Back to the Basic! 시리즈 1

2014. 3. 3 기업분석

자동차/부품
Analyst 강상민
02.3779-8446
auto.kang@etrade.co.kr

기아자동차 (000270)

Buy(maintain)

목표주가: 86,000원
현재주가: 55,400원

Stock Data

KOSPI(2/28)	1,979.99pt
시가총액	224,571억원
발행주식수	405,363천주
52주 최고가 / 최저가	68,900 / 49,550원
90일 일평균거래대금	758.79억원
외국인 지분율	34.2%
배당수익률(14.12E)	1.4%
BPS(14.12E)	59,327원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-1.1%
	3개월	-19.8%
	6개월	1.4%

주주구성	
현대자동차외 3인	35.6%
국민연금	6.0%

못난이 매력

구조적 성장한계 속에서 찾는 단기 투자 매력

중장기 완성차 성장구조는 여전히 불투명하다. 특히 '13.4Q 부진한 실적을 확인하며 스토리를 기다릴 여유도 잃었다. 그러면서 주가는 5개월째 부진한 흐름이다. 그러나, 이제는 과도해 보인다. 좀더 기본으로 돌아가 평가하고 대응하는 것이 효과적이지 않을까. 그 첫 번째가 "기아자동차"다.

(1) 전진이 쉽지 않지만 후퇴도 없다!

충분히 보수적인 시각으로, +1.7% 물량성장에 +1.3%(내수), +1.1%(수출) ASP상승으로, +3.1% 외형성장을 예상하고 있다. 경쟁에 따른 비용상승 압력은 원가절감 노력으로 상쇄되는 가운데 순이익 역시 +2.4% 성장할 것이다.

(2) 청산가치를 밑도는 Valuation!

향후 3년 연평균 EPS 상승률이 +6.9%에 그칠 것으로 보인다. ROE는 '16년에 15%대까지 하락할 것이다. 그렇다 하더라도 향후 3년 연평균 16.4% ROE에 P/B 0.93x는 가혹한 수준이다.

(3) 상대적으로 기대되는 단기 모멘텀!

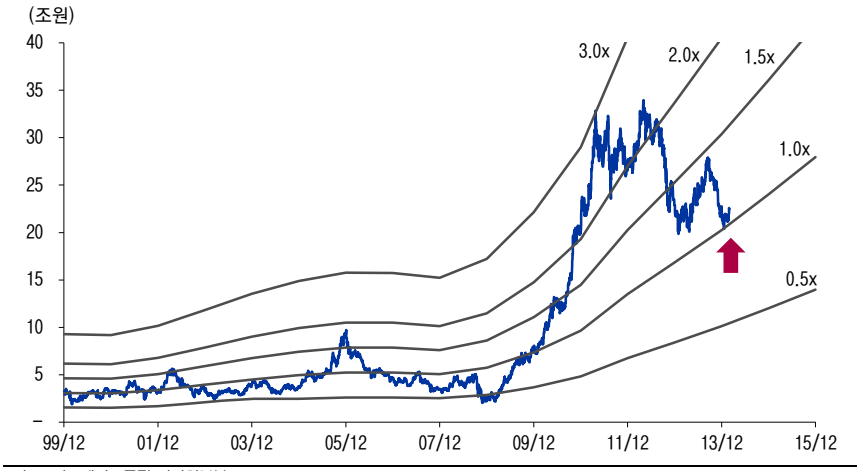
①환율은 상향 안정화되고 있고 ②상대적으로 강한 1Q 실적개선 모멘텀이 기대된다. 여기에 ③해외공장 증설 이벤트는 역시 기아차에 효과적이다.

못났다. 그래서 지금 더 매력적이다!

산이 높으면 골이 깊듯이 반대로 가장 취약하게 평가되어 왔기에 가장 매력적인 회복세를 기대할 수 있다. 3월 접어들며 "매수"의견을 강화한다.

Stock Price

기아자동차 P/B band와 시가총액 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

Contents

Investment Summary 3

I. 아직은 못 믿겠다 (?) 5

II. 전진도 쉽지 않지만 후퇴도 없다! 7

2014년 한국공장 중심으로 +4만대, +1.7%yoy 성장 전망
2014년 신차출시 등으로 ASP 상승세 지속 (내수 +1.3%, 수출 +1.1% 예상)
환율 안정: 연평균 원달러 평균환율 1,095원('13년) → 1,098원('14년(E))
2014년 매출액 49조 595억원, +3.1% 예상
원가율 78.5%로 하향(-0.3%p) 안정: 인건비율↑, 경비비율↑, 재료비율↓
판관비율 14.8%(+0.3%p): 마케팅비용 증가(+6.0%)로 소폭 상승
2014년 영업이익률 방어 예상 ('13년 6.7% → '14년(E) 6.7%)
중국법인 중심의 지분법증가로 세전이익 5조 781억원, +5.2% 성장
2014년 당기순이익 3조 9,074억원, +2.4% 성장 예상, 법인세율은 또 다른 변수
ROE: 2014년(E) 17.6% → 2015년(E) 16.2% → 2016년(E)15.5%
2014년 분기 영업이익률 추이: 1Q(E) 6.1% → 2Q(E) 6.9% → 3Q(E) 6.8% → 4Q(E) 7.0%

III. 회수 사이클은 지속된다! 14

'09년~'13(E) 5년간 총 24.7조원 영업활동 현금창출(유입), 증자 감안시 25.0조원
5년간 현금유출 총 11.1조원
총 9.0조원 타인자본 상환: 총 차입금 '08년말 12.35조원 → '13년말 3.34조원
총 4.9조원 현금 증가: 총 현금성자산 '08년말 1.4조원 → '13년말 6.3조원
순차입금 기준, 과거 5년간 총 13.9조원(연평균 2.8조원) 잉여 창출
2016년 순현금 8조원 내외 예상, 지속되는 내부잉여 확대국면
Enterprise value 19.5조원에 불과

IV. 그래도 나가면 번듯하다! 16

V. 다시 고민해야 하는 세 가지 이유 18

(1)전진도 없지만 후퇴도 없다 → 2014(E) EPS +2.4%
(2)청산가치를 밑도는 Valuation → '14(E)~'16(E) ROE Avg. 16.4% vs. P/B 0.93x
(3)상대적으로 매력적인 모멘텀: ①환율안정, ②QoQ실적 개선 ③해외공장 증설

VI. 못났다. 그래서 지금 더 매력적이다! 21

Investment Summary

아직은 못믿겠다(?)

아직도 가장 믿음직스럽지 못하다. 불투명한 경영환경에서 기아차의 기업가치 흐름에 대한 투자자들의 불안감이 상대적으로 더 크게 반영되고 있는 상황이다. 그러나,

너무 짧은 시간의 극적인 턴어라운드 경험 때문인지, 흔들리는 펀더멘탈 흐름에 불안감이 너무 확대되어 반영되는 것은 아닐까. 순자산가치만큼도 반영하지 못하는 현주가(P/B 0.93x)는 기아차의 대응능력을 과소평가하고 있을지도 모른다는 생각이다. 만약 어느 쪽으로든 심리적 치우침으로 균형을 잃은 것이라면 이것은 곧 또 다른 기회가 될 수 있지 않을까.

이것이 2014년 초 꼼꼼히 기아차 펀더멘탈을 정리해 볼만한 이유인 것이다.

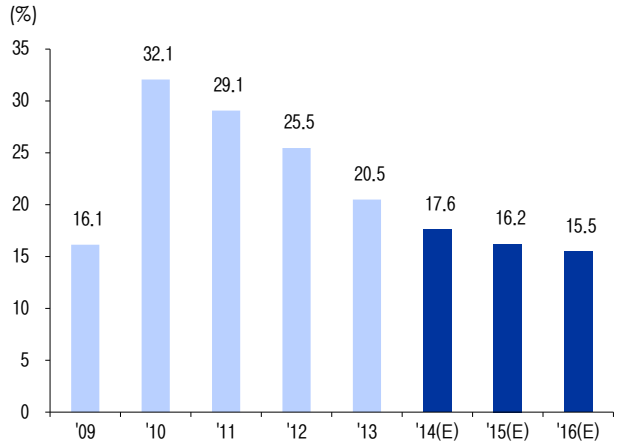
(1) 전진도 쉽지 않지만 후퇴도 없다!

낮은 물량성장 잠재력에 흔들리는 환율환경, 심화되는 경쟁, 2014년 걱정이 앞선다. 그러나 우리는 기아차의 펀더멘탈이 전진도 쉽지 않지만 그렇다고 후퇴가 있을 것으로도 보지 않는다. 한국공장을 중심으로 +4만대, +1.7%의 연결매출액 기반 판매대수 성장에, 한국공장 내수 및 수출 ASP가 각각 +1.3%, +1.1% 상승하며 매출액은 +3.1% 증가할 것으로 보고 있다. 경쟁심화에 따라 마케팅비용 상승이 불가피해 보이지만 다양한 원가절감 활동으로 상쇄시킬 수 있을 것으로 보이는 만큼 영업이익률은 2014년에도 6.7% 수준을 유지해 줄 수 있을 것으로 보고 있다. 여기에 중국법인 증설효과로 세전이익 성장률은 +5.2%에 이를 것으로 예상한다.

특히, 현금흐름 측면의 매력적인 기업가치 성장 추세는 지속될 것이다. 기아차는 09년~13년까지 총 25.0조원을 벌어들이고 이 가운데 11.1조원을 투자 등을 위해 사용, 나머지 13.9조원을 잉여로 남겼다. 이 가운데 9.0조원은 차입금을 상환했으며, 현금성자산을 4.9조원 늘렸다. 결국 2008년말 10.9조원을 상회하던 순차입금이 2013년말 순현금 3.0조원으로 개선되었다.

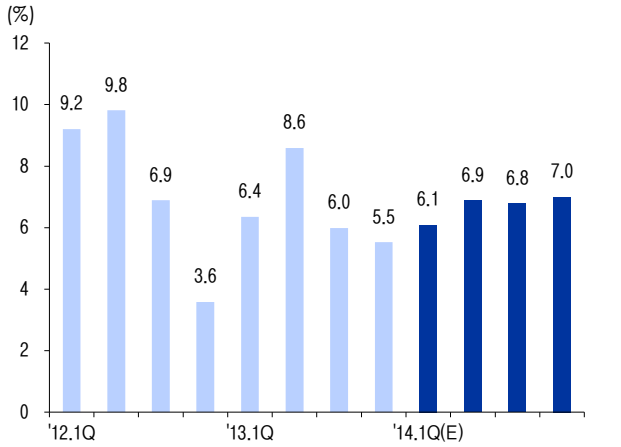
이러한 기아차의 재무구조 개선을 통한 기업가치 상승구조는 지속될 것이다. 우리는 보수적으로 보더라도 2016년 순현금이 6.2조원 이상으로 상승, 내부잉여 확대국면이 지속될 것으로 보고 있다. 기아차의 회수 사이클은 지속될 것이라는 판단이다.

[그림1] 기아자동차 ROE 추이



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] 분기 영업이익률 추이



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

(2) 청산가치를 밑도는 Valuation

이러한 가운데 기아차 현주가는 2014년 예상 P/B 0.93x 수준에서 주가가 평가되고 있다. 현대차(1.14x), 현대모비스(1.29x), 현대위아(1.61x), 만도(1.22x) 등 자동차업종 대형주들 가운데 절대적으로 가장 낮은 valuation이 적용되고 있다. 청산가치도 인정 받지 못하는 현 주가 수준이 단기적인 기아차의 투자매력을 주장하는 또 하나의 이유가 될 수 있을 것이다.

특히, 영업수익성, 향후 3년 평균 ROE 수준 등이 전세계 주요 완성차업체(Honda: ROE 13.2%, P/B 1.1x, GM: ROE 15.8%, P/B 1.3x, Toyota: ROE 13.3%, P/B 1.2x, Daimler ROE 14.8%, P/B 1.5x, BMW: ROE 14.4%, P/B 1.5x)대비 결코 뒤떨어지지 않음에도 불구하고 1x가 되지 않는 절대적으로 낮은 P/B는 과도한 우려가 반영되었다는 판단이다.

(3) 상대적으로 매력적인 단기 모멘텀

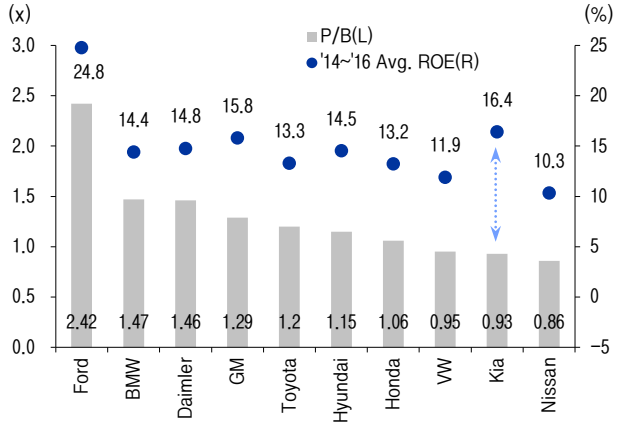
여기에 향후 전개될 몇몇 모멘텀이 상대적으로 기아차에 보다 긍정적으로 반영될 수 있다는 것도 주목해야 할 것이다.

먼저 ①환율 안정이다. 우리는 올해 1,075원 → 1,098원 → 1,100원 → 1,120원의 흐름으로 원달러 분기 평균환율이 상향 안정화 될 것으로 보고 있다. 1월 2일 1,050월 바닥으로 상승세를 탈 것이라는 전망이다. 여기에 ②1Q 실적 모멘텀 역시 기대할 수 있는 부분이다. 기아차는 지난해 4Q 영업이익률을 5.5%까지 추락시키면서 상대적으로 실망스러운 실적을 기록했다. 그러나 이제 환율이 안정을 찾고 4Q에 몰렸던 출고는 1Q에 출고 이상의 매출액 기반이 될 것이다. 지난해 4Q 실적에서 상대적으로 박탈감이 컸던 만큼 올해 회복감도 크게 작용할 수 있을 것이라는 판단이다. 마지막으로 ③해외공장 증설 영향 역시 기대할 만한 모멘텀이라 생각된다.

못났다. 그래서 지금 더 매력적이다!

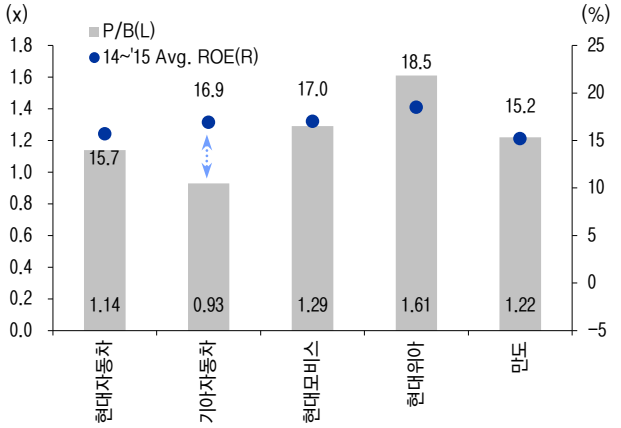
2014년 접어들며 전반적으로 자동차업종 투자심리는 심각하리만큼 썰렁했다. 그러나 이제 3월에 접어들며 자동차업종에도 봄 기운을 기대해 볼만하다. 환율안정, 실적회복, 성수기 진입, 무엇보다 장기간 소외되어온 상황에서 상대적 투자매력 회복을 기대해 볼 수 있기 때문이다. 이러한 관점에서 우리는 특히 기아차에 주목하고 있다. 산이 높으면 골이 깊듯이, 반대로 가장 취약하게 평가되어 왔던 기아차가 상대적으로 가장 매력적인 회복세를 보일 수 있기 때문이다.

[그림3] 세계 10대 완성차업체 ROE vs. P/B (2/28일 종가 기준)



주: 기아차, 현대차는 이트레이드증권 추정
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 자동차업종 상위 5개 업체 ROE vs. P/B (2/28종가 기준)



주: 기아차는 이트레이드증권 예상, 나머지 업체는 FnGuide 컨센서스 (2/28일 종가기준)
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

I. 아직은 못 믿겠다(?)

10년간의 지루한 정상화 작업, 그리고 극적인 재평가

모두가 기억하는 것처럼 1998년 10월, 3차 입찰에서 현대차가 인수자로 결정되면서부터 기아차의 새로운 성장사는 시작되었다. IMF체제하에서 강력한 기업체질 개선작업, 특히 한국 자동차산업에 요구되었던 구조조정은 기아차(그룹)에 집중되었으며, 이때부터 기아차의 지루한 정상화 작업이 전개되었다. 그리고 10년. 기아차는 금융위기를 맞아 또 다시 유동성 위기설에 휩싸이며 정상화의 길이 얼마나 험난한지를 보여주었다. 주가 역시 좋을 수가 없었다. 종가기준으로 고작 6,000원을 간신히 넘어섰던 것이 불과 6년 전, 2008년 연말이었다.

그러나, 10년 세월이 허무해질 것만 같았던 2008년 말의 심각함은 거짓말 같은, 기아차 턴어라운드의 시작이었다. 이후 펀더멘탈 만큼이나 기아차의 주가 상승세 역시 드라마틱 했다. 2008년 말 6,000원대를 바닥으로, 2009년 3월부터 본격적인 상승세를 타기 시작한 기아차 주가는 2011년 5월까지 25개월 이상 이렇다 할 조정 없이 가파른 상승세를 연출했다. 2년 여 만에 주가는 80,000원에 근접하며 무려 12배에 가까운 놀라운 상승세를 기록했다. 10여년의 힘들고 지루한 정상화 노력이 일순간 결실을 맺게 된 것이다.

그러나, 2011년 봄 이후 다시 3년째 주가 제자리

하지만 항상 그렇듯 무섭게 오르던 기아차 주가도 조정국면을 피할 수 없었다. 그리고 3년이 지난 이제는 짧고 강력한 상승세의 피로감 때문이라고 하기에는 지루하리만큼 조정국면이 장기화 되고 있다. 기아차 주가는 2011년 봄 이후 3년째 이렇다 할 의미 있는 상승세를 만들지 못하고 50,000원~70,000원 사이에서 맴돌고 있다. 특히 2013년 9월부터는 심각한 하락세를 연출하며 5개월째 부진한 주가흐름을 이어오고 있다. 결국 2014년 들어 기아차 주가는 턴어라운드 성공 이후 주가 바닥이라고 할 수 있는 50,000원대 초반까지 주저앉아 버렸다.

불리해진 경영환경에서, 최근에는 가장 취약한 주가 흐름

불리해지는 경영환경에 대한 반응일 것이다. 현대차그룹의 양적 성장이 한계에 봉착한 가운데 (1)원달러 환율의 하락 (2)엔달러 환율의 상승 (3)Toyota를 중심으로 경쟁업체들의 회복에 따른 경쟁심화 등 한국 자동차업계에 불리해진 경영환경에 대한 우려가 반영되고 있는 것이다. 문제는 기아차 주가에 가장 민감하게 반영되고 있다는 것. 현대차 주가가 직전 고점(13.10) 대비 -9% 하락 것에 반해, 기아차 주가는 무려 -20%나 위축되며 특히 부진한 흐름이다.

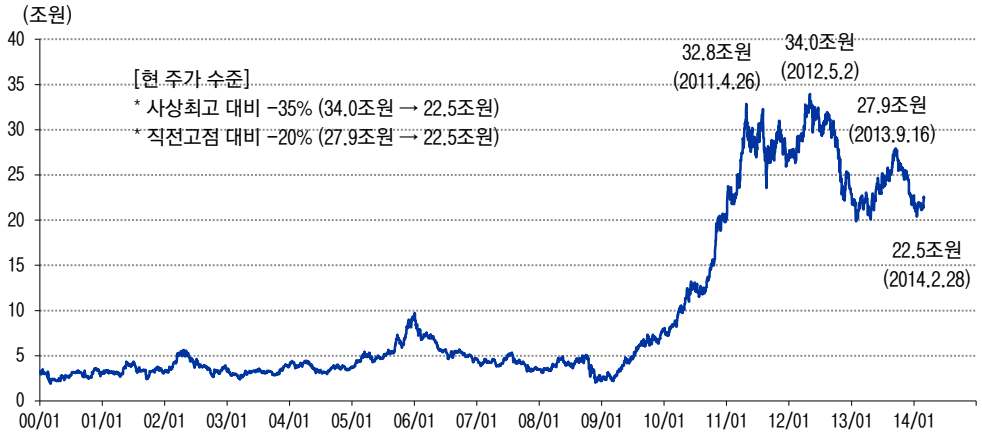
2014(E) P/B 0.93x, 아직도 이렇게나 믿음직스럽지 못한 것일까...

결국, 아직도 믿음직스럽지 못한 것이다. 불투명한 경영환경에서 기업가치 흐름에 대한 투자자들의 불안감이 상대적으로 더 크게 반영되고 있는 것이다. 그러나,

너무 짧은 시간의 극적인 턴어라운드 경험 때문인지, 흔들리는 펀더멘탈 흐름에 불안감이 너무 확대되어 반영되는 것은 아닐까. 순자산가치만큼도 미치지 못하고 있는 현주가 수준(P/B 0.93x)은 기아차의 대응능력을 과소평가하고 있는 것인지도 모른다는 생각이다. 만약 심리적 치우침으로 균형을 잃은 것이라면 이것은 곧 또 다른 기회가 될 수 있지 않을까.

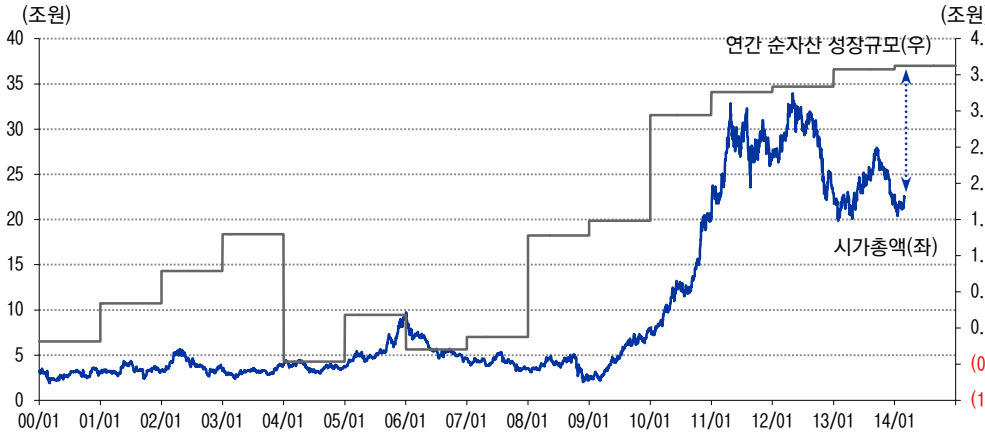
이것이 2014년 초 꼼꼼히 기아차 펀더멘탈을 정리해 볼만한 이유인 것이다.

[그림5] 기아자동차 시가총액 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 기아자동차 연간 순자산 성장규모(순이익)와 시가총액 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 기아자동차 P/B band와 시가총액 추이

자료: 이트레이드증권 리서치본부

II. 전진도 쉽지 않지만 후퇴도 없다 !

먼저, 성장측면. 판매대수이건, 매출액이건 혹은 이익규모건, 2014년 기아차의 성장에 대해 우리는 쉽지 않은 것도 사실이지만, 그렇다고 쉽게 위축될 것으로도 보지 않는다. 전진도 쉽지 않지만 후퇴도 없다는 것이다.

[표1] 기아자동차 모델별 wholesale 전망 (단위: 천대)

구 분			2010	2011	2012	2013	2014(E)	2015(E)	비 고
연결	KMC	Morning	205	250	239	258	255	256	
		Pride	181	195	237	237	235	233	
		K3/Forte	261	240	241	243	240	240	
		K5	120	159	160	137	130	140	
		K7	48	30	26	44	60	55	
		K9	-	-	8	7	11	10	
		Ray	-	4	44	27	25	25	
		Soul	155	168	156	154	210	200	13년 말 New Soul 출시
		Sportage	113	176	161	159	135	155	
		Sorento	100	128	114	102	106	115	14년 하반기 New Sorento 출시
		Carens	43	41	29	62	55	56	13년 상반기 New Carens 출시
		Carnival	55	61	55	49	59	60	14년 상반기 New Carnival 출시
		Bongo III	93	101	96	99	100	100	
		etc.	28	28	23	20	20	20	
		sub total	**1,400**	**1,581**	**1,589**	**1,598**	**1,641**	**1,665**	2014년 예상 성장률 +2.7%
	KMMG	K5	-	35	129	134	130	130	
		Sorento	138	146	132	130	135	135	
		(AN)	29	91	98	106	105	105	
		sub total	**167**	**272**	**358**	**370**	**370**	**370**	
	KMS	Venga	-	11	35	30	30	30	
		cee'd	96	104	121	123	120	120	
		Sportage	54	101	136	160	160	160	
		(EL)	79	37	-	-	-	-	
		sub total	**230**	**252**	**292**	**313**	**310**	**310**	
	KMR	Pride	-	21	100	101	100	100	HMMR로 부터 OEM
		sub total	**-**	**21**	**100**	**101**	**100**	**100**	
	연결 Total		**1,797**	**2,126**	**2,339**	**2,381**	**2,421**	**2,445**	2014년 예상 성장률 +1.7%
지분법	DYK		333	433	481	547	630	730	2014년 상반기 3공장 가동
Kia Total			**2,130**	**2,559**	**2,820**	**2,928**	**3,051**	**3,175**	2014년 예상 성장률 +4.2%
Kia Total (ex. KMR)			**2,130**	**2,538**	**2,720**	**2,827**	**2,951**	**3,075**	2014년 예상 성장률 +4.4%

자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

2014년 한국공장 중심으로 +4만대, +1.7%yoy 성장 전망 (연결매출 기준 238.1만대→242.1만대)

공장출고 기준, 기아차의 판매 실적은 2014년에도 크지는 않지만 꾸준한 성장세를 지속할 것으로 보인다. 연결실적 기반이 되는 출고판매는 현대차 러시아공장으로부터 조달 받는 물량을 포함하여 2013년 238.1만대에서 242.1만대로 4만대(+1.7%yoy)가 증가할 것으로 보고 있다. 역시 일부 증설과 더불어 주요 신차 출시 효과가 기대되는 한국공장 성장이 주요인이다.

우리는 2014년 기아차 한국공장 출고판매가 총 164.1만대로 2013년대비 +2.7%yoy 증가할 것으로 보고 있다. 전반적으로 2013년 시행된 주간연속 2교대의 안정화와 소하리공장 UPH 상승(40→44→48), 광주공장 UPH 상승(46→58) 효과 등 증설효과가 기대되는 가운데, 2013년말 출시된 New Soul의 연간실적 반영, 2014년 상반기 New Carnival, 하반기 New Sorento 등 연이은 신차출시가 한국공장 출고 성장을 견인할 것이라는 판단이다.

한국공장 외에 미국공장(37.0만대 → 37.0만대), 슬로바키아공장(31.3만대 → 31.0만대), 러시아(현대차)공장(10.1만대 → 10.0만대) 등은 생산능력의 한계 등으로 2013년 실적과 2014년 예상에서 큰 변화는 없을 것으로 보고 있다.

일반적으로 기아차는 중국법인을 포함하여 전체 연간 출고판매 실적을 발표하고 있다. 그러나 연결매출액 성장을 가늠하기 위해 평가하는 판매실적에서 중국은 제외되어야 하고, 오히려 현대차 러시아공장으로부터 조달분이 추가로 반영되어야 하는 것이 타당하다. 우리는 2014년 현대차 러시아공장 조달분을 10.0만대로 예상, 반영하고, 중국을 제외한 한국, 미국, 슬로바키아공장 출고실적을 232.1만대로 추정, 총 연결매출액의 기반이 되는 기아차 전세계 출고실적을 242.1만대(+1.7%yoy)로 예상하고 있는 것이다.

한편, 기아차의 사업계획을 기준으로 2014년 출고판매는 중국공장을 포함하여 총 296.0만대, +4.7%yoy로 계획, 제시되고 있다. 중국을 제외할 경우에는 233.0만대, +2.2%yoy 성장률인 셈이다. 여기에 현대차 러시아공장으로부터 조달분(당 팀 예상치 10.0만대)을 반영하면 기아차가 제시하는 올해 연결매출액 기반이 되는 출고판매는 243.0만대로 2013년(238.1만대)대비 +2.1%yoy 수준의 성장을 계획하고 있는 것으로 볼 수 있다.

결국, 기아차 2014년 물량기준 성장에 대해 우리는 기아차의 사업계획 +2.1%yoy보다도 낮은 +1.7%yoy로 보고 있다. 사업계획의 초과달성 가능성도 없지 않은 상황에서 기아차 물량성장에 대한 우리의 예상은 보수적이라 할 수 있다.

[표2] 기아자동차 ASP 가정 (단위: 백만원, 천달러, 원, %)

구 분		2011	2012	2013	2014(E)	2015(E)
ASP	내수	18.6	19.0	19.1	19.4	19.6
	수출(KRW)	14.6	14.9	15.0	15.3	16.0
	수출(USD)	13.1	13.2	13.8	14.0	14.2
환율	원달러	1,108	1,127	1,095	1,098	1,129
YoY	내수	-	1.9	0.7	1.3	1.1
	수출(KRW)	-	2.5	0.2	2.6	4.2
	수출(USD)	-	0.8	4.3	1.1	1.6
	원달러	-	1.7	-2.8	0.3	2.8

자료: 이트레이드증권 리서치본부

2014년 신차출시 등으로 ASP 상승세 지속 (내수 +1.3%, 수출 +1.1% 예상)

꾸준한 물량성장과 더불어 ASP 역시 높지는 않지만 상승세를 지속할 것으로 보인다. 한국공장 내수 출고의 경우 2012년 19.0백만원에서 2013년 19.1백만원으로 +0.7% 상승했는데, 2014년에는 19.4백만원으로 상승률(+1.3%)은 좀더 높아질 것으로 예상하고 있다. 상반기 New Carnival, 하반기 New Sorento 등 SUV 중심의 신차출시로 product mix가 개선되며 ASP 상승세가 지속될 것이라는 판단이다.

한편, 2013년에 +4.3%나 상승하며 13.8천달러까지 높아진 한국공장 수출 ASP의 경우 2014년에는 14.0천달러를 기록하며 +1.1% 추가상승이 가능할 것으로 보고 있다. Sportage F/L, K5 F/L, New Soul등 다양한 신차와 F/L모델들이 출시되며 비교적 큰 폭으로 상승했던 2013년 수출 ASP가 2014년은 다소 주춤하고 대신 내수출고 중심으로 ASP상승세를 이어갈 것이라는 판단이다.

기아차는 2014년 역시 활발한 신차(F/L) 출시로 한국공장 전체 출고 ASP가 2% 내외의 상승이 가능할 것으로 제시하고 있다. ASP는 신차(F/L) 출시에 따른 가격인상과 product mix의 변화 등과 함께 경쟁환경에 따른 인센티브 영향을 받는다. 우리의 예상치는 역시 기아차가 제시하는 ASP 상승에 비해 다소 보수적인 수준이다. 중대형 판매 확대를 통한 product mix 개선이 녹록하지 않고, 특히 심화되는 경쟁환경에 따른 인센티브 상승 가능성을 반영한 것이다.

[표3] 기아자동차 신차출시 계획

구 분	2013	2014
Domestic (Korea)	Carens(Mar), K5 F/L(June), Sportage F/L(July), Soul(Oct) K7 HEV(Dec), K5 HEV(Dec) K3 Diesel(Dec)	Carnival(1H), Soul EV(1H) Sorento(2H), Pride F/L(2H) Morning F/L(2H), K9 F/L(2H)
US	Sorento F/L(Mar), K3(Apr) K7 F/L(May), Soul(Oct) K5 F/L(Oct), Sportage F/L(Nov) K5 F/L HEV(Dec)	K9(1H) Carnival(2H), Sorento(2H) Soul EV(2H)
Europe	Carens(Mar), K5 F/L(Aug)	Sportage F/L(1H), Soul(1H) Carnival(2H), Sorento(2H)
China	Forte F/L(Nov), K5 F/L(Dec)	Sportage F/L(2H), K2 F/L(2H) D1 Segment PC(2H)

자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

환율 안정: 연평균 원달러 평균환율 1,095원('13년) → 1,098원('14년(E))

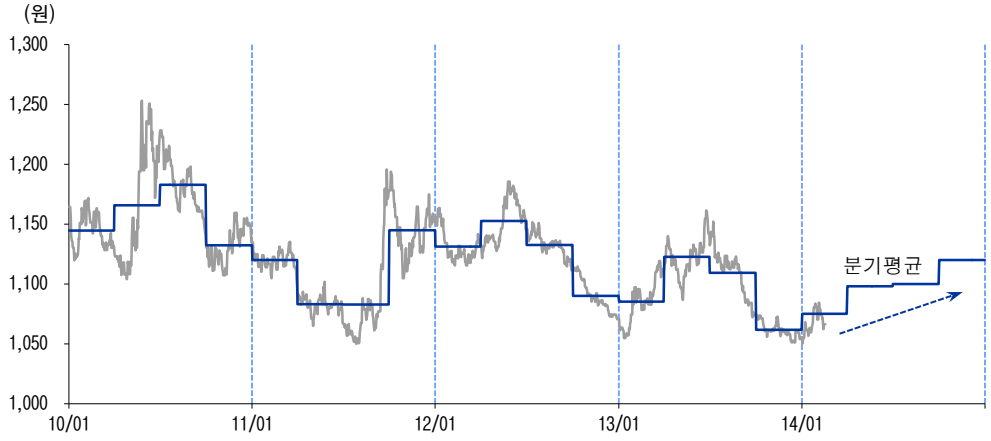
판매대수와 ASP 등과 같이 기아차 내부변수는 아니지만 외형성장 및 수익구조에 미치는 영향이 절대적인 환율 역시 최악의 상황을 지난 것으로 보고 있다. 쉽게 예측할 수 있는 부분은 아니지만 기아차의 성장을 훼손시키는 단계는 아닐 것이라는 판단이다.

당 팀 이코노미스트(오동석)에 따르면 원달러 환율 흐름은 최악의 상황을 지나 2014년 연간 전체적으로 안정적인 상승세를 보이며, 연 평균환율은 2014년 1,098원에 이를 것으로 보고 있다. 2013년 1,095원대비 +0.3% 상승할 수 있다는 것이다. 분기별로는 1Q 1,075원 → 2Q 1,098원 → 3Q 1,100원 → 4Q 1,120원의 흐름으로 2013년 4Q 1,062원을 바닥으로 2014년 연중 지속적인 회복세를 보일 것이라는 판단이다. (장기적으로 달러 강세 기조를 예상하고 있기 때문이다. 특별히 한국경제의 문제라기 보다는 달러화 강세영향으로 원화의 달러대비 약세 압력을 받을 수 밖에 없다는 것이다. 여기에 단기적으로는 신임 한은 총재가 경기 부양적인 입장을 취할 가능성이 높다고 보고 있다)

한편, 원달러 환율에 대한 기아차의 실적 민감도는 상대적으로 높은 편이다. 여전히 세계시장 공급에 있어 한국공장 활용도가 높기 때문이다. 2013년 연결 매출액에 기반이 되는 출고판매(중국법인 제외)는 총 238.1만대였다. 이 가운데 한국공장에서 생산해 해외시장으로 수출을 통해 공급한 물량은 114.0만대로 전체 출고판매의 48%에 이르고 있다. 전체 공급량의 약 절반이 원화가치 변화에 실적이 연동되는 구조인 것이다.

(현대차의 경우 연결실적에 반영되지 않는 중국법인을 제외한 전세계 공급은 총 365.6만대 였다. 이 가운데 한국공장 생산 및 수출을 통해 대응한 물량은 117.9만대로 전체 공급의 32% 수준에 그치고 있다. 상대적으로 기아차 실적이 원화가치에 민감할 수 밖에 없는 구조인 것이다)

[그림8] 원달러 환율 추이 및 전망



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표4] 기아자동차 매출액 전망 (단위: 천대, 십억원, %)

구 분			2010	2011	2012	2013(P)	2014(E)	2015(E)
Wholesale (천대)	Kia Motor Company	Korea	1,400	1,581	1,589	1,598	1,641	1,665
	Kia Motors Manufacturing Georgia	U.S.A.	167	272	358	369	370	370
	Kia Motors Slovakia	Slovakia	230	252	292	313	310	310
	Kia Motors Russia	Russia	-	21	100	101	100	100
	연결합산		1,797	2,126	2,339	2,381	2,421	2,445
	발표실적		1,797	2,106	2,239	2,280	2,321	2,345
	(YoY)			17.2(18.3)	6.3(10.0)	1.8(1.8)	1.8(1.7)	1.0(1.0)
매출액 (십억원)	Kia Motor Company	Korea	23,223	27,742	28,008	27,777	28,929	30,328
	Kia Motors Manufacturing Georgia	U.S.A.	3,591	5,749	7,771	8,139	8,092	8,288
	Kia Motors Slovakia	Slovakia	4,428	5,130	5,676	6,462	6,432	6,494
	Kia Motors Russia	Russia	2,346	3,362	4,268	4,424	4,807	4,916
	연결합산		33,588	41,984	45,723	46,803	48,259	50.026
	(연결효과)		2,239	1,207	1,520	795	800	830
	연결매출		**35,827**	**43,191**	**47,243**	**47,598**	**49,059**	**50,856**
	(YoY)			**20.6**	**9.4**	**0.8**	**3.1**	**3.7**
(참고)	동풍열달기아기차_wholesale		333	433	481	547	630	730
	동풍열달기아기차_매출액		4,816	6,882	7,833	9,244	10,425	12,118
	Total wholesale		2,130	2,538	2,720	2,827	2,951	3,075

자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부 주: ()성장률은 연결합산 성장률

2014년 매출액 49조 595억원, +3.1% 예상

결국, +1.7%의 물량성장, (한국공장)내수출고의 경우 +1.3%, 수출출고의 경우 +1.1%의 ASP상승, 여기에 +0.3%의 원달러 환율 상승 등을 배경으로 기아차는 2014년에도 외형성장을 지속할 것으로 보고 있다.

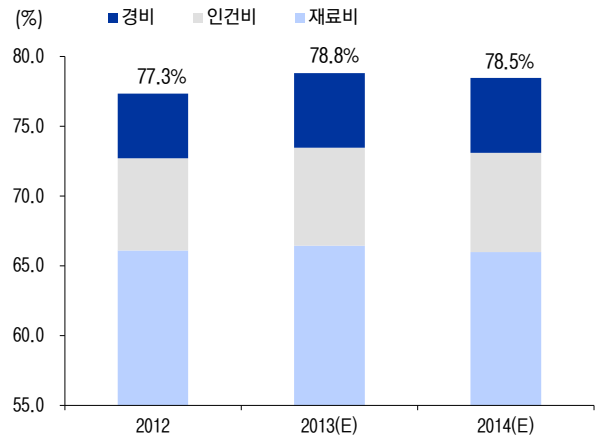
우리는 2014년 기아차의 매출액이 49조 595억원을 기록하며 2013년대비 +3.1% 증가할 것으로 예상하고 있다. 안정적이라 평가할 만큼 충분히 높은 성장은 아니지만 위축 없이 성장세를 유지할 것이라는 예상이다. 미국공장, 슬로비키아공장의 성장(각각 -0.6%, -0.5%)을 예상할 수 없음에도 불구하고 한국공장(+4.1%)이 전체 매출액 성장을 견인 한다는 것이다.

원가율 78.5%로 하향(-0.3%p) 안정: 인건비율↑, 경비비율↑, 재료비율↓

연간 전체적으로 +1.7%의 물량성장, +1% 수준의 ASP변화, 여기에 +0.3% 상승할 것으로 보는 원달러 평균 환율 등을 감안하면, 원가율 역시 크게 변화는 없는 것으로 보는 것이 타당해 보인다. 우리는 2014년 기아차의 원가율이 78.5%로 2013년대비 -0.3%p, 미미하나마 하락할 것으로 보고 있다.

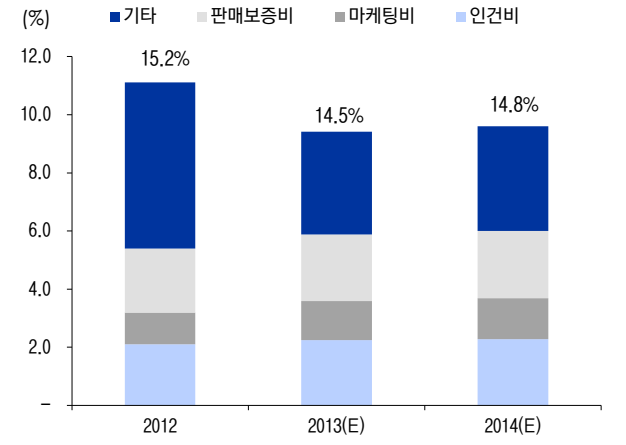
인건비의 경우 +4.6% 증가하며 전체 매출액대비 인건비비율은 7.12%로 약 0.1%p 상승할 것으로 보고 있다. 전체적으로 불리한 성장환경임에도 불구하고 매출액 성장 이상의 인건비 상승세(현대차 온건노조, 통상임금 등이 임단협 변수로 작용)는 지속될 것이라는 판단이다. 경비 역시 +3.7% 증가를 가정, 매출액대비 5.38%에(+0.05%p) 이를 것이라고 보고 있다. 이와 같이 인건비 비율, 경비 비율이 소폭이나마 상승함에도 불구하고 우리는 재료비율이 66.5%에서 66.0%로 하락하며 원가상승을 제한할 것으로 보고 있다. 우리는 주요 볼륨모델의 신차교체 임박으로 부품단가 부담이 가장 낮은 시점이고, 부품업체들을 통한 원가절감 노력 등이 반영되며 전체적으로 재료비 비중이 하락할 것이라는 판단이다.

[그림9] 기아자동차 매출원가율 추정



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 기아자동차 판매관리비율 추정



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

판관비율 14.8%(+0.3%p): 마케팅비용 증가(+6.0%)로 소폭 상승

반면 판관비율 상승은 불가피 할 것으로 보고 있다. 경쟁심화에 따른 마케팅 비용 증가 때문이다. 총 판관 인건비 +4.6%, 판매보증비용 +4.3%, 기타 판관비용 +5.3% 등 대부분의 판관비가 증가할 것으로 보는 가운데, 특히 마케팅비용이 +6.0% 이상 증가하며 전체 판관비 상승세

(+5.3%)를 주도할 것으로 보고 있다. 이로써 판관비율은 지난해 14.5%에서 올해 14.8%로 +0.3%p 높아질 것이라는 판단이다. 한편, 지난해 평균 대당 1,887달러를 지급하며 총 10.1억달러에 달했던 미국시장 인센티브 규모가 올해 역시 쉽게 하락하지 못할 것으로 보고 있다. 우리는 올해 역시 미국시장 대당 인센티브는 1,981달러로 +5% 추가 상승 하며 전체 인센티브 비용은 1.5억달러 이상 증가할 것으로 가정하고 있다. 원화 기준 약 1,600억원의 마케팅비용 증가가 있을 것이라는 가정이다.

(참고로, 우리는 2014년 기준 기아차의 원가구조를 66.0%의 원가 재료비에 7.1%의 원가 인건비, 5.4%의 원가 경비로 추정하고 있으며, 판관비의 경우 전체 매출액대비 인건비 2.3%, 마케팅비 1.4%, 판매보증비용 2.3%, 기타 판관비를 3.6%로 보고 있다.)

2014년 영업이익률 방어 예상 ('13년 6.7% → '14년(E) 6.7%)

결국 소폭이나마 원가율의 하향 안정화를 예상함에도 불구하고, 마케팅비용에 대한 부담을 반영, 판관비를 높게 잡으면서 영업이익률은 제자리 걸음을 할 것으로 본다. 우리는 +1.7% 물량성장과 내수 +1.3%, 수출 +1.1%의 ASP상승, 연평균 원달러 환율 3원 상승을 가정으로, 기아차는 2014년 총 매출액 49조 595억원에 영업이익은 3조 2,839억원으로 +3.4% 증가할 것으로 보고 있다. 영업이익률은 6.7%로 2013년과 비슷할 것이라는 판단이다.

2011년 연간 8.1%까지 상승했던 영업이익률이 2012년 7.5%, 2013년 6.7%로 떨어진 가운데, 2013년을 바닥으로 2014년에도 추가적인 수익성 하락은 없을 것이라는 판단이다.

중국법인 중심의 지분법증가로 세전이익 5조 781억원, +5.2% 성장

한편, 세전이익 성장은 좀더 양호할 것으로 보인다. 우리는 기아차의 2014년 세전이익이 5조 781억원에 달하며 전년대비 +5.2% 증가할 것으로 보고 있다. 역시 연결실적에는 포함이 되지 않지만 그나마 최근 낮은 현대차그룹의 물량성장을 주도하는 중국법인의 실적개선이 지분법을 통해 기아차 이익성장에 기여하는 것이다.

우리는 2013년 0.38조원이었던 것으로 추정되는 중국법인(동풍열달기아)을 통한 지분법평가이익이 2014년에는 3공장 가동과 더불어 0.45조원(+19.4%)까지 확대될 것으로 예상하고 있다. 여기에 2013년 총 0.56조원으로 반영된 것으로 추정되는 현대모비스를 통한 지분법평가이익 역시 0.64조원(+13.8%)으로 꾸준히 성장하며 전체 기아차의 순이익 성장의 주요인이 될 것으로 보고 있다. 이 두 계열사를 통한 이익성장 규모만 1,500억원을 상회한다는 것이다.

우리는 동풍열달기아의 올해 판매실적을 기아차가 제시하는 63.0만대를 그대로 인정하고 있다. 생산능력 확충(공급측면 변수)에 따른 성장세인만큼 기아차의 계획을 충분히 받아들일 수 있다는 것이다. 기아차는 올해 중국 3공장 가동을 시작하며 중국에서 15만대 물량증가를 예상하고 있다. 그러나 기존 공장의 과도한 가동률을 안정화시키면서(5만대 감축) 전체적인 순증효과는 약 10만대 수준이 될 것이라는 계획하고 있다. 기아차는 이와 같은 3공장 가동효과로 중국법인이 2013년 총 54.7만대에서 2014년 63.0만대로 +15.2% 성장할 것으로 보고 있다.

2014년 당기순이익 3조 9,074억원, +2.4% 성장 예상, 법인세율은 또 다른 변수

종합적으로 2014년 기아차 실적은, 큰 폭은 아니지만 물량 및 가격 상승으로 원가율은 소폭이나마 하락할 것으로 보인다. 그러나 경쟁 등에 따른 마케팅비용 증가 가능성을 반영하여 판관

비는 증가하는 것으로 보는 것이 타당하다는 판단이다. 결국 원가율 개선이 판관비율 상승으로 상쇄되며 영업이익률은 2013년에 비해 큰 변화가 없을 것으로 보고 있다. 이러한 가운데 역시 성장의 주축이 되는 중국법인을 통한 지분법평가이익 증가로 세전이익은 +5.2% 증가할 수 있을 것으로 보고 있다. 결국 우리는 기아차의 2014년 당기순이익이 3조 9,074억원에 이를 것으로 예상하고 있다. 2013년 3조 8,171억원대비 +2.4% 증가할 것이라는 전망이다.

세전이익보다 낮게 순이익 성장을 예상하는 이유는 법인세율 때문이다. 기아차는 2011년, 2012년 각각 25.5%, 25.2%의 유효법인세율을 기록했다. 그러나 2013년에는 배당금수익에 따른 해외납부세액 공제효과로 유효 법인세율이 20.9%로 낮아졌다. 2014년은 배당금수익이 소폭 감소하면서 법인세율이 다시 상승할 것으로 보고 있다. 우리는 기아차 측의 의견을 반영하여 23.1%를 2014년 유효 법인세율로 적용했다. 세전이익 성장세가 미미(+5.2%)할 것으로 예상되는 가운데, 사실상 합리적인 추정이 쉽지 않은 유효 법인세율은 분기실적을 확인해 가면서 2014년 기아차의 순이익 성장률에 또 하나의 주요 변수가 될 것이다.

ROE: 2014년(E) 17.6% → 2015년(E) 16.2% → 2016년(E)15.5%

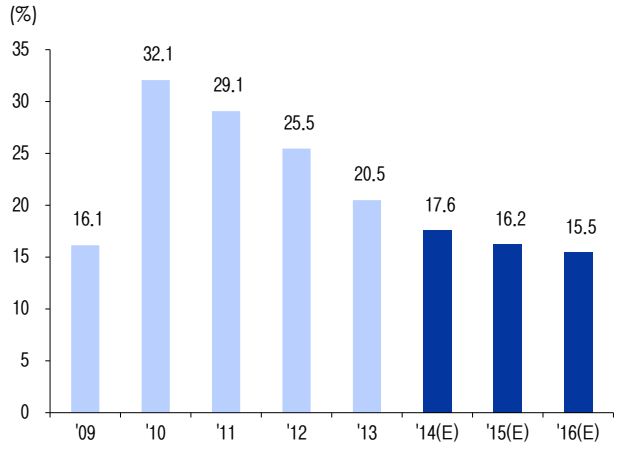
마지막으로, 이와 같이 기아차의 이익성장이 정체국면으로 진입하며 ROE는 하락세가 불가피할 것으로 보인다. 2012년 25.5%를 기록했던 ROE는 2013년 20%를 간신히 유지한 것으로 추정된다. 이러한 가운데 2014년에는 낮은 이익 성장으로 ROE는 17.6%로 낮아질 것으로 보고 있다. 2015년, 2016년 역시 이익의 (-)성장은 예상하지 않지만 그렇다고 큰 폭의 성장도 여전히 기대할 수 없어 ROE는 16.2%, 15.5% 흐름을 보일 것이라는 판단이다.

2014년 분기 영업이익률 추이: 1Q(E) 6.1% → 2Q(E) 6.9% → 3Q(E) 6.8% → 4Q(E) 7.0%

한편, 2013년 6.7%의 영업이익률이 2014년에도 큰 변화 없을 것으로 보는 가운데 연중 분기별 영업이익률은 지속적으로 개선되는 추세를 보일 것으로 예상하고 있다. 우리는 1Q 6.1%를 시작으로 2Q 6.9%, 3Q 6.8%, 4Q에는 7.0%로 다시 7% 수준에 육박할 것으로 기대하고 있다.

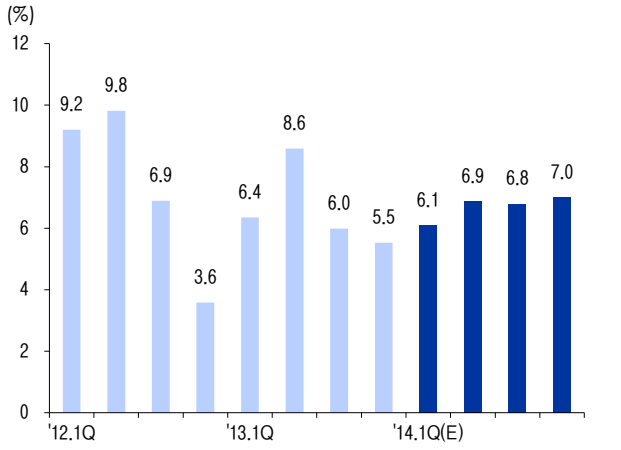
분기 영업이익 흐름에 대한 전망은 역시 환율 흐름을 가장 비중 있게 반영한 결과라 할 수 있다. 우리는 올해 원달러 분기평균 환율이 1Q 1,075원 → 2Q 1,098원 → 3Q 1,100원 → 4Q 1,120원의 흐름을 보이며 2013년 4Q를 바닥으로 안정화될 것으로 예상하고 있다.

[그림11] 기아자동차 ROE 추이



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 분기 영업이익률 추이



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

III. 회수 사이클은 지속된다!

'09년~'13(E) 5년간 총 24.7조원 영업활동 현금창출(유입), 증자 감안시 25.0조원

기아차는 현금흐름 측면에서 역시 2008년을 바닥으로 양호한 기업가치 상승세가 지속되고 있다. 지난 2009년 2.1조원을 시작으로 2010년 4.6조원, 2011년 5.9조원, 2012년에는 6.0조원까지 현금창출능력(영업활동을 통한 현금유입액에서 운전자본(영업용자산부채) 변동을 제외)이 개선되었으며, 2013년 추정치 6.0조원(3Q까지 4.5조원)을 포함, 5년간 총 24.7조원의 현금을 벌어들인 것으로 추정되고 있다. 금융위기 직전 1.7조원에 불과했던 2008년과 비교하면 연간기준 현금창출 능력이 2.5배 이상 향상된 것이다.

5년간 현금유출 총 11.1조원

이와 같이 영업활동을 통한 현금유입액 24.7조원과 더불어 증자에 따른 자금유입 0.37조원을 더해 지난 5년간 총 25.0조원의 현금을 유입시킨 기아차는 같은 기간 총 11.1조원을 투자 등을 위해 사용한(유출된) 것으로 추정되고 있다.

5년간 배당금지급 0.8조원과 함께 10.3조원이, 운전자본 변동분을 포함한 순투자로 유출되었다는 판단이다. 2009년 운전자본이 큰 폭(2.2조원)으로 증가한 이후 지속적으로 축소되는 모습을 보이며, 5년간 운전자본변동을 통해서는 오히려 일부 현금유입이 있었던 것으로 추정된다. 결국 연평균 2.1조원, 총 10.6조원 이상의 순투자가 현금유출의 대부분 이었다.

총 9.0조원 타인자본 상환: 총 차입금 '08년말 12.35조원 → '13년말 3.34조원

이와 같이 5년간 25.0조원의 현금을 창출한 기아차는 11.1조원을 투자 등을 위해 사용하고 13.9조원을 잉여로 남겼다. 그리고 이 가운데 9.0조원을 5년간 차입금 상환을 위해 활용했다.

기아차의 차입금은 지난 2008년말 총 12.35조원까지 치솟았다. 금융위기 초입에 들어서며 급격한 차입금 증가로 유동성위기설에 휘말리기까지 한 상황이었다. 그러나 금융위기 이후 빠른 현금창출 능력 개선과 차입금 상환으로 2013년말 총차입금 규모는 3.34조원까지 축소되었다. 지난 5년간 무려 9.0조원(연평균 1.8조원)을 상환한 것이다.

총 4.9조원 현금 증가: 총 현금성자산 '08년말 1.4조원 → '13년말 6.3조원

5년간 9.0조원의 차입금 상환에도 현금성자산 규모는 2008년말 1.4조원에서 2013년말 6.3조원으로 무려 4.9조원이나 확대되었다.

종합적으로 기아차는 지난 5년간 25.0조원을 유입시켜, 순투자 등으로 11.1조원, 차입금 상환으로 9.0조원을 사용하고 4.9조원을 추가적인 내부잉여로 남겨두고 있는 것이다. 연평균 기준으로 연간 5조원을 벌어 2.1조원을 투자하고 매년 1.8조원의 차입금을 상환했으며, 약 1.0조원씩 현금을 차곡차곡 쌓아온 것이다.

이러한 현금흐름은 2013년에도 지속된 것으로 보인다. 아직 정확한 재무제표가 공개되지 않았지만 2012년말 대비 2013년말 총차입금은 0.54조원밖에 줄지 않았지만, 현금성자산이 2.03조원이나 확대되며 2013년에도 내부잉여는 2.6조원에 달했던 것으로 나타나고 있다. 운전자본 및 투자 활동에 큰 변화는 없었던 상황에서 여전히 매력적인 현금잉여 실적을 보인 것이다.

순차입금 기준, 과거 5년간 총 13.9조원(연평균 2.8조원) 잉여 창출

결국 2009년~2013년까지 총 9.0조원의 차입금 상환과 4.9조원의 현금성자산 성장으로 기아차는 연평균 2.8조원, 5년간 총 13.9조원의 잉여를 창출한 것으로도 볼 수 있다. 따라서 2008년말 10.9조원을 상회하던 순차입금은 2012년 순현금 단계로 접어들어 2013년말 현재 3.0조원의 순현금 구조를 나타내고 있는 것이다.

2016년 순현금 6.2조원 예상, 지속되는 내부잉여 확대국면

한편, 이러한 기아차의 내부잉여 확대국면은 당분간 지속될 것으로 보인다. 비록 낮은 물량성장을 기반에 쉽지 않는 ASP 상승, 여기에 환율 불안, 경쟁심화에 따른 마케팅비용 상승 등 손익측면에서 성장을 낙관하기 쉽지 않은 환경임에는 분명하다. 그러나 우리는 연평균 2조원 이상의 순투자 활동을 수행하고도 충분한 현금창출능력으로 추가적인 내부잉여가 지속될 수 있을 것이라 보고 있다.

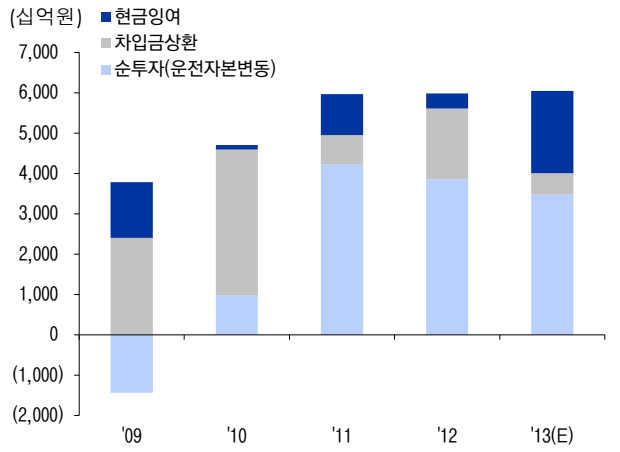
우리는 2013년말 3.0조원이던 순현금 구조가 2016년에는 6.2조원까지 확대되며 연평균 1.07조원의 순현금 개선효과가 이어질 것으로 보고 있다. 지난 5년간 연평균 2.8조원의 현금잉여와 비교해, 불리한 수익여건을 반영하여 적지 않은 규모로 축소될 것을 예상하지만 여전히 내부잉여를 확대시켜나가는 국면이 지속될 것이라는 판단이다.

Enterprise value 19.5조원에 불과

이러한 가운데 기아차는 지난 2월 28일 종가기준 총 22.5조원의 시가총액으로 평가 받고 있다. 지난해 9월만 하더라도 28조원에 이르던 것이 4Q 실적부진, 불리한 흐름의 환율 환경 등을 반영하여 -20% 이상 위축된 것이다. 최고가였던 2012년 5월과 비교하자면 시가총액은 무려 -35%이상 축소된 상황이다.

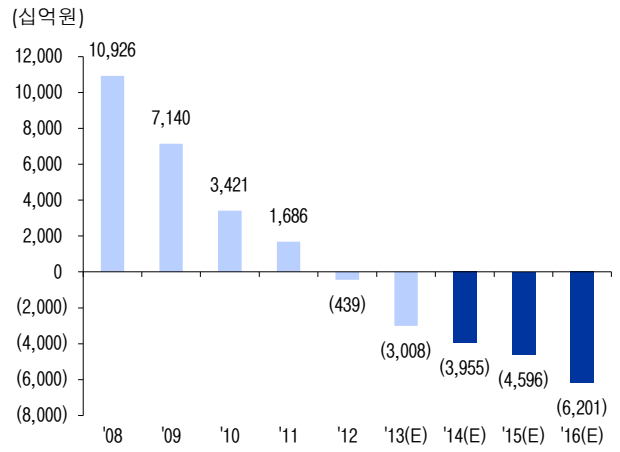
결국, 22.5조원의 시가총액에 재무구조 상태를 반영한 EV개념으로 기아차는 19.5조원의 가치로 평가 받고 있다. 2013년 연간 추정 EBITDA 4.4조원을 기준으로 EV/EBITDA 4x를 조금 넘는 수준으로 EV가 평가되는 것이다. 내부 현금창출능력을 기준으로 채 4년을 조금 넘는 회수기간이 내재된 자산인 것이다.

[그림13] 기아자동차 현금흐름 추이 (순투자, 내부잉여)



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] 기아자동차 순차입금 추이



자료: 기아차, 이트레이드증권 리서치본부

Ⅳ. 그래도 나가면 번듯하다!

CY2013년 전세계 주요 완성차업체 평균 영업이익률 6.8%

물량기준 +1.7%, EPS 기준 +2.4% 성장 전망에 불리해지는 경영환경, 기업가치 측면에서 매력을 찾기가 쉽지 않다. 그래도 수익구조에서 후퇴는 없다는, 현금흐름 측면에서 회수사이클은 지속된다는 관점에서 위안을 찾고 있는 것이 현실이다. 그러나, 이러한 기아차의 상황도 전세계 주요 완성차업체들과 비교하면 결코 나쁜 수준이 아니다. 내 놓고 보면 번듯한 것이다.

CY2013년 전세계 주요 완성차업체(Toyota, Honda, Nissan, VW, BMW, Daimler, GM, Ford, Hyundai, Kia) 합산 영업이익률은 6.9% 수준이다. 1Q 6.0%를 시작으로 2Q 8.4%, 3Q 7.0%에 이어 4Q에는 6.1%로 소폭 낮아질 것으로 추정된다. 4Q 급격한 환율 변동 및 출하대비 낮은 도매판매로 실적이 크게 위축되기는 했지만 기아차는 2013년 연간 6.7%의 영업이익률을 기록하며 업계평균의 수익구조를 보이고 있다.

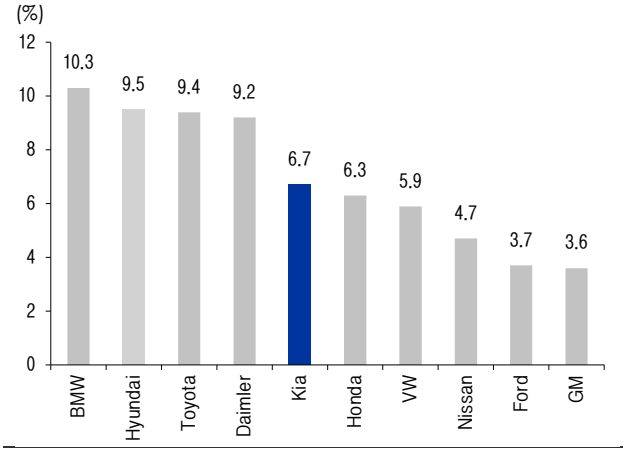
Honda, Nissan, Volkswagen, GM, Ford 모두 Kia 보다 한 수 아래

실제로 2013년 연간 영업이익률 수준에서 6.3%를 기록한 Honda, 4.7%에 그치고 있는 Nissan, 5.9%의 Volkswagen, 각각 3.6%, 3.7%에 그친 GM, Ford보다 한 수 위의 수익구조를 나타내고 있다. 상당히 부진했던 것으로 평가되는 4Q만 놓고 보더라도 GM, Nissan 등 보다도 높은 영업이익률을 기록했다.

ROE는 여전히 업계 수위

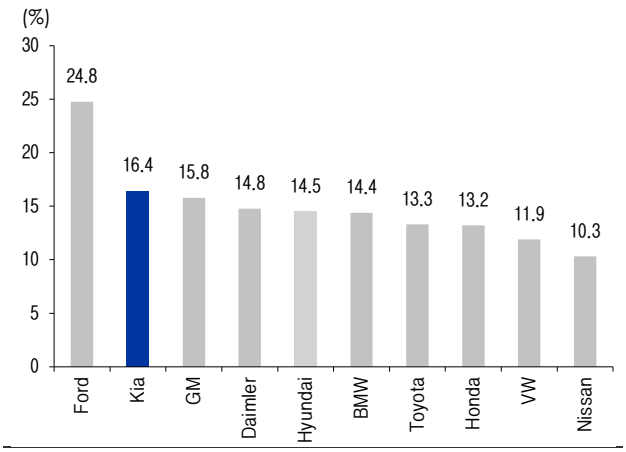
영업 수익구조는 물론 궁극적인 자산효율성도 여전히 업계 수위이다. 2013년 3.8조원의 순이익을 기록한 기아차는 2012년말, 2013년말 순자산 16.8조원, 20.4조원을 기준으로 20.5%의 ROE를 기록했다. 같은 조건으로 주요 완성차 8사 평균 ROE가 14.5%임을 감안하면 매우 차별화되는 수준이다. 특히 우리는 2014년~2016년까지 향후 3년간 기아차는 저성장 구조가 지속되며 연평균 순이익성장률이 +6.9%에 그칠 것으로 보고 있다. 그렇다 하더라도 기아차의 이 기간 평균 ROE는 16.4%를 능가할 것으로 평가하고 있으며, 여전히 업계 최고수준(같은 기간 업계 대표 8사 평균 14.8%)의 자산효율성을 유지할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

[그림15] CY2013년 주요 완성차업체 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] '14~'16년 평균 ROE 예상



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

ROE대비 가장 낮은 P/B

한편, 기아차는 상대적으로 높은 자산효율성에도 불구하고 자산대비 주가 수준은 상대적으로 매우 낮게 평가되고 있다. 2014년 연말 예상기준 P/B는 0.93x로 단순 청산가치에도 미치지 못하는 실정이다.

물론 주요 완성차업체들 가운데 일본에서는 Nissan, 독일에서는 Volkswagen이 P/B 1x 미만으로 순자산가치 대비 낮은 시가총액으로 평가되고 있다. 전반적으로 자동차섹터에 대한 증시의 평가가 후하지 않은 것은 사실이다. 그러나 Nissan이나 Volkswagen의 경우 향후 3년 예상 ROE가 평균 10.3%, 11.9% 수준으로 업계 전반적인 수준에 비해 낮은 상황이다.

[표5] 주요 완성차 업체 ROE vs. P/B

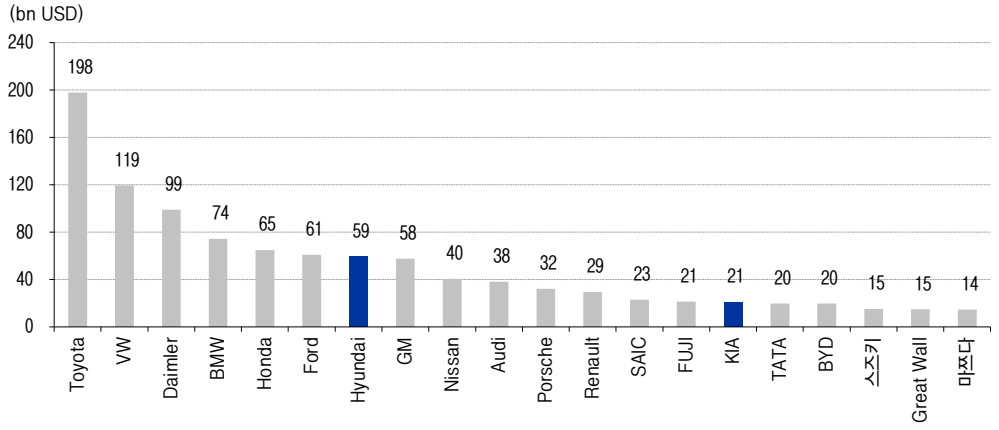
구 분	Toyota	Honda	Nissan	VW	BMW	Daimler	GM	Ford	Hyundai	Kia
ROE '14~'16 Avg.	13.3	13.2	10.3	11.9	14.4	14.8	15.8	24.8	14.5	16.4
P/B (2/28 종가)	1.20	1.06	0.86	0.95	1.47	1.46	1.29	2.42	1.15	0.93

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 현대차, 기아차는 이트레이드증권 추정

시가총액 순위 세계 15위, Renault, SAIC, Fuji중공업보다 낮아...

물론 낮은 평가 때문이라고 만은 할 수 없지만, 결국 기아차 시가총액은 15위 권으로 집계되고 있다. 2월 28일 종가기준 210억달러로 Renault나 중국의 SAIC, Fuji중공업 보다도 낮은 시가총액 수준을 보이고 있다. 인도의 TATA가 198억달러, 중국의 중국의 BYD가 197억달러로 기아차의 바로 뒤를 따르는 수준이다.

[그림17] 전세계 주요 완성차업체 시가총액 순위 (2/28 종가 기준)



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

평가에 비해 높은 수준의 펀더멘탈

종합적으로 최근 증시에서 볼 수 있듯이 기아차에 대한 평가는 상대적으로 좋지 않다. 순자산가치에도 미치지 못하는 주가수준으로 자동차업종에 부여되는 불안감을 가장 크게 반영하고 있다. 그러나, 영업 수익구조, 순자산 효율성 등을 기준으로 여타 완성차 업체들과 비교해 전혀 손색이 없다. 안에서 못나 보이지만 나가면 번듯하다는 것도 기억해야 할 부분이다.

V. 다시 고민해야 하는 세 가지 이유

2013년 9월을 직전 고점으로 5개월째 가격 및 기간조정 국면을 연출하고 있다. 그러나 이제 3월에 접어들며 우리는 제한적이나마 새로운 기회를 모색해야 할 시기로 보고 있다. 물론 구조적 변화가 있는 것은 아니다. 중장기적으로 성장이 답답한 것은 여전하다. 그러나 단기적으로, 이 정도일 필요는 없다는 측면에서 충분히 투자매력을 고민해 볼 수 있다는 판단이다.

못난이 매력: 구조적 한계 속에서 찾는 단기 투자매력

앞서 얘기했듯이 구조적 한계를 인정하는 가운데 단기 매력을 찾을 수 있다는 관점이다. 우리는 지난해부터 중장기적인 관점에서 현대차, 기아차에 대해 과거와는 달리 크게 매력적이지 못하다고 생각해왔다. 어쩌면 페러다임의 변화를 인식해야 할 만큼 투자 대상으로서 한국 완성차 업계의 상황이 달라졌다고 본 것이다.

먼저 (1)성장성에 대한 고민이 쉽게 해소되지 않고 있기 때문이다. 현대차, 기아차가 올해 사업계획으로 제시하는 물량 성장률이 +4.0%에 불과하다. 이나마도 연결실적에는 포함되지 않는, +8.4% 증가하는 중국법인을 제외하면 성장률은 +2.8%(현대차 +3.2%, 기아차 +2.2%)로 떨어진다. 성장을 추구하기에 절대규모가 너무 커졌다고도 볼 수 있지만, 무엇보다 내실을 강조하며 중단된 증설전략으로 생산능력이 한계를 보이고 있기 때문이다. 이유가 무엇이든 성장을 기대할 수 없다는 점은 완성차를 긍정적으로 평가함에 있어 가장 큰 장애물이 아닐 수 없다.

여기에 (2)Toyota를 중심으로 일본경쟁업체들이 경쟁력을 회복하며 전반적으로 경쟁과 견제가 심화되고 있다는 것 또한 완성차에 대해 기대보다는 걱정이 앞서는 이유다. ASP 상승 제한 및 마케팅비용 부담을 통해 실적 개선의 한계요인으로 적용될 수 밖에 없는 상황이다. 마지막으로 (3)상대적으로 완성차 영업환경 측면에서 한국이 상대적으로 가장 불리하다는 것도 문제다. 모처럼 엔달러 환율 상승으로 체력을 회복하는 일본업체들, 픽업을 중심으로 호황세를 보이고 있는 미국시장을 등에 업은 미국업체들, 여기에 6년만에 바닥을 확인하고 회복세로 돌아서는 유럽시장의 독일업체들은 원달러 환율 불안, 제한된 생산능력으로 잔뜩 움츠린 한국 완성차 업계에 비해 훨씬 긍정적인 경쟁환경을 맞고 있다는 것이다. 이와 같은 구조적인 이유를 배경으로 중장기적인 관점에서 완성차에 대해 투자매력이 높지 않다는 생각에 변함이 없다.

그러나, 5개월간의 길고 깊은 조정이 지나 2014년 3월로 접어들고 있다. 수요는 성수기를 향해 가고 있고, 만족스럽지는 않지만 신차효과 및 약간의 증설 등에 대한 계획 등 다시 기업활동성이 꿈틀거리고 있다. 여기에 환율 흐름은 안정성을 찾아가고 있고, 이미 크게 하락한 주가는 부담 없는 Valuation 수준을 만들어 주고 있다.

이제 단기 제한된 범위에서나마 효과적인 투자대안으로 고민해 볼만 한 시점이 아닐까. 이러한 측면에서 우리는 특히 기아차에 주목할 것을 제안한다.

(1)전진도 없지만 후퇴도 없다 → 2014(E) EPS +2.4%

종합적으로 **(1)전진도 쉽지 않지만 후퇴도 없을 것이라는 점 때문**이다. 지난 5개월간의 주가조정은 성장에 대한 아쉬움을 반영하기에는 충분히 길고 깊었다고 판단된다. 오히려 펀더멘탈이 크게 위축되지 않을 것이라는 기대감이 투자매력이 될 수 있는 주가수준이라 생각된다.

2014년 역시 만만치 않은 성장환경이다. 우리는 한국공장을 중심으로 생산 및 판매물량이 연결매출 기준으로 238.1만대 → 242.1만대로 +1.7% 성장에 그칠 것으로 보고 있다. 높지는

않지만 ASP(내수 +1.3%, 수출 +1.1%) 역시 상승하고, 더불어 환율 안정화(원달러 1,095원 → 1,098원)로 매출액은 판매대수 조금 높은 +3.1% 성장이 가능할 것으로 보고 있다. 여기에 원가율은 소폭 하락하나 판관비율이 상승하며 수익구조에 큰 변화는 없어 보이는 가운데, 지분법평가를 중심으로 세전이익 성장세는 +5.2%에 이를 것으로 예상하고 있다.

모든 측면에서 과거에 비해 월등히 낮아진 성장률이다. 완성차업계의 성장 측면에서 한계를 그대로 보여주는 것이다. 그러나, 그렇다고 우리는 기아차의 펀더멘탈이 쉽게 후퇴할 것으로도 보지 않는다. 물량은 조금이나마 늘고 환율 안정에 원가절감 노력이 일부 경쟁심화 영향을 상쇄할 수 있다는 것이다. 그리고 중국법인을 통해 EPS를 성장시킬 것으로 보고 있다.

특히 2009년부터 본격화된 기아차의 재무구조 개선흐름은 향후에도 지속되며 내부잉여 증가세를 이어갈 것으로 보고 있다. 2013년까지 지난 5년간 25.0조원을 유입시켜 총 13.9조원을 잉여로 남긴 기아차는 연평균 2.8조원을 차입금 상환하거나 혹은 현금성자산으로 쌓아왔다. 이러한 투자소요 이상의 현금흐름을 통한 내부잉여 확대국면은 지속될 것이다. 우리는 다소 보수적으로 보더라도 연평균 1.07조원 이상의 순현금 개선효과가 이어질 것으로 전망하고 있으며 2016년에는 순현금 구조가 6.2조원까지 확대될 것으로 보고 있다.

2013년 4분기부터 크게 흔들렸던 투자심리가 전제하고 있는 펀더멘탈 훼손 가능성에 대한 우려는 다소 지나치다는 판단이다.

(2)청산가치를 밑도는 Valuation → '14(E)~'16(E) ROE Avg. 16.4% vs. P/B 0.93x

결국 **(2)청산가치도 인정받지 못하는 현 주가 수준이, 완성차의 구조적인 성장한계 속에서도 단기적인 기아차의 투자매력 주장하는 또 하나의 이유**가 될 수 있을 것이다. 우리는 3.9조원인 2014년 기아차의 순이익이 2016년에도 4.7조원으로 향후 3년간 연평균 +6.9% 성장률에 그칠 것으로 보고 있다. 낮은 순이익 성장으로 ROE는 하락국면이 불가피하다고 보고 있는데, 2013년 20.5% 이던 기아차의 ROE는 2014년 17.6%, 2015년 16.2%, 2016년에는 15.5%까지 하락, 향후 3년 평균 ROE는 16.4%로 낮아질 것으로 보고 있다.

그럼에도 불구하고 2014년 예상 BPS 59,327원에 P/B 0.93x로 이론적인 청산가치에도 미치지 못하고 있는 현 주가에 대한 평가는 가혹하다는 판단이다.

물론 top tier로서 펀더멘탈의 안정성과 프리미엄을 인정하지 않을 수는 없지만, 2014년~2016년까지 연평균 14.5%의 ROE를 배경으로 2014년 예상 P/B 1.15x로 평가 받는 현대차는 물론이고, 기아차 보다 향후 3년 평균 ROE가 높지 않는 GM(15.8%), Honda(13.2%) 등도 각각 1.08x, 1.29x의 P/B로 평가 받고 있는 것을 감안하면 기아차 주가가 내포하고 있는 우려는 과도하다는 것이다.

한편, Toyota, Daimler, BMW 역시 각각 13.3%, 14.7%, 14.4%의 향후 3년 평균 ROE에 각각 1.23x, 1.47x, 1.48x의 높은 P/B 수준으로 보이고 있다. 그러나 업계 최고 업체이며 또한 대표적인 프리미엄 브랜드를 보유하고 있다는 점을 고려해서 직접적으로 비교는 하지 않지만 순수한 재무성과만을 비교할 때 기아차의 상대적인 소외감이 크다 할 수 있다. 이와 같이 Toyota, Honda, Nissan, Volkswagen, BMW, Daimler, GM, Ford 등의 예상 ROE대비 차별화되는 P/B를 같은 기준으로 적용하면, 향후 3년간 16.4%의 평균 ROE를 기준으로 기아차 적정 P/B는 1.43x로 산출되며 이를 적용할 경우 기아차의 적정주가를 기준으로 현주가의 괴리는 무려 35%에 이른다.

(3) 상대적으로 매력적인 모멘텀: ①환율안정 ②QoQ실적 개선 ③해외공장 증설

마지막으로 **향후 기대되는 몇몇 모멘텀에 대해 상대적으로 기아차가 더욱 긍정적**이다.

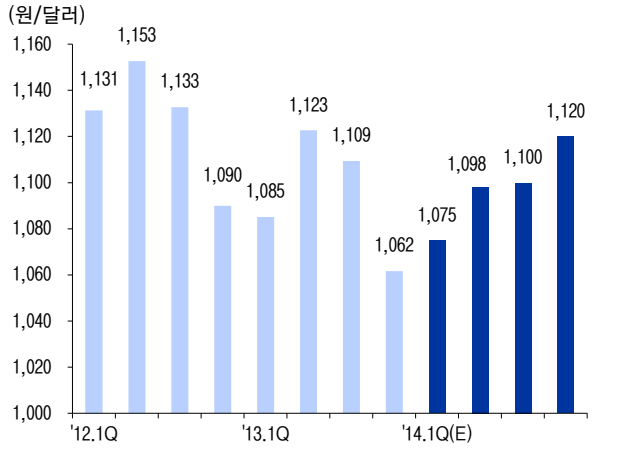
먼저 ①환율 안정이다. 앞서 실적정리에서 언급했던 것과 같이 우리는 올해 1,075원 → 1,098원 → 1,100원 → 1,120원의 흐름으로 원달러 분기평균 환율이 상향안정화 될 것으로 보고 있다. 특히 1분기 중 1,050(2014년 1월 2일)원을 바닥으로 상승세를 탈 수 있을 것이라는 전망이다. 중국을 제외하고 전세계 판매의 48%(현대차 32%)를 한국공장에서 생산하여 수출로 대응하는 기아차는 지난해 말 원달러 환율 하락 변동성이 커지면서 실적 및 투자심리가 상대적으로 크게 흔들렸던 것이 사실이다. 반대로 올해 원달러 환율이 안정을 되찾을 것으로 본다면 당연히 그 효과(실적 및 투자심리)를 상대적으로 크게 기대하는 것이 타당할 것이다.

여기에 ②1Q 실적 모멘텀 역시 기대할 수 있는 부분이다. 기아차는 지난해 4Q 영업이익률을 5.5%까지 추락시키면서 상대적으로 실망스러운 실적을 기록했다. 4Q 원달러 환율하락 영향이 크게 작용했던 가운데, 연중 메끄럽지 못했던 한국공장 생산 및 출고가 4Q에 집중되었으나 도매판매로 이어지지 못하며 회계실적으로 연결되지 못했다. 같은 기간 현대차가 9.3%의 영업이익률을 기록한 가운데 상대적으로 위축될 수 밖에 없는 실적이었다.

그러나 이제 환율은 상향 안정을 찾고, 4Q에 몰렸던 출고는 1Q에 매출액의 기반이 될 것이다. 우리는 2013년 4Q 5.5%를 바닥으로 영업이익률이 2014년 1Q에는 6.1%로 회복되며, 이후 2Q 6.9% → 3Q 6.8% → 4Q 7.0%의 양호한 흐름을 보일 것으로 전망하고 있다. 지난해 4Q 상대적으로 박탈감이 컸던 만큼 올해 회복감도 크게 작용할 수 있을 것이라는 판단이다.

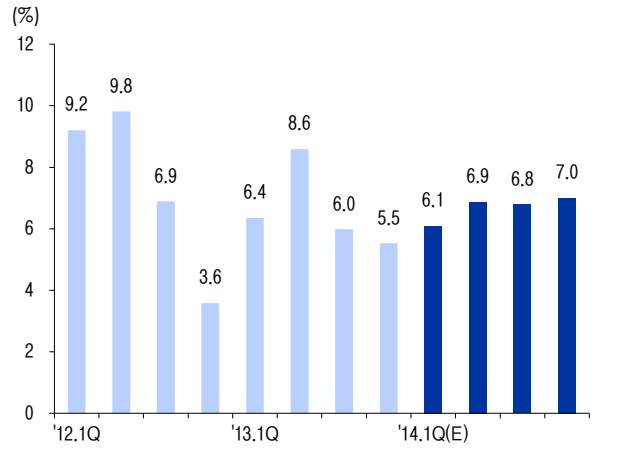
마지막으로 ③해외공장 증설 영향 역시 기대할 만한 모멘텀이라 생각된다. 기아차는 예상보다 빠르게 중국3공장을 가동하며 1Q부터 곧바로 중국공장 증설효과를 기대할 수 있는 상황이다. 여기에 내실 다지기에 초점을 맞추고는 있지만 현대차그룹이 추가적인 성장전략을 완전 배제할 수 없을 것이다. 우리는 추가적인 해외현지공장을 통한 현대차그룹의 성장전략이 다시 전개될 것으로 보고 있으며, 역시 아직 한국공장 의존도가 높아 사업포트폴리오가 상대적으로 안정적이지 못한 기아차를 통해 현실화 될 가능성이 높은 것으로 보고 있다.

[그림18] 원달러 분기 평균환율 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] 기아자동차 분기 영업이익률 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

VI. 못났다. 그래서 지금 더 매력적이다

기아차 주가는 지난해 9월 이후 5개월째 약세국면을 지속하며 최고가 대비 -35%나(84,800원 → 55,400원)하락했다. 2013년 가을 직전고점(68,900원)에 비해서도 -20%나 하락한 상황이다. 같은 기간 -9% 하락에 그친 현대차는 물론, 오히려 지난해 가을대비 상승한 현대모비스, 각각 -16%, -12% 하락에 그친 현대위아와 만도에 비해 가장 부진한 주가흐름이다.

그럴 만도 했다. 장기적으로 성장한계에 대한 고민은 기아차에게도 예외는 아닌 상황에서, 불리해지는 환율환경에 가장 취약한 수익구조를 보였고, 심화되는 경쟁 및 견제의 환경이 특히 부담스럽게 느껴질 수밖에 없었다. 가장 못난 것으로 평가되었던 것이다.

그러나, 이제 못나서 더 매력적인 상황이 되고 있다. 가장 심하게 위축되었던 4Q 실적은 상대적으로 가장 강한 1Q 실적개선 모멘텀의 기반이 될 것이다. 환율이 안정을 찾고 있고, 4Q 잔뜩 실어 보낸 물량은 1Q 기대이상의 실적으로 돌아올 가능성을 높이고 있다. 여기에 사실 해외현지공장 증설 모멘텀은 여전히 기아차에 좀더 효과적인 투자포인트로 기대할 만하다.

무엇보다 주목해야 할 것은 이론적으로 청산가치에도 미치지 못하는 수준까지 하락한 주가다. 물론 업계 후발주자로서 불투명한 환경에 평가심리가 가장 취약하게 나타나는 것이 당연하다. 하지만 이제 점차 환경은 안정을 찾아가고 있고, 펀더멘탈 위축은 어느 정도 가늠이 되는 상황이다. 이러한 가운데 심리적 불안감으로 펀더멘탈에서 크게 벗어난 주가는 오히려 기회가 될 수 있다는 판단이다.

못난 것이 사실이다. 그래서 지금은 더 매력적인 것이다.

[표6] 자동차업종 주요종목 영업이익률 모멘텀 및 P/B 비교

구 분		현대자동차	기아자동차	현대모비스	현대위아	만도
주가하락률 (%)	최고가대비	-10	-35	-25	-16	-37
	직전고점대비	-9	-20	-	-16	-12
영업이익률 (%)	13.3Q	9.7	6.0	8.4	8.2	5.2
	13.4Q	9.3	5.5	9.5	8.2	4.8
	14.1Q(E)	9.2	6.1	8.3	7.3	5.9
ROE (Avg. '14~'15) (%)		15.7	16.9	17.0	18.5	15.2
2014(E) P/B (x)		1.14	0.93	1.29	1.61	1.22

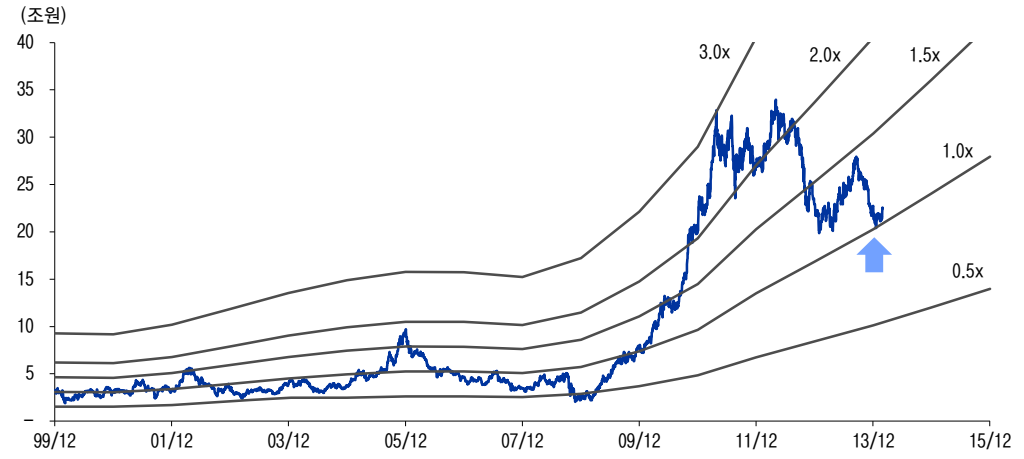
주: 기아차는 이트레이드증권 예상, 나머지 업체는 FnGuide 컨센서스 (2/28일 종가기준) 자료: 이트레이드증권 리서치본부

단기 "매수"의견 강화

2014년 접어들며 전반적으로 자동차업종 투자심리는 심각하리만큼 썰렁했다. 그러나 이제 3월에 접어들며 자동차업종에도 봄 기운을 기대해 볼만 하다. 환율 안정, 실적 회복, 성수기 진입, 무엇보다 장기간 소외되어온 주가흐름으로 상대적 투자매력을 기대해 볼 수 있기 때문이다.

이러한 관점에서 우리는 기아차에 주목하고 있다. 산이 높으면 골이 깊듯이 반대로 가장 취약하게 평가되어 왔던 기아차가 상대적으로 가장 매력적인 회복세를 보일 수 있기 때문이다. 우리는 기아차에 대해 시장의 걱정 이상으로 보수적인 관점에서 올해 이후 실적흐름을 추정하고 있다. 그렇다 하더라도 최근 주가흐름을 합당하게 할 만큼 실망스러운 실적은 아닐 것으로 보고 있다. **충분히 보수적인 관점에서 보아도 현주가 수준은 기아차에 대한 우려가 너무 크게 확대되어 있다는 판단이다. 단기적으로 기아차에 대해 "매수"의견을 강화**한다.

[그림20] 기아자동차 P/B band와 시가총액 추이



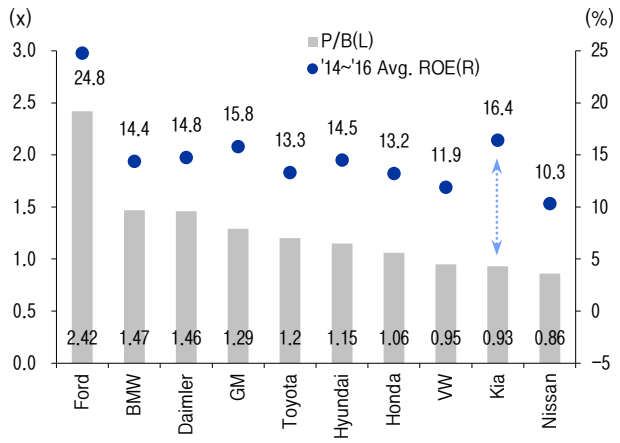
자료: 이트레이드증권 리서치본부

Peer group 평균대비 35% 저평가...

목표주가를 고민함에 있어 개인적으로 근거가 약한 디스카운타나 프리미엄 적용을 동의하지 않는다. 만약 디스카운트나 프리미엄 요소가 있다면 이는 실적추정에 최대한 반영하는 것이 타당하다고 생각한다(물론 현실적으로 용이하지 않은 부분도 있지만). 후발주자로서 충분히 실적흐름을 보수적으로 봐도 향후 3년간 평균 ROE는 16.4% 수준이다. 이러한 순자산 효율성(수익성)을 기준으로 전세계 peer 그룹이 차별화되는 P/B를 적용할 경우 목표주가는 P/B 1.43x, 86,000원이다. 우리는 여전히 이를 기아차의 장기적인 목표주가로 제시한다. 13.2%인 Honda도 1.1x, 향후 3년 평균 ROE가 각각 14.4%, 14.8%, 15.8%인 BMW, Daimler, GM 도 1.5x, 1.5x, 1.3x의 P/B로 주가가 평가되고 있는 마당에, 기아차라고 적잖이 디스카운트를 받아야 할 이유는 없다는 것이다. 특히 충분히 보수적으로 실적흐름을 보는 만큼...

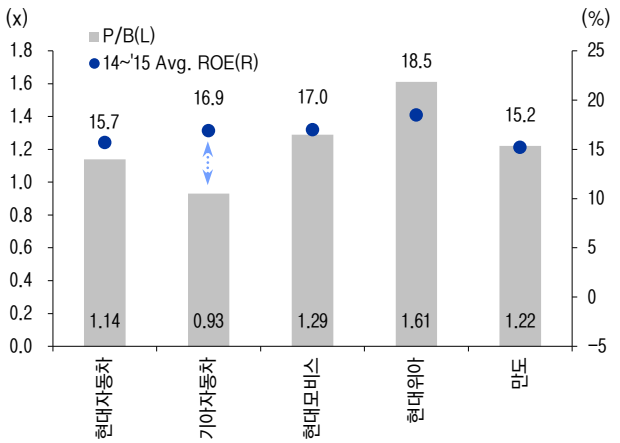
다만, 시장의 걱정과 우려로 이러한 우리의 시각을 당장 100% 반영할 수 있을 것이라고 생각하지는 않는다. 경영환경의 우호적인 개선과 실적에 대한 믿음이 필요한 목표주가 수준일 것이다. 이러한 측면에서 2014년 3월 이후의 긍정적인 시각은 장기 높은 목표주가를 향해 단기적으로 매력적인 매수기회일 수 있다는 생각이다.

[그림21] 세계 10대 완성차업체 ROE vs. P/B (2/28일 종가 기준)



주: 기아차, 현대차는 이트레이드증권 추정
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림22] 자동차업종 상위 5개 업체 ROE vs. P/B (2/28종가 기준)



주: 기아차는 이트레이드증권 예상, 나머지 업체는 FnGuide 컨센서스 (2/28일 종가기준)
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

기아자동차(000270)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
유동자산	**11,139**	**13,636**	**14,605**	**15,374**	**16,880**
현금 및 현금성자산	1,903	2,343	2,821	2,948	4,025
매출채권 및 기타채권	2,364	2,540	2,707	2,877	2,996
재고자산	4,223	4,550	4,702	4,997	5,122
기타유동자산	2,649	4,203	4,374	4,552	4,736
비유동자산	**21,259**	**22,473**	**24,581**	**27,096**	**29,543**
관계기업투자등	9,500	10,241	11,981	13,748	15,474
유형자산	9,721	9,971	10,504	11,140	11,768
무형자산	1,524	1,611	1,726	1,819	1,895
자산총계	**32,398**	**36,109**	**39,186**	**42,470**	**46,423**
유동부채	**10,000**	**10,518**	**9,884**	**9,195**	**8,755**
매입채무 및 기타재무	6,747	6,441	6,270	6,057	5,898
단기금융부채	1,405	1,660	1,409	1,144	885
기타유동부채	1,848	2,417	2,206	1,993	1,972
비유동부채	**5,550**	**5,166**	**5,252**	**5,319**	**5,379**
장기금융부채	2,471	1,680	1,625	1,545	1,452
기타비유동부채	3,079	3,486	3,627	3,774	3,928
부채총계	**15,550**	**15,684**	**15,137**	**14,514**	**14,134**
지배주주지분	**16,848**	**20,426**	**24,049**	**27,956**	**32,289**
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
이익잉여금	12,663	16,247	19,871	23,778	28,111
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**16,848**	**20,426**	**24,049**	**27,956**	**32,289**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	**47,243**	**47,598**	**49,059**	**50,856**	**52,286**
매출원가	36,536	37,512	38,499	39,772	40,502
매출총이익	**10,707**	**10,086**	**10,561**	**11,084**	**11,784**
판매비 및 관리비	7,185	6,909	7,277	7,548	7,810
영업이익	**3,522**	**3,177**	**3,284**	**3,536**	**3,974**
(EBITDA)	**4,586**	**4,352**	**4,488**	**4,811**	**5,318**
금융손익	132	121	170	167	196
이자비용	157	81	75	67	59
관계기업등 투자손익	1,414	1,413	1,483	1,555	1,630
기타영업외손익	96	118	142	214	252
세전계속사업이익	**5,164**	**4,829**	**5,078**	**5,473**	**6,053**
계속사업법인세비용	1,299	1,012	1,171	1,262	1,395
계속사업이익	**3,865**	**3,818**	**3,907**	**4,211**	**4,657**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,865**	**3,818**	**3,907**	**4,211**	**4,657**
지배주주	3,865	3,818	3,907	4,211	4,657
총포괄이익	**3,755**	**3,811**	**3,907**	**4,211**	**4,657**
매출총이익률	**22.7**	**21.2**	**21.5**	**21.8**	**22.5**
영업이익률	**7.5**	**6.7**	**6.7**	**7.0**	**7.6**
EBITDA마진률	**9.7**	**9.1**	**9.1**	**9.5**	**10.2**
당기순이익률	**8.2**	**8.0**	**8.0**	**8.3**	**8.9**
ROA	**12.3**	**11.1**	**10.4**	**10.3**	**10.5**
ROE	**25.5**	**20.5**	**17.6**	**16.2**	**15.5**
ROIC	**37.5**	**35.7**	**33.1**	**30.7**	**30.2**

현금흐름표

(단위: 십억원)

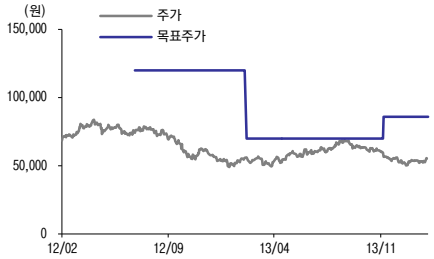
	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	**4,345**	**4,809**	**5,368**	**5,411**	**6,243**
당기순이익(손실)	3,865	3,818	3,907	4,211	4,657
비현금수익비용가감	2,109	2,224	2,170	2,098	2,018
유형자산감가상각비	752	819	841	889	941
무형자산상각비	312	355	363	385	403
기타현금수익비용	-1,551	1,049	966	824	675
영업활동 자산부채변동	-820	-1,077	-710	-898	-433
매출채권 감소(증가)	305	-252	-167	-170	-118
재고자산 감소(증가)	51	-298	-152	-295	-125
매입채무 증가(감소)	145	-289	-171	-212	-159
기타자산, 부채변동	-1,321	-238	-219	-221	-30
투자활동 현금	**-2,843**	**-2,901**	**-1,992**	**-2,404**	**-2,337**
유형자산처분(취득)	-1,453	-1,036	-1,374	-1,526	-1,569
무형자산 감소(증가)	-324	-436	-478	-478	-478
투자자산 감소(증가)	-888	-1,155	-420	-382	-272
기타투자활동	-179	-275	279	-18	-19
재무활동 현금	**-1,810**	**-822**	**-590**	**-649**	**-676**
차입금의 증가(감소)	-1,579	-557	-306	-345	-352
자본의 증가(감소)	-233	-263	-284	-304	-324
배당금의 지급	242	263	284	304	324
기타재무활동	1	-2	0	0	0
현금의 증가	**-401**	**440**	**478**	**127**	**1,078**
기초현금	2,304	1,903	2,343	2,821	2,948
기말현금	1,903	2,343	2,821	2,948	4,025

주요 투자지표

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
투자지표(배,%)					
P/E	5.9	**5.9**	**5.7**	**5.3**	**4.8**
P/B	1.4	**1.1**	**0.9**	**0.8**	**0.7**
EV/EBITDA(배)	4.9	4.5	4.1	3.7	3.1
P/CF	3.8	3.7	3.7	3.6	3.4
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
성장성(%)					
매출액	9.4	**0.8**	**3.1**	**3.7**	**2.8**
영업이익	0.7	-9.8	3.4	7.7	12.4
세전이익	9.4	-6.5	5.2	7.8	10.6
당기순이익	9.8	-1.2	2.4	7.8	10.6
EPS	11.4	**-1.3**	**2.4**	**7.8**	**10.6**
안정성(%, 십억원)					
부채비율	92.3	76.8	62.9	51.9	43.8
유동비율	111.4	129.7	147.8	167.2	192.8
순차입금/자기자본	-2.6	-14.7	-16.4	-16.4	-19.2
영업이익/금융비용	22.5	39.2	43.9	52.8	67.4
총차입금	3,876	**3,339**	**3,033**	**2,688**	**2,336**
순차입금	-439	**-3,008**	**-3,955**	**-4,596**	**-6,201**
주당지표(원)					
EPS	9,538	**9,417**	**9,639**	**10,389**	**11,489**
BPS	41,563	**50,388**	**59,327**	**68,966**	**79,655**
CFPS	14,744	14,903	14,993	15,564	16,468
DPS	650	700	750	800	850

자료: 이트레이드증권 리서치본부　주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

기아자동차 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2013.03.04	2013.03.04	2013.04.02	2013.04.04	2013.06.03	2013.06.05	2013.07.02	2013.07.08
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	강상민	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
일 시	2013.07.29	2013.08.16	2013.09.23	2013.09.26	2013.10.28	2013.11.20	2013.12.03	2014.03.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	86,000	86,000

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강상민)
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류

E*TRADE
KOREA

E*TRADE KOREA