Mobility

하반기 전망

관세와 자율주행의 격랑(激浪)

Mobility. 윤혁진

SK 증권

Mobility 비중확대(유지)

관세와 자율주행의 격랑(激浪)

최근 1 년간 한국 자동차 섹터 기업들의 주가는 적극적인 밸류업 정책, 저평가 매력에도 불구하고 우하향 하는 추세를 보였다. 가장 큰 요인은 ① 트럼프 2 기 정부의 자동차 관세 부과에 따른 실적악화 우려, ②현대차 그룹의 자율 주행 및 SDV 경쟁력 부재에 대한 우려로 볼 수 있다. 한국 자동차 산업에 다가오는 두 개의 큰 파고를 잘 타고 넘는다면 다시 레벨업 될 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

관세에 대한 우려는 지금이 가장 높은 시점

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 미국의 수입 자동차 25% 관세는 1 차적으로는 현대차/기아가 미국시장에서 판매하는 171 만대의 차량(24 년 기준) 중 수입분 114 만대(한국 수출 97 만대, 멕시코 수출 17 만대)의 수익성에 직접적인 영향을 미친다. 2 차적으로는 차량 가격 상승으로 인한 미국 자동차 시장의 위축, 그리고 경쟁심화와 수익성 악화가 우려되는 상황이다. 하지만 미국 기업인 GM 도 수입차량 비중이 44%에 달하고, 미국내 100% 조립이 가능한 Ford 조차도 주력 차종인 F-150 의 미국/캐나다 외 부품 조달 비중이 68%에 달한다. 결론적으로 25% 관세는 낮아질 수밖에 없으며, 지금이 관세 우려가 가장 높은 시점이다.

자율주행: 가깝지만 먼 미래
Fast Follower 기대

테슬라의 FSD 시연 영상과 중국 로보택시들의 주행 영상이 시시각각 공개되면서, 자율주행 기술이 곧 Level 4~5 수준에 도달할 것이라는 기대감이 고조되고 있다. 그러나 여전히 안전성 확보와 국가별 규제라는 본질적인 과제가 해결되지 않은 채 남아 있다. 이와 같은 환경 속에서 42 닷, 모셔널, 웨이모 등과 전략적 협력을 이어가고 있는 현대차그룹은 기술 격차를 빠르게 좁혀 나가는 Fast Follower 로서 의미 있는 진전을 보여줄 것으로 기대된다.

Top Picks
현대모비스, HL 만도

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 한미일 3 국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다. 완성차보다 부품을

선호하며 1) 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**와 2) 미국내 생산비중이 높은 테슬라, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되는 **HL 만도**를 Top picks 로 제시한다

Analyst 윤혁진
hjyoon2019@sks.co.kr / 3773-9025

25 년 상반기 리뷰: 관세가 지배했던 상반기

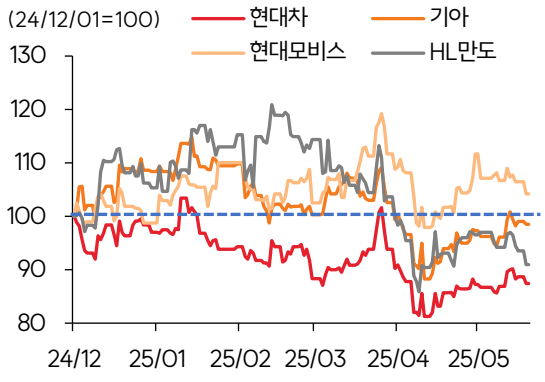
대규모 미국 투자도 하락 추세를 못 돌린 상반기

대부분의 자동차 섹터 기업 주가는 24 년 6 월 고점 이후 1 년 가까이 하락세를 계속 유지 중이다. 2Q24 실적이 고점일 것이라는 피크아웃 우려, 트럼프 당선에 따른 관세 부과 우려로 부진했던 주가는 올해 3 월 현대차 그룹의 대규모 미국 투자발표를 앞두고 관세 인하 기대감으로 반등세를 보이기도 했다. 하지만 결국 미국이 모든 수입 자동차에 25% 관세를 부과하면서 현대차·기아 등의 주가는 저점을 기록했다 (도요타, 혼다 자동차도 4 월초가 저점)

수입차 25% 관세 부과의 최대 수혜 기업은 미국내 생산 100% 가능한 Ford 라고 말 할 수 있지만, Ford 의 주가도 관세 부과 발표 후 신저가를 기록하기도 했다. 포드의 주력 모델인 F-150 조차도 조립은 미국에서 하지만, 미국/캐나다 이외의 부품 비중이 60%를 상회하기 때문이다. Ford 는 관세 관련 비용을 25 억달러로 추정하고 있으며, 관세 관련 불확실성으로 25 년 연간 실적 가이던스를 철회했다. GM 은 이익의 20% 내외가 감익하는 30 억 달러(관세 부담 최대 50 억 달러, 그 중 한국 수입차량에서 20 억달러)를 관세 관련 부담으로 추정하고 있다.

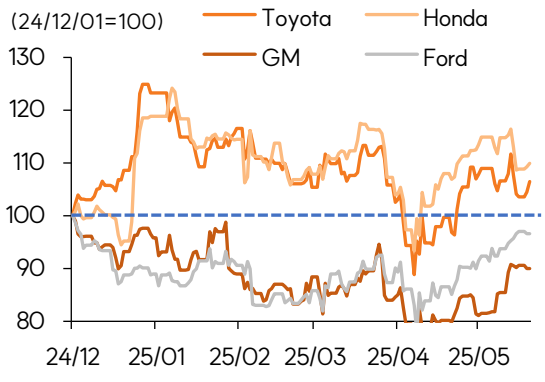
한미일 3국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다.

자동차 섹터 주요 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 주요 자동차 기업 주가 추이



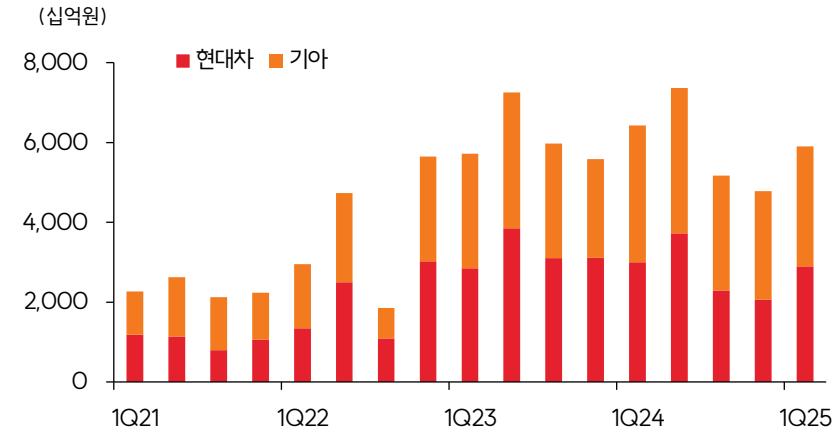
자료: Bloomberg, SK 증권

25 년 하반기 전망: 관세와 자율주행의 격랑(激浪)

지금이 관세 우려가 가장 높은 시점

한국 자동차 섹터 기업들의 주가는 24 년 2 분기 실적 호조와 밸류업 정책이 맞물리면서 24 년 6 월에 고점을 기록했지만, 자동차 산업의 저평가 매력에도 불구하고 최근 1년간 우하향 하는 추세를 보였다. 정부의 밸류업 지원 정책에 대한 실효성 및 기대감이 약해지고, 향후 실적 우려가 점증하며 하락하던 주가는 트럼프 당선과 관세 부과 공언으로 2 년전 수준으로 내려갔다.

현대차, 기아 합산 영업이익 추이: 결국 2Q24 피크아웃

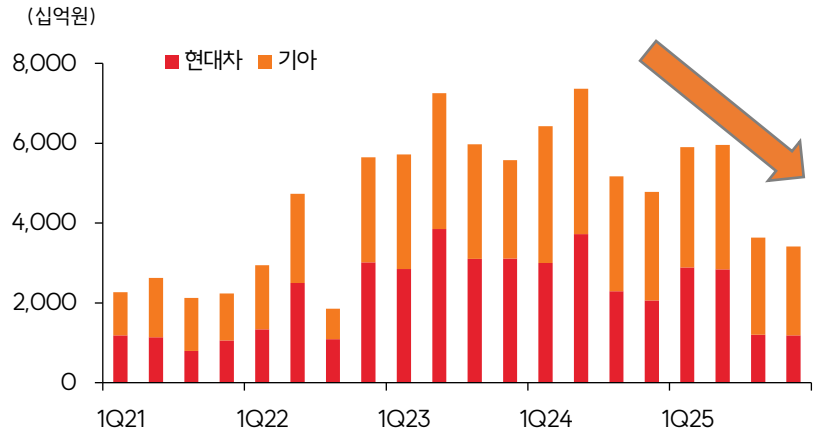


자료: SK 증권
주: 현대차는 자동차부문 영업이익

양호한 실적에도 불구하고, PER 4 배 수준까지 하락한 주가의 가장 큰 요인은 ① 트럼프 2 기 정부의 자동차 관세 부과에 따른 실적악화 우려, ②현대차 그룹의 자율주행 및 SDV 경쟁력 부재에 대한 우려로 볼 수 있다. 관세에 따른 실적 악화가 EPS 전망치를 낮추고, 자율주행 기술의 열위가 밸류에이션 멀티플을 낮추고 있다. 한국 자동차 산업에 다가오는 두 개의 큰 파고를 잘 타고 넘는다면 현대차 그룹은 이전에도 그랬듯이 레벨업 될 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

미국 시장의 이익 기여도가 50%를 상회하는 현 상황에서, 미국의 수입 자동차 25% 관세는 1 차적으로는 현대차·기아가 미국시장에서 판매하는 171 만대의 차량(24 년 기준) 중 수입분 114 만대(한국 수출 97 만대, 멕시코 수출 17 만대)의 수익성에 직접적인 영향을 미친다. 대당 관세는 6,000 불을 상회할 것으로 추정되며, 25% 관세를 판가 유지하면서 판매량을 유지할 경우 관세로 인한 연간 비용은 현대차 5.2 조원, 기아 4.0 조원으로 추정된다.

현대차, 기아 합산 영업이익 추이: 올해 하반기 레벨 다운



자료: SK 증권
주: 현대차는 자동차부문 영업이익

2 차적으로는 차량 가격 상승으로 미국 자동차 시장이 위축되고, OEM 간 경쟁심화와 수익성 악화가 우려되는 상황이다. 현대차그룹이 판가를 10% 올리고, 미국 시장 수출 물량이 20% 감소한다고 가정하면 관세로 인한 연간 비용은 현대차 3.8 조원, 기아 2.9 조원으로 추정된다. 결론적으로 관세로 인한 연간 비용은 현대차, 기아 양사 모두 연간 영업이익의 20~30%에 달할 것으로 예상한다.

현대차·기아 미국 관세로 인한 영업이익 영향 추정

	미국 시장 판매량(천대)	미국 현지 생산량(천대)	관세 노출 물량 (천대)	추정 FOB 가격 (USD)	대당 관세 (USD)	25% 관세의 영익 영향(연간 가정, 조원)	
						판가 & 판매량 유지	판가 10% 상승 수출 20% 감소
현대차	930	368	562	25,664	6,416	-5.2	-3.8
기아	812	361	451	24,682	6,171	-4.0	-2.9

자료: SK 증권 추정

관세 영향은 아군, 적군을 가리지 않는다.

미국 기업인 GM 도 미국내 판매량 중 수입차량 비중이 44%에 달하고, 미국내 100% 조립이 가능한 Ford 조차도 주력 차종인 F-150 의 미국/캐나다 외 부품 조달 비중이 68%에 달한다. GM 실버라도는 미국, 캐나다, 멕시코에서 생산하고 있어, 미국외 생산차량은 관세 영향권에 있으며, 도요타의 RAV4 도 캐나다에서 생산중이라 관세에 직접적인 영향을 받는다. 조립지역이 미국인 차량들도 미국외의 부품 조달 비중들이 높아 관세 영향을 받을 수밖에 없는 상황이다. 결론적으로 현재의 25% 관세는 낮아질 수밖에 없으며, 지금이 관세 우려가 가장 높은 시점이다.

OEM 주력 모델의 미국/캐나다 조달 비율

OEM	Model	Procurement rate U.S./Canada	Procurement rate Other countries	Assembly Plant
Ford	**F-150**	**32%**	N/A	**미국**
GM	**Chevrolet Silverado**	**37%**	**36% Mexico**	**미국, 캐나다, 멕시코**
Stellantis	Ram 1500	61%	32% Mexico	미국, 멕시코
Tesla	**Model Y**	**70%**	**20% Mexico**	**미국**
Toyota	RAV4	70%	15% Japan	캐나다, 일본
Honda	CR-V	60%	15% Japan	미국, 캐나다
Nissan	Rogue	25%	45% Japan	미국, 일본
Subaru	Crosstrek (XV)	45%	35% Japan	미국, 일본
Mazda	CX-5	5%	90% Japan	일본
Hyundai	**Tucson**	**0-1%**	**80-85% Korea**	**미국, 한국, 멕시코**
VW	Atlas / Atlas Cross Sport	48-50%	32-34% Mexico	미국
Mercedes-Benz	GLE-Class	10%	25% Germany	미국
BMW	X5	28%	19% Germany	미국

자료: Marklines, SK 증권

테슬라의 FSD 시연 영상과 중국 로보택시들의 주행 영상이 시시각각 공개되면서, 자율주행 기술이 곧 Level 4~5 수준에 도달할 것이라는 기대감이 고조되고 있다. 또한 테슬라가 6 월부터 텍사스 오스틴에서 로보택시를 시작하고, 바이두의 Apollo Go 는 이미 중국 10 개 이상의 도시에서 로보택시 서비스를 운영하고 있어 이미 자율주행 시대가 눈 앞에 있는 것 같기도 하다. 그러나 여전히 안전성 확보와 국가별 규제라는 본질적인 과제가 해결되지 않은 채 남아 있다. 이와 같은 환경 속에서 42 닷, 모셔널, 웨이모 등과 전략적 협력을 이어가고 있는 현대차·기아는 기술 격차를 빠르게 좁혀 나가는 Fast Follower 로서 의미 있는 진전을 보여줄 것으로 기대된다.

Top Picks
현대모비스, HL 만도

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 한미일 3 국 모두 자동차 관세에 대해서 양보하기 어렵지만, 미국 기업조차도 피해를 입고 있는 이러한 자동차 관세는 지속되기 어려운 상황이다. 관세율의 하락과 자동차 부품에 대해서는 좀더 관대한 관세를 기대하는 이유이다. 완성차보다 부품을 선호하며 1) 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**와 2) 미국내 생산비중이 높은 테슬라, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되는 **HL 만도**를 Top picks 로 제시한다

Top Picks: 현대모비스

AS 부품은 관세에도 불구하고 고수익 유지 전망

관세의 명암
수출 가격 상승과 물량 감소 vs. AS 부품 수요 확대와 가격 인상의 용이성

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. 신차 판매 둔화에 따른 AS 부품 사용 확대, AS 부품의 가격 전가 용이성 등 AS 부문의 강력한 수익성과 미국 전동화 공장 가동으로 관세에 유리해지는 **현대모비스**를 자동차 섹터내에 탑픽으로 유지한다.

현대모비스의 경우 미 관세에 대한 직접적인 영향은 멕시코 핵심부품 사업과 AS 사업이 받게 된다. 하지만 AS 부품은 다품종 소액 제품으로 가격 인상이 용이한 측면이 있고, 관세는 장기적으로 신차, 중고차 가격 상승을 유발하고, 차량 유지기간을 늘리기 때문에 AS 사업에는 긍정적인 측면도 존재한다. 동사는 미국의 자동차 관세에 대응하기 위해 5 월까지 최대한 재고를 축적(모듈 6 개월, AS 4.5 개월)하고 있으며, 중장기적으로 미국 현지화 확대와 멕시코 핵심부품 공장을 활용할 것으로 기대된다.

미국의 자동차 관세 정책은 Ford, GM, Tesla 도 미국외 지역에서 부품 조달을 크게 의존하고 있기 때문에 부품에 대해서는 완화된 정책을 기대한다. 트럼프 관세 시대에 완성차보다는 부품이 좀더 나은 투자 대안이 될 수 있을 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 31 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	51,906	59,254	57,237	60,004	62,325	64,254
영업이익	십억원	2,027	2,295	3,073	3,359	3,755	4,146
순이익(지배주주)	십억원	2,485	3,423	4,056	4,285	4,745	5,169
EPS	원	26,358	36,543	43,609	46,678	51,693	56,307
PER	배	7.6	6.5	5.4	5.3	4.8	4.4
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	4.4	4.9	3.7	3.3	2.4	1.5
ROE	%	6.8	8.7	9.4	8.9	9.1	9.2

Top Picks: HL 만도

관세 영향 없는 북미 고객사 매출 성장 기대

미국 생산 차량에 공급하는 부품은 물량 및 수익성에 우위 기대

포드와 테슬라를 기준으로 트럼프의 관세 정책을 예상하면, 완성차의 미국내 조립 조건은 고수할 것으로 예상하며, 수입 부품에 대해서는 좀더 관대할 것으로 추정된다. HL 만도의 제품들 중 미국향으로 공급되는 부품은 계약상으로는 완성차가 부담하는 조건이며, 대부분 한국과 멕시코에 있는 고객사 공장으로 공급된다. 미국으로 수출되는 완성차에 공급하는 부품은 장기적으로 단가 인하, 물량 감소의 우려가 있지만, 미국에서 조립하는 차량에 공급하는 부품은 관세 부과 대상이긴 하지만 미국내 대체 부품이 없기 때문에 상대적으로 물량과 수익성에 우위에 있다.

HL 만도는 자율주행 차량에서는 더욱 정밀한 제어가 필요한 전자화 조향/제동/서스펜션 부품을 현대차그룹, 북미 선도 EV 업체, GM, 중국 SDV 솔루션 업체 등에 공급하고 있다. 올해부터는 멕시코 공장을 증설하여 IDB2 를 북미 EV 업체에 납품 시작했으며, 하반기에는 물량이 증가하면서 수익성에도 기여할 것으로 전망한다.

2 분기부터 북미 선도 EV 업체의 차량 생산량 증가 기대

Ford, GM, Tesla 도 미국외 지역에서 부품 조달을 크게 의존하고 있기 때문에 미국의 자동차 관세 정책은 부품에 대해서는 좀더 완화된 정책을 기대한다. 트럼프 관세 시대에 완성차보다는 부품이 좀더 나은 투자 대안이 될 수 있을 것이다. HL 만도는 미국내 생산비중이 높은 북미 선도 EV 업체, 포드에 직접 공급하고 있으며, 북미 EV 업체향 IDB2 공급 본격화로 성장이 지속되기 때문에 **HL 만도를** 자동차 섹터내에 탑픽으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	7,516	8,393	8,848	9,291	10,313	11,391
영업이익	십억원	248	279	359	372	441	497
순이익(지배주주)	십억원	98	136	130	158	202	224
EPS	원	2,093	2,887	2,767	3,368	4,308	4,781
PER	배	19.3	13.6	14.7	9.9	7.7	7.0
PBR	배	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	5.9	5.7	5.3	4.8	4.2	3.7
ROE	%	4.8	6.2	5.5	6.1	7.4	7.7

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