

자동차

분기중 환율 자유낙하 – 실적에는 조사모삼

7-8월 원화 강세 트렌드 지속, 9월도 마찬가지

USD/KRW 환율은 7월 1,490원, 8월 1,404원을 기록, 금일 매매기준율 1,350원이 9월 평균 환율이라 가정할 경우, 3Q26F 평균환율은 1,415원 수준까지 하락. 업종 전체적 관점에서 외형과 이익의 감소로 이어질 수 있음.

3분기 실적은 총당금 설정금액 감소 효과로 악영향 제한적일 것

두 완성차 업체의 3Q26F 실적에 미치는 환율 악영향은 외화 총당금 추가설정 규모의 감소로 부분 상쇄될 것. 2Q26 기말환율 1,549원 대비 192원 하락하는 3Q26F 기말환율로 인해 외화 총당부채 감소효과 발생.

이대로 간다면 문제는 4분기

3Q26F 기말환율의 급락 이후 4Q26F 환율 변동이 없다면, 해당분기 평균환율은 1,350원, 기말환율 변동으로 인한 외화 총당금 설정규모 변동효과도 없음. 다시 말해, 원화 강세로 인한 수출 물량의 수익성 하락은 3Q26F가 아닌 4Q26F에 완전히 반영. 반대로, 4Q26F 환율이 반등한다면, 평균환율 상승 대비 기말환율 상승폭이 커져 매출 확대에 의한 영업이익 개선을 총당금 설정금액 상승이 일정부분 상쇄하게 됨.

다년간 이어진 환율관련 이익도 이익이었고, 금번의 감익도 감익이다

1Q23-2Q26 지속적 환율의 상승 (분기평균환율 1,276원-1,502원)으로 인해 현대차는 3.7조원 (분기평균 2,600억), 기아는 4.3조원 (분기평균 3,100억)의 영업이익 증가 효과를 기록. 장기간 이어진 환율 방향성이 급변한 상황에서 향후 이익에 대한 예상치가 낮아질 수 있는 리스크.

업종 투자 의견 HOLD 유지, 신사업 의존도 확대

연중 업종내 주요 기업의 주가는 자동차가 아닌 로봇틱스 신사업에 의해 움직였으나, 그럼에도 기업가치를 선정함에 있어 가장 지배적인 PER 방법론에서 환율 차이로 인한 감익에 대한 우려가 발생할 수 있음. 업종 전체적 주가 상승의 기회는 1) 보스턴 다이내믹스 (BD) 관련 재평가로 인한 지분가치 상승, 2) 글로벌 완성차 시장내 점유율 확대, 3) 환율 급반등. 업종내 주가 하락 리스크는 1) 환율의 지속적 하락과 원자재 비용 상승, 2) BEV 시장 경쟁 격화로 인한 인센티브 증가, 3) BD 사업 전개 속도 지연으로 인한 기대감 이탈.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
현대차	매수 (M)	570,000 (M)
기아	매수 (M)	190,000 (M)

분기평균환율 10년내 최대 수준 하락

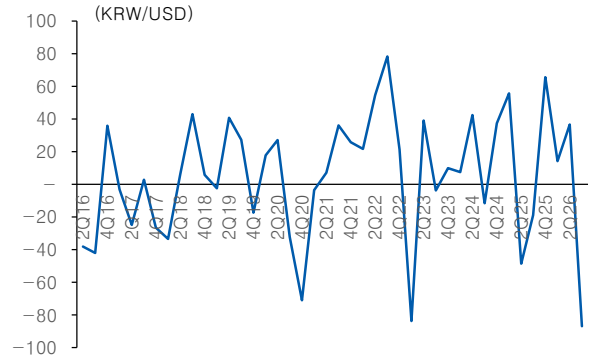
9월 4일 매매기준율 원/달러 환율 1,350원이 월말까지 지속될 경우, 3Q26F 평균환율은 1,415원으로 하락하며 이는 -87원/달러 qoq로 10년내 최대 수준의 평균환율 하락이다. 즉, 국내 생산 완성차의 수출물량이 환율효과 관련 이익/손실로 이어질 수 있는 완성차 업체에게 매출인식 환율의 대폭 하락이 발생한다.

지속 상승하던 환율의 3Q26F 급격한 하락



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantwise

9월 환율 1,350 원 유지시, qoq 분기평균환율 하락, 10년내 최대폭 기록 가능

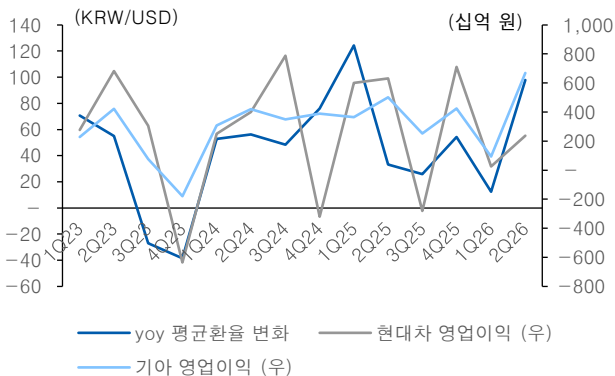


자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantwise

평균환율의 하락은 대체적으로 영업이익의 하락

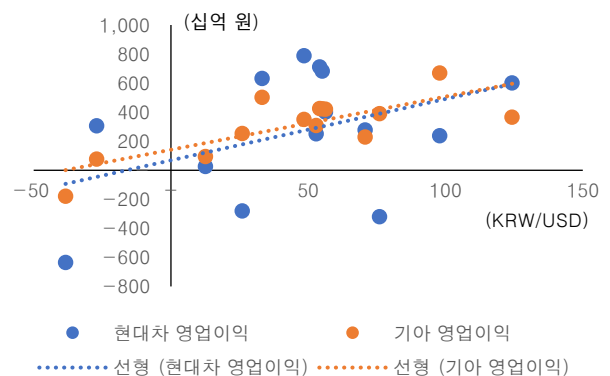
현대차와 기아의 환율효과로 인한 전년대비 영업이익 변동 내역을 정리하면, 평균환율과 영업이익에는 다음과 같은 상관관계가 존재한다. 수출물량의 외화매출이 원화로 인식될 때 환율의 영향을 받기 때문이다. 다만, 단순 평균환율의 변화로 환율효과를 계산하기에는 비슷한 평균환율 변동폭을 기록할 때 영업이익 변동폭이 상이한 경우가 있다.

현대차와 기아의 전년대비 평균환율 변화에 따른 영업이익 변동



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아

시점을 삭제한 분산표의 경우에는 선형에서 멀어지는 경우가 존재

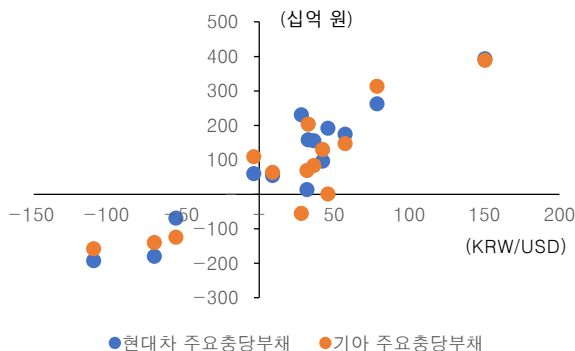


자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아

손익에 영향을 주는 두 번째 환율, 기말환율

평균환율이 비슷한 수준으로 변동하는 경우에도 yoy 영업이익 변동 기여에서 발생하는 차이는 기말환율의 차이에서 기인하는 것으로 추정한다. 기간내 평균환율에 영향을 받는 경상손익과 별개로 현대차와 기아의 총당금 (주로 판매보증충당금)은 기말 기준 외화표시 금액의 원화 환산치에 기준하기 때문에 기말환율의 영향을 받는다.

Qoq 기말환율 등락에 따른 분기별 주요충당부채 금액 변동



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아, 주: 주요충당부채는 판매보증과 기타 (환율차이 영향)

환율의 변동은 평균, 기말 모두 중요하며, 3Q26F는 기말환율 급락효과 클 것



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아

3Q26F 평균환율 대비 기말환율 낙폭과대로 상쇄, 문제는 4Q26F

1,350원의 환율이 하반기 지속된다고 가정하면 3Q26F 환율 변동은 평균환율 -87원/달러 qoq이며, 기말환율 -192원/달러 qoq이다. 이는 곧 평균환율 하락 대비 기말환율 하락폭이 매우 크기 때문에 영업이익에서 발생하는 감익효과는 평균환율 하락폭 대비 제한적일 수 있다는 점을 의미한다.

문제는 4Q26F이다. 3분기 기말환율이 1,350원/달러로 마감하고 지속 횡보하는 경우, 4Q26F 환율 변동은 평균환율 -65원/달러 qoq를 기록하나 기말환율은 변하지 않는다. 즉 평균환율 하락으로 인한 영업이익 감소폭은 3분기 대비 축소되나, 외화충당금 설정액의 환율효과 부재로 더 큰 감익이 발생할 수 있다.

하반기 환율 1,350 원 고정시 기말환율과 평균환율의 분기별 변동

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
qoq 기말환율 변동 (원)	57	42	-70	150	-4	-110	46	33	79	28	-192	0
qoq 평균환율 변동 (원)	8	42	-12	37	56	-49	-19	66	14	37	-87	-65
환관련 총당부채 변동 -현대차	174	96	-180	393	59	-193	191	158	263	231		
환관련 총당부채 변동 -기아	147	129	-140	389	109	-159	1	203	313	-55		

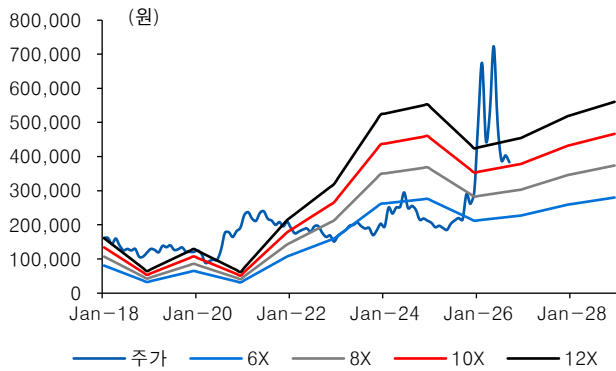
자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아

유기적 펀더멘탈에 이상은 없으나, 원화강세 지속은 분명 우려

글로벌 자동차 시장내 경쟁력 약화가 아닌 환율이라는 외생변수로 발생하는 감익은 국내 완성차 업체들의 펀더멘탈과는 관련이 없으나, 상반기중 로보틱스 신사업 관련 리레이팅을 통해 기존의 역사적 P/E multiple 대비 높은 밸류에이션에 위치해 있기 때문에 우려로 작용할 수 있다.

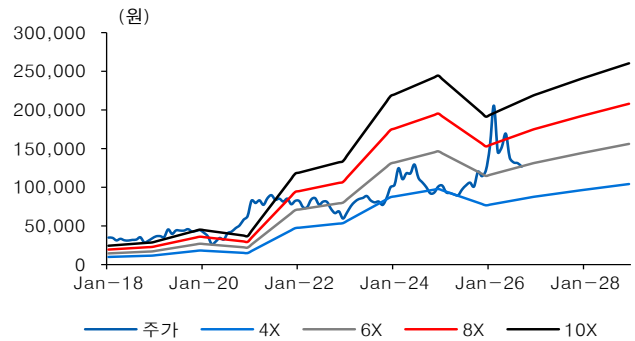
현대차와 기아의 EPS 컨센서스는 모두 FY26-28F 성장세를 보이니, 현재와 같은 원화 강세가 지속될 경우 이익 예상치의 하향으로 이어지고, 결국 주가 상승이 없어도 P/E multiple이 높아 보이는 현상이 발생할 수 있다.

현대차: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

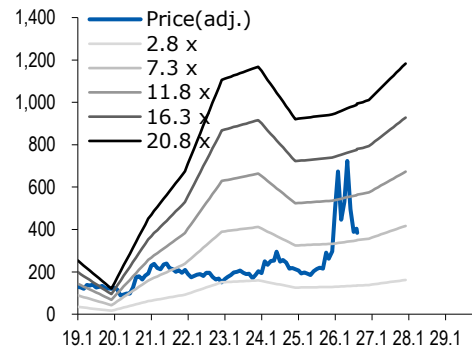
기아: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

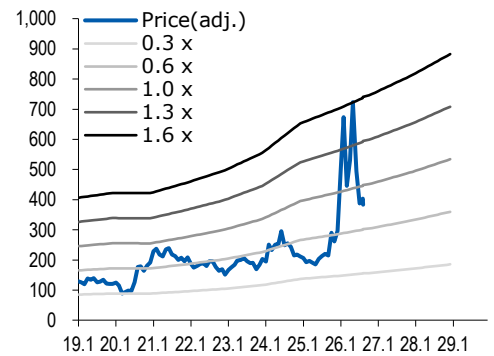
P/E band chart

(천원)

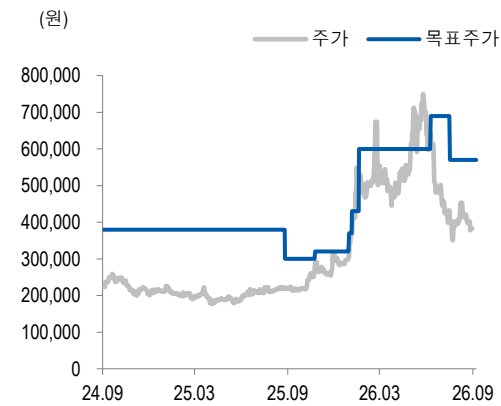


P/B band chart

(천원)



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-07	BUY	570,000	1년		
2026-07-24	BUY	570,000	1년		
2026-06-16	HOLD	690,000	1년	-29.81	-10.43
2026-01-26	BUY	600,000	1년	-7.43	25.00
2026-01-12	BUY	430,000	1년	8.51	27.67
2026-01-06	BUY	370,000	1년	-4.77	-1.08
2025-10-31	BUY	320,000	1년	-12.47	-1.41
2025-09-02	BUY	300,000	1년	-23.76	-11.67
2025-09-01	BUY	380,000	1년		
2024-08-29	BUY	380,000	1년	-44.66	-31.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

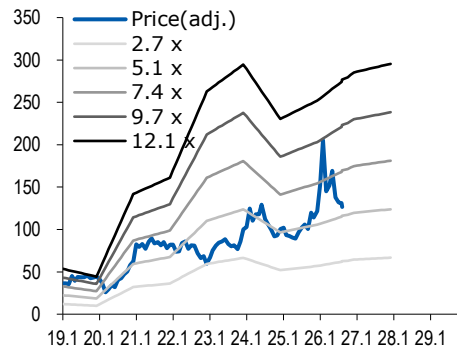
구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

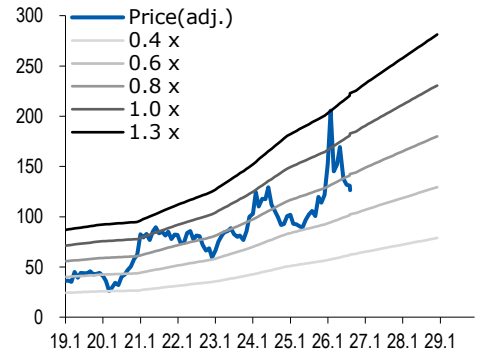
P/E band chart

(천원)



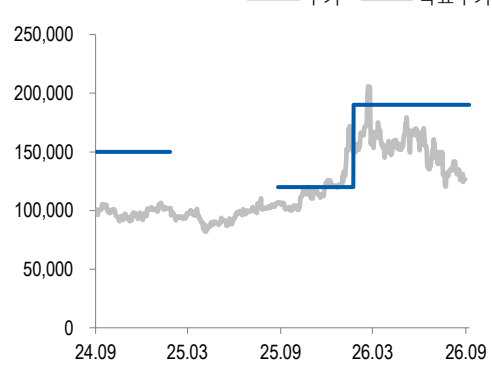
P/B band chart

(천원)



기아 (000270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-07	BUY	190,000	1년		
2026-01-29	BUY	190,000	1년		
2025-09-02	HOLD	120,000	1년	-0.95	43.42
2025-02-03	BUY	150,000	1년	-35.99	-26.40
2024-04-29	담당자변경				
	BUY	150,000	1년	-28.77	-11.80

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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