

자동차·부품 (Overweight)

한국 완성차, 환희에 팔고 공포에 사라!

Issue Comment

[자동차/부품/타이어] 조희승 2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

연초 코스피 상승 랠리에서 제외된 완성차. 주가 하락의 끝이 보인다

올해 1~2월 동안 코스피는 +10.6% 상승했다. 25% 관세 부과 대상으로 언급되었던 철강, 제약, 반도체 업종의 지수도 각각 8.4%, 8.2%, 23.3% 상승했다. 그러나 자동차 업종의 상승은 불과 2%에 그쳤다. 코스피 지수의 12M Fwd P/E가 8배에서 9.5배까지 상승하는 동안, 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 4배에 머물러 있다. 현대차, 기아는 작년 6월 고점 이후로 -32.3%, -27.1% 하락했다. 관세 부과에 대한 우려는 이미 충분히 반영되었다. 당사의 현대차와 기아 2025년 영업이익 추정치는 각각 13.4조원(YoY -5.5%, OPM 7.4%), 11.9조원(YoY -5.1%, OPM 10.5%)이며, 하반기부터 수입품 관세 10%를 부과할 것이라는 가정이 반영되어 있다. 당사 추정치 기준으로 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 4.6x, 4.0x이며, 25% 관세 부과를 반영하더라도 5.0x, 4.2x 수준이다. (일부 소비자에게 부담 전가 가정)

단순히 싸다는 이유로는 Overweight 의견을 유지하는 것은 아니다

한국 완성차 업종의 저평가는 2023년부터 이어져왔기 때문에 단순히 저렴한 밸류만을 보고 매수할 수는 없다. 그러나 그럼에도 불구하고 완성차 업종에 대한 Overweight 의견을 유지하는 이유는 하반기에 주가 상승의 모멘텀이 집중되어 있기 때문이다.

글로벌 완성차의 Multiple은 과거 9배에서 5배로 낮아져 있는 상황이다. Toyota, Honda가 7.5~7배로 상단, Stellantis가 2.5배로 하단이다. 현대차는 완성차 평균 P/E의 2~30% 할인을 받아왔다. 그러나 ① 관세 관련 불확실성 해소와 HMGMA 공장을 중심으로 한 대응방안 대두, ② GM, Toyota 등 글로벌 완성차 업체와의 협력 관계 주도, ③ ICE, PHEV, HEV, BEV, FCEV의 포트폴리오, ④ 자율주행, 로봇, UAM 등 중장기 미래에 대한 준비, ⑤ 글로벌 완성차 업체에 뒤지지 않는 적극적인 주주환원을 감안했을 때, 피어 P/E 밴드의 상단을 부여 받을 자격이 충분하며 관세와 감익 사이클에 대한 우려가 과도하다.

관건은 '언제 Re-rating이 될 것인가'이다. 미국 소비자들은 자동차 가격의 10~15% 인상을 받아 줄 수 있는 상황이 아니다. 2020년 대비 자동차 가격은 이미 46% 상승했다. 25% 자동차 관세 부과는 오히려 소비 위축의 우려를 극대화시키며, 이 영향은 미국 업체와 비-미국 업체 상관없이 모든 자동차 업체에 부정적이다. 트럼프 1기 때와 같이 관세가 실제로는 완화될 가능성을 기대해보지만, 25% 관세가 실제로 부과되더라도 미국 내에서 가장 풍부한 대응 방안을 가진 업체 역시 현대차그룹이다. 본격적인 주가 회복의 시작은 관세, 글로벌 완성차와의 협력, 보스턴 다이내믹스 관련 세부 내용이 공개되는 4~5월일 것으로 보인다.

'환희에 팔고, 공포에 사라' 주식 투자를 하는 사람들이라면 누구나 한 번쯤 들어봤을 법한 워렌 버핏의 명언이다. 완성차 업종에 나올 수 있는 모든 악재는 다 나왔다. 업종별 선호는 완성차>부품>타이어 순서이다. 3월까지 자동차 업종은 박스권 등락을 반복할 것으로 예상된다. 박스권 속에서는 높은 배당 수익률, 배당락일부터 시작될 자사주 매입, 공격적인 가이던스와 신차 효과가 매력적인 기아를 선호하며, 4~5월부터는 현대차를 선호한다.

1. 자동차 업종 주가 하락의 끝이 보인다

1) 작년 하반기부터 주가 하락을 이끌은 관세 리스크

현대차, 기아 고점 대비
-32.3%, -27.1%

현대차, 기아는 작년 6월 고점 이후로 -32.3%, -27.1% 하락했다. 주주환원 확대에 대한 과도했던 기대와 그에 대한 실망감도 있었지만, 미국 대선 경합 과정에서 트럼프의 당선 가능성이 높아지면서 주가 하락이 시작되었다.

트럼프 대통령은
자동차 수입품 25% 관세
가능성에 대해 언급

관세 정책의 방향이 어느 정도 정립되었다. 트럼프 대통령은 2/10 철강 25% 관세 부과, 2/11 상호 관세 부과 언급 후, 2/19 자동차 수입품 25% 관세, 의약품 25% 이상의 관세 가능성에 대해 언급했다. 기존의 관세 시나리오는 ① 4/2부터 수입품에 대한 상호 관세 10%, ② 3/2부터 멕시코산 수입품 관세 25% 부과였다.

1) 현재 한국은 미국과의 FTA 협약 하에 무관세로 승용차를 수출입을 하고 있지만, VAT(부가가치세)까지 상호 관세의 대상으로 분류되면서 10%의 관세가 부과될 것으로 예상되었다. 한국 공장에서 생산해 미국에 판매하는 물량의 비중은 현대차 66.6%, 기아 47.4% (2024년 연간 기준)이다. 차량 MSRP 기준으로 10% 관세 부과 시, 현대차와 기아는 각각 2.3조원, 1.3조원의 부담이 발생한다. 공장 출하 가격 기준으로 치환 시, 각각 1.8조원, 1조원의 부담이다.

2) 또한 기아는 멕시코 공장에서 25.7만 대를 생산해 14만 대(K3, K4)를 미국에 수출했다. (2024년 연간 기준) 차량 MSRP 기준으로 25% 관세 부과 시 기아는 8,715억원의 부담이 발생한다. 다만 작년 3분기에 K4를 출시해 연말 기준 월 1만 대 규모까지 판매 대수를 늘렸다. 관세 부담을 줄이기 위해 캐나다로의 선적을 확대하고 미국 공장의 생산 확대를 계획하고 있지만, K3보다 가격대가 높은 K4가 주력 차종으로 자리 잡으면서 관세 규모는 약 1조원까지도 높아진다. 공장 출하 가격 기준으로 치환 시, 약 8,000억원의 부담이다.

그러나 25%의 관세 부과 시, 현대차 1.8조원, 기아 1.8조원의 부담(상호 관세 10% + 멕시코 관세 25%)에서 현대차 4.6조원, 기아 3.2조원(관세 25%)으로 부담이 증가한다. [표1,2]

이 외에도 철강·알루미늄 관세 25%가 원재료 가격 상승을 유도할 것으로 예상된다. 2024년 연간 기준으로 현대제철의 자동차용 강판 비중은 30%, 현대차그룹향 비중은 8~90%였음을 감안했을 때, 7~9조원 가량이 현대차, 기아향 자동차 강판 매출이었을 것으로 추정된다. 현대차그룹 출고 대수 중 미국 공장 비중은 약 9.9%이다. 현대차, 기아가 25%의 관세를 다 보조해줄 것인지, 일부 10~15%만 보조해줄 것인지 정해진 것은 없지만, 이로 인한 영향은 미미할 것으로 보인다.

표1. 현대차 국내 생산 후 미국 판매 대수 추이: 수입품 관세 10% ~ 25% 부과 시, 연간 1.8~4.6조원의 부담 발생

현대차	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	MSRP 평균 (단위: 만원)	25% 관세 부과 (단위: 억원)
미국 판매	51,812	64,946	82,823	74,111	84,402	73,250	75,396	86,664	69,028	78,705	84,011	86,577		
한국 생산	35,113	40,109	55,165	49,323	56,186	50,252	51,906	57,588	46,312	52,132	55,500	57,908		
%	67.8	61.8	66.6	66.6	66.6	68.6	68.8	66.4	67.1	66.2	66.1	66.9		
Elantra	6,901	8,432	11,527	10,102	13,311	12,016	13,764	14,379	11,186	12,151	11,344	12,950	2,410	3,327
Sonata	3,121	4,379	5,664	5,348	6,700	5,935	5,755	5,953	5,575	6,300	6,971	7,771	3,363	2,336
Ioniq6	760	902	1,984	1,253	1,099	914	778	808	599	837	1,121	1,100	5,439	661
Venue	1,435	1,959	2,538	2,401	2,494	2,544	2,400	2,470	1,602	1,444	1,521	1,850	2,280	562
Kona	6,577	7,024	9,453	8,273	8,308	6,904	6,713	6,112	5,144	5,685	6,133	6,000	2,934	2,415
Tuscon	4,069	4,729	6,643	5,347	6,111	5,257	6,225	6,726	5,533	7,088	8,467	8,663	3,388	2,536
Nexo	23	11	17	13	6	7	2	8	2	4			6,950	6
SantaFe	436	145	126	88	59	3			2	1			4,106	35
Ioniq5	1,465	1,993	3,361	3,702	4,434	3,746	3,413	4,838	3,326	4,498	4,980	4,050	5,506	2,412
Palisade	7,638	7,832	9,785	9,142	10,147	9,203	8,635	11,208	8,202	8,983	8,982	9,700	4,694	5,137
G70	986	686	1,020	1,035	931	838	850	1,055	1,137	1,016	1,548	1,260	4,718	583
G80	252	346	474	330	399	329	274	390	309	312	391	380	6,360	266
G90	202	100	140	75	95	85	112	118	90	178	150	170	11,670	177
GV60	166	147	160	254	262	237	296	296	180	203	285	310	6,888	193
GV70	4	4	3	21	226	454	708	883	1,039	986	1,213	1,099	5,805	385
GV80	1,078	1,420	2,270	1,939	1,604	1,780	1,981	2,344	2,386	2,446	2,394	2,605	8,395	2,036

자료: 현대차, iM증권 리서치본부

표2. 기아 국내 생산 후 미국 판매 대수 추이: 수입품 관세 10% ~ 25% 부과 시, 연간 1.8~3.2조원의 부담 발생(멕시코는 25% 관세 가정)

기아	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	MSRP 평균 (단위: 만원)	25% 관세 (단위: 억원)
미국 판매	51,090	59,059	69,472	65,754	75,156	65,929	63,580	75,217	58,913	68,908	70,107	73,303		
한국 생산	34,743	28,607	34,209	42,268	37,104	35,703	35,129	32,519	28,047	30,140	15,057	23,828		
%	68.0	48.4	49.2	64.3	49.4	54.2	55.3	43.2	47.6	43.7	21.5	32.5		
K5			3,342	6,359	8,136	7,818	8,203	7,420	6,946	5,154	1,140	5,409	3,155	1,891
Seltos	6,613	6,785	6,146	6,411	4,465	4,930	4,526	4,237	3,343	3,901	1,912	2,891	2,558	1,436
Soul	6,200	4,745	5,544	5,198	4,777	4,808	4,662	4,187	3,000	4,315	1,937	4,060	3,027	1,617
Niro	3,925	3,423	2,731	3,727	1,175	1,361	1,876	1,308	2,646	2,833	2,533	2,523	3,113	936
EV6	2,559	2,752	3,385	3,470	3,146	975	287	118	63				5,550	930
Sportage	8,210	6,119	6,110	6,841	5,693	5,827	5,590	6,158	4,356	5,217	3,494	4,268	3,215	2,182
Sorento	1	1	1,125	3,196	3,620	3,856	2,841	1,223	2,006	1,950	1,381	230	4,151	889
EV9	3,070	1,364	1,786	339	858	161	757	353	244	4	3		7,867	703
Carnival	4,165	3,418	4,040	6,727	5,234	5,967	6,387	7,515	5,443	6,766	2,657	4,447	4,135	2,595
멕시코 생산	8,977	11,229	13,417	12,360	13,132	11,358	10,448	12,817	10,266	12,858	11,005	11,911	MSRP 평균 (단위: 만원)	25% 관세 (단위: 억원)
%	17.6	19.0	19.3	18.8	17.5	17.2	16.4	17.0	17.4	18.7	15.7	16.2		
K3	8,977	11,229	13,417	12,360	13,132	11,358	10,448	12,772	7,400	4,957	2,040	808	2,166	5,897
K4								45	2,866	7,901	8,965	11,103	3,650	2,818

자료: 기아, iM증권 리서치본부

2) 관세 감안해도 현대차 4.6x, 기아 4.0x

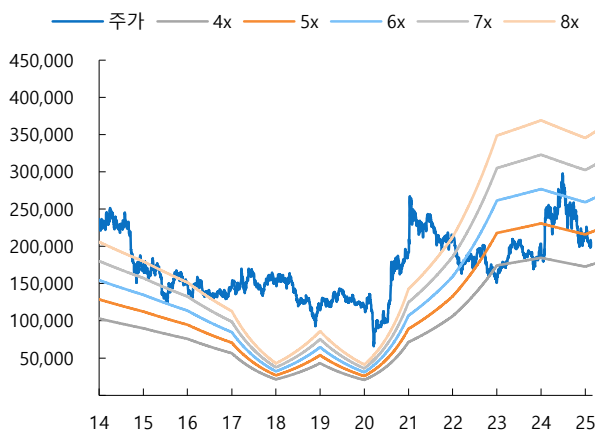
2025년 영업이익 전망치
현대차 13.4조원,
기아 11.9조원

당사 예상보다 빠른 관세
부과 시기, 멕시코 관세
감안했을 때, 추정치는
더 낮아질 가능성 높음

관세 부담을 감안해도
현대차, 기아의
12M Fwd P/E 5.0x 미만

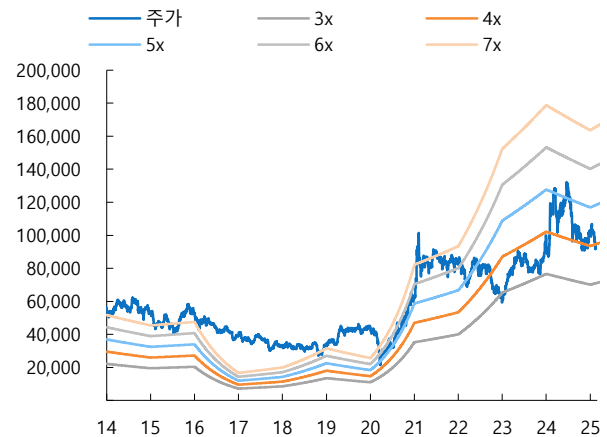
현대차와 기아의 2025년 감익은 피할 수 없다. 당사는 현대차와 기아의 2025년 영업이익을 각각 13.4조원(YoY -5.5%, OPM 7.4%), 11.9조원(YoY -5.1%, OPM 10.5%)로 전망했다. 당사의 전망치에는 하반기부터 수입품 관세 10%를 부과할 것이라는 가정 만이 반영되어 있다. 관세 25% 부과 감안했을 때, 영업이익의 추정치는 더 낮아질 가능성이 높다. 생산자가 전부 관세를 부담하기에는 어렵기에 소비자에게 일부 관세 부담을 전가한다는 가정 하에서, 현대차는 13조원, 기아는 11.2조원까지도 낮아질 수 있다. (다만 연간 추정치는 3~4월 부과 시기가 확정이 된 이후에 하향 조정할 예정이다.) 당사의 추정치 기준으로 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 각각 4.6x, 4.0x이며, 관세 25%를 반영한 보수적인 추정치 기준으로 5.0x, 4.2x이다. [그림1,2] 즉, 관세 부담을 감안하더라도 여전히 12M Fwd P/E가 5.0x가 안되는 저평가 국면이다. [그림3]

그림1. 당사 추정치 기준 현대차 12M Fwd P/E는 4.6x



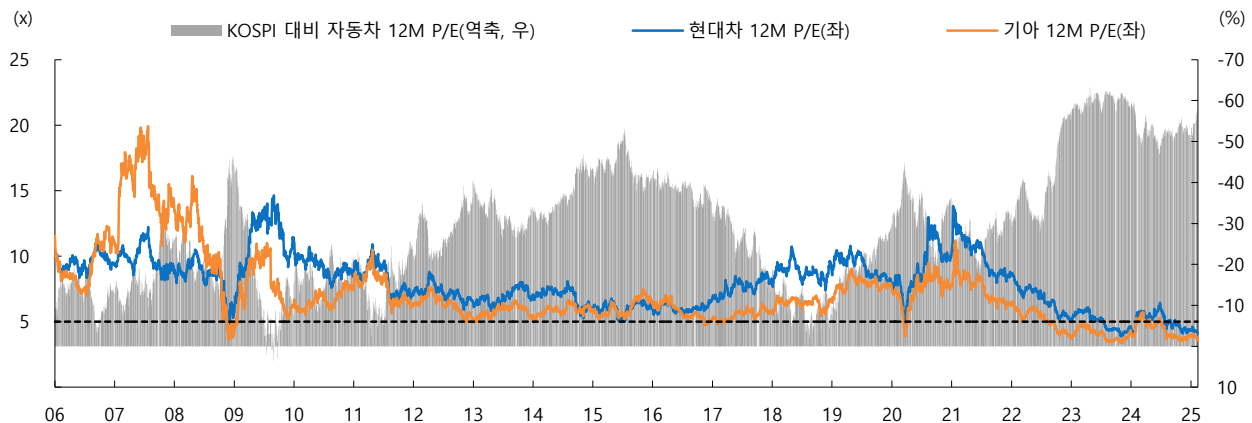
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 당사 추정치 기준 기아 12M Fwd P/E는 4.0x



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 5.0x 미만으로 저평가 국면



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표3. 현대차 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	406,590	450,210	429,278	466,240	432,192	484,786	442,559	451,679	1,627,007	1,752,318	1,811,216
자동차	317,180	352,380	340,187	357,500	335,548	377,675	337,856	362,545	1,301,864	1,367,247	1,413,625
금융	66,559	71,050	64,973	81,880	69,783	80,251	77,843	62,275	224,014	284,462	290,152
기타	22,846	26,780	24,118	26,860	26,860	26,860	26,860	26,860	101,129	100,604	107,440
YoY	7.6	6.6	4.7	11.9	6.3	7.7	3.1	-3.1	14.2	7.7	3.4
자동차	3.5	4.4	5.3	6.8	5.8	7.2	-0.7	1.4	14.5	5.0	3.4
금융	30.8	23.6	10.1	44.6	4.8	12.9	19.8	-23.9	11.8	27.0	2.0
기타	11.8	-2.1	-13.5	5.5	17.6	0.3	11.4	0.0	15.3	-0.5	6.8
매출총이익	84,282	97,377	84,974	90,870	90,760	104,229	92,937	96,208	335,215	357,503	384,134
YoY	9.1	9.5	0.4	7.6	7.7	7.0	9.4	5.9	18.4	6.6	7.4
GPM	20.7	21.6	19.8	19.5	21.0	21.5	21.0	21.3	20.6	20.4	21.2
영업이익	35,574	42,790	35,809	28,220	33,566	36,264	30,896	33,870	151,269	142,393	134,595
자동차	29,990	37,230	24,841	20,650	26,844	28,326	23,650	27,191	126,773	112,711	106,010
금융	4,250	5,610	4,353	3,740	4,536	5,618	5,060	4,359	13,855	17,953	19,572
기타	2,320	2,900	2,680	2,430	2,686	2,820	2,686	2,820	10,640	10,330	11,013
YoY	-1.1	1.0	-6.3	-18.7	-5.6	-15.3	-13.7	20.0	53.4	-5.9	-5.5
자동차	-1.8	-3.0	-19.7	-23.2	-10.5	-23.9	-4.8	31.7	67.9	-11.1	-5.9
금융	15.4	32.0	13.7	78.6	6.7	0.1	16.2	16.6	-24.9	29.6	9.0
기타	35.7	-14.7	-17.5	6.6	15.8	-2.7	0.2	16.1	82.8	-2.9	6.6
OPM	8.7	9.5	8.3	6.1	7.8	7.5	7.0	7.5	9.3	8.1	7.4
자동차	9.5	10.6	7.3	5.8	8.0	7.5	7.0	7.5	9.7	8.2	7.5
금융	6.4	7.9	6.7	4.6	6.5	7.0	6.5	7.0	6.2	6.3	6.7
기타	10.2	10.8	11.1	9.0	10.0	10.5	10.0	10.5	10.5	10.3	10.3
세전이익	47,272	55,655	43,697	31,189	40,971	47,366	39,868	40,214	176,151	177,813	168,419
지배주주순이익	32,310	39,698	30,456	22,803	28,527	32,980	27,759	28,000	119,617	125,267	117,266
YoY	-2.4	22.7	-4.5	2.5	-11.7	-16.9	-8.9	22.8	62.4	4.7	-6.4
NPM	7.9	8.8	7.1	4.9	6.6	6.8	6.3	6.2	7.4	7.1	6.5

자료: 현대차, iM증권 리서치본부

표4. 기아 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	262,130	275,679	265,199	260,740	267,858	298,800	267,413	306,805	998,080	1,063,748	1,140,877
YoY	10.6	5.0	3.8	7.2	2.2	8.4	0.8	17.7	15.3	6.6	7.3
매출총이익	62,360	66,459	61,397	61,274	60,804	68,724	60,168	69,645	226,284	251,490	259,341
YoY	16.1	9.6	4.8	14.9	-2.5	3.4	-2.0	13.7	25.6	11.1	3.1
GPM	23.8	24.1	23.2	23.5	22.7	23.0	22.5	22.7	22.7	23.6	22.7
영업이익	34,257	36,437	28,813	26,856	26,786	32,868	28,078	32,215	116,077	126,363	119,947
YoY	19.2	7.1	0.6	8.9	-21.8	-9.8	-2.5	20.0	60.5	8.9	-5.1
OPM	13.1	13.2	10.9	10.3	10.0	11.0	10.5	10.5	11.6	11.9	10.5
세전이익	37,845	40,400	32,319	29,497	28,467	34,668	30,871	35,086	126,770	140,060	129,091
지배주주순이익	28,091	29,566	22,679	21,238	20,496	24,961	22,227	25,262	87,779	101,573	92,945
YoY	32.5	5.0	2.1	31.1	-27.0	-15.6	-2.0	18.9	62.3	15.7	-8.5
NPM	10.7	10.7	8.6	8.1	7.7	8.4	8.3	8.2	8.8	9.5	8.1

자료: 기아, iM증권 리서치본부

2. 단순히 싸다는 이유로 살 수 없다.

자동차 업종 상승 모멘텀은?

1) 첫 번째 이슈: 관세 불확실성 해소 + HMGMA 혼류 생산

하반기에 주가 상승의
모멘텀이 집중

한국 완성차 업종의 저평가는 2023년부터 이어져왔기 때문에, 단순히 저렴한 밸류만을 보고 매수하기는 어렵다. 그러나 그럼에도 불구하고 완성차 업종에 대한 Overweight 의견을 유지하는 이유는 하반기에 주가 상승의 모멘텀이 집중되어 있기 때문이다.

(1) 관세 불확실성 해소

첫 번째는 관세 이슈의 불확실성 해소이다. 관세에 대한 우려가 주가 하락을 이끌었지만 3/2~4/2에 관세 부과 관련 세부 내용이 확정되면 오히려 관세에 대한 대응 방안이 부각될 수 있다. 관세를 줄이기 위해 출하 가격을 조정할 수는 없지만, ① HMGMA 생산 확대, ② 인센티브 관리로 대응할 수 있다.

2분기 중으로 HMGMA
혼류 생산 결정 예상

HMGMA는 현재 아이오닉5, 아이오닉9 중심으로 전기차만 생산하고 있지만, 관세 리스크가 커진 지금 상황에서 혼류 생산으로의 전환이 절실하다. 아직 관세 정책의 세부 내용이 확정되지 않았기 때문에, 확정 이후인 2분기 중으로 혼류 생산으로의 전환이 시작될 것으로 예상된다. 아직 가동 중이지 않은 생산 라인을 전환하는 것은 크게 어렵지 않기에, 현대차그룹은 HMGMA를 최대 생산능력 50만 대까지 빠르게 증설하고자 할 것이다, 다만 부품 업체들의 미국 내 증설도 함께 진행되어야 하기 때문에 본격적으로 증설이 반영되는 시기는 4분기일 것으로 보인다. HMGMA에 혼류 생산으로 투입될 차종 역시 정해지지 않았다. 그러나 해당 단가가 높은 제네시스 차종을 우선 투입하는 것이 합리적일 것으로 보인다. 이는 노조와의 합의가 필요하겠지만, 노조 입장에서는 생산 대수의 감소가 제한적이며 회사 입장에서는 수익 차종의 관세 리스크 관리가 가능하다는 장점이 있을 것으로 보인다.

본격적으로 증설 효과
반영되는 시기는 4분기

3~4월 관세 대응 방안이
주목될 수 밖에 없음

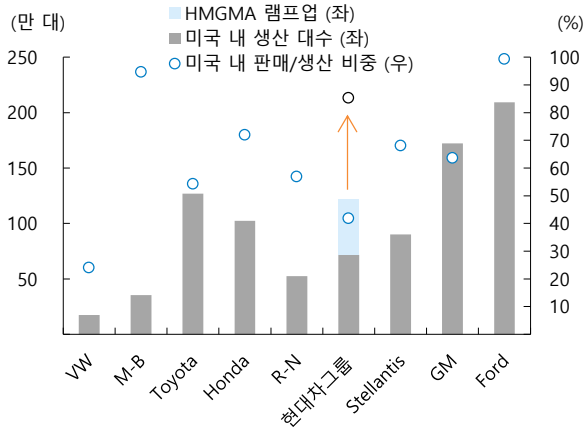
그렇기에 3~4월 이후로는 오히려 관세 정책에 대한 대응 방안이 주목될 수밖에 없다. 그러한 관점에서 현대차그룹은 타 경쟁사 대비 우위에 있다는 판단이다. 특히 부담이 없을 것으로 기대되었던 미국 자동차 업체들도 관세 부담을 피할 수 없게 되었다. 미국 내에서 생산해서 판매하는 물량의 비중은 Ford 99% > Mercedes-benz 95% > Honda 72% > Stellantis 68% > GM 64% > Renault-Nissan 57% > Toyota 54% > 현대차그룹 42% > VW 24%이다. [그림 4, 5]

그 때 현대차그룹은 타
경쟁사 대비 우위에 있음

50만 대 램프업 진행 시
미국 내 생산/판매
비중은 85%까지 상승

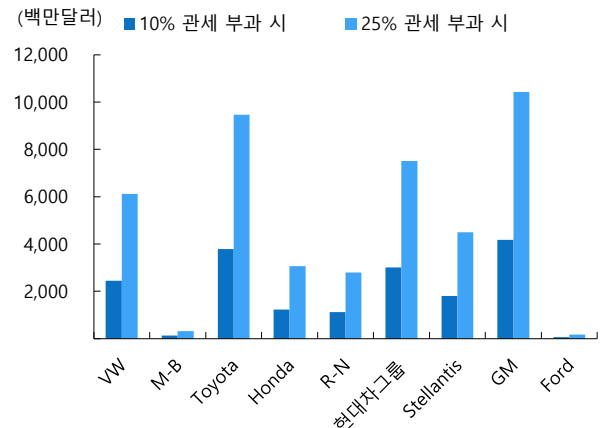
그러나 증설을 가장 빠르게 진행하는 업체는 현대차그룹이다. 앞서 언급했듯이 50만 대까지의 램프업을 빠르게 진행된다면, 현대차그룹의 미국 내 생산/판매 비중은 85%까지 상승한다. 이는 Ford, Mercedes-benz 제외한 나머지 경쟁 업체 중 가장 높은 수준이다. 그렇게 된다면 현재 예상되는 관세 부담의 50%를 절감하는 것이 가능하다

그림4. 50만 대까지의 램프업을 빠르게 진행한다면, 현대차그룹의 미국 내 생산/판매 비중은 85%까지 상승 가능



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 업체들 역시 관세 부과 영향은 피할 수 없음



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

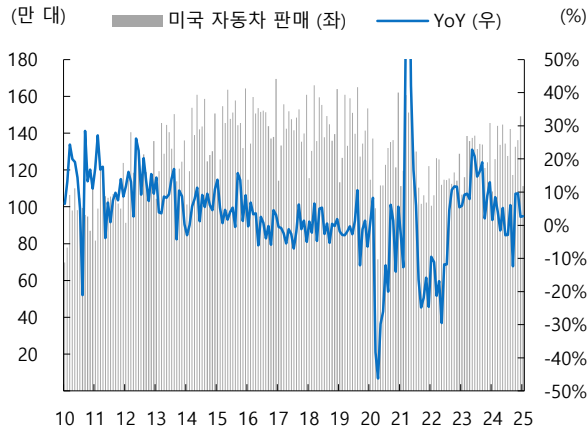
25% 관세의 확정
아직 아님

게다가 25%의 관세의 확정은 아직이다. 25% 관세 부과 시 가장 부담이 큰 업체는 공교롭게도 미국 업체인 GM이다. 공장 출하 가격이 소비자 가격(KBB 기준 브랜드 평균 ASP \$52,980) 대비 어느 정도 수준으로 형성되어 있는지는 알 수 없지만, 70% 수준이라고 가정했을 때 25% 관세 부담은 \$91.2억 수준이다. 이는 영업이익의 70% 수준의 부담이기에 현실적으로 불가능하다. 최소 10~15% 가량은 소비자에게 전가할 수 밖에 없다.

미국 소비자들은 차량
가격의 인상을 받아줄 수
있는 상황이 명백히 아님

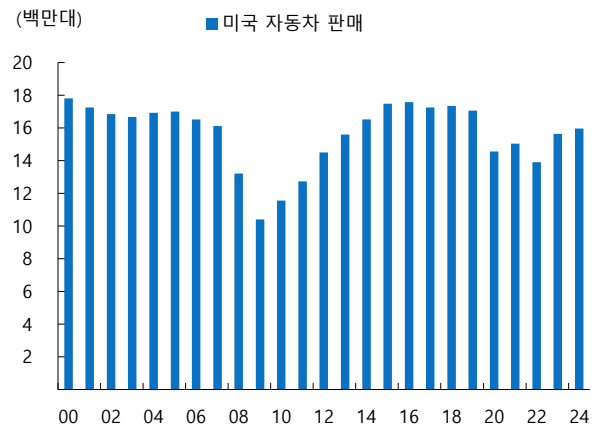
미국 소비자들은 차량 가격 10~15% 인상을 받아줄 수 있는 상황인가? 그렇지 않다. 2024년 미국 자동차 시장은 코로나 이전 수준의 94%를 회복했다. [그림 6,7] 그런 상황에서 미시간대 소비자심리지수는 24년 4월부터 하락세를 지속했다. 관세 이슈가 불거졌던 25년 1월과 2월은 각각 71.7, 67.8 수준으로 하락했다. [그림 8] 주택경기체감지수 역시 최저 수준이다. 주택 시장과 자동차 판매의 연관이 의문스러울 수 있지만, 자동차는 고가의 내구재임을 기억할 필요가 있다. 주택 시장의 불황은 소비 심리의 위축으로 연결되어 자동차 판매를 주저하도록 한다. 주택경기체감지수는 2~3년 째 40~50 수준을 유지하고 있음을 감안했을 때, 소비자 심리가 올해 빠르게 반등하기는 어려워 보인다. [그림 9] 이러한 징조는 자동차 판매에서도 드러나기 시작했다. 중고차 가격 지수는 공급 부족이 극심했던 20~22년동안 상승하다가 23년 하락했다. 그러나 재고일수가 55일 수준으로 정상화된 24년부터 다시 상승세로 전환되었다. 자동차 신차 가격은 이미 20년 대비 46% 가량 높아져 있다. 높아진 신차 가격 부담과 위축된 소비 심리가 중고차에 대한 선호와 중고차 가격 상승 전환으로 이어졌다. [그림 10,11]

그림6. 24년 미국 자동차 시장은 코로나 이전의 94%를 회복(1)



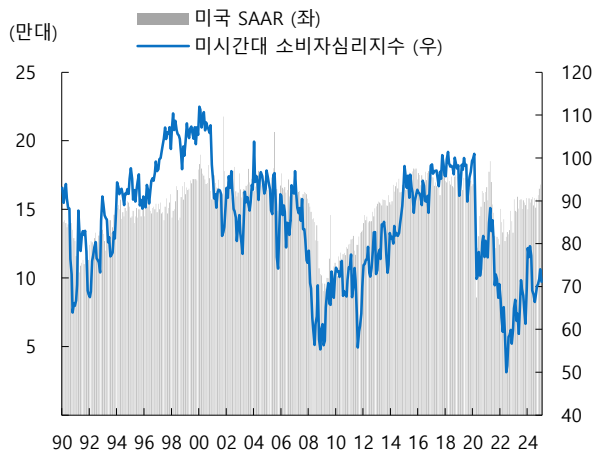
자료: Automotive News, iM증권 리서치본부

그림7. 24년 미국 자동차 시장은 코로나 이전의 94%를 회복(2)



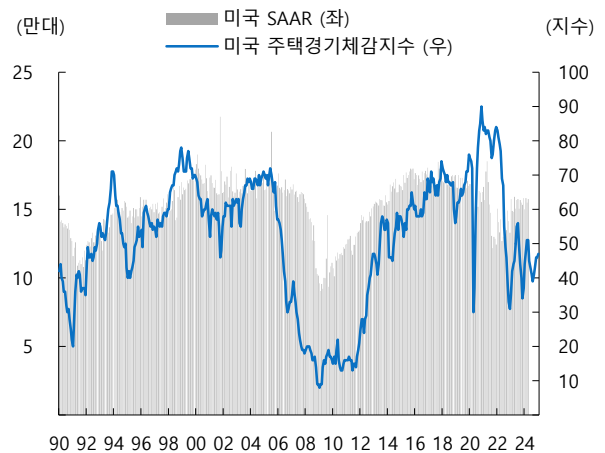
자료: Automotive News, iM증권 리서치본부

그림8. 미시간대 소비자심리지수는 24년 4월부터 하락세를 지속



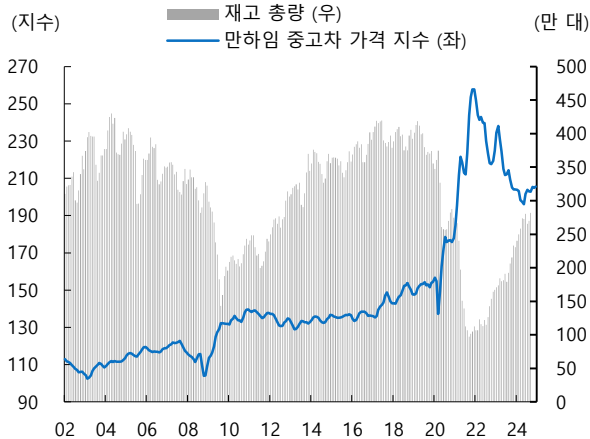
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 주택경기체감지가 2~3년 째 40~50 수준을 유지하고 있음을 감안했을 때, 소비자 심리의 반등은 쉽지 않음



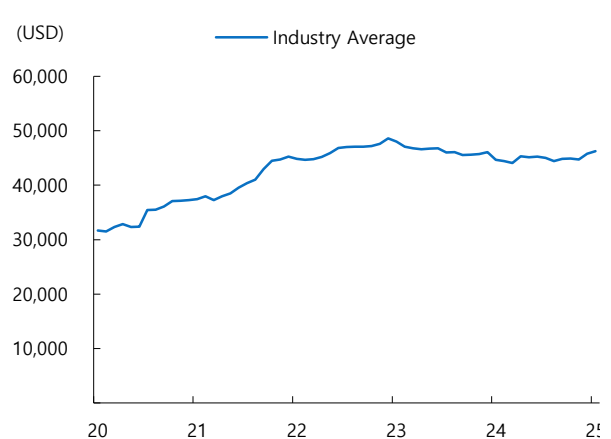
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 만하임 중고차 가격 지수는 24년부터 상승 전환



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 자동차 신차 가격은 이미 20년 대비 46% 가량 높음



자료: KBB, iM증권 리서치본부

25% 관세는
인플레이션, 소비 위축으로
이어질 가능성

그렇다고 수입을 중단하고 미국 내 생산으로만 대응하기에는 약 100만 대 규모의 공장의 고정비 부담이 발생하게 되기에, 차량 가격을 올릴 수 밖에 없다. 수입을 강행하더라도 차량 가격을 인상해야 하며, 높아지는 차량 가격을 받아줄 수 없는 소비자들의 부담이 증가하면서 판매 대수 역시 감소할 수 밖에 없다. 25%의 관세는 트럼프 대통령의 생각과 반대로 인플레이션과 소비 위축으로 이어질 위험이 크기 때문에, 10~15% 수준의 관세 부과로 마무리될 가능성도 남아 있다.

악재로 느껴졌던 10%
관세 부과가 오히려
베스트 시나리오

만약 10% 관세 부과로 마무리된다면, 앞서 언급했듯이 현대차, 기아는 각각 1.8조원, 1조원을 부담하게 된다. ① 게다가 원/달러 환율은 1월 평균 1,454원이었다. 현대차그룹의 올해 원/달러 환율 전망은 1,320원이지만, 지금의 환율 여건이 이어져 연간 환율이 1,420원으로 마무리된다면 우호적인 환율 효과가 2조원 가량 반영될 수 있다. ② 또한 관세 부과가 확정되는 즉시 혼류 생산으로의 전환을 빠르게 진행할 수 있다. 지금 상황에서는 작년에 악재로 느껴졌었던 10% 관세 부과가 오히려 베스트 시나리오가 되었다. 설령 25% 관세 부과가 확정되는 워스트 시나리오에서도 연말 HMGMA 혼류 생산으로의 전환 이슈가 타 경쟁 업체 대비 차별점을 부각시켜줄 것으로 기대된다.

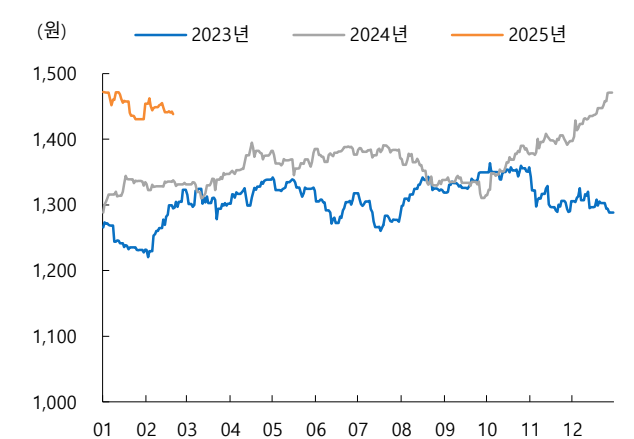
25% 관세가
부과되더라도 HMGMA
혼류 생산 이슈가
차별점을 부각시켜줄 것

그림12. 25년 1월 원/달러 평균은 1,454원 (1)



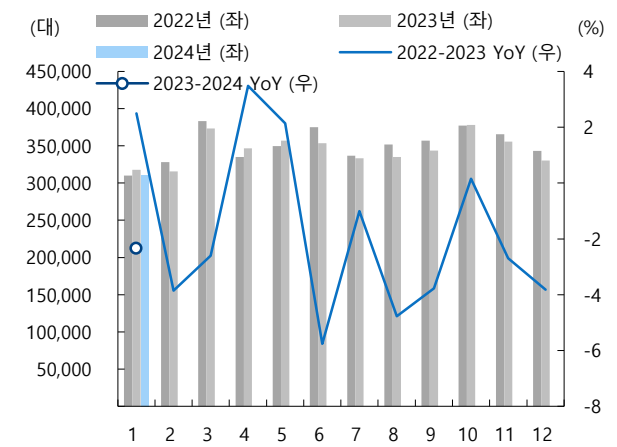
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 25년 1월 원/달러 평균은 1,454원 (2)



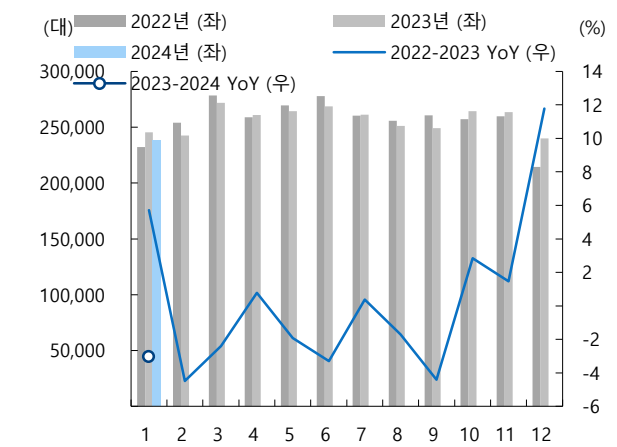
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 현대차 1월 판매 대수 31만 대(YoY -2.3%) + 2월 HMGMA 공장 램프업 앞두고 울산 전기차 공장 가동 중단



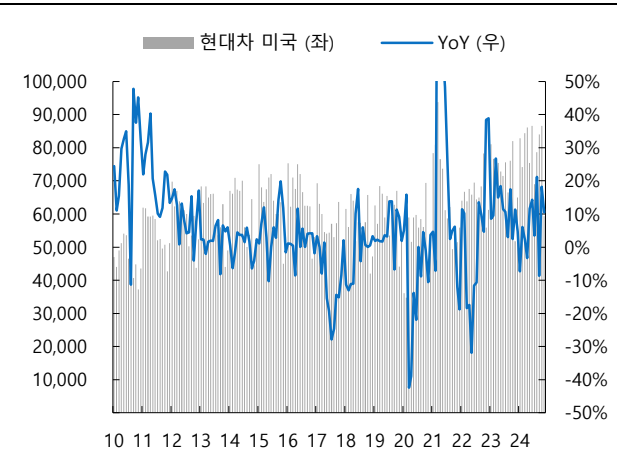
자료: iM증권 리서치본부

그림15. 기아 1월 판매 대수 23만 대(YoY -3.0%)



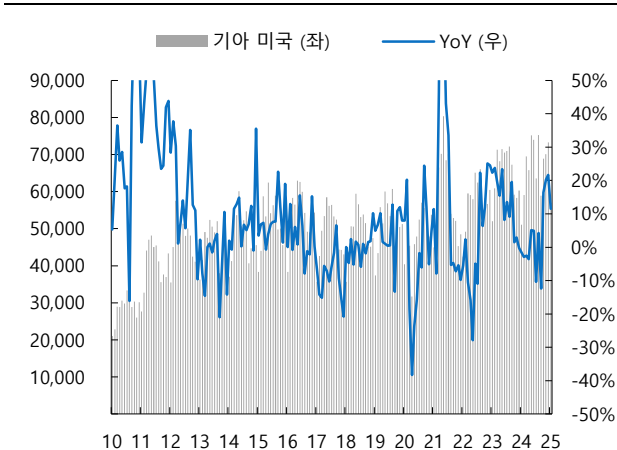
자료: iM증권 리서치본부

그림16. 현대차 미국 1월 판매 YoY +14.6%



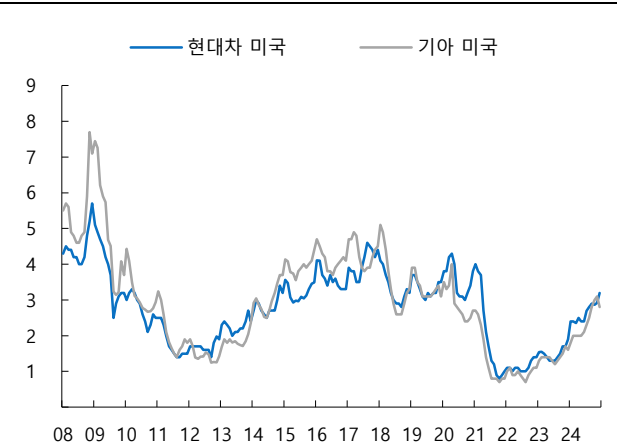
자료: iM증권 리서치본부

그림17. 기아 미국 1월 판매 YoY +11.6%



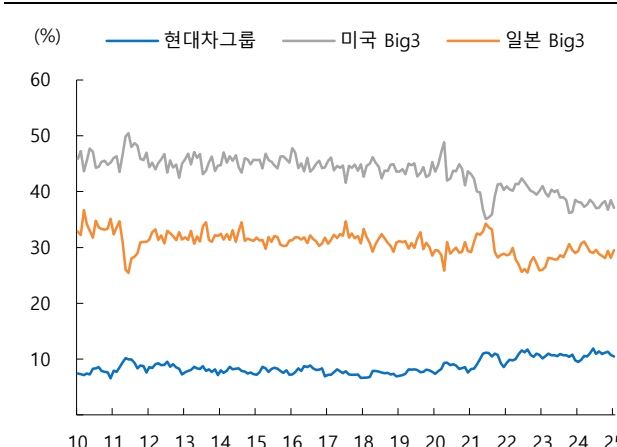
자료: iM증권 리서치본부

그림18. 현대차와 기아의 미국 재고월수는 각각 3.2, 2.8



자료: iM증권 리서치본부

그림19. 현대차그룹의 미국 점유율은 10.8%



자료: iM증권 리서치본부

2) 두 번째 이슈: GM, Toyota와의 협력 관계 주도

= 피어 P/E 밴드 상단 도전

(2) 글로벌 업체와의
협력 관계를 주도

두 번째는 글로벌 자동차 협력 관계를 주도하고 있다는 점이다.

GM과의 MOU 체결

24년 9월, GM과의 MOU 체결되었다. 주요 내용은 ① 엔진 공동 개발 및 생산, ② 미래 클린 에너지 기술, ③ 원재료 공급망 관리였다. 25년 상반기 중으로 구체적인 협력 계획이 공개될 예정이며, 현재 시장에서 기대하는 전략은 ① GM 미국 공장 생산 라인 공유, ② 원재료 공동 구매, ③ 리벳징이다. GM은 대형 SUV~Pickup Truck, 현대차는 세단~중형 SUV 중심이기에 관세 및 친환경차 전환의 과도기 속에서 경쟁보다는 협력을 택한 것으로 보여진다. 특히 생산 라인 공유에 대해서는 HMGMA 램프업 기간 동안 관세 회피가 가능하기 때문에 시장의 기대가 크다. 세부 내용은 3~4월 중으로 공개될 예정이지만, 앞서 첫 번째 이슈에서 살펴봤듯이 GM의 미국 생산/판매 비중은 64%로 미국 내 생산 대수 증가가 절실한 상황이다. 그런 상황에서 생산 라인 공유가 논의될 수 있는 이유는 현대차그룹의 높아진 펀더멘탈과 친환경차 시장에서의 강화된 입지이다. 현대차는 ICE, PHEV, HEV, BEV, FCEV 세그먼트 전반에 걸쳐 기술력을 가지고 있지만, GM은 그렇지 않다. 친환경차 과도기 속에서 HEV, PHEV의 중요성이 높아졌다는 점이 현대차-GM 협력 관계 주도를 이끌었다

세부 내용은 3~4월 공개

높아진 펀더멘탈과
친환경차 시장에서
강화된 입지가 반영

Toyota와
수소차, 휴머노이드 로봇
공동 개발

Toyota는 현대차와 같은 세그먼트와 시장을 공유하는 경쟁 업체이지만, 그럼에도 불구하고 현대차와 수소차 공동 개발 외에도 도요타 연구소(TRI)와 보스턴 다이내믹스의 AI, 휴머노이드 로봇 공동 개발 등 협력 관계가 두드러지고 있다.

글로벌 완성차 업체의
평균 P/E는 5배

현재 글로벌 완성차 업체의 평균 P/E는 9배에서 5배 수준으로 낮아졌다. Toyota, Honda가 7.5~7배 수준으로 상단, Stellantis가 2.5배 수준으로 하단이다. 현대차는 완성차 평균 P/E의 2~30% 할인을 받아왔다. [그림 20, 21, 22] 그러나 업체별로 비교해봤을 때, ① 중국 시장의 낮은 익스포저, ② 미국, 인도 공장 증설, ③ ICE, PHEV, HEV, BEV, FCEV 포트폴리오, ④ 자율주행, 로봇 등에 대한 적극적인 투자 감안했을 때, 피어 P/E 밴드의 상단을 부여 받을 자격이 충분하다. 다만 관건은 '언제 Re-rating이 될 것인가'이다. 3~4월 관세 부과가 확정되는 시기에 맞춰 GM과의 협력 내용이 공개된다. GM, Toyota, Waymo 등 글로벌 완성차 업체와의 협력 관계에서 주도권을 가져가는 모습이 공개되면서 피어 P/E 밴드 상단 도전의 모멘텀이 될 것으로 기대된다.

현대차는 2~30%의
할인을 받아왔음

피어 P/E 밴드의 상단을
부여 받을 자격이 충분

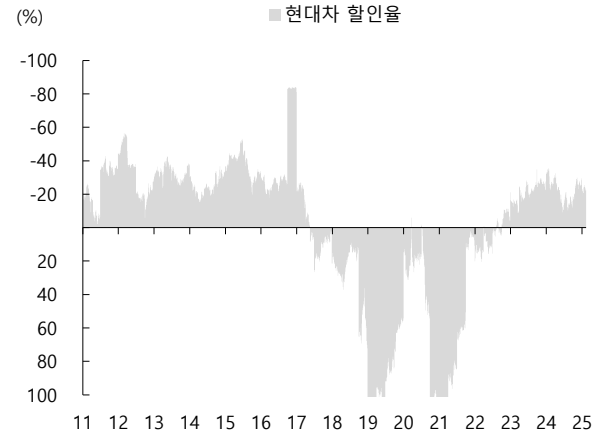
관건은 Re-rating의 시기

그림20. 글로벌 자동차 업체의 평균 P/E는 9배에서 5배로 하락



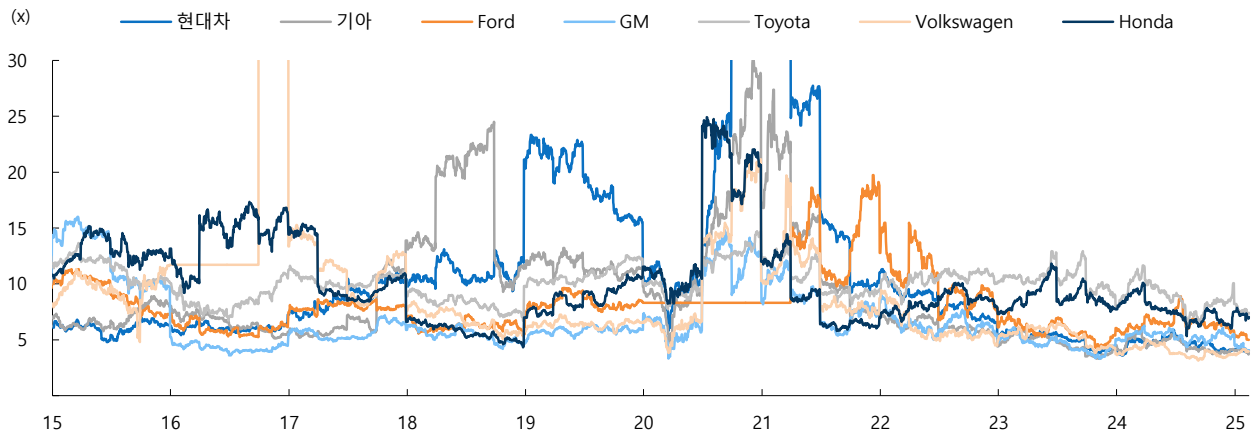
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림21. 현대차는 피어 대비 2~30%의 할인율 받아왔음



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림22. Toyota, Honda가 7.5~7배 수준으로 상단, Stellantis가 2.5배 수준으로 하단



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

3) 세 번째 이슈: 보스턴 다이내믹스 상장 이슈로

중장기 미래에 대한 기대감 부각

(3) 보스턴 다이내믹스
상장 기대감

세 번째는 보스턴 다이내믹스 상장 기대감이다. 2021년 6월 현대차그룹은 소프트뱅크로부터 보스턴 다이내믹스의 지분 80%를 11억 달러에 인수했다. 보스턴 다이내믹스의 지분은 소프트뱅크 14.93%, HMG Global 53.17%, 현대글로비스 10.63%, 정의선 회장 21.27%으로 구성되어 있다. [그림 24,25] 지분 인수 당시, 현대차그룹이 2025년까지 보스턴 다이내믹스를 상장하기로 계약한 것으로 알려져 있다. 특히 정의선 회장의 지분이 함께 있기에 상장 후 지배구조 개편의 자금으로 사용될 수 있다는 기대감이 있어 왔다.

현재 국내 로봇 업체의 시가총액은 5~6조원에 육박한다. 아직 본격적으로 이익을 내는 업체는 없지만, 2025년 시장 기대치 기준으로 EV/EBITDA는 60~70배의 가치를 받고 있다. 보스턴 다이내믹스는 정확한 손익이 공개되어 있지 않지만, 아직 영업 손실을 기록하고 있는 것으로 알려져 있다. (2023년 기준 매출액 843억원, 영업손실 3,440억원) [그림 26] 매출 규모 자체는 국내 로봇 업체의 2배이기에 지분 가치는 국내 로봇 업체보다 더 클 것으로 예상된다. [그림 27]

상장의 가능성은 높지
않아 보임

그러나 상장의 가능성, 이후 지배구조 개편으로의 연결 가능성은 낮아 보인다. 1) 보스턴 다이내믹스의 제품은 ① 스트래치(물류 로봇), ② 스팟 미니(4족 보행 로봇), ③ 아틀라스(2족 보행 로봇)으로 구성되어 있다. [그림 23] 스트래치는 DHL에 공급하고 있으며, 스팟 미니는 현대차 공장에서 시스템 관리 용으로 사용되고 있다. 그러나 아직은 보스턴 다이내믹스 제품들의 사용처가 다소 애매하다. 로봇의 물리적인 움직임 자체는 단연코 세계 1위이지만, 이 움직임을 어떻게 사용할 지는 AI 연구소와의 협력이 필요하다. 보스턴 다이내믹스 AI 연구소는 현대차, 기아, 현대모비스 3개사가 출자하여 설립되었다. Tesla의 Optimus의 호평, Figure AI의 56조원 규모의 사업 가치는 AI와 물리적 움직임의 결합에서 나온 것이다. AI 연구소 프로젝트와 합쳐지지 않은 상황에서 굳이 급하게 상장을 반드시 해야만 하는 상황이 아니라는 판단이다.

AI 연구소와의 결합을
통해 더 높은 가치를
평가 받는 것이 더 유리

현대차그룹의
현금 보유액에 비하면
소프트뱅크의 지분 추가
인수는 큰 문제가 아님

2) 그러나 시장에서 보스턴 다이내믹스의 상장을 계속 주시하는 이유는 앞서 언급한 주주간 계약 때문이다. 그러나 현재 소프트뱅크의 지분은 14.93%이다. 현대차그룹의 현금 보유액에 비하면 상장을 연기하고 소프트뱅크의 지분을 추가 인수해도 터라 큰 금액이 아니다.

3) 게다가 2024년부터 현대차그룹의 주당배당금이 급증했다. [그림 28,29,30,31] 과거 높은 배당 성향이 소위 ‘재벌 배 불리기’로 여겨졌던 것과 달리, 2024년 밸류업 바람이 불어온 이후로는 ‘주주환원 정책’으로 여겨지기 시작했다. 현대차, 기아, 현대모비스, 현대글로비스, 현대오트모빌 등 현대차그룹 계열사는 25%~30%의 배당성향을 약속했다. 특히 현대차와 기아는 견조한 실적을 기반으로 주당 배당금을 2~3배 늘렸다. 이에 정의선 회장의 연간 배당금 수취액은 2019년 대비 3배 증가했다. [표 6,7]

상장과 별개로 중장기
미래에 대한 기대 가능

보스턴 다이내믹스의
지분 가치에 대한 주목이
가능한 시기

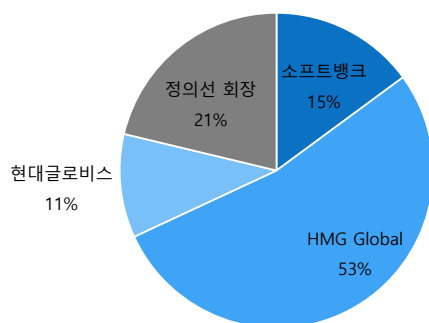
급하게 보스턴다이내믹스를 상장하기보다 ① AI와 보스턴다이내믹스의 로봇을 결합해 더 높은 가치로 상장하고, ② 상속세 인하를 기다리면서, ③ 배당금을 모아가며 지배구조 개편 자금을 마련하는 것이 가능성이 높아 보인다. 다만, 보스턴 다이내믹스의 상장 이슈를 완성차 업종의 상승 모멘텀으로 보는 이유는 지배구조와 별개로 중장기 미래에 대한 기대감을 줄 수 있기 때문이다. 현대차그룹이 CID에서 제시했던 중장기 미래는 모빌리티 50%, UAM 30%, 로봇 20%이다. 현대차그룹이 보유하고 있는 보스턴다이내믹스의 지분 가치에 대한 주목이 긍정적이다.

그림23. (좌) 스트래치(물류 로봇), (우) 보행 로봇 중심으로 발전한 보스턴 다이내믹스, 스팟 미니(4족 보행 로봇), 아틀라스(2족 보행 로봇)



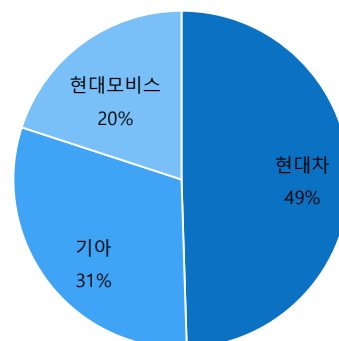
자료: Boston Dynamics, iM증권 리서치본부

그림24. 보스턴 다이내믹스의 지분 구조



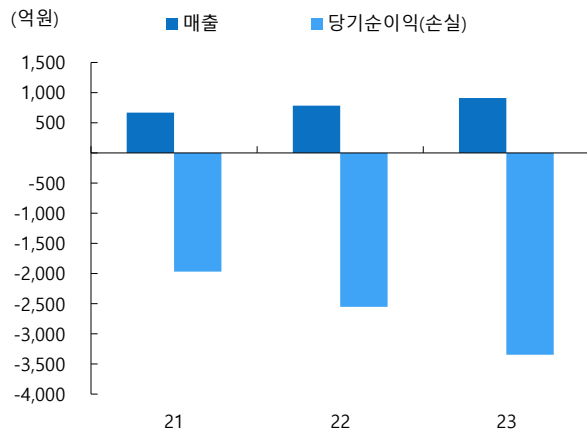
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림25. HMG Global의 지분 구조



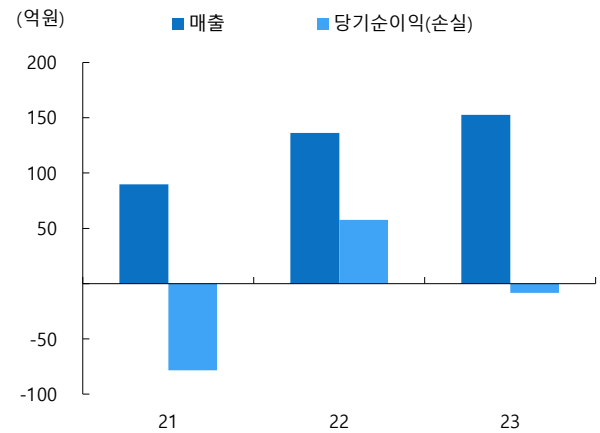
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림26. 보스턴 다이내믹스의 연간 실적 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림27. 레인보우 로보틱스의 연간 실적 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표5. 로봇 업체의 Valuation Table

종목명	국가	통화	시가총액 (백만\$)	PER (배)		PBR (배)		PSR (배)		영업이익률(%)	
				24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
테라다인	미국	USD	19,172	37.3	30.1	6.5	6.3	6.8	5.9	20.6	22.9
화낙	일본	JPY	29,255	33.1	29.3	2.6	2.4	5.6	5.5	17.6	19.6
ABB	스위스	CHF	108,475	25.4	23.7	7.3	6.8	3.3	3.2	16.2	16.9
두산로보틱스	한국	KRW	3,250	-	-	11.1	11.3	84.7	36.6	-45.0	-6.0
레인보우로보틱스	한국	KRW	5,560	22,805	1,655.2	60.8	58.6	468.4	248.9	-17.6	6.3
뉴로메카	한국	KRW	235	-	-	-	-	-	-	-	-

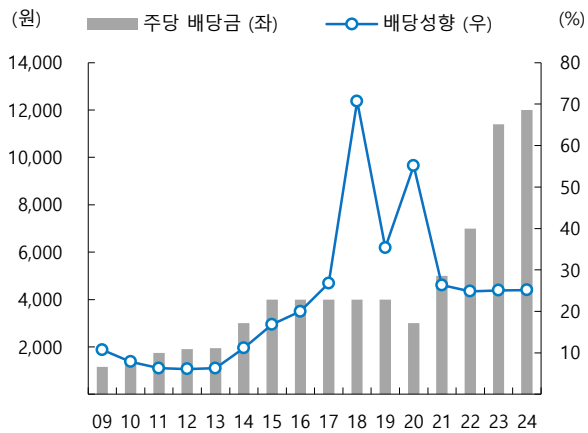
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표6. 정의선 회장과 정몽구 명예회장이 보유한 현대차그룹 계열사의 지분 가치

	시가총액 (단위: 십억원)	정의선 회장		정몽구 명예회장	
		지분율	지분가치	지분율	지분가치
현대자동차	52,383	2.65%	1,388	5.39%	2,823
현대모비스	23,760	0.32%	76	7.24%	1,720
현대글로비스	9,780	20%	1,956		
기아	37,580	1.76%	661		
현대오트티브	3,757	7.33%	275		
현대위아	1,138	1.95%	22		
이노션	760	2%	15		
현대제철	3,549			11.81%	419
현대엔지니어링	3,066	11.72%	359	4.68%	143
보스턴 다이내믹스	1,869	21.27%	398		
			5,151		5,144

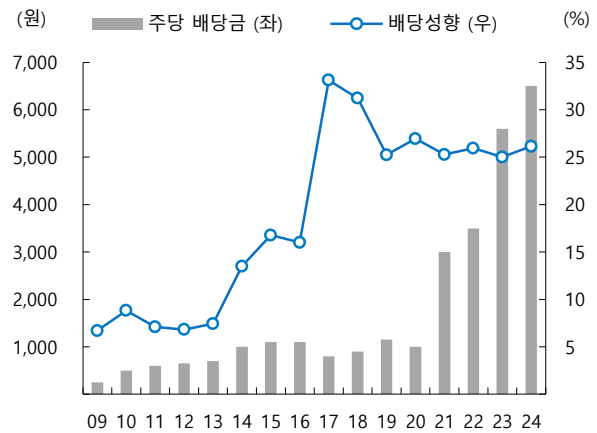
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림28. 현대차의 24년 주당 배당금은 12,000원



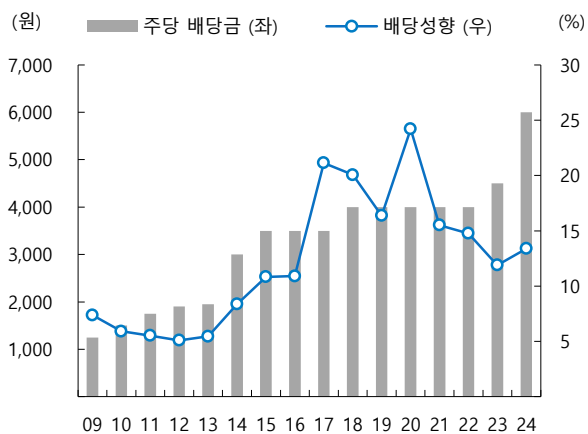
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림29. 기아의 24년 주당 배당금은 6,500원



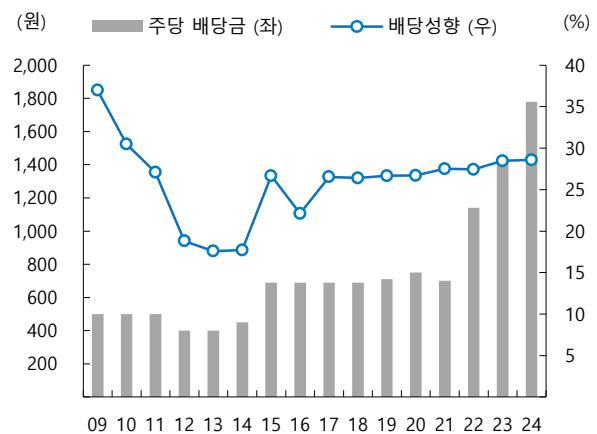
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림30. 현대모비스의 24년 주당 배당금은 6,000원



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림31. 현대오트오에버의 24년 주당 배당금은 1,800원



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표7. 정의선 회장의 연간 배당금 수취액은 2019년 대비 3배 이상 증가

	정의선 회장의 지분율	연간 배당금 수취액 (단위: 억원)				배당금 수취액 (단위: 억원)
		2023	2024	2025	2026	
현대자동차	2.65%	638	672	700	700	2,710
현대모비스	0.32%	14	18	23	23	77
현대글로비스	20%	473	555	750	750	2,528
기아	1.76%	395	459	459	459	1,772
현대오트오에버	7.33%	29	36	36	36	137
현대위아	1.95%	4	6	6	6	21
이노션	2%	6	5	5	5	20
총 배당금 수취액		1,558	1,473	1,750	1,978	7,264
급여 및 상여		120	120	120	120	480
세후 수익		848	804	944	1,059	3,911

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

4) 네 번째 이슈: 적극적인 주주환원은 서비스

(4) 적극적인 주주환원

네 번째는 적극적인 주주환원이다. 현대차그룹은 24년 하반기부터 적극적인 주주환원을 약속했다. [표 7] 다만 주주환원 만으로 주가 상승은 어렵다. 그러나 작년 상반기의 주가 급등을 감안했을 때, 다른 모멘텀이 받쳐준다면 주가 상승의 요인으로 기여가 가능하다.

현대차

현대차는 24년 8월 28일 CID를 통해 주주환원에 대한 의지를 가장 먼저 밝혔다. 2025년~2027년 3년간 4조원의 자사주 매입과 지배주주순이익의 25% 이상의 배당을 통해 TSR을 35% 이상으로 상향했다. 게다가 HMI 상장 자금 4.3조원 중 1조원을 활용해 24년 11월 18일부터 25년 2월 11일까지 자사주를 매입했다. 다만 1조원 중 7,000억이 주주가치 제고 목적으로, 소각 고려대상이다. 소각과 추가적인 자사주 매입의 시기는 하반기일 것으로 예상된다. 결산 배당 기준일은 25년 2월 28일이며, 주당 배당금은 6,000원(배당수익률 3%)이다.

기아

기아는 24년 12월 3일 밸류업 공시를 통해 지배주주순이익의 25% 이상을 배당하고, 자기주식 매입 최대 10%로 TSR을 35% 이상으로 상향했다. 24년에는 자사주를 5,000억원 매입하고, 50% 소각 후 재무 목표 달성 시 50% 추가 소각을 약속했었다. 약속대로 5,000억 매입, 소각을 마무리했으며, 25년은 7,000억원의 매입과 100% 소각을 약속했다. 자사주 매입은 배당락일 3/20부터 시작해 주가 하방을 다질 것으로 예상된다. 또한 수급 안정화를 위해 상, 하반기 분할하여 매입 후 소각할 것으로 보인다. 연간 배당 기준일은 25년 3월 19일이며, 주당 배당금은 6,500원(배당수익률 6.8%)이다.

현대모비스

현대모비스는 24년 11월 19일 CID를 통해 지분법이익을 포함한 지배주주순이익을 기준으로 TSR을 30% 이상 상향했다. (배당과 자사주매입의 비중은 미공개) 또한 4분기 실적 발표에서 25년 상반기에 24년의 2배 수준의 자사주 매입하고, 하반기에 전량 소각할 것을 약속했다. 이미 25년 2월 14일부터 2,910억원 규모의 자사주매입이 시작되었으며, 5월 13일까지 매입 후 6월 2일 전략 소각할 예정이다. 상반기의 2배 수준을 맞추기 위해 하반기에 추가적인 자사주 매입을 할 가능성도 남아 있다. 결산 배당 기준일은 25년 3월 24일이며, 결산 배당금은 5,000원(배당수익률 2%)이다.

GM, Toyota의 TSR은 55%, 40%였으며, 현대차그룹의 TSR은 글로벌 업체와 비슷한 수준으로 대폭 높아짐

작년 공격적으로 주주환원을 실시했던 GM, Toyota는 각각 60억 달러, 9,070억 엔의 자사주 매입을 발표한 바 있다. GM은 소각의 가능성이 낮으며, Toyota는 매년 1%의 자사주를 소각하고 있다. 이를 감안했을 때, GM과 Toyota의 TSR은 55%, 40%에 달한다. 현대차그룹의 TSR은 글로벌 업체와 비슷한 수준으로 대폭 높아졌다.

표8. 현대차그룹의 주주환원 규모 비교

		2024	2025	2026	
현대차	지배주주순이익(억원)	125,267	117,266	130,356	1) iM 증권 추정치
	주식수	262,991,445	260,071,737	257,152,029	2) 자사주 매입 후 50% 소각 가정
	EPS(원)	47,632	45,090	50,692	
	P/E(x)	4.3	4.6	4.1	
	배당성향	25%	25%	25%	3) 8/28 CID 에서 배당성향 25% 이상을 약속
	배당금(억원)	31,559	31,209	33,430	4) 1*3
	주당배당금(원)	11,908	11,272	12,673	5) 1*3/2
	주당배당금 추정치(원)	12,000	12,000	13,000	6) iM 증권 추정치(2024 년 배당은 2025 년 2 월 28 일 기준일/결산배당 6,000 원)
	배당수익률	6%	6%	6%	7) 2/13 증가 기준
	자사주매입(억원)	10,000	12,000	12,000	8) 8/28 CID 에서 3 년간 4 조원의 자사주 매입을 약속
	자사주소각(억원)		6,000	6,000	9) iM 증권 추정치, 50% 소각 가정
	자사주매입 및 소각(억원)	10,000	18,000	18,000	10) 8+9
	총주주환원 규모(억원)	41,559	49,209	51,430	
	총주주환원율	33%	42%	39%	11) 8/28 CID 에서 TSR 35% 이상을 약속, 다만 매입과 소각을 모두 포함한 주주환원율은 40%에 육박
기아	지배주주순이익(억원)	101,573	92,945	102,309	1) iM 증권 추정치
	주식수	392,383,802	385,015,381	377,646,960	2) 자사주 매입 후 전부 소각 가정
	EPS(원)	25,886	24,141	27,091	
	P/E(x)	3.7	3.9	3.5	
	배당성향	25%	25%	25%	3) 12/3 밸류업 공시를 통해 배당성향 25% 이상을 약속
	배당금(억원)	25,505	25,026	26,435	4) 1*3
	주당배당금(원)	6,472	6,035	6,773	5) 1*3/2
	주당배당금 추정치(원)	6,500	6,500	7,000	6) iM 증권 추정치(2024 년 배당은 2025 년 3 월 19 일 기준일)
	배당수익률	7%	7%	7%	7) 2/13 증가 기준
	자사주매입(억원)	5,000	7,000	7,000	8) iM 증권 추정치, 자사주 매입 후 전부 소각 가정(2025 년 7,000 억 매입 후 전부 소각 약속)
	자사주소각(억원)	5,000	7,000	7,000	9) iM 증권 추정치, 기 보유 자사주 소각에 대한 부분은 제외
	자사주매입 및 소각(억원)	10,000	14,000	14,000	10) 8+9, 12/3 밸류업 공시를 통해 자기주식 매입 및 소각 최대 10%를 약속
	총주주환원 규모(억원)	35,505	39,026	40,435	
	총주주환원율	35%	42%	40%	11) 12/3 CID 에서 TSR 35% 이상을 약속
현대모비스	지배주주순이익(억원)	40,504	38,475	42,895	1) iM 증권 추정치
	주식수	90,220,194	88,654,636	87,089,079	2) 자사주 매입 후 100% 소각 가정 + 2025~2027 년 기 보유 자기주식 소각
	EPS(원)	44,895	43,399	49,255	
	P/E(x)	5.7	5.9	5.2	
	배당성향	15%	15%	15%	3) iM 증권 추정치
	배당금(억원)	5,413	6,206	6,967	4) 1*3
	주당배당금(원)	6,734	6,510	7,388	5) 1*3/2
	주당배당금 추정치(원)	6,000	7,000	8,000	6) iM 증권 추정치(2024 년 배당은 2025 년 3 월 24 일/결산배당 5,000 원)
	배당수익률	2%	3%	3%	7) 2/13 증가 기준
	자사주매입(억원)	1,629	3,258	3,500	8) iM 증권 추정치, 자사주 매입 후 50% 소각 가정(1. 상반기에는 24 년의 2 배 수준 검토, 2. 하반기에는 자기주식 소각 더할 것)
	자사주소각(억원)	1,629	4,000	4,000	9) iM 증권 추정치, 2025~2027 년 기 보유 자사주 소각 포함
	자사주매입 및 소각(억원)	3,258	7,258	7,500	10) 8+9
	총주주환원 규모(억원)	8,671	13,464	14,467	
	총주주환원율	21%	35%	34%	11) 11/19 CID 에서 TSR 30% 이상을 약속, 배당과 자사주 매입 비율에 대해서는 탄력적으로 운영 예정

자료: iM증권 리서치본부

3. 자동차·부품·타이어 업종 투자 전략

연초 코스피 상승 랠리에서 제외된 완성차,
업종별 선호는 완성차>부품>타이어

자동차 업종은
코스피 뿐만 아니라
관세 피해 업종 언더퍼폼

코스피 12M P/E가
9.5배까지 상승하는 동안
완성차는 여전히 4배

업종별 선호는
완성차>부품>타이어

본격적인 주가 회복은
관세, 글로벌 완성차
협력, 중장기 미래 세부
내용이 공개되는 4~5월

부품은
현대차그룹 증설,
비-현대차그룹향 물량이
기대되는 업체를 선호

올해 1~2월 동안 코스피는 +10.6% 상승했다. 25% 관세 부과 대상인 철강, 제약, 반도체 섹터의 지수는 각각 8.4%, 8.2%, 23.3% 상승했다. 그러나 자동차 업종의 상승은 2%에 그쳤다. [그림 33] 코스피 지수의 12M Fwd P/E가 8배에서 9.5배까지 상승하는 동안, 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 4배에 머물러 있었다. [그림 34]

업종별 선호는 완성차>부품>타이어이다. 부품, 타이어 업종은 완성차의 상승, 하락 사이클에 동행하는 경향이 있다. 부품, 타이어 업종의 주가 상승을 위해서는 완성차 업종에 대한 투자심리 개선이 선행되어야 한다. [그림 35, 37] ① 관세 관련 불확실성 해소와 HMGMA 공장을 중심으로 한 대응방안 대두, ② GM, Toyota 등 글로벌 완성차 업체와의 협력 관계 주도, ③ ICE, PHEV, HEV, BEV, FCEV의 포트폴리오, ④ 자율주행, 로봇, UAM 등 중장기 미래에 대한 준비, ⑤ 글로벌 완성차 업체에 뒤지지 않는 적극적인 주주환원, ⑥ 4~5배에 머물러 있는 12M Fwd P/E 등을 감안했을 때, 관세와 감익 사이클에 대한 우려가 과도하다는 판단이다. 글로벌 완성차 Multiple 자체가 낮아진 상황이지만, 앞서 언급한 ①~⑤ 요인을 반영하면 P/E 밴드 상단에 충분히 도전할 수 있다. 다만 2월 현대차의 HMGMA 공장 증설을 앞두고 울산 전기차 공장 가동 중단 이슈, 4~5월부터 부과될 관세가 자동차 업종의 이익 추정치 하향 조정을 이끌고 있다. [그림 36] 그렇기에 본격적인 주가 회복의 시작은 관세, 글로벌 완성차와의 협력, 보스턴 다이내믹스 관련 세부 내용이 공개되는 4~5월일 것으로 보인다. 그 전까지는 자동차 업종은 박스권 등락을 반복할 것으로 예상된다. 박스권 속에서는 높은 배당 수익률, 배당락일부터 시작되는 자사주 매입, 공격적인 가이던스와 신차 효과가 매력적인 기아를 선호하며, 4~5월부터는 현대차를 선호한다.

부품 업종은 현대차그룹의 증설 사이클이 종료되면서, 완성차 대비 주가 부진이 이어져왔다. 올해 현대차그룹의 판매 가이던스는 YoY +2.2% 수준이기에 부품 업종의 전반적인 상승은 쉽지 않다. 그러나 부품 업종은 관세 부과와 환율 변동에 대한 노출도가 상대적으로 낮다는 점이 긍정적이다. 또한 미국 HMGMA 공장, 인도 GM 탈레가온 공장, 한국 오토랜드 화성의 증설이 예정되어 있다. 미국, 인도 공장 증설 수혜가 가능한 업체, 혹은 비-현대차그룹향 물량 성장이 가능한 업체를 선호한다. HL만도는 1,300원의 원/달러 환율 기반으로 2025년 매출액 9.1조원(YoY +3.4%)를 전망했다. 1,350원~1,400원의 환율을 가정하면 9.3조원~9.5조원이다. 기존 사업 계획 대비 4~5,000억원 낮는데, 중국 권역 성장에 대해 지나치게 보수적이다. 주요 BEV 업체의 리프레시 모델 초기 반응이 긍정적이며, 중국 로컬 업체들의 중국 외 지역으로의 수출 확대 역시 이어지고

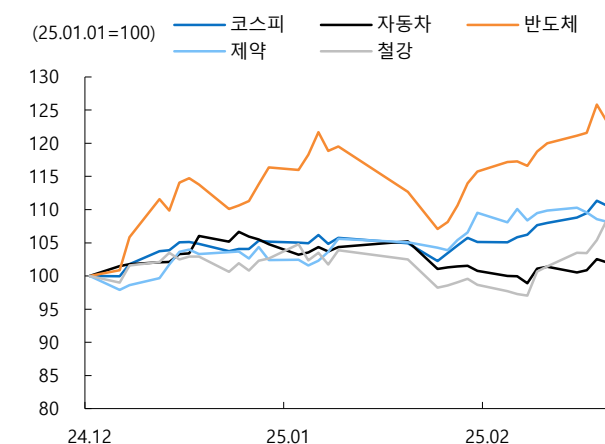
있다. 중국 지역에 대한 성장률 전망은 상향 조정 여지가 크며, 해당 이벤트가 주가 상승의 추가적인 모멘텀이 될 것으로 보인다.

타이어 업종 3~4배의 저평가

증설 사이클과 가격 인상 사이클이 하반기 긍정적

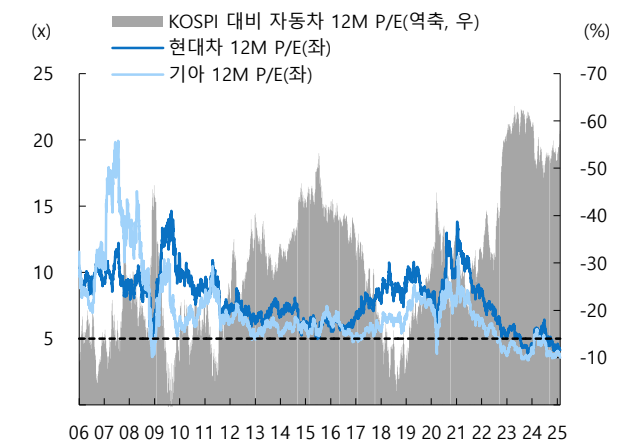
타이어 업종 역시 3~4배의 극심한 저평가를 겪고 있다. 픽아웃 우려로 하락했던 주가는 4분기부터 꺾이기 시작한 GPM으로 인해 회복이 제한되고 있다. 24년 3분기까지 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어의 GPM은 37%, 30%, 30% 수준이었지만, 4분기에 한국타이어는 33%의 GPM을 기록했다. [그림 39] 고무 가격의 상승 압력은 EUDR 규제 연기로 약화되었지만, 그렇다고 하락 사이클로 전환은 불가능하다. 그러나 P-C 스프레드 축소에 대한 우려는 주가에 반영되어있다. 올해 하반기에 한국타이어는 미국 테네시, 헝가리 공장 2차 증설, 금호타이어는 한국, 중국, 베트남 공장 부분 증설, 넥센타이어는 체코 2공장 가동률 70%를 목표하고 있다. 원가율 상승 압력은 타이어 가격 인상 사이클로 연결될 수 있으며, 다시 찾아온 증설 사이클 역시 긍정적이다.

그림32. 1~2월 동안 코스피는 +10.6%, 25% 관세 부과 대상인 철강, 제약, 반도체에 비해서도 자동차는 주가 부진이 극심



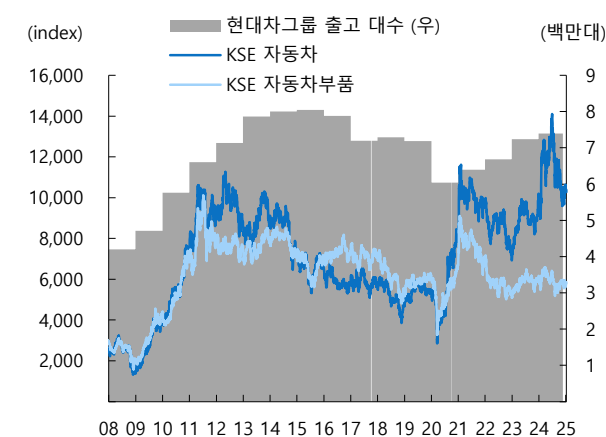
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림33. 코스피의 12M Fwd P/E가 9.5배까지 상승하는 동안, 현대차와 기아의 12M Fwd P/E는 여전히 4배



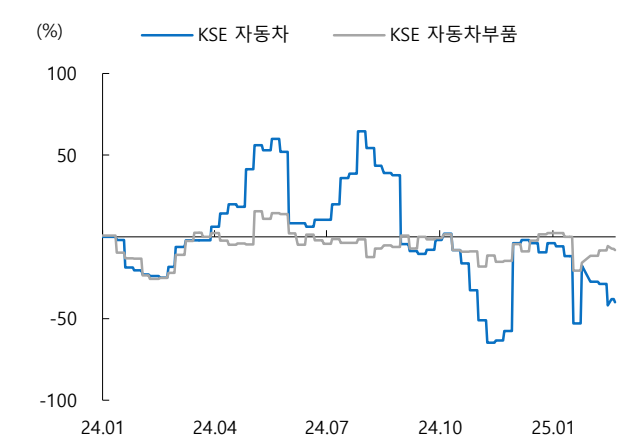
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림34. 부품 업종은 현대차그룹의 증설 사이클이 종료되면서, 완성차 대비 주가 부진



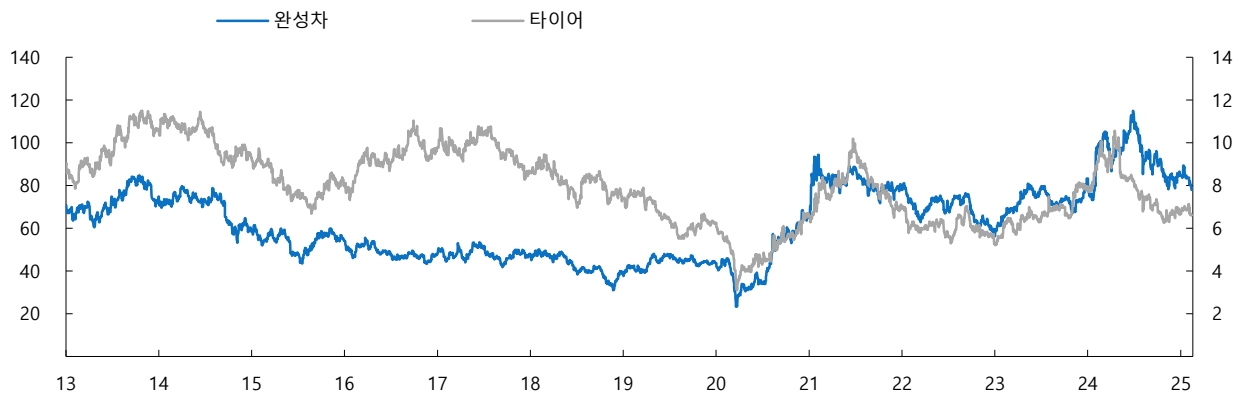
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림35. 4~5월부터 부과될 관세가 자동차 업종의 이익 추정치 하향 조정을 이끌고 있음



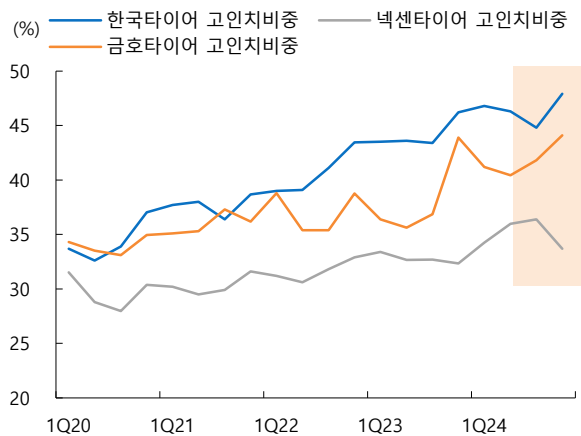
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림36. 타이어 업종은 완성차 업종의 주가 부진과 P-C 스프레드의 피크아웃으로 주가 하락



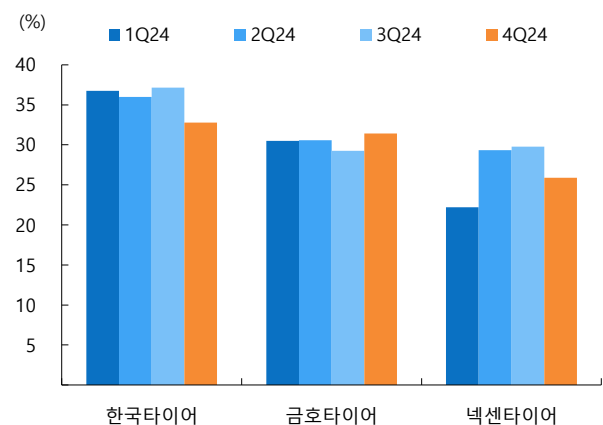
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림37. 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어의 고인치 타이어 비중은 각각 47.9%, 44.1%, 33.7%



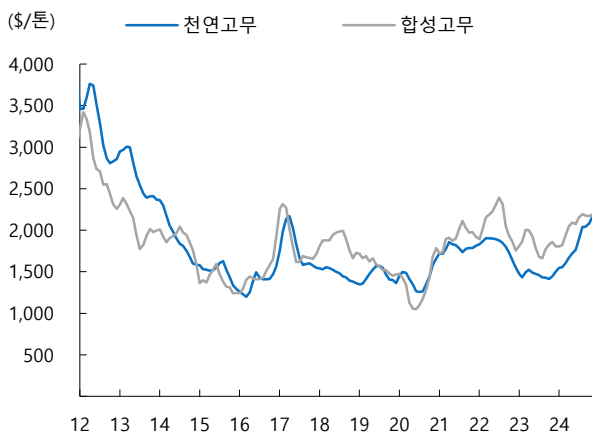
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림38. 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어의 GPM은 3분기까지 37%, 30%, 30%를 유지하다가, 4분기에 꺾임



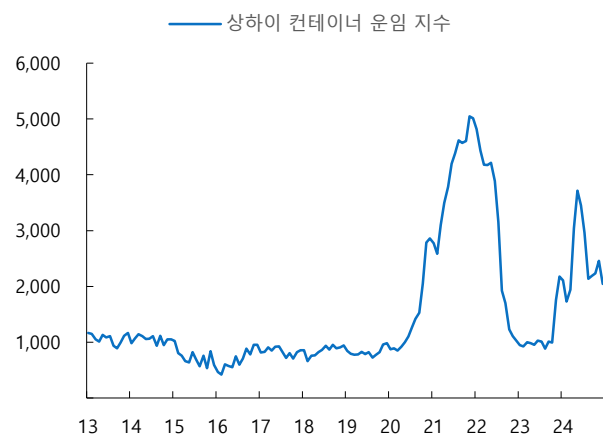
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림39. 천연고무, 합성고무 단가 YoY +44.4%, +12.2%



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림40. 상하이 컨테이너 운임지수 YoY -6.1%



자료: KITA, iM증권 리서치본부

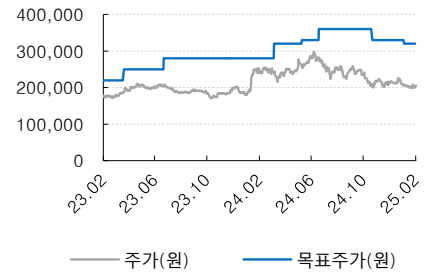
표9. 자동차·부품·타이어 업종의 11개 커버리지의 실적 테이블

			(십억원)	1Q24	4Q24	1Q25E	Cons (1Q25)	Cons. 대비	YoY
★현대차	시가총액	43.1	매출액	406,590	466,240	432,192	431,682	0.1	6.3
	현재주가	206,000	영업이익	35,574	28,220	33,566	36,545	-8.2	-5.6
	12M Fwd P/E	4.6	지배순이익	32,310	22,803	28,539	32,200	-11.4	-11.7
	목표주가	320,000	영업이익률(%)	8.7	6.1	7.8	8.5	-0.7	-1.0
	상승 여력	55.3	순이익률(%)	7.9	4.9	6.6	7.5	-0.9	-1.3
기아	시가총액	37.6	매출액	262,130	260,740	267,858	274,706	-2.5	2.2
	현재주가	94,600	영업이익	34,257	26,856	26,786	32,174	-16.7	-21.8
	12M Fwd P/E	4.0	당기순이익	28,091	21,238	20,546	25,420	-19.2	-26.9
	목표주가	150,000	영업이익률(%)	13.1	10.3	10.0	11.7	-1.7	-3.1
	상승 여력	58.6	순이익률(%)	10.7	8.1	7.7	9.3	-1.6	-3.0
현대모비스	시가총액	23.7	매출액	138,692	147,107	142,390	144,573	-1.5	2.7
	현재주가	254,500	영업이익	5,427	9,861	8,259	8,546	-3.4	52.2
	12M Fwd P/E	6.0	지배순이익	8,611	12,734	9,253	10,629	-12.9	7.5
	목표주가	320,000	영업이익률(%)	3.9	6.7	5.8	5.9	-0.1	1.9
	상승 여력	25.7	순이익률(%)	6.2	8.7	6.5	7.4	-0.9	0.3
현대오토에버	시가총액	3.8	매출액	7,313	11,595	7,991	8,302	-3.7	9.3
	현재주가	138,900	영업이익	307	727	439	445	-1.2	43.2
	12M Fwd P/E	18.7	지배순이익	254	502	365	336	8.7	43.8
	목표주가	200,000	영업이익률(%)	4.2	6.3	5.5	5.4	0.1	1.3
	상승 여력	44.0	순이익률(%)	3.5	4.3	4.6	4.0	0.5	1.1
한온시스템	시가총액	3.1	매출액	24,046	25,498	25,798	24,917	3.5	7.3
	현재주가	4,505	영업이익	653	-988	527	473	11.5	-19.2
	12M Fwd P/E	-159.5	지배순이익	83	-2,916	-101	-41	145.4	-221.4
	목표주가	5,500	영업이익률(%)	2.7	-3.9	2.0	1.9	0.1	-0.7
	상승 여력	22.1	순이익률(%)	0.3	-11.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.7
★HL 만도	시가총액	2.1	매출액	21,073	24,217	21,989	22,347	-1.6	4.3
	현재주가	44,350	영업이익	756	1,126	896	936	-4.3	18.5
	12M Fwd P/E	7.1	지배순이익	1,396	445	560	593	-5.5	-59.9
	목표주가	60,000	영업이익률(%)	3.6	4.6	4.1	4.2	-0.1	0.5
	상승 여력	35.3	순이익률(%)	6.6	1.8	2.5	2.7	-0.1	-4.1
현대위아	시가총액	1.2	매출액	21,416	21,137	21,395	21,580	-0.9	-0.1
	현재주가	42,800	영업이익	598	554	623	589	5.8	4.2
	12M Fwd P/E	7.0	지배순이익	357	438	346	321	7.8	-3.0
	목표주가	60,000	영업이익률(%)	2.8	2.6	2.9	2.7	0.2	0.1
	상승 여력	40.2	순이익률(%)	1.7	2.1	1.6	1.5	0.1	0.0
SNT 모티브	시가총액	0.7	매출액	2,220	2,858	2,291	2,382	-3.8	3.2
	현재주가	27,800	영업이익	220	290	229	245	-6.5	4.1
	12M Fwd P/E	6.4	지배순이익	269	332	205	229	-10.3	-23.7
	목표주가	34,000	영업이익률(%)	9.9	10.1	10.0	10.3	-0.3	0.1
	상승 여력	22.3	순이익률(%)	12.1	11.6	9.0	9.6	-0.6	-3.2
★한국타이어 애펜테크놀로지	시가총액	4.8	매출액	21,273	25,315	22,618	22,285	1.5	6.3
	현재주가	38,650	영업이익	3,987	4,734	3,732	3,656	2.1	-6.4
	12M Fwd P/E	3.7	지배순이익	3,561	442	2,810	2,663	5.5	-21.1
	목표주가	60,000	영업이익률(%)	18.7	18.7	16.5	16.4	0.1	-2.2
	상승 여력	55.2	순이익률(%)	16.7	1.7	12.4	11.9	0.5	-4.3
금호타이어	시가총액	1.5	매출액	10,445	12,466	11,202	11,742	-4.6	7.2
	현재주가	5,080	영업이익	1,456	1,532	1,792	1,693	5.9	23.1
	12M Fwd P/E	3.6	지배순이익	873	762	1,113	974	14.3	27.5
	목표주가	8,000	영업이익률(%)	13.9	12.3	16.0	14.4	1.6	2.1
	상승 여력	57.5	순이익률(%)	8.4	6.1	9.9	8.3	1.6	1.6
넥센타이어	시가총액	0.5	매출액	6,781	6,976	7,177	7,058	1.7	5.8
	현재주가	5,450	영업이익	416	155	431	331	30.1	3.6
	12M Fwd P/E	3.9	지배순이익	408	480	287	171	68.0	-29.6
	목표주가	10,000	영업이익률(%)	6.1	2.2	6.0	4.7	1.3	-0.1
	상승 여력	83.5	순이익률(%)	6.0	6.9	4.0	2.4	1.6	-2.0

자료: iM증권 리서치본부

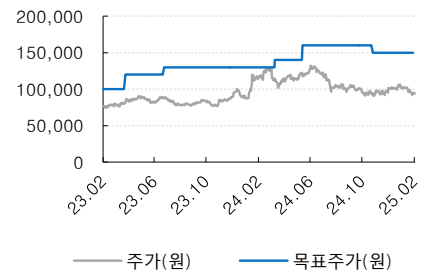
현대자동차(005380) 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-10	Buy	250,000	-19.4%	-16.0%
2023-07-12	Buy	280,000	-28.8%	-8.8%
2024-03-26	Buy	320,000	-23.8%	-13.4%
2024-05-30	Buy	330,000	-16.2%	-9.7%
2024-07-09	Buy	360,000	-32.5%	-22.6%
2024-11-11	Buy	330,000	-35.4%	-31.5%
2025-01-24	Buy	320,000		



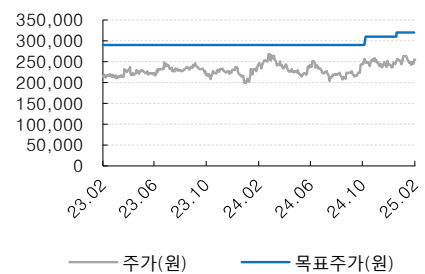
기아(000270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-10	Buy	120,000	-28.4%	-24.9%
2023-07-10	Buy	130,000	-29.8%	-1.2%
2024-03-26	Buy	140,000	-18.6%	-12.5%
2024-05-30	Buy	160,000	-31.9%	-17.3%
2024-11-11	Buy	150,000		

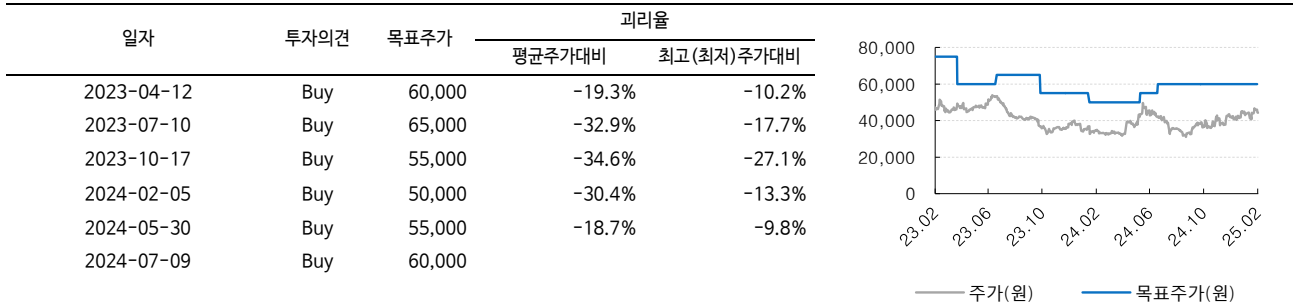


현대모비스(012330) 투자의견 및 목표주가 변동추이

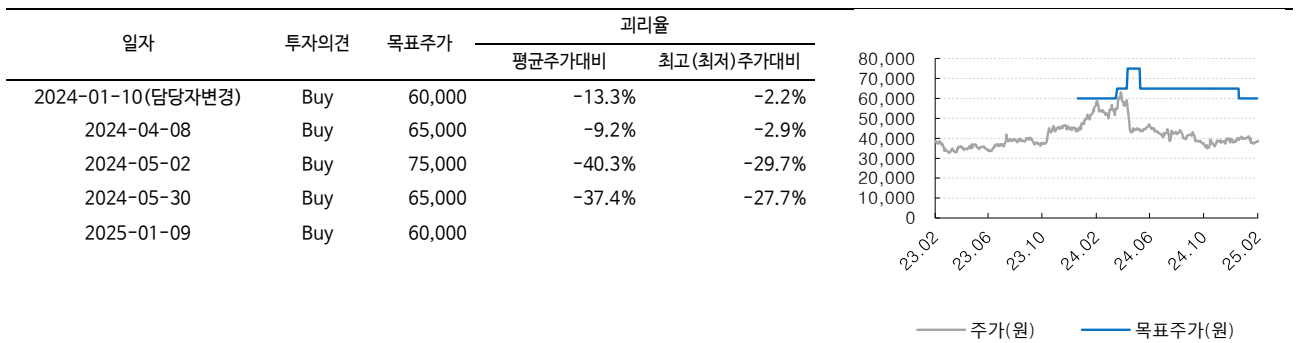
일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-28	Buy	310,000	-20.5%	-16.6%
2025-01-09	Buy	320,000		



HL만도(204320) 투자이전 및 목표주가 변동추이



한국타이어앤테크놀로지(161390) 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%