

2020. 1. 15



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**  
 02. 6454-4866  
 joonsung.kim@meritz.co.kr  
 RA **이다빈**  
 02. 6454-4882  
 dabinn.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**

현재주가 (1.14) **41,150 원**

상승여력 **21.5%**

KOSPI	2,238.88pt
시가총액	166,807억원
발행주식수	40,536만주
유동주식비율	62.02%
외국인비중	41.58%
52주 최고/최저가	46,400원/33,650원
평균거래대금	405.5억원

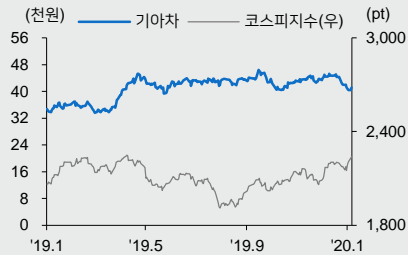
주요주주(%)

현대자동차 외 5인	35.62
국민연금공단	6.52

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-4.3	21.7
상대주가	-10.3	-10.8	12.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	53,535.7	662.2	968.0	2,388	-64.9	66,264	17.2	0.6	6.1	3.6	94.7
2018	54,169.8	1,157.5	1,155.9	2,852	19.4	67,208	14.4	0.6	5.1	4.3	90.1
2019E	56,661.4	1,948.6	2,045.1	5,045	76.9	69,791	8.2	0.6	3.8	7.4	94.4
2020E	61,210.0	2,252.7	2,411.2	5,948	17.9	75,439	6.9	0.5	3.3	8.2	95.1
2021E	65,143.3	2,489.6	2,605.7	6,428	8.1	81,310	6.4	0.5	2.7	8.2	99.3

# 기아차 000270

## 코 앞으로 다가온 EV 경쟁력 입증 시기

- ✓ 탄소배출 규제가 시작된 유럽. 생산능력 확장이 진행 중인 상반기에는 과징금을 피하기 위한 필요 판매물량 달성 어려울 전망 → 밸류에이션 개선 정체
- ✓ 통상임금 관련 파업 및 원화가치 강세 흐름 지속 → 실적 눈높이 조정 압력 증가
- ✓ 본격적인 기업가치 개선은 파업 노이즈가 마무리되고, 유럽 EV 판매대응이 월 3,000대 이상 실현될 수 있는 하반기 이후가 될 전망. 완성차 중 노조 갈등이 부재하며, 환율 민감도가 높지 않고, 금융 손익 승수효과 가능한 현대차를 선호

### 유럽 탄소배출 규제 도입 시작 → 판매확대 통한 과징금 우려 극복 필요

14일 Investor Day를 개최한 기아차는 20년 유럽 EV 판매 4.1만대 (19년 1.3만대), EV 포함 친환경차 판매 11.0만대 (19년 6.5만대) 기록을 통해 현재 업종 내 가장 큰 우려 요인으로 작용 중인 유럽 탄소배출 규제에서 과징금을 지급하지 않을 예정이라고 밝혔다. 유럽 내 높은 인기를 구가 중인 니로 EV는 현재 판매확대 위한 CAPA 확장 진행 중. 20년 월평균 3,000대 이상 (19년 1,098대) 판매가 실현된다면, 과징금 부과 가능성이 높은 타 업체들과의 실적 및 판매점유율 차별화가 발휘되며 기업가치 re-rating 가능. 당사는 CAPA 확장 과정이 진행 중인 상반기에는 월평균 3,000대 달성에 어려움이 있다고 판단하나, 하반기 중에는 현지 back-order를 고려했을 때 실현 가능성 높다고 판단.

### 노조와의 갈등극복 통한 생산차질 및 일회성 인건비 지급 우려 제거 필요

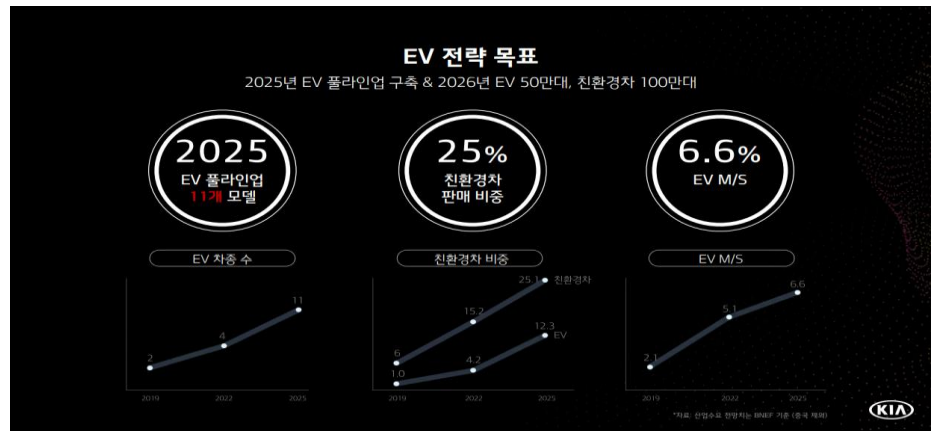
현재 기아차 노조는 현대차와 동일한 통상임금 합의금을 요구하며 부분파업을 이어가고 있음. 이미 노조 대표자와 경영진의 합의가 이루어진 상황에서 노조원의 반대 기류가 이어지고 있는 상황이기에, 합의금 지급 여부 및 파업 강도/시기에 대한 예상이 어려운 상황. 마무리되지 못한 19년 임단협 영향으로 이 같은 파업이 지속된다면, 생산차질에 따른 실적 훼손 (종일 파업 시 일당 80~100억원) 및 합의금 지급에 대한 우려가 시장 이익 눈높이 방향성에 부정적 영향을 미칠 수 있음.

### 4Q19 Preview, 아직은 미진한 신차효과

4Q19 영업이익, 시장기대치 소폭 하회 전망 (-3%). 미국공장 판매개선 (+17% YoY) 기록했으나, 노후모델 재고관리 위한 수출판매 급감으로 국내공장은 판매 크게 감소 (-10% YoY). 수출판매 감소는 우호적이었던 원/달러 평균 환율 수혜 또한 제한.

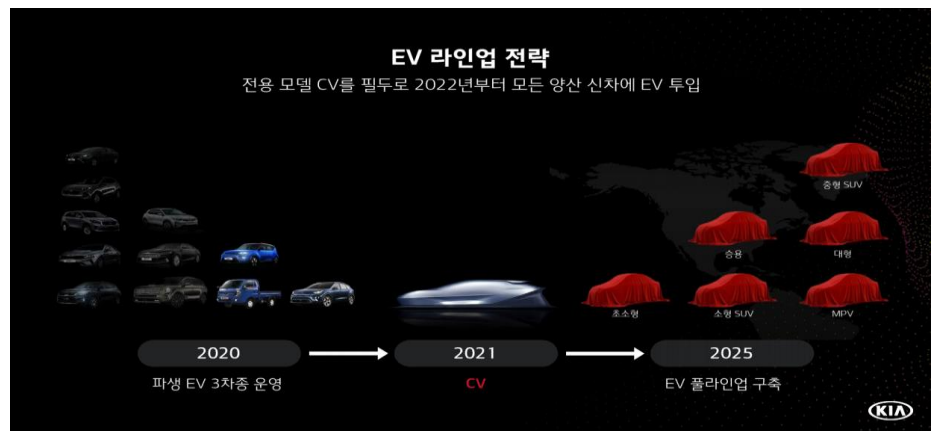
파업기류 지속, 원화 강세 등을 반영해 20년 EPS 추정을 -2.8% 조정하며, 기존 목표 PER (8.4배) 적용해 적정주가 50,000원으로 하향.

그림1 Investor Day에서 발표된 글로벌 EV 판매점유율 목표 19년 2.1% → 22년 5.1%



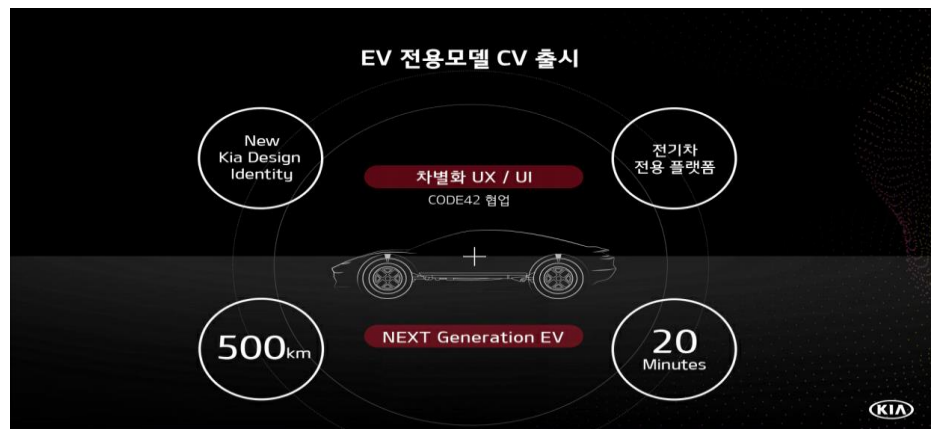
자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 오는 21년 e-GMP 기반의 첫 번째 EV 모델 CV 출시 예정



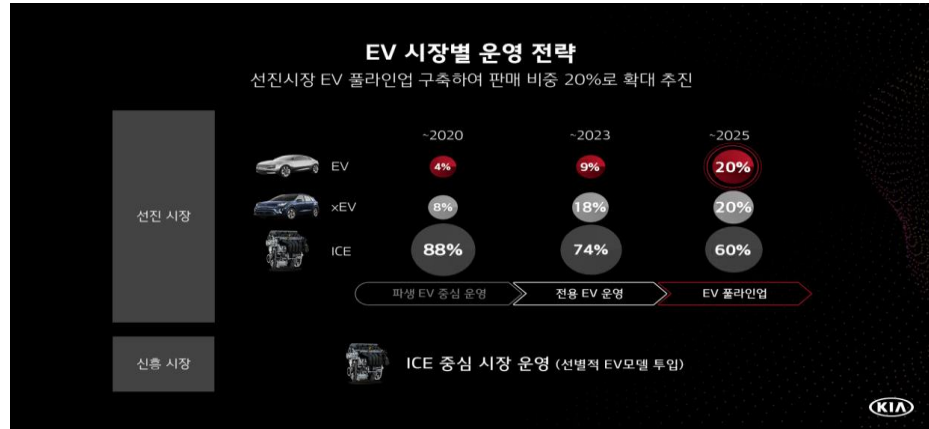
자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 CV의 주행거리는 500km에 달하며, 기아차의 신규 CI가 처음으로 적용될 예정



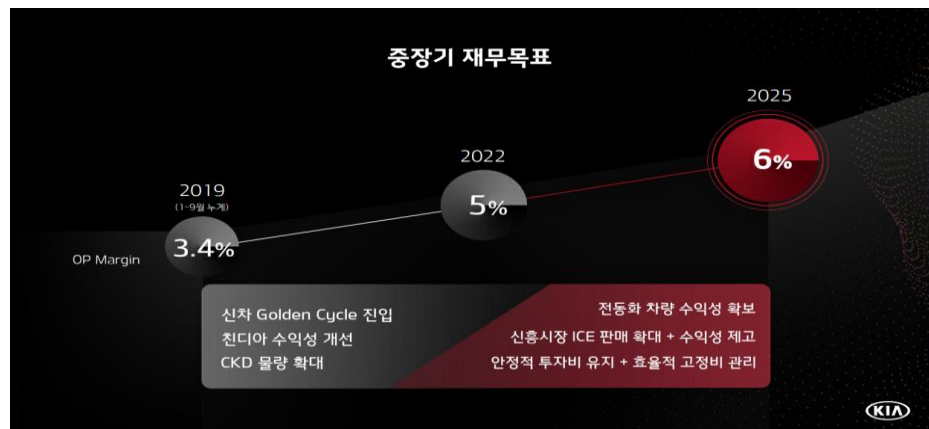
자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 규제가 수반되는 선진시장에서 EV 판매 매진하며, 신흥시장에서는 ICE 중심 판매 전개



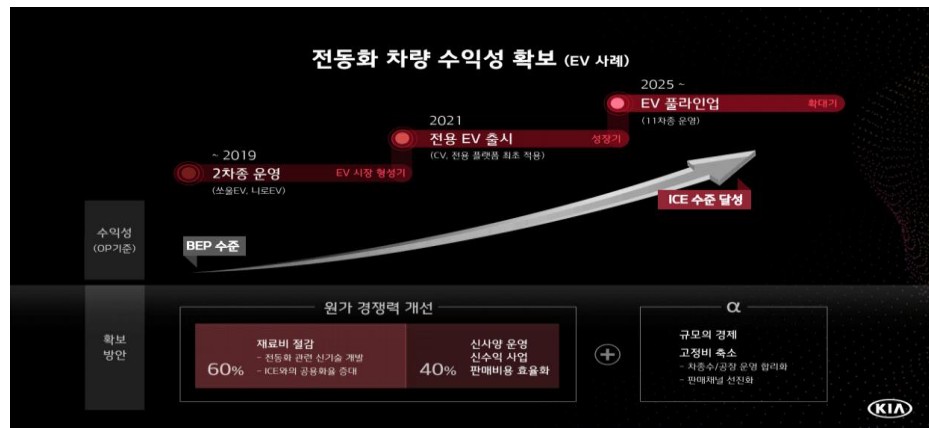
자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 신차효과 및 EV 수익성 재고 통해 영업이익률 지속적인 개선 목표



자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 EV를 비롯한 친환경 사업의 수익성 19년 BEP 수준이며, 25년 mid-single 상회 전망



자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 기아차 4Q19 Preview: 영업이익 시장기대치 소폭 하회 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	14,621	13,473	8.5	15,090	-3.1	14,926	-2.0
영업이익	529	382	38.6	291	81.6	547	-3.2
세전이익	724	194	273.1	446	62.4	739	-2.0
지배순이익	565	94	498.6	326	73.4	562	0.6
영업이익률 (%)	3.6	2.8		1.9		3.7	
세전이익률 (%)	5.0	1.4		3.0		4.9	
순이익률 (%)	3.9	0.7		2.2		3.8	

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 시장기대치에 부합하는 20년 연간 이익실현 예상

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	56,661	56,829	-0.3	61,210	59,853	2.3
영업이익	1,949	1,965	-0.8	2,253	2,261	-0.4
세전이익	2,770	2,730	1.5	3,091	3,005	2.9
순이익	2,045	2,048	-0.1	2,411	2,319	4.0
영업이익률 (%)	3.4	3.5	0.0p	3.7	3.8	-0.1p
세전이익률 (%)	4.9	4.8	0.1p	5.1	5.0	0.0p
순이익률 (%)	3.6	3.6	0.0p	3.9	3.9	0.1p

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 노조와의 갈등 및 원화 강세추이 지속 반영해 20년 이익추정치 소폭 조정

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	54,170	56,661	61,210
매출액 - 기존 추정	54,170	56,504	60,368
% change	0.0%	0.3%	1.4%
영업이익 - 신규 추정	1,157	1,949	2,253
영업이익 - 기존 추정	1,157	1,986	2,323
% change	0.0%	-1.9%	-3.0%
세전이익 - 신규 추정	1,469	2,770	3,091
세전이익 - 기존 추정	1,469	2,879	3,154
% change	0.0%	-3.8%	-2.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,156	2,045	2,411
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,156	2,121	2,481
% change	0.0%	-3.6%	-2.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,852	5,045	5,948
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,852	5,232	6,119
% change	0.0%	-3.6%	-2.8%

자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>12,562</b>	<b>14,060</b>	<b>14,074</b>	<b>13,473</b>	<b>12,444</b>	<b>14,507</b>	<b>15,090</b>	<b>14,621</b>	<b>54,170</b>	<b>56,661</b>	<b>61,210</b>
(% YoY)	-2.2	3.5	-0.2	3.6	-0.9	3.2	7.2	8.5	1.2	4.6	8.0
연결기준 판매볼륨	540	603	553	639	569	623	585	640	2,334	2,416	2,595
(% YoY)	-7.0	-1.1	-9.0	15.7	5.3	3.3	5.9	0.2	-0.7	3.5	7.4
국내공장	339	388	335	406	349	388	350	367	1,468	1,454	1,495
(% YoY)	-10.3	0.4	-13.7	15.5	2.9	0.2	4.4	-9.8	-2.4	-1.0	2.8
해외공장	202	215	217	232	220	234	235	273	866	962	1,100
(% YoY)	-1.1	-3.7	-0.6	16.0	9.2	9.0	8.2	17.6	2.4	11.1	14.3
연결기준 ASP (백만원)	22.1	21.9	24.0	20.0	20.4	21.9	24.2	21.8	21.9	22.1	22.3
(% YoY)	6.2	3.2	10.1	-10.9	-7.5	-0.1	0.7	9.0	1.7	0.7	1.1
<b>OP</b>	<b>306</b>	<b>353</b>	<b>117</b>	<b>382</b>	<b>594</b>	<b>534</b>	<b>291</b>	<b>529</b>	<b>1,157</b>	<b>1,949</b>	<b>2,253</b>
(% YoY)	-20.2	-12.7	흑자전환	26.3	94.4	51.4	148.5	38.6	74.8	68.3	15.6
<b>RP</b>	<b>514</b>	<b>444</b>	<b>316</b>	<b>194</b>	<b>945</b>	<b>656</b>	<b>446</b>	<b>724</b>	<b>1,469</b>	<b>2,770</b>	<b>3,091</b>
(% YoY)	-33.0	-14.2	흑자전환	-35.9	83.9	47.5	40.9	273.1	28.8	88.6	11.6
지분법이익	220	236	201	-41	160	187	145	219	617	711	825
(% YoY)	-14.6	99.0	97.5	-147.8	-27.4	-20.9	-28.0	-636.5	-55.8	-20.6	-28.9
<b>NP</b>	<b>432</b>	<b>332</b>	<b>298</b>	<b>94</b>	<b>649</b>	<b>505</b>	<b>326</b>	<b>565</b>	<b>1,156</b>	<b>2,045</b>	<b>2,411</b>
(% YoY)	-43.6	-14.8	흑자전환	-10.0	50.3	52.3	9.4	498.6	19.4	76.9	17.9
OP margin (%)	2.4	2.5	0.8	2.8	4.8	3.7	1.9	3.6	2.1	3.4	3.7
RP margin (%)	4.1	3.2	2.2	1.4	7.6	4.5	3.0	5.0	2.7	4.9	5.1
NP margin (%)	3.4	2.4	2.1	0.7	5.2	3.5	2.2	3.9	2.1	3.6	3.9
글로벌 판매볼륨	623	693	623	767	652	691	650	706	2,705	2,700	2,965
(% YoY)	-5.5	4.7	-9.8	9.6	4.8	-0.2	4.5	-7.9	-0.2	-0.2	9.8
글로벌 ASP (백만원)	22	22	24	20	21	22	24	22	22	22	22
(% YoY)	2.7	2.4	9.0	-7.1	-4.5	1.6	1.7	11.0	1.3	2.7	-0.2
글로벌 ASP (천달러)	20	20	21	18	18	19	20	19	20	19	19
(% YoY)	10.5	7.1	10.2	-8.8	-9.0	-6.0	-4.5	6.4	4.1	-3.1	0.3
평균환율 (원/달러)	1,072	1,080	1,121	1,127	1,126	1,167	1,195	1,176	1,100	1,166	1,160
기말환율 (원/달러)	1,067	1,115	1,109	1,129	1,137	1,155	1,199	1,156	1,129	1,156	1,150

자료: 기아차, 메리츠증권리서치센터

## 표5 파업기류 지속, 원화 강세 등을 반영해 20년 EPS 추정을 -2.8% 조정하며, 기존 목표 PER (8.4배, 과거 15년 평균 1yr fwd PER) 적용해 적정주가 50,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - ooo	8.4배
기아차 2020 EPS 추정치 (원, b)	5,948원
Fair Value (원, c = a x b)	49,966원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>50,000원</b>
현재 주가 (1월 14일 기준 종가)	41,150원
<b>과리율 (%)</b>	<b>21.5%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

## 기아차 (000270)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>53,535.7</b>	<b>54,169.8</b>	<b>56,661.4</b>	<b>61,210.0</b>	<b>65,143.3</b>
매출액증가율 (%)	1.6	1.2	4.6	8.0	6.4
매출원가	44,618.7	46,177.3	47,302.2	51,067.7	54,315.1
매출총이익	8,917.0	7,992.5	9,359.2	10,142.3	10,828.2
판매관리비	8,254.8	6,835.1	7,410.6	7,889.6	8,338.6
<b>영업이익</b>	<b>662.2</b>	<b>1,157.5</b>	<b>1,948.6</b>	<b>2,252.7</b>	<b>2,489.6</b>
영업이익률	1.2	2.1	3.4	3.7	3.8
금융손익	157.7	-63.4	-145.9	-65.6	-63.3
중속/관계기업손익	564.0	616.8	710.8	824.6	881.7
기타영업외손익	-243.9	-242.3	256.8	79.6	32.6
세전계속사업이익	1,140.1	1,468.6	2,770.4	3,091.3	3,340.7
법인세비용	172.0	312.7	725.3	680.1	735.0
<b>당기순이익</b>	<b>968.0</b>	<b>1,155.9</b>	<b>2,045.1</b>	<b>2,411.2</b>	<b>2,605.7</b>
지배주주지분 손이익	968.0	1,155.9	2,045.1	2,411.2	2,605.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,594.2</b>	<b>4,470.8</b>	<b>2,939.2</b>	<b>1,294.7</b>	<b>1,392.9</b>
당기순이익(손실)	968.0	1,155.9	2,045.1	2,411.2	2,605.7
유형자산상각비	1,261.1	1,302.6	1,492.0	1,527.1	1,580.1
무형자산상각비	594.6	632.2	633.8	645.4	661.6
운전자본의 증감	-2,583.2	-29.5	-2,734.0	-3,660.6	-3,895.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-4,794.6</b>	<b>-1,155.4</b>	<b>-1,932.6</b>	<b>-810.9</b>	<b>-854.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,689.5	-2,376.3	-2,257.5	-1,918.8	-1,938.0
투자자산의감소(증가)	-723.0	-7.4	113.4	-1,165.0	-1,137.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>731.9</b>	<b>-2,543.0</b>	<b>-823.3</b>	<b>-279.2</b>	<b>-361.7</b>
차입금의 증감	1,171.0	-2,215.9	-462.5	85.6	43.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,502.5	730.9	257.1	204.7	177.0
기초현금	3,064.2	1,561.7	2,292.7	2,549.8	2,754.5
기말현금	1,561.7	2,292.7	2,549.8	2,754.5	2,931.4

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>21,642.1</b>	<b>19,711.8</b>	<b>21,401.2</b>	<b>24,404.7</b>	<b>28,832.7</b>
현금및현금성자산	1,561.7	2,292.7	2,549.8	2,754.5	2,931.4
매출채권	2,093.0	2,049.2	2,143.5	2,315.6	2,605.7
재고자산	8,543.6	7,233.9	8,499.2	9,793.6	11,725.8
<b>비유동자산</b>	<b>30,652.4</b>	<b>32,074.8</b>	<b>33,592.1</b>	<b>35,243.9</b>	<b>36,855.5</b>
유형자산	13,652.9	14,803.3	15,568.8	15,960.6	16,318.5
무형자산	2,470.5	2,510.4	2,535.3	2,581.6	2,646.2
투자자산	13,489.0	13,874.0	14,512.1	15,677.1	16,814.8
<b>자산총계</b>	<b>52,294.4</b>	<b>51,786.6</b>	<b>54,993.3</b>	<b>59,648.6</b>	<b>65,688.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>15,323.0</b>	<b>14,834.7</b>	<b>17,062.7</b>	<b>19,216.1</b>	<b>22,758.4</b>
매입채무	5,113.3	6,244.9	6,232.8	6,121.0	6,514.3
단기차입금	2,993.7	1,366.6	1,230.0	1,230.0	1,168.5
유동성장기부채	862.7	906.4	1,087.7	1,087.7	1,098.6
<b>비유동부채</b>	<b>10,110.2</b>	<b>9,708.4</b>	<b>9,639.9</b>	<b>9,852.4</b>	<b>9,969.8</b>
사채	3,020.0	3,099.0	2,944.0	3,002.9	3,032.9
장기차입금	1,874.7	1,311.2	1,337.4	1,364.2	1,377.8
<b>부채총계</b>	<b>25,433.3</b>	<b>24,543.1</b>	<b>26,702.6</b>	<b>29,068.4</b>	<b>32,728.3</b>
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8
기타포괄이익누계액	-852.0	-1,107.1	-1,217.8	-1,339.6	-1,473.6
이익잉여금	24,074.3	24,711.7	25,869.6	28,280.9	30,794.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>26,861.2</b>	<b>27,243.5</b>	<b>28,290.7</b>	<b>30,580.2</b>	<b>32,959.9</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	132,068	133,633	139,779	151,000	160,703
EPS(지배주주)	2,388	2,852	5,045	5,948	6,428
CFPS	13,888	12,058	13,475	12,225	13,046
EBITDAPS	6,212	7,629	10,051	10,917	11,672
BPS	66,264	67,208	69,791	75,439	81,310
DPS	1,100	800	900	1,000	1,150
배당수익률(%)	2.7	1.9	2.2	2.4	2.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.2	14.4	8.2	6.9	6.4
PCR	3.0	3.4	3.1	3.4	3.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	2,518.0	3,092.4	4,074.4	4,425.2	4,731.3
EV/EBITDA	6.1	5.1	3.8	3.3	2.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.6	4.3	7.4	8.2	8.2
EBITDA 이익률	4.7	5.7	7.2	7.2	7.3
부채비율	94.7	90.1	94.4	95.1	99.3
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	3.0	5.7	10.5	12.0	13.3
매출채권회전율(x)	23.8	26.2	27.0	27.5	26.5
재고자산회전율(x)	6.2	6.9	7.2	6.7	6.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**기아차 (000270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

