



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	40,000 원
현재주가 (4.27)	35,000 원
상승여력	+14.3%
KOSPI	2,209.46pt
시가총액	141,877억원
발행주식수	40,536만주
유동주식비율	61.98%
외국인비중	37.50%
52주 최고/최저가	48,950원 / 34,100원
평균거래대금	342.3억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 4인	35.62
국민연금	6.96
자사주	1.09
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.02 -15.97 -28.5
상대주가	-9.25 -26.48 -37.55

## 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	47,097	2,573	2,994	7,385	-21.6	55,466	5.1	0.7	3.1	14.0	82.5
2015	49,521	2,354	2,631	6,489	-12.1	59,709	5.9	0.6	3.8	11.3	90.0
2016	52,713	2,461	2,755	6,795	4.7	65,569	5.2	0.5	3.2	10.8	91.5
2017E	52,303	2,177	1,970	4,860	-28.5	69,607	7.3	0.5	3.5	7.2	83.9
2018E	54,659	2,371	2,696	6,650	36.8	74,561	5.3	0.5	3.2	9.2	81.3

## 기아차 000270

## 재고축소 위한 가동률·인센티브 악화 불가피

- ✓ 낮아진 영업이익 기대치 (4Q16 실적발표 이후 -16.5%)를 -22.7% 하회하는 부진한 실적
- ✓ 재고감축 (북미재고 09년 5월 이후 가장 높은 4.9개월) 위한 북미 가동률 축소 인센티브 상승 불가피하며, 중국 지분법이익 적자전환 전망 (세전이익 추정 -8.8% 하향)
- ✓ 연간 판매, 가이던스 317만대 (+5.0% YoY) 하회하는 290만대 (-4.0% YoY) 전망
- ✓ 조정 이익 추정치를 기준 적정 PER 7.0배에 적용해 적정주가 40,000원으로 하향

## 2Q17 이후 글로벌 재고감축 위한 가동률 축소·인센티브 상승 불가피

실적 Review: 영업이익 3,828억원 (-39.6% YoY)으로 지난 1월 4Q16 실적발표 이후 -16.5% 낮아진 시장기대치를 -22.7% 하회했다. 하회 근거는 1) 기대 이하의 북미공장 출고판매 실적 (미국 -20.9% YoY, 멕시코 -24.0% QoQ (전년 5월 가동시작)과 2) 세타2 엔진 리콜 관련 충당금 반영 (약 1,600억원)이다.

17년 연간 영업이익 추정치 -8.4% 하향: 실적 컨퍼런스콜을 통해 기아차는 경영 중심화두로 높아진 재고에 대한 관리 필요성을 강조했다. 이를 위해 미국·멕시코·중국공장의 가동률 조정과 현지 시장 인센티브 증가가 불가피하다. 영업이익을 북미공장 판매볼륨 하향 (기준 추정 대비 -3.2%), 인센티브 가정 상향 (기준 추정 대비 +3.0%)에 근거해 기존 추정 대비 -8.4% 하향 조정한다.

17년 연간 세전이익 추정치 -8.8% 하향: 영업이익 추정치 조정과 더불어, 중국 연간 지분법손익 추정을 기준 +152억원 흑자에서 -391억원 적자로 조정한다. 이를 반영해 세전이익은 기준 추정 대비 -8.8% 하향 조정한다.

## 17년 연간 판매목표 가이던스 하회 전망 (317 만대 → 290 만대)

중국 판매부진 지속과 더불어 회사의 재고관리 강화에 따른 가동률 하락으로 17년 연간 판매볼륨은 기준 회사의 가이던스 317만대 (+5.0% YoY)를 하회하는 290만대 (-4.0% YoY)에 그칠 전망이다. 이익 방향성의 성장 전환을 위해서는 1) 중국 판매 볼륨 회복 및 2) 09년 5월 이후 가장 높은 수준인 4.9개월의 북미 재고의 정상화가 필요하다고 판단한다.

관심을 모으고 있는 통상임금 판결은 오는 5월 중 회사의 변론이 마무리됨에 따라 패소 시 2분기 또는 3분기 중 충당금이 반영될 예정이며, 일시 반영 충당금 규모는 최소 8천억원에서 최대 1.8조원 범위이다.

**표1 인센티브 증가, 가동률 하락에 따른 원가율 상승 및 세타2 엔진 리콜비용 반영으로 기대치를 하회하는 분기실적 기록**

(십억원, %)	1Q16	4Q16	1Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	12,649	12,915	12,844	1.5	-0.5	12,075	6.4	12,407	3.5
영업이익	634	532	383	-39.6	-28.1	532	-28.0	495	-22.7
세전이익	1,047	456	767	-26.7	68.1	786	-2.4	759	1.1
순이익	945	320	765	-19.0	139.2	668	14.5	568	34.7
영업이익률(%)	5.0	4.1	3.0			4.4		4.0	
세전이익률(%)	8.3	3.5	6.0			6.5		6.1	
순이익률(%)	7.5	2.5	6.0			5.5		4.6	

자료: 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 재고감축을 위한 인센티브·가동률 악화로 시장기대치를 하회하는 17년 연간 실적 전망**

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	52,303	53,028	-1.4	54,659	55,196	-1.0
영업이익	2,177	2,319	-6.1	2,371	2,590	-8.4
세전이익	2,333	3,068	-24.0	3,412	3,646	-6.4
순이익	1,970	2,403	-18.0	2,696	2,854	-5.5
영업이익률(%)	4.2	4.4	-0.2p	4.3	4.7	-0.4p
세전이익률(%)	4.5	5.8	-1.3p	6.2	6.6	-0.4p
순이익률(%)	3.8	4.5	-0.8p	4.9	5.2	-0.2p

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

**표3 원가율 상승, 지분법이익 축소를 반영해 기존 17년 세전이익 추정치를 -8.8% 하향**

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	52,713	52,303	54,659
매출액 - 기존 추정	52,713	52,329	54,859
% change	0.0%	-0.1%	-0.4%
영업이익 - 신규 추정	2,461	2,177	2,371
영업이익 - 기존 추정	2,461	2,377	2,470
% change	0.0%	-8.4%	-4.0%
세전이익 - 신규 추정	3,442	2,333	3,412
세전이익 - 기존 추정	3,442	2,559	3,549
% change	0.0%	-8.8%	-3.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,755	1,970	2,696
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,755	2,049	2,804
% change	0.0%	-3.8%	-3.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	6,795	4,860	6,650
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	6,795	5,054	6,916
% change	0.0%	-3.8%	-3.8%

자료: 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	12,649	14,450	12,699	12,915	12,844	14,015	12,710	12,734	52,713	52,303	54,659
(% YoY)	13.2	16.1	-3.1	1.0	1.5	-3.0	0.1	-1.4	6.4	-0.8	4.5
연결기준 판매볼륨	564	607	546	651	581	612	593	664	2,371	2,451	2,595
(% YoY)	-4.5	-4.5	-2.3	0.2	3.1	0.9	8.5	2.0	-2.6	3.4	5.9
연결기준 ASP (백만원)	21.3	22.6	21.9	18.6	20.8	21.8	20.4	18.0	21.0	20.2	19.9
(% YoY)	18.3	22.1	-2.0	-1.0	-2.4	-3.6	-6.4	-3.1	8.6	-3.8	-1.6
GP	2,573	2,929	2,375	2,555	2,468	2,695	2,428	2,511	10,431	10,101	10,729
(% YoY)	18.2	15.4	-7.8	-0.8	-4.1	-8.0	2.2	-1.7	5.7	-3.2	6.2
OP	634	771	525	532	383	656	584	555	2,461	2,177	2,371
(% YoY)	23.8	18.5	-22.5	3.5	-39.6	-14.9	11.2	4.3	4.6	-11.5	8.9
RP	1,047	1,060	879	456	767	67	831	667	3,442	2,333	3,412
(% YoY)	13.8	7.3	23.8	-5.4	-26.7	-93.7	-5.4	46.1	11.0	-32.2	46.3
NP	945	826	664	320	765	51	640	513	2,755	1,970	2,696
(% YoY)	4.6	10.6	20.8	-25.7	-19.0	-93.8	-3.6	60.5	4.7	-28.5	36.8
GP margin (%)	20.3	20.3	18.7	19.8	19.2	19.2	19.1	19.7	19.8	19.3	19.6
OP margin (%)	5.0	5.3	4.1	4.1	3.0	4.7	4.6	4.4	4.7	4.2	4.3
RP margin (%)	8.3	7.3	6.9	3.5	6.0	0.5	6.5	5.2	6.5	4.5	6.2
NP margin (%)	7.5	5.7	5.2	2.5	6.0	0.4	5.0	4.0	5.2	3.8	4.9
글로벌 판매볼륨	704	752	684	877	659	713	694	835	3,021	2,901	3,115
(% YoY)	-6.2	-3.3	3.6	1.6	-6.5	-5.2	1.4	-4.8	-1.0	-4.0	7.4
글로벌 ASP (백만원)	21	22	22	18	21	22	20	18	21	20	20
(% YoY)	15.9	18.7	-2.8	-1.0	0.4	-2.5	-5.0	-0.6	7.1	-1.9	-1.5
글로벌 ASP (천달러)	18	19	19	16	18	19	18	16	18	18	18
(% YoY)	6.8	12.1	1.3	-0.8	4.0	0.0	-6.0	1.6	4.7	-0.1	-1.8
평균환율 (원/달러)	1,195	1,162	1,121	1,155	1,154	1,133	1,130	1,130	1,158	1,137	1,140
기말환율 (원/달러)	1,141	1,151	1,101	1,205	1,119	1,130	1,130	1,130	1,205	1,130	1,140

자료: 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 조정 이익추정치에 기준 적정 PER 7.0배를 반영해 적정주가 40,000원으로 하향

적정 베이류에이션 PER (배, a)	7.0배
기아차 2017E·2018E 평균 EPS (원, b)	5,755원
Fair Value (원, c = a x b)	40,284원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	40,000원
현재 주가 (4월 27일 기준 종가)	35,000원
괴리율 (%)	+14.3%

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 기아차 (000270)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	47,097	49,521	52,713	52,303	54,659
매출액증가율 (%)	-1.1	5.1	6.4	-0.8	4.5
매출원가	37,754	39,654	42,282	42,202	43,930
매출총이익	9,343	9,868	10,431	10,101	10,729
판매비와관리비	6,770	7,513	7,970	7,924	8,358
영업이익	2,573	2,354	2,461	2,177	2,371
영업이익률 (%)	5.5	4.8	4.7	4.2	4.3
금융수익	81	84	-43	48	-52
증속/관계기업관련손익	1,394	895	1,160	994	1,203
기타영업외손익	-232	-233	-136	-886	-109
세전계속사업이익	3,816	3,100	3,442	2,333	3,412
법인세비용	823	470	687	363	717
당기순이익	2,994	2,631	2,755	1,970	2,696
지배주주지분 순이익	2,994	2,631	2,755	1,970	2,696

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,364	3,375	3,276	3,411	3,716
당기순이익(손실)	2,994	2,631	2,755	1,970	2,696
유형자산감가상각비	928	969	1,129	1,240	1,298
무형자산상각비	409	453	557	596	634
운전자본의 증감	-2,554	-1,836	-2,232	-1,688	-1,566
투자활동 현금흐름	-2,983	-5,614	-2,312	-3,131	-3,161
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,430	-3,915	-1,560	-1,622	-1,687
투자자산의 감소(증가)	-1,388	-1,726	436	-53	-766
재무활동 현금흐름	986	906	945	-206	-304
차입금증감	1,345	1,461	1,521	235	162
자본의증가	-64	-146	-132	0	0
현금의증가	167	-1,374	1,959	74	251
기초현금	2,311	2,478	1,105	3,064	3,138
기말현금	2,478	1,105	3,064	3,138	3,389

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	16,655	18,391	20,912	21,237	22,740
현금및현금성자산	2,478	1,105	3,064	3,138	3,389
매출채권	2,419	2,389	2,403	2,615	3,006
재고자산	6,081	7,695	8,854	8,891	9,292
비유동자산	24,389	27,589	29,977	30,660	32,070
유형자산	10,114	13,042	13,493	13,875	14,264
무형자산	1,889	2,134	2,295	2,454	2,612
투자자산	11,800	11,789	13,302	13,355	14,121
자산총계	41,044	45,980	50,889	51,897	54,811
유동부채	11,974	14,579	16,247	15,319	16,166
매입채무	5,888	5,886	6,128	6,185	6,573
단기차입금	1,390	1,512	2,876	3,164	3,322
유동성장기부채	424	1,273	1,255	1,255	1,255
비유동부채	6,586	7,197	8,063	8,362	8,420
사채	812	927	1,665	1,832	1,924
장기차입금	2,070	2,605	2,272	2,340	2,410
부채총계	18,560	21,776	24,310	23,681	24,586
자본금	2,139	2,139	2,139	2,102	2,102
자본잉여금	1,736	1,736	1,716	1,716	1,716
기타포괄이익누계액	-118	-475	-525	-525	-525
이익잉여금	18,816	21,039	23,466	25,140	27,148
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22,484	24,204	26,579	28,216	30,224

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	11,618	12,217	13,004	12,903	13,484
EPS(지배주주)	7,385	6,489	6,795	4,860	6,650
CFPS	12,910	13,329	14,993	12,581	13,030
EBITDAPS	9,645	9,317	10,233	9,900	10,617
BPS	55,466	59,709	65,569	69,607	74,561
DPS	1,000	1,100	1,100	1,150	1,150
배당수익률(%)	2.6	2.9	3.1	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.1	5.9	5.2	7.3	5.3
PCR	2.9	2.9	2.4	2.8	2.7
PSR	3.3	3.1	2.7	2.7	2.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	39,098	37,768	41,481	40,130	43,036
EV/EBITDA	3.1	3.8	3.2	3.5	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.0	11.3	10.8	7.2	9.2
EBITDA 이익률	8.3	7.6	7.9	7.7	7.9
부채비율	82.5	90.0	91.5	83.9	81.3
금융비용부담률	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	44.9	26.4	17.7	14.7	15.4
매출채권회전율(X)	21.0	20.6	22.0	20.8	19.4
재고자산회전율(X)	9.0	7.2	6.4	5.9	6.0

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 주천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 03월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**기아차(000270) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.06	산업브리핑	Buy	59,000	김준성	
2015.06.02	산업브리핑	Buy	59,000	김준성	
2015.07.02	산업브리핑	Buy	59,000	김준성	
2015.07.08	산업브리핑	Buy	54,000	김준성	
2015.07.27	기업브리핑	Buy	54,000	김준성	
2015.08.04	산업브리핑	Buy	54,000	김준성	
2015.09.02	산업브리핑	Buy	54,000	김준성	
2015.09.03	산업분석	Buy	60,000	김준성	
2015.10.02	산업브리핑	Buy	60,000	김준성	
2015.10.12	산업브리핑	Buy	60,000	김준성	
2015.10.26	기업브리핑	Buy	60,000	김준성	
2015.11.03	산업브리핑	Buy	60,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	63,000	김준성	
2015.12.02	산업브리핑	Buy	63,000	김준성	
2016.01.05	산업브리핑	Buy	63,000	김준성	
2016.01.28	기업브리핑	Buy	63,000	김준성	
2016.02.02	산업브리핑	Buy	63,000	김준성	
2016.02.22	산업분석	Buy	56,000	김준성	
2016.02.29	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.03.03	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.03.31	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.04.04	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.04.28	기업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.05.03	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.06.02	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.07.04	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.07.28	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.08.02	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.09.02	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.09.05	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.09.26	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.10.05	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.10.28	기업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.11.02	산업브리핑	Buy	56,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Buy	52,000	김준성	
2016.12.02	산업브리핑	Buy	52,000	김준성	
2017.01.03	산업브리핑	Buy	52,000	김준성	
2017.01.31	기업브리핑	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.02.02	산업브리핑	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.03.03	산업브리핑	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.04.04	산업브리핑	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.04.28	기업브리핑	Trading Buy	40,000	김준성	

