

2018/07/30

기아차(000270)

금부정 요인이 혼재된 실적

■ 2Q18 Review – 금부정 요인이 혼재된 실적

매출액은 전년동기비 3.5% 증가한 14.06조, 영업이익은 12.7% 감소한 3,525억원을 기록했다. 시장 컨센서스에 부합하는 실적이다. 신형 K3, K9가 신차효과로 판매 성장을 이끄는 동시에 쏘렌토, 카니발 등 RV 판매호조로 믹스 개선효과가 있었으나, 불리한 환율 환경 속 미국시장 내 판촉비 증가가 이런 긍정적 요인을 모두 상쇄시켰다.

■ 3Q18 Preview – 아직까지 실적 개선 기대는 어려워

3분기에도 Big 2에서의 어려움은 지속될 것이다. 먼저 미국에서는 6월부터 조지아공장의 현대차 신타페 위탁생산이 종료되었다. 연말 대형 SUV가 생산되기 전까지는 가동률 하락에 따른 실적부진이 예상된다. 중국에서는 전년도 사드 기저효과로 큰 폭의 판매증가가 나타나야 하지만 아직까지는 아쉬운 상황이다. 최근 출시된 즈파오를 제외하면 다른 차종들은 판매가 부진한 상황이다. 그나마 신차효과가 이어지고 있는 내수에서 개소세 인하 효과가 Buffer로 작용할 것이다. 3분기 매출액은 전년동기비 3.3% 감소한 13.6조, 영업이익은 흑자전환한(3Q17 통상임금 관련 일회성 비용 반영) 3,684억원으로 예상된다.

■ 투자전략 – 투자의견 Hold, 목표주가 35,000원으로 하향

지난 5월 KMMG에서 위탁 생산하던 신타페의 현대차 알라바마공장 이전이 완료되었다. 신차 생산투입 전까지는 미국공장의 가동률이 하락하며 공헌이익 감소가 나타날 수 밖에 없는 상황이다. 중국에서는 최근 출시된 즈파오에 판매가 집중되며 판매 차종간 간섭효과로 인해 6월 소매판매는 전년동기비(-)를 기록했다. 소매 판매의 (-) 흐름은 곧바로 공장출하 컨트롤로 이어질 것이기에 중국공장 가동률 하락 역시 불가피하다. 내수와 유럽, 신흥시장에서 좋은 흐름을 보이고 있지만 Big 2에서의 어려움을 상쇄시키기엔 역부족인 것 같다. 현대차에 비해 신차 모멘텀도 부족한 상황이다. 최악의 상황인 미국 수입 자동차, 부품 25% 관세가 부과될 경우 기아차는 연간 적자전환이 불가피하다. 목표주가를 12M Fwd EPS 추정치 4,949원에 글로벌 완성차업체 평균 PER 7.0배를 적용해 기존 40,000원에서 35,000원으로 하향한다. 상승여력이 제한적이기에 투자의견 역시 Hold로 하향한다.

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

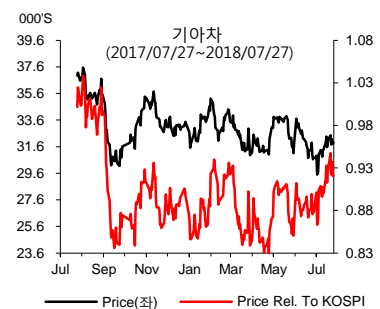
Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	35,000원
종가(2018/07/27)	31,950원

Stock Indicator

자본금	2,139십억원
발행주식수	40,536만주
시가총액	12,951십억원
외국인지분율	39.5%
배당금(2017)	800원
EPS(2018E)	3,970원
BPS(2018E)	68,838원
ROE(2018E)	5.9%
52주 주가	29,550~37,600원
60일평균거래량	924,406주
60일평균거래대금	29.8십억원

Price Trend



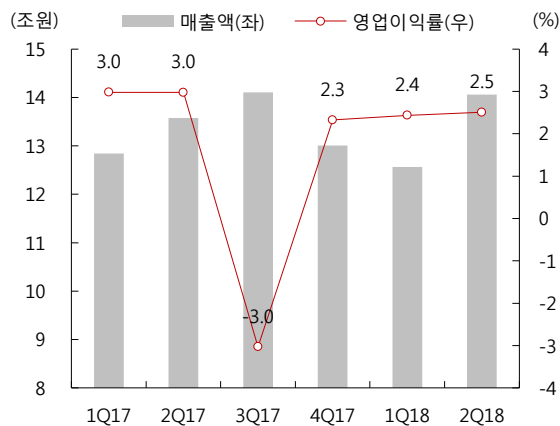
2Q18 Review

금부정 요인이 혼재된 실적

매출액은 전년동기비 3.5% 증가한 14.06조, 영업이익은 12.7% 감소한 3,525억원을 기록했다. 시장 컨센서스에 부합하는 실적이다. 신형 K3, K9가 신차효과로 판매 성장을 이끄는 동시에 쏘렌토, 카니발 등 RV 판매호조로 믹스 개선효과가 있었으나, 불리한 환율 환경 속 미국시장 내 판촉비 증가가 이런 긍정적 요인을 모두 상쇄시켰다. 2분기 실적을 자세히 살펴보면,

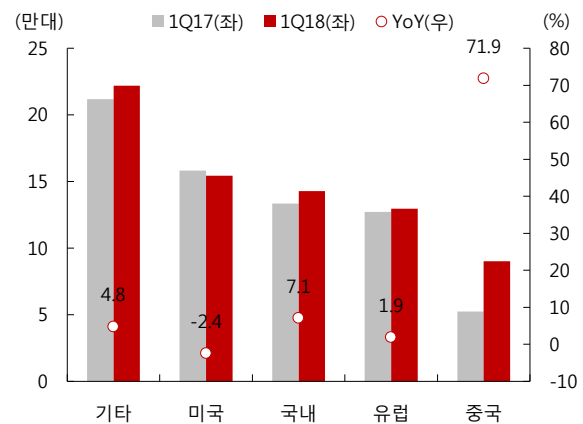
첫째, 재고소진을 위한 공급 컨트롤이 이어졌다. 2분기 중국을 제외한 도매판매는 전년 동기비 2.9% 증가한 64.9만대였지만 공장출하는 0.8% 감소한 60.3만대를 기록했다. 낮은 공장 가동률은 공헌이익 감소로 이어질 수 밖에 없고, 재고 위주의 판매, 공격적인 판촉활동은 인센티브를 높여 실적에 (-) 요인이 될 수 밖에 없다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 컨센서스 부합



자료: 기아차, 하이투자증권

<그림 2> 지역별 도매판매 및 전년동기비 증감

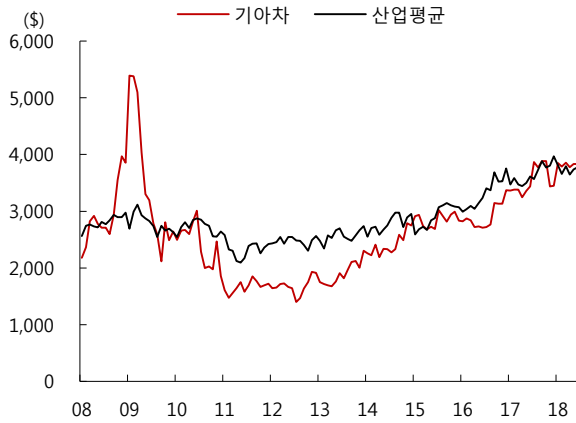


자료: 기아차, 하이투자증권

둘째, 유럽과 신흥시장에서 선전이 이어지고 있다. 유럽에서는 모닝의 견조한 판매를 기반으로 니로, 스톨닉이 신차효과를 보이며 산업수요 성장률을 상회하는 판매를 보이고 있다. 멕시코의 경우 내수 시장점유율을 확대하고 있으며 중남미에서는 멕시코산 K2가 본격 판매되며 긍정적 흐름을 보이고 있다. 러시아에서는 승용과 SUV의 고른 판매성장에 힘입어 시장점유율 2위를 지켰다.

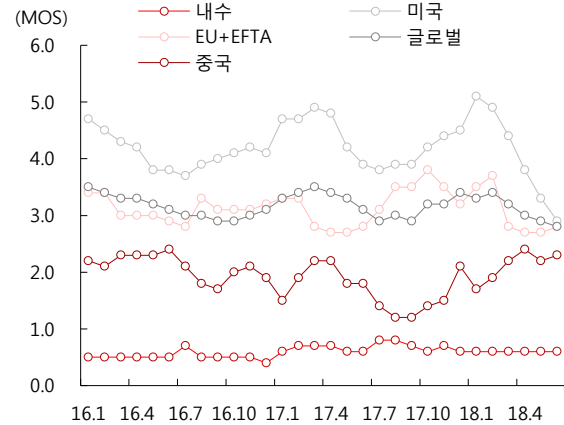
셋째, 기아차 부진의 중심인 미국 사정이 아직 녹록지 않다. 북미 판매법인 도매매출, 생산법인 OEM 매출을 포함하는 북미 매출액은 전년동기 4.48조에서 3.97조로 11.4% 감소하며 2개 분기 연속 감소했다. 불리한 환율 영향도 있었지만 미국 분기 평균 인센티브가 전년동기비 13.9%나 증가하며 실적에 부정적으로 작용했다. 그나마 목표로 했던 미국 재고가 6월말 기준 2.9개월로 감소한 것은 다행이다.

<그림 3> 미국시장 인센티브 추이 - 실적에 부정적으로 작용



자료: 기아차, 하이투자증권

<그림 4> 글로벌 재고 추이 - 미국 2.9개월 수준까지 하락

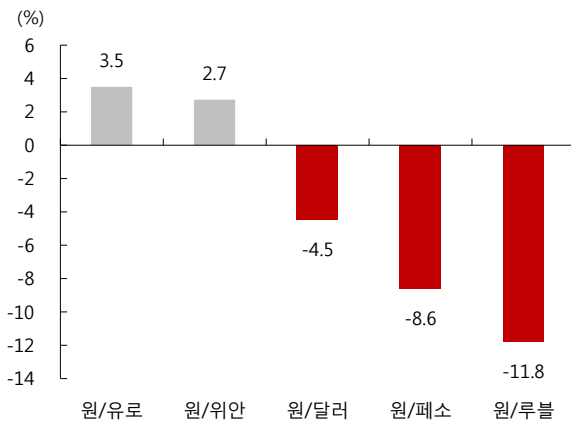


자료: 기아차, 하이투자증권

넷째, 환율 환경이 원/유로, 원/위안을 제외하곤 대부분 부정적으로 전개되었다. 신흥 시장 볼륨증가가 매출과 손익으로 연결되지 못하고 있는 것이다.

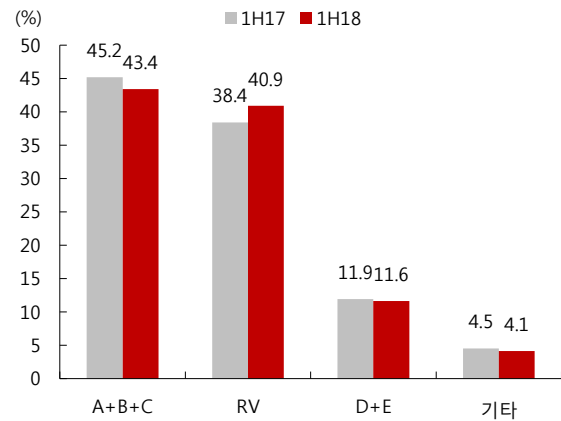
다섯째, 판매 믹스가 개선되었다. 상반기 차급별 판매비중을 살펴보면, 소형차급 판매 비중이 전년동기비 1.8%p 축소되었고, 쏘렌토의 견고한 판매, 스톤닉, 니로의 글로벌 판매호조를 바탕으로 RV급은 전년동기비 2.5%p 상승했다. 환율의 (-) 효과를 믹스 개선을 통한 ASP 상승으로 상쇄시켰다.

<그림 5> 주요 진출국 환율 전년동기비 증감



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 6> 차급별 판매 비중 변화 - 믹스 개선을 통한 ASP 상승



자료: 기아차, 하이투자증권

3Q18 Preview

아직까지 실적 개선 기대는 어려워

3분기에도 Big 2에서의 어려움은 지속될 것 같다. 먼저 미국에서는 6월부터 조지아공장의 현대차 싼타페 위탁생산이 종료되었다. 연말 대형 SUV가 생산되기 전까지는 가동률 하락에 따른 실적부진이 예상된다. 중국에서는 전년도 사드 기저효과로 큰 폭의 판매증가가 나타나야 하지만 아직까지는 아쉬운 상황이다. 최근 출시된 즈파오를 제외하면 다른 차종들은 판매가 부진한 상황이다. 그나마 신차효과가 이어지고 있는 내수에서 개소세 인하 효과가 Buffer로 작용할 것이다. 아직까지 파업 리스크가 남아있긴 하지만, 역사적으로 현대차와 노사 타결 방향성이 유사했다는 점에서 하계휴가 후 빠른 타결이 이뤄질 것으로 예상된다. 에어백 리콜 비용은 3분기로 이연되었다. 하지만 아직 귀책협약이 끝나지 않았고 추후 환입될 가능성이 있는 일회성 비용이므로 이번 추정에는 반영하지 않았다. 3분기 매출액은 전년동기비 3.3% 감소한 13.6조, 영업이익은 흑자전환한(3Q17 통상임금 관련 일회성 비용 반영) 3,684억원으로 예상된다.

<표 1> 18년 2분기 실적 및 18년 3분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	YoY	QoQ	3Q18E	YoY
기아차 출하	660,264	690,028	699,093	622,628	692,648	4.9%	11.2%	718,150	4.1%
국내공장	384,721	388,488	351,571	338,758	387,782	0.8%	14.5%	375,750	-3.3%
해외공장	275,543	301,540	347,522	283,870	304,866	10.6%	7.4%	342,400	13.6%
미국	83,825	75,808	57,335	50,163	62,337	-25.6%	24.3%	67,200	-11.4%
슬로박	89,807	76,215	78,370	85,800	84,400	-6.0%	-1.6%	87,500	14.8%
중국	52,438	83,007	147,329	82,206	90,117	71.9%	9.6%	109,200	31.6%
멕시코	49,473	66,510	64,488	65,701	68,012	37.5%	3.5%	78,500	18.0%
매출액	135,784	141,077	130,056	125,622	140,601	3.5%	11.9%	136,460	-3.3%
매출원가	112,210	123,166	107,057	106,288	119,480	6.5%	12.4%	116,128	-5.7%
%	82.6	87.3	82.3	84.6	85.0	2.3%p	0.4%p	85.1	-2.2%p
판관비	19,534	22,181	19,975	16,278	17,596	-9.9%	8.1%	16,648	-24.9%
%	14.4	15.7	15.4	13.0	12.5	-1.9%p	-0.4%p	12.2	-3.5%p
영업이익	4,040	-4,270	3,024	3,056	3,525	-12.7%	15.3%	3,684	흑자전환
%	3.0	-3.0	2.3	2.4	2.5	-0.5%p	0.1%p	2.7	5.7%p
영업외이익	1,137	-210	6	2,081	919	-19.2%	-55.9%	1,748	흑자전환
%	0.8	-0.1	0.0	1.7	0.7	-0.2%p	-1.0%p	1.3	1.4%p
세전이익	5,178	-4,480	3,030	5,138	4,444	-14.2%	-13.5%	5,433	흑자전환
%	3.8	-3.2	2.3	4.1	3.2	-0.7%p	-0.9%p	4.0	7.2%p
법인세	1,282	-1,563	1,982	818	1,125	-12.2%	37.5%	1,412	납부
%	24.8	34.9	65.4	15.9	25.3	0.6%p	9.4%p	26.0	-8.9%p
당기순이익	3,896	-2,918	1,048	4,320	3,319	-14.8%	-23.2%	4,020	흑자전환
%	2.9	-2.1	0.8	3.4	2.4	-0.5%p	-1.1%p	2.9	5.0%p

자료: 기아차, 하이투자증권

투자전략

투자의견 Hold, 목표주가 35,000원으로 하향

2분기 미국에서 재고소진을 위한 공격적 마케팅으로 달성한 빠른 재고소진과 중국에서 기저효과는 수익성 악화 국면에서 그나마 건질 수 있는 긍정적 요인이었다. 하지만 아직까지 종합적으로 수익성 개선이 나타나지 못하고 있다. 지난 5월 KMMG에서 위탁 생산하던 싼타페의 현대차 알라바마공장 이전이 완료되었다. 신차 생산투입 전까지는 미국공장의 가동률이 하락하며 공헌이익 감소가 나타날 수 밖에 없는 상황이다. 중국에서는 최근 출시된 즈파오에 판매가 집중되며 판매 차종간 간섭효과로 인해 6월 소매 판매는 전년동기비 (-)를 기록했다. 소매 판매의 (-) 흐름은 곧바로 공장출하 컨트롤로 이어질 것이기에 중국공장 가동률 하락 역시 불가피하다. 내수와 유럽, 신흥시장에서 좋은 흐름을 보이고 있지만 Big 2에서의 어려움을 상쇄시키기엔 역부족인 것 같다. 현대차에 비해 신차 모멘텀도 부족한 상황이다. 기아차는 내년부터 본격적인 신차싸이클이 시작된다. 잠재적 위험이긴 하나 무역확장법 232조가 시행될 경우 멕시코공장 운영방안에도 변화가 필요하다. 최악의 상황인 미국 수입 자동차, 부품 25% 관세가 부과될 경우 기아차는 연간 적자전환이 불가피하다.

이와 같은 흐름을 종합해보면 기아차는 작년 통상임금 일회성 비용을 제외한 영업이익 1.5조원 달성이 쉽지 않아 보인다. 일회성 비용을 감안하더라도 연간 증익이 어려운 것이다. 목표주가는 12M Fwd EPS 추정치 4,949원에 글로벌 완성차업체 평균 PER 7.0 배를 적용해 기존 40,000원에서 35,000원으로 하향한다. 상승여력이 제한적이기에 투자의견 역시 Hold로 하향한다.

<표 2> 기아차 Global Peer Group Valuation Table

(단위: 배 %)

구분	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Toyota	8.7	8.2	1.0	0.9	11.5	11.3	10.7	10.2
Honda	7.7	7.0	0.7	0.6	9.1	9.2	7.6	6.7
Nissan	6.8	6.2	0.7	0.6	10.2	10.4	3.0	2.8
GM	6.1	6.0	1.4	1.2	23.9	20.7	3.2	3.0
Ford	7.2	7.1	1.1	1.0	15.6	15.3	3.1	2.9
FCA	4.5	4.2	0.9	0.7	21.0	19.2	1.9	1.8
Volkswagen	5.7	5.2	0.6	0.6	11.6	11.5	1.7	1.6
Daimler	6.6	6.4	0.9	0.8	15.7	15.1	2.1	2.0
BMW	7.3	7.0	0.9	0.9	13.1	12.4	6.4	6.1
현대차	9.0	7.4	0.5	0.5	5.3	6.2	9.8	8.7
평균	7.0	6.5	0.9	0.8	13.7	13.1	4.9	4.6

자료: Bloomberg 하이투자증권

<표 3> 기아차 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

구분	내용	비고
기아차 12M Fwd BPS 추정치 (a)	4,949	
적정 Valuation PBR (b)	7.0	글로벌 완성차 18E 평균 PER
적정주가 (a × b)	34,643	
목표주가	35,000	
현재주가 (7월 27일 종가)	31,950	
괴리율	9.5	

자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	21,642	21,277	22,529	24,513
현금 및 현금성자산	1,562	439	121	544
단기금융자산	8,063	8,466	8,889	9,334
매출채권	3,121	3,166	3,395	3,576
재고자산	8,544	8,666	9,295	9,789
비유동자산	30,652	32,411	34,021	34,705
유형자산	13,653	14,245	14,670	14,198
무형자산	2,470	2,646	2,768	2,861
자산총계	52,294	53,689	56,550	59,218
유동부채	15,323	15,254	15,572	16,014
매입채무	9,452	9,663	10,180	10,623
단기차입금	2,994	2,994	2,994	2,994
유동성장기부채	863	563	363	363
비유동부채	10,110	10,530	11,350	11,370
사채	3,020	3,120	3,520	3,320
장기차입금	1,875	2,175	2,575	2,775
부채총계	25,433	25,784	26,922	27,384
지배주주지분	26,861	27,904	29,628	31,834
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,716	1,716	1,716	1,716
이익잉여금	24,074	25,363	27,332	29,783
기타자본항목	-216	-216	-216	-216
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	26,861	27,904	29,628	31,834

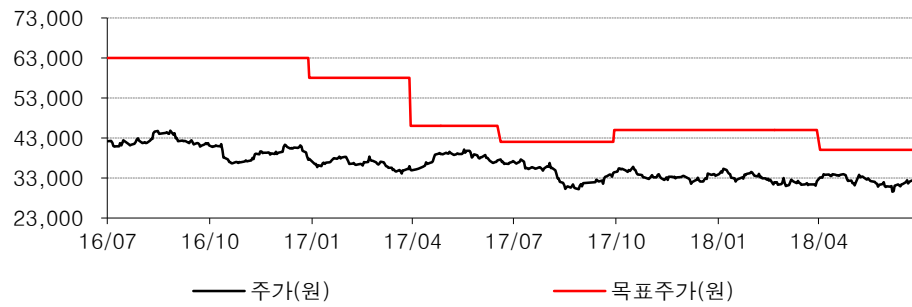
포괄손익계산서	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	53,536	54,303	58,241	61,342
증가율(%)	1.6	1.4	7.3	5.3
매출원가	44,619	45,852	47,956	49,985
매출총이익	8,917	8,451	10,285	11,356
판매비와관리비	8,255	7,003	8,012	8,617
연구개발비	773	784	841	885
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	662	1,448	2,273	2,739
증가율(%)	-73.1	118.6	57.0	20.5
영업이익률(%)	1.2	2.7	3.9	4.5
이자수익	174	161	163	178
이자비용	220	223	238	238
지분법이익(손실)	564	865	938	1,130
기타영업외손익	-244	-61	-58	-61
세전계속사업이익	1,140	2,101	3,094	3,746
법인세비용	172	491	804	974
세전계속이익률(%)	2.1	3.9	5.3	6.1
당기순이익	968	1,609	2,290	2,772
순이익률(%)	1.8	3.0	3.9	4.5
지배주주귀속 순이익	968	1,609	2,290	2,772
기타포괄이익	-245	-245	-245	-245
총포괄이익	723	1,364	2,044	2,527
지배주주귀속총포괄이익	968	1,609	2,290	2,772

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,594	5,911	5,985	6,246
당기순이익	968	1,609	2,290	2,772
유형자산감가상각비	76	76	72	71
무형자산상각비	595	595	637	667
지분법관련손실(이익)	564	865	938	1,130
투자활동 현금흐름	-4,795	-2,931	-2,701	-1,620
유형자산의 처분(취득)	-1,689	-1,850	-1,610	-700
무형자산의 처분(취득)	-702	-800	-800	-800
금융상품의 증감	-2,533	-403	-423	-444
재무활동 현금흐름	732	-219	281	-319
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-228	300	400	200
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-441	-321	-321	-321
현금및현금성자산의증감	-1,502	-1,123	-318	423
기초현금및현금성자산	3,064	1,562	439	121
기말현금및현금성자산	1,562	439	121	544

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,388	3,970	5,648	6,839
BPS	66,264	68,838	73,090	78,533
CFPS	4,043	5,625	7,398	8,660
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	14.0	8.0	5.7	4.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	8.3	5.7	4.3	3.7
EV/EBITDA	9.5	6.1	4.5	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.6	5.9	8.0	9.0
EBITDA 이익률	2.5	3.9	5.1	5.7
부채비율	94.7	92.4	90.9	86.0
순부채비율	-3.3	-0.2	1.5	-1.3
매출채권회전율(x)	16.8	17.3	17.8	17.6
재고자산회전율(x)	6.2	6.3	6.5	6.4

자료 : 기사자, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(기아차)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-01-26	Buy	58,000	6개월	-37.1%	-33.9%
2017-04-27	Buy	46,000	6개월	-17.2%	-12.8%
2017-07-17	Hold	42,000	1년	-13.9%	-10.5%
2017-08-31	Buy	42,000	1년	-23.4%	-15.4%
2017-10-27	Buy	45,000	1년	-26.5%	-20.4%
2018-04-30	Buy	40,000	1년	-19.5%	-15.1%
2018-07-30(담당자변경)	Hold	35,000	1년		

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. (작성자 : 강동욱)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-