

2010년 11월 26일

기아자동차 (000270)

BUY

달려달려! 호랑이 코를 싣고

v 현대차와 같이 가는 기아차!

- 현대차와의 플랫폼 공유로 품질 개선과 비용 절감 및 신차출시속도 향상
- 현대차와의 공동 R&D로 인한 연구개발비 배분 구조는 기아차에게 유리
- 현대차와의 해외 생산 공장 공유는 단위당 고정비 등 비효율적 부분 해소

v 성공적 해외진출단계의 전초전!

- 자동차산업의 성공적 해외진출단계 :
볼륨세그먼트(Volume Segment)강화 → 이미지제고 → 빈 세그먼트 진출
- 기아차는 미국, 유럽, 중국시장에서 각 시장의 볼륨세그먼트 강화 중
- 현재 고급 세그먼트를 공략하고 있는 현대차의 성공적 전철을 밟을 전망

v 수면위로 올라오는 해외법인의 실적!

- 과거 자본잠식으로 본사실적과 연결실적 차이, 해외법인 누적결손 문제 존재
- 해외 판매가 크게 개선됨에 따라 주요 해외법인들의 누적결손 해소
- 올 2분기부터 연결실적이 본사실적을 상회, 내년 연결순이익 예상치는 3조

적정주가:

65,000원

현재주가:

47,550원 (11/26 기준)

상승여력: 37%

시가총액 188,396억원

ROE 26.2%

ROA 12.4%

영업이익률 7.26%

배당수익률 0.5%

P/E Ratio 8.83

P/B Ratio 2.39

주요주주:

현대자동차(주) (35.75%)

기아차 자사주 (0.97%)



SMIC HanQ Team

팀장 주은환

팀원 김종빈 원철진

이아네스 최유경

북철수 임경미 조창현

Contents

I.	기아자동차, 이미 너무 많이 오른 거 아니야?	3
	연초 대비 2.5 배 가량 높아진 주가, 과연 적당한가?	
II.	기아차를 보기 위해서는 현대차를 볼 수 밖에 없다	4
	기아차의 전략은 현대차와 유사하다	
III.	투자포인트 I – 현대차가 간다	4
	기아차의 전략은 현대차와 유사하다	
III.	투자포인트 II – 현대차와 같이 가는 기아차	9
	단순히 거시적인 요인 때문만은 아니다	
	자동차 품질의 개선 등 근본적 요인	
IV.	투자포인트 III – 이제는 기아차가 성장할 시기	11
	기아차는 현대차와 유사한 해외진출 단계를 밟는 중	
	자본잠식으로 가려진 해외법인 누적손실 해소	
V.	RISK & ISSUE	16
	글로벌 금융위기로 위축됐던 경쟁사들의 회복세	
	EU FTA 의 득과 실	
IV.	VALUATION	20
	PER Method	

APPENDIX

Intro. 기아자동차? 이미 너무 많이 오른 거 아니야?

그저 평범한 기업이었던 기아차

불과 몇 년 전까지만 해도 기아자동차는 우수한 기술력에 비해 제대로 된 브랜드 가치를 인정받지 못하는 기업이었다. 경쟁사에 비해 뚜렷한 자기 색깔을 갖추지 못한 평범한 브랜드로 간주되었고 이는 기아자동차의 성장이 지난 수 년간 지지부진했던 가장 큰 이유였다.

디자인 경영의 성공과 환율 등 거시적인 환경 개선으로 턱어라운드 성공

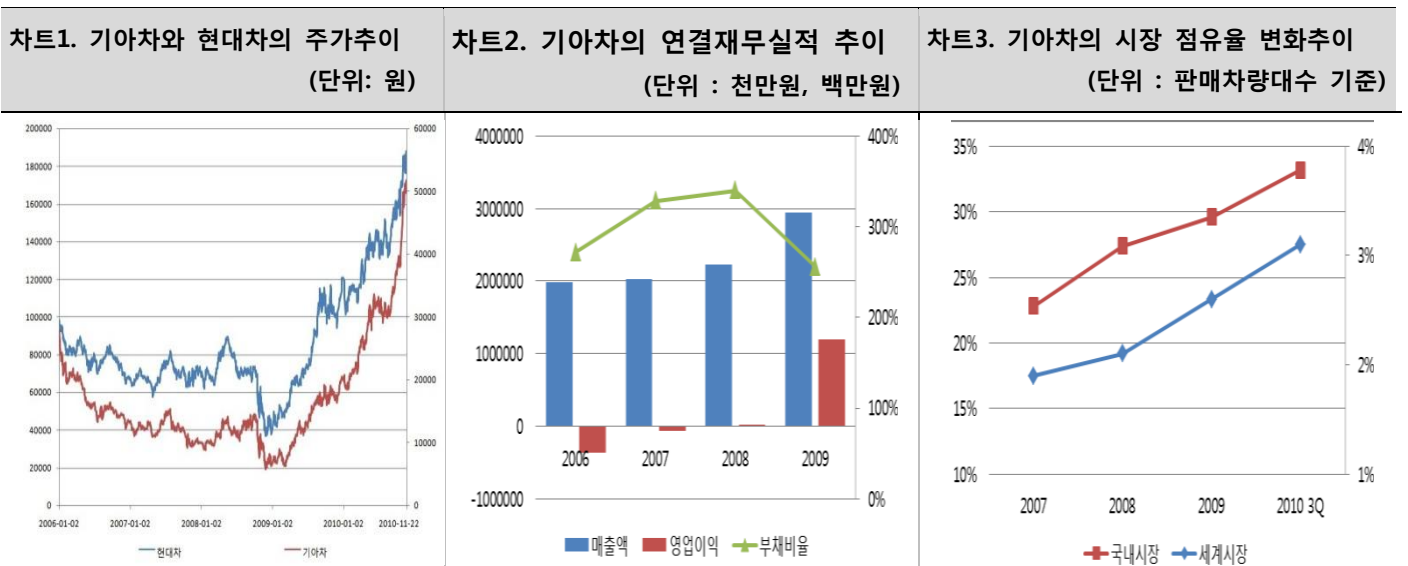
지난 2006년부터 3년 연속 연결매출 기준 순손실을 기록하였던 기아차는 글로벌 금융위기로 시장이 크게 위축되었던 2009년에 연결매출 약 1조 원을 기록하며 극적인 턱어라운드에 성공하였다. 이에 호랑이 코를 연상하게 하는 Family Look을 도입하는 등 디자인경영을 천명하며 기아차 고유의 색깔을 갖추게 되었다는 점과 원화 약세로 인한 효과, 경쟁사의 부진 등 거시적인 이슈가 크게 작용하였다.

현대차와 비교해도 비교적 많이 뛰어오른 현재의 기아차 주가

기아차의 주가도 실적개선과 함께 최근 크게 뛰어오른 상태다. 연초와 대비할 때 현재 2.5배 정도 올랐으며, 글로벌 금융위기 때의 2년 전과 비교하면 현재 약 8배 이상 높은 수준이다. 현대자동차와 비교해볼 때도 상승폭이 매우 높다고 할 수 있다.

기아차와 현대차의 협업은 기아차의 향후 성장성을 재평가해야 할 가장 주된 요소

기아차의 현재 주가 47,550원, 실적 개선을 감안해도 어쩌면 과도하게 높은 수준이라는 시각도 있다. 하지만 앞으로 기아차와 현대차의 협업이 더욱 본격화될 것으로 보이며 이로 인해 새로운 성장동력을 더욱 확보하게 될 것이므로, 앞으로 현대차의 아우뎔 기업이 아니라 현대차와 어깨를 거의 나란히 할 수 있을 만큼의 경쟁력을 가진 기업으로 평가받는 것이 옳다. 지금부터는 본 SMIC HanQ Team이 어떤 구체적인 근거로 기아차의 재평가를 주장하는지에 대해 살펴보려 한다.



출처: SMIC HanQ Team

출처: 연결감사보고서

출처: JD Power, 한국자동차공업협회

Preview. 기아차를 보기 위해서는 현대차를 볼 수 밖에 없다.

기아차와 현대차는 '형제'와 같은 관계

기아차는 1998년 현대차에 인수된 후 1999년 현대자동차그룹에 편입되었다. 이 후 기아차와 현대차는 현대·기아차그룹으로 단일 회장 (정몽구 회장) 체제로 운영되며, 많은 경영 분야에서 그 전략을 공유하고 있다. 차차 자세히 언급하겠지만, 자동차의 품질 경쟁력(플랫폼 공유)뿐만 아니라 R&D, 마케팅, 수출전략 등 많은 부분에서 유사한 경영전략을 구사한다. 언론에서 '형제'라고 표현할 정도로 기아차와 현대차는 서로 떼고 설명할 수 없는 관계다.

기아차를 보기 위해서는 현대차 분석이 우선

전체 내수 시장의 성장세가 둔화된 현재, 해외 시장에서의 성공이 국내 완성차 업체의 사활을 가르는 만큼 기아차의 미래를 예측하기 위해서는 기아차의 수출 부문을 합리적으로 예측하는 것이 핵심이다. 그리고 기아차의 수출 전략은 현대차의 해외 시장에서의 전략과 매우 유사하다 (보다 자세한 이야기는 아래에서 설명하기로 한다.). 따라서 본 SMIC HanQ Team은 기아차를 보기 위해서는 현대차를 알아야 한다고 판단하고, 현대차의 성장 과정을 선(先) 분석 후 기아차의 미래를 비교 예측하겠다.

투자포인트 1. 현대차가 간다.

1. 현대차에 찾아온 기회

기회 1. 현대차에 유리한 고환을 시기

현대차에게 있어 2009년과 2010년은 기회의 시기였다. 2009년부터 시작된 환율 상승은 현대차의 가격 경쟁력 상승으로 이어졌고, 아울러 안정적인 마진을 확보하며 영업이익률 7.0% (2004년 이후 5년 만에 최고치)를 달성했다. 이는 세계 자동차 시장을 선도하는 일본의 엔 대비 달러 환율이 지속적으로 하락했던 상황과 대비되는 현상이었다.

기회 2. 세계 점유율 1위 업체인 도요타의 리콜사태

여기에 세계 완성차 점유율 1위 업체인 도요타의 리콜사태는 현대차에 추가적인 기회로 작용했다. 2010년 초 캘리포니아에서 렉서스 차량의 엑셀러레이터 결함으로 발생한 교통사고로 도요타는 미국내에서만 800만대 이상을 리콜했고 전세계적으로는 1천만대 이상을 리콜한 것으로 보인다. 이는 도요타 연간 평균판매대수의 130%이상 되는 수치로 품질과 신뢰로 대표되던 도요타에겐 치명적인 결과(점유율 하락)로 다가왔다.

기회를 타고 성장하는 현대차와 부진한 경쟁사(도요타)

현지생산 비중이 52.6%에 머물렀던(일본 완성차 업체 62.1%) 현대차는 상대적인 가격 경쟁력 확보로 전세계 시장 점유율을 늘려가기 시작했다. 여기에 세계 1위 업체 도요타의 대규모 리콜사태로 2009년 초기 현대차의 미국 판매는 전년 동기 4.9% 증가했고, 세계 점유율은 2008년 기준 7%이상 확보했다. 반면 도요타의 미국 판매는 2008년 당시 전년 동기 대비 점유율이 7.5% 하락했고, 2009년부터는 전년 동월 대비 매출이 30%이상 감소하기 시작했다.

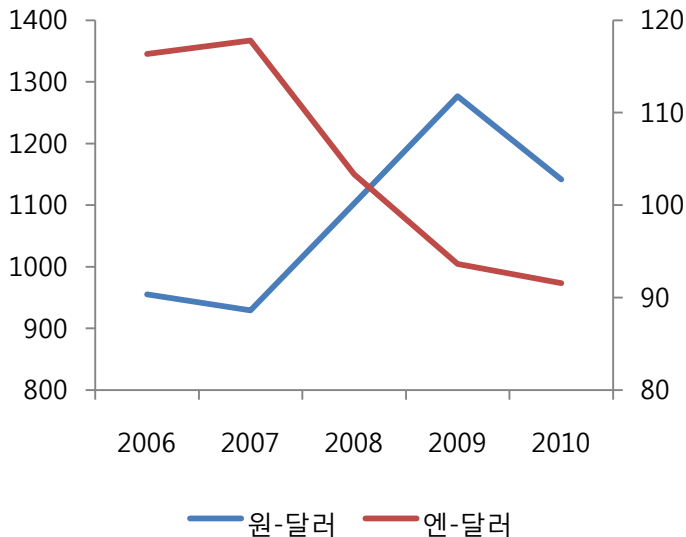
이러한 현대차의 성장은 '운빨'?

과거의 상황과 비교해보자.

2009년부터 지금까지의 이런 대외적 사건들은 현대차에게 절호의 기회로 다가왔다. 그래서 현대차의 지금과 같은 성장을 소위 '운빨'에 의한 것이라고 생각하는 여론도 상당하다. 분명 위와 같은 일련의 사건들은 현대차가 의도하지 않은 우연에 의한 것이었고, 이 기회를 타고 현대차가 크게 성장한 것도 사실이다. 하지만 과거에도 이와 같은 기회가 없었을까?

차트4. 원화, 엔화 환율 추이

(단위: 원, 엔)



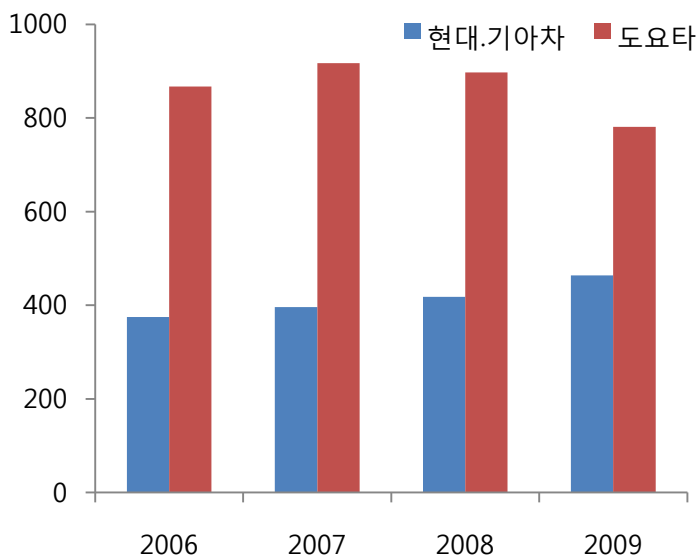
출처: IBK 투자증권

그림1. 도요타 리콜 사태



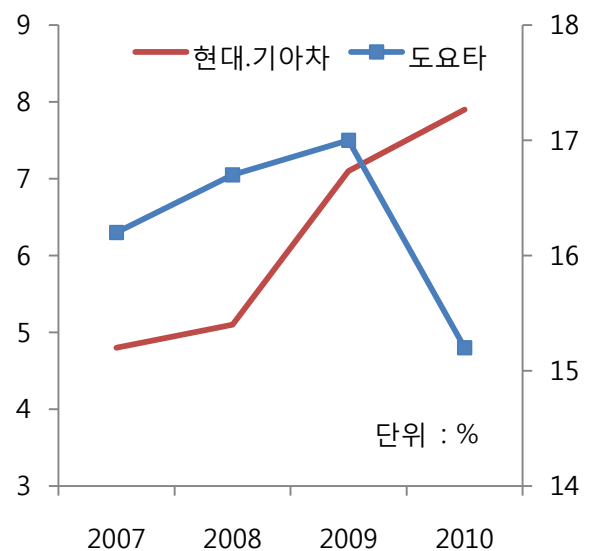
출처: 동아일보

차트5. 현대.기아차와 도요타의 판매실적 추이 (단위: 만대)



출처: 현대자동차 IR, SMIC HanQ Team

차트6. 현대기아차(좌),도요타(우) 복미 점유율추이



출처: 신영증권, SMIC HanQ Team

2. 과거에도 이런 기회는 있었다. 그러나..

현대차가 해외 시장에 본격적으로 진출한지는 10 년이 넘었다. 과거에도 엔고 현상으로 인해 일본차의 수요가 줄고, 원/달러 환율 변동으로 인해 가격경쟁력이 크게 확보되었을 때가 있었다. 그럼에도 불구하고 현대차의 판매량 증가는 단발적으로 그쳤다. 그 이유는 싼 가격에도 불구하고 현대차의 서비스와 자동차 성능이 뒷받침되지 못했기 때문이다. 과거에 '운빨'이 작용하는 상황에도 힘을 쓰지 못했던 현대차가 현재는 이런 상승세를 지속하고 있다. 근본적 이유는 무엇일까?

3. 하지만 현재는 다르다-현대차의 경쟁력 확보

3.1. 자동차 성능의 개선

주요 부품 자체 생산
과 뛰어난 자체 개발
엔진의 성능

자동차의 성능을 결정하는 중요한 부품은 엔진, 트랜스미션 등이 있다. 현대차는 현재 이러한 주요 부품들을 모두 자체 생산(MIP)하고 있다. 특히 자동차에서 엔진이 차지하는 부분은 상당히 큰데 **보편적으로는 엔진의 성능을 자동차의 성능으로 인식되기 때문이다.** 1991 년부터 자체 엔진을 개발한 현대차는 현재 독자적으로 개발한 엔진을 생산하는 모든 라인의 차에 구축한 풀라인업 상태이다. 2008 년 개발된 '타우 엔진'은 세계 10 대 엔진 상을 2 년 연속 수상하며 그 기술력을 인정받았다. 과거에는 일본의 '미쓰시비'사에게 엔진을 공급 받았으나 현재는 자체 개발은 물론, 자체 개발한 엔진을 미쓰시비에 오히려 공급하는 상황이다.

뒤지지 않는 자동차
성능 지표(마력, 토크)

또한 자동차의 성능을 나타내는 지표로 마력과 토크를 많이 사용하는데 이는 절대적인 것은 아니지만 비슷한 회전수(rpm)에서 높을수록 좋다고 본다. 현재 주력차종인 신형 소나타와 아반떼의 엔진을 동급차종의 엔진과 비교하면 그 출력이 뛰어남을 알 수 있다. 이 뿐 아니라 미국에서 조사된 현대 주요 모델 안정성 평가와 CSI(고객만족도) 조사에서 과거보다 훨씬 높은 점수를 받아 뚜렷한 품질의 개선을 보여주고 있다.

표1. 엔진의 비교 (배기량:cc/ 마력: hp@rpm/ 토크:kg.m) – 지속적인 엔진개발

	GM Daewoo 라세티	Honda Civic	Hyundai 기존 아반떼	Hyundai 신형 아반떼	기존 아반떼 대비
배기량	1598	1799	1591	1591	동일
최대마력	124@6400	140@6300	124@6300	140@6300	13% 향상
최대토크	15.7	17.7	15.2	16.5	7% 향상

출처: Hyundai Motor Company R&D center

표2. 엔진의 비교 - 동종 차량 비교

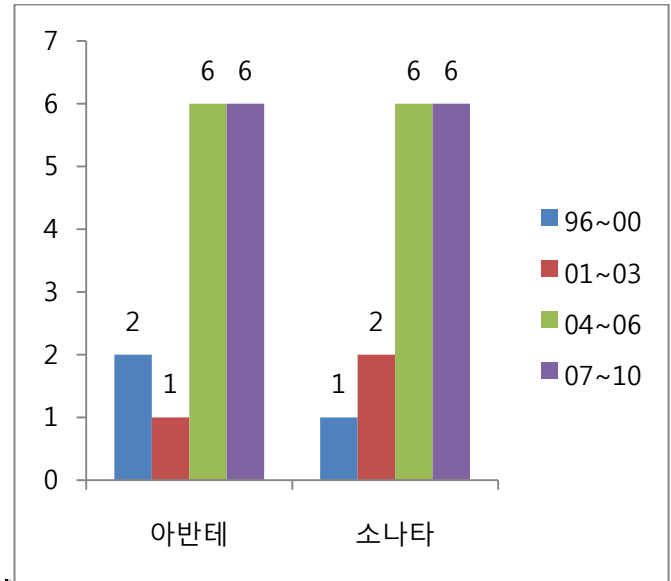
(배기량:cc/마력: hp@rpm/ 토크: lb.ft@rpm)

	Hyundai Sonata	Mazda 6i Touring	Honda Accord LX
배기량	2400	2500	2400
최대 마력	198@	170@	177@
최대 토크	184@	167@	161@
	4250	4000	4300

출처: 현대자동차 IR

차트7. 현대주요모델 안정성 평가

(1: Poor, 2: Acceptable, 6: Good)



출처: IHS(Insurance Institute for highway safety)

3.2. 그래서 높아진 현대자동차의 잔존가치

경쟁사 차량을 뛰어넘는 잔존가치

잔존가치란 신차를 일정 기간 사용 후 예상되는 차량의 가치를 산정한 것으로 중고차 가격을 정할 때 이용되므로 소비자들이 차를 구매할 때 고려하게 되는 중요한 지표이다. 세계 자동차 시장을 리드한다고 볼 수 있는 **미국 시장에서 현대차 판매량의 79.5%를 차지하고 있는 소나타와 아반테의 잔존가치가 상승하고 있는 상황이다.** 현대차의 신형 아반테는 기존의 아반테 모델의 잔존가치인 43%에 비해 19%가량 오른 62%의 잔존가치를 평가받았다. 소나타 또한 잔존가치가 11% 높아져 도요타의 캠리와 닛산의 알티마를 제쳤다. 그 결과 올해 아반테(엘란트라)는 미국에서 '최우수 잔존가치상'을 수상했는데 이는 현대차의 내구품질의 우수성을 표명하는 것은 물론 브랜드 가치의 상승을 보여준다.

3.3. 빠른 신차 생산 사이클

신차 생산 사이클 2년으로 감소

일반적인 글로벌 자동차 회사들의 신차 생산 주기는 6~8 년 정도라고 한다. 그러나 현대차의 경우 그 사이클이 3~4 년 주기로 다른 회사에 비해 2 배 정도 빠르다. 신차 효과를 동반하는 신차의 생산 주기가 짧아진다는 것은 상당한 경쟁력으로 작용한다. 그 외에 현대차는 '페이스 리프트'라고 하여 2 년 정도의 주기로 기존의 모델의 외관 또는 엔진을 바꿔서 생산한다. 트렌드의 변화를 바로 바로 반영할 수 있는 신차와 페이스 리프트 모델 출시 주기가 빠른 것은 현대차의 또 다른 경쟁력으로 부상하고 있다.

표3. 준중형급 잔존가치

자동차 메이커	차종	3년뒤 잔존가치(%)
현대차	엘란트라	62.33
마쓰다	3	62.28
스바루	임프레자	61.4
폭스바겐	골프	58.9
혼다	시빅	58.6
닛산	센트라	57.7
사이언	Xb	57.5

표4. 활발한 신차생산과 페이스리프트

년도	신차/페이스리프트
2008	'i30w' 출시(2007년 i30 출시) 제네시스 쿠페 출시 제네시스 출시
2009	신형 '쏘나타' 출시 '투싼 ix' 출시 '신형 에쿠스' 출시
2010	'쏘나타 2.4' 출시 2011년형 투싼 ix 출시 2011년형 싼타페/베라크루즈 출시 제네시스 쿠페 2011 출시 신형 '아반테' 출시

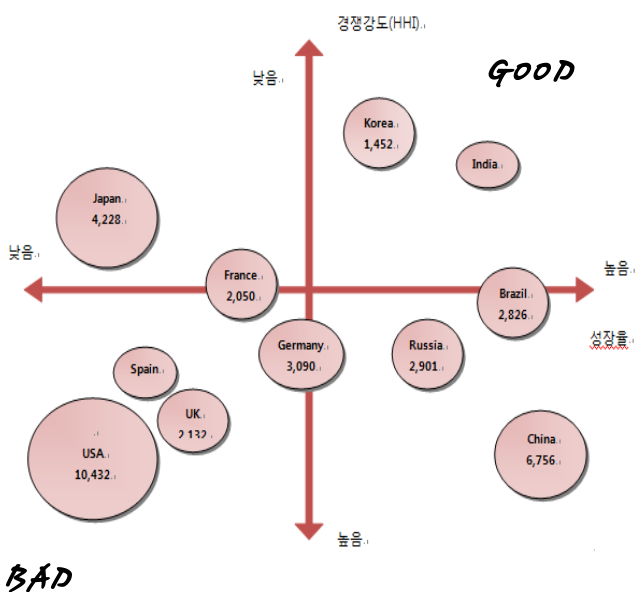
출처: 오토모티브 리스 가이드

출처: 사업 보고서

3.4. 좋은 시장 포지셔닝

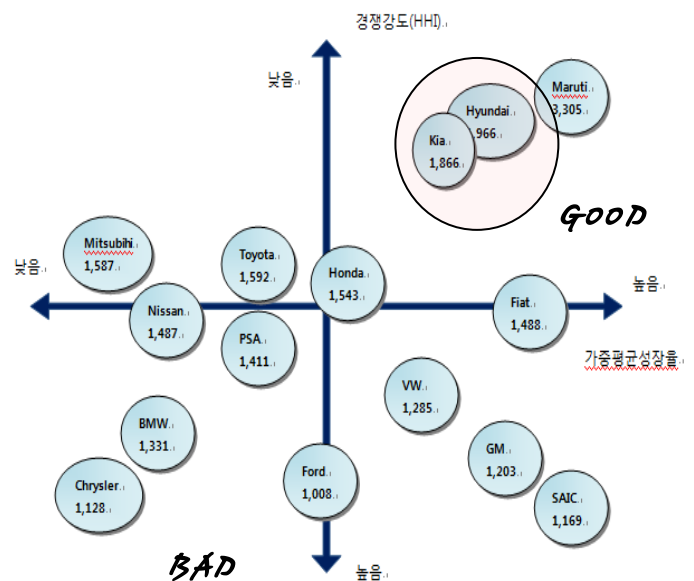
현대차는 현재 북미는 물론 중동, 아시아, 아프리카 등 총 개국에서 자동차를 판매하고 있다. 아래 첨부된 차트는 주요 판매 국가에서 경쟁강도와 성장률을 각각 산정한 후에 주요 자동차 업체들의 각국 판매 비중에 따라 가중치를 주어 상대적인 경쟁강도와 성장률을 분석한 결과이다. 결과값이 높을수록 각 자동차 회사가 진출해 있는 전체 시장이 경쟁강도도 약하고 성장률은 높다는 것을 뜻한다. 현대차는 여기서 2위를 차지할 정도로 세계 시장에서의 포지셔닝이 좋아 앞으로도 더욱 성장세를 유지할 것임을 기대하게 한다..

그림2. 국가별 경쟁강도와 성장률



출처: 국가별 자동차 협회, SMIC HanQ Team

그림3. 주요자동차업체 상대 경쟁강도와 성장률



출처: 사업 보고서

투자포인트 2. 현대차와 같이 가는 기아차

플랫폼 공유로 인한
품질개선과 규모의 경
제효과

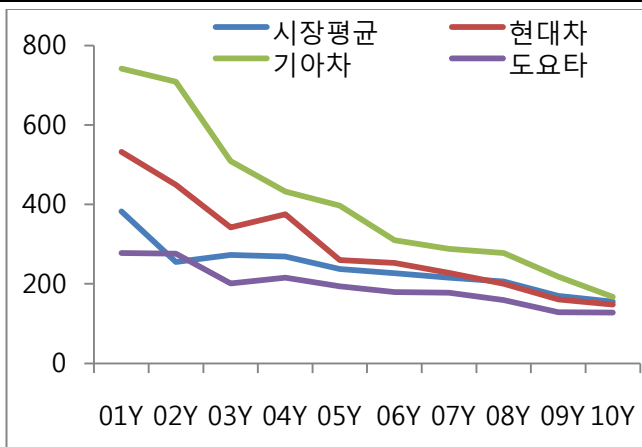
1. 플랫폼 공유 - 이 모든 변화의 시작

기아차는 99년 합병 이후, 현대차와 플랫폼을 공유하기 시작하여 현재 K5, 포르테, 스포티지R, 쏘렌토R, 쏘울, 프라이드 등 대부분의 신차에서 같은 플랫폼을 사용하고 있다.

우선 **품질개선측면**에서 보면 플랫폼 통합을 통해서 실상 인테리어 및 외관 디자인 외에는 성능 및 기능상에 큰 차이가 없어졌으며, 소수의 플랫폼의 품질에 더 집중할 수 있게 되어 현대기아차 모두 품질이 향상되었다. JD Power에서 발표한 자료에 따르면 **기아차의 내구품질지수(3년간 100대당 결함건수)**가 빠른 속도로 개선 되었고, 현대와 차이가 거의 없어졌다.

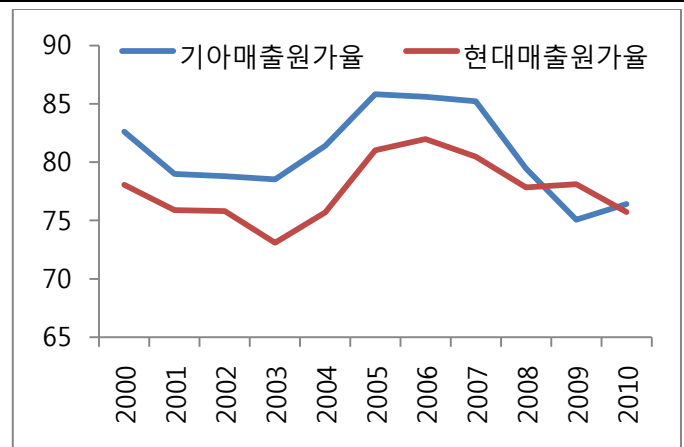
비용구조측면에서 보면, 플랫폼공유를 통해 연구개발비의 중복투자를 줄였고, 공용 부품을 사용하게 됨으로써 부품을 대량 생산 또는 구매할 수 있게 되어 비용을 크게 절감하였다. 또한 차량에 따라 다르게 설치했던 생산설비도 통합하여 설비투자에 대한 부담을 줄였다.

차트8. 내구품질지수 개선 (3년간 100대당 결함건수)



출처: JD Power, SMIC HanQ Team

차트9. 각 사의 매출원가율 (단위 : %)



출처: 사업보고서, SMIC HanQ Team

신차출시속도 향상

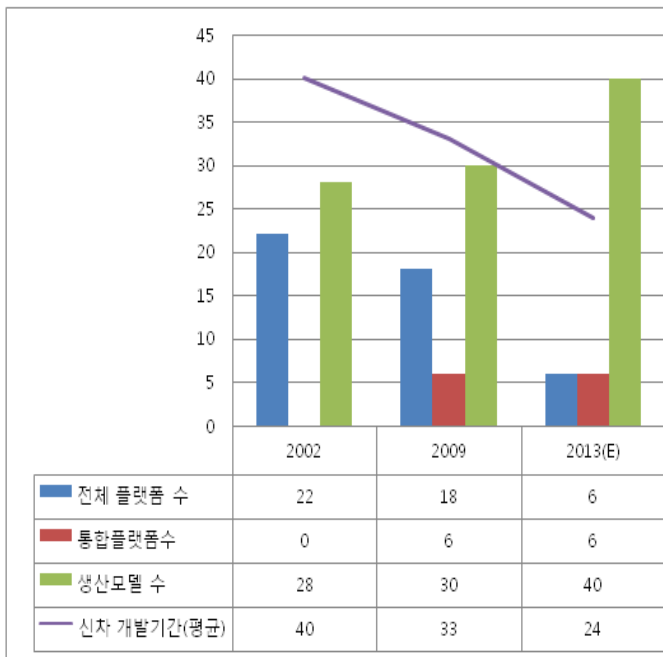
마지막으로 **전략적 측면**에서 보자. 신차개발에는 평균적으로 3년 정도가 소요되는데 플랫폼을 통합하면 그 기간을 2년으로 단축할 수 있다. 또한 신차 개발비 중 70%이상을 차지하던 플랫폼 개발비가 줄기 때문에 빠른 신차 출시로 시장의 트렌드에 보다 빠르게 대응할 수 있다. 현대기아차는 현재 18개인 플랫폼(통합플랫폼 6개)에서 30개의 차종을 만들고 있는데 2013년까지 현대기아차 전체에서 6개의 플랫폼만으로 40여개의 차종을 만들 계획이라고 한다. 현재 기아차의 매출중 통합플랫폼 차량이 40%정도임을 감안해 볼 때 앞으로 플랫폼 통합으로 인한 효과는 더욱 커질 것으로 예상되며 이는 향후 원화가치 절상 등 경영환경 변화 속에서도 현대기아차가 실적을 유지할 수 있을 것이라고 보는 이유다.

2. 연구개발비 분배 구조

유리한 연구개발비 분배구조

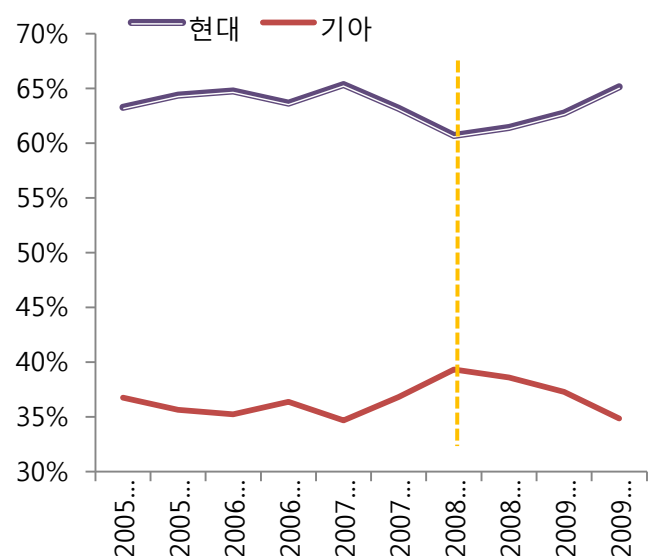
공동 R&D로 인한 연구개발비 배분 구조도 기아차에게 강점이 될 수 있다. 현재, 두 회사는 연구소를 통합하고 연구개발총괄본부를 두어, 차량 개발 및 디자인 조직 일원화로 시너지 효과를 내고 있다. 이렇게 공동으로 R&D를 진행하여 각 사의 신차를 제조하고, 다각적인 분석을 통해 두 회사의 총 예상매출액을 파악한 후, 이를 기준으로 그동안 발생한 총 연구개발비를 배분한다. 그리고 후에 실제 매출액에 따라 다시 연구개발비를 배분하게 된다. 실제로 기아차가 현대차에 비해 총 판매대수와 총 매출액이 작기 때문에, 공동으로 R&D를 진행하더라도 기아차에게 연구개발비가 적게 배분된다. 따라서 이는 기아차의 이익 구조에 유리하다고 볼 수 있다. 왼쪽 그림을 보면 현대·기아의 총 연구개발비 중에서 두 회사가 어느 정도의 비율로 가져가는지를 알 수 있는데, 공동 R&D의 강화로 플랫폼 통합 효과가 나타나기 시작한 2008년도 상반기부터 기아차에게 배분되는 연구개발비 비중이 점점 줄어드는 것을 확인할 수 있다.

차트10. 플랫폼 통합으로 인한 신차개발속도(단위:월)



출처 : 현대차 IR, SMIC HanQ Team

차트11. 총 연구개발비 대비 각 사의 연구개발비 비중



출처 : 현대·기아 시업보고서, SMIC HanQ Team

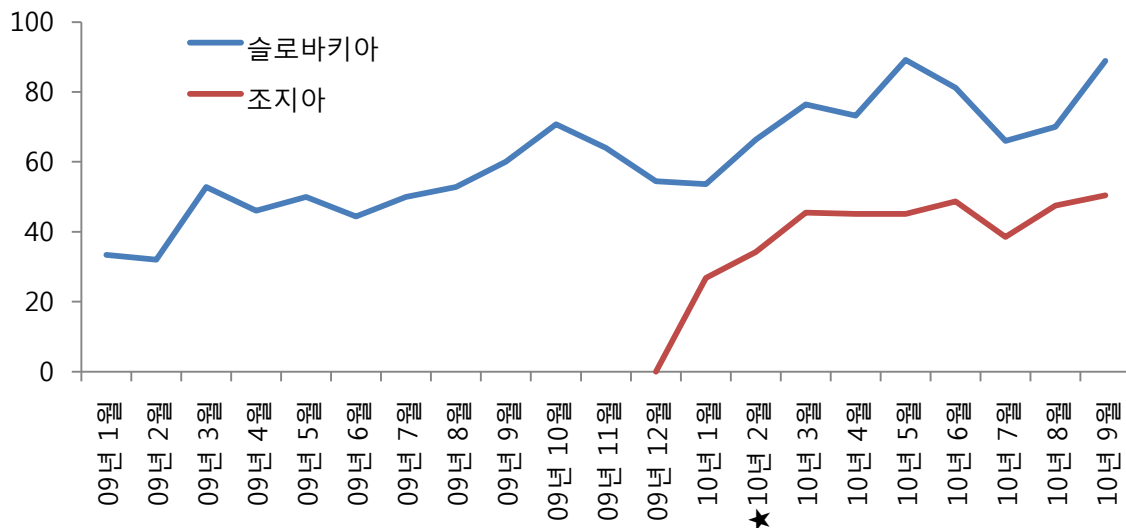
3. 해외 생산 공장도 공유

해외 공장 공유로 단위당 고정비감소

플랫폼 공유의 효과는 혼류생산으로까지 이어진다. 혼류생산이란 도요타에서 재고최소화와 생산효율성을 극대화하기 위해서 한 생산라인에서 여러 차종을 생산하기 시작하면서 생겨난 말인데, 시장에서 특정 차량의 수요가 많을 경우 다른 생산라인에 끼워 생산하여 주어진 설비 내에서 생산량을 늘리는 경우에 사용된다. 혼류생산을 하려면 다른

차종을 만들기 위한 설비가 추가로 설치 되어야 하며, 차종 전환 시에 설비나 부품 배치하는 동안 생산이 중단된다. 이런 비용문제와 함께 노동자의 고도의 숙련성이 요구되어서 혼류생산이 힘든 것이다. 그러나 현대차도 차종간의 플랫폼 통합으로 차종별로 설비나 부품의 차이가 줄어들어서 혼류생산의 비용 및 복잡성이 줄어들게 되어 같은 플랫폼을 쓰는 차끼리는 혼류생산을 하고 있다. 나아가 최근에는 해외 공장에서 기아차와 교차생산 하기 시작했다. 교차생산을 통해 유휴 설비를 공유하여 공장 가동률을 높였으며, 이는 단위 당 고정비 감소로 이어진다. **지난 2월 슬로바키아 공장에서 투싼(현대)을 교차생산하기 시작한 이후로 가동률이 상승한 모습을 볼 수 있으며, 10월부터는 조지아 공장도 싼타페를 교차생산하기 시작했다.** 이로써 그간의 해외 생산공장의 낮은 가동률로 인한 비효율적인 부분을 상당부분 해소 할 것으로 보인다.

차트 12. 해외 공장 가동률 증가



출처 : 한국자동차공업협회, 기아차, SMIC HanQ Team

투자포인트 3. 이제는 기아차가 성장할 시기

Key Indicator. 자동차 업체의 해외 진출 단계

자동차 업체의
해외 진출 단계

제품 라인이 한정된 프리미엄 제품 업체들과 달리, 양산형 자동차 업체들은 해외 진출시 일반적으로 동일한 단계를 거친다. **“Volume Car 출시→브랜드 인지도 강화→세그먼트 강화”**의 3단계가 그것인데, 성공적인 해외 진출을 위해서는 이러한 단계가 필수적이라고 볼 수 있다.

1. Volume Car 출시

2. 브랜드 인지도 구축

3. 세그먼트 강화

‘Volume Car’란 시장에서 대량으로 판매할 수 있는 주력 차량을 의미하는데, 자동차 업체는 해당 시장의 특징에 따른 주력 모델을 먼저 출시함으로써 해당 시장에서의 기반을 다지게 된다. Volume Car가 성공적으로 자리잡으면서 시장 내에서 브랜드 인지도를 구축하게 되고, 이후에는 다양한 세그먼트의 차종을 출시함으로써 시장 내에서 안정적으로 자리잡게 된다. **따라서 Volumce Car의 성공적인 출시가 해당 시장에서의 성패를 좌우하게 되는 것이다.** 한국 시장에서의 예를 통해 이 단계들을 검토해 보자

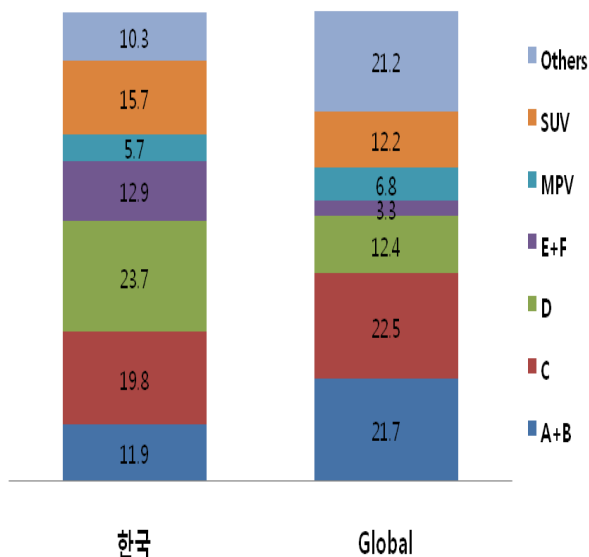
한국 시장의 특징

한국 시장의 경우 큰 차를 선호하는 환경에 따라 경·소형차보다는 중형차인 D세그먼트와, 대형차인 E, F세그먼트의 비중이 높다. 또한, SUV의 비중도 상대적으로 높은 편에 속한다. 따라서 해외 양산형 브랜드의 한국 출시에 있어서는 중·대형차와 SUV가 ‘Volume 세그먼트’의 역할을 하는 것이다.

일본 자동차 업체의 성공/실패 사례로 보는 해외시장 진입 단계

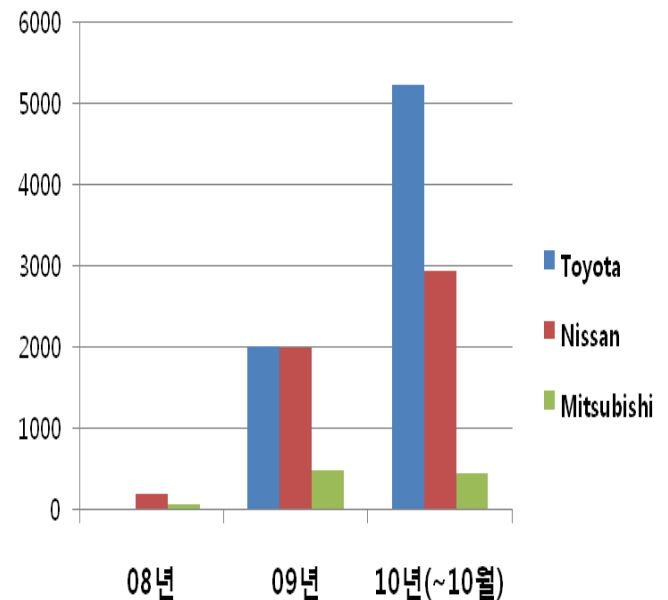
일본 자동차 업체 Toyota와 Nissan은 Volume Car를 성공적으로 정착시킨 사례라 볼 수 있다. Toyota는 09년 한국 시장에 진출하면서 D세그먼트의 핵심 모델인 캠리와 SUV 모델인 RAV4 등 4종을 출시하여 한국 시장에서의 성공적인 진입을 이뤘다. Nissan 역시 08년 D세그먼트 모델인 알티마와 SUV모델 로그, 무라노를 Volume Car로 출시함으로써 한국 시장에 성공적으로 정착할 수 있었고, 09년 이후 세그먼트를 강화하고 있는 추세이다. 반면 다른 일본 브랜드인 Mitsubishi는 처음으로 SUV모델 아웃랜더와 함께 스포츠세단인 랜서에볼루션을 출시했는데, Volume Car를 잘못 선정함으로 인해 한국시장에서 실패한 사례로 꼽힌다.

차트 13. Global, 한국 세그먼트별 비중 (단위 : %)



출처: 한국자동차산업연구소, SMIC HanQ Team

차트 14. 일본3사 국내 판매량 추이 (단위 : 대)



출처: 한국수입자동차협회, SMIC HanQ Team

1. 기아차는 성공적인 성장전철을 밟는 중

기아차의 성장모델인
현대차는 성공적 해외
진출단계를 밟음

-미국시장: 고급제품을
투입해 빈 세그먼트
공략중

앞서 확인한대로 자동차 기업의 해외진출 성공전철은 1)시장 수요가 높은 볼륨세그먼트(Volume Segment)에 소수 차종을 투입하여 시장점유율 향상, 2)그에 따른 브랜드 이미지 강화, 3)이후 소수의 차종이 채우지 못했던 빈 세그먼트를 강화하는 순서로 이루어진다. 기아차의 성장전철을 함께하는 현대차 역시 미국시장 공략 과정에서 이러한 전략을 사용하여 성공적으로 시장에 안착했다. 미국은 내수 다음으로 큰 판매량을 차지하면서 SUV, D, C 세그먼트의 비중이 시장이 큰 시장이다. 이 상황에서 현대차는 소나타와 아반떼(현지명: 엘란트라)로 각각 C, D세그먼트를 공략하여 미국시장에서의 판매 신장에 원동력을 삼았다. 볼륨세그먼트의 안정적 판매를 바탕으로 한 품질인증, 보험프로모션 등은 현대차의 이미지 제고로 이어졌다. 꾸준히 PC(Passenger Car)와 RV(Recreational Car)를 아우르는 차종과 세그먼트의 확대를 추진해온 현대차는 이제 고급시장을 공략하면서 빈 세그먼트를 강화하는 단계에 있다. 08년 제네시스, 10년 말의 에쿠스 출시와 그랜저(현지명: 아제라)의 재디자인 등은 현대차의 프리미엄 이미지를 형성하며 신 매출동력 확보에 기여할 것으로 전망된다.

기아차도 유사한 해외
진출 단계를 밟음

-미국시장: 볼륨세그먼트의
지속적 강화로 이미지
개선중

기아차 또한 유사한 해외진출 단계를 밟아나가고 있다. 과거 기아차의 미국 판매 전적을 보면, 중소형 차종들이 거의 비등한 판매실적을 보이는 와중에 안정적으로 매출을 주도하는 모델이 부재했다. 그러나 최근 들어 포르테, 쏘울 등 중소형 세그먼트 가운데서도 월등한 실적을 내는 모델들이 등장하였고, SUV세그먼트의 스포티지와 쏘렌토는 꾸준한 판매 실적을 보여주고 있다. 또한, 내년 K5(현지명: 옵티마)가 D세그먼트 내에서 출시되면 기아차의 볼륨세그먼트 라인은 보다 탄탄해질 것으로 보인다. 볼륨세그먼트를 공략하는 와중에 젊은 감각으로의 디자인 개선과, 기업의 사회적 역할을 강조한 캠페인 등은 기아의 브랜드 이미지 제고를 유도하고 있다. 실제로 최근 1년간 미국시장의 자동차 인지품질점수(PQS)의 높은 증가율은 기아차의 브랜드 이미지가 개선되고 있음을 입증한다. 향후 하이브리드 차량의 상용 판매와 세단의 고급화 등으로 세그먼트 강화가 이루어진다면, 기아차는 현대차의 전철을 밟아 성공적인 미국진출 시나리오를 완성할 수 있을 것이다.

기아차도 유사한 해외
진출 단계를 밟음

-유럽시장: 볼륨세그먼트
보완중

기타 유럽시장이나 중국시장의 경우 이제껏 시행착오를 거치며 볼륨세그먼트 부문을 강화해 왔으며, 올해를 기점으로 수요가 높은 시장으로의 순차적 확장이 시도되고 있다. 우선 유럽은 C세그먼트 이하 차량의 수요가 높으면서 이미지와 수익성의 문제로 C, D, SUV세그먼트의 동시공략이 필요한 시장이다. C세그먼트에서는 2006년 말 출시된 씨드가 판매 호조를 보여 왔는데, 올해는 스포티지R과 투싼IX를 투입하여 SUV부문의 경쟁력을 확충하였다. 유럽에 맞는 모델 투입을 통한 M/S의 점진적 상승은 페차 인센티브, 남아공 월드컵 기간의 스포츠마케팅 등의 영향과 합쳐져 유럽시장에서 기아차의 이미지 상승을 견인하고 있다.

기아차도 유사한 해외
진출 단계를 밟음

-중국시장: 볼륨세그먼트
트 보완중

중국은 C세그먼트가 가장 높은 비중을 차지하고, 이어 D, SUV세그먼트가 강세를 보이는 시장이다. 기아차의 차종 가운데서도 C세그먼트의 포르테, 쉼라토 등이 가장 큰 판매 비중을 기록하고 있는데, 11년에는 K5출시로 이전에 모델이 존재하지 않았던 D세그먼트로의 진출 또한 모색하고 있다. 중국에서 D세그먼트 차량은 초기단계의 고급 차종에 속하며, 관공서 및 법인 차량으로 이용될 수 있다. 따라서 기아차가 D세그먼트 진출에 성공한다면, SUV세그먼트와 더불어 수익성 높은 시장을 확보함으로써 향후 안정적 성장의 발판을 마련하게 될 것이다.

차트15.현대차, 기아차 지역별 판매 비중(2010) (단위:%)

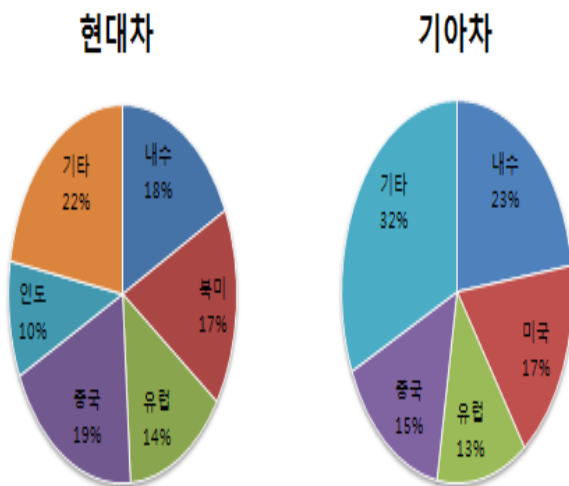


차트16.미국과 서유럽의 세그먼트별 차량판매 비중 (단위:%)

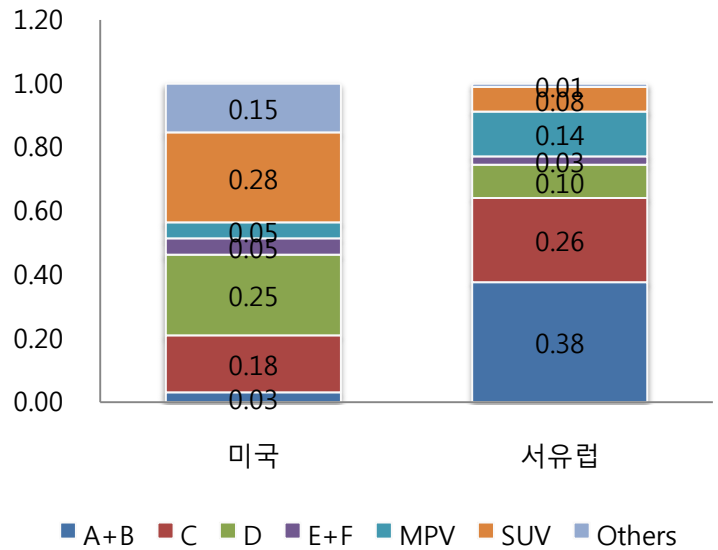
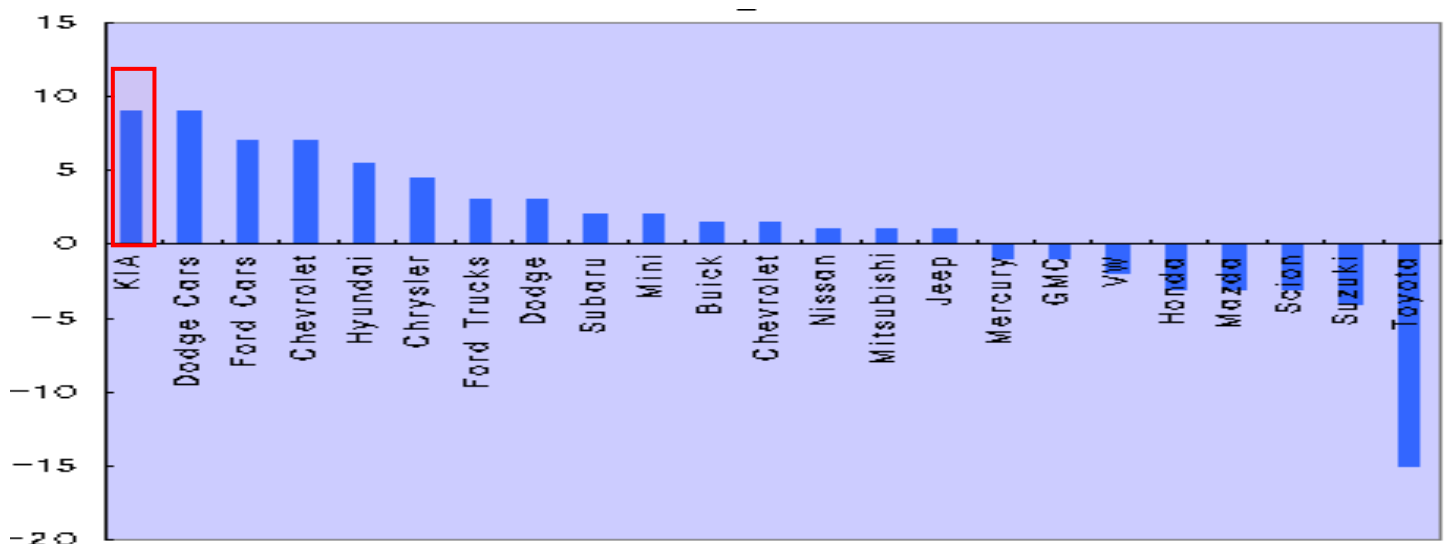


차트 17. 인지품질 점수(PQS) 변화

(최근 1년간, 단위 : %)



출처: ALG, SMIC HanQ Team

2. 기아차의 추가적인 기회 요인

자본잠식으로 가려진

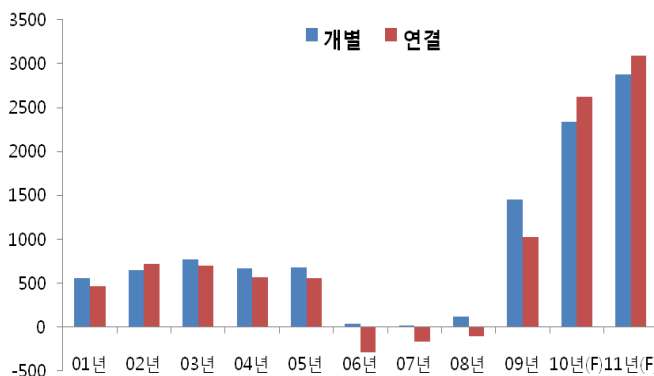
해외법인 누적손실

다수의 해외 법인들은 계속되는 실적 부진으로 인하여 지속적으로 자본잠식 상태에 있었다. 이러한 자본잠식으로 인해 해외법인들이 지분법 적용을 받지 않아 본사실적과 연결실적에 있어 큰 차이를 유발시켰고, 이러한 누적결손은 08년을 기준으로 6천억에 달하였다. 기아차에서도 본사로부터 해외법인에 7천억에 달하는 유상증자를 실시함으로써 이러한 누적결손을 일시적으로 해소하였으나 계속되는 적자 추세로 인해 누적결손은 다시 증가세를 보였다. 이는 본사실적을 기준으로 한 밸류에이션에 있어 실제 실적과의 괴리를 유발시켜 기아차 주가의 보이지 않는 최대 할인요인으로 작용해왔다

누적결손의 해소 추세

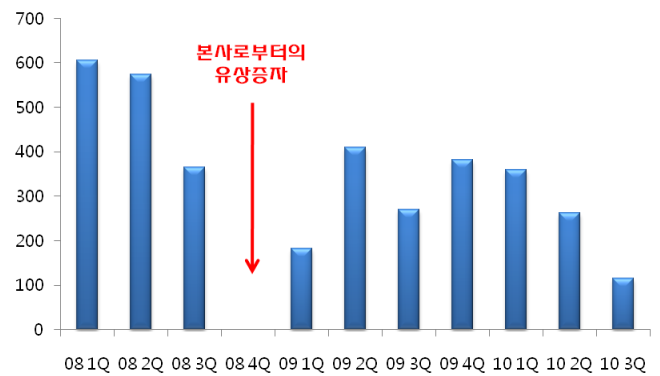
하지만 해외 판매가 일정 궤도에 올라섬에 따라 주요 해외판매법인들의 누적결손이 점차 해소되고 있는 추세이다. 올해 들어 미국판매법인(KMA)이 누적결손을 모두 해소하였으며, 유럽판매법인(KME) 역시 가파른 감소세를 보이고 있다. 그 외에도 독일, 캐나다, 호주 등 대부분의 해외 법인들의 누적결손 역시 빠르게 해소되고 있는 추세이다. 실제로 올해 2분기부터 연결실적이 본사실적을 상회하기 시작했으며, 해외판매법인들이 계속적으로 호조를 보일 것으로 예상되기 때문에 기아차의 2011년 연결순이익은 3조를 상회할 것으로 전망된다.

차트18. 개별순이익 및 연결순이익 추이 (단위 : 십억)



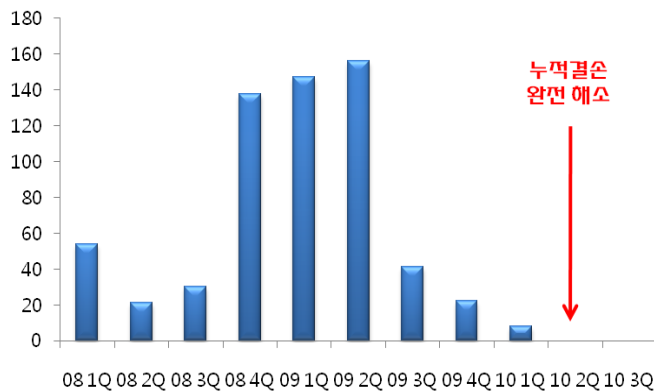
출처: 기아자동차 IR, SMIC HanQ Team

차트19. 해외법인 누적결손 추이 (단위 : 십억)



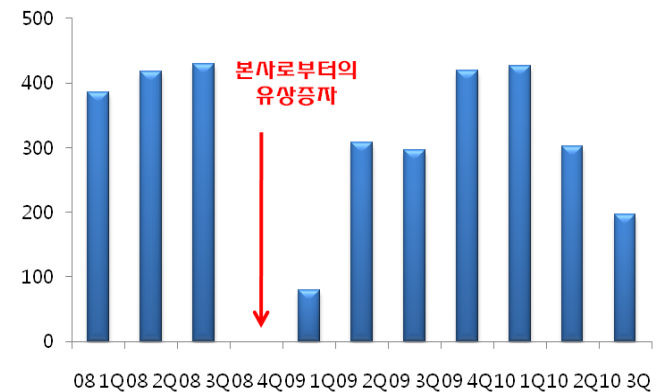
출처: 기아자동차 IR, SMIC HanQ Team

차트20. 미국판매법인 누적결손 추이 (단위 : 십억)



출처: 기아자동차 IR, SMIC HanQ Team

차트21. 유럽판매법인 누적결손 추이 (단위 : 십억)



출처: 기아자동차 IR, SMIC HanQ Team

Risk & Issue

1. 경쟁사는 멍하니 구경만 할까?

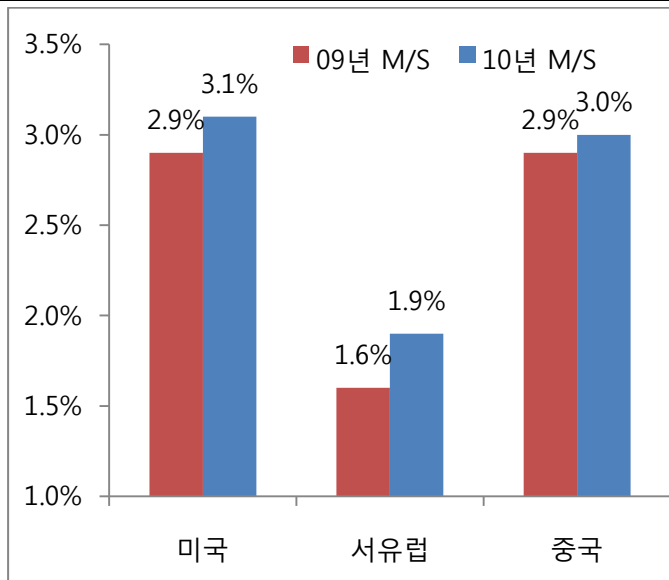
각 시장 성장률을 뛰어넘는 매출 증가와 M/S 상승

기아차는 각 시장 성장률을 뛰어넘는 성과를 보이며 M/S를 높이고 있다. 하지만 금융 위기가 어느 정도 해결될 기미가 보이는 상황에서 경쟁사(도요타, 혼다, 닛산, GM, FORD, 폭스바겐)가 다시 회복할 것이다. SMIC HanQ Team에서는 경쟁사들이 회복하기 위한 과제 중 핵심은 R&D를 통한 신차 개발 능력과 브랜드 인지도라고 판단하였다. 브랜드 인지도의 경우는 앞에서도 많은 설명을 했기 때문에 생략하고, R&D 를 통한 신차개발 능력에 집중해보자.

R&D 총액은 메이저 업체에 미치지 못하나 공격적인 R&D 지속

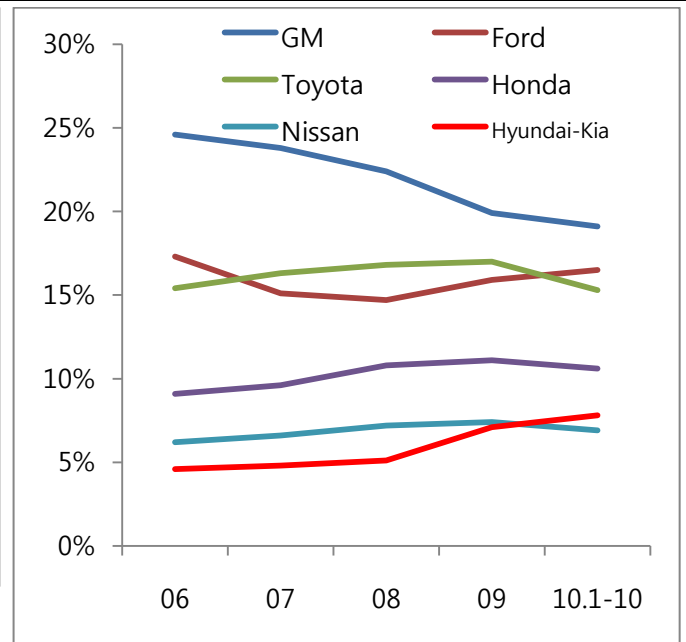
2009 년은 전반적으로 완성차 업체들에게 흑독한 시기였다. Toyota 는 07,08 년 2 년 연속으로 전세계 기업 중 가장 많은 비용을 R&D 에 퍼부었으나 금융위기로 인해 R&D 금액을 약 20%가량 줄일 수 밖에 없었다. 또, Toyota 를 위시한 대부분의 메이저업체들은 그들의 R&D 비용을 상당히 줄였다(GM: 25%, Ford: 33% 감소). 하지만 현대기아차는 위기를 기회로 판단하고 공격적으로 R&D 에 투자했다.

차트 22. 기아차 시장별 M/S 변화



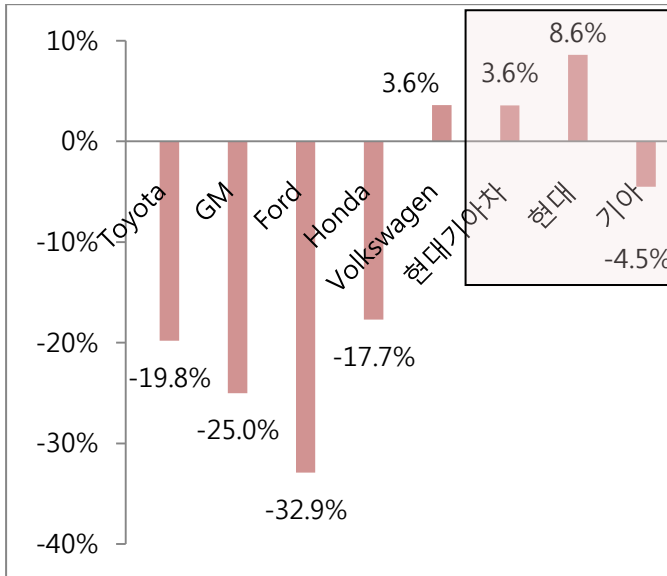
출처: Ward's AutoinfoBank, SMIC HanQ Team

차트 23. 연도별 미국 M/S 변화



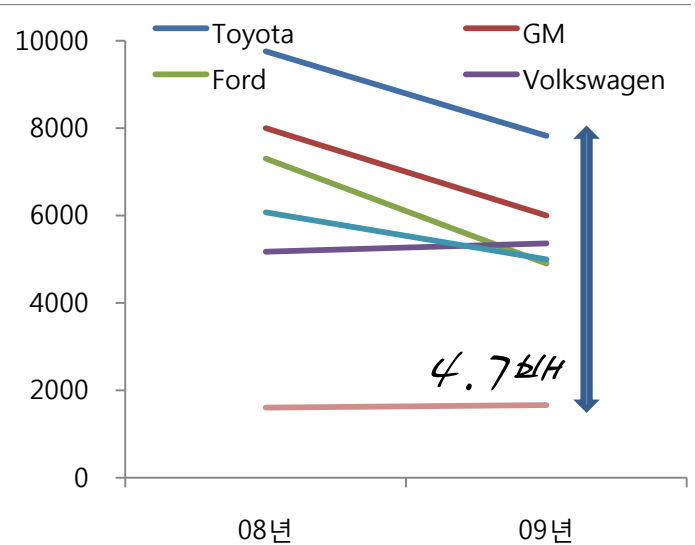
출처: 3Q 분기보고서, SMIC HanQ Team

차트24. 09년 R&D Spending 증감률 (단위 : %)



출처: WARDAUTO.COM, SMIC HanQ Team

차트25. 08,09년 총R&D 변화 추이 (단위: \$ Millions)



출처: Automotive News, SMIC HanQ Team

경쟁사의 R&D 투자비용이 효과를 보려면 시간이 걸릴 것

완성차 업체에 있어 R&D 투자는 곧 기업의 핵심 경쟁력으로 이어진다. 엔진, 디자인 등의 제품 경쟁력뿐만 아니라 신차 출시의 주기 역시 R&D 에 의해 좌우된다. 따라서 현재 경쟁사의 R&D 축소 분위기 대비 현대기아차의 R&D 강화 경영전략은 상대적인 기업 경쟁력 강화로 이어질 것이다.

또한 2011 년 까지 경쟁사의 신차 출시 계획이 없으므로 기아차의 신차 효과가 어느 정도 지속될 것이며, 후에 경쟁사의 신차가 나올지라도 지속적인 R&D 경쟁력 제고와 플랫폼 통합 효과를 통해 RISK 할인 요인을 줄여갈 것이다.

표5. 경쟁사 신차계획

Company	Model	Full change 출시 예정	Segment
Toyota	Yaris	2011	소형세단
	Camry	2011하반기	중형세단
	Corolla	2011 말	준중형세단
	Rav4	2011 말	중소형 SUV
Honda	Civic	2011 하반기	준중형세단
	CR-V	2012	중소형 SUV
	Fit	2012년 이후	소형세단
	Juke	2010년 말	소형 SUV
Nissan	Altima	2012년	중형세단
	Cube	2012년	중소형박스카
	Maxima	2012년	중대형 세단
GM	Buick 소형세	2011년 하반기	소형세단
	뷰익	2012년 초	소형 SUV
	Rogue	2012년 이후	중소형 SUV
	Enclave	2013년	중소형 SUV
Ford	Focus	2011년 초	준중형세단
	Fusion	2012년	중형세단
Volkswagen	New beetle	2011년 봄	소형 세단
	Tiguan	2012년	중소형 SUV

출처: SMIC HanQ Team

2. 이슈: EU와의 FTA, 어떤 효과를 가져올까?

2.1. 유럽시장 점유율 확대

3~5년에 걸친 유럽 수입관세 점진적 철폐

2011년 7월 발효될 예정인 FTA로 인해 현재 10%인 유럽시장의 중대형차(1500cc 초과) 관세는 3년, 소형차(1500cc 이하) 관세는 5년에 걸쳐 철폐되게 된다.

기아차 판매량의 42%는 국내생산분으로 관세철폐에 따른 평가인하에 기여할 것

비록 슬로바키아 공장의 현지생산 분(Capacity 기준 최대 30만 대)은 이미 무관세 혜택을 받고 있지만, 현재 기아자동차의 유럽 판매량 가운데 약 42%는 국내에서 생산하여 수출한다. 국내 생산분은 주로 모닝, 프라이드, 쏘울 등이며 현지 생산 차종과는 겹치지 않는다. 특히 내년 초 유럽으로 진출할 예정인 K5 또한 전량 국내에서 생산해 수출할 예정이므로, EU FTA의 관세철폐는 기아차의 유럽시장 점유율 확대에 크게 기여할 것으로 보인다.

표6. 관세인하계획

항목 시점	對 유럽 수출		對 유럽 수입	
	1500cc 이하	1500cc 초과	1500cc 이하	1500cc 초과
기준관세	10%	10%	8%	8%
2011.7.1	8.3%	7.0%	6.7%	5.6%
2012.7.1	6.7%	4.0%	5.3%	3.2%
2013.7.1	5.0%	2.0%	4.0%	1.6%
2014.7.1	3.3%	0%	2.7%	0%
2015.7.1	1.7%	0%	1.3%	0%
2016.7.1	0%	0%	0%	0%

출처: 외교통상부

유럽시장 4.5%의 부품 관세 철폐로 인해 유럽 소비자들의 유지보수비 인하

또한 자동차 부품의 관세 철폐로 인해 생산단가 인하가 이뤄지게 된다. 현재 한국은 자동차 부품에 8%의 관세를, 유럽은 4.5%의 관세를 부과하고 있다. FTA 발효와 함께 이 관세는 바로 철폐된다. 기아차 국내공장은 차량 생산 부품의 대부분을 자체생산 혹은 국내 협력사 생산으로 조달하고 있어 직접적인 생산원가 절감 효과는 크지 않지만, 슬로바키아 공장으로 수출되는 국내 생산 부품은 관세 인하 효과를 직접 누리게 된다. 또한 유럽시장의 기아차 소비자들의 유지보수비를 낮추게 됨에 따라 소비진작 효과가 나타나게 된다. 다만 FTA 발효 이전에 수입된 부품들이 소진되기까지는 1년 남짓한 시간이 걸릴 것으로 보여 실제 관세 철폐의 효과는 2012년 하반기 이후에 볼 수 있을 것이다.

EU가 요구하는 까다로운 환경규제에 부합하는 다양한 차종 개발 선행 필요

현재 EU에서 유럽 배기가스 규제를 갈수록 강화하는 추세로, 2011년부터는 유로5, 2014년부터는 유로6라고 명칭된 까다로운 규제조건들을 요구하므로 이 조건들을 만족시키는 모델 라인업을 갖춰야만 FTA 효과를 온전히 누릴 수 있게 될 것이다. 현재 기아차의 국내 생산 차량 가운데 소렌토와 스포티지 일부 차종만 유로5 조건에 부합하기 때문에 유럽시장에서 관세 인하 효과를 온전히 누리기 위해서는 다른 차종들 또한 환경규제에 맞도록 개량하는 것이 선행되어야 한다.

2.2. 유럽 완성차 업체에 의한 국내시장 추가잠식 우려

유럽 수입차들의 판매가 현재보다 5~7% 정도 인하

유럽 완성차 업체에 의해 국내시장이 보다 잠식될 것임은 분명하다. BMW, 벤츠를 위시한 유럽산 자동차들은 현재 8%의 관세장벽 아래서도 국내 완성차 시장의 약 20% (판매액 기준)를 차지할 정도로 인기를 끌고 있다. FTA에 따라 1500cc 이상 차에 대한 관세가 완전히 철폐되는 2014년이 되면 개별 소비세와 취득·등록세 등을 감안할 때 유럽 수입차들은 현재 판매가격보다 평균 5~7% 가량 가격 인하가 가능하다는 것이 시장의 주된 시각이다.

국내시장 8% 부품관세 철폐로 유럽차의 유지보수비가 인하

유럽차 부품의 국내 수입관세 8%가 철폐되면 이는 유럽차의 유지보수비 절감으로도 이어져 유럽차 소비를 진작시키는 부분적인 요인이 될 수 있다. 하지만 내년 7월 협정발효 이전에 수입한 부품재고를 다 사용하는데 1년 정도가 소요된다는 점을 고려하면, 실제 인하된 가격의 부품을 사용할 수 있는 시점은 2012년 하반기 이후가 될 것이다.

유럽차에 해당하던 각종 국내 규제가 철폐되어 다양한 유럽 차종이 새로이 국내시장에 진입

FTA를 통해 유럽 자동차의 국내시장 진입을 막고 있던 각종 규제가 철폐된다. 협정문에 따르면 유럽의 안전기준(ECC)을 통과한 유럽산 자동차는 별 다른 추가 기준이나 검사없이 국내시장에서 판매할 수 있다. 반면 한국의 안전기준만 통과한 차는 유럽시장에서 팔 수가 없다. 또한 한·EU FTA로 유럽식 배기가스 기준을 적용한 가솔린 모델 수입이 허용됨에 따라 아우디 A1과 같은 유럽형 소형 가솔린차의 국내 판매도 가능하게 된다. 현재 미국형 배기가스 기준을 적용하고 있는 한국 시장에 들어오려면 배기가스 자기진단장치(OBD)를 부착하는 등 추가비용이 필요했으나 FTA 발효 이후 유럽 기준만 통과해도 되므로 유럽차들의 국내 시장 진입이 더욱 용이해진다.

Valuation

앞에 보고서의 내용대로 국내에서 동사와 비교할 만한, 비교할 수 있는 기업은 현대 자동차뿐이다. 따라서 현대자동차와 비교를 통해 PER를 추정했다.

<PER 추정>

(단위 : %)

	기아차			현대차		
	10Q1	10Q2	10Q3	10Q1	10Q2	10Q3
매출원가율			76.2			76.1
판관비율			16.4			15.4
영업이익률	6.37	7.35	7.39	8.35	9.03	8.5
순이익률	8.2	9.67	11.71	13.39	14.54	15.3
ROE	5.3	7.04	7.11	5.03	5.89	5.7
부채비율	121.23	109.93	98	56.7	55.05	52.41

매출원가율 & 판관비율 & 영업이익률

3분기 기아차의 매출원가율은 76.2%로 현대차의 76.1%와 거의 같은 수준을 보였다. 이는 기아차의 신차효과에 의한 국내생산물량 증가로 단위당 고정비용이 줄어들었기 때문이며 플랫폼 통합효과를 증명하는 수치이다. 신차의 글로벌 판매비중이 확대되면서 3분기 해외시장개척비용은 60.8% 감소하여 판관비율은 16.4%(현대차 15.4%)를 기록하였다. 앞으로 계속하여 플랫폼 통합으로 두 기업의 차이는 줄어들 것이다.

지분법손익

그동안 동사는 해외부문에서 자본잠식으로 미반영 지분법 손실이 커서 저평가를 받았다. 지분법손실은 거의 없어졌으며, 가동률이 큰 폭으로 개선되었고, 3Q 지분법 손익은 3,960억원으로 역대 최고 수준을 기록하였다. 이는 전분기 대비 42.1% 증가한 수준으로 10월 중국공장 스포티지R투입 및 조지아 공장 신타페 이전 생산이 시작된 것을 고려하면 지분법 손익은 더욱 상승하여 현대차 수준에 이르지 못하는 못하더라도 계속하여 갭을 좁혀갈 것이다.

부채

동사는 높은 부채율로 인해 할인을 받았으나 3Q 부채비율은 98%로 큰 폭으로 안정성을 개선 중이다. 아직까지 현대자동차와의 부채비율 차이는 크다. 하지만 영업 호조로 계속하여 현금이 창출되고 있고, IR에게 확인결과, 앞으로 기업의 내실을 다지는데 중점을 둘 것이라고 하니 부채비율 차이를 점점 줄일 것이다.

위와 같은 결론을 비교해 봤을 때, 아직까지 영업규모는 차이가 많이 나지만, 현대차를 거의 근접하게 따라잡았고, 시너지 효과로 인해 현대차와의 차이를 점점 줄이고 있다.

위와 같은 사실을 바탕으로 기아차의 PER를 추정하였다. 부채비율은 기아차가 높고 순이익률은 낮으나, ROE(Return On Equity) 같은 지표는 기아차가 더 높은 수치를 기록하였다. 기아차는 현재 8.04 (당일주가/10년예상EPS)의 PER를 받고 있으나 계속적으로 기업의 가치 제고, 점유율 확대로 현대차 수준에 이를 것으로 보인다. 이에 따라 9를 적정 PER로 추정하였다. 이는 현대차의 PER 9.71 (당일 주가/10년예상EPS)에서 다소 할인된 수치로 앞의 보고서의 논리를 따라갔을 때 무리가 없는 가정이라 판단된다.

<EPS 추정>

4Q에는 K5, 스포티지R의 해외 수출이 본격화되면서 수출이 크게 늘 것이다. 또한 수출 ASP가 증가하면서 환율 하락영향을 상쇄할 것이다. 또한 해외공장 가동률 상승 및 생산판매 증가로 지분법손익이 큰 폭으로 늘 것으로 판단되어 4Q가 3Q의 실적을 뛰어넘을 것이라 예상된다.

2011년에는 모닝(1월)과 프라이드(5월)는 글로벌 시장에서 판매비중이 44%에 이르는 차종이므로 후속 출시는 내수 및 수출 증가에 크게 기여할 것이다. 2011년에는 소형 차들의 Line-up 강화를 통해 플랫폼 공용화로 인한 판관비 절약효과 등을 통해 환율 하락에도 불구하고 개선되는 방향을 유지할 것이다.

	2008	2009	2010	2011(E)
매출액	16,382,231,000	18,415,739,000	22,516,100,000	26,789,655,780
영업이익	308,533,000	1,144,473,000	1,634,668,860	2,036,013,839
영업외수익	1,489,345,000	1,444,153,000	1,696,786,277	2,076,734,116
영업외비용	1,730,106,000	889,049,000	429,100,576	407,202,768
영업외손익	- 240,761,000	555,104,000	1,267,685,701	1,669,531,348
법인세차감전	67,772,000	1,699,577,000	2,902,354,561	3,705,545,187
법인세비용	- 46,012,000	249,317,000	551,647,000	815,219,941
당기순이익	113,784,000	1,450,260,000	2,350,707,561	2,890,325,246
발행주식수	347,230	388,371	396,205	400,000
EPS	328	3,945	5,933	7,226
적정PER				9
적정주가				65,032

	2009	2010	2011(E)
매출액 성장률	12.41%	22.3%	19.0%
영업이익률	6.21%	7.26%	7.60%
영업이익대비외영업외수익	126.18%	103.8%	102.0%
영업이익대비외영업외비용	77.68%	26.3%	20.0%
영업이익절대증가율	270.9%	42.8%	24.6%
영업외수익절대증가율	-3.03%	17.49%	22.4%
영업외비용절대증가율	-48.61%	-51.73%	-5.1%
법인세비용	14.67%	19%	22%

매출액 성장률 추정

09년 매출액 성장률은 12.41%, 10년 매출액 성장률은 22.3%이다. 기아자동차는 해외에 K5 등 신차를 출시하고, 또한 전체매출에 40%정도를 차지하고 있는 프라이드와 모닝 등이 리뉴얼되어 나올 예정이기 때문에 11년에는 매출이 크게 성장할 것이다. 이러한 이유로 SMIC HanQ Team은 09년과 10년의 매출 성장률을 가중평균하여 11년 매출액 성장률을 19%로 추정하였다.

영업이익률 추정

영업이익률은 2분기 7.35%, 3분기에 7.39%를 기록하였다. 2011년에도 역시 지속적인 플랫폼 통합 효과와 현대차와의 효율적인 R&D 비용 분배, Segment 강화를 통해 영업이익률이 상승할 것이다. 이에 따라 4분기 영업이익률은 7.86%(시장 컨센서스)까지 예상 된다. 이에 따라 7.6%로 추정하였다.

영업외수익 및 영업외비용 추정

영업외수익에서 지분법이익은 79.4%를 차지하고 있을 정도로 비중이 더 높아졌다. 지분법이익의 성장폭이 매우 컸기 때문이다. 지분법이익은 앞으로 더욱 커질 것으로 예상된다. 이에 따라 10년 3분기에 지분법 이익을 기준으로 내년까지 간다고 하여 추정 결과, 영업외수익은 22.4% 증가할 것이라고 판단하였다. 앞으로 지분법 수익이 계속하여 증가할 것이라고 판단되는 상황에서 이는 상당히 보수적인 가정이다.

영업외 비용에서 지분법손실이 차지하는 부분은 10년 3분기에 사실상 없어졌고, 대부분이 이자비용(39.8%)과 외환차손+외화환산손실(35%)이다. 기업 자체적으로 부채비율을 줄여가려는 노력을 기울이고 있으므로 이자비용이 점차 감소할 것이다. (10년 3분기까지 비교, 약 13% 감소) 또한 환율이 감소할 것으로 예상되나 환율 감소 속도는 제한적으로 영업외 비용은 전년대비 -5% 수준을 기록할 것으로 추정하였다.

법인세 비용 및 발행주식수

법인세는 22%, 발행주식수는 4억주로 추정하였다.

추정 EPS	7,227
적정PER	9
적정주가	65,000
현재주가	47,550
안전마진	37%

SMIC HanQ Team은 기아자동차에 대해 적정주가 65,000원, 안전 마진 37%로 Buy를 제시한다.

Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009	(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	174,399	159,485	163,822	184,157	유동자산	31,223	32,330	35,385	43,087
매출원가	149,279	135,900	130,181	138,244	현금 및 현금	6,316	7,769	10,193	19,126
매출총이익	25,120	23,586	33,642	45,914	매출채권	11,739	10,434	10,012	11,443
판매비	26,373	24,140	30,556	34,469	재고자산	9,034	8,801	10,278	7,991
인건비	5,127	5,456	5,933	6,776	비유동자산	89,844	96,208	119,138	126,329
감가상각비	484	421	370	303	투자자산	25,263	30,346	39,273	49,477
무형자산상각비	11	12	13	13	유형자산	52,296	52,752	64,525	62,940
연구개발비	1,906	2,043	2,666	2,626	무형자산	7,726	8,632	9,719	10,741
마케팅비	3,856	3,463	3,777	5,076	자산총계	121,066	128,538	154,523	169,416
기타 판매비	14,989	12,745	17,798	19,675	유동부채	41,031	41,963	51,944	58,456
영업이익	-1,253	-554	3,085	11,445	매입채무	16,944	16,142	18,075	24,049
영업외손익	1,985	804	-2,408	5,551	단기차입금	6,600	9,791	12,870	795
이자손익	-247	-892	-1,923	-2,117	유동성장기	5,021	5,286	8,896	17,354
지분법손익	2,778	3,248	5,477	8,137	비유동부채	27,557	35,821	45,166	37,196
외환차손익	79	-14	-1,032	-713	사채	14,289	16,101	16,492	16,374
외화환산손익	-64	-1,549	-2,412	22	장기차입금	3,492	8,801	17,272	11,082
기타 영업외손익	-561	9	-2,517	222	부채총계	68,588	77,784	97,110	95,652
세전계속사업이익	732	250	678	16,996	자본금	18,487	18,487	18,487	20,544
법인세비용	339	114	-460	2,493	자본잉여금	17,038	17,046	17,046	17,614
당기순이익	393	136	1,138	14,503	이익잉여금	18,329	15,893	11,044	23,653
EPS	113	39	328	3,741	자본조정	-26	-24	-24	-22
					자본총계	52,478	50,753	57,413	73,764
현금흐름표					주요투자지표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009		2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	-2,316	282	7,996	24,992	Growth Ratios				
당기순이익	393	136	1,138	14,503	매출액성장	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
비현금수익비용가감	12,331	10,816	12,160	3,886	EBITDA 성장	-14.9%	6.3%	64.9%	78.6%
감가상각비	4,601	4,541	4,401	4,293	EBIT 성장률	-255.3%	-51.6%	-642.1%	230.0%
무형자산상각비	2,496	2,223	2,751	2,542	총자산성장	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
외화환산손익	-64	-1,549	-2,390	22	Profitability Ratios				
지분법평가손익	2,778	3,248	5,477	8,137	매출총이익	14.4%	14.8%	20.5%	24.9%
기타	2,520	2,352	1,921	-11,108	EBITDA mar	3.4%	3.9%	6.2%	9.9%
영업활동으로인한 자산부채	-15,040	-10,669	-5,301	6,604	EBIT margin	-0.7%	-0.3%	1.9%	6.2%
투자활동 현금흐름	-9,611	-9,204	-16,873	-12,295	세전이익률	0.4%	0.2%	0.4%	9.2%
유형자산 투자	5,288	7,846	3,566	3,134	당기순이익	0.2%	0.1%	0.7%	7.9%
유형자산 처분	503	3,366	156	199	Stability Ratios				
무형자산 증감	2,591	3,129	3,838	3,564	부채비율 %	130.7%	153.3%	169.1%	129.7%
지분법자산 증감	3,810	4,104	6,876	2,975	순부채비율	44.0%	63.5%	79.0%	35.9%
기타	1,575	2,509	-2,749	-2,821	유동비율 %	76.1%	77.0%	68.1%	73.7%
재무활동 현금흐름	8,075	10,574	11,126	-7,396	당좌비율 %	54.1%	56.1%	48.3%	60.0%
단기IBD 증감	5,909	3,456	6,689	-3,617	이자보상배	-82.1%	-25.1%	94.3%	332.7%
장기IBD 증감	3,033	7,121	8,863	-6,308	Performance Ratios				
자본증감	0	0	0	0	ROE %	0.7%	0.3%	2.0%	19.7%
배당금 지급	-866	0	0	0	ROA %	0.3%	0.1%	0.7%	8.6%
기타	0	-3	-4,426	2,530	ROIC %	-0.4%	-0.2%	0.8%	2.8%
순현금흐름	-3,851	1,653	2,250	5,302	Per Share Ratios				
기초현금	9,067	5,216	6,869	9,119	BPS	15,113	14,617	16,535	19,026
기말현금	5,216	6,869	9,119	14,420	DPS	-	-	-	250

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.