

Mobility

불확실성의 시대에서는 밸류에이션을 믿으세요

Mobility. 윤혁진



자동차 비중확대(유지)

불확실성의 시대에서는 밸류에이션을 믿으세요

불확실성의 시대

- 미국의 관세 부과 우려
- 자율주행 경쟁력
- 경기 침체와 경쟁 심화

한국 자동차 산업 주가를 억누르는 가장 큰 불확실성은 ①트럼프 2 기 정부의 관세 부과, ②현대차 그룹의 자율 주행 및 SDV 경쟁력, ③경기 침체에 따른 미국 및 유럽 시장 경쟁 심화와 인센티브 증가 우려로 볼 수 있다. 반면에 현대차 그룹의 HEV 경쟁력과 가격 경쟁력이 실적의 버팀목이 될 것으로 전망하며, 주주환원 강화와 밸류에이션 매력이 주가의 버팀목이 될 것으로 전망한다.

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 관세 부과시 한국 자동차 수출 물량의 수익성 악화에 대한 우려가 많지만, 10%의 관세를 현대차/기아가 100% 부담하는 Worst Case 의 경우에도 영업이익 하락폭은 13~17% 수준이며, 이 또한 미국 공장 생산 확대, 멕시코 공장 활용(USMCA 유지 가정)으로 최소화 가능하다. 머스크의 정부 효율성 부서(DOGE) 장관 임명으로 테슬라의 FSD 자율주행, 로봇택시 등 혁신 사업들의 상용화 시점이 당겨질 것으로 기대되고 있다. 이는 반대로 기존 레거시 OEM 들과의 격차 확대를 의미한다. 테슬라와 바이두의 자율주행 기술을 기존 완성차 업체들이 쫓아가고 있으며, 폭스바겐은 리비안에 58 억달러 투자를 통해, 현대차는 웨이모와의 협력을 통해서 간극을 좁히려 노력하고 있다.

믿어야 하는 것

- HEV 경쟁력을 통한 ASP 유지
- 주주환원 강화와 낮은 밸류에이션

경기 침체에 따른 차량 구매의 Trading Down 과 경쟁심화에 따른 인센티브 상승이 우려되지만, 현대차/기아는 합리적인 가격대의 가성비 좋은 차량으로 OEM 중에서 가장 영향이 적을 것으로 예상되며, HEV 판매 확대로 ASP 유지가 가능할 것으로 전망한다. 또한 주주환원 강화에 따른 긍정적인 요인도 있기 때문에 현재의 불확실성의 시대에서는 밸류에이션 매력이 높은 현대차, 기아가 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

Analyst 윤혁진

hjyoon2019@sks.co.kr / 3773-9025

24년 리뷰

밸류업 언급 전으로 돌아간 주가

밸류업 기대감으로 올랐던
상반기 주가

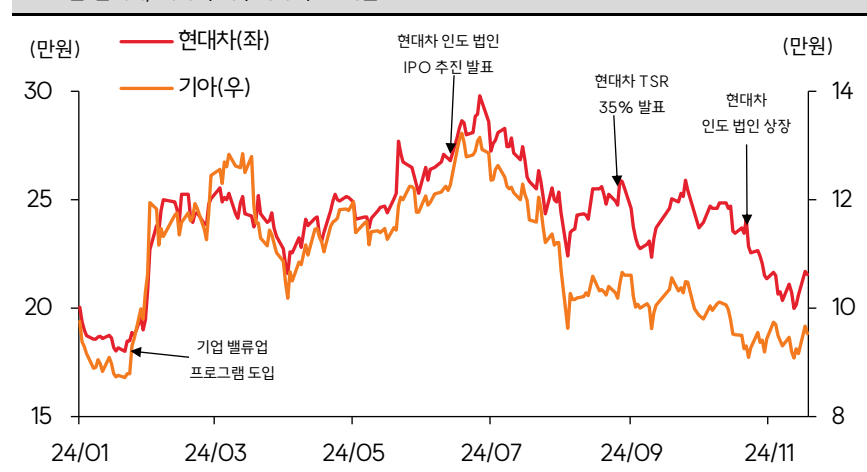
실망감으로 하락한
하반기 주가

현대차, 기아 주가는 2월초 1) 긍정적인 주주환원 정책과 예상을 상회하는 24년 가이던스, 2) 정부의 '기업 밸류업 프로그램'에 대한 기대감으로 급등하면서 극도의 저평가 구간을 벗어났다. 하지만, 7월 들어 정부의 밸류업 지원 정책에 대한 실효성 및 기대감이 약해지고, 3분기 실적 우려가 점증하면서 결국 밸류업 언급 전 수준의 주가 레벨로 돌아갔다. 연초와 달라진 것은 강화된 주주환원 정책과 높아진 피크아웃 우려다.

자동차 판매량 성장 둔화에도 불구하고, HEV 판매확대, 북미시장 판매 호조와 고환율을 바탕으로 매분기 서프라이즈 실적을 기록했던 현대차/기아는 3분기에 품질 보증비용, 임단협 비용 등 일회성비용이 반영되면서 전망치를 하회하는 실적을 발표하며 주가가 하락했다.

23년 현대차의 총주주환원율은 25%, 기아는 30%였지만, 현대차는 25년부터 3년간 총주주환원율 35%를 목표로 제시했으며, 기아는 12월에 기업가치 제고계획을 통해서 강화된 주주환원 정책을 발표할 것으로 기대된다. 당장 올해부터 주주환원이 강화된 은행 섹터와 달리 현대차/기아는 내년부터 주주환원 강화를 제시해 시장에서 다소 실망감이 있었던 것은 사실이다. 연말이 다가오는 현 시점은 강화된 25년 주주환원에 주목해야 하는 시점으로 판단한다.

2024년 현대차, 기아 주가추이와 주요 이벤트



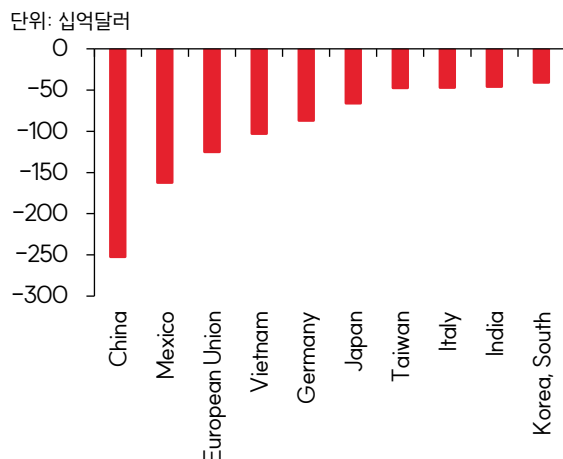
자료: SK 증권

25년 전망

높아진 경쟁력, 낮은 밸류에이션(feat. PER 4 배, 배당수익률 6%)

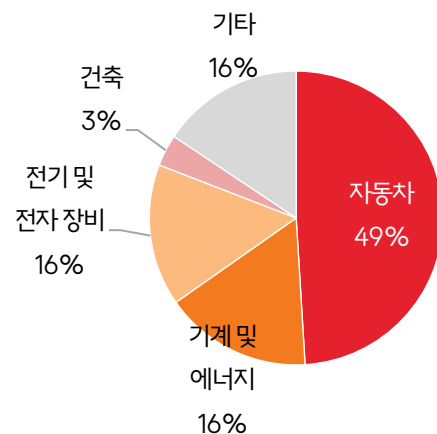
자동차 산업 주가에 가장 큰 리스크 요인은 트럼프 2 기 정부의 관세 정책이다. 트럼프는 모든 수입품에 대해 10%에서 20% 사이의 기본 관세를 부과할 계획을 밝혔다. 미국의 입장에서 무역적자 규모가 열번째 국가인 한국, 그리고 한국과의 무역적자 중 절반인 49%를 차지하는 자동차 산업에 대해서 관세 부과 등의 조치를 취할 가능성이 높아지고 있다. 트럼프의 추진력과 반대로 보편적 관세 부과에 법적 근거 및 가능성에 대한 갑론을박이 있을 수 있지만, 주식시장에서는 이미 관세 부과에 따른 한국 자동차 산업의 경쟁력 악화를 기정사실화 하고 있다.

미국의 국가별 무역적자 규모(23년 기준)



자료: SK 증권

한국의 대미 수출입 수치 흑자 품목 비중(23년 기준)



자료: SK 증권

현대차가 23년 한국에서 미국으로 수출한 차량은 53.0 만대(23년 미국 시장 판매량 87.0 만대로 61% 수준), 기아가 23년 수출한 차량은 34.2 만대(23년 미국 시장 판매량 78.2 만대로 44% 수준)에 달했다. 미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 관세 부과시 수출 물량의 수익성 악화에 대한 우려가 많지만, 10%의 관세를 현대차/기아가 100% 부담하는 Worst Case 의 경우에도 영업이익 하락폭은 13~17% 수준이며, 이 또한 미국 공장 생산 확대(현대차 앨라배마 연 40 만대 공장, 기아 조지아 연 36 만대 공장, 메타플랜트 연 30 만대 공장 신규 가동), 기아 멕시코 공장 활용(연 33 만대 생산능력, USMCA 유지 가정)으로 최소화 가능하다.

미국의 관세 10% 부과시 현대차 영업이익 변동 분석

(단위: 대, USD, 십억원, %)

| | 한국공장 미국 수출량(대) | ASP (USD) | 미국 수출 추정액 (십억원) | 전사 OP (십억원) | 평가 유지로 관세 10% 흡수시 전사 OP | 영업이익 변동폭 | 미국공장 생산 증대, Mix 변경 |
|--------|-------------------|--------------|--------------------|----------------|----------------------------|-------------|-----------------------|
| 23년 추정 | 529,608 | 31,882 | 22,052 | 15,126 | 12,921 | -15% | +a |
| 24년 추정 | 593,993 | 31,511 | 25,268 | 14,929 | 12,402 | -17% | +a |

자료: 현대자동차, SK 증권

미국의 관세 10% 부과시 기아 영업이익 변동 분석

(단위: 대, USD, 십억원, %)

| | 한국공장 미국 수출량(대) | ASP (USD) | 미국 수출 추정액 (십억원) | 전사 OP (십억원) | 평가 유지로 관세 10% 흡수시 전사 OP | 영업이익 변동폭 | 미국공장, 멕시코 공장 증대 |
|--------|-------------------|--------------|--------------------|----------------|----------------------------|-------------|--------------------|
| 23년 추정 | 342,463 | 31,223 | 13,965 | 11,609 | 10,213 | -12% | +a |
| 24년 추정 | 406,163 | 30,775 | 16,875 | 12,976 | 11,289 | -13% | +a |

자료: 기아, SK 증권

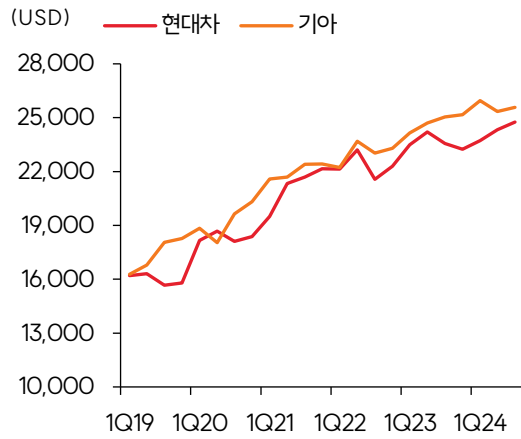
머스크의 정부 효율성 부서(DOGE) 장관 임명으로 테슬라의 FSD 자율주행, 로봇 택시 등 혁신 사업들의 상용화 시점이 당겨질 것으로 기대되고 있다. 이는 반대로 기존 레거시 OEM들과의 격차 확대를 의미한다. 테슬라와 바이두의 자율주행 기술을 기존 완성차 업체들이 각자의 노력으로 쫓아가고 있는 형국이다. 폭스바겐은 리비안에 58억달러 투자하면서 SDV(SW Defined Vehicle) 기술을 이식받으려 하고 있으며, 현대차-웨이모 협력은 현대차 입장에서 웨이모의 최신 자율주행 기술인 'Waymo Driver'를 아이오닉5에 장착하면서 자율주행 기술을 습득할 것으로 기대되며, 웨이모는 서비스 확장에 필요한 차량을 안정적으로 공급받을 수 있는 Win-Win 전략으로 판단된다.

믿어야 하는 것

- HEV 경쟁력을 통한 ASP 유지
- 주주환원 강화와 낮은 밸류에이션

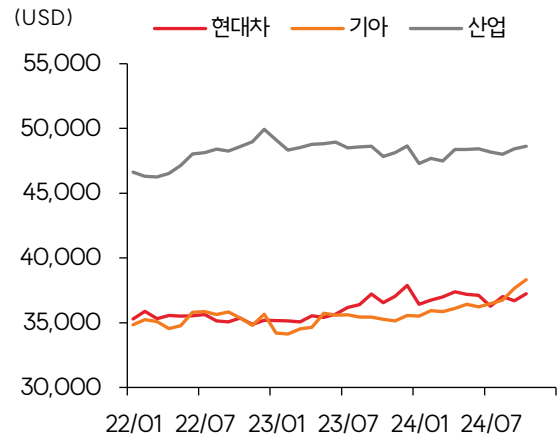
경기 침체에 따른 차량 구매의 Trading Down과 경쟁심화에 따른 인센티브 상승이 우려되지만, 현대차/기아는 여전히 합리적인 가격대의 가성비 좋은 차량(미국 9월 ATP(Average Transaction Price) 산업 평균 48,397달러, 현대차 39,256달러, 기아 37,035달러)으로 OEM 중에서 가장 영향이 적을 것으로 예상되며, HEV 판매 확대로 ASP 유지가 가능할 것으로 전망한다. 또한 주주환원 강화에 따른 긍정적인 요인도 있기 때문에 현재의 불확실성의 시대에서는 밸류에이션 매력에 높은 현대차, 기아가 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

현대차, 기아 글로벌 ASP 추이



자료: 현대차, 기아, SK 증권

미국 신차 평균 가격과 현대차, 기아 ATP 추이



자료: Cox Automotive, SK 증권

Top Picks: 현대차

25년에는 미래 성장동력의 비전 제시가 기대된다

최근 현대차 임원 인사가 완료됐으며, 연말 전에 이사회가 개최되면 인도법인 IPO 구주매출에 따른 주주환원 정책이 발표될 것으로 예상된다. 내년부터는 총주주환원율 35%에 맞는 자사주 매입이 시작될 것이기 때문에, 현재의 저평가 상황과 실적 우려를 잠재우고 반등할 수 있는 트리거가 될 것으로 기대한다. 현재 현대차는 24년 PER 4.2배, 배당수익률 5.5%의 극심한 저평가 상태이기 때문에 자사주 매입은 수급상 아주 우호적으로 작용할 것으로 판단한다.

트럼프 2기 정부에서 관세가 10% 부과되고 이를 동사가 100% 흡수한다고 가정하는 Worst Case의 경우에도 영업이익의 감소는 24년 영업이익 기준 17% 수준에 그친다. 앨라배마 공장의 가동률 상승과 메타플랜트 공장 가동으로 관세 영향은 줄어들 수밖에 없으며, USMCA(미국, 캐나다, 멕시코 간 자유무역협정)가 유지되는 동안에는 기아 멕시코 공장에서 일부 공급도 가능하다.

자율주행 기술은 현대차는 웨이모와의 협력을 통해서 업그레이드될 것으로 기대하며, 모셔널과 협력해 26년 출시 예정인 로보택시는 미국의 자율주행 규정 완화에 오히려 수혜가 가능하다. 경기 침체와 경쟁심화가 우려되지만, 현대차는 HEV 경쟁력을 바탕으로 25년에도 뛰어난 이익 방어력을 보여줄 것으로 예상된다.

25년부터는 로봇의 보스턴다이나믹스, UAM의 슈퍼널, 로보택시의 모셔널, 자율주행의 웨이모 협력 등과 같은 미래 성장동력에 대한 비전 제시가 기대되며, 장기 성장 로드맵을 통한 밸류에이션 재평가가 기대된다.

| 영업실적 및 투자지표 | | | | | | | |
|-------------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 십억원 | 117,611 | 142,151 | 162,664 | 173,486 | 182,862 | 190,767 |
| 영업이익 | 십억원 | 6,679 | 9,825 | 15,127 | 14,929 | 15,248 | 15,907 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 4,942 | 7,364 | 11,962 | 13,793 | 14,227 | 14,919 |
| EPS | 원 | 17,846 | 27,382 | 46,254 | 50,815 | 52,415 | 54,964 |
| PER | 배 | 11.7 | 5.5 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 3.9 |
| PBR | 배 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 12.0 | 8.5 | 7.8 | 8.4 | 7.8 | 7.0 |
| ROE | % | 6.8 | 9.4 | 13.7 | 14.1 | 13.2 | 12.6 |

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도