매량 변화가 크고, 고정비가 높은 자동차 산업에는 공헌이익(매출액 – 변동비) 분석은 필수다.

공헌이익을 발표하는 완성차와 부품사는 없지만 고정비와 변동비 구분을 통해 추정이 가능하다. 현대차와 기아를 포함, 대부분의 기업들은 매출원가와 판매관리비 합계 기준 비용의 성격별 분류를 공시를 통해 공개한다. 재고자산의 변동, 원재료 및 상품 사용액, 종업원급여, 감가상각비, 무형자산상각비 및 기타 비용 등이 대표적인 비용의 성격별 항목들이다.

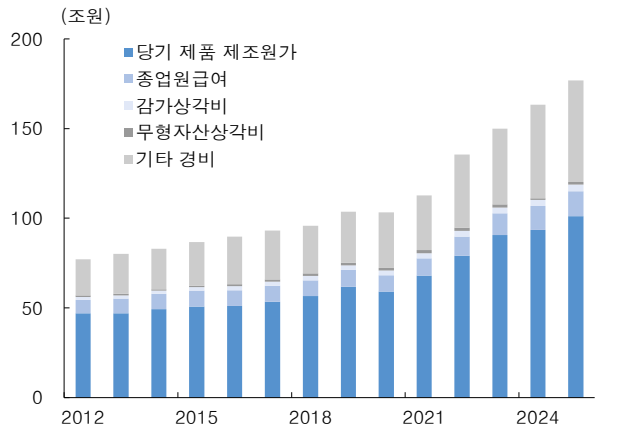
급여, 감가상각비 및 무형자산상각비는 대표적인 고정비이며, 제품 제조원가(원재료 및 상품 사용액에서 재고자산의 변동을 감안)는 변동비로 쉽게 분류 가능하다. 문제는 공시로도 알기 어려운 기타 비용(시험비, 탁송료, 수출비, 광고비 등)으로, 기타 비용 중에서의 고정비와 변동비를 구분하기 쉽지 않다.

완성차 내부적으로는 기타 비용도 고정비와 변동비를 배분한다. 예를 들어, 플래그십 차량인 아이오닉9과 EV9의 광고비의 경우, 특정 모델을 알리는 프로모션이기 때문에 통상적으로는 변동비에 속한다. 하지만 플래그십 광고를 통해 전체 브랜드 이미지를 제고하는 마케팅 성격도 포함한다고 보기 때문에, 특정 모델 매출과 무관하게 일부는 고정비로 분류한다.

미국은 관세 부과에도, 판매 축소가 불가한 지역으로 관세는 변동비보다는 고정비

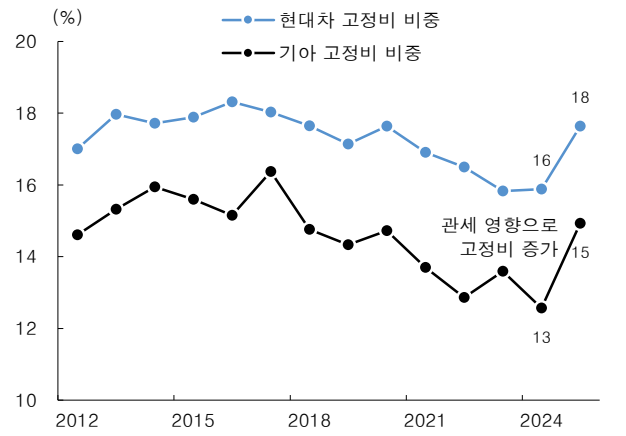
따라서 특정 기업의 고정비와 변동비는 기타 경비에 특정 비율을 적용하고, 전사 수익성을 역산해 추정 가능하다. 2024년 전체 비용에서 현대차와 기아의 고정비 비율은 각각 16%, 13% 수준으로 추정되며, 2025년에는 관세가 고정비 증가를 견인하며 고정비율은 각각 2%p씩 증가할 것으로 예상된다.

[그림 4] 현대차 비용의 성격별 분류



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 5] 현대차와 기아의 고정비 비중



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

팰리세이드 등 신차와 함께 ASP 증가로 공헌이익 확대

절대 고정비 수준도 중요하지만 추세적 흐름이 더 중요하다. 현대차와 기아 수익성이 크게 악화되었던 시기에는 예외 없이 고정비 비중이 높아졌는데, 비용을 상쇄할 수 있을 만큼의 물량과 가격이 충분하지 않았기 때문이다.

반대로, 수익성이 확대되는 시기에는 고정비 비중 하락이 지속되었다. 임금 등 절대 고정비가 늘어나도, 매출액이 더 빨리 증가하면 고정비율은 낮아지면서 여전히 높은 수익성 확보가 가능하기 때문이다.

또한, 고정비 상대 비교를 통해 수익성 차이 설명이 가능하다. 2012년부터 2020년까지 현대차와 기아의 고정비율 차이는 평균적으로 2.2%p에 불과했다. 하지만 2021년부터 2024년까지 양사 고정비율 차이가 2.9%p로 확대되면서, 현대차와 기아 절대 영업이익 차이가 대폭 축소되었다.

고정비와 함께 공시되는 비용의 성격별 분류를 통한 변동비 추정을 통해 공헌이익 파악이 가능하다. 2025년 현대차 자동차 부문 공헌이익 추정치는 33조 7,740억원이며, 이를 도매 판매량(중국 제외 기준: 중국 법인 손익은 지분법으로 구분)으로 나누면 대당 공헌이익 추정이 가능하다.

현대차 대당 공헌이익은 830만원으로 추정

팰리세이드 출시에 따른 믹스 개선, 하이브리드(HEV: Hybrid)와 전기차(BEV: Battery Electric Vehicle) 비중 확대 및 우호적인 환율로 2025년 평균 판매가격(ASP)은 3,630만원으로 전년 대비 약 6.6% 개선될 것으로 예상된다. ASP 확대와 함께 대당 공헌이익도 830만원으로 전년 대비 개선되었을 것으로 추정된다. 하지만 2024년에는 없었던 관세 비용이 고정비로 작용하면서, 대당 공헌이익 확대에도 대당 영업이익 악화는 불가피한 상황이다.

<표 1> 현대차 공헌이익 분석론 및 추정치

(단위: 십억원, 천대, 백만원)

구 분	2023	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	비 고
총 판매 대수(도매)	4,216	4,142	4,192	4,287	4,394	- 총 도매 대수 (중국 포함)
총 연결 매출 대수(도매)	3,972	4,013	4,074	4,175	4,283	- 중국 제외 대수(단위: 천대)
(대당 ASP)	32.8	34.1	36.3	37.9	39.0	- 자동차 부문 매출액 / 판매량
매출액	162,664	175,231	189,104	199,671	209,530	- 연결기준 전제 매출금액
매출액(자동차 부문)	130,150	136,725	147,991	158,127	166,844	- 자동차 부문 기준
(-) 변동비	98,791	105,358	114,218	123,274	130,637	- 자동차 부문 변동비 추정액
(대당 변동비)	24.9	26.3	28.0	29.5	30.5	
공헌이익-①	31,359	31,367	33,774	34,853	36,207	- 매출액 - 변동비
(대당 공헌이익)	7.9	7.8	8.3	8.3	8.5	- ① / 판매대수 (단위: 백만원)
(-) 고정비	18,690	19,955	24,358	25,157	26,039	- 관세 포함 추정 고정비
영업이익(자동차 부문)-②	12,669	11,411	9,415	9,696	10,168	- 자동차 부문 기준
(대당 영업이익)	3.0	2.8	2.2	2.3	2.3	- 단위: 백만원
(+) 순영업외손익	2,492	3,542	3,106	3,084	3,190	- 전체 연결 기준
세전계속사업이익	15,161	14,953	12,522	12,780	13,358	
(대당 세전이익)	3.6	3.6	3.0	3.0	3.0	- 전체 연결 기준
(-) 법인세 비용	4,627	4,232	3,892	4,068	4,258	
지배주주순이익-③	11,962	12,527	10,889	11,284	11,820	- 전체 연결 기준
(대당 순이익)	2.8	3.0	2.6	2.6	2.7	

주: 자동차 부문 기준 공헌이익 추정치
자료: 현대차, 한국투자증권

기아 대당 공헌이익은 840만원으로 추정

2025년 기아 공헌이익 추정치는 25조 1,810억원이며, 이를 중국을 제외한 도매 판매량(연결 매출 대수)으로 나누면 대당 공헌이익은 약 840만원으로 추정된다.

카니발 등 HEV 비중 확대 및 우호적인 환율로 2025년 ASP는 3,820만원으로 전년 대비 4.4% 개선이 예상된다. 현대차와 마찬가지로 ASP 확대와 함께 대당 공헌이익도 개선된 것으로 추정된다. 기아는 현대차 자동차 부문 대비 높은 수익성을 기록했으며, 2024년에는 절대 규모로도 더 큰 이익을 달성했다. 이는 더 높은 공헌이익과 ASP에 기인하며, 고정비 측면에서도 유리하게 작용했기 때문이다.

하지만 현대차와 마찬가지로 관세 비용 확대와 함께 고정비 구조(미국 지역은 현대차와 기아 모두 포기하거나 판매를 줄일 수 없는 지역으로 관세 비용을 고정비로 분류)가 크게 악화됨에 따라 공헌이익 확대에도 영업이익 악화는 불가피하다.

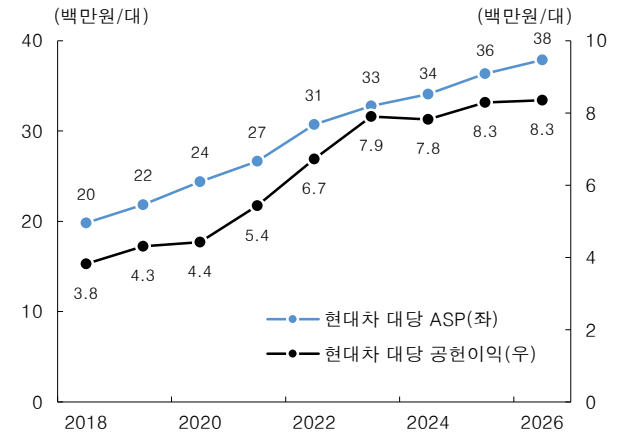
<표 2> 기아 공헌이익 분석론 및 추정치

(단위: 십억원, 천대, 백만원)

구 분	2023	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	비 고
총 판매 대수(도매)	3,087	3,089	3,161	3,252	3,320	- 총 도매 대수 (중국 포함)
총 연결 매출 대수(도매)	2,936	2,938	2,998	3,089	3,157	- 중국 제외 대수(단위: 천대)
(대당 ASP)	34.0	36.6	38.2	38.9	40.0	- 자동차 부문 매출액 / 판매량
매출액	99,808	107,449	114,472	120,226	126,320	-
(-) 변동비	76,211	82,867	89,291	92,715	98,339	
(대당 변동비)	26.0	28.2	29.8	30.0	31.2	
공헌이익-①	23,598	24,582	25,181	27,511	27,981	- 매출액 - 변동비
(대당 공헌이익)	8.0	8.4	8.4	8.9	8.9	- ① / 판매대수 (단위: 백만원)
(-) 고정비	11,990	11,914	15,666	16,204	16,555	- 관세 포함 추정 고정비
영업이익-②	11,608	12,667	9,515	11,306	11,426	- 공헌이익 - 고정비
(대당 영업이익)	3.8	4.1	3.0	3.5	3.4	- 단위: 백만원
(+) 순영업외손익	1,069	833	1,062	1,011	1,044	
세전계속사업이익	12,677	13,500	10,577	12,317	12,470	
(대당 세전이익)	4.1	4.4	3.3	3.8	3.8	- 단위: 백만원
(-) 법인세 비용	3,900	3,725	2,716	3,384	3,422	
지배주주순이익-③	8,777	9,773	7,866	8,936	9,050	
(대당 순이익)	2.8	3.2	2.5	2.7	2.7	- 단위: 백만원

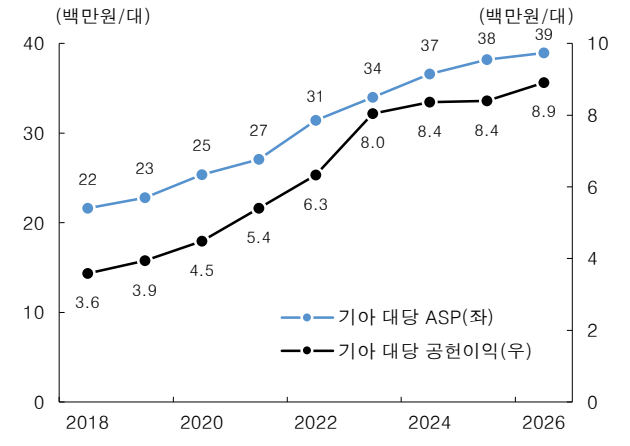
자료: 기아, 한국투자증권

[그림 6] 현대차 ASP 및 공헌이익 추이



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 7] 기아 ASP 및 공헌이익 추이



자료: 기아, 한국투자증권

BEV는 ASP는 높지만 공헌이익은 낮은 차종

매출이 아닌 수익성 분석에서 간과하지 말아야 하는 핵심은 ASP와 대당 공헌이익 차이이다. ASP가 증가해도 공헌이익은 감소할 수 있는데, EV 전환이 본격화된 현 시점의 글로벌 완성차 구조에서 실제로 발생되고 있는 현상이다.

매출 추정에는 ASP, 수익성 추정에는 공헌이익

EV 판매가격은 내연기관보다 높게 형성되어 매출과 ASP도 높아질 수밖에 없는 구조이다. 하지만 높은 배터리와 PE 시스템 가격으로 변동비가 높아 공헌이익 확보가 어려운 상황이다. 따라서 매출 추정에서는 ASP가 합리적이나, 수익성 추정에는 대당 공헌이익 추정이 병행되어야 한다.

고정비가 동일하게 유지되고 대당 공헌이익을 829만원(2025년 추정치)으로 가정할 때, 10만대 판매량 변동에 따른 현대차 연간 영업이익 변동폭은 약 8,290억원 수준이다. 기아의 경우, 대당 공헌이익 840만원(2025년 추정치) 가정 시 영업이익 변동폭은 약 8,400억원으로 추정된다.

10만대 판매량 증가 시, 현대차 이익은 8,290억원 기아는 8,400억원 확대

2026년 현대차 도매(중국 제외) 판매량은 전년 대비 약 10.2만대(2.5%) 증가한 418만대, 기아 도매 판매량은 전년 대비 약 9.0만대(3.0%) 증가한 309만대를 가정하고 있다. 현재 수준의 공헌이익이 유지된다고 가정 시, 2026년 판매량(볼륨) 증가에 따른 영업이익 확대폭은 현대차 8,420억원, 기아 7,590억원으로 추정된다.

[그림 8] 현대차 판매량 변동에 따른 영업이익 민감도

(천대) / (백만원)		판매량 증분						
		10	40	70	100	150	200	250
대당 공헌이익	6.8	68	272	475	679	1,019	1,358	1,698
	7.3	73	292	510	729	1,094	1,458	1,823
	7.8	78	312	545	779	1,169	1,558	1,948
	8.3	83	332	580	**829**	1,244	1,658	2,073
	8.8	88	352	615	879	1,319	1,758	2,198
	8.8	93	372	650	929	1,394	1,858	2,323
	9.3	98	392	685	979	1,469	1,958	2,448

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 9] 기아 판매량 변동에 따른 영업이익 민감도

(천대) / (백만원)		판매량 증분						
		10	40	70	100	150	200	250
대당 공헌이익	6.9	69	276	483	690	1,035	1,380	1,724
	7.4	74	296	518	740	1,110	1,480	1,849
	7.9	79	316	553	790	1,185	1,580	1,974
	8.4	84	336	588	**840**	1,260	1,680	2,099
	8.9	89	356	623	890	1,335	1,780	2,224
	9.4	94	376	658	940	1,410	1,880	2,349
	9.9	99	396	693	990	1,485	1,980	2,474

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

3. 판매가격(ASP)

코로나19 이후, 브랜드와 상품성 모두 개선되며 한국 완성차들 ASP 확대

판매 볼륨만큼이나 수익성에 중요한 변수는 판매가격(ASP)이다. 변동비가 동일하게 유지되는 가운데 ASP가 상승하면, 그 증가분만큼 매출과 영업이익이 모두 확대된다.

2010년대 중반까지 현대차와 기아 주력 차종들은 대중 브랜드(Mass Brand)들이 주력하는 Entry(쏘울 급) / Sub-Compact(엑센트, 투싼 급) / Compact(싼타페, 쏘렌토 급) 세그먼트가 중심이었다. 대중 브랜드들과의 경쟁조차 점유율 확보와 낮은 브랜드 인지도를 극복하기 위해 인센티브를 확대하고 낮은 가격대 차량 출시를 통해 경쟁할 수밖에 없었다.

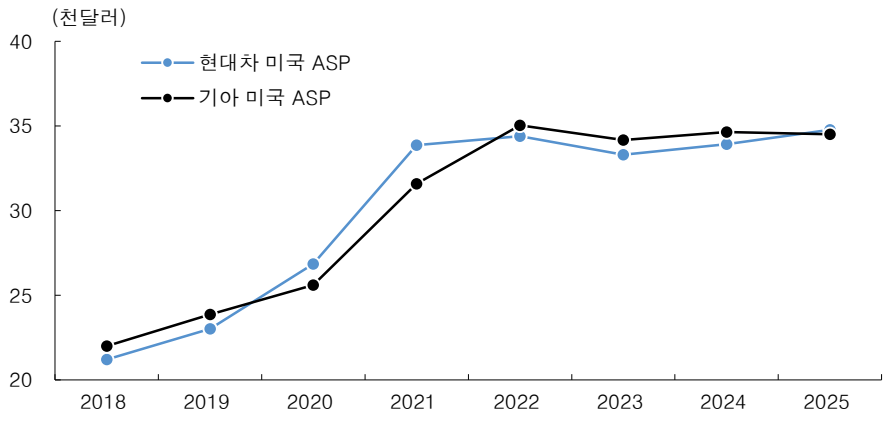
코로나 이전 2018년 기준 현대차 글로벌 ASP는 1,980만원, 기아의 글로벌 ASP는 2,160만원이었다. 같은 시기, 현대차의 미국 시장에서의 평균 판매가격은 2.1만 달러, 기아 평균 판매가격은 2.2만 달러로 대중 브랜드들의 평균 판매가격을 하회했다.

하지만 2020년 이후, 소비자들의 브랜드 인식 가치가 대폭 상승하며 인센티브 지급이 축소되었고, 팰리세이드와 텔루라이드 등 중대형 SUV 라인업 확대와 SUV 중심 믹스 개선이 ASP 상승에 크게 기여했다.

또한, ADAS와 커넥티비티 등 편의 사양 확대에 따른 옵션 채택률 상승과 함께 우호적인 환율 및 친환경차(BEV 및 HEV) 비중 확대도 ASP 상승에 기여했다.

그 결과, 2024년 기준 현대차 글로벌 ASP는 3,410만원, 기아 글로벌 ASP는 3,660만원으로 코로나19 이전인 2018년 대비 각각 72%(연평균 상승률 9.5%), 69%(연평균 상승률 9.2%) 상승했다.

[그림 10] 환율 효과가 제거된 현대차 및 기아 미국 평균 판매가격



자료: 현대차, 기아, Cox Automotive, 한국투자증권

신차, 믹스, 인센티브, 환율 ASP 결정 요소

ASP에 영향을 주는 요인은 크게 네 가지이다.

첫 번째 ASP에 영향을 주는 요인은 신차 출시에 따른 가격 인상이다. 완전변경(FMC: Full Model Change)을 통해 세대 변경 모델을 출시할 때 가격 인상폭이 가장 크며, 출시 이후 2-3년 주기마다 진행하는 부분변경(F/L: Facelift) 모델은 상대적으로 가격 인상폭이 크지 않다. 연식변경(MY: Model Year)과 상품성개선(P/E: Product Enhancement) 모델 출시에 따른 가격 변동은 미미하다.

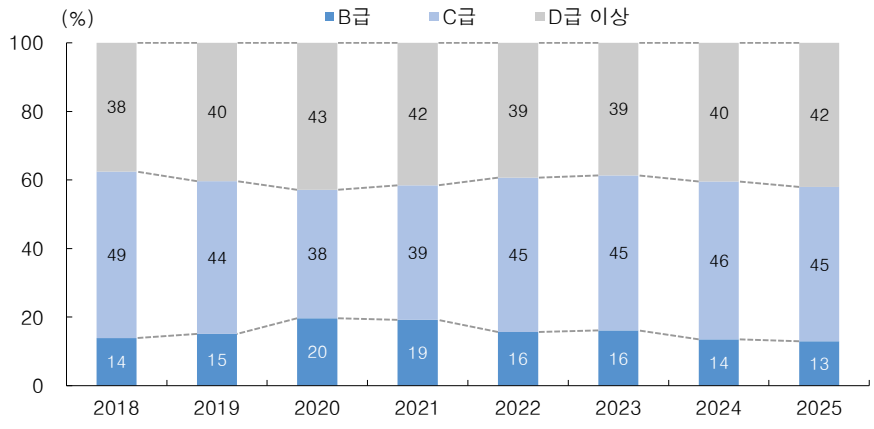
믹스에 영향을 주는 변수는 다시 다섯 가지로 구분 가능

두 번째 ASP에 영향을 주는 요인은 믹스 변화이다. 믹스에 영향을 주는 변수는 다시 다섯 가지로 구분할 수 있는데 차종, 차급, 지역, 트림 및 파워트레인 믹스가 있다.

차종별 믹스는 세단과 SUV 비중이다. 현재는 SUV 수익성이 세단보다 더 높기 때문에 SUV 비중이 높은 완성차들의 이익창출 능력이 보다 우수하다. 두 번째 믹스는 차급별 믹스이다. 통상 대형 차급은 판매 가격이 보다 높고, 상대적으로 재료비율과 단위당 고정비 부담이 낮아 수익성 확보에 유리하다.

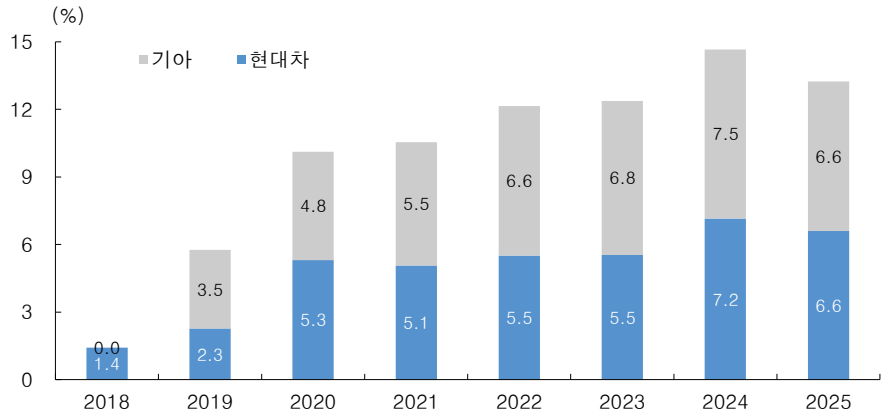
세 번째는 지역 믹스로, 현재는 가장 높은 수익성을 제공하는 미국 지역에서 판매량이 높은 완성차가 수익성 측면에서 유리하다. 네 번째는 트림 믹스로, 동일 차종을 판매하더라도 ADAS와 인포테인먼트 등 고급 사양 적용 비중이 늘어날수록 ASP가 높아진다. 마지막은 파워트레인 믹스로, 수익성과는 별개로 전기차 비중이 확대될 수록 ASP는 높아진다(전기차는 ASP도 높지만 높은 재료비율로 변동비도 높아 공헌이익은 낮은 수준).

[그림 11] 현대차그룹 미국 차급별 믹스: 중대형 SUV 출시와 함께 D급 이상 비중 확대



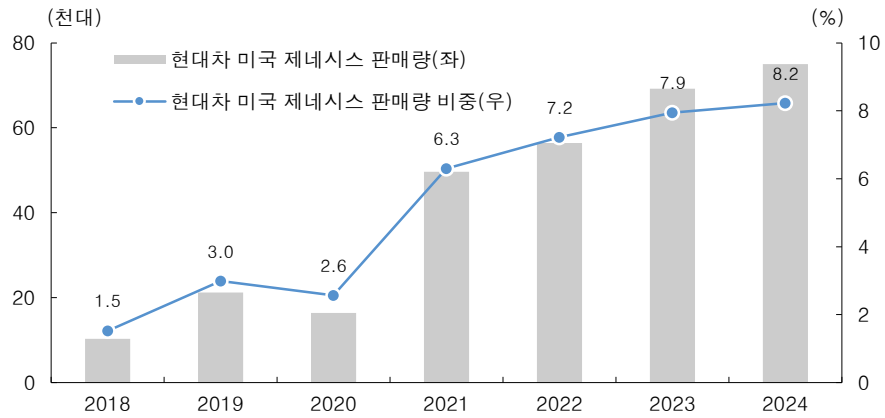
자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 12] 미국 Midsize SUV급 현대차그룹 점유율



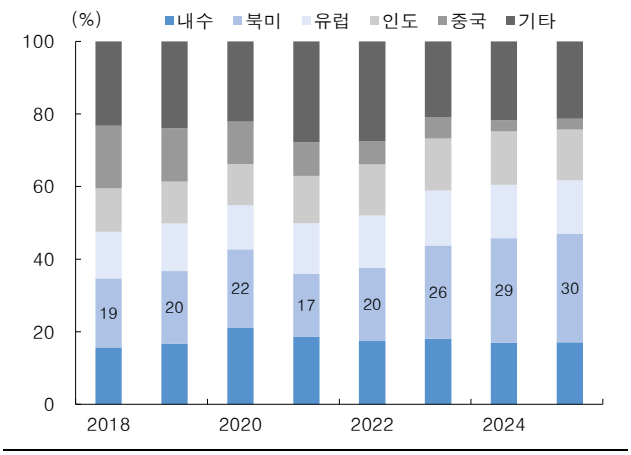
자료: 현대차, 기아, Autodata, 한국투자증권

[그림 13] 현대차 미국 제네시스 판매량 및 비중



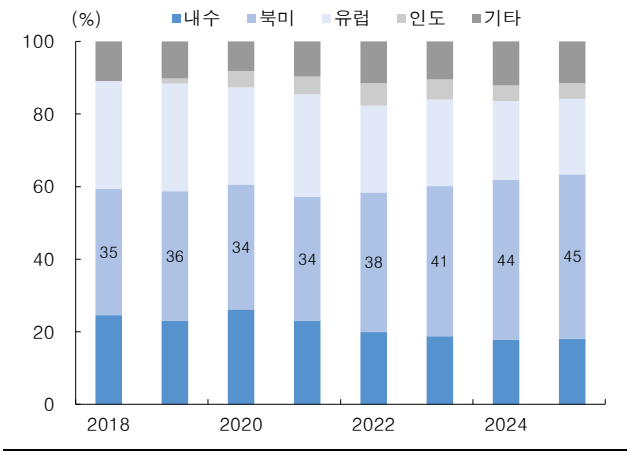
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 14] 현대차 판매량 기준 지역별 믹스



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 15] 기아 매출액 기준 지역별 믹스



자료: 기아, 한국투자증권

믹스에 이어 ASP에 영향을 주는 세 번째 요인은 인센티브이다. 인센티브는 매출 차감 구조로(MSRP – 인센티브), ASP에 즉각적인 영향을 미친다.

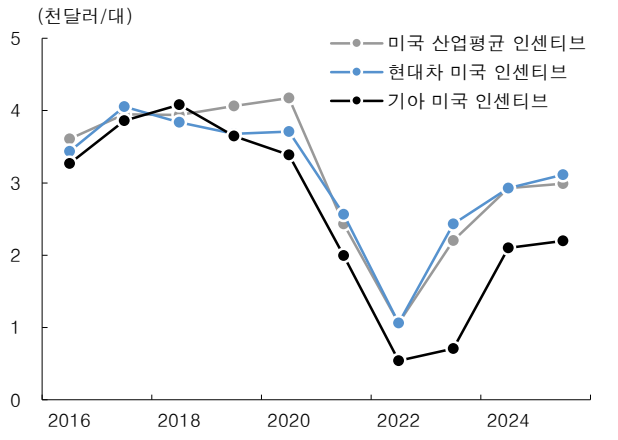
코로나19 직후, 자동차용 반도체 등 부품망 붕괴로 글로벌 자동차 산업은 유례없는 공급 부족 현상에 시달렸다. 그 결과, 가격 협상력이 완성차들로 무게 중심이 옮겨가며 인센티브가 큰 폭으로 축소되었고, 완성차들의 실질 ASP가 증가하며 수익성 확대로 이어졌다.

특히, 현대차와 기아는 미국 최초의 중대형 3열 SUV인 팰리세이드와 텔루라이드를 성공적으로 포지셔닝하며 저가 브랜드라는 과거 인식을 탈피했거나, 탈피 중에 있는 과정이다. 과거에는 구매 가격을 최대한 낮추는(높은 인센티브) 소비자 비중이 높았다면, 현재는 개선된 제품과 성능에 기꺼이 합리적인 가격을 지불하려는 경향이 강해졌다.

마지막 ASP 변수는 환율이다. 해외 공장 생산량 확대와 함께 환율 민감도는 축소되고 있으나, 2024년 기준 현대차와 기아의 한국산 수출 의존도는 각각 29%, 33%로 여전히 높다. 따라서 한국에 수출되는 차량의 ASP는 환율에 즉각적인 영향을 받으며 환율 변동폭만큼 ASP도 동일하게 변화한다.

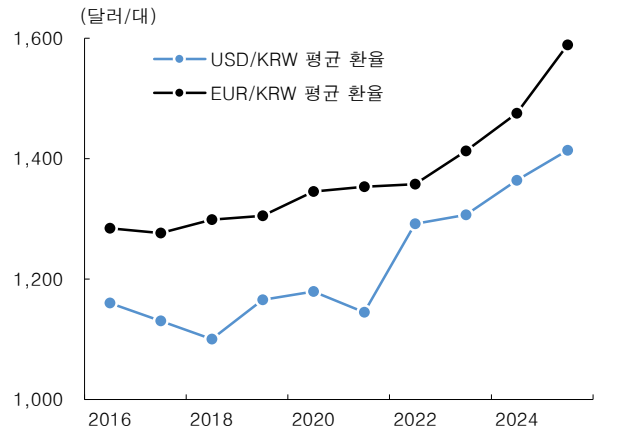
인센티브와 환율은 변동성이 크기 때문에 단기적으로 영업이익 민감도가 높아질 수밖에 없다. 따라서 분기별 실적 추정 시, 주요 핵심 변수로 작용하는 경우가 많고 영업이익에 영향을 미치는 폭도 크다. 완성차도 별도로 인센티브와 환율을 별도 항목으로 분류해 영업이익 변동폭을 제시하기 때문에, 인센티브와 환율은 ASP가 아닌 별도 항목으로 분류해 민감도 분석을 하는 것이 합리적이다.

[그림 16] 현대차와 기아 미국 인센티브 추이



자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 17] 달러 및 유로화 대비 원화 평균 환율 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

다른 변수가 동일한 가운데, ASP 1% 변동 시 현대차 영업이익 1.5조 기아 영업이익 1.1조 변동

현대차 자동차 부문 영업이익은 재료비 등 변동비와 고정비가 동일하고 ASP만 1%(약 36.3만원/대) 변동할 경우, 매출액 증감분과 동일한 약 1조 4,800억원이 변동된다. 기아의 경우, ASP 1% 변동 시(약 38.2만원/대) 영업이익은 약 1조 1,450억원이 변동된다.

동일한 1% ASP 변동 시에도, 현대차 영업이익 민감도가 더 큰 이유는 절대 판매대수(현대차와 기아 판매량 차이는 약 100만대)와 고정비 차이가 가장 크다.

동일한 1% ASP 변동에도, 현대차는 적용되는 볼륨 대수가 더 많아 총 공헌이익 변동폭이 더 클 수밖에 없다. ASP 상승 시에는, 기아 대비 더 큰 영업이익을 기대할 수 있지만 ASP 하락 시에는 보다 빠르게 수익성이 악화되는 구조이다.

영업 레버리지 효과가 보다 큰 완성차는 현대차

또한, 현대차는 기아 대비 높은 고정비 구조를 갖고 있어, ASP 상승과 함께 총매출액이 증가할 경우 영업 레버리지 효과로 영업이익 변동폭이 보다 확대될 수 있다.

[그림 18] 현대차 ASP 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (천대)		판매량 증분						
		-100	-50	-10	0	10	50	100
대당 ASP	-1.5%	-2,994	-2,607	-2,297	-2,220	-2,142	-1,833	-1,445
	-1.0%	-2,273	-1,876	-1,559	-1,480	-1,401	-1,084	-687
	0.5%	-1,551	-1,145	-821	-740	-659	-335	71
	0.0%	-829	-415	-83	0	83	415	829
	+0.5%	-107	316	655	740	825	1,164	1,587
	+1.0%	615	1,047	1,393	1,480	1,566	1,913	2,345
	+1.5%	1,336	1,778	2,132	2,220	2,308	2,662	3,103

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 19] 기아 ASP 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (천대)		판매량 증분						
		-100	-50	-10	0	10	50	100
대당 ASP	-1.5%	-2,500	-2,108	-1,795	-1,717	-1,639	-1,326	-935
	-1.0%	-1,946	-1,546	-1,225	-1,145	-1,065	-744	-343
	0.5%	-1,393	-983	-654	-572	-490	-162	248
	0.0%	-840	-420	-84	0	84	420	840
	+0.5%	-287	143	486	572	658	1,002	1,431
	+1.0%	267	706	1,057	1,145	1,233	1,584	2,023
	+1.5%	820	1,269	1,627	1,717	1,807	2,166	2,614

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

4. 인센티브(Incentive)

인센티브는 ASP에 가장 중요한 변수

자동차 산업에서 의미하는 인센티브는 딜러와 개인 소비자 및 플릿 운영자 등을 대상으로 차량 판매를 촉진하기 위해 완성차가 제공하는 할인폭을 의미한다.

완성차들은 일반 소비자 대상이 아닌 딜러를 상대로 한 도매판매(Whole Sale) 기준으로 매출을 인식하기 때문에, 실적 추정 시에도 소매판매(Retail Sale)가 아닌 도매판매가 적용된다. 따라서 완성차들은 권장소비자가격(MSRP: Manufacturer's Suggested Retail Price)에서 딜러들에게 지급한 인센티브를 차감해 매출을 인식하는 구조로, 인센티브 변동에 따라 완성차들의 ASP가 직접적으로 변동된다.

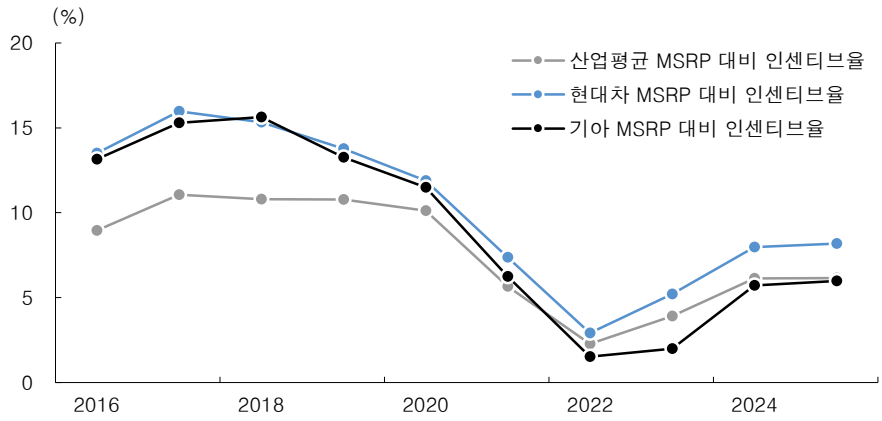
완성차들의 매출 인식 대상은 딜러이지만, 가격과 인센티브는 최종 소비자의 수요에 따라 결정되므로 결국 최종 소비자향 인센티브가 방향성을 좌우한다. 또한, 딜러가 소비자들에게 인센티브를 지급하는 주체이지만, 재원은 절대적으로 완성차들로부터 내려오는 구조이다. 즉, 완성차가 인센티브, 재원 및 조건 프로그램을 설계한 이후 소비자들이 차량을 구입하면, 딜러가 소비자들에게 인센티브 혜택을 제공하고 완성차들로부터 해당 금액을 상환 받는 구조이다.

인센티브는 해당 브랜드의 브랜드력, 상품성, 재고 및 경쟁력을 나타내는 지표

인센티브 수치를 직접 공개하는 완성차는 없지만 ASP 추이 등을 통해 간접적으로 추정할 수 있다. 인센티브는 다양한 요인의 영향을 받는 결과 변수이며, 완성차 수익성에 가장 민감한 핵심 지표 중 하나이다.

장기적으로는 잔존가치, 브랜드력과 상품성 등이 인센티브를 결정하고, 단기적으로는 시장 공급 및 수요의 수급 요인과 완성차들의 인센티브 정책 및 경쟁 강도에 따라 인센티브가 변동된다.

[그림 20] 현대차와 기아 미국 인센티브율 동향



자료: Autodata, AutomotiveNews, JD파워, 현대차, 기아, 한국투자증권

인센티브 추정 시, 현금뿐만 아니라 할부금리 지원 포함 여부가 매우 중요

인센티브 변동은 ASP 변동과 마찬가지이기 때문에, 인센티브 변화에 따른 영업이익 민감도는 사실상 [그림 18]과 [그림19]와 동일하다. 하지만 완성차들 이익 추정 시, 인센티브는 주로 미국 자료만을 활용하는데 미국 인센티브 변동폭이 가장 크고 정보 제공자들이 발표하는 인센티브 자료는 미국밖에 없기 때문이다.

또한, 미국 인센티브도 현금만을 기준으로 한 것인지, 할부금리 지원 등도 포함한 기준인지도 확인이 필요하다. 현금 인센티브가 낮더라도, 할부금리 지원폭이 크면 사실상 실질 인센티브 수준은 높다고 볼 수 있다.

2025년 9월 누계 기준, 현금과 할부금리 지원이 감안된 현대차와 기아 미국 인센티브는 각각 $3,300/대, $2,200/대 수준으로 2024년말 대비 약 $100~200 증가한 수치이다.

2025년 예상 미국 판매량 기준, 연간 미국 인센티브가 $100/대(3%) 변동되면 현대차에 미치는 영업이익 규모는 약 1,420억원 수준이다. 기아의 경우, 연간 미국 인센티브가 $100/대(4.5%) 변동되면 영업이익은 약 1,270억원 변동된다.

[그림 21] 현대 미국 인센티브 변동에 따른 영업이익 변화

(천대) / (달러/대)		미국 판매량						
		800	900	950	1,000	1,050	1,100	1,200
미국 인센티브	-500	566	637	672	708	743	778	849
	-300	340	382	403	425	446	467	509
	-100	113	127	134	142	149	156	170
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+100	-113	-127	-134	-142	-149	-156	-170
	+300	-340	-382	-403	-425	-446	-467	-509
	+500	-566	-637	-672	-708	-743	-778	-849

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 미국 판매량 100만대는 2025년 추정치 기준
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 22] 기아 미국 인센티브 변동에 따른 영업이익 변화

(천대) / (달러/대)		미국 판매량						
		700	800	850	900	950	1,000	1,100
미국 인센티브	-500	495	566	601	637	672	708	778
	-300	297	340	361	382	403	425	467
	-100	99	113	120	127	134	142	156
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+100	-99	-113	-120	-127	-134	-142	-156
	+300	-297	-340	-361	-382	-403	-425	-467
	+500	-495	-566	-601	-637	-672	-708	-778

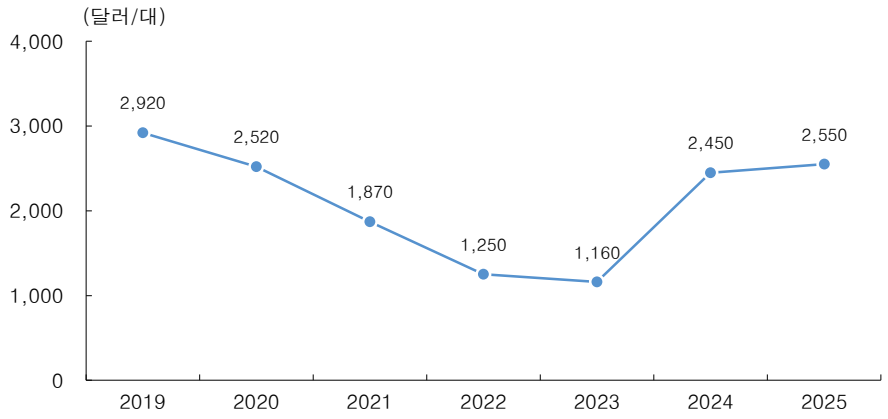
주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 미국 판매량 90만대는 2025년 추정치 기준
자료: 기아, 한국투자증권

인센티브 $100/대 변동 시, 현대차 영업이익 5,760억 기아 영업이익 4,240억 변동

미국을 제외한 타 지역들의 절대 인센티브 수준은 파악이 어렵지만, 글로벌 전체 평균 인센티브 변동폭은 실적발표 때 제공하는 자료(인센티브 변동에 따른 영업이익 변동폭)와 질의응답 시간을 통해 추정이 가능하다.

2025년 예상 글로벌 판매량(중국 제외) 기준, 연간 글로벌 평균 인센티브가 $100/대 변동되면 현대차와 기아에 미치는 영업이익 규모는 각각 약 5,760억원, 4,240억원 수준이다.

[그림 23] 기아 글로벌(해외법인 합산 기준) 인센티브 추이



주: 2024~2025년은 추정치
자료: 기아 2024 CEO Investor Day, 한국투자증권

[그림 24] 현대차 인센티브 변동에 따른 영업이익 변화

(달러/대) \ (천대)		글로벌 판매량(중국 제외 기준)						
		3,800	3,900	4,000	4,074	4,100	4,200	4,300
글로벌 인센티브	-500	2,689	2,759	2,830	2,882	2,901	2,972	3,042
	-300	1,613	1,656	1,698	1,729	1,740	1,783	1,825
	-100	538	552	566	576	580	594	608
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+100	-538	-552	-566	-576	-580	-594	-608
	+300	-1,613	-1,656	-1,698	-1,729	-1,740	-1,783	-1,825
	+500	-2,689	-2,759	-2,830	-2,882	-2,901	-2,972	-3,042

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 글로벌 판매량은 2025년 추정치 기준
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 25] 기아 인센티브 변동에 따른 영업이익 변화

(달러/대) \ (천대)		글로벌 판매량(중국 제외 기준)						
		2,800	2,900	2,950	2,998	3,050	3,100	3,200
글로벌 인센티브	-500	1,981	2,052	2,087	2,121	2,158	2,193	2,264
	-300	1,189	1,231	1,252	1,273	1,295	1,316	1,358
	-100	396	410	417	424	432	439	453
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+100	-396	-410	-417	-424	-432	-439	-453
	+300	-1,189	-1,231	-1,252	-1,273	-1,295	-1,316	-1,358
	+500	-1,981	-2,052	-2,087	-2,121	-2,158	-2,193	-2,264

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 글로벌 판매량은 2025년 추정치 기준
자료: 기아, 한국투자증권

5. 환율

장기적으로 완성차들은 원화 약세 환경이 유리

환율은 양면성을 갖고 있다. USD/KRW를 중심으로 평균 환율이 하락(원화 약세)할 경우, 수출 차량의 판매 가격이 높아져 영업이익에 긍정적으로 작용한다. 반면, 기말 환율이 상승(원화 강세)할 경우에는 판매보증비가 확대되며, 영업이익 악화 요인으로 작용한다.

하지만 환율 변동에 따른 판매보증비 변화는 큰 의미가 없는데, 차기 환율 변동에 따라 되돌려질 수 있고 실질적인 영업 리스크나 현금 유출을 반영하지 않는 회계적 평가손실에 가깝기 때문이다. 현대차는 환율 변동에 따른 판매보증비도 '환율' 항목으로 분류한다. 반면, 기아는 판매 부문만 '환율효과'로 구분하고 있으며 환율 변동에 따른 판매보증비 변화는 '기타비용'으로 구분해 영업이익 변동 원인을 설명하고 있다.

현대차의 연간 순외화수지 노출 금액은 약 360억 달러로 추정된다. 순외화수지는 판매로 창출된 외화수익과 재료비 등 외화비용을 차감한 값이다. 총 외화수지 중 달러에 노출된 비중은 약 55%인 200억 달러로, 원화로는 약 28조 3,000억원이다. USD/KRW 환율은 한국투자증권 2025년 추정치 1,415원을 적용했다.

10원 환율 변동 시, 현대차 영업이익 2,000억원 변동

따라서 USD/KRW 환율이 10원 상승(원화 약세) 시, 현대차 연간 영업이익은 약 2,000억원 확대된다. 반대로 환율이 10원 하락(원화 강세) 시, 현대차 연간 영업이익은 약 2,000억원 감소된다.

1% 환율 변동 시, 현대차 영업이익 2,830억원 변동

금액이 아닌 변동률 기준으로, 1% 환율 변동(약 14원)에 따른 현대차 연간 영업이익 민감도는 약 2,830억원으로 추정된다.

[그림 26] 현대 USD 환율 변동에 따른 영업이익 민감도

(십억달러) / (원)		달러 순외화수지 (USD Net Exposure)						
		17	18	19	20	21	22	23
USD KRW 환율	-30	-510	-540	-570	-600	-630	-660	-690
	-20	-340	-360	-380	-400	-420	-440	-460
	-10	-170	-180	-190	-200	-210	-220	-230
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+10	170	180	190	200	210	220	230
	+20	340	360	380	400	420	440	460
	+30	510	540	570	600	630	660	690

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 27] 현대 USD 환율 % 변동에 따른 영업이익 민감도

(십억달러) / (%)		달러 순외화수지 (USD Net Exposure)						
		17	18	19	20	21	22	23
USD KRW 환율	-5%	-1,203	-1,274	-1,344	-1,415	-1,486	-1,557	-1,627
	-3%	-722	-764	-807	-849	-891	-934	-976
	-1%	-241	-255	-269	-283	-297	-311	-325
	0%	0	0	0	0	0	0	0
	+1%	241	255	269	283	297	311	325
	+3%	722	764	807	849	891	934	976
	+5%	1,203	1,274	1,344	1,415	1,486	1,557	1,627

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

달러 다음 가장 큰 외환 거래금액은 유로이다. 총 외화수지 중 유로에 노출된 비중은 약 25%인(영국향 판매에 따른 파운드 수익도 유로 수익으로 가정), 약 80억 유로(91억 달러)로 원화로는 약 14조 5,450억원이다. EUR/KRW 환율은 1,600원을 적용했다.

따라서 EUR/KRW 환율이 10원 상승(원화 약세) 시, 현대차 연간 영업이익은 약 800억원 확대된다. 반대로 환율이 10원 하락(원화 강세) 시, 현대차 연간 영업이익은 약 800억원 감소된다.

금액이 아닌 변동률 기준으로, 1% 환율 변동에 따른 현대차 연간 영업이익 민감도는 약 1,290억원으로 추정된다.

[그림 28] 현대 EUR 환율 변동에 따른 영업이익 민감도

(원) \ (십억달러)		유로 순외화수지 (EUR Net Exposure)						
		5	6	7	8	9	10	11
USD KRW 환율	-30	-150	-180	-210	-241	-270	-300	-330
	-20	-100	-120	-140	-161	-180	-200	-220
	-10	-50	-60	-70	-80	-90	-100	-110
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+10	50	60	70	80	90	100	110
	+20	100	120	140	161	180	200	220
	+30	150	180	210	241	270	300	330

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 29] 현대 EUR 환율 % 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (십억달러)		유로 순외화수지 (EUR Net Exposure)						
		5	6	7	8	9	10	11
USD KRW 환율	-5%	-400	-480	-560	-643	-720	-800	-880
	-3%	-240	-288	-336	-386	-432	-480	-528
	-1%	-80	-96	-112	-129	-144	-160	-176
	0%	0	0	0	0	0	0	0
	+1%	80	96	112	129	144	160	176
	+3%	240	288	336	386	432	480	528
	+5%	400	480	560	643	720	800	880

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

기아의 연간 순외화수지 노출 금액은 약 270억 달러로 추정된다. 총 외화수지 중 달러에 노출된 비중은 약 55%인 150억 달러로, 원화로는 약 21조 2,250억원이다. USD/KRW 환율은 한국투자증권 추정치 1,415원을 적용했다.

10원 환율 변동 시, 기아 영업이익 1,500억원 변동

따라서 USD/KRW 환율이 10원 상승(원화 약세) 시, 기아 연간 영업이익은 약 1,500억원 확대된다. 반대로 환율이 10원 하락(원화 강세) 시, 기아 연간 영업이익은 약 1,500억원 감소된다.

1% 환율 변동 시, 기아 영업이익 2,120억원 변동

금액이 아닌 변동률 기준으로, 1% 환율 변동(약 14원)에 따른 기아 연간 영업이익 민감도는 약 2,120억원으로 추정된다.

USD/KRW 환율 기준, 1% 변동 시 현대차 영업이익 민감도는 2,830억원, 기아 영업이익은 2,120억원으로 현대차가 더 크다. 수출량 차이에 따른 외화수익 차이가 가장 큰 원인으로, 2024년 기준 현대차의 한국산 수출량이 약 20%(현대차 120만대, 기아 100만대) 더 많았기 때문이다.

[그림 30] 기아 USD 환율 변동에 따른 영업이익 민감도

(원) \ (십억달러)		달러 순외화수지 (USD Net Exposure)						
		12	13	14	15	16	17	18
USD KRW 환율	-30	-360	-390	-420	-450	-480	-510	-540
	-20	-240	-260	-280	-300	-320	-340	-360
	-10	-120	-130	-140	-150	-160	-170	-180
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+10	120	130	140	150	160	170	180
	+20	240	260	280	300	320	340	360
	+30	360	390	420	450	480	510	540

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

[그림 31] 기아 USD 환율 % 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (십억달러)		달러 순외화수지 (USD Net Exposure)						
		12	13	14	15	16	17	18
USD KRW 환율	-5%	-849	-920	-991	-1,061	-1,132	-1,203	-1,274
	-3%	-509	-552	-594	-637	-679	-722	-764
	-1%	-170	-184	-198	-212	-226	-241	-255
	0%	0	0	0	0	0	0	0
	+1%	170	184	198	212	226	241	255
	+3%	509	552	594	637	679	722	764
	+5%	849	920	991	1,061	1,132	1,203	1,274

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

현대차와 마찬가지로 기아도 달러 다음으로 가장 큰 외환 거래금액은 유로이다. 총 외화수지 중 유로에 노출된 비중은 약 25%인(영국향 판매에 따른 파운드 수익도 유로 수익으로 가정), 약 60억 유로(68억 달러)로 원화로는 약 10조 9,090억원이다. EUR/KRW 환율은 1,600원을 적용했다.

따라서 EUR/KRW 환율이 10원 상승(원화 약세) 시, 기아 연간 영업이익은 약 600억원 확대된다. 반대로 환율이 10원 하락(원화 강세) 시, 기아 연간 영업이익은 약 600억원 감소된다.

금액이 아닌 변동률 기준으로, 1% 환율 변동에 따른 기아 연간 영업이익 민감도는 약 960억원으로 추정된다.

[그림 32] 기아 EUR 환율 변동에 따른 영업이익 민감도

(원) \ (십억달러)		유로 순외화수지 (EUR Net Exposure)						
		3	4	5	6	7	8	9
USD KRW 환율	-30	-90	-120	-150	-181	-210	-240	-270
	-20	-60	-80	-100	-121	-140	-160	-180
	-10	-30	-40	-50	-60	-70	-80	-90
	0	0	0	0	0	0	0	0
	+10	30	40	50	60	70	80	90
	+20	60	80	100	121	140	160	180
	+30	90	120	150	181	210	240	270

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

[그림 33] 기아 EUR 환율 % 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (십억달러)		유로 순외화수지 (EUR Net Exposure)						
		3	4	5	6	7	8	9
USD KRW 환율	-5%	-240	-320	-400	-482	-560	-640	-720
	-3%	-144	-192	-240	-289	-336	-384	-432
	-1%	-48	-64	-80	-96	-112	-128	-144
	0%	0	0	0	0	0	0	0
	+1%	48	64	80	96	112	128	144
	+3%	144	192	240	289	336	384	432
	+5%	240	320	400	482	560	640	720

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

6. 재료비

재료비는 공헌이익에 결정적

재료비는 가장 큰 비중을 차지하는 비용이며 대표적인 변동비이다. 공헌이익(매출액 – 변동비)은 변동비에 따라 민감하기 때문에, 수익성 분석에서 재료비는 가장 중요한 항목 중 하나이다.

자동차에 투입되는 주요 원자재는 자동차강판, 플라스틱, 고무, 귀금속(팔라듐, 백금, 로듐 등은 배출가스 정화장치인 촉매 변환기에 주로 사용) 및 비철금속(알루미늄 및 전기동)으로 구분된다. 최근에는 친환경차 판매가 확대되며 배터리셀에 관련된 리튬, 니켈 및 코발트도 주요 원재료로 부각되고 있다.

투입 재료비는 원자재 가격에 따라 변동이 크며, 부품 공급망과 조달에 차질이 발생할 경우 변동성이 확대된다. 원재료 현물 가격은 매 순간 변화되지만, 완성차들은 장기 계약 가격을 통해 원가 변동성을 축소한다. 한국 완성차들의 경우, 철강재는 반기 단위, 배터리셀 관련 및 석유화학 제품은 분기 단위, 비철금속은 월 단위로 계약 가격을 설정한다.

재료비율은 직접적으로 공개되지는 않지만 공시되는 원재료 및 상품 사용액을 활용해 추정이 가능하다. 당기에 투입된 재료비 원가를 산출하기 위해서는 '기초재고 + 원재료 및 상품 매입액 – 기말재고' 산식을 활용해 추정 가능하다.

2024년 현대차 기준, 제조 원가에 투입된 재료비는 자동차 부문 매출액 대비 68.3%인 93조 4,440억원이다. 매출액 등 다른 요인들이 동일한 가운데 재료비율만 1%p 변동된다면 현대차 영업이익은 1조 3,670억원이 변화된다.

2024년 기아 기준, 제조 원가에 투입된 재료비는 매출액 대비 67.2%인 72조 2,470억원이다. 재료비율 1%p 변동에 따른 기아 영업이익 민감도는 1조 740억원 수준이다.

[그림 34] 현대차 재료비율 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) / (%p)		매출액 증가율						
		-1.0%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%
재료비율	+1.0%	-2,735	-2,051	-1,504	-1,367	-1,231	-684	0
	+0.5%	-2,051	-1,367	-820	-684	-547	0	684
	+0.1%	-1,504	-820	-273	-137	0	547	1,231
	0.0%	-1,367	-684	-137	0	137	684	1,367
	-0.1%	-1,231	-547	0	137	273	820	1,504
	-0.5%	-684	0	547	684	820	1,367	2,051
	-1.0%	0	684	1,231	1,367	1,504	2,051	2,735

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 35] 기아 재료비율 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) / (%p)		매출액 증가율						
		-1.0%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%
재료비율	+1.0%	-2,149	-1,612	-1,182	-1,074	-967	-537	0
	+0.5%	-1,612	-1,074	-645	-537	-430	-0	537
	+0.1%	-1,182	-645	-215	-107	-0	430	967
	0.0%	-1,074	-537	-107	0	107	537	1,074
	-0.1%	-967	-430	0	107	215	645	1,182
	-0.5%	-537	0	430	537	645	1,074	1,612
	-1.0%	0	537	967	1,074	1,182	1,612	2,149

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

7. 판매보증비(Warranty)

판매보증비는 리콜과 캠페인 및 환율로 변동성 확대

민감도 분석의 마지막 요인은 판매보증비이다. 완성차들은 차량 판매 시, 일정 기간 무상 수리를 보증하기 위해 판매보증 충당금을 설정한다. 이는 향후 발생할 수 있는 보증 수리 비용을 추정하여 회계상 부채로 의무 인식하는 것이다.

현대차와 기아는 통산 5년의 무상 보증 기간을 제공하며, 미국에서는 파워트레인을 대상으로 10년 또는 10만마일 무상 보증 기간을 제공한다. 따라서, 신차를 판매할 때마다 각 차량별 보증 기간과 예상 보증수리 청구 비율 및 누적된 UIO(Units in Operation: 완성차가 판매한 차량이 실제 도로 위에서 운행되고 있는 차량 대수) 대수 변화 등을 감안해 판매보증 충당금이 설정된다.

또한, 해외에서 판매된 차량들은 외화 부채로 인식하기 때문에 환율 변동에 따라 부채금액이 달라지며(기말 환율 기준, 원화가 약세일 경우 판매관리비가 증가하는 구조), 리콜 및 캠페인과 CPU(Cost per Unit: 대당 예상되는 보증 비용) 정책 변경에 따라서도 판매보증 충당금이 변동된다.

부채인 판매보증 충당금 변화에 따라 비용 계정(판매관리비)인 판매보증비가 설정되는데, 한국 완성차들의 정상 판매보증비율은 매출액 대비 2.5%~3.0% 수준으로 평가할 수 있다. 2024년 기준 현대차 판매보증비는 2.9%(3조 9,540억원), 기아는 3.5%(3조 7,330억원)를 나타낸 바 있다.

판매보증비율이 1%p 변화할 경우, 현대차와 기아 영업이익은 각각 1조 3,670억원, 1조 740억원 변동될 것으로 추정된다.

[그림 36] 현대차 판매보증비 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (십억원)		판매보증비						
		3,000	3,300	3,600	3,954	4,200	4,500	4,800
판매보증비율	+1.0%	-414	-714	-1,014	-1,367	-1,614	-1,914	-2,214
	+0.5%	270	-30	-330	-684	-930	-1,230	-1,530
	+0.1%	817	517	217	-137	-383	-683	-983
	0.0%	954	654	354	0	-246	-546	-846
	-0.1%	1,090	790	490	137	-110	-410	-710
	-0.5%	1,637	1,337	1,037	684	437	137	-163
	-1.0%	2,321	2,021	1,721	1,367	1,121	821	521

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 2024년 현대차 판매보증비는 3조 9,540억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 37] 기아 판매보증비 변동에 따른 영업이익 민감도

(%) \ (십억원)		판매보증비						
		2,900	3,100	3,400	3,733	4,000	4,300	4,500
판매보증비율	+1.0%	-241	-441	-741	-1,074	-1,341	-1,641	-1,841
	+0.5%	296	96	-204	-537	-804	-1,104	-1,304
	+0.1%	726	526	226	-107	-374	-674	-874
	0.0%	833	633	333	0	-267	-567	-767
	-0.1%	941	741	441	107	-159	-459	-659
	-0.5%	1,371	1,171	871	537	271	-29	-229
	-1.0%	1,908	1,708	1,408	1,074	808	508	308

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 2024년 기아 판매보증비는 3조 7,330억원
자료: 기아, 한국투자증권

III. 민감도 분석을 통한 2026년 전망

1. 판매량과 점유율

관세 이후 수요 전망 급감

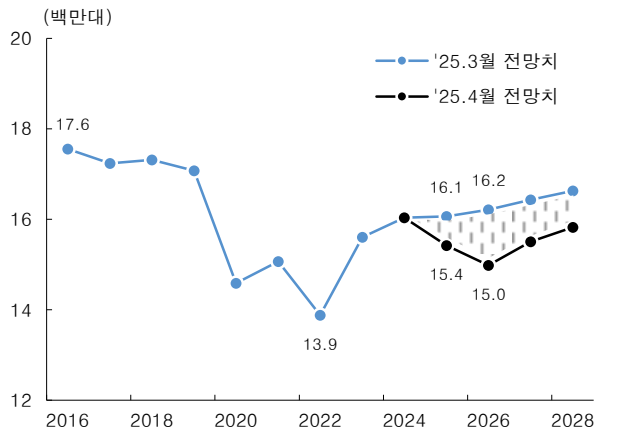
2025년 4월 3일부터 자동차 관세가, 5월 3일에는 자동차 부품에 대한 25% 관세가 발효되었다. 관세로 인한 원가 상승 압력뿐만 아니라, 가격 상승에 따른 수요 둔화 우려도 크게 확대되었다.

관세 발표 이후, 공신력 높은 기관들은 자동차 수요 전망치를 지속적으로 하향했다. S&P Global Mobility는 2025년 4월 발표한 수요 전망치에서, 미국 자동차 판매는 기존 전망치(3월) 대비 2025년 70만대, 2026년 120만대 감소할 것이라고 밝힌 바 있다(글로벌 자동차 판매도 2025년 130만대, 2026년 250만대 감소 전망) 있는데 1개월 전망치 변화 기준 역사상 가장 큰 규모의 조정 중 하나라고 밝혔다(The impact of Trump's auto tariffs, in combination with the 10% universal tariff, has led to one of the largest single-month changes we've ever made to the forecast).

BCG도 지난 5월 수요 전망치에서, 미국 자동차 2025년과 2026년 수요가 기존 전망치 대비 각각 70만대, 130만대 감소할 것으로 예측한 바 있다. 2025년과 2026년 수요 감소율을 각각 3.8%, 7.3% 가정한 수치이다.

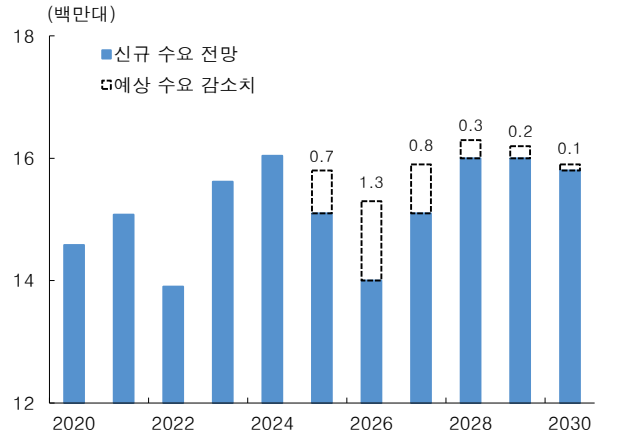
한국투자증권도 미국 자동차 원가 상승폭(+10~20%p)과 수요의 가격 탄력성(0.5)을 감안해, 미국 자동차 수요가 약 5~10% 감소할 것이라고 추정한 바 있다 (2025년 7월 8일 자동차 산업 하반기 전망: 관세가 아니라 수요가 핵심).

[그림 38] S&P Global 4월 미국 자동차 수요 전망치 조정



자료: S&P Global Mobility, Autodata, 한국투자증권

[그림 39] Boston Consulting Group 5월 수요 전망치 조정



자료: Boston Consulting Group, 한국투자증권

예상과 달리 견조한 수요

하지만 관세 부과 이후에도 예상과 달리 미국 자동차 수요는 견조하다. 2Q25 미국 자동차 수요는 422만대로 전년 동기 대비 2.2% 증가했으며, 3Q25에는 415만대로 전년 동기 대비 6.3% 증가하며 오히려 수요는 확대되고 있다.

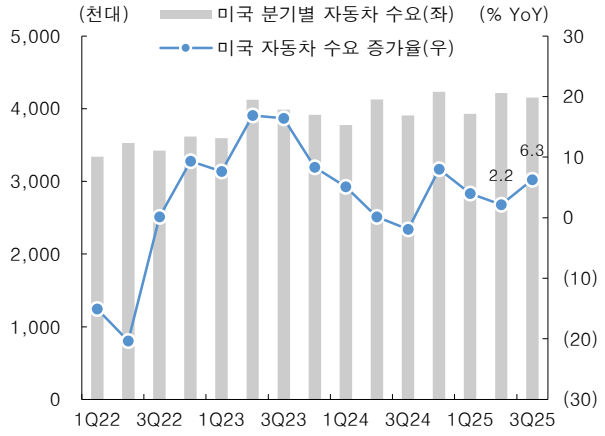
견조한 수요 배경은 완성차들의 가격 정책 유지

예상과 달리 수요가 견조한 가장 큰 원인은, 완성차들이 가격 인상을 자제하고 기존 가격 정책을 유지하고 있기 때문이다. 포드, 스바루와 폭스바겐이 비교적 큰 폭의 가격 인상을 발표했지만 대부분 수입산에 국한되었고, 사실상 전면적으로 가격 인상을 단행한 완성차는 없다.

현대차도 지난 9월 CEO Investor Day에서 비용과 매출을 별도 관리하면서, 관세를 이유로 기계적인 가격 인상은 지양하겠다고 발표했으며 기아도 연말까지는 가격을 동결하고 이후에는 경쟁사들과 산업 가격 동향을 고려해 가격을 책정하겠다고 밝힌 바 있다.

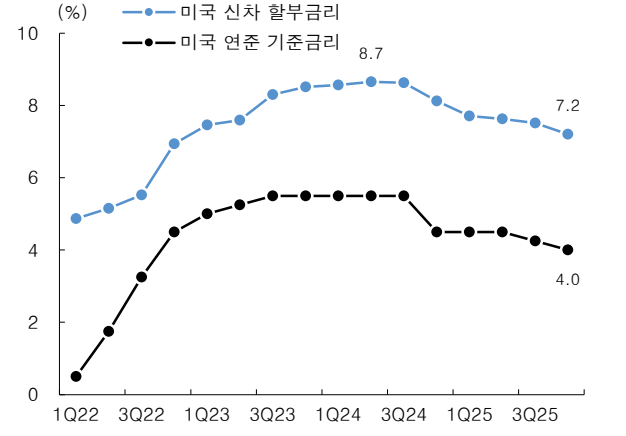
또한, 미국 금리 인하와 증시 상승에 따른 부의 효과 역시 미국 자동차 수요를 지지하는 주요 요인 중 하나로 판단된다.

[그림 40] 미국 분기별 자동차 수요: 관세 이후에도 견조



자료: Autodata, 한국투자증권

[그림 41] 미국 자동차 할부금리: 하락세로 수요에 긍정적



자료: Bloomberg, 한국투자증권

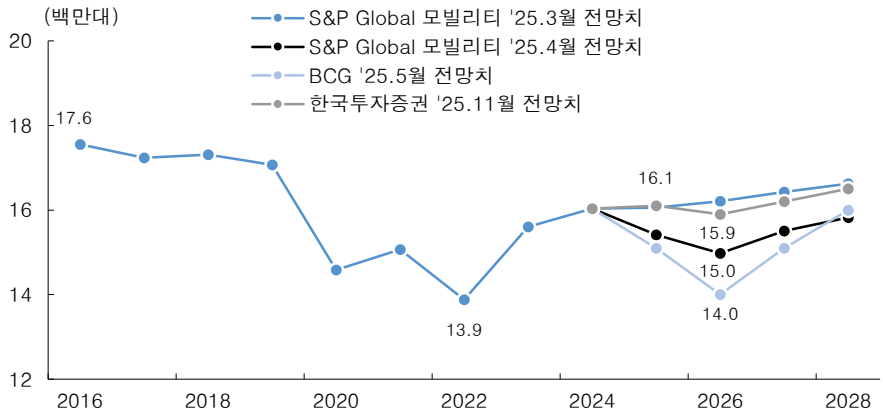
2026년 수요는 2025년과 유사할 것으로 전망

2025년 10월 누계 기준 미국 자동차 수요는 1,357만대로 전년 동기 대비 +3.2% 성장세를 나타내고 있다. 10월 자동차 수요가 전기차에 지급되던 IRA 보조금 폐지와 관세 영향이 맞물리면서 전년 대비 -4.3% 둔화했지만, 2025년 수요는 2024년과 유사한 1,610만대(+0.4%)가 예상된다.

2026년에는 연준의 점진적 금리 인하와 관세율 인하(한국, 일본 및 유럽산 자동차 관세율은 25%에서 15%로 하향 조정)에도 불구하고, 관세로 인한 차량 및 부품 가격 상승 영향으로 2025년 대비 -1.2% 감소한 1,590만대 수준을 예상한다. 2026년 수요 둔화는 불가피하겠지만, 관세 부과 직후 예상되었던 1,400~1,500만대에 비해서는 6~14% 높은 수치이다.

예상보다 양호한 미국 수요를 바탕으로, 2025년과 2026년 글로벌 산업수요는 각각 1.9%, 0.7% 증가할 것으로 전망된다.

[그림 42] 2026~2028년 미국 수요 전망치: 관세 초기 전망 대비 양호한 수요 예상



자료: Autodata, S&P Global Mobility, BCG, 한국투자증권

2. 한국 완성차들 점유율 경쟁에서 유리

결국은 고객 선택이 중요
시장점유율 추가 확대 가능

예상보다 견조한 미국 수요를 바탕으로, 현대차와 기아는 최대 주요 시장인 미국에서 점유율 확대 가능성이 매우 높다고 판단된다.

첫 번째는 다각화된 파워트레인 효과이다. 2025년 9월 30일 이후 전기차에 지급되던 IRA 보조금이 축소되며, 전기차 수요는 하이브리드(HEV)로 이동될 가능성이 높다. 미국 소비자들도 친환경차 선호 현상이 강화 중에 있는데, 하이브리드가 전기차의 친환경성과 내연기관의 편의성 및 경제성이 결합된 차종으로 인식되면서 높은 성장세가 지속되고 있다.

2025년 10월 누계 기준 현대차그룹의 HEV 미국 시장 점유율은 14.0%로(현대차 8.3% / 기아 5.7%) 전체 점유율 11.2%를 초과하고 있다. 일본 완성차들과 점유율 격차가 크지만 라인업 다변화와 확장성 측면에서, 현대차그룹만이 유일하게 토요타와 혼다의 HEV 경쟁력과 견줄만하다.

HEV는 ICE와 가장 가까운 동력원으로 사실상 내연기관과 동력 방식이 유사해(기존 내연기관에 소형 모터와 배터리만 추가) 기술적으로는 큰 차이가 없다. 하지만 원가를 감안한 수익성 확보 기준으로는 진입장벽이 높아 수익성을 갖춘 완성차는 제한적이다.

HEV 수익성은 이미
내연기관에 근접

한국 완성차들은 2020년까지 HEV에서 적자를 기록했으나, 라인업과 판매 확대에 따른 규모의 경제 실현과 ASP 확대로 현재는 내연기관에 가까운 double-digit 수익성을 확보하고 있다. 수요가 뒷받침 되고 수익성이 높아지고 있는 HEV를 생산하지 않을 이유가 없다.

<표 3> 미국 완성차별 HEV 시장점유율

(단위: %)

구분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
토요타	59	59	53	44	51	50
렉서스	10	7	7	7	6	5
혼다	13	13	12	24	19	19
현대차그룹	5	10	14	13	12	14
현대차	3	7	8	7	8	8
기아	3	3	6	6	4	6
포드	10	11	12	10	10	10
마쯔다	0	0	0	0	0	1
스바루	0	0	0	0	0	1

주: 2025년은 1~10월 누계 기준, MHEV는 HEV에서 제외
자료: Autodata, 한국투자증권

현대차와 기아 HEV 점유율 확대 가능한 환경

전체 하이브리드 산업이 성장할 것으로 예상되는 가운데, 현대차그룹은 더 높은 점유율 확대가 가능한 환경이다.

현대차와 기아의 HEV 성장을 확신하는 이유는 상품성 개선과 라인업 다변화이다. 2025년부터 대형(팰리세이드급)과 소형급(셀토스급)으로 HEV 라인업이 확장됨에 따라 일본 완성차들과의 경쟁이 본격화 될 것으로 예상된다.

HEV 라인업 확장 긍정적

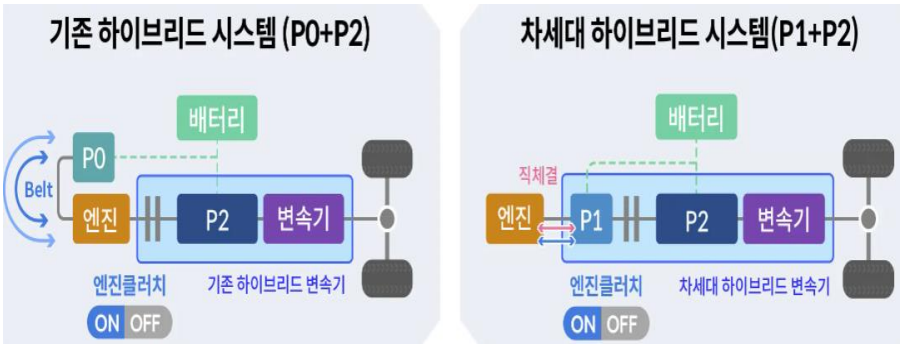
2세대 팰리세이드 HEV는 한국 내수 시장에 먼저 출시되어 높은 판매 성장세를 나타내고 있다. 대형 SUV급에서 HEV 선택지가 좁았었는데, 팰리세이드 출시로 이러한 니즈를 해소했으며 대폭 개선된 상품성 강화도 주요 원인 중 하나이다. 특히 전장이 5,055mm로 1세대 대비 65mm 확대되었으며, 1회 주유로 1,015km 주행이 가능해 편의성이 강화되었다.

또한 현대차그룹 신차 중 최초로 2.5L 차세대 하이브리드 시스템(TMED II: Transmission Mounted Electric Drive)을 탑재하며 출력과 연비가 개선된 것도 특징이다.

기존 하이브리드 시스템은 P0 모터와 엔진이 벨트로 연결된 구조로 이 과정에서 벨트 마찰 손실이 발생했다. 또한 구동은 오직 P2 모터만 담당해 연비와 동력 성능을 높이는 데 한계도 존재했다. 이와 달리 차세대 하이브리드 시스템은 P1 모터가 엔진과 직결돼 있어 구동 시 벨트 마찰 손실이 없으며, 주행 조건에 따라 P1 모터가 보다 적극적으로 구동력을 보조할 수 있어 하이브리드 시스템 전체 효율성이 높아졌다.

차세대 하이브리드 시스템이 적용된 신차와 함께 미국에서도 현대차와 기아의 HEV 판매 확대는 지속될 것이다.

[그림 43] 현대차그룹 차세대 하이브리드 시스템 구조 변화



주: 모터 역할의 경우, P0: 시동·발전 / P1: 시동·발전·구동보조 / P2: 구동·회생제동
자료: 현대차, 한국투자증권

제네시스에도 HEV 추가 예정

차세대 하이브리드 시스템 적용에 따른 상품성 개선과 함께 라인업 확대도 긍정적이다.

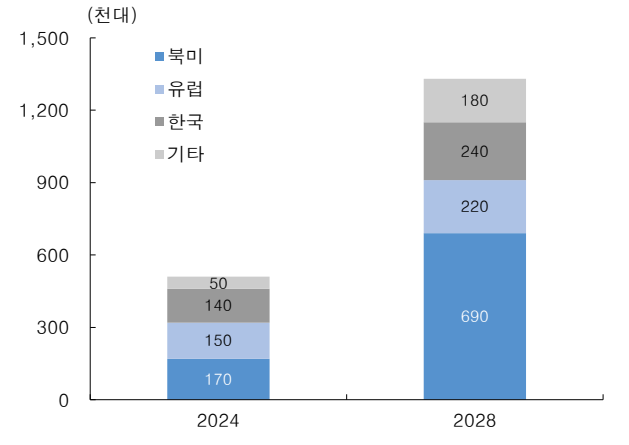
현재 현대차와 기아는 중형급을 중심으로 HEV 라인업을 운영하고 있다. 하지만 2.5T와 1.2T 파워트레인을 더하며 대형급과 소형급으로 라인업을 확장하고 있다. 대형 HEV는 현재 판매 중인 현대차 팰리세이드와 2026년 판매가 시작될 텔루라이드가 대표적이다. 소형 HEV는 인도 등 특정 시장에서 현지형 모델인 바욘, 쏘넷 등과 함께 셀토스가 추가될 것으로 예상된다.

특히, 현대차는 2026년 GV80을 시작으로 GV70 등 제네시스 라인업에도 하이브리드를 출시할 예정이다.

[그림 44] 현대차그룹 차세대 HEV 시스템(TMED Ⅱ) 운영 계획

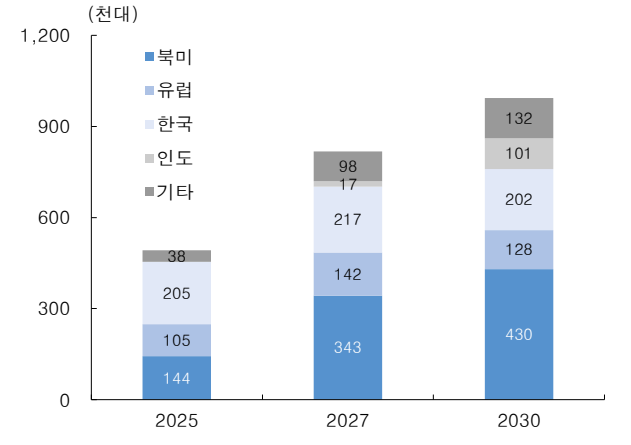
자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 45] 현대차 HEV 판매량 가이던스



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 46] 기아 HEV 판매량 가이던스



자료: 기아, 한국투자증권

신차 사이클 긍정적

두 번째는 신차 효과이다. 현대차는 2세대 팰리세이드(LX3)를 2025년 1월에 국내 시장에 우선 출시했고, 7월부터 미국 시장에 출시하며 글로벌 판매를 본격화했다.

현대차 주요 신차는 팰리세이드, 투싼 및 아반떼

2026년에는 팰리세이드 신차 효과 확대와 함께 최초의 팰리세이드 하이브리드가 출시될 예정이다. 또한, 2026년에는 5세대 투싼(NX5) 아반떼(CN8)가, 제네시스 브랜드로는 GV80(JX1) HEV와 GV90(JG1)이 출시될 계획이다.

기아 주요 신차는 텔루라이드 및 셀토스

기아 역시 2세대 텔루라이드(LQ2)가 가장 기대되는 신차이다. 현대차와 마찬가지로 2세대 텔루라이드는 HEV 라인업이 추가될 예정이다. 이외에도 2세대 셀토스(SP3) 및 EV2(QV1)가 2026년 출시될 예정이다.

신차 출시와 함께 완성차는 판매 볼륨과 ASP를 동시에 개선시킬 수 있다. 그 중에서도 2019년 출시한 현대차의 팰리세이드와 기아 텔루라이드는 단연 돋보이는 모델로 평가할 수 있다.

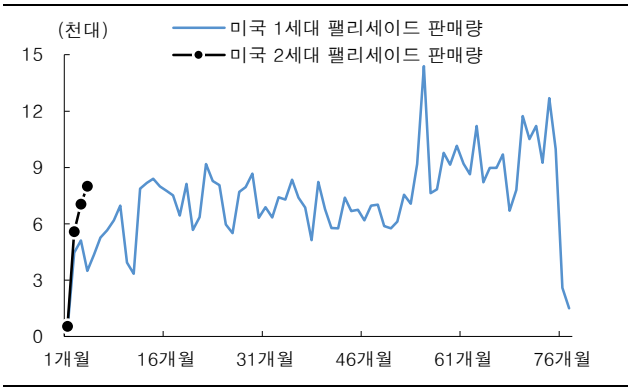
2020년 미국 시장 기준, 8만대 수준에 불과했던 판매량이 2024년 11~12만대까지 증가했는데, 2세대 모델과 HEV 라인업 확장으로 팰리세이드와 텔루라이드 연간 판매 볼륨은 각각 2~3만대 가량 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

<표 4> 미국 팰리세이드 및 텔루라이드 판매량 (단위: 천대, %)

구 분	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
팰리세이드	29	83	87	83	90	109	129
(판매비중 %)	4.0%	12.9%	11.0%	10.6%	10.3%	12.0%	13.0%
텔루라이드	59	75	94	100	111	116	121
(판매비중 %)	9.5%	12.8%	13.4%	14.4%	14.2%	14.5%	14.3%

주: 2025년 판매량은 추정치
자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 47] 미국 팰리세이드 세대별 월간 판매량



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 48] 볼륨 변동에 따른 텔루라이드 영업이익 민감도

(백만원) \ (천대)		판매량 증감						
		-50	-30	-15	0	15	30	50
공헌이익 증 감	12	-600	-360	-180	0	180	360	600
	13	-650	-390	-195	0	195	390	650
	14	-700	-420	-210	0	210	420	700
	15	-750	-450	-225	0	225	450	750
	16	-800	-480	-240	0	240	480	800
	17	-850	-510	-255	0	255	510	850
	18	-900	-540	-270	0	270	540	900

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원, 공헌이익 변동에 따른 영업이익 증감은 가격 효과
자료: 기아, 한국투자증권

텔루라이드 신차 효과 금액으로 환산 시, 약 4,500억원 수준

관세 부과 이전, 기아는 북미가 차지하는 영업이익 비중이 약 50~60% 수준이라고 밝힌 바 있는데 미국 매출액과 전사 영업이익 감안 시, 미국 영업이익률은 약 20% 수준으로 추정된다.

또한, 미국 전체 이익 규모와 텔루라이드 판매 가격(4.5만 달러로 원화로는 약 6,250만원)을 감안하면, 텔루라이드 대당 공헌이익은 전사 평균을 상회하는 약 1,500만원으로 추정된다. 따라서, 대당 공헌이익 1,500만원이 유지되는 가운데, 판매량이 3만대 증가할 경우 영업이익 개선 효과는 약 4,500억원에 달할 것으로 예상된다.

만약 텔루라이드 현재 공헌이익이 당사 추정치 1,500만원보다 높은 1,800만원일 경우, 3만대 증가에 따른 영업이익 개선 효과는 약 5,400억원에 달할 것으로 예상된다. 반면, 당사 추정치보다 낮은 1,200만원일 경우, 3만대 증가에 따른 영업이익 개선 효과는 약 3,600억원 수준으로 예상된다.

<표 5> 현대차 신차 스케줄

구분	2024		2025		2026	
	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기
한국	**ST1** 코드 US4 세그먼트 D 차급 LCV 외관변경 최초출시	**아이오닉 9** 코드 ME1 세그먼트 D 차급 Large SUV 외관변경 FMC	**펠리세이드 ICE & HEV**		**스타리아 EV** 코드 US4 EV 세그먼트 E 차급 Large MPV 외관변경 FMC	**아반떼 ICE & HEV** 코드 CN8 세그먼트 C 차급 Compact Car 외관변경 FMC
	제네시스 GV80 Coupe 코드 JX1 세그먼트 E 차급 Premium SUV 외관변경 최초출시	**캐스퍼 EV** 코드 AX1 세그먼트 A 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시	**넥쏘** 코드 NH2 세그먼트 C 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC			**제네시스 G80 HEV** 코드 RG4 세그먼트 E 차급 Midsize Car 외관변경 FMC
						투싼 ICE & HEV 코드 NX5 세그먼트 C 차급 Compact SUV 외관변경 FMC
미국	**싼타페 ICE** 코드 MX5 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC		**아이오닉 9** 코드 ME1 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시	**팰리세이드 HEV** 코드 LX3 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC	**아이오닉 6 N** 코드 CE N 세그먼트 D 차급 Compact Car 외관변경 FMC	**제네시스 GV90 ICE & EREV** 코드 JG1 세그먼트 F 차급 Large SUV 외관변경 FMC
	제네시스 GV80 쿠페 ICE 코드 JX1 세그먼트 E 차급 Premium SUV 외관변경 FMC			**넥쏘** 코드 NH2 세그먼트 C 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC		**투싼 ICE** 코드 NX5 세그먼트 C 차급 Compact SUV 외관변경 FMC
유럽	**싼타페 ICE** 코드 MX5 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC	**캐스퍼 EV** 코드 AX1 세그먼트 A 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시	**아이오닉 9** 코드 ME1 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시	**넥쏘** 코드 NH2 세그먼트 C 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC	**스타리아 EV** 코드 US4 EV 세그먼트 E 차급 Large MPV 외관변경 FMC	**투싼 ICE & HEV** 코드 NX5 세그먼트 C 차급 Compact SUV 외관변경 FMC
		스타리아 HEV 코드 US4 세그먼트 D 차급 MPV 외관변경 FMC				**아이오닉 3** 코드 OE 세그먼트 B 차급 Compact SUV 외관변경 FMC
인도		**싼타페 ICE** 코드 MX5 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC		**베뉴 ICE** 코드 QX2 세그먼트 B 차급 Compact SUV 외관변경 FMC		**Bayon CUV** 코드 BC4 CUV 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 FMC
중국				**일렉시오** 코드 GT1 세그먼트 E 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC	**넥쏘** 코드 NH2 세그먼트 C 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC	
					아이오닉 6 N 코드 CE N 세그먼트 D 차급 Compact Car 외관변경 FMC	

자료: 현대차, 한국투자증권

<표 6> 기아 신차 스케줄

구분	2024		2025		2026	
	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기
한국	**EV3** 코드 SV1 차급 C 세그먼트 Subcompact SUV 외관변경 최초출시		**EV4** 코드 CT1 차급 C 세그먼트 Compact Car 외관변경 최초출시	**PV5** 코드 SW1 차급 Mini Van 세그먼트 MPV 외관변경 FMC	**셀토스 ICE** 코드 SP3 차급 B 세그먼트 Subcompact SUV 외관변경 FMC	
			타스만 코드 TK1 차급 C 세그먼트 Pickup 외관변경 최초출시	**EV5** 코드 OV1 차급 C 세그먼트 Compact SUV 외관변경 최초출시		
미국		**K4** 코드 CL4 차급 C 세그먼트 Compact Car 외관변경 FMC	**EV3** 코드 SV1 차급 C 세그먼트 Subcompact SUV 외관변경 최초출시	**텔루라이드 ICE** 코드 LQ2 차급 D 세그먼트 Midsize SUV 외관변경 FMC	**텔루라이드 HEV** 코드 LQ2_HEV 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시	**셀토스 HEV** 코드 SP3 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 최초출시
		카니발 HEV 코드 KA4 차급 D 세그먼트 MPV 외관변경 FMC			**셀토스 ICE** 코드 SP3 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 FMC	
유럽		**EV3** 코드 SV1 차급 C 세그먼트 Subcompact SUV 외관변경 최초출시	**EV4** 코드 CT1 차급 C 세그먼트 Compact Car 외관변경 최초출시		**K4 Wagon** 코드 CL4 세그먼트 C 차급 Compact Car 외관변경 FMC	**셀토스 HEV** 코드 SP3 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 최초출시
		카니발 ICE 코드 KA4 차급 D 세그먼트 Midsize MPV 외관변경 FMC	**스포티지 ICE** 코드 NQ5 세그먼트 C 차급 Midsize SUV 외관변경 FMC		**EV2** 코드 QV1 세그먼트 B 차급 Compact SUV 외관변경 FMC	
			PV5 코드 SW1 세그먼트 Mini van 차급 MPV 외관변경 최초출시		**셀토스 ICE** 코드 SP3 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 최초출시	
인도			**카니발 ICE** 코드 KA4 차급 D 세그먼트 Midsize MPV 외관변경 FMC	**시로스** 코드 AY1 차급 A 세그먼트 Compact CUV 외관변경 최초출시	**시로스 EV** 코드 AY1 차급 A 세그먼트 Compact CUV 외관변경 최초출시	**쏘렌토 ICE & HEV** 코드 MQ4 세그먼트 D 차급 Midsize SUV 외관변경 최초출시
중국						**셀토스 HEV** 코드 SP3 세그먼트 B 차급 Subcompact SUV 외관변경 최초출시

자료: 기아, 한국투자증권

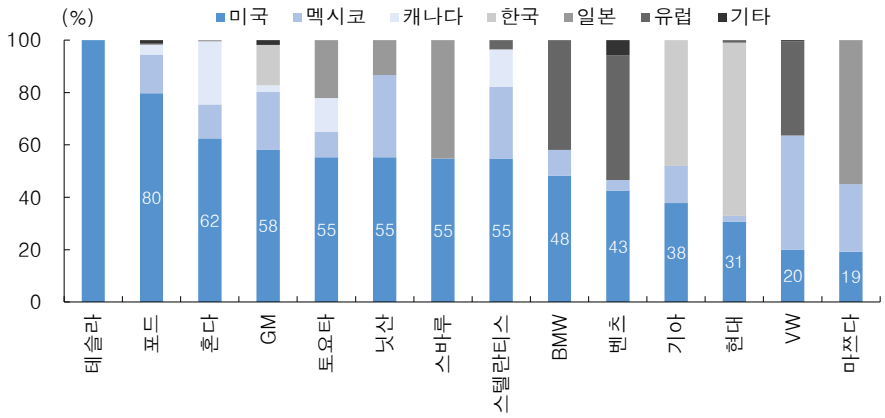
한국산 관세율 15%로 인하되며 가격 경쟁력 유지

세 번째는 관세율 인하에 따른 가격 경쟁력 유지이다. 이익 의존도가 가장 높은 미국 시장에서 15% 관세율은 여전히 한국 완성차들에게 부담 요인이다. 하지만 대부분 경쟁사들의 수입 의존도가 높은 멕시코와 캐나다산 자동차 관세율은 여전히 25%가 유지되고 있어, 한국 완성차들의 가격 경쟁력 회복이 예상된다.

자동차가 품목별 관세로 분류되며 25% 관세율을 적용받았을 당시, 미국 현지 생산 비중이 낮은 현대차와 기아의 가격 경쟁력 훼손 우려가 컸다. 포드(80%)와 GM(58%) 등 미국 완성차뿐만 아니라 혼다(62%), 토요타(55%) 및 닛산(55%) 등 일본 완성차들과 비교해도 현지 생산 비중이 크게 낮았기 때문이다.

25% 관세율과 미국 현지 생산 비중을 고려할 때, 현대차와 기아는 원가 상승폭이 가장 큰 완성차들로 분류되었다. 관세 이전과 동일한 수익성을 유지하기 위해서는 현대차는 약 17.3%, 기아는 15.6% 수준의 가격 인상이 필요했으며, 마쯔다와 폭스바겐을 제외하면 가격 경쟁력이 가장 크게 약화되는 완성차들이었다.

[그림 49] 2024년 기준 글로벌 완성차들의 미국 원산지별 판매량



자료: Company data, Bloomberg, 한국투자증권

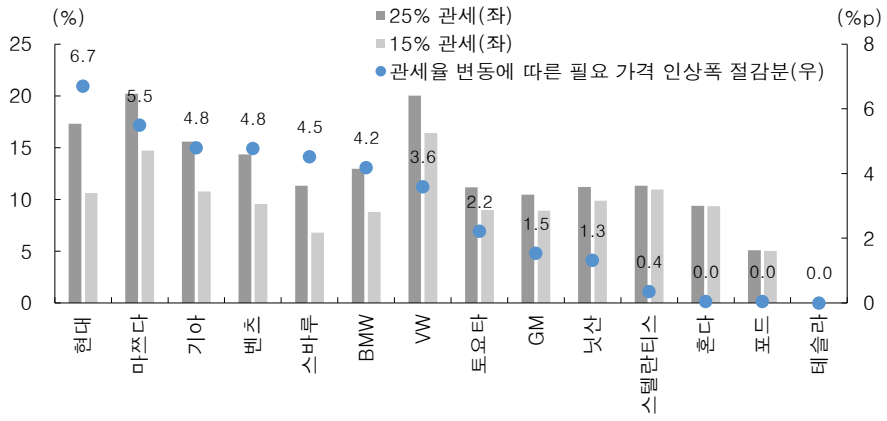
한국산 관세율 인하로 현대차 가장 큰 경쟁력 확보

하지만 한국산을 포함해 일본산 및 유럽산 자동차 관세율이 15%로 인하된 반면, 수입량 비중이 더 큰 멕시코와 캐나다산 자동차 관세율은 25%로 유지되면서 완성차들 간의 원가 상승폭(≒ 동일한 수익성을 유지하기 위해 필요한 가격 인상폭)에도 큰 변화가 발생한다.

25% 관세 환경하에서, 원산지별 수입 관세를 고려한 현대차의 원가 상승폭은 약 17.3%에 달했다. 하지만 관세율이 15%로 인하됨에 따라 현대차 원가 상승분은 경쟁사들과 유사한 약 10.6%로 축소되면서 본연의 가격 경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

결론적으로, 한국산 관세율이 10%p 축소(25% → 15%)되면서, 현대차는 약 6.7%p의 가격 경쟁력이 강화되었다고 볼 수 있다. 기아 역시 관세율 인하와 함께 약 4.8%p의 가격 경쟁력이 확보되었는데, 현대차와는 달리 25% 관세를 적용받는 멕시코산 판매 비중이 상대적으로 높아 현대차보다는 가격 경쟁력 확보가 크지 않다.

[그림 50] 관세율 변동에 따른 글로벌 완성차들의 원가 변동폭



주: 한국산, 일본산 및 EU산은 15% 관세율 / 멕시코 및 캐나다산은 25% 관세율 적용
자료: Company data, Bloomberg, 한국투자증권

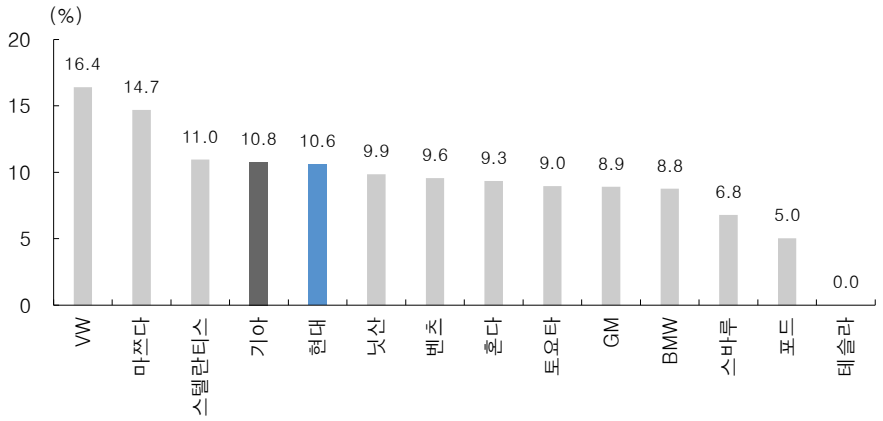
<표 7> 미국 원산지별 수입산 자동차 판매

(단위: 백만대, %)

구분	2022년		2023년		2024년	
	판매량	비중 %	판매량	비중 %	판매량	비중 %
멕시코	2.0	34.5	2.2	33.0	2.5	34.3
한국	0.9	14.5	1.1	16.6	1.4	19.1
일본	1.1	19.5	1.3	18.7	1.3	18.0
캐나다	0.9	16.2	1.1	17.1	1.1	14.6
독일	0.3	5.8	0.4	5.8	0.4	5.9
영국	0.1	1.3	0.1	1.1	0.1	1.2
슬로바키아	0.1	1.1	0.1	1.4	0.1	1.2
스웨덴	0.1	1.2	0.1	1.2	0.1	1.1
중국	0.0	0.6	0.1	0.8	0.1	1.1
이탈리아	0.1	1.0	0.1	1.0	0.1	0.7
수입산	**5.8**	**100.0**	**6.7**	**100.0**	**7.3**	**100.0**

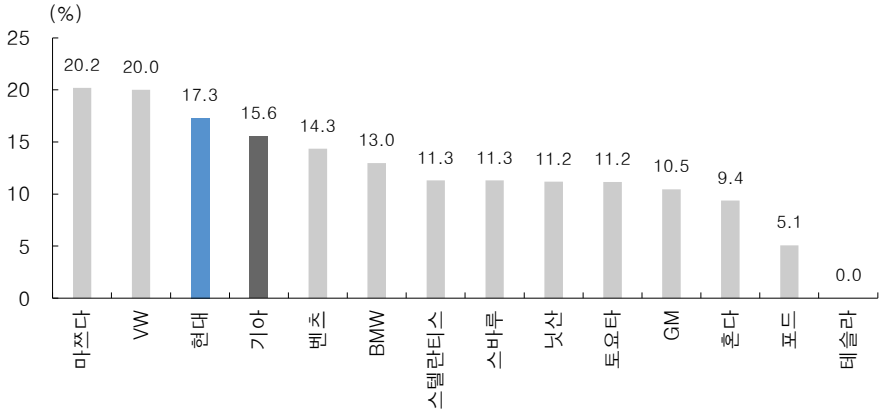
자료: Bloomberg, Autodata, 한국투자증권

[그림 51] 국가별 관세율 변동(한국산 25% → 15%)이 적용된 미국 원가 상승폭



자료: Bloomberg, Autodata, 한국투자증권

[그림 52] 25% 자동차 관세율이 일괄적으로 적용되었을 당시 미국 원가 상승폭



자료: Bloomberg, Autodata, 한국투자증권

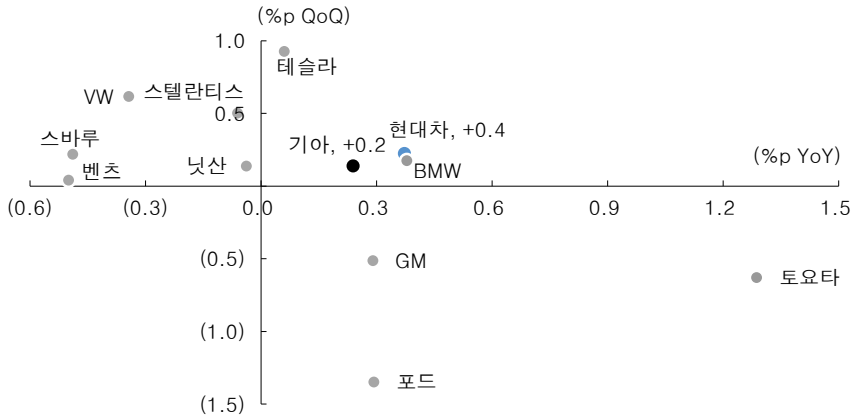
관세 부과 이후에도 현대차와 기아 시장점유율 사상 최고 수준 기록 중

현대차와 기아의 1~10월 누계 기준 미국 시장 합산 점유율은 11.2%로 사상 최대치를 기록하고 있다. 또한, 코로나19 이후 10.6%까지 점유율이 확대된 이후 3년간의 정체기를 거친 끝에 관세 환경까지 반영된 결과라 더욱 의미가 크다.

지난 2분기 실적발표에서 기아는 컨퍼런스콜을 통해 2025년 하반기 미국 시장점유율 6%를 달성하겠다고 밝혔었다. 당장 달성은 어렵겠지만, 2026년 하반기에는 텔루라이드와 HEV 라인업 강화를 통해 도전해 볼만한 수치라고 판단된다.

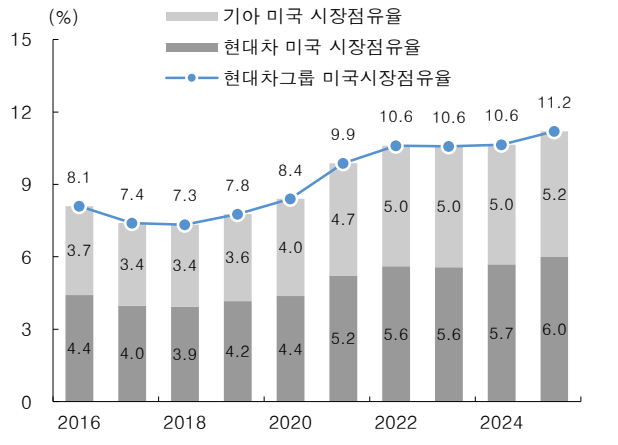
현대차 역시 2025년 3분기 점유율이 전년 동기 대비 성장이 지속되는 가운데, 관세 부과 이후에도 점유율이 확대되고 있는 그룹에 속해 있다. 대중화 브랜드 중에서는 기아와 함께 유일하게 전분기 대비로도 점유율이 확대되고 있는 브랜드로, 관세 영향이 상대적으로 미미하다고 해석할 수 있다.

[그림 53] 전년 동기 및 전분기 대비 미국 3Q25 시장점유율 추이



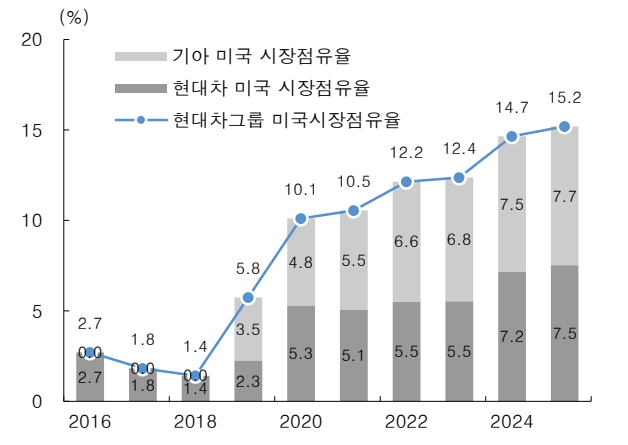
자료: 현대차, 기아, Autodata, 한국투자증권

[그림 54] 현대차그룹 미국 시장점유율



자료: 현대차, 기아, Autodata, 한국투자증권

[그림 55] 미국 중대형(Midsize) SUV급 시장점유율



자료: 현대차, 기아, Autodata, 한국투자증권

3. 가격 및 인센티브

IRA 보조금 폐지 이후, BEV에 지급된 인센티브는 축소될 것으로 전망

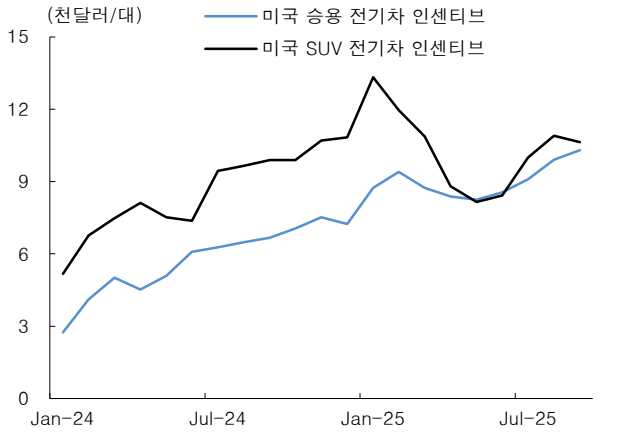
관세 부과 이후에도 완성차들이 관세 이전 가격 정책을 고수하며 아직까지 미국 자동차 가격에 큰 변동은 없다. 오히려 9월에는 IRA 보조금 종료를 앞두고 전기차 판매가 크게 확대되며, 미국 산업 평균 자동차 가격은 사상 최고치를 나타냈다.

2026년에는 제한적이지만 소폭의 가격 상승이 가능할 것으로 예상한다. 우선 인센티브는 2025년 대비 소폭이나마 하락할 가능성이 있는 환경으로 자동차 가격(자동차 가격은 MSRP에서 인센티브를 차감)에는 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

가장 큰 이유는 BEV에 지급되었던 인센티브의 높은 기저 효과이다. 2025년 9월까지만 전기차를 대상으로 한 IRA 보조금이 지급되었는데, 완성차들은 재고 소진의 기회로 삼고 인센티브를 크게 확대하며 판촉을 강화했다. 9월 누계 기준, 산업 평균 BEV 인센티브는 대당 $1만 달러 수준으로 전체 평균을 3배 이상 초과하고 있다. 특히, 보조금 지급 마지막 시기인 9월에 BEV 인센티브가 집중되며 3분기에는 대당 $1.1만 달러까지 증가했다. 보조금 종료 이후 전기차 수요는 내연기관과 HEV로 이동하며 출혈적 BEV 인센티브 경쟁은 축소될 것이다.

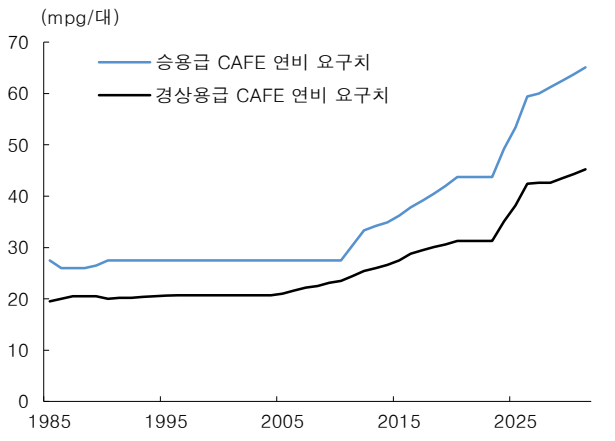
두 번째는 기업 평균 연비 CAFE(Corporate Average Fuel Economy) 규제 완화이다. 2025년 7월 4일 OBBA(One Big Beautiful Act) 법안이 통과되면서 CAFE 규정을 위반(제조사가 연비 기준을 미충족)해도 금전적 제재 없이 벌금이(civil penalties) '0'이 될 가능성이 높아졌다. 법률상으로는 CAFE 규정이 여전히 존재하지만, 벌금과 집행력을 상실하며 사실상 실효성이 사라진 상태이다.

[그림 56] 미국 전기차 인센티브



자료: AutomotiveNews, Autodata, Con Automotive, 한국투자증권

[그림 57] 강화 중이었던 NHTSA의 연비규제는 유명무실



자료: NHTSA, U.S. Department of Energy, 한국투자증권

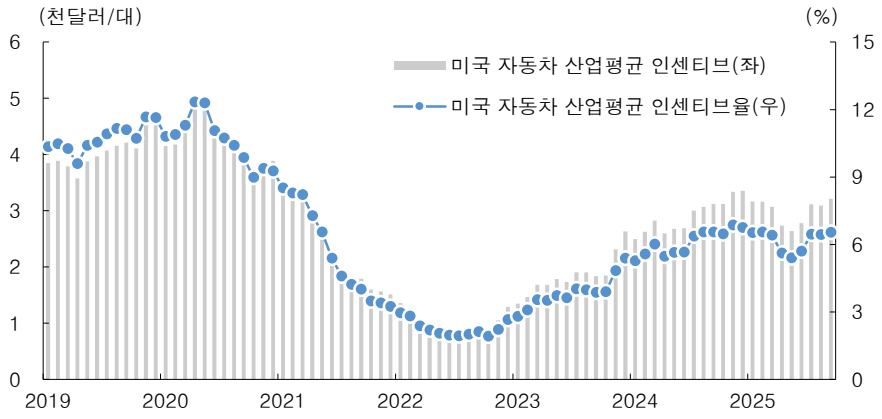
다변화 된 파워트레인을 보유한 완성차가 유리

또한 트럼프 행정부는 캘리포니아주가 미국 최초로 2035년부터 시행 예정이었던 휘발유 내연기관 신차 판매 금지 계획을 저지하는 결의안에 서명한 바 있다. 지난 2020년 캘리포니아는 2035년까지 판매되는 신차 중 최소 80%를 전기차, 나머지 20%는 플러그인 하이브리드(PHEV) 차량으로 구성하도록 했는데, 이 계획은 미국 내 다른 11개 주(미국 전체 자동차 시장의 약 3분의 1을 차지)에서도 채택된 바 있다. 동시에 트럼프 행정부는 연방 환경보호청(EPA)이 2023년 승인한 캘리포니아주의 '무공해 중형 및 대형 트럭 판매 의무화 계획'(ZEV)을 철회하는 결의안에도 서명하며 내연기관 확대 노선을 지속하고 있다.

실제로 벌금이 '0'으로 지속될지, ZEV 계획이 최종적으로 철회될지는 아직 불확실성이 남아있지만 최소 바이든 행정부 대비 친환경차 판매 부담이 대폭 축소된 것은 사실이다. 특히, 내연기관 중심의 레거시 완성차들은 전통적으로 높은 경쟁력(낮은 인센티브와 높은 판매가격 책정 가능)을 유지해온 내연기관을 보다 자유롭게 판매할 수 있는 환경으로 자동차 판매 가격에 긍정적으로 작용할 수 있다.

마지막으로는 관세에 따른 원가 상승 부담이다. 높아진 원가로 손익분기점을 달성하지도 못하는 완성차가 발생할 수도 있다. 오히려 인센티브를 축소하면서 가격을 인상해야 하는 완성차들이 많아질 수 있기 때문에, 산업 평균 가격은 상승세를 나타낼 가능성이 크다고 판단한다.

[그림 58] 미국 자동차 산업평균 인센티브 및 인센티브 지급률



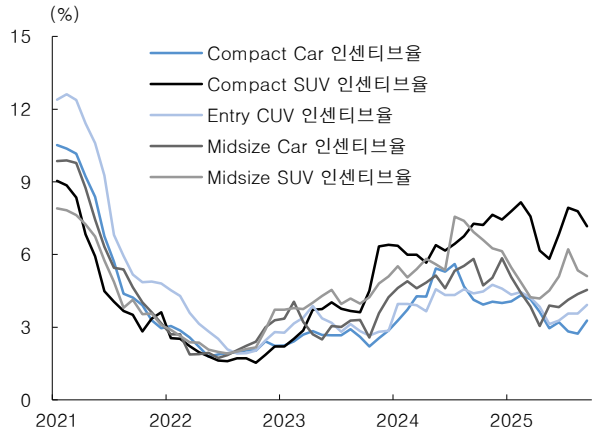
자료: AutomotiveNews, Autodata, Con Automotive, 한국투자증권

경쟁만 심화되지 않는다면 안정적 인센티브 유지 가능

2025년 9월 누계 기준, 미국 산업평균 인센티브는 대당 약 3,000달러 수준으로, MSRP 대비 인센티브 지급률은 약 6% 수준이다. 코로나19 이전(2019년 산업평균 인센티브는 4,700달러, 인센티브 지급률 13%) 보다 대폭 감소되었는데, 높게 형성된 전기차 인센티브를 제외 시, 더욱 더 감소한 수치이다.

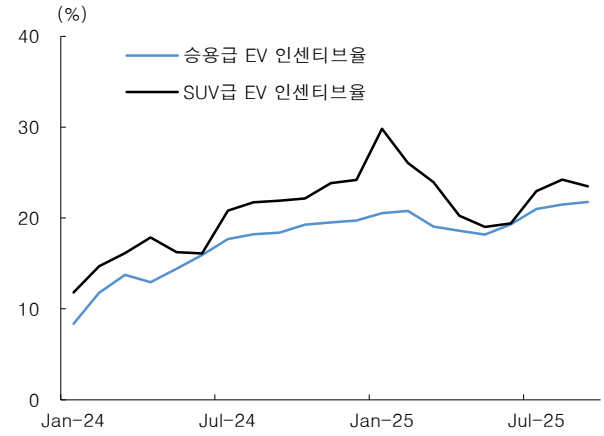
CAFE 규정 약화와 IRA 보조금 축소로 완성차들은 더 이상 전기차에 높은 인센티브를 사용하지 않을 가능성이 크며, 경쟁 강도만 심화되지 않는다면 미국 인센티브는 2025년 4분기부터 축소될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림 59] 미국 자동차 Non-EV 인센티브 지급률



자료: AutomotiveNews, Autodata, Con Automotive, 한국투자증권

[그림 60] 미국 자동차 EV 인센티브 지급률



자료: AutomotiveNews, Autodata, Con Automotive, 한국투자증권

4. 2026년 한국 완성차 전망

관세 비용은 축소,
물량과 ASP는 확대 전망

현대차와 기아의 2026년 실적은 관세 비용 축소와 함께 신차 효과에 따른 판매량과 ASP 확대로 2025년 대비 소폭이나마 개선될 것으로 예상된다. 3년 연속 이어진 피크아웃 논란이 점진적으로 축소될 것이다.

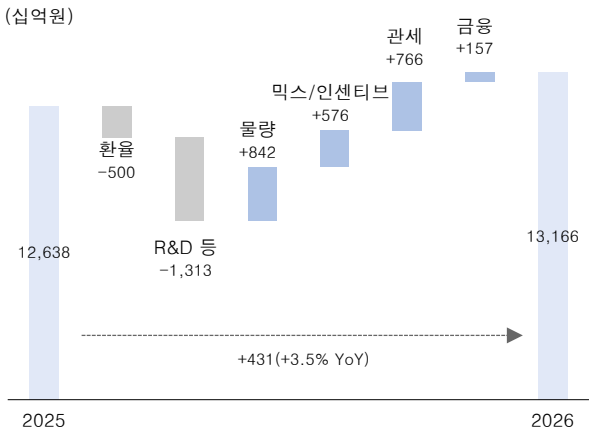
2026년 현대차 판매량은 2025년 대비 10.2만대(+2.5%) 증가할 것으로 예상된다. 2025년 추정 공헌이익 829만원 감안 시, 물량 증가에 따른 영업이익 개선폭은 약 8,420억원에 달할 것으로 예상된다.

볼륨을 견인하는 차량은 2026년 하반기에 출시 예정인 투싼과 아반떼 신차로 이들 모델의 2024년 판매량 비중은 각각 16%와 7%에 달했다. 또한 2세대 팰리세이드 판매가 온기로 반영되며 볼륨 증가에 기여할 것이다.

기아 판매량은 2025년 대비 각각 9.0만대(+3.0%) 증가할 것으로 예상된다. 2025년 추정 공헌이익 840만원 감안 시, 물량 증가에 따른 영업이익 개선폭은 약 7,590억원에 달할 것으로 예상된다.

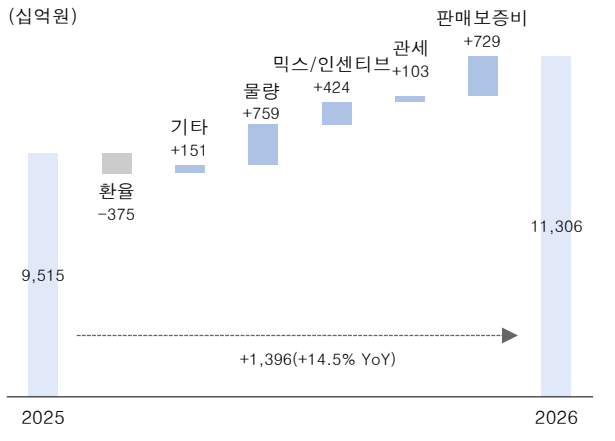
내연기관에서는 셀토스와 텔루라이드 신차가 볼륨 증가를 견인할 가능성이 큰데, 2024년 셀토스는 전체 판매량에서 10%, 텔루라이드 판매 비중은 4%에 달했다. 또한, 2025년 중 출시한 EV 모델들(EV3, EV4)의 판매 확대가 연간 실적에 온전히 반영되며 볼륨 증가에 기여할 것이다.

[그림 61] 2026년 현대차 요인별 영업이익 증감 추정



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 62] 2026년 기아 요인별 영업이익 증감 추정



자료: 기아, 한국투자증권

BEV향 인센티브 축소와 HEV 판매 비중 확대로 전사 인센티브는 축소 예상

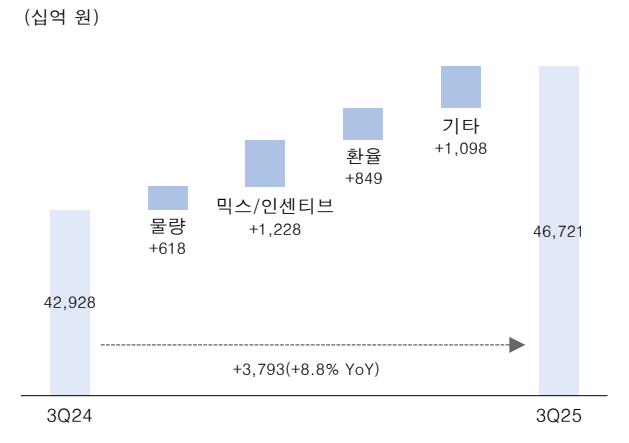
인센티브의 경우 경쟁 강도와 완성차들의 가격 정책으로 변동성이 커 추정이 어려운 항목이다. 하지만, 2026년에는 보조금이 종료된 미국에서 굳이 BEV 판매를 확대할 이유가 없기 때문에, 인센티브도 자연스럽게 축소될 전망이다. 반면, 수요가 높아 인센티브가 낮은 HEV의 경우에는 판매 비중이 증가하면서 회사 전체 인센티브 절감에 기여할 가능성이 높다.

믹스 변화에 따른 영업이익 증감을 분석하기 위해서는 각사의 차종별 한계이익이 필요하지만 비공개 자료로 파악이 어렵다. 하지만 현대차가 발표한 3Q25 실적 발표 자료에서와 같이 믹스 변화에 따른 매출액과 영업이익 차이를 쉽게 구분할 수 있다. BEV와 같이 판매 가격은 높지만 공헌이익이 낮은 차종들 비중이 많을수록 매출 기여도는 확대되지만, 영업이익에는 악화 요인으로 작용한다.

2026년의 경우 ① 수익성이 가장 높은 차세대 팰리세이드와 텔루라이드 판매 확대, ② 볼륨 모델인 투싼과 셀토스 신차 출시 및 ③ 수익성 낮은 BEV 축소와 동시에 수익성 높은 HEV 비중이 확대되기 때문에 믹스 개선 가능성을 예상할 수 있다.

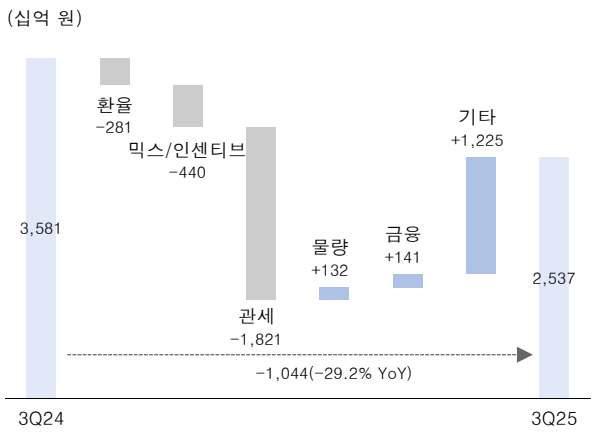
비록 믹스가 2026년 영업이익에 긍정적으로 기여할 가능성이 높다고 판단하지만, 정확한 영업이익 증감폭을 제시하기 어렵기 때문에 믹스 개선과 함께 글로벌 인센티브가 각각 100달러 수준 감소하는 것으로 추정했다. [그림 24]에서와 같이 글로벌 인센티브가 100달러/대 하락할 경우, 현대차 영업이익은 약 5,760억원 개선된다. 반면, 기아의 경우 [그림 25]에서와 같이 글로벌 인센티브 100달러/대 변동에 따른 영업이익 민감도는 약 4,240억원이다.

[그림 63] 현대차 발표 기준 3Q25 매출액 증감 분석



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 64] 현대차 발표 기준 3Q25 영업이익 증감 분석



자료: 현대차, 한국투자증권

2026년 관세 비용 규모도 2025년 대비 축소 전망

2025년 자동차 산업의 최대 화두였던 관세 비용도 2026년에는 축소가 예상된다. 2025년 4월부터 자동차에 25% 관세가 부과되기 시작했는데 통관 이후 판매까지의 시점 차이 고려 시, 사실상 2025년 말까지는 25% 관세가 적용되는 셈이다.

하지만 미국과의 무역협정 타결과 함께 자동차 관세도 15%로 협의를 완료한 만큼, 2026년부터는 15% 관세율이 적용될 것이다. 2026년 현대차의 관세 비용은 3조 4,080억원으로, 2025년 대비 약 7,660억원 절감이 가능할 것으로 예상된다. 기아의 경우, 2026년 관세 비용은 3조 1,150억원으로 약 1,030억원 절감이 가능할 것으로 예상된다.

현대차의 절감액이 더 크다고 예상하는 이유는, 부품사 대상으로 일부 관세 비용을 3Q25에 보전해주면서 발생한 기저 효과와 함께, 기아의 멕시코산 관세율은 2026년에도 여전히 25%가 유지될 것으로 가정했기 때문이다.

[그림 65] 현대차 미국 관세에 따른 영업이익 민감도

(%) / (천대)		관세율						
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
미국향 수출량	400	0	757	1,514	2,272	3,029	3,786	4,543
	500	0	947	1,893	2,840	3,786	4,733	5,679
	550	0	1,041	2,082	3,124	4,165	5,206	6,247
	600	0	1,136	2,272	**3,408**	4,543	5,679	6,815
	650	0	1,231	2,461	3,692	4,922	6,153	7,383
	700	0	1,325	2,650	3,976	5,301	6,626	7,951
	750	0	1,420	2,840	4,259	5,679	7,099	8,519

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 66] 기아 미국 관세에 따른 영업이익 민감도

(%) / (%)		한국산 관세율						
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
멕시코산 관세율	0%	0	771	1,542	2,312	3,083	3,854	4,625
	5%	161	931	1,702	2,473	3,244	4,015	4,785
	10%	321	1,092	1,863	2,634	3,404	4,175	4,946
	15%	482	1,252	2,023	2,794	3,565	4,336	5,107
	20%	642	1,413	2,184	2,955	3,725	4,496	5,267
	25%	803	1,574	2,344	**3,115**	3,886	4,657	5,428
	30%	963	1,734	2,505	3,276	4,047	4,817	5,588

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

부품 관세 상쇄용 크레딧 2025년 11월부터 적용 시작 일부 관세 환급 가능

관세율 인하와 함께 관세 비용을 절감할 수 있는 또 다른 기회는 자동차 부품 관세 감면 조치이다. 4월 29일 발표된 행정 명령(Proclamation)으로 11월 1일부터 발효되기 시작했다.

미국에서 생산된 차량에 한해, 수입산 부품을 대상으로 차량 권장소비자가격의 15%에 해당하는 금액만큼 '부품 관세 상쇄용 크레딧'을 제공해 부품 관세율 25% 중 일부를 면제해주겠다고 밝혔다.

4월 발표 당시, 첫 번째 년도(2025년4월 3일 ~ 2026년 4월 30일)에 3.75%(25% 부품 관세율 중 15%)를 면제, 두 번째 년도에 (2026년 5월 1일 ~ 2027년 4월 30일)에는 2.5%(25% 부품 관세율 중 10%)를 면제하고 2027년 5월부터는 면제율이 없어지면서 실효 관세율이 25%로 회귀하는 방식이었다.

하지만 지난 10월 발표에서, 자동차 부품 관세 감면 조치를 2030년까지 연장하겠다고 발표하면서 완성차들과 부품사들의 관세 비용도 2026년부터는 일부 경감될 수 있을 것이다.

예를 들어 〈표 6〉에서와 같이, 4만 달러 MSRP 차량의 수입산 부품 비중이 15%일 경우, 기존 부품 관세율 25% 적용 시 총 부품 관세 부과금은 1,500달러(수입산 부품 적용액 x 25%)였다. 하지만 이번 감면 조치로 15% 관세 상쇄 크레딧을 통해 MSRP(40,000 달러)의 3.75%(25% x 15%)에 해당되는 1,500달러만큼 부품 관세를 환급 받을 수 있다. 즉 기존 1,500달러 관세를 전부 환급 받을 수 있기 때문에 실질 관세율은 0%로 내려간다.

<표 8> 수입산 부품 비중에 따른 부품 관세 상쇄 금액

구 분	수입산 부품 15%	수입산 부품 35%	수입산 부품 50%
MSRP (A)	40,000 달러	40,000 달러	40,000 달러
수입산 부품 적용액 (B)	6,000 달러	14,000 달러	20,000 달러
수입산 부품 적용 비중 (C) = (B) / (A)	15%	35%	50%
수입산 부품 관세율 (D)	25%	25%	25%
수입산 부품 관세액 (E) = (B) x (D)	1,500 달러	3,500 달러	5,000 달러
부품 관세 상쇄율 크레딧 제공 (F)	15%	15%	15%
부품 관세 환급율 (G) = (D) x (F)	3.75%	3.75%	3.75%
수입산 부품 최대 환급액 (H) = (A) x (G)	1,500 달러	1,500 달러	1,500 달러
크레딧 적용 이후 부품 관세액 (I) = (E) – (H)	0 달러	2,000 달러	3,500 달러
크레딧 적용 이후 부품 관세율 (J) = (I) / (B)	0.0%	14.3%	17.5%

자료: The White House, 한국투자증권

현대차 약 7,680억원
기아 약 7,470억원
환급 가능할 것으로 전망

현대차와 기아는 미국에서 생산되는 차량의 경우, 현지 부품화율 비중은 약 35%에 달할 것으로 추정된다(현대차와 기아의 캐나다산 조달 비중은 매우 미미). 따라서, 2030년까지 미국에서 생산되는 차량들에 한해 실질 수입산 부품 관세율은 약 14.3%가 될 것으로 예상한다.

현대차와 기아의 평균 차량 MSRP를 4만 달러로 가정 시, 1대 당 1,500달러 (4만 달러 x 3.75%)의 '부품 관세 상쇄용 크레딧'을 제공받을 수 있을 것으로 예상된다. 따라서, 현대차가 미국 공장에서 출고한 36.2만대(2024년 기준)가 전부 미국에서 판매된다고 가정할 시, 현대차는 약 7,680억원을 부품 관세 상쇄용 크레딧으로 환급 받을 수 있다. 기아의 경우, 2024년 미국 공장 출고판매는 35.2만대였는데, 미국산 생산 물량이 모두 미국에서 판매된다고 가정할 시, 기아는 약 7,470억원의 부품 관세 상쇄용 크레딧을 수령할 수 있을 것이다.

<표 9> 현대차와 기아 미국산 부품 비중 (단위: %)

브랜드	모델	미국/캐다산 비중	한국산 비중	차량 원산지	엔진 원산지
현대	아이오닉5	63%	29%	미국	미국
	투싼	55%	30%	미국	미국
	싼타페	47%	36%	미국	미국
	싼타페 HEV	39%	46%	미국	한국
제네시스	GV70	25%	70%	미국	한국
기아	EV6	80%	15%	미국	미국
	EV9	60%	20%	미국	미국
	스포티지	60%	30%	미국	미국
	텔루라이디	60%	30%	미국	한국
	쏘렌토	55%	35%	미국	미국
	K4	20%	40%	멕시코	미국

자료: NHTSA, 한국투자증권

[그림 67] 현대차 부품 관세 상쇄 크레딧 변화 민감도

(천달러) \ (천대)	200	250	300	352	400	500	600
MSRP 34	361	451	541	653	722	902	1,082
36	382	478	573	691	764	955	1,146
38	403	504	605	729	807	1,008	1,210
40	425	531	637	**768**	849	1,061	1,274
42	446	557	669	806	891	1,114	1,337
44	467	584	700	844	934	1,167	1,401
46	488	610	732	883	976	1,220	1,465

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 68] 기아 부품 관세 상쇄 크레딧 변화 민감도

(천달러) \ (천대)	200	250	300	352	400	500	600
MSRP 34	361	451	541	635	722	902	1,082
36	382	478	573	673	764	955	1,146
38	403	504	605	710	807	1,008	1,210
40	425	531	637	**747**	849	1,061	1,274
42	446	557	669	785	891	1,114	1,337
44	467	584	700	822	934	1,167	1,401
46	488	610	732	859	976	1,220	1,465

주: 영업이익 민감도로 단위는 십억원
자료: 기아, 한국투자증권

환율은 보수적으로 추정

반면, 현대차는 지속 상향되고 있는 금융 사업부에서 금리 인하와 함께 추가 수 수익성 확보가 가능한 환경으로, 1,570억원 가량의 추가 이익을 확보할 것으로 예상한다. 기아는 일회성 품질 비용(리콜 방지를 위한 캠페인 활동)이 발생되며 3Q25에만 1조 5,500억원의 판매보증비가 발생했는데, 2026년에는 반복되지 않는 비용이다. 기저효과로 작용하며 판매관리비 축소에 따라 영업이익은 7,290억원 개선될 것으로 전망한다.

현대차와 기아 모두 수익성 둔화의 가장 큰 원인은 환율이 될 것으로 예상된다. 한국투자증권의 2026년 평균 환율 전망치는 USD/KRW 기준 1,390원(Macro Outlook: 2026 매크로/채권 전망)이다. 2025년 예상 평균 환율 1,415원보다 다소 낮을 것으로 예상됨에 따라 현대차와 기아 수익성에는 부정적일 것으로 예상한다.

현재 환율 수준 유지 시, 영업이익 개선 요인

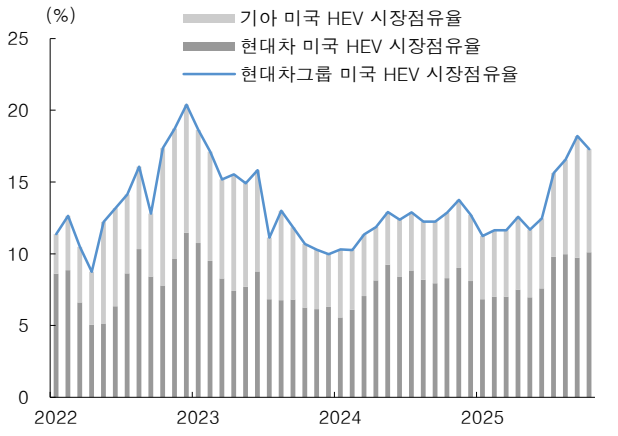
하지만 환율은 업사이드 리스크가 존재한다. 현재 수준의 환율(USD/KRW: 1,457원)이 2026년에도 지속될 경우, 원화 약세로 환율은 수익성 개선 요인으로 작용할 것이다. 현재 수준 환율을 2026년 평균 환율로 가정 시, 현대차와 기아는 각각 8,400억원, 6,300억원의 영업이익 확대를 기대할 수 있다.

결론적으로, 2026년 한국 완성차들의 수익성은 2025년 대비 개선 가능성이 매우 높아 3년간 이어진 피크아웃 우려가 완화될 것이다. 현대차와 기아의 2026년 수익성 추가 확대 업사이드 리스크는 HEV 판매 확대에 따른 볼륨과 믹스 개선이다. 2025년 10월 누계 기준, 현대차와 기아의 미국 HEV 판매량은 전년 동기 대비 각각 36%, 77%로 높은 성장을 이어가고 있는데, 점유율 확보 속도가 예상보다도 훨씬 빠르다.

수요와 경쟁 심화가 리스크

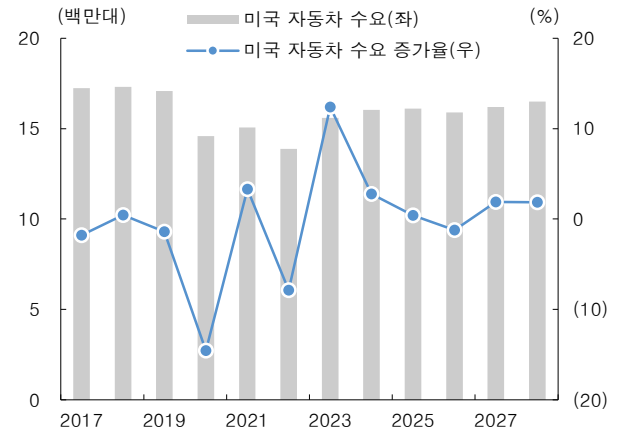
반면 다운사이드 리스크는 관세에 따른 미국 수요 둔화로 2026년에는 -1.2% 수준의 역성장을 예상한다. 수요 둔화와 함께 완성차들간 경쟁이 심화된다면 인센티브 증가와 함께 수익성이 악화될 가능성도 있는 환경이다.

[그림 69] 2026년 최대 기회 요인은 하이브리드



자료: Autodata, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 70] 2026년 최대 다운사이드 리스크는 수요



자료: Autodata. 한국투자증권

IV. 현대차와 기아 차이 분석

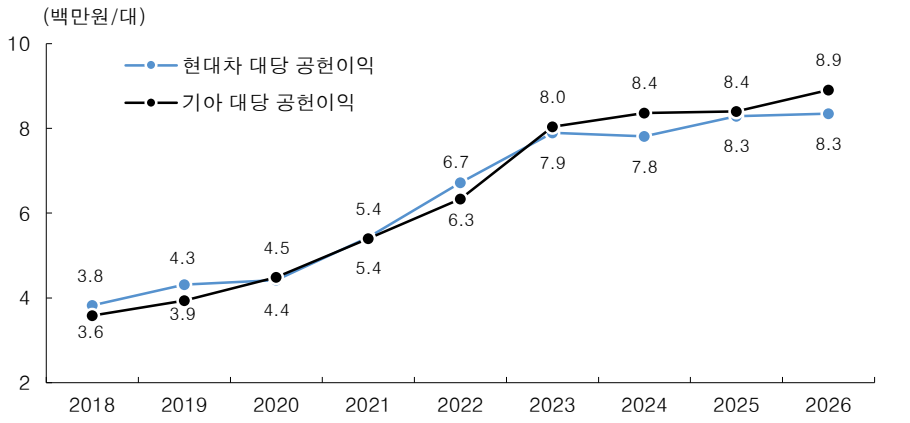
1. 공헌이익

기아 더 높은 공헌이익 확보

대당 공헌이익은 수익성 분석의 척도로 판매가격(ASP)보다 중요하다. BEV와 같이 판매 가격은 높지만, 재료비 등 변동비가 높으면 판매가 늘어도 수익성은 악화되기 때문이다. 또한, 대당 공헌이익은 판매가격과 변동비를 차감한 값으로 인센티브, 믹스 및 잔존가치와 재료비율을 내포하고 있어 가장 중요한 지표이다.

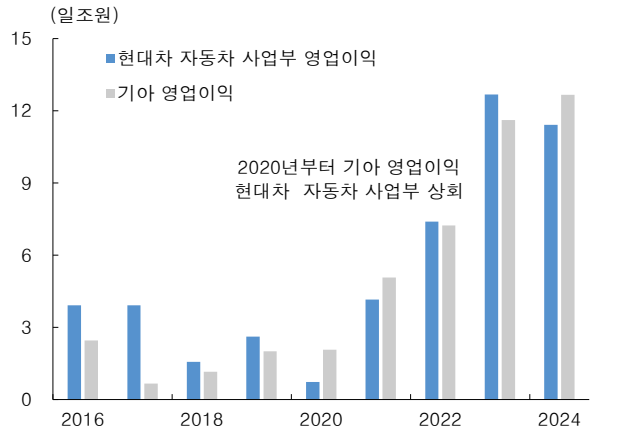
현대차와 기아 공헌이익은 코로나19 이전인 2019년까지 낮은 수준이 지속되었는데, 과도한 재고와 SUV 전환 지연에 따른 인센티브 증가 영향이 가장 컸다. 당시, 중국 판매와 점유율도 급감했지만, 중국 법인 손익은 지분법으로 분류되기 때문에 공헌이익 계산에는 포함시키지 않았다.

[그림 71] 현대차와 기아 대당 공헌이익



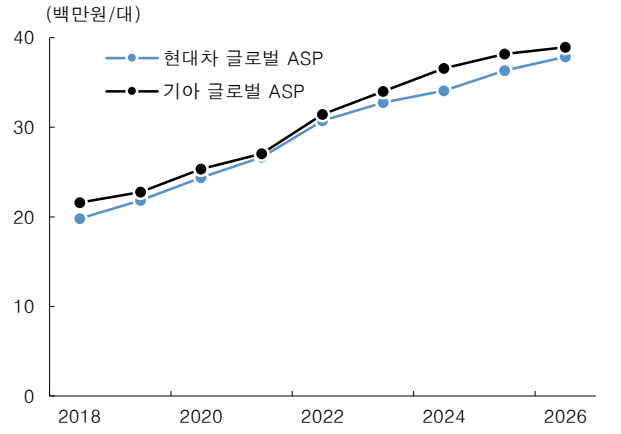
자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 72] 현대차 자동차 사업부와 기아 영업이익



주: 현대차 연결조정 금액은 전부 자동차 사업부로 귀속
자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 73] 현대차와 기아 글로벌 ASP



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

높은 잔존가치와 중대형급 비중으로 기아 공헌이익이 더 높게 유지될 가능성

하지만 2020년부터 기아를 중심으로 공헌이익이 크게 개선되기 시작했다. 코로나 19 이후 경쟁사와는 달리 상대적으로 안정적인 생산량이 유지된 가운데, 텔루라이드 출시로 MSRP 상승과 인센티브가 동시에 나타나며 ASP가 크게 확대된 것이 주요 원인이었다.

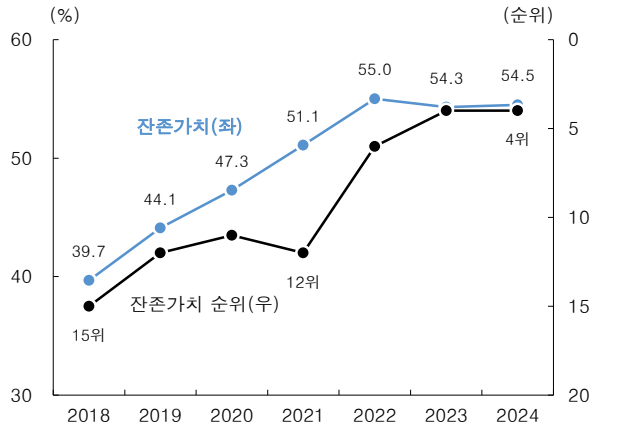
텔루라이드 출시 이후에는 잔존가치 개선과 함께 브랜드력이 한 단계 상향(240723 HMG, Higher Multiple Growth)되며 ASP 상승의 선순환 구조를 마련했다. 또한 셀토스 등 SUV 라인업 확대도 공헌이익 상승에 기여했다.

현대차 역시 성공적인 SUV 전환과 제네시스 비중 확대로 공헌이익이 확대되었다. 또한, ADAS와 커넥티비티 기능 등 편의 사양이 대폭 추가되며 트림 믹스 개선에 따른 ASP 상승 사이클에 진입했다.

2025년에는 현대차 팰리세이드 출시와 함께 HEV 비중이 확대되며, 현대차 공헌이익 개선폭이 컸다. 하지만 2026년에는 기아 텔루라이드 출시가 예정되어 있어 공헌이익 격차는 재차 확대될 것으로 예상된다.

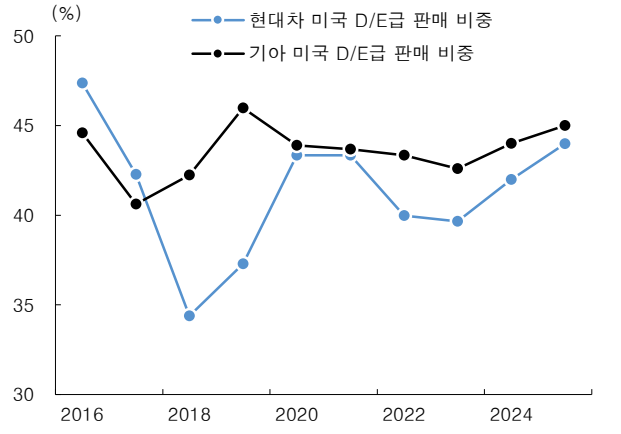
또한, 기아 잔존가치가 현대차보다 높게 형성되어 있고 대형 차급 비중이 높은 기아의 공헌이익이 구조적으로 더 높게 유지될 가능성이 크다고 판단한다.

[그림 74] 기아 미국 잔존가치



자료: 기아, 한국투자증권

[그림 75] 미국 시장에서 D/E급 판매 및 비중



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

2. 인센티브

'Push' 정책에서
'Pull' 정책으로 변화

인센티브는 완성차들의 판매가격에 가장 큰 결정 변수이며, 즉각적으로 실 판매가격에 영향을 주기 때문에 공헌이익에도 중요한 요인이다.

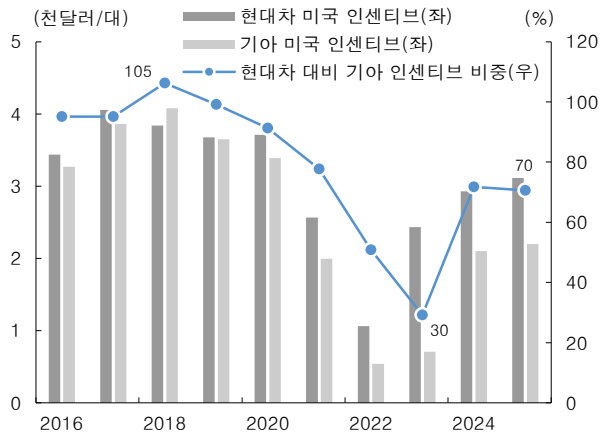
코로나19 이전 현대차와 기아의 미국 인센티브율은 산업평균을 크게 초과하는 등 대표적인 '밀어내는 push' 브랜드였다. 소비자가 자발적으로 구매를 하는 비중이 낮아, 제조사가 밀어내기식(push) 판매를 해야 생존하는 브랜드였다. 당시에는 SUV 전환 지연과 라인업 열위 및 높은 재고도 인센티브를 확대할 수밖에 없었던 이유였다.

하지만 팰리세이드와 텔루라이드 등 소비자가 자발적으로 구매를 원하는 신차들이 확대되고, SUV 라인업 강화와 함께 재고가 낮아지며 '끌어오는 pull' 브랜드로 변모했다.

특히, 인센티브에서도 기아의 성과가 보다 높다. 2025년 9월 누계 기준, 현금과 할부금리 지원이 감안된 현대차와 기아 미국 인센티브는 각각 $3,300/대, $2,200/대 수준으로 현대차 인센티브가 약 1,100달러 더 높다. 동일한 MSRP 차량을 판매하더라도, 기아 공헌이익과 수익성이 더 높은 원인 중 하나이다.

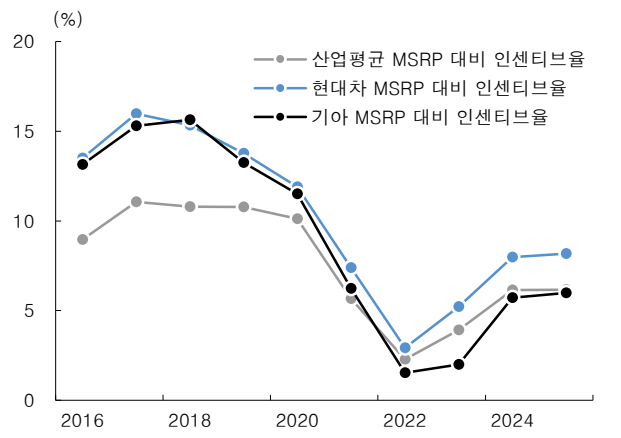
인센티브는 장기적으로 브랜드 가치에도 영향을 주기 때문에 모든 완성차가 인센티브를 관리하고자 한다. 하지만 장치 산업 특성상 가동률을 높여 생산 원가를 낮춰야 하고 이들을 재고로 남기지 않기 위해서는 결국 판매를 늘려야 하는데, 적정 수요 수준 이상의 판매를 달성하기 위해서는 인센티브를 확대해 판매를 밀어내야 한다.

[그림 76] 현대차 및 기아 미국 인센티브율



자료: Autodata, Cox Automotive, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 77] 현대차 및 기아 미국 판매가격 대비 인센티브율



자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

스텔란티스와 닛산이 경쟁에서 불리한 완성차

미국 시장 기준, 판매와 인센티브 정책이 'Pull'에서 'Push'로 변경된 대표적인 완성차들은 스텔란티스와 닛산으로 구분할 수 있다.

2016년 기준, 스텔란티스(당시 크라이슬러그룹) 미국 시장점유율은 12.9%, 인센티브는 평균 $5,800 수준이었다. 하지만 2025년 시장점유율은 7.6%로, -5.3%p 축소되었으며 인센티브는 $5,100 수준으로 여전히 산업평균을 크게 초과하면서 높은 수준을 유지하고 있다.

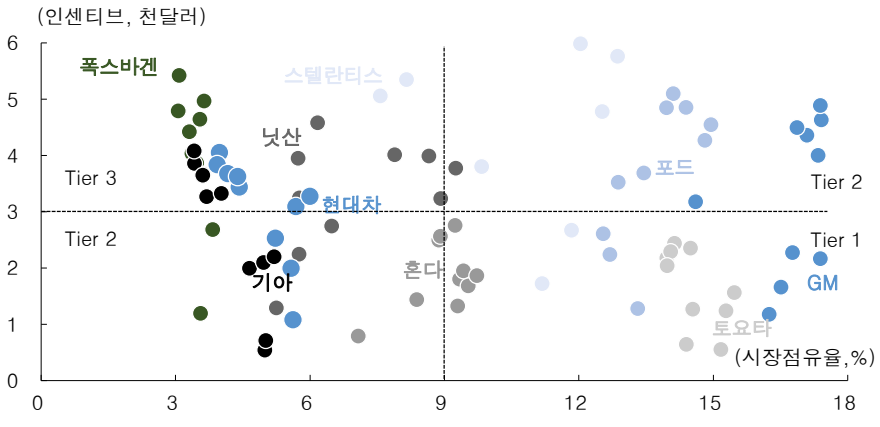
닛산은 판매 확대 정책과 함께 2016년 미국 시장점유율이 8.9%까지 확대되었으며 인센티브도 평균 $3,200 수준으로 산업평균 수준을 유지했다. 하지만 인센티브 확대 효과가 축소된 이후 브랜드력이 지속 낮아지며 2025년 시장점유율은 5.7%로, -3.2%p 축소되었으며 인센티브는 $4,000 수준으로 산업평균을 크게 초과하고 있다.

토요타와 GM이 경쟁에서 유리한 완성차

반면, 토요타는 인센티브를 낮게 유지하는 동시에 시정점유율을 지속적으로 높은 수준을 유지하고 있어 No.1 지위를 공고히 유지하고 있다. GM도 2025년 시장점유율을 17.4%까지 확대시키며 10년만에 18%대 점유율을 앞두고 있는 동시에 높은 대형 차급 비중에도 인센티브는 산업평균을 하회하고 있다.

현대차와 기아는 판매와 인센티브 정책이 Push에서 Pull로 변경된 대표적인 완성차들이다. 2016년 현대차와 기아 미국 시장점유율은 각각 4.4%, 3.7%에 불과했지만 2025년에는 6.0%, 5.2%까지 확대되었다. 같은 기간 인센티브는 산업평균을 크게 초과했지만, 현재에는 산업평균 수준까지 수렴했으며, 기아는 Tier-1 수준까지 인센티브가 하락했다.

[그림 78] 브랜드별 미국 완성차들의 최근 10년간 시장점유율과 인센티브 상관관계



주: 2025년 9월 누계 수치에 각각의 브랜드명 표시
자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

낮은 인센티브로
기아 미국성이 더 높은 상황

현대차와 기아가 공시한 미국 매출액과 판매량을 감안해 미국 지역만의 2024년 공헌이익을 추정하면 현대차가 약 1천 3백만원, 기아는 약 1천 4백만원으로 추정된다. 전사 평균인 780~840만원보다 약 70% 높은 수치이다.

따라서 같은 1대를 판매하더라도 미국에서 판매하는 것이 중요하며 인센티브 증가 없이 판매하는 것이 수익성에 중요하다.

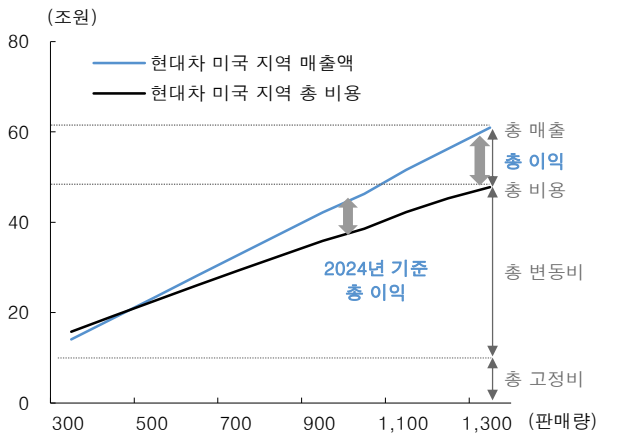
현대의 미국 지역 영업이익률은 약 16.7%, 기아 미국 지역 영업이익률은 약 19.3%로 추정되는데, 적은 판매량에도 불구하고 낮은 인센티브가 유지되면서 기아의 수익성이 더 높은 것으로 파악된다.

<표 10> 2024년 기준 현대차와 기아 미국 수익성 비교 (단위: 십억원, 백만원, 천대, %)

구 분	현대차	기아	비고
총 미국 매출액	46,315	39,408	• 미국 판매법인 매출 (단위: 십억원)
판매량	988	859	• 도매판매 (단위: 천대)
(ASP)	(47)	(46)	• 매출액 / 도매판매 (단위: 백만원)
총 변동비	33,477	27,382	• 단위: 십억원
(대당 변동비)	(34)	(32)	• 단위: 백만원
총 공헌이익	12,838	12,026	• 매출액 - 변동비 (단위: 십억원)
(대당 공헌이익)	(13)	(14)	• 공헌이익 / 판매량 (단위: 백만원)
고정비	5,086	4,426	• 단위: 십억원
(대당 고정비)	(5)	(5)	• 단위: 백만원
영업이익	7,752	7,600	• 단위: 십억원
영업이익률	16.7	19.3	• 단위: %

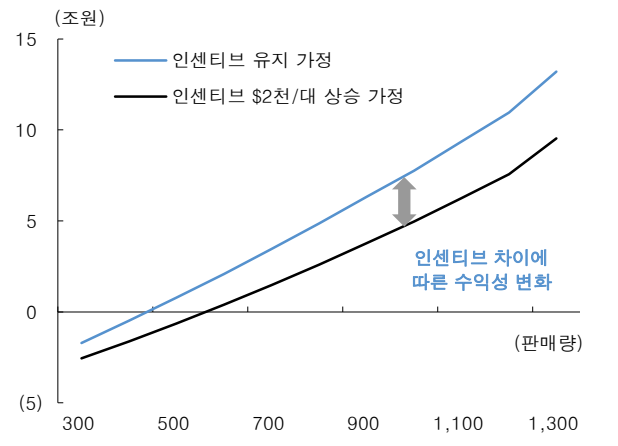
주: 2024년 기준
자료: 한국투자증권

[그림 79] 현대차 비용구조와 판매 확대에 따른 이익 변화



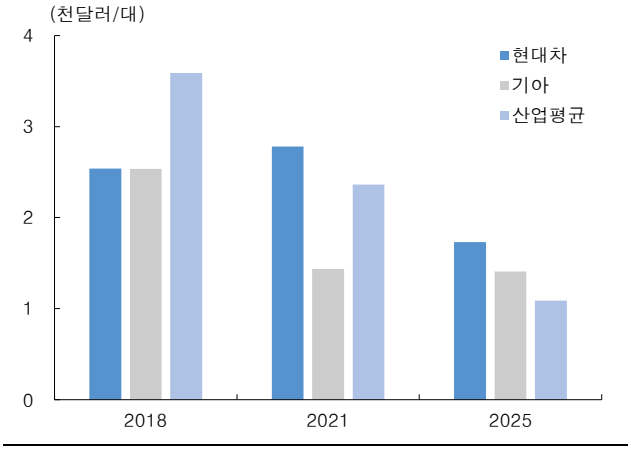
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 80] 인센티브 차이에 따른 이익 변화



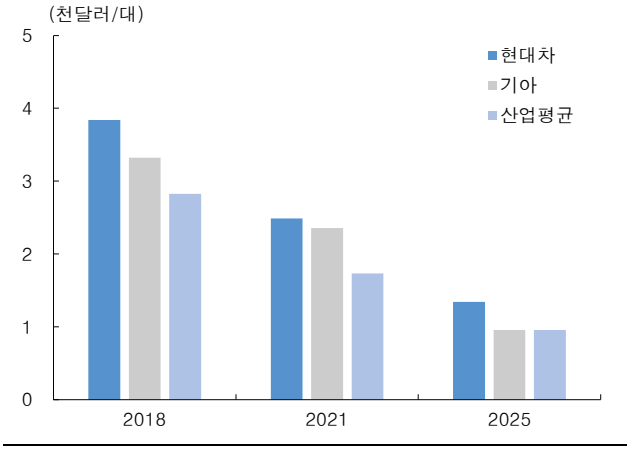
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 81] 미국 Entry CUV(코나/셀토스 급) 인센티브



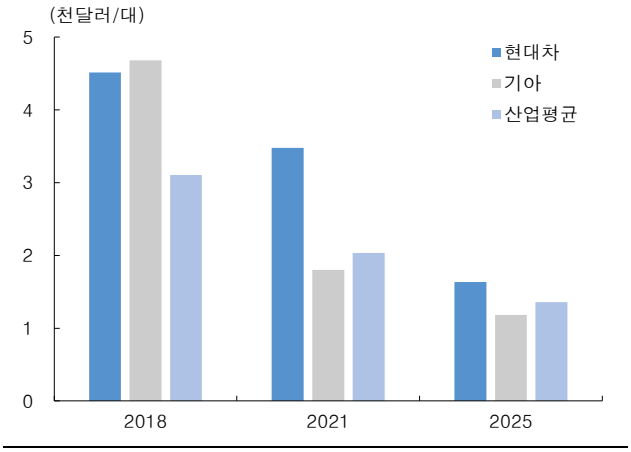
자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 82] 미국 Compact Car(아반떼/K4 급) 인센티브



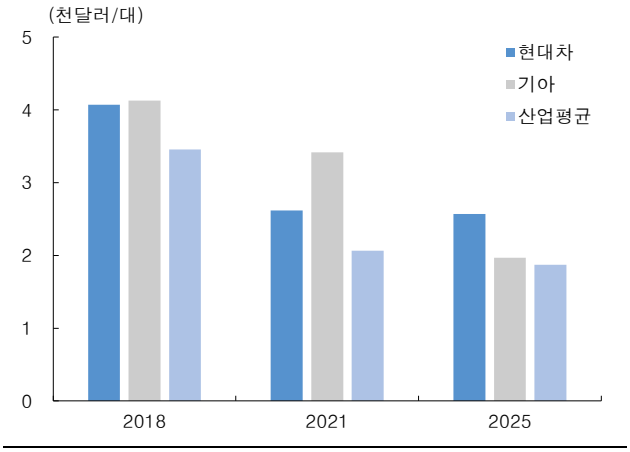
자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 83] 미국 Midsize Car(쏘나타/K5 급) 인센티브



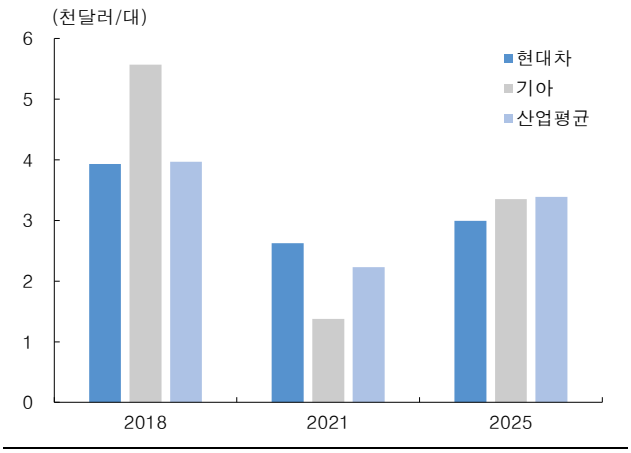
자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 84] 미국 Subcompact SUV(투싼 급) 인센티브



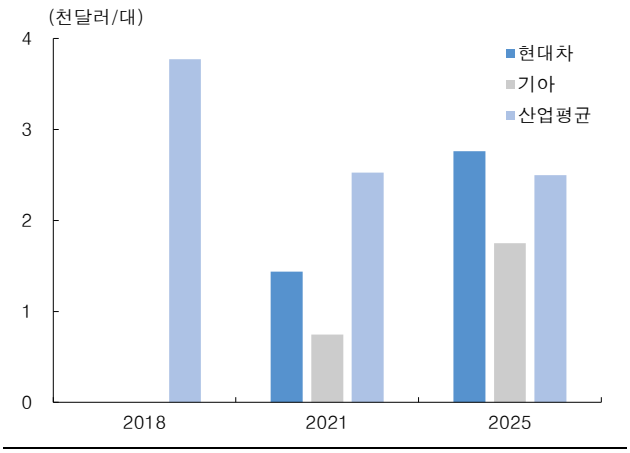
자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 85] 미국 Compact SUV(싼타페/쏘렌토 급) 인센티브



자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 86] 미국 Midsize SUV(텔루라이드 급) 인센티브



자료: Autodata, AutomotiveNews, 현대차, 기아, 한국투자증권

3. 고정비

현대차의 높은 고정비도 수익성 차이의 가장 큰 원인

양사의 고정비 차이도 수익성 차이의 주요 원인이다. 관세 이전인 2024년 기준으로도, 현대차 자동차 사업부 고정비는 기아 대비 약 8조 원 더 높은 것으로 파악된다.

고정비가 높은 이유는, 더 많은 해외 공장 운영에 따른 비용(현대차는 브라질, 터키, 인도네시아 등 신흥 비중이 기아보다 더 높음), 더 많은 판매 대수에 따른 높은 유지 비용 및 임직원 수 차이(2024년 기준 현대차 임직원 수는 12.6만 명으로 기아의 5.6만 명 대비 2배 이상) 등이 있다.

현대차 판매량이 기아 대비 1백만대 이상 높아 전체 공헌이익 규모는 더 크지만, 고정비도 높은 수준을 유지함에 따라 2024년 기준 자동차 사업부 영업이익은 기아가 더 높았다.

관세에 관계없이 미국 판매 유지 필수 → 관세 비용은 변동비보다 고정비로 분류

또한, 2026년에는 15% 관세율 인하에도 관세 비용이 고정비 상승 영향으로 작용하며 현대차와 기아에 각각 3조 4,080억원, 3조 1,150억원만큼 고정비가 높아질 것으로 예상된다.

<표 11> 현대차와 기아 고정비 차이

(단위: 십억원, 천대, 백만원)

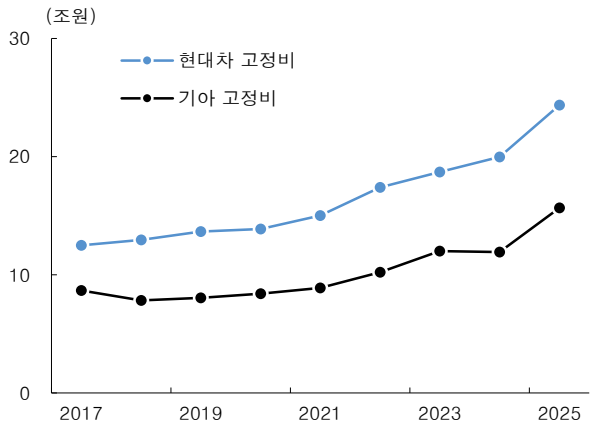
구 분	현대차	기아	차이	비고
총 매출액	175,231	107,449	67,782	• 2024년 기준 (단위: 십억원)
자동차 부문 매출액	136,725	107,449	29,276	
판매량	4,013	2,938	1,075	• 2024년 기준 (단위: 천대)
(ASP)	(34.1)	(36.6)	-2.5	• 단위: 백만원
변동비	105,358	82,867	22,491	
(대당 변동비)	(26.3)	(28.2)	-2.0	
총 공헌이익	31,367	24,582	6,785	• 매출액 - 변동비 (단위: 십억원)
(대당 공헌이익)	(7.8)	(8.4)	-0.6	• 단위: 백만원
고정비	**19,955**	**11,914**	**8,041**	• 자동차 부문 기준
(대당 고정비)	(5.0)	(4.1)	0.9	• 단위: 백만원
영업이익	11,411	12,667	-1,256	• 2024년 기준 (단위: 십억원)
영업이익률	8.3	11.8	-3.4	
관세	3,408	3,115	292	• 2026년 추정치 (단위: 십억원)
고정비(관세 포함)	**23,363**	**15,030**	**8,333**	
관세 이후 영업이익	8,004	9,552	-1,548	
관세 이후 영업이익률	5.9	8.9	-3.0	

자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

현대차가 고정비 부담을 낮추기 위해서는 신흥 시장에서, 특히 생산 공장을 운영하고 있는 브라질, 터키, 인도네시아에서 매출액을 확대하며 대당 고정비를 낮추는 것이 필수적이다.

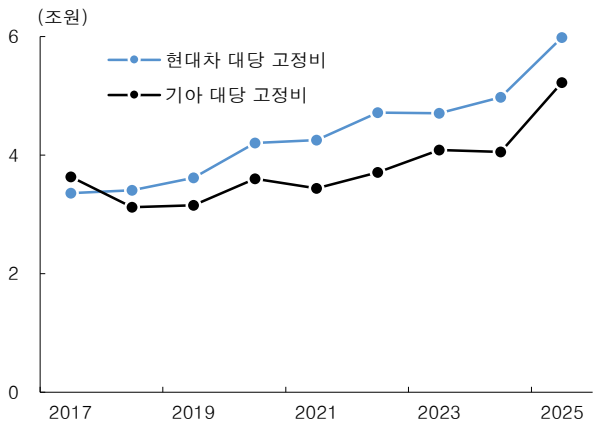
또한, 공헌이익이 높은 제네시스 판매 확대와 ASP가 높은 BEV 이익 구조를 개선시키며 판매를 확대하는 것도 매출 확대와 함께 대당 고정비를 낮출 수 있다. 따라서, 판매 측면에서는 제네시스와 BEV 손익 구조 변화가 중요하며 외부 요인으로는 관세 비용 절감(HMGMA 가동률 확대에 따른 미국 현지화율 확대 및 부품사들과의 관세 비용 분담)에 따라 구조적 이익 구조가 변화될 것으로 예상된다.

[그림 87] 현대차와 기아 고정비 차이



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

[그림 88] 현대차와 기아 대당 고정비 차이



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

Ⅴ. 밸류에이션

1. 실적 감안 시 저평가

멀티플 할인 요인은 실적 감익과 미래 기술력

현대차와 기아 주가는 이익 성장 속도를 따라가지 못하고 있다. 단기적으로는 2년 연속 감익에 따른 피크아웃 지속 우려, 장기적으로는 중국 완성차들과의 경쟁 심화 가능성과 자율주행 및 소프트웨어 등 미래 기술력 확보에 대한 의구심이 크게 작용하고 있다.

하지만 2026년에는 관세 비용 반영에도, 〈표 8〉과 같이 미국에서 여전히 흑자 유지가 가능해 현재의 가격 정책을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 일부 경쟁사들은 관세에 따른 원가 상승을 극복하지 못하고, 결국 가격 인상에 나설 것으로 예상됨에 따라 현대차와 기아의 시장점유율 확대 가능성이 높다. 또한, 관세율 인하에 따라 2026년 관세 비용은 2025년 대비 감소되며, 완성차들의 실적 개선이 가능하다.

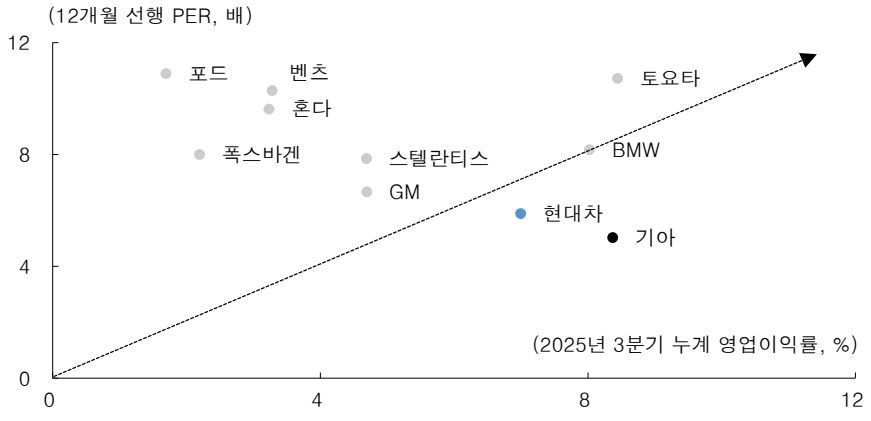
2026년 2분기, SDV 적용 차종 출시 예정

또한, 멀티플도 상향될 가능성이 높다. 2026년 2분기에 Pleos('더 많은'을 뜻하는 라틴어 'Pleo'와 운영체제 약자인 'OS'의 합성어) Connect(LLM 기반 대화형 인공지능 에이전트 Gleo 탑재 포함)가 적용된 첫 번째 SDV 차량이 출시 될 예정이다. 비록, 미래 자동차 기술력의 핵심인 자율주행은 아니지만, 2026년 3분기에는 Lv.2+ 수준의 end-to-end 방식이 적용된 'Atria AI'를 시작으로 자율주행 시스템을 강화해 나갈 예정이다.

레거시 완성차들과 비교해도 주가는 저평가 영역

실적은 회복세를 나타낼 것으로 예상되는 가운데, 2026년 SDV 차량 출시와 함께 멀티플 디레이팅은 더 이상 나타나지 않을 것으로 예상한다. 또한, 글로벌 레거시 경쟁사와 비교하더라도 이익체력 대비 확실한 저평가 상태이다.

[그림 89] 이익체력 감안 시, 글로벌 레거시 경쟁사 대비로도 저평가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 현대차 Top-pick 제시

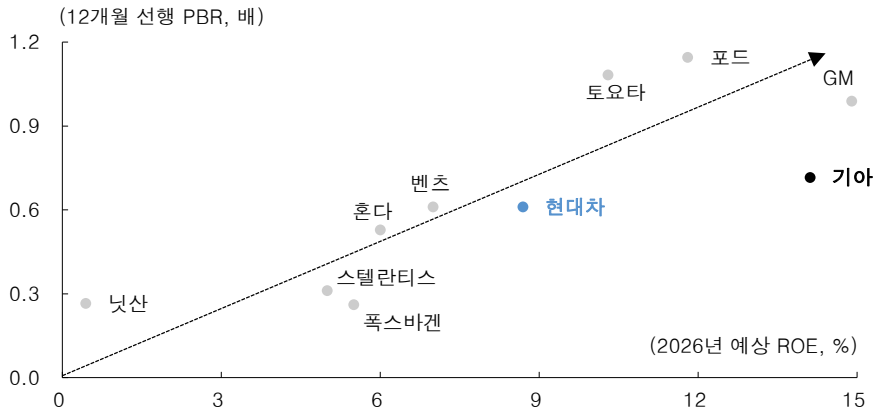
업종 Top-Pick 현대차 유지
멀티플 확대에 유리한 국면

업종 Top-Pick으로 현대차를 유지한다. 기아 이익체력이 빠르게 확대되었지만 2026년은 멀티플 경쟁이 될 것으로 예상된다. 2026년 이익 성장은 큰 차이가 없는 가운데, SDV 차량 출시와 보스턴다이나믹스 등 신규 사업 성과들이 가시화되며 현대차에 보다 높은 멀티플이 적용될 가능성이 높다. 또한, 미국 시장에서 하이브리드 판매량 비중이 더 높은 등 시장점유율 확대에서 보다 유리한 환경이다.

기아도 동일한 기술을 적용하며 SDV 차량을 출시하고 보스턴다이나믹스 지분을 보유하고 있지만, 현대차의 지분율이 더 높고 과거 전기차와 E-GMP 플랫폼 도입 시에도 현대차 중심의 성과로 인식했던 시장 평가를 고려했다.

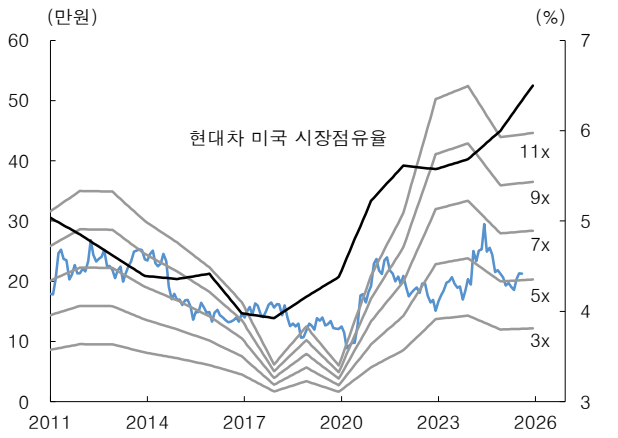
글로벌 경쟁사 대비로도 높은 ROE 감안 시, P/B 밸류에이션도 저평가 상태이며 35% 이상의 높은 TSR(Total Shareholder Return)도 주가를 지지해줄 것이다.

[그림 90] 2026년 예상 ROE와 P/B 밸류에이션



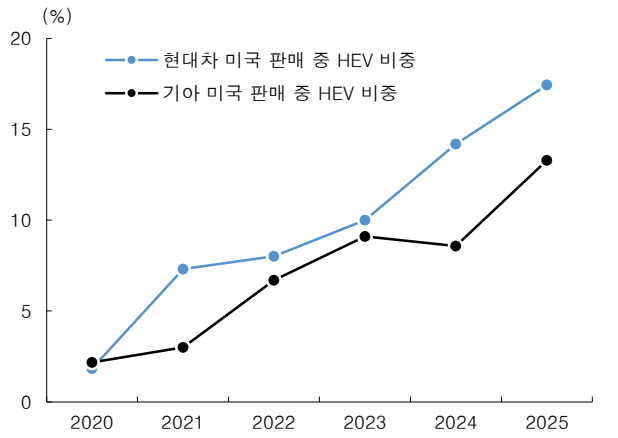
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 91] 현대차 12개월 선행 P/E 밴드 및 미국 점유율



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 92] 현대차와 기아 미국 판매 중 HEV 비중



자료: 현대차, 기아, 한국투자증권

<표 12> 글로벌 Peer Valuation 테이블

		현대차	기아	토요타	혼다	닛산	GM	포드	테슬라	스텔란티스	폭스바겐	BMW	벤츠
시가총액(십억달러)		38.4	31.6	324.3	53.3	9.2	67.1	52.9	1,336.9	30.7	58.3	65.4	66.8
매출액	2024A	128.5	78.8	312.3	141.5	87.9	187.4	185.0	97.7	169.7	351.2	154.0	157.5
(십억달러)	2025F	127.7	78.1	326.8	139.0	79.4	184.8	174.9	95.4	177.8	377.7	161.0	156.2
	2026F	132.3	81.5	336.7	142.1	81.2	184.3	173.9	109.1	186.9	386.1	165.2	157.3
	2027F	137.3	84.6	346.6	147.4	82.8	186.7	174.4	130.4	193.3	397.7	171.2	161.9
영업이익	2024A	10.4	9.3	37.1	9.6	3.9	12.8	5.2	7.1	4.0	20.2	12.2	13.5
(십억달러)	2025F	8.6	6.4	25.3	5.3	-0.9	11.9	6.5	4.6	3.6	11.4	11.4	7.7
	2026F	9.1	7.0	28.7	6.9	0.6	13.2	7.7	7.1	7.4	20.3	12.2	10.0
	2027F	9.7	7.5	30.5	7.7	1.4	14.1	8.2	11.2	9.9	23.8	13.8	11.5
영업이익률	2024A	8.1	11.8	11.9	6.8	4.5	6.8	2.8	7.2	2.4	5.8	7.9	8.6
(%)	2025F	6.7	8.2	7.8	3.8	-1.2	6.5	3.7	4.8	2.0	3.0	7.1	4.9
	2026F	6.9	8.6	8.5	4.8	0.7	7.2	4.4	6.5	4.0	5.2	7.4	6.3
	2027F	7.1	8.8	8.8	5.2	1.7	7.6	4.7	8.6	5.1	6.0	8.1	7.1
순이익	2024A	9.2	7.2	34.2	7.7	3.0	6.0	5.9	7.1	5.9	12.3	7.9	11.0
(십억달러)	2025F	7.6	5.3	21.7	3.6	-1.8	9.6	4.3	5.6	1.1	6.5	7.7	6.1
	2026F	7.9	5.9	24.9	4.8	0.2	10.3	5.7	7.6	5.3	12.3	8.2	7.6
	2027F	8.4	6.2	26.5	5.4	0.9	10.3	6.1	10.7	7.3	14.8	9.3	8.7
EPS	2024A	34.9	18.3	2.5	1.6	0.8	6.5	1.5	2.2	2.0	24.5	12.6	11.0
(달러)	2025F	30.4	13.6	1.7	0.9	-0.5	8.8	0.8	1.3	-0.4	12.6	12.3	5.8
	2026F	31.6	14.9	2.0	1.2	0.1	10.8	1.4	1.9	1.6	24.3	13.1	7.8
	2027F	33.5	15.9	2.2	1.4	0.3	11.6	1.5	2.8	2.5	28.8	14.8	9.4
EPS Growth	2024A	-0.2	7.5	90.9	65.2	82.5	-12.2	35.8	-52.9	-68.9	-31.3	-34.2	-24.3
(YoY %)	2025F	-13.1	-25.4	-33.4	-41.6	적전	36.1	-43.7	-43.9	적전	-48.4	-1.9	-47.5
	2026F	4.1	9.5	19.8	34.8	흑전	22.9	66.1	48.4	흑전	92.3	6.2	35.7
	2027F	6.1	6.8	8.8	11.8	411.5	7.8	6.6	50.4	50.2	18.5	12.8	19.9
D/Y	2024A	5.7	6.5	3.4	5.1	0.0	0.9	7.9	0.0	5.4	6.8	5.4	8.0
(%)	2025F	4.3	5.3	3.0	4.7	0.0	0.8	4.7	0.0	3.0	4.8	4.4	4.2
	2026F	4.5	5.4	3.4	5.0	0.7	1.0	4.6	0.0	4.7	6.5	4.7	4.9
	2027F	4.6	5.5	3.8	5.3	2.5	0.9	4.7	0.0	6.5	7.7	5.4	5.7
Payout ratio	2024A	24.3	26.2	24.7	36.8	0.0	7.4	52.8	0.0	36.6	27.8	36.7	40.6
(%)	2025F	26.4	30.8	37.4	51.6	0.0	6.5	75.5	0.0	-90.7	44.4	37.0	49.7
	2026F	26.5	28.7	35.0	41.4	32.7	6.4	44.1	0.0	30.8	31.1	37.3	43.0
	2027F	25.5	27.5	35.7	39.2	24.1	5.8	42.2	0.0	28.3	30.9	37.8	42.2
PER	2024A	4.3	4.0	7.3	7.5	5.4	4.6	5.4	184.0	4.5	4.1	6.8	5.3
(배)	2025F	6.3	5.9	9.0	10.4	-	6.1	10.0	289.1	-	6.8	7.9	9.1
	2026F	5.8	5.3	10.2	8.1	10.8	6.3	9.3	178.6	5.6	4.3	7.8	8.9
	2027F	5.5	5.0	9.4	7.2	9.7	6.1	8.6	125.5	4.1	3.6	6.9	7.4
PBR	2024A	0.4	0.7	1.0	0.5	0.3	0.8	0.9	17.8	0.4	0.3	0.5	0.6
(배)	2025F	0.6	0.8	1.1	0.5	0.3	1.0	1.2	16.7	0.3	0.3	0.6	0.6
	2026F	0.6	0.7	1.0	0.5	0.3	0.9	1.1	15.3	0.3	0.3	0.6	0.6
	2027F	0.5	0.6	0.9	0.5	0.3	0.8	1.0	13.7	0.3	0.2	0.5	0.6
ROE	2024A	12.4	19.1	13.6	6.7	-12.3	9.4	13.4	10.5	6.7	6.4	8.0	11.1
(%)	2025F	9.7	13.5	9.3	4.7	-5.1	13.9	9.0	7.0	-0.0	3.2	7.2	5.6
	2026F	9.4	13.7	10.3	5.9	0.7	14.9	11.7	8.0	5.0	5.5	7.3	7.0
	2027F	9.3	13.2	10.4	6.4	2.8	13.3	11.8	9.8	7.0	6.3	8.1	7.8

주: 11월 14일 기준 GAAP, FY 적용
자료: Bloomberg 컨센서스, 한국투자증권

This page is left blank intentionally

기업분석

현대차(005380)

기아(000270)

현대차(005380)

매수(유지) / TP: 330,000원(상향)

주가(11/14, 원)	272,500
시가총액(십억원)	55,796
발행주식수(백만)	205
52주 최고/최저가(원)	291,500/177,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	181,489
유동주식비율(%)	65.4
외국인지분율(%)	35.7
주요주주(%) 현대모비스 외 11 인	30.7
국민연금공단	7.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	162,664	15,127	11,962	45,666	60.3	20,073	4.5	7.7	0.6	12.4	5.6
2024A	175,231	14,240	12,527	47,658	4.4	18,527	4.4	10.3	0.5	11.3	5.7
2025F	189,104	12,638	10,889	42,258	(11.3)	17,834	6.4	11.1	0.6	8.9	4.3
2026F	199,671	13,166	11,284	44,209	4.6	18,889	6.2	10.2	0.6	8.7	4.3
2027F	209,530	13,831	11,820	46,311	4.8	20,047	5.9	9.2	0.6	8.5	4.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

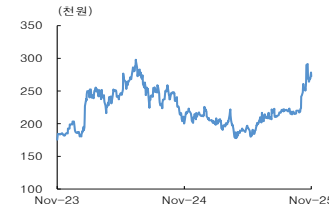
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
60	64	60	56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.2	38.3	35.2
상대주가(%p)	9.6	(13.7)	(30.6)

주가추이



SDV 전환 시작 = 멀티플 디레이팅 피크아웃

2026년 SDV 전환 시작: 현대차는 글로벌 경쟁사 중 가장 견조한 이익체력을 보여준 완성차였으나, 3년간 이어진 실적 피크아웃 우려와 기술력 확보에 대한 의구심을 지우지 못해 멀티플 디레이팅이 이어졌다. 하지만 2026년부터는 재차 이익 확장 사이클에 진입할 것으로 예상된다. 관세율이 15%로 인하되면서 2026년 관세 비용은 2025년 대비 축소될 것이며, 팰리세이드 판매 확대와 함께 전체 글로벌 판매량의 23%를 차지(2024년 기준)한 투싼과 아반떼 신차 출시도 긍정적이다. 또한, 현대차가 강점을 갖춘 하이브리드(HEV) 판매가 빠르게 늘어나고 있어, 미국 시장점유율 추가 확보 가능성이 높다. 실적 개선과 35% 이상의 주주환원율과 함께, 2026년 2분기에는 SDV가 처음 적용된 차량이 출시되며 멀티플 디레이팅에서 벗어날 가능성에 주목해야 할 시점이다.

2026년 실적 전망: 관세 비용 완화와 하이브리드 중심으로 판매 확대 가능성이 크다. 2025년 10월 팰리세이드 HEV가 판매되기 시작하며, 미국 전체 판매 중 HEV 비중이 사상 최고치인 23%까지 확대되었다. 10월 누계 기준 현대차의 미국 HEV 판매량은 전년 동기 대비 41% 증가 중에 있는데, 2026년에는 팰리세이드 HEV로 추가 판매 확대가 가능하다. 코로나19 직후 큰 폭의 점유율을 확대했으나, 최근 3년 동안은 미국 시장점유율이 5.6% 수준에서 정체되었다. 하지만 HEV 뿐만 아니라, 강화된 재무 건전성을 바탕으로 현재의 가격 정책을 유지할 수 있는 몇 안 되는 완성차로서, 2026년에는 6.5% 수준의 점유율 확보를 예상한다.

업종 Top-Pick 유지, 목표주가 상향: 자동차 업종 내 Top-Pick을 유지하며 목표주가를 기존 30.5만원에서 33만원으로 8.2% 상향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS 44,209원에 P/E 멀티플 7.5배를 적용한 값이다. 목표 P/E 멀티플 7.5배는 글로벌 주요 권역들에서 Tier-1과 Tier-2급 경쟁사들인 토요타, 혼다, GM 및 폭스바겐의 평균 멀티플이다. 레거시 완성차들과 비교해도 저평가로, 2026년 이익 회복 사이클 진입과 SDV가 적용된 첫 번째 차량 출시로 기술력에 대한 의구심도 축소 가능할 것으로 예상한다.

김창호
changho.kim@koreainvestment.com

최건
geon.choi@koreainvestment.com

SDV 중요성

SDV(Software-Defined Vehicle)는 소프트웨어에 의해 정의되는 차량으로, 자동차 정체성이 더 이상 하드웨어가 아니라 소프트웨어로 결정되는 새로운 개념이다. 소프트웨어를 통해 기존 차량에 다양하고 새로운 기능을 제공함으로써 경쟁력을 확보할 수 있는, 자동차 산업 내 새로운 패러다임의 한 축이다.

현재는 동일 브랜드에서 출시하는 차량이라도 하더라도, 차종간(예를 들어 팰리세이드와 투싼) ECU칩 하드웨어 사양이 달라 소프트웨어 표준화율이 낮아 규모의 경제 실현이 어려웠다. 하지만 SDV 전환에 성공한 완성차들은 공용 하드웨어 적용을 통해 규모의 경제 실현(소프트웨어 표준화 및 모듈화)이 가능할 것이며 OTA를 통해 보다 많은 기능들을 제공할 수 있어 원가절감 효과도 기대된다.

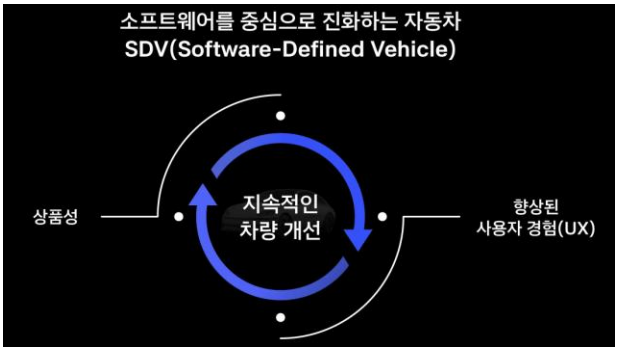
현대차는 2026년 2분기, Pleos Connect가 적용된 첫 차량 출시를 예고했으며, 이는 현대차그룹의 차세대 인포테인먼트 시스템으로 자리매김 할 것이다. 또한, Pleos Connect의 중심에 있는 핵심 기술인 Gleo AI(AI음성 에이전트)도 탑재될 예정으로 혁신적인 고객경험 강화가 가능한 게임체인저로 부각될 수 있다.

<표 13> 현대차그룹 Pleos 적용 로드맵

구 분	적용 시점	주요 내용
Pleos Connect	2026년 2분기	• SDV 기반 위에서 사용자와 소통하고 차량 내 경험을 확장하는 차세대 인포테인먼트 플랫폼. 2026년 2분기 첫 차량에 적용 예정
Atria AI	2026년 3분기	• Lv.2 + 수준의 ADAS 기술이 SDV Pace Car에 적용될 예정
	2027년 말	• Lv.2+ ADAS/자율주행 기능 양산 차량에 순차적으로 적용될 예정
HPVC	2028년 말	• HPVC 연산능력 현재 200 tops NPU → 2028년말 400 tops 확보
	2032년	• 2030년까지 800 tops NPU를 갖춘 SoC 준비 중
Pleos 적용	2028년	• Pleos 적용된 차량 2028년 누적 기준 700만대 판매 목표
	2030년	• Pleos 적용된 차량 2030년 누적 기준 2,000만대 판매 목표
HPVC 적용	2030년	• HPVC 탑재된 차량 2030년부터 점진적으로 확대 목표
	2032년	• HPVC 탑재된 차량 2032년 300만대 이상 판매 목표

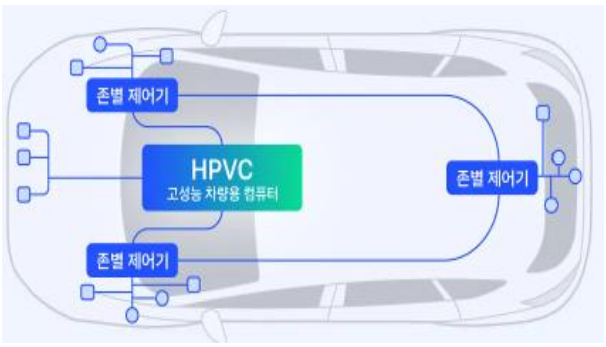
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 93] 현대차가 제시한 SDV 적용에 따른 기대 효과



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 94] SDV 차량에서 구현될 신규 아키텍쳐



자료: 현대차, 한국투자증권

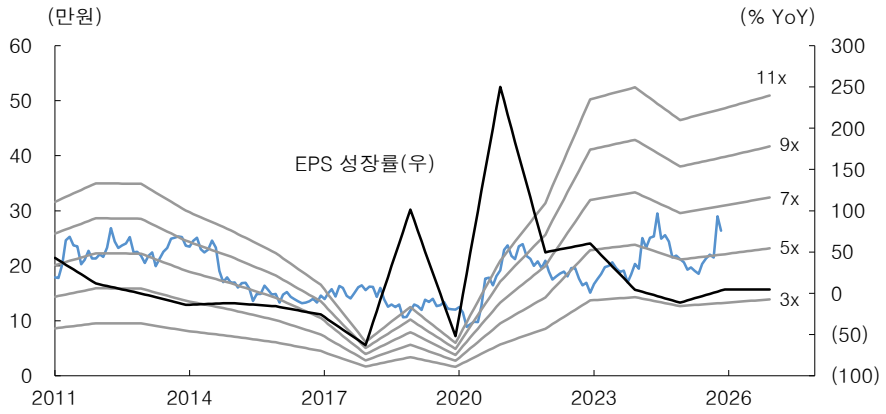
<표 14> 현대차 실적 추정 및 주요 가정

(단위: 십억원, %)

구분		2023	2024	2025F	2026F	2027F	4Q24	3Q25P	4Q25F	YoY	QoQ
실적	매출액	162,664	175,231	189,104	199,671	209,530	46,624	46,721	49,689	+6.6%	+6.4%
(십억원)	매출총이익	33,484	35,749	35,365	35,855	37,467	9,086	8,284	8,992	-1.0%	+8.5%
	EBITDA	20,073	18,527	17,834	18,889	20,047	3,518	3,894	4,249	+20.8%	+9.1%
	영업이익	15,127	14,240	12,638	13,166	13,831	2,822	2,537	2,866	+1.5%	+13.0%
	(영업이익률, %)	9.3%	8.1%	6.7%	6.6%	6.6%	6.1%	5.4%	5.8%	-0.3%p	+0.3%p
	법인세차감전이익	17,619	17,781	15,745	16,251	17,021	3,119	3,326	3,569	+14.4%	+7.3%
	지배주주 당기순이익	11,962	12,527	10,889	11,284	11,820	2,280	2,261	2,473	+8.4%	+9.4%
매출금액	자동차 사업부	130,150	136,725	147,991	158,127	166,844	35,750	36,715	38,950	+8.9%	+6.1%
(십억원)	(매출액 증감)	+14.8%	+5.1%	+8.2%	+6.8%	+5.5%	+7.0%	+7.9%	+8.9%		
	금융 사업부	22,401	28,447	30,989	31,217	32,154	8,188	7,189	8,188	+0.0%	+13.9%
	(매출액 증감)	+11.8%	+27.0%	+8.9%	+0.7%	+3.0%	+44.6%	+11.0%	+0.0%		
	기타 사업부	10,113	10,059	10,123	10,326	10,532	2,685	2,817	2,551	-5.0%	-9.4%
	(매출액 증감)	+15.3%	-0.5%	+0.6%	+2.0%	+2.0%	+5.5%	+21.2%	-5.0%		
수익성	자동차 사업부	12,669	11,411	9,415	9,696	10,168	2,205	1,711	2,154	-2.3%	+25.9%
(십억원, %)	(영업이익률, %)	+9.7%	+8.3%	+6.4%	+6.1%	+6.1%	+6.2%	+4.7%	+5.5%	-0.6%p	+0.9%p
	금융 사업부	1,386	1,795	2,295	2,452	2,584	374	576	495	+32.3%	-14.1%
	(영업이익률, %)	+6.2%	+6.3%	+7.4%	+7.9%	+8.0%	+4.6%	+8.0%	+6.0%	+1.5%p	-2.0%p
	기타 사업부	1,064	1,033	928	1,019	1,079	243	250	217	-10.6%	-13.2%
	(영업이익률, %)	+10.5%	+10.3%	+9.2%	+9.9%	+10.2%	+9.0%	+8.9%	+8.5%	-0.5%p	-0.4%p
판매량	총 글로벌 도매 판매	4,216	4,142	4,192	4,287	4,394	1,066	1,038	1,087	+2.0%	+4.8%
(천대)	(판매량 증감)	+6.9%	-1.8%	+1.2%	+2.2%	+2.5%	-2.2%	+2.6%	+2.0%		
	도매 판매(중국 제외)	3,972	4,013	4,074	4,175	4,283	1,042	1,006	1,060	+1.7%	+5.4%
	(판매량 증감)	+7.7%	+1.0%	+1.5%	+2.5%	+2.6%	+2.2%	+1.6%	+1.7%		
	총 소매 판매	4,157	4,024	4,100	4,183	4,292	1,067	1,036	1,065	-0.2%	+2.8%
	(판매량 증감)	+4.9%	-3.2%	+1.9%	+2.0%	+2.6%	-1.6%	+5.6%	-0.2%		
ASP	글로벌 ASP	33	34	36	38	39	34	36	37	+7.1%	+0.7%
(백만원/대)	(ASP 증감)	+6.7%	+4.0%	+6.6%	+4.3%	+2.9%	+4.7%	+6.2%	+7.1%		
비용	당기 제품 제조원가	90,635	93,440	101,141	108,107	114,699	23,678	24,966	26,291	+11.0%	+5.3%
(십억원, %)	(재료비율)	69.6%	68.3%	68.3%	68.4%	68.7%	66.2%	68.0%	67.5%	+1.3%p	-0.5%p
	판매관리비율	11.3%	12.3%	12.0%	11.4%	11.3%	13.4%	12.3%	12.3%	-1.1%p	+0.0%p
	판매보증비	2,304	3,954	4,089	4,054	4,291	1,253	1,257	1,032	-17.6%	-17.9%
	(판매보증비율)	1.8%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	3.5%	3.4%	2.6%	-0.9%p	-0.8%p
	관세	0	0	4,174	3,408	3,505	0	1,821	1,525		-16.3%
환율	USD/KRW 평균	1,307	1,364	1,415	1,390	1,410	1,399	1,387	1,420	+1.5%	+2.4%
	USD/KRW 기말	1,291	1,473	1,420	1,410	1,410	1,479	1,404	1,420	-4.0%	+1.1%
주당지표	EPS	45,666	47,658	42,258	44,209	46,311	40,055	40,609	42,677	+6.5%	+5.1%
(원)	BPS	341,427	404,135	430,300	458,793	491,494	430,300	453,133	458,793	+6.6%	+1.2%
	EBITDAPS	73,148	68,094	66,704	70,650	74,981	63,470	66,222	69,139	+8.9%	+4.4%
멀티플	P/E	4.5	4.4	6.4	6.2	5.9	5.3	5.3	5.9		
(배)	P/B	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6		
	EV/EBITDA	7.7	10.3	11.1	10.2	9.2	11.2	10.6	10.6		

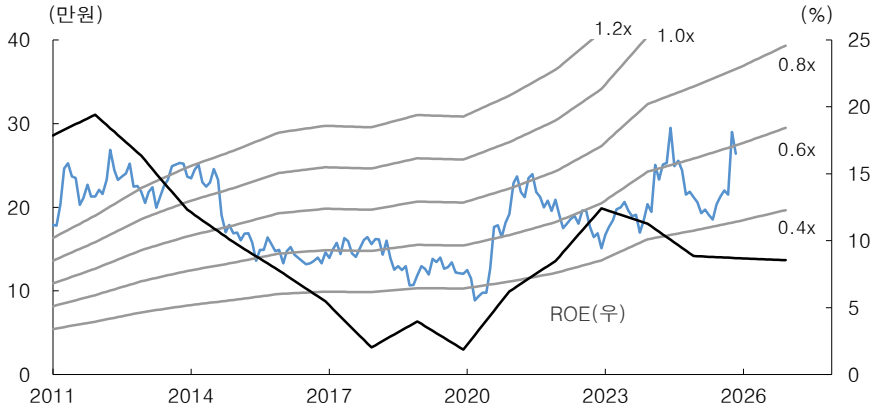
주: 재료비율과 판매보증비율은 자동차 사업부 매출액 적용
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 95] 현대차 12개월 선행 P/E 밴드 및 EPS 성장률



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 96] 현대차 12개월 선행 P/B 밴드 및 ROE



자료: 현대차, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**162,664**	**175,231**	**189,104**	**199,671**	**209,530**
매출원가	129,179	139,482	153,739	163,816	172,063
매출총이익	33,484	35,749	35,365	35,855	37,467
판매관리비	18,357	21,510	22,727	22,688	23,636
영업이익	**15,127**	**14,240**	**12,638**	**13,166**	**13,831**
영업이익률(%)	*9.3*	*8.1*	*6.7*	*6.6*	*6.6*
EBITDA	20,073	18,527	17,834	18,889	20,047
EBITDA Margin(%)	*12.3*	*10.6*	*9.4*	*9.5*	*9.6*
영업외수익	2,492	3,541	3,107	3,085	3,190
금융수익	1,560	1,531	1,367	1,328	1,421
금융비용	971	899	1,256	1,043	1,036
기타영업외손익	(568)	(205)	95	(200)	(194)
관계기업관련손익	2,471	3,114	2,901	3,000	3,000
세전계속사업이익	**17,619**	**17,781**	**15,745**	**16,251**	**17,021**
법인세비용	4,627	4,232	3,892	4,068	4,258
연결당기순이익	12,272	13,230	11,853	12,183	12,763
지배주주지분순이익	**11,962**	**12,527**	**10,889**	**11,284**	**11,820**
지배주주순이익률(%)	*7.4*	*7.1*	*5.8*	*5.7*	*5.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	14.4	7.7	7.9	5.6	4.9
영업이익 증가율	54.0	(5.9)	(11.2)	4.2	5.0
지배주주순이익 증가율	62.4	4.7	(13.1)	3.6	4.8
EPS 증가율	60.3	4.4	(11.3)	4.6	4.8
EBITDA 증가율	35.0	(7.7)	(3.7)	5.9	6.1

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**282,463**	**339,798**	**336,230**	**340,416**	**344,952**
유동자산	58,604	64,336	63,370	65,976	69,216
현금성자산	19,167	19,015	17,874	18,157	19,893
매출채권및기타채권	8,782	10,320	10,196	10,833	11,439
재고자산	17,400	19,791	22,084	23,655	24,752
비유동자산	116,172	147,622	153,769	160,921	168,048
투자자산	33,054	41,392	42,248	43,960	46,036
유형자산	38,921	44,534	48,033	52,428	56,671
무형자산	6,219	7,683	8,916	9,574	10,168
부채총계	**180,654**	**219,522**	**210,565**	**206,433**	**202,226**
유동부채	73,362	79,510	77,127	76,224	76,682
매입채무및기타채무	26,945	30,057	32,131	32,894	33,633
단기차입금및단기사채	9,036	9,327	7,413	7,413	7,413
유동성장기부채	25,109	26,742	23,935	21,449	20,399
비유동부채	107,292	140,013	133,439	130,210	125,544
사채	73,230	96,405	100,645	96,645	90,645
장기차입금및금융부채	18,580	25,353	17,685	17,750	17,805
자본총계	**101,809**	**120,276**	**125,665**	**133,983**	**142,726**
지배주주지분	92,497	109,103	114,405	122,723	131,466
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,378	7,656	7,649	7,649	7,649
기타자본	(1,197)	(850)	(639)	61	61
이익잉여금	88,666	96,596	102,986	110,459	119,193
비지배주주지분	**9,312**	**11,173**	**11,260**	**11,260**	**11,260**
순차입금	96,063	126,785	121,824	114,955	106,370

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**(2,519)**	**(5,662)**	**2,559**	**3,336**	**4,264**
당기순이익	12,272	13,230	11,853	12,183	12,763
유형자산감가상각비	3,284	3,398	3,787	4,109	4,463
무형자산상각비	1,663	889	1,409	1,614	1,753
자산부채변동	(30,365)	(35,160)	(29,642)	(30,911)	(32,165)
기타	10,627	11,981	15,152	16,341	17,450
투자활동현금흐름	**(8,649)**	**(14,623)**	**(11,078)**	**(12,298)**	**(12,563)**
유형자산투자	(7,071)	(8,061)	(8,395)	(8,795)	(8,995)
유형자산매각	144	172	299	291	289
투자자산순증	109	(4,131)	(399)	(1,376)	(1,367)
무형자산순증	(1,778)	(2,180)	(2,414)	(2,272)	(2,347)
기타	(53)	(423)	(169)	(146)	(143)
재무활동현금흐름	**9,393**	**19,493**	**7,471**	**9,246**	**10,034**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	11,281	19,041	9,195	11,491	11,044
배당금지급	(2,499)	(3,913)	(3,375)	(3,114)	(3,090)
기타	611	4,365	1,651	869	2,080
기타현금흐름	77	640	(93)	0	0
현금의증가	**(1,698)**	**(152)**	**(1,141)**	**283**	**1,736**
FCF	8,024	6,490	6,592	5,920	6,962

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	45,666	47,658	42,258	44,209	46,311
BPS	341,427	404,135	430,300	458,793	491,494
DPS	11,400	12,000	12,000	12,000	12,500
수익성(%)					
ROA	4.4	4.0	3.2	3.3	3.4
ROE	12.4	11.3	8.9	8.7	8.5
배당수익률	5.6	5.7	4.3	4.3	4.5
배당성향	25.3	25.3	28.6	27.3	27.2
안정성					
부채비율(x)	177.4	182.5	167.6	154.1	141.7
차입금/자본총계비율(%)	122.7	130.3	118.2	106.1	94.6
이자보상배율(x)	27.1	31.5	21.7	22.8	24.8
순차입금/EBITDA(x)	4.8	6.8	6.8	6.1	5.3
Valuation(x)					
PER	4.5	4.4	6.4	6.2	5.9
최고	4.6	6.3	7.1	6.7	6.4
최저	3.4	3.8	4.2	4.0	3.8
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
최고	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
최저	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.7	10.3	11.1	10.2	9.2

기아(000270)

매수(유지) / TP: 145,000원(유지)

주가(11/14, 원)	117,000
시가총액(십억원)	46,073
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	119,900/82,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	106,040
유동주식비율(%)	59.3
외국인지분율(%)	39.7
주요주주(%) 현대자동차 외 4 인	36.7
국민연금공단	6.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	99,808	11,608	8,777	22,178	64.4	13,961	4.5	1.7	0.9	20.4	5.6
2024A	107,449	12,667	9,773	24,907	12.3	15,216	4.0	1.4	0.7	19.1	6.5
2025F	114,472	9,515	7,866	20,169	(19.0)	12,160	5.8	2.2	0.8	13.6	5.6
2026F	120,226	11,306	8,936	22,912	13.6	14,278	5.1	1.8	0.7	14.1	5.6
2027F	126,320	11,426	9,050	23,206	1.3	14,724	5.0	1.7	0.6	13.0	5.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

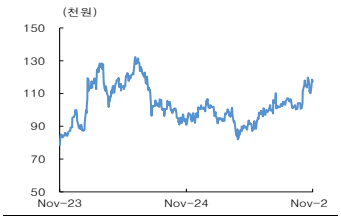
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
62	75	58	56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.1	26.6	26.5
상대주가(%p)	1.5	(25.3)	(39.4)

주가추이



텔루라이드와 함께 공헌이익 추가 확대 가능

가장 큰 장점이 부각될 2026년: 2019년 2월, 기아 최초의 3열 SUV가 출시되었다. 텔루라이드 출시 이후 후광 효과(Halo Effect)와 함께 브랜드 인지도 제고와, SUV 라인업 강화 등으로 믹스와 ASP가 크게 확대되었다. 텔루라이드 미국 판매량은 라이프사이클 막바지에도 불구하고, 2025년 12만대 이상 판매 달성이 가능한 추세를 보이고 있다. 2026년 초(2월로 추정), 2세대 텔루라이드가 출시될 예정이다. 텔루라이드의 대당 공헌이익은 1,500만원으로, 전사 평균 공헌이익 대비 약 80% 높은 것으로 추정된다. 또한, HEV 라인업이 추가되면서 1세대 대비 높은 판매량 달성이 가능할 것으로 기대된다. 기아의 가장 큰 장점은 글로벌 Top 수준의 수익성과 재무 건전성인데, 2026년에는 이러한 장점들이 더욱 부각될 수 있는 시점이다.

2026년 실적 전망: 관세 비용 완화가 예상되는 가운데, 2025년 3분기에 발생한 일회성 비용에 따른 낮은 기저효과로 2026년 영업이익은 18.8% 증가할 것으로 전망된다. 또한, 완성차들의 손익을 결정짓는 핵심 요소인 볼륨, 믹스, 가격과 환율(현재 환율 적용 시)이 모두 2025년대비 소폭이나마 개선될 가능성이 크다. 여기에, 관세율이 15%로 인하되면서 2026년 관세 비용도 더 이상의 추가 실적 악화 요인으로 작용하지 않을 것이다. 카니발 등 라인업 확대와 함께 미국 판매 중 HEV가 차지하는 비중이 2024년 대비 +4.7%p 확대된 13.3%를 기록하는 등 HEV 점유율 확대도 긍정적이다.

투자의견 매수 유지: 투자의견 매수와 기존 목표주가 14.5만원을 유지한다. 2026년 예상 EPS 22,912원에 P/E 멀티플 6.3배를 적용한 값이다. 목표 P/E 멀티플은 현대차 티플에서 과거 5년 평균 할인폭 15%를 적용한 수치이다. 기아가 현대차 대비 멀티플 디스카운트를 축소하기 위해서는, 과거 2023~2024년 보여준 보다 강력한 주주환원 정책이 필요하다. 실제로 2023년~2024년 동안, 기아는 멀티플 디스카운트를 축소하며 일시적이나마 현대차 시가총액(보통주 기준)을 넘어섰던 경험이 있다.

김창호
changho.kim@koreainvestment.com

최건
geon.choi@koreainvestment.com

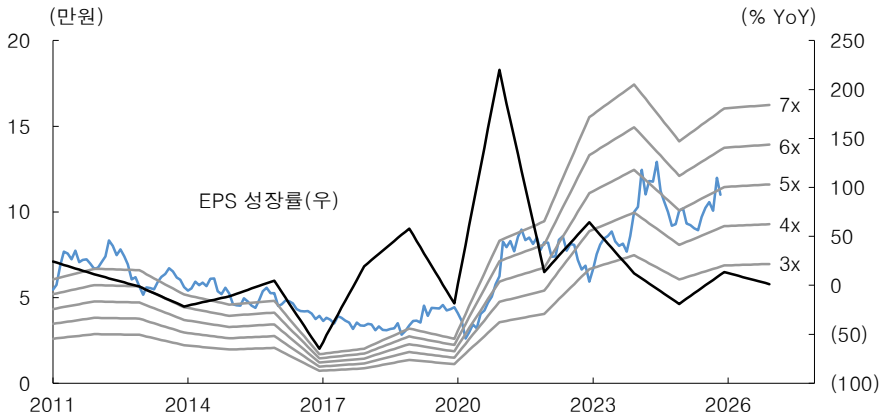
<표 15> 기아 실적 추정 및 주요 가정

(단위: 십억원, %)

구 분		2023	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	4Q24	3Q25P	4Q25F	YoY	QoQ
실적	매출액	99,808	107,449	114,472	120,226	126,320	27,148	28,686	28,419	+4.7%	-0.9%
(십억원)	매출총이익	22,629	24,771	22,973	24,482	25,278	5,749	5,409	5,608	-2.5%	+3.7%
	EBITDA	13,961	15,216	12,160	14,278	14,724	3,397	2,139	2,974	-12.5%	+39.0%
	영업이익	11,608	12,667	9,515	11,306	11,426	2,716	1,462	2,280	-16.1%	+55.9%
	(영업이익률, %)	11.6%	11.8%	8.3%	9.4%	9.0%	10.0%	5.1%	8.0%	-2.0%p	+2.9%p
	법인세차감전이익	12,677	13,500	10,577	12,317	12,470	2,444	1,887	2,446	+0.1%	+29.6%
	지배주주 당기순이익	8,777	9,773	7,866	8,936	9,050	1,742	1,425	1,779	+2.1%	+24.8%
매출금액	내수	18,711	19,143	20,692	21,422	22,287	5,108	5,181	5,262	+3.0%	+1.6%
(십억원)	(매출액 증감)	+8.4%	+2.3%	+8.1%	+3.5%	+4.0%	+9.1%	+16.4%	+3.0%		
	미국	35,256	39,408	41,853	44,461	46,940	9,829	10,800	10,226	+4.0%	-5.3%
	(매출액 증감)	+23.8%	+11.8%	+6.2%	+6.2%	+5.6%	+15.4%	+6.2%	+4.0%		
	유럽	23,738	23,276	24,071	25,289	26,568	5,563	5,624	5,813	+4.5%	+3.4%
	(매출액 증감)	+14.6%	-1.9%	+3.4%	+5.1%	+5.1%	-2.5%	+2.4%	+4.5%		
	기타	22,103	25,622	27,856	29,054	30,524	6,648	7,227	7,118	+7.1%	-1.5%
	(매출액 증감)	+10.0%	+15.9%	+8.7%	+4.3%	+5.1%	+22.6%	+12.7%	+7.1%		
판매량	글로벌 연결매출 대수	2,936	2,938	2,998	3,089	3,157	726	744	747	+2.9%	+0.5%
(천대)	(판매량 증감)	+6.6%	+0.1%	+2.1%	+3.0%	+2.2%	+5.4%	+2.2%	+2.9%		
	글로벌 도매 판매	3,087	3,089	3,161	3,252	3,320	770	785	788	+2.4%	+0.4%
	(판매량 증감)	+6.4%	+0.1%	+2.3%	+2.9%	+2.1%	+5.0%	+2.8%	+2.4%		
ASP	글로벌 ASP	34	37	38	39	40	37	39	38	+1.7%	-1.4%
(백만원/대)	(ASP 증감)	+8.1%	+7.6%	+4.4%	+2.0%	+2.8%	+5.9%	+5.8%	+1.7%		
비용	당기 제품 제조원가	60,417	72,247	77,719	80,999	85,582	18,519	19,506	19,240	+3.9%	-1.4%
(십억원, %)	(재료비율)	60.5%	67.2%	67.9%	67.4%	67.8%	68.2%	68.0%	67.7%	-0.5%p	-0.3%p
	판매관리비율	11.0%	11.3%	11.8%	11.0%	11.0%	11.2%	13.8%	11.7%	+0.5%p	-2.0%p
	판매보증비	3,173	3,733	3,692	2,963	3,139	828	1,549	689	-16.8%	-55.5%
	(판매보증비율)	3.2%	3.5%	3.2%	2.5%	2.5%	3.1%	5.4%	2.4%	-0.6%p	-3.0%p
	관세	0	0	3,218	3,115	2,834	0	1,234	1,198		-2.9%
환율	USD/KRW 평균	1,307	1,364	1,415	1,390	1,410	1,399	1,387	1,420	+1.5%	+2.4%
	USD/KRW 기말	1,291	1,473	1,420	1,410	1,410	1,479	1,404	1,420	-4.0%	+1.1%
주당지표	EPS	22,178	24,907	20,169	22,912	23,206	19,980	20,374	22,296	+11.6%	+9.4%
(원)	BPS	116,447	140,339	153,510	169,670	186,118	153,510	164,571	169,670	+10.5%	+3.1%
	EBITDAPS	34,629	38,011	30,698	36,046	37,172	31,606	31,707	35,194	+11.4%	+11.0%
멀티플	P/E	4.5	4.0	5.8	5.1	5.0	5.0	5.2	4.7		
(배)	P/B	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7		
	EV/EBITDA	1.7	1.4	2.2	1.8	1.7	1.7	1.9	1.6		

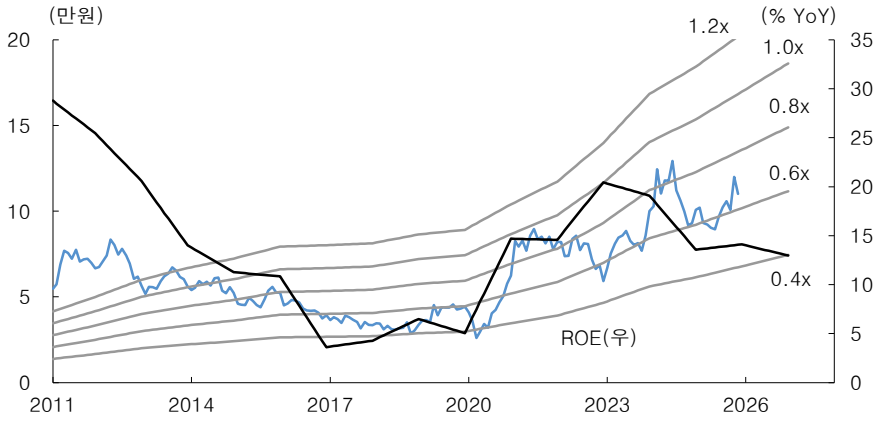
자료: 기아, 한국투자증권

[그림 97] 기아 12개월 선행 P/E 밴드 및 EPS 성장률



자료: 기아, 한국투자증권

[그림 98] 기아 12개월 선행 P/B 밴드 및 ROE



자료: 기아, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**99,808**	**107,449**	**114,472**	**120,226**	**126,320**
매출원가	77,180	82,678	91,499	95,744	101,042
매출총이익	22,629	24,771	22,973	24,482	25,278
판매관리비	11,021	12,104	13,458	13,175	13,852
영업이익	**11,608**	**12,667**	**9,515**	**11,306**	**11,426**
영업이익률(%)	*11.6*	*11.8*	*8.3*	*9.4*	*9.0*
EBITDA	13,961	15,216	12,160	14,278	14,724
EBITDA Margin(%)	*14.0*	*14.2*	*10.6*	*11.9*	*11.7*
영업외수익	1,069	833	1,062	1,011	1,044
금융수익	1,263	1,351	1,464	1,381	1,372
금융비용	392	610	813	476	440
기타영업외손익	(485)	(304)	(76)	(214)	(208)
관계기업관련손익	684	395	487	320	320
세전계속사업이익	**12,677**	**13,500**	**10,577**	**12,317**	**12,470**
법인세비용	3,900	3,725	2,716	3,384	3,422
연결당기순이익	8,778	9,775	7,861	8,934	9,048
지배주주지분순이익	**8,777**	**9,773**	**7,866**	**8,936**	**9,050**
지배주주순이익률(%)	*8.8*	*9.1*	*6.9*	*7.4*	*7.2*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	15.3	7.7	6.5	5.0	5.1
영업이익 증가율	60.5	9.1	(24.9)	18.8	1.1
지배주주순이익 증가율	62.3	11.3	(19.5)	13.6	1.3
EPS 증가율	64.4	12.3	(19.0)	13.6	1.3
EBITDA 증가율	44.6	9.0	(20.1)	17.4	3.1

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**80,628**	**92,756**	**96,531**	**102,963**	**109,282**
유동자산	37,466	41,797	41,661	42,486	43,600
현금성자산	14,353	13,567	11,548	10,800	10,306
매출채권및기타채권	4,957	6,842	7,280	7,507	7,709
재고자산	11,273	12,419	13,037	13,781	14,486
비유동자산	43,162	50,958	54,870	60,477	65,682
투자자산	22,205	27,223	28,650	30,650	32,650
유형자산	16,104	18,279	19,942	21,803	23,277
무형자산	3,310	4,094	4,939	5,919	6,961
부채총계	**34,070**	**36,916**	**36,416**	**36,448**	**36,251**
유동부채	25,674	26,977	27,719	28,077	28,312
매입채무및기타채무	16,346	17,275	18,813	19,340	19,914
단기차입금및단기사채	129	221	213	213	213
유동성장기부채	969	838	589	389	189
비유동부채	8,395	9,938	8,697	8,370	7,939
사채	2,502	2,176	1,473	973	473
장기차입금및금융부채	480	314	235	255	274
자본총계	**46,558**	**55,840**	**60,115**	**66,515**	**73,031**
지배주주지분	46,552	55,831	60,107	66,507	73,023
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,758	1,760	1,760	1,760	1,760
기타자본	(395)	(348)	(698)	(698)	(698)
이익잉여금	43,271	50,241	55,462	61,863	68,378
비지배주주지분	**6**	**9**	**8**	**8**	**8**
순차입금	(16,733)	(18,741)	(18,558)	(19,109)	(20,015)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**11,297**	**12,564**	**10,175**	**11,396**	**11,769**
당기순이익	8,778	9,775	7,861	8,934	9,048
유형자산감가상각비	1,846	2,010	2,036	2,241	2,429
무형자산상각비	507	540	608	730	869
자산부채변동	(4,247)	(4,287)	(3,494)	(4,276)	(4,351)
기타	4,413	4,526	3,164	3,767	3,774
투자활동현금흐름	**(3,107)**	**(10,153)**	**(8,379)**	**(8,413)**	**(8,514)**
유형자산투자	(2,335)	(3,485)	(4,216)	(4,166)	(3,966)
유형자산매각	105	62	70	64	63
투자자산순증	(84)	(5,537)	(2,723)	(2,600)	(2,700)
무형자산순증	(793)	(1,192)	(1,511)	(1,711)	(1,911)
기타	0	(1)	1	0	0
재무활동현금흐름	**(5,596)**	**(3,570)**	**(3,783)**	**(3,731)**	**(3,749)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(3,755)	(923)	(908)	(681)	(683)
배당금지급	(1,403)	(2,194)	(2,559)	(2,535)	(2,535)
기타	(438)	(453)	(316)	(515)	(531)
기타현금흐름	206	372	(32)	0	0
현금의증가	**2,799**	**(787)**	**(2,018)**	**(748)**	**(494)**
FCF	8,097	6,403	5,304	6,803	7,418

주: K-IFRS (연결) 기준

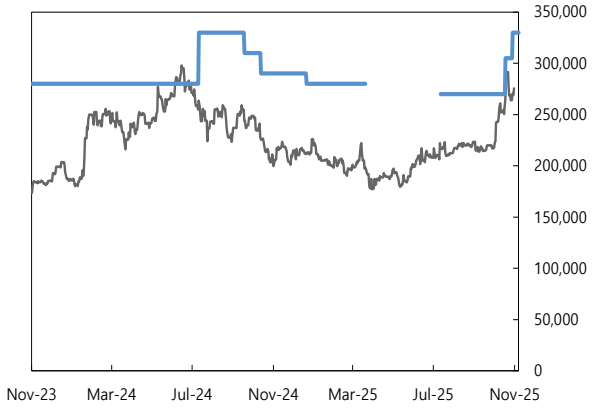
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,178	24,907	20,169	22,912	23,206
BPS	116,447	140,339	153,510	169,670	186,118
DPS	5,600	6,500	6,500	6,500	6,500
수익성(%)					
ROA	11.4	11.3	8.3	9.0	8.5
ROE	20.4	19.1	13.6	14.1	13.0
배당수익률	5.6	6.5	5.6	5.6	5.6
배당성향	25.0	26.2	32.4	28.6	28.2
안정성					
부채비율(x)	73.2	66.1	60.6	54.8	49.6
차입금/자본총계비율(%)	8.2	5.8	3.6	2.2	1.1
이자보상배율(x)	63.8	124.8	63.6	73.2	106.0
순차입금/EBITDA(x)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	(1.4)
Valuation(x)					
PER	4.5	4.0	5.8	5.1	5.0
최고	4.5	5.4	6.3	5.5	5.4
최저	2.7	3.4	4.0	3.5	3.5
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
최고	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
최저	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	1.7	1.4	2.2	1.8	1.7

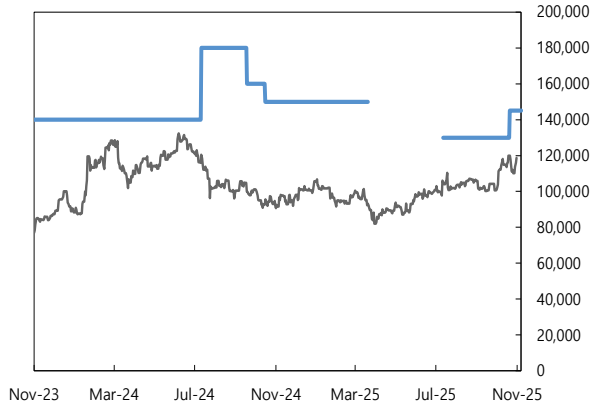
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대차(005380)	2023.10.06	매수	280,000원	-19.4	6.4		2025.11.14	매수	330,000원	-	-
	2024.07.23	매수	330,000원	-25.7	-21.5	기아(000270)	2023.10.06	매수	140,000원	-24.6	-5.5
	2024.09.30	매수	310,000원	-22.2	-19.8		2024.07.23	매수	180,000원	-42.0	-34.2
	2024.10.25	매수	290,000원	-26.5	-21.9		2024.09.30	매수	160,000원	-39.4	-36.8
	2025.01.02	매수	280,000원	-26.6	-19.3		2024.10.28	매수	150,000원	-35.2	-28.9
	2025.04.02	중립	-	-	-		2025.04.02	중립	-	-	-
	2025.07.24	매수	270,000원	-17.4	-3.3		2025.07.24	매수	130,000원	-18.7	-7.8
	2025.10.30	매수	305,000원	-9.9	-4.4		2025.11.2	매수	145,000원	-	-

현대차(005380)



기아(000270)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 14일 현재 기아, 현대차 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 기아, 현대차 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.