LEADING

Research

2012년 1월 2일

# 자동차 산업

## - 비중확대 -

- 유럽시장에서 일본업체를 추월하며 글로벌 메이저로 진입하는 과정
- 생산능력의 한계를 해소하며 성장성이 다시 부각될 것으로 예상
- 해외시장 경쟁심화의 영향은 극히 제한적일 것으로 판단
- 업종 내 최고 수준의 수익성과 성장성으로 투자매력 부각

**해당기업 투자의견**

| 회사 | 종목코드 | 투자의견 | 시가총액 (십억원) | 주가 (원) | 목표주가 (원) | PER (배) 2011E | PER (배) 2012F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현대차 | 005380 KS | 매수 | 45,854 | 213,000 | 330,000 | 6.1 | 5.6 |
| 기아차 | 000270 KS | 매수 | 25,687 | 66,700 | 93,000 | 7.0 | 6.0 |

Leading Investment Securities

www.leading.co.kr

Analysts : 박준모

jmpark@leading.co.kr

02-2009-7328

# 목차


핵심 투자포인트 ..... 4

Section 1: 동종업체 비교 및 Valuation ..... 5

Section 2: 자동차 수요와 현대/기아차 판매전망..... 7

- 글로벌 자동차 수요 전망
- 현대/기아차 판매 전망

Section 3: 주요 시장 별 현대/기아차 영업현황 ..... 10

- 국내시장
- 미국시장
- 유럽시장
- 중국시장

Section 4: 현대/기아차 판매차종 라인업 비교 ..... 15

Section 5: 실적전망 및 판매관리비 비교 ..... 18

Section 6: 현금흐름 및 재무 안정성 ..... 15

개별기업 ..... 20

현대차 (005380 KS) – 매수/목표주가 330,000 원

기아차 (000270 KS) – 매수/목표주가 93,000 원

# 핵심 투자포인트

✓ **유럽시장에서 일본업체를 추월하며 글로벌 메이저로 진입하는 과정**

현대/기아차는 국내외 취약한 산업환경에도 불구하고 기록적인 판매증가를 나타내며 글로벌 메이저로의 진입을 앞두고 있다. 특히 유럽시장은 세계 주요 자동차시장 중 수요가 가장 부진하나 오히려 현대/기아차의 장기적인 글로벌 경쟁력 및 성장성과 관련하여 가장 주목되는 시장이다. 유럽시장에서 일본업체들과 경쟁을 하고 있는 현대차는 도요타와의 점유율 격차를 지난 2006 년의 4% 포인트에서 2011 년에는 1% 포인트까지 좁혔으며 해치백 i30 과 소나타 왜건 i40 을 주력차종으로 도요타를 상회하는 5%까지 점유율을 상승시킬 계획이다. 유럽형 전략모델로 변경된 i40 은 2011 년 7 월 본격 출시된 후 11 월까지 9,593 대가 판매되어 2010 년 전체 소나타 판매량 1,645 대를 크게 상회하였으며 모터쇼와 현지 자동차관련기관들로부터 일본차나 VW 을 앞선다는 평가를 받은 i30 의 출시는 2012 년 현대차의 점유율 상승세를 가속화시킬 것으로 예상된다. 현대차는 유럽에서 미국시장에서의 성공을 뛰어넘어 일본차가 1980 년대 미국시장에서 보여줬던 성공을 재현하며 회사측이 강조하는 질적 성장의 의미를 시장에 확실히 전달할 수 있을 것으로 기대된다. (페이지 11)

✓ **2012 년부터 현대차의 성장성이 더 부각될 전망**

국내외 모든 공장의 가동률이 100%를 상회하면서 성장성 둔화에 대한 우려가 있으나 현대/기아차는 여전히 2012 년 에도 글로벌 주요 완성차업체 중 가장 높은 수준의 판매증가를 기록할 것으로 예상된다. 특히 현대차는 중국 3 공장/브라질공장 완공과 유럽형 모델을 생산하는 체코와 러시아공장의 생산증대로 판매대수 증가 면에서는 기아차를 다시 앞서면서 성장성이 부각될 것으로 기대된다. 한편 기아차는 2013 년부터 판매증가율이 3% 수준으로 크게 둔화될 것으로 예상된다. 생산성 향상이나 3 교대 전환은 2012 년에는 어느 정도의 효과가 있겠으나 2013 년 이후에도 매년 동일하게 25-30 만대의 생산확대가 이루어질 것이라는 기대는 현실성이 없는 것으로 판단된다. 국내공장의 생산성 향상과 관련하여 2012 년에만 10 만대 이상의 생산확대가 가능하다는 전망도 있으나 해외공장과 달리 국내공장은 노조와의 협상을 비롯한 복잡한 문제가 있어 회사측에서도 5 만대 수준이 현실적이라고 예상하고 있다. 결론적으로 기아차는 추가적인 공장건설이나 K5 와 같은 양산 신모델의 출시없이는 성장률 하락이 불가피할 것으로 보인다. 일부에서 생산성 향상에만 근거하여 낙관적인 판매전망을 제시하는 것은 자동차업종에 대한 주식시장의 관심이 성장성에 집중되는 것을 지나치게 의식했기 때문이라고 판단된다. (페이지 8)

✓ **일본업체의 공급정상화를 포함한 해외시장 경쟁심화의 영향은 제한적일 것으로 전망**

미국시장에서 일본업체의 공급정상화와 해외 완성차 업체들과의 경쟁심화는 큰 위험요인이 아니라고 판단된다. 현대/기아차의 경쟁력 향상과 점유율 상승은 잔존가치 상승이라는 시장소비자들의 평가에 의해 이루어졌고 일본업체들의 점유율 하락은 근본적인 경쟁력이 약화되면서 지진이전부터 진행되어 왔다. 일본업체들이 식상한 디자인의 라인업과 시장전략을 재정비하기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다. (페이지 9)

✓ **기아차의 차종별 믹스 크게 개선되었으나 대형세단 시장전략에 의문을 갖게 되는 K9 출시**

기아차는 K5 의 성공에 힘입어 차종별 믹스가 크게 개선되면서 균형있는 성장기반을 확보하였다. 그러나 수익성이 가장 높은 대형세단/상용차는 여전히 기아차의 라인업 중 가장 취약한 차종들로 회사측에서도 믹스의 추가적인 개선 없이는 영업이익률이 9% 수준에서 정점이 될 수 있다고 판단하고 있다. 대형세단 최대볼륨인 그랜저급 시장에서의 K7 실패에 대한 보완이 없는 프리미엄 세단 K9 의 출시는 기아차 대형세단 시장전략에 의문을 갖게 한다. (페이지 14)

✓ **현대차 목표주가 330,000 원 – 55% 상승여력, 기아차 목표주가 93,000 원 – 39% 상승여력**

최근까지 주식시장에서는 생산능력의 한계로 성장둔화가 예상되는 현대/기아차보다는 점유율 회복이 기대되는 일본업체나 밸류에이션 면에서 저평가되어 보이는 해외업체들의 투자매력이 높다는 시각 (특히 외국인 투자가들의 경우)이 우세하였다. 그러나 미국에서 일본업체들의 신차가 실패로 끝나면서 일본업체의 근본적인 문제점에 대해 시장이 재인식을 하게 되었다. 아울러 일부 해외업체들의 저평가 정도는 무시할 만한 수준이며 저조한 성장성과 수익성이 저평가의 이유가 되고 있다고 판단된다. 현대/기아차의 성장성이 다시 부각되고 있는 점을 감안할 때 주가의 재 상승이 예상된다. 양사의 2012 년 예상 EPS 에 시장 PER 8.7 배를 적용하여 목표주가를 산정하였다. EPS 계산에는 우선주 배당금을 감안하였으며 우선주를 주식수에 포함시키지 않았다. 주가상승이 부담이라면 다른 평가방법이 필요하며 단지 보수적이라는 이유로 우선주를 포함시켜 30%의 디스카운트를 적용하는 것은 타당하지 않다고 판단된다. (페이지 4)

## Section 1: 동종업체 비교 및 Valuation

**업계 최고 수준의 수익성과 성장성으로 현대/기아차의 투자매력이 부각될 것으로 예상**

현대/기아차는 글로벌 판매증가에 힘입어 국내외 모든 공장이 완전가동 상태에 진입하면서 세계 자동차업체 중 가장 우수한 수익성을 기록하고 있다. 최근까지 주식시장에서는 현대/기아차가 생산능력의 한계로 성장성의 둔화가 불가피하여 공급 정상화시 점유율 회복이 기대되는 일본업체나 밸류에이션 면에서 상대적으로 저평가되어 보이는 해외 완성차업체들에 비해 투자매력이 떨어진다는 시각이 우세하였다. 그러나 2011 년 하반기 출시된 도요타와 혼다의 신차가 실패로 끝나면서 일본업체의 점유율 하락은 지진의 후유증보다는 근본적인 경쟁력이 약화되었기 때문이라는 점을 시장이 재인식하게 되었다. 아울러 밸류에이션면에서 현대/기아차에 비해 저평가되어 있는 해외업체들도 저평가의 정도가 무시할 만한 수준이며 저조한 성장성과 수익성이 저평가의 이유가 되고 있다고 판단된다. 세계 자동차 수요증가율이 둔화될 것으로 예상되는 2012 년에는 여전히 업계 최고 수준의 수익성과 성장성을 보유한 현대/기아차에 대한 투자매력이 더욱 부각될 것으로 예상된다

**현대/기아차의 밸류에이션 매력**

P/E 밸류에이션 면에서 현대/기아차는 대부분의 동종업체대비 낮은 수준이며 르노를 비롯한 극소수의 서구 완성차업체에 비해 소폭의 높은 수준에 거래되고 있으나 월등한 ROE 를 감안할 때 오히려 이들 업체에 대한 프리미엄이 확대되어야 할 것으로 판단된다. EV/EBITDA 면에서도 서구 업체들에 비해 프리미엄에 거래되고 있으나 지분법이익을 감안하지 않은 영업이익률이 두 배 이상의 수준이라는 점을 감안하면 부담되는 수준이 아닌 것으로 판단된다. 일본업체들은 대부분의 밸류에이션 측면에서 투자매력이 없는 것으로 보인다. 일본업체들 중 도요타는 업계 최고의 기술력과 풍부한 내부유보자금 등을 감안할 때 언젠가는 회복할 것으로 예상되지만 식상한 디자인의 라인업과 시장전략을 재정비하기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 판단된다.

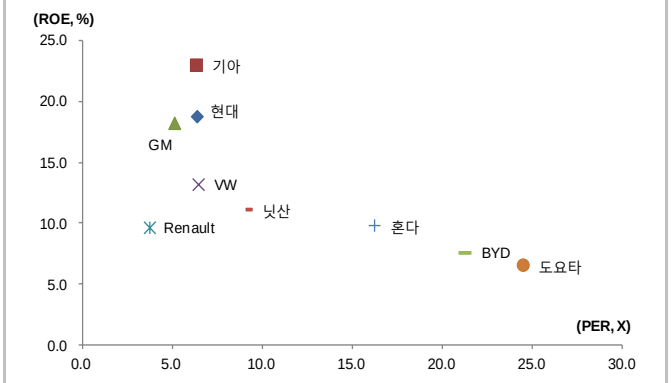
**표 1. 동종업체 비교**

| 회사 | 종목코드 | 국가 | 시가총액 (백만 US$) | 매출액 (백만 US$) | | | | 영업이익률 (%) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 09 | 10 | 11F | 12F | 09 | 10 | 11F | 12F |
| 현대차 | 005380 KS | 한국 | 41,142.0 | 72,081.8 | 97,414.7 | 67,583.1 | 72,240.5 | 6.1 | 8.1 | 10.3 | 10.4 |
| 기아차 | 000270 KS | 한국 | 23,449.1 | 23,205.7 | 36,590.4 | 38,335.4 | 42,097.4 | 4.1 | 6.7 | 8.4 | 8.6 |
| GM | GM US | 미국 | 31,072.2 | 104,589.0 | 135,592.0 | 149,730.2 | 154,473.2 | (20.1) | 3.7 | 4.1 | 4.3 |
| VW | VOW3 GR | 독일 | 64,698.9 | 146,677.2 | 168,314.3 | 200,618.2 | 207,478.6 | 1.9 | 5.2 | 7.6 | 6.7 |
| Renault | RNO FP | 프랑스 | 9,881.6 | 47,009.5 | 51,699.5 | 54,363.4 | 54,455.6 | (2.8) | 1.6 | 2.6 | 2.1 |
| 도요타 | 7203 JP | 일본 | 112,087.1 | 204,362.3 | 222,248.6 | 235,210.7 | 236,738.1 | 0.8 | 2.5 | 2.8 | 1.8 |
| 혼다 | 7267 JP | 일본 | 54,085.4 | 92,515.6 | 104,571.9 | 109,840.9 | 106,873.8 | 4.2 | 6.4 | 7.0 | 3.5 |
| 닛산 | 7201 JP | 일본 | 40,185.4 | 81,064.3 | 102,655.6 | 108,707.9 | 119,802.4 | 4.1 | 6.1 | 6.2 | 5.9 |
| BYD | 1211 HK | 중국 | 7,178.2 | 5,777.5 | 6,898.4 | 7,495.7 | 8,594.1 | 12.3 | 7.4 | 4.3 | 4.8 |

| 회사 | P/E (X) | | | | EV/EBITDA (X) | | | | P/B (X) | | | | ROE (%) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 09 | 10 | 11F | 12F | 09 | 10 | 11F | 12F | 09 | 10 | 11F | 12F | 09 | 10 | 11F | 12F |
| 현대차 | 11.1 | 8.7 | 6.1 | 5.6 | 7.1 | 5.9 | 4.6 | 4.3 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 22.8 | 22.8 | 21.6 | 20.1 |
| 기아차 | 7.5 | 7.5 | 7.0 | 6.0 | 7.2 | 6.2 | 5.7 | 5.1 | 1.2 | 2.1 | 2.0 | 1.5 | 33.3 | 33.3 | 33.2 | 29.0 |
| GM | | 12.2 | 5.1 | 5.1 | | 4.3 | 1.3 | 1.0 | | 2.1 | 0.8 | 0.7 | 20.8 | 20.8 | 17.0 | 18.2 |
| VW | 32.4 | 7.0 | 5.9 | 6.4 | 9.3 | 6.3 | 2.8 | 2.7 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 16.8 | 16.8 | 13.5 | 13.2 |
| Renault | | 3.4 | 3.7 | 3.7 | 15.1 | 9.0 | 2.4 | 2.4 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 19.8 | 19.8 | 7.8 | 9.7 |
| 도요타 | 56.1 | 25.7 | 16.6 | 24.4 | 13.3 | 12.2 | 10.4 | 15.5 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 3.9 | 3.9 | 3.1 | 6.6 |
| 혼다 | 22.3 | 10.6 | 7.4 | 16.2 | 9.2 | 7.6 | 5.8 | 10.5 | 1.4 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 12.2 | 12.2 | 5.8 | 9.9 |
| 닛산 | 77.0 | 9.7 | 9.1 | 9.0 | 7.1 | 5.4 | 6.6 | 6.4 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 12.4 | 12.4 | 10.4 | 11.2 |
| BYD | 34.1 | 31.2 | 28.7 | 21.2 | 21.2 | 16.4 | 13.3 | 11.3 | 8.2 | 4.3 | 1.5 | 1.4 | 14.6 | 14.6 | 6.9 | 7.6 |

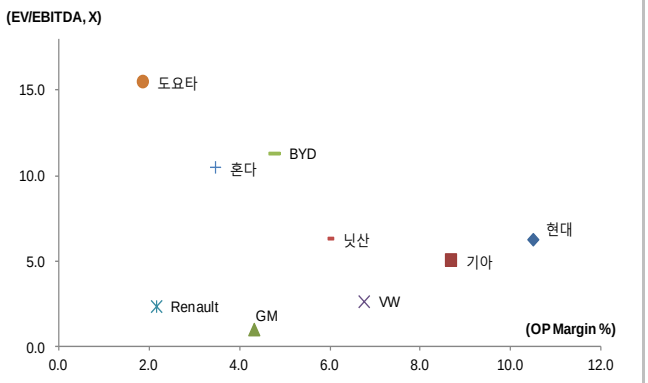
*자료: Bloomberg, 리딩투자증권*

**도표 1. 동종업체 2012 년 PER vs. ROE**




*자료: Bloomberg, 리딩투자증권*

**도표 2. 동종업체 2012 년 EV/EBITDA vs. 영업이익률**




*자료: Bloomberg, 리딩투자증권*

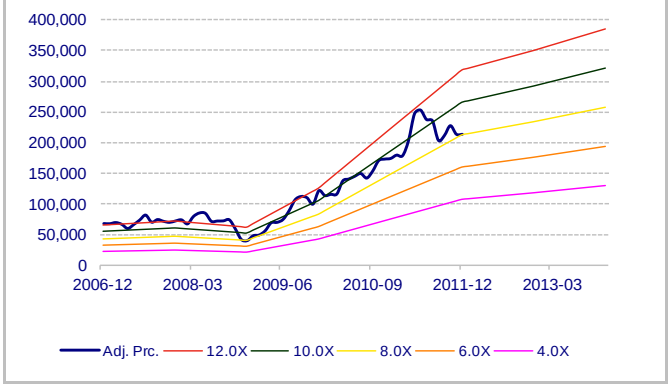
**글로벌 성장성이 다시 부각되면서 현대/기아차의 주가 재 상승 예상**

현재주가 기준 현대/기아차의 2012 년 예상 PER 는 각각 5.6 배와 6.0 배로 시장평균 대비 31%-36% 디스카운트되어 있다. 국내외 취약한 산업환경에도 불구하고 기록적인 판매증가로 글로벌 메이저 진입을 앞둔 상황 (특히 현대차) 임에도 불구하고 저평가되고 있는 데에는 2011 년 중반까지의 지속적인 주가상승에 대한 부담 외에도 앞서 언급한 바와 같이 일본을 비롯한 해외업체에 성급한 기대가 주요 원인으로 작용하였다고 판단된다. 시장의 우려와는 달리 최근에 현대/기아차의 글로벌 성장성이 다시 부각되고 있는 점을 감안할 때 주가의 재 상승이 예상된다.

**현대차 목표주가 330,000원**
**기아차 목표주가 93,000원**

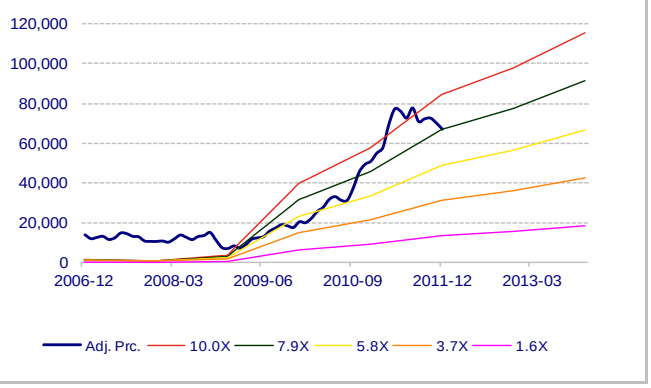
현대/기아차의 펀더멘탈이 지속적으로 개선되는 상황에서 주가가 시장대비 저평가될 이유가 없다고 판단되어 2012 년 예상 EPS 에 시장평균 PER 8.7 배를 적용하여 현대차 330,000 원과 기아차 93,000 원의 목표주가를 산정하였다. 현대차의 EPS 계산에는 지배주주 순이익에서 우선주 배당금을 차감하였으며 우선주를 주식수에 포함시키지 않았다. 지속적인 주가상승이 부담이 되었다면 다른 밸류에이션 방법의 사용이 필요하며 단지 보수적이라는 이유로 EPS 계산에 우선주를 포함시켜 30%의 디스카운트를 적용하는 것은 타당하지 않다고 판단된다.

**도표 3. 현대차 PER Band**




*자료: FnGuide, 리딩투자증권*

**도표 4. 기아차 PER Band**




*자료: FnGuide, 리딩투자증권*

# Section 2: 자동차 수요와 현대/기아차 판매전망

## 글로벌 자동차 수요 전망

**세계 자동차 수요 성장률 2012년에도 둔화될 것으로 전망**

세계 자동차 판매대수의 성장률은 2011년에는 유럽의 재정위기, 일본 지진과 중국을 비롯한 신흥시장의 긴축정책의 영향으로 2010년의 13.4%에서 4.3%로 크게 둔화된 것으로 추정된다. 일본의 자동차 내수판매는 2012년 공급이 정상화되면서 전년의 17% 감소에서 7% 가량의 회복세를 기록할 것으로 보이나 일본업체를 제외한 외국 자동차업체에 미치는 직접적인 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 유럽지역의 자동차 수요가 2012년에는 소폭이나마 증가할 것이라는 기대가 있으나 재정위기의 지속으로 추가적인 소비위축이 불가피할 것으로 보여 4% 감소할 것으로 예상되며 미국을 비롯한 대부분의 시장수요 성장률도 2011년에 비해 추가적으로 둔화될 것으로 보인다. 이에 따라 2012년 전세계 자동차 판매는 3.0% 성장에 그칠 것으로 예상된다.

**표 2. 글로벌 자동차 판매 추이 및 전망**

| | 판매대수 (만대) | | | | 증가율 (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2010 | 2011E | 2012F |
| 미국 | 1,040 | 1,155 | 1,269 | 1,342 | 11.1 | 9.9 | 5.8 |
| 유럽 | 1,593 | 1,533 | 1,520 | 1,458 | (3.8) | (0.8) | (4.1) |
| 중국 | 1,364 | 1,806 | 1,850 | 1,928 | 32.4 | 2.4 | 4.2 |
| 일본 | 461 | 496 | 412 | 441 | 7.5 | (16.9) | 7.1 |
| 인도 | 226 | 304 | 334 | 354 | 34.5 | 9.9 | 5.9 |
| 브라질 | 301 | 333 | 349 | 358 | 10.6 | 4.8 | 2.5 |
| 러시아 | 147 | 191 | 250 | 260 | 29.9 | 30.9 | 4.0 |
| 한국 | 145 | 156 | 160 | 158 | 6.9 | 2.8 | (1.3) |
| 세계 | 6,372 | 7,224 | 7,535 | 7,758 | 13.4 | 4.3 | 3.0 |

*자료: 한국자동차산업연구소, 리딩투자증권*

## 현대/기아차 판매 전망

**해외공장 판매증가 및 수출확대로 2011년 업계 평균을 크게 상회하는 성장률 기록**

현대/기아차는 생산능력의 한계로 글로벌 판매대수 증가율이 둔화되는 추세이나 2011년 업계평균을 크게 상회하는 각각 12.0%와 19.4%의 증가율을 기록한 것으로 추정된다. 현대/기아차 모두 수출과 해외공장 판매증가가 내수부진을 상쇄하면서 자체적인 글로벌 판매목표인 400만대와 250만대를 초과 달성할 것으로 예상된다. 현대차의 경우 국내와 러시아공장이 글로벌 판매대수 증가에 각각 33%와 31%를 기여하였으며 특히 러시아공장은 가동률이 90%에 달하는 가운데 가동 첫해에 손익분기점을 돌파하였다. 기아차도 국내공장이 글로벌 판매증가에서 42%의 가장 큰 비중을 차지하였다. 현대차의 국내공장 수출은 전체 해외수요의 29%수준이었으며 상대적으로 해외생산 기반이 부족한 기아차는 현대차보다 많은 41%의 해외수요를 국내공장에서의 수출을 통해 공급하였다. (표3 참조)

**생산능력 부족에도 불구하고 현대/기아차 2012년 각각 7.2%와 8.1%의 높은 판매 증가**

글로벌 자동차 수요둔화에도 불구하고 현대/기아차의 글로벌 판매는 2012년에도 전년대비 각각 7.2%와 8.1% 증가하여 지속적으로 시장평균을 상회하는 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 현대/기아차의 가동률은 이미 100% 초과한 것으로 추정되나 해외 주요공장의 3교대 전환, 생산성 향상과 추가적인 해외공장 건설을 감안하면 7-8%의 생산증가가 가능할 것으로 판단된다. 공장별로는 현대차의 경우 3공장이 완공되는 중국과 기아차는 2011년 9월부터 K5 생산을 시작한 미국공장이 가장 높은 생산증가를 기록할 것으로 예상된다.

**표 3. 현대/기아차 글로벌 자동차 판매대수 추이 및 전망**

| (천대) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **현대차** | **2,524** | **2,618** | **2,796** | **3,133** | **3,632** | **4,067** | **4,361** | **4,717** |
| 국내공장 | 1,611 | 1,701 | 1,669 | 1,612 | 1,731 | 1,876 | 1,901 | 1,954 |
| 내수 | 580 | 624 | 570 | 701 | 658 | 682 | 697 | 721 |
| 수출 | 1,031 | 1,076 | 1,099 | 911 | 1,073 | 1,194 | 1,204 | 1,233 |
| 해외공장 | 913 | 917 | 1,128 | 1,521 | 1,901 | 2,191 | 2,460 | 2,763 |
| 중국 | 290 | 232 | 295 | 570 | 703 | 732 | 847 | 981 |
| 인도 | 300 | 327 | 489 | 560 | 604 | 622 | 639 | 650 |
| 미국 | 236 | 251 | 237 | 195 | 300 | 344 | 351 | 353 |
| 체코 | | | 11 | 116 | 200 | 257 | 290 | 319 |
| 터키 | 87 | 108 | 96 | 80 | 95 | 99 | 102 | 106 |
| 러시아 | | | | | 0 | 136 | 200 | 205 |
| 브라질 | | | | | | | 32 | 150 |
| **기아차** | **1,259** | **1,360** | **1,399** | **1,534** | **2,130** | **2,543** | **2,750** | **2,840** |
| 국내공장 | 1,141 | 1,114 | 1,056 | 1,142 | 1,400 | 1,574 | 1,626 | 1,679 |
| 내수 | 270 | 272 | 315 | 411 | 483 | 489 | 479 | 493 |
| 수출 | 871 | 843 | 741 | 731 | 917 | 1,085 | 1,147 | 1,186 |
| 해외공장 | 118 | 246 | 343 | 392 | 730 | 969 | 1,124 | 1,161 |
| 중국 | 115 | 101 | 142 | 241 | 333 | 433 | 466 | 480 |
| 슬로박 | 3 | 144 | 201 | 150 | 230 | 255 | 299 | 312 |
| 미국 | | | | | 167 | 282 | 359 | 369 |

*자료: 현대/기아차, 리딩투자증권*

**현대차와 기아차의 판매대수 격차가 확대될 것으로 전망**

한편 2012년에도 여전히 기아차가 현대차에 비해 높은 판매증가율을 기록하겠으나 판매대수 증가물량 면에서는 현대차와의 격차가 확대될 것으로 예상된다. 기아차는 2010년 판매증가물량 면에서 현대차를 일시적으로 앞섰으나(97,000대) 이는 K5 출시와 미국공장 가동에 따른 자체적인 판매량 증가에도 기인하지만 슬로바키아와 미국공장에서 각각 현대차 SUV 투산 (79,184대)과 산타페 (29,051대) 위탁생산을 시작한 것도 주요 원인이었다. 현대차와 마찬가지로 가동률이 100%를 상회한 상황에서 생산능력이 적은 기아차가 지속적으로 현대차보다 많은 판매대수 증가를 기록하기는 어려울 것으로 판단된다. 실제로 2011년에 판매대수 증가물량면에서 현대차가 2만대가량 앞선 것으로 추정되며 현대차의 중국 3공장과 브라질공장이 본격 가동되는 2013년에는 그 격차가 27만대까지 확대될 것으로 예상된다.

**표 4. 현대/기아차 가동률 추이 및 전망**

| (%) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **현대차** | **90.8** | **100.9** | **106.6** | **107.4** | **104.8** |
| 국내 | 88.6 | 95.1 | 103.1 | 104.4 | 107.4 |
| 중국 | 114.1 | 121.2 | 122.0 | 120.9 | 98.1 |
| 미국 | 64.9 | 99.9 | 114.8 | 106.2 | 106.8 |
| 인도 | 93.3 | 100.6 | 103.7 | 106.5 | 108.3 |
| 체코 | 89.4 | 100.0 | 116.9 | 107.4 | 106.3 |
| 터키 | 80.0 | 95.0 | 99.2 | 101.5 | 105.8 |
| 러시아 | | | 77.8 | 100.0 | 102.5 |
| 브라질 | | | | 80.0 | 100.0 |
| **기아차** | **81.1** | **96.8** | **104.7** | **105.0** | **106.4** |
| 국내 | 84.6 | 103.7 | 104.9 | 104.9 | 104.9 |
| 중국 | 80.5 | 95.2 | 100.7 | 99.1 | 102.2 |
| 미국 | | 88.3 | 98.0 | 99.5 | 103.9 |
| 슬로박 | | 69.6 | 117.3 | 119.7 | 122.8 |

*자료: 현대/기아차, 리딩투자증권*

**기아차의 생산대수 증가 계획**

기아차는 최근 기업설명회를 통해 생산대수를 2015년에 350만대까지 증가시킬 계획이라고 밝혔다. 이를 위해서는 매년 10% 가량의 판매대수 증가가 필요하며 동사는 2012년 해외 주요공장 3교대 전환과 국내공장에서 시간당 생산대수(Units Per Hour; UPH) 개선 등을 통한 생산성 향상으로 생산물량을 확대할 계획이다. 그러나 2014년 하반기 완공예정인 30만대 규모의 중국 3공장 외에 추가적인 해외공장 건설계획은 없다.

**생산성 향상을 통한 성장의 한계**

그러나 3교대 전환과 생산성 향상은 2012년에는 어느 정도의 효과가 있겠으나 2013년 이후에도 매년 동일하게 25-30만대의 생산확대가 이루어질 것이라는 기대는 현실성이 없는 것으로 판단된다. 특히 국내공장의 생산성 향상과 관련하여 2012년에 10만대 이상의 생산능력확대가 가능하다는 전망도 있으나 국내공장은 노조와의 협상 등 여러 가지 현실적인 문제가 있어 쉽지 않은 사항이다. 결론적으로 기아차는 추가적인 공장건설이나 K5와 같은 양산차종의 신차 출시가 없이는 2013년부터 시장이 기대하는 두 자릿수의 성장은 불가능하며 오히려 현대차의 성장률을 크게 하회할 것으로 예상된다. 가까운 시일 내에 추가적인 공장건설이 확정된다고 하더라도 가동은 2015년에나 가능하며 라인업교체도 일단락되면서 당분간 K5와 같은 새로운 양산차종의 출시도 기대하기 어려운 상황으로 판단된다.

**기아차의 생산증가율 2013년에는 3% 초반 수준으로 하락할 전망**

기아차가 2013년 현대차의 브라질 공장에서 위탁생산을 계획하고 있는 차량을 포함해도 기아차의 판매대수 증가율에는 큰 변동이 없으며 위탁생산을 제외한 자체공장의 글로벌 생산증가율은 3% 초반 수준에 불과할 것으로 전망된다. 일부에서 추가적인 공장건설의 구체적인 계획이 없이 생산성 향상에만 근거하여 낙관적인 생산증가 전망을 제시하고 있는 것은 자동차업종에 대한 주식시장의 관심이 성장성에 집중되는 점을 지나치게 의식했기 때문이라고 판단된다.

**2012년부터는 현대차의 성장성이 더 부각될 것으로 전망**

한편 현대차는 2013년 생산대수 증가율 (+8.2% yoy) 이 2012년 (+7.2% yoY)에 비해 향상될 것으로 예상된다. 이는 추가적인 해외공장 건설이 이미 진행 중에 있어 2012년 완공되는 중국 3공장과 브라질 공장의 가동률이 향상되면서 2013년에는 각각 13와 12만대의 생산증가가 예상되기 때문이다. 기아차가 K5의 출시와 미국공장 가동 등에 힘입어 현대차와의 격차를 많이 해소한 것은 사실이나 2012년부터는 현대차의 성장성이 더 부각될 것으로 기대된다.

## Section 3: 주요 시장 별 현대/기아차의 영업현황

### 국내시장

**현대차 산타페 신차출시로 2012년 내수 판매 소폭이나마 증가 예상**

국내 자동차수요는 2011년 소폭 증가한 160만대 수준에서 그치고 2012년에는 경기부진으로 1.3% 감소한 158만대로 예상된다. 업체별로는 수요감소에도 불구하고 신차효과가 상대적으로 클 것으로 기대되는 현대차의 판매량이 소폭이나마 증가하여 내수점유율이 추가적으로 개선될 것으로 예상된다. 기아차는 현대의 산타페 신차출시로 소렌토 내수판매가 다소 감소할 것으로 예상된다.

**표 5. 국내 자동차 시장 업체별 판매량 및 점유율 추이 및 전망**

| (천대) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현대 | 581 | 625 | 571 | 703 | 660 | 684 | 699 | 723 |
| 기아 | 271 | 272 | 316 | 413 | 485 | 490 | 480 | 495 |
| 기타 | 313 | 322 | 267 | 279 | 321 | 318 | 282 | 293 |
| 수입 | 41 | 53 | 62 | 61 | 91 | 108 | 119 | 130 |
| 합계 | 1,205 | 1,273 | 1,216 | 1,455 | 1,556 | 1,600 | 1,580 | 1,641 |
| **점유율 (%)** | | | | | | | | |
| 현대 | 48.2 | 49.1 | 46.9 | 48.3 | 42.4 | 42.8 | 44.2 | 44.1 |
| 기아 | 22.5 | 21.4 | 26.0 | 28.4 | 31.1 | 30.6 | 30.4 | 30.1 |
| 기타 | 25.9 | 25.3 | 22.0 | 19.1 | 20.7 | 19.9 | 17.9 | 17.9 |
| 수입 | 3.4 | 4.2 | 5.1 | 4.2 | 5.8 | 6.7 | 7.6 | 7.9 |
| 합계 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

*자료: 한국자동차공업협회, 리딩투자증권*

**2012년 내수시장에서의 신차효과는 기아차에 비해 현대차가 클 것으로 예상**

현대차 승용차 라인업중 가장 최신 모델인 벨로스터, YF 하이브리드와 i40의 3개 차종은 2011년 2분기 이후 출시되어 2012년에는 연간 판매량을 증가시킬 것으로 보이며 특히 내년 3월 출시예정인 산타페 신차가 현대차의 판매량 증가에 가장 큰 기여를 할 것으로 예상된다. 지난 2005년 11월 신차가 출시된 이후 거의 7년 만에 모델변경이 이루어지는 산타페의 내수 판매량은 2009년 58,243대로 정점을 기록한 후 기아의 소렌토 신차가 출시되고 현대가 수출에 주력하면서 2011년에는 25,000대 수준 (소렌토 40,000대 예상)으로 감소한 것으로 추정된다. 국내 SUV중 최대판매 차종이었던 과거의 판매대수에는 못 미치더라도 산타페의 내년 내수판매량은 8,000대 가량 증가할 것으로 예상된다. 출시된 지 7년이 지난 모델이지만 수출을 포함한 산타페의 2011년 총 판매대수는 149,000대로 여전히 소렌토 판매 (128,000대)를 상회한 것으로 추정된다.

**기아차의 K9이 프리미엄 세단시장에서 K5와 같은 성공을 재현하기는 어려울 것으로 예상**

기아차는 2011년에는 특별한 신차출시가 없었으며 2012년 초 프리미엄급 세단인 K9을 출시할 예정이다. 인터넷을 통해 스파이샷이 공개된 K9은 예상대로 기존의 중형모델인 K5에 근거한 스포티한 디자인의 세단으로 추정된다. 디자인 자체만을 감안하면 매력적인 모델이기는 하나 우려되는 부분은 스포티한 프리미엄 세단에 대한 내수시장의 수요가 제한적일 수 있는 가능성이다. 아직 출시되지 않은 상황에서 비관적인 전망을 하는 것이 성급할 수 있겠으나 K9이 대형 세단시장에서 K5와 같은 성공을 재현하기는 어려울 것으로 보이며 현대차의 제너시스와 에쿠스사이의 틈새모델에 그쳐 신차효과가 크지 않을 가능성이 있는 것으로 판단된다. (페이지 16 참조)

## 미국시장

**대기수요의 유입으로 비교적 안정적인 수요증가 예상**

미국은 지속적인 대기수요의 유입으로 2012년 일본을 제외한 주요 자동차시장 중에서 가장 안정적인 수요증가 (+5.8% yoy) 가 예상된다. 미국의 2011년 자동차 판매는 일본업체의 공급차질과 유럽 재정위기에 따른 소비심리 악화에도 불구하고 지난 11월까지 전년동기대비 10.4% 증가하였다. 월별 판매대수 면에서도 지진의 영향으로 일본업체의 판매가 급감하였던 5월을 제외하고는 매월 전년동기 판매량을 상회한 점을 감안할 때 대기수요가 안정적으로 유지되고 있는 것으로 판단된다. 일본업체와 폭스바겐의 공급확대 전략도 수요증가에 기여할 것으로 예상된다.

**일본업체의 공급확대는 현대/기아차의 큰 위험요인이 아닌 것으로 판단**

한편 해외업체들의 공격적인 판매전략으로 미국시장에서 현대/기아차의 판매대수와 점유율에 대한 부정적인 영향을 우려하는 시각이 있다. 그러나 현대/기아차의 점유율 상승이 아반테, 소나타, K5와 같은 경쟁력있는 모델출시를 통한 정상적인 경쟁과정에서 확대되어 왔고 일본업체의 점유율 하락은 유럽을 포함한 선진국시장에서 지진이전부터 수년동안 진행되어 왔다는 점을 감안할 때 현대/기아차의 판매대수와 점유율 유지에 큰 위험요인은 아니라고 판단된다.

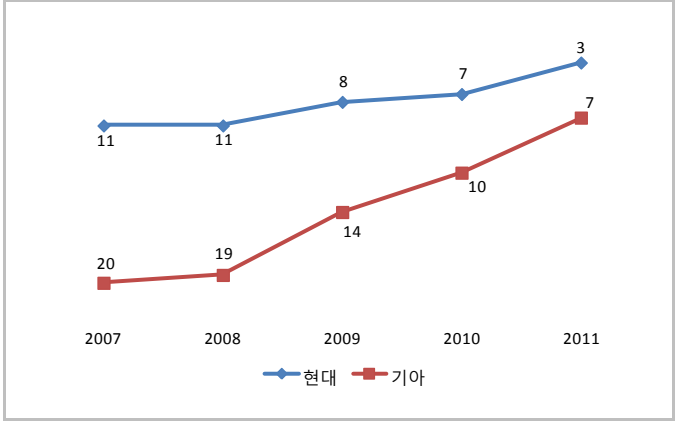
**일본업체의 경쟁력 약화는 심각한 수준**

특히 일본업체들의 공급정상화가 위험요인이 아니라고 판단하는 이유는 최근 몇 년간 일본업체들의 근본적인 경쟁력이 약화되었기 때문이다. 아직까지 현대/기아차의 전반적인 품질이 도요타와 같은 일본업체에 비해 열세인 것은 사실이나 과거와 달리 품질격차가 크게 축소된 상황에서는 가격과 디자인이 중요한 차량 구매기준이 되고 있다. 그러나 일본업체들은 브랜드 충성도에 지나치게 의존하면서 식상한 디자인으로 시장의 외면을 받아왔으며 현재의 같은 라인업으로는 공급이 정상화되더라도 일본업체가 과거와 같은 점유율을 회복하기는 어려울 것으로 보인다. 실제로 2011년 혼다 시빅과 도요타 캠리가 신차효과도 없이 실망스러운 실적을 기록한 것은 일본업체들의 경쟁력 약화가 얼마나 심각한 수준인지를 보여주는 사례라고 판단된다. 엔화가치의 상승도 일본업체들의 부담이 되고 있는 상황에서 투자확대를 통한 경쟁력있는 디자인의 모델출시에는 상당한 기간이 소요될 것으로 판단된다.

**품질과 성능개선에 따른 현대/기아차 모델들의 잔존가치 상승**

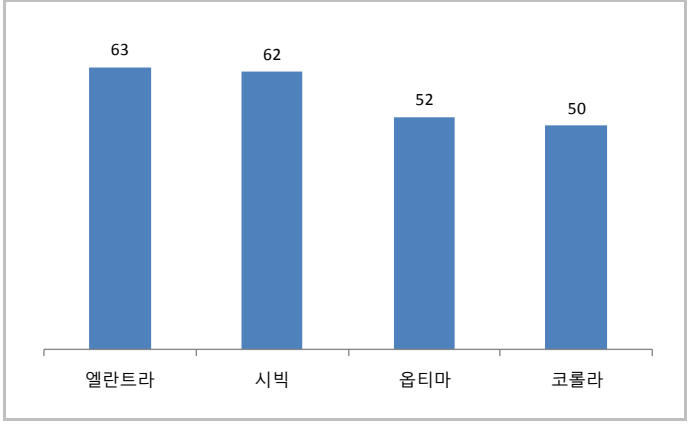
자동차업체의 경쟁력과 브랜드파워를 가장 잘 반영하고 있는 지표는 신차가격 대비 잔존가치이며 최근 몇 년간 미국시장에서의 현대/기아차의 점유율 향상과 ASP 개선은 잔존가치 상승에 기인하고 있다. 잔존가치는 시장에서 자동차의 품질과 성능에 의해서 결정되며 잔존가치는 자동차 업체의 인센티브와 ASP를 결정한다. 각종 품질평가 결과 자체보다는 개선된 결과들이 실질적으로 브랜드의 잔존가치에 반영되는 것이 중요하다. 실제로 2000년대 중반 이후 수년간에 걸쳐 지속적인 품질개선에 집중한 현대차의 잔존가치는 업계상위 수준에 진입하여 경쟁 일본업체들의 잔존가치를 상회하고 있으며 기아차는 시장 내에서 가장 빠른 잔존가치의 개선이 이루어지고 있다.

**도표 5. 현대/기아차의 잔존가치 순위 추이**




*자료: 현대/기아차*

**도표 6. 한국과 일본 주요 모델들의 잔존가치 비교 (%)**

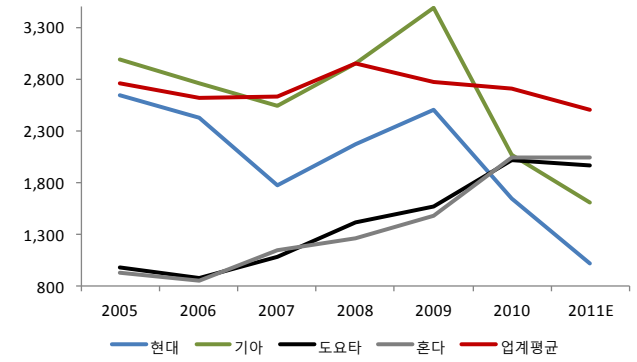



*자료: 현대/기아차*

**현대/기아차 인센티브 현재 수준에서 유지할 계획**

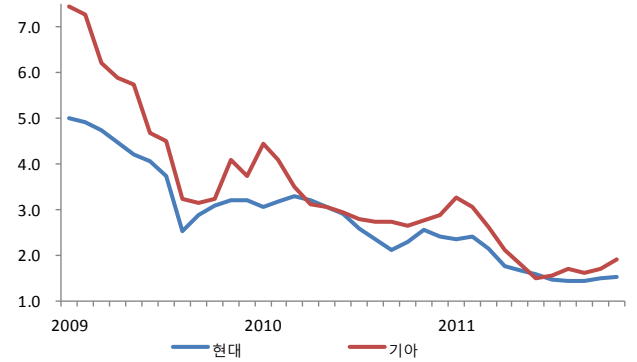
미국시장에서의 현대/기아차의 점유율 유지와 관련해서 또 다른 우려는 외국업체들과의 경쟁심화로 인센티브 확대와 마케팅 비용 증가 등으로 ASP하락과 판관비 부담이 불가피할 것이라는 점이다. 그러나 엔고부담에도 불구하고 일본업체들이 인센티브를 대폭적으로 확대할 지가 의문이고 현대/기아차도 재고가 각각 1.5개월과 1.9개월인 상황에서 인센티브 확대를 고려하고 있지 않다. 특히 현대차는 인센티브의 확대는 판매대수 경쟁보다는 브랜드 파워 향상에 집중하고 있는 현재의 미국시장 영업전략에 배치되는 것으로 판단하고 있다. 현대/기아차는 최악의 경우가 발생하더라도 재고를 적정수준으로 회복시키는 방법이나 풀가동 상태인 현지공장의 가동률 조절을 통해 ASP하락을 방지할 계획이다.

**도표 7. 인센티브 추이 (US$/대)**




*자료: 현대/기아차, 리딩투자증권*

**도표 8. 현대/기아차의 재고 추이 (월)**




*자료: 현대/기아차, 리딩투자증권*

**기아차의 2012년 미국공장 생산량은 전년대비 30% 가까이 증가할 전망**

현대차의 2012년 미국 판매량은 2011년 수준에서 소폭 증가하는데 그칠 것으로 예상된다. 현지에서 생산되는 소나타와 아반테의 판매량은 설비능력의 한계로 지난해 수준에서 유지되고 현지판매증가의 대부분은 국내에서 수출되는 벨로스터, 산타페 신차, 투산 부분변경 모델 등에서 발생할 것으로 예상된다. 미국시장에서의 현대차의 기본전략은 프리미엄급 세단까지 시장진입이 완료된 상황에서 당분간은 볼륨증가보다는 ASP 와 브랜드파워 추가적인 개선에 집중하는 것이다. 따라서 향후 현대차의 미국시장에서의 실적을 단순히 판매대수 차원에서만 평가하는 것은 적절하지 않다고 판단된다. 반면 기아는 아직 현대차와 비교 시 시장입지 및 라인업이 안정되지 않았으며 이에 따라 당분간 점유율 향상이 우선 과제인 것으로 판단된다. 기아차의 2012년 미국공장 생산량은 K5의 현지생산으로 전년대비 30% 가까이 증가할 것으로 예상된다.

## 유럽시장

**유럽 2012년 승용차 수요는 전년대비 4% 감소 전망**

유럽의 승용차수요는 지난 2007년 이후 4년 연속 감소한 것으로 추정된다. 자동차 수요가 저점에 도달하면서 대기수요가 발생하여 2012년에는 소폭이나마 회복될 것이라는 전망도 있으나 재정위기 지속과 각국 정부의 긴축기조 유지로 소비심리가 개선될지 의문이다. 이에 따라 보수적으로 2012년 유럽의 승용차수요는 4% 감소할 것으로 예상하였다.

**수요부진에도 현대/기아차의 장기적인 글로벌 성장과 관련하여 가장 주목되는 시장**

유럽은 세계 주요 자동차시장 중 수요가 가장 부진하나 오히려 미국시장과는 달리 현대/기아차가 모두 판매대수 증가 및 점유율 향상에 주력하고 있는 시장으로 현대/기아차의 장기적인 글로벌 성장성 및 경쟁력과 관련하여 가장 주목되는 시장이다. 유럽은 현대차의 2010년 글로벌 판매기여도면에서 5번째에 (기아차의 경우 3번째) 해당하는 시장으로 미국이나 중국에 비해 중요도가 낮은 편이다. 현대/기아차가 최근 수년간 글로벌 점유율을 확대하는 과정에서 시장의 관심이 미국/중국과 전체적인 판매대수 증가에만 집중되어 왔기 때문에 유럽은 상대적으로 주목을 받지 못하였다. 그러나 일본업체와의 경쟁을 통한 현대차의 글로벌 메이저 진입 가능성을 가장 잘 보여주고 있는 시장이라고 판단된다.

**표 6. 유럽 승용차 시장 업체별 판매량 및 점유율**

| (천대) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 11/11 누계 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VW | 2,745 | 2,923 | 2,884 | 3,040 | 3,065 | 2,937 | 2,935 |
| PSA | 1,986 | 1,943 | 1,943 | 1,866 | 1,887 | 1,844 | 1,569 |
| 도요타 | 766 | 837 | 846 | 767 | 717 | 600 | 506 |
| 닛산 | 342 | 311 | 290 | 336 | 367 | 403 | 426 |
| 현대 | 299 | 298 | 270 | 270 | 342 | 358 | 366 |
| 기아 | 232 | 225 | 224 | 239 | 251 | 263 | 271 |
| 아시아업체 | 2,433 | 2,516 | 2,503 | 2,489 | 2,482 | 2,297 | 2,110 |
| 기타 | 7,365 | 7,383 | 7,468 | 7,322 | 7,064 | 6,708 | 7,365 |
| 합계 | 14,530 | 14,766 | 14,798 | 14,717 | 14,499 | 13,786 | 12,577 |
| **점유율 (%)** | | | | | | | |
| VW | 18.9 | 19.8 | 19.5 | 20.7 | 21.1 | 21.3 | 23.3 |
| PSA | 13.7 | 13.2 | 13.1 | 12.7 | 13.0 | 13.4 | 12.5 |
| 도요타 | 5.3 | 5.7 | 5.7 | 5.2 | 4.9 | 4.4 | 4.0 |
| 닛산 | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.9 | 3.4 |
| 현대 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.8 | 2.4 | 2.6 | 2.9 |
| 기아 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.2 |
| 아시아업체 | 16.7 | 17.0 | 16.9 | 16.9 | 17.1 | 16.7 | 16.8 |
| 기타 | 50.7 | 50.0 | 50.5 | 49.7 | 48.7 | 48.7 | 50.7 |
| 합계 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

*자료: ACEA*

**현대차 도요차와의 시장점유율 축소되는 과정**

시장상황이 지속적으로 악화되고 있음에도 불구하고 현대/기아차는 2007년부터 매년 판매대수가 증가하고 있으며 2011년 11월까지 누계 판매대수도 전년동기대비 각각 11%와 12% 증가하였다. 업체별 실적이 발표되는 16개 완성차업체 중 2007년 이후 매년 판매량이 증가하고 있는 업체는 현대/기아차와 닛산뿐이다. 유럽은 미국과 달리 현지업체에 대한 소비자 충성도가 높고 아시아 업체들에 배타적인 시장이다. 지난 2005년 이후 업체별 시장점유율 추이를 살펴보면 아시아업체들의 점유율은 16.7%-17.1%의 매우 좁은 박스권에서 유지되는 가운데 현대/기아차가 일본업체들과 점유율 경쟁을 하고 있다. 현대차의 점유율은 지난 2008년의 1.8%를 저점으로 2011년 11월 누계로는 2.9%까지 상승하여 선두업체인 도요타와의 점유율 격차가 지난 2006년의 3.9% 포인트에서 1.1% 포인트까지 좁혀졌다.

**신차효과에 힘입어 현대차의 점유율 상승세 가속화 될 것으로 예상**

현대차의 점유율 상승세는 신차효과에 힘입어 2012년에 가속화될 것으로 예상된다. 점유율 상승에 가장 큰 기여를 할 것으로 기대되는 차종은 현재 현대차 라인업 중 아반테 다음으로 가장 경쟁력있는 모델로 평가받고 있는 소나타 왜건 i40과 준중형 해치백 i30 신차이다. 유럽형 전략모델 중 하나인 i40는 2011년 7월 본격 출시된 후 11월까지 9,593대가 판매되어 2010년 소나타의 연간 전체 판매량 1,645대를 크게 상회하고 있다. i30은 2007년 출시되어 2010년 115,207대가 판매된 현대차의 유럽시장 라인업 중 최대 양산차종이다. 그럼에도 불구하고 현대차는 유럽시장에서의 판매대수와 점유율 향상을 위해 5년도 안돼 유럽소비자 취향의 디자인을 반영한 신차를 출시하였다. 이러한 현대차의 시장전략은 브랜드 충성도에만 의존했던 일본업체들과 가장 비교되는 부분으로 유럽을 포함한 글로벌 시장에서 현대차의 점유율이 상승하고 있는 이유중의 하나라고 판단된다.

**유럽은 현대차가 아시아 선두업체로 한 단계 레벨업을 시도하는 시장**

프랑크푸르트 모터쇼를 비롯하여 유럽각국의 평가기관으로부터 품질, 디자인과 소비자 만족도 면에서 일본업체와 VW에 앞서는 평가를 받고 있는 i30 신차는 2012년 지난 2010년의 판매실적을 상회할 것으로 기대되며 현대차의 시장입지를 아시아 업체 중 선두업체로 한 단계 레벨업 시키는 계기가 될 것으로 예상된다. 현대차는 i30과 i40을 주력차종으로 향후 유럽시장 점유율을 도요타를 상회하는 5%까지 상승시킬 계획이다. 현대차는 유럽시장에서 미국시장에서의 성공을 뛰어넘어 장기적으로 일본차가 1980년대 미국시장에서 보여줬던 성공을 재현하며 회사측이 강조하는 질적 성장의 의미를 시장에 확실히 전달할 수 있을 것으로 기대된다. 한편 기아차도 피칸토, 리오, 스포티지 등의 소형 승용차/SUV의 판매호조로 점유율이 상승되는 추세이나 판매증가율이나 점유율 상승속도 면에서 현대차에는 다소 못 미치고 있다.

## 중국시장

**큰 폭의 수요둔화에도 불구하고 2011년 기아차의 판매량은 전년대비 30% 증가**

중국은 현대/기아차의 글로벌 판매대수에서 차지하는 비중이 각각 22%와 16%로 현대차의 최대 판매시장이며 기아차의 내수시장 다음으로 비중이 큰 시장이다. 2011년에는 긴축기조가 유지되는 가운데 차량등록제한 및 구매보조금 폐지로 자동차 수요성장세가 2010년의 32%에서 2.4% 수준으로 둔화된 것으로 추정된다. 그러나 성장률 둔화의 영향은 합작사보다는 경쟁력이 취약한 로컬업체에 불리하게 작용하였으며 현대차는 생산능력의 한계에도 불구하고 중국공장의 판매량이 전년대비 4% 증가한 73만대, 기아차는 K2와 K5 생산시작에 힘입어 30% 증가한 43만대에 달한 것으로 추정된다.

**추가적인 공장건설로 2012년에는 현대차 기아차에 비해 높은 판매증가율 기록할 것으로 예상**

2012년에도 고연비 차종 보조금 지원축소가 성장세를 제한하겠으나 긴축완화에 따른 소비심리의 개선과 대도시를 제외한 중서부 내륙지역의 수요 확대로 중국의 자동차 수요는 2011년에 비해 개선된 4.2%의 성장이 예상된다. 현대차는 2012년 중국형 아반테와 산타페를 출시할 계획으로 있으며 3공장 완공과 함께 만성적인 공급부족이 해소되면서 현지공장 판매량이 전년대비 15% (11만대) 증가한 85만대에 달할 것으로 예상된다. 기아차는 기존의 스포티지와 K2/K5의 판매가 호조를 보이고 있으나 생산능력의 한계로 현대차에 비해서는 낮은 8% (3만4천대)의 판매증가율을 기록할 것으로 예상된다.

## Section 4: 현대/기아차 판매차종 라인업 비교

**현대/기아차 모두 소형차 판매비중 확대**

최근 몇 년간 현대/기아차의 차종별 믹스의 특징은 양사 모두 경소형승용차 비중이 지속적으로 증가하고 있는 점이다. 설비증설이 국내 및 미국공장을 제외하고 소형차 생산에 집중하는 해외공장위주로 이루어짐에 따라 소형비중의 확대는 국내공장보다는 글로벌 기준에서 더욱 두드러졌다. 러시아, 브라질, 중국 등 현대차의 해외공장 생산증가 및 설비증설 계획을 감안할 때 향후에도 소형차 비중은 50-60%의 높은 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 이처럼 소형비중이 확대되고 있는 것은 해외 주요시장에서 경기침체 및 고유가로 인해 소형모델에 수요가 집중되는 가운데 이 세그먼트에서 경쟁력있는 현대/기아차의 글로벌 점유율 상승의 결과인 점을 감안할 때 상대적으로 수익성이 낮은 소형비중의 확대를 부정적으로 해석할 필요는 없는 것으로 판단된다. 그리고 단순히 비중확대보다는 그 과정에서 현대차의 아반테의 경우 세그먼트 최고의 모델로 평가받게된 점을 감안하여야 할 것으로 판단된다.

**표 7. 현대/기아차의 차종별 믹스**

| (%) | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 국내공장 | **현대** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** |
| | 경차 | 10.9 | 8.4 | 7.3 | 4.4 | 5.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| | 소형 | 24.4 | 29.0 | 34.2 | 39.3 | 35.9 | 40.8 | 40.7 | 40.3 |
| | 중형 | 11.6 | 11.6 | 11.4 | 12.2 | 14.3 | 12.5 | 13.8 | 13.6 |
| | 대형 | 8.6 | 8.2 | 8.7 | 9.1 | 6.8 | 9.9 | 9.8 | 9.9 |
| | SUV | 30.3 | 27.7 | 23.1 | 19.1 | 21.6 | 20.5 | 20.6 | 21.1 |
| | 상용 | 14.3 | 15.1 | 15.4 | 15.9 | 16.3 | 15.9 | 15.1 | 15.1 |
| | **기아** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** |
| | 경차 | 13.0 | 13.3 | 15.0 | 18.1 | 14.6 | 15.9 | 14.9 | 14.2 |
| | 소형 | 23.7 | 26.4 | 27.7 | 43.5 | 42.6 | 38.4 | 41.6 | 41.8 |
| | 중형 | 8.6 | 8.6 | 11.4 | 7.8 | 8.5 | 10.1 | 8.8 | 8.8 |
| | 대형 | 2.6 | 2.9 | 2.2 | 1.7 | 4.0 | 2.2 | 2.4 | 2.5 |
| | SUV | 44.6 | 41.4 | 35.6 | 22.1 | 23.3 | 26.8 | 26.1 | 26.5 |
| | 상용 | 7.5 | 7.4 | 8.0 | 6.8 | 7.0 | 6.6 | 6.2 | 6.2 |
| 글로벌 | **현대** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** |
| | 경차 | 6.9 | 5.4 | 4.3 | 2.3 | 2.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| | 소형 | 37.5 | 40.0 | 49.3 | 57.8 | 54.5 | 58.0 | 59.4 | 60.1 |
| | 중형 | 16.3 | 14.2 | 13.2 | 11.8 | 14.2 | 14.4 | 14.2 | 13.4 |
| | 대형 | 5.5 | 5.3 | 5.2 | 4.7 | 3.2 | 4.6 | 4.4 | 4.2 |
| | SUV | 24.7 | 25.2 | 18.8 | 15.2 | 18.3 | 15.5 | 15.3 | 15.9 |
| | 상용 | 9.1 | 9.8 | 9.2 | 8.2 | 7.6 | 7.4 | 6.7 | 6.4 |
| | **기아** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** |
| | 경차 | 11.7 | 10.9 | 11.4 | 13.5 | 10.1 | 10.4 | 8.7 | 8.4 |
| | 소형 | 30.1 | 37.1 | 40.0 | 53.0 | 46.6 | 41.8 | 43.8 | 44.6 |
| | 중형 | 8.4 | 7.5 | 8.9 | 6.0 | 6.1 | 9.7 | 14.5 | 14.7 |
| | 대형 | 2.4 | 2.4 | 1.6 | 1.3 | 2.8 | 1.5 | 1.4 | 1.5 |
| | SUV | 40.6 | 36.1 | 32.0 | 21.2 | 29.6 | 32.3 | 28.0 | 27.2 |
| | 상용 | 6.8 | 6.0 | 6.0 | 5.1 | 4.8 | 4.3 | 3.6 | 3.7 |

*자료: 현대/기아차, 리딩투자증권*

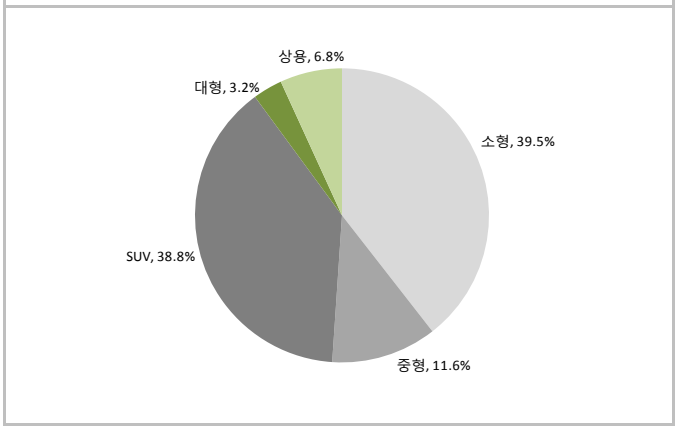
**기아차의 차종별 믹스 크게 개선**

기아차는 2009년 이후 현대차에 비해 차종별 믹스가 상대적으로 크게 개선되었다. 현대차는 소형승용차 비중이 확대되고 SUV 비중이 크게 낮아졌으나 기아차는 K5의 성공과 소렌토와 스포티지 신모델 출시에 힘입어 중형세단/SUV 의 비중이 2009년의 27%에서 2011년에는 42%로 개선되었다. 특히 SUV 의 경우 미국공장의 현대차 산타페 위탁생산 물량을 제외하더라도 처음으로 절대적인 판매량이 현대차를 15만대이상 상회하였다. 글로벌 판매기준 기아차의 중형세단 비중은 2011년의 9.7%에서 2012년 이후에는 현대차와 비슷한 15% 수준까지 확대될 것으로 예상된다. 2011년 9월까지 국내공장에서 수출하던 K5의 생산을 미국공장이 대체하였으나 기아차는 미국을 제외한 지역에 대한 수출확대로 국내공장의 K5생산물량을 유지할 계획이다.

**기아차의 대형세단/상용차 라인업은 여전히 취약**

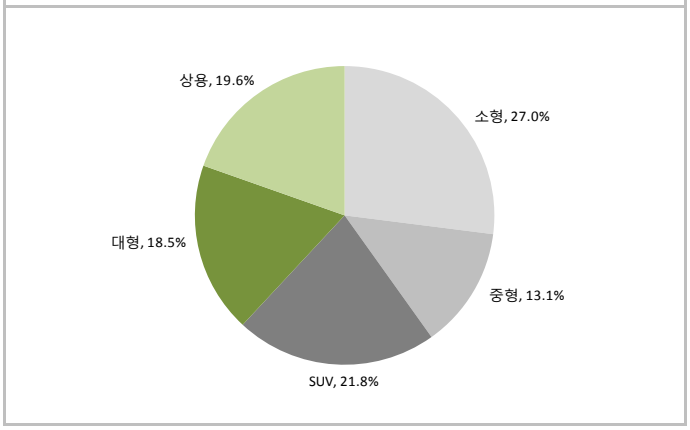
한편 중형세단/SUV 와는 달리 기아차는 여전히 수익성이 가장 좋은 대형세단과 상용차부문에서 현대차와의 격차를 해소하지 못하고 있다. 대형세단/상용차는 기아차의 라인업 중 가장 취약한 세그먼트로 현대차와의 글로벌 판매비중 격차는 그랜저 모델변경으로 현대차의 대형세단 판매량이 일시적으로 감소하였던 2010년을 제외하고는 약 6% 포인트 (30-40만대) 수준에서 유지되고 있으며 2011년 내수공장 판매비중 차이는 17% 포인트에 달하였다. 판매대수 비중 면에서는 격차가 작아 보이나 대당 판매가격의 차이로 매출액 비중 면에서는 절대적인 격차가 있다. 대형세단/상용차의 비중은 2011년 국내공장 예상매출액을 기준으로 할 경우 기아차는 약 10%에 불과한 반면 현대차는 38%에 달해 판매대수 기준에 비해 그 격차가 11% 포인트 가량 추가적으로 확대되는 것으로 추정된다.

**도표 9. 기아 국내공장 차종별 매출액 비중 추정**




*자료: 리딩투자증권*

**도표 10. 현대 국내공장 차종별 매출액 비중 추정**




*자료: 리딩투자증권*

**취약한 대형세단/상용차 라인업은 기아차의 추가적인 수익성 개선을 제한**

대형세단/상용차의 판매비중 차이는 매출액은 물론 현대/기아차의 수익성 차이의 가장 중요한 요인중의 하나이다. 이들 세그먼트 차량의 획기적인 판매량 증가 없이는 기아차가 현대차의 수익성에 근접하기는 어려울 것으로 예상된다. 실제로 기아차 측에서도 절대적인 생산대수 차이에서 오는 규모의 경제효과 차이도 있겠으나 라인업 믹스의 추가적인 개선 없이는 영업이익률은 9% 수준이 정점이 될 수 있다고 판단하고 있다.

**기아차의 라인업은 당분간 현 수준에서 유지될 것으로 예상**

중대형세단과 상용차부문의 낮은 매출비중은 현대차의 기아차 인수 이전부터 기아차 라인업상의 가장 큰 문제점이었다. 현대차그룹으로의 편입 이후 10년이 지난 2010년 들어 K5의 성공으로 기아차의 중형세단 부문의 취약점은 어느 정도 해소되었으나 대형세단/상용차부문은 당분간 의미있는 수준의 개선이 이루어지기는 힘들 것으로 예상된다. 대형세단/상용차는 소비자 충성도가 가장 높은 세그먼트로 금융위기 중에도 현대차의 판매는 증가한 반면 기아차의 내수 및 해외수출이 감소하는 타격을 입었다. 특히 현대차가 해외시장의 수요감소로 내수판매에 주력하면서 기아차의 점유율이 하락한 점은 이 세그먼트에서의 현대/기아차의 시장입지 및 경쟁력의 차이를 보여준 것이라고 판단된다.

**K9의 라인업 믹스 개선효과는 미미할 것으로 예상**

상용차 비중에는 중장기적으로 큰 변화가 없을 것으로 예상되는 가운데 출시예정인 K9도 기아차의 대형세단 비중에 미치는 영향은 극히 미미할 것으로 보인다. K9은 기아차가 실패한 모델인 K7 이후 2년 만에 대형세단시장에 재진입하는 모델이다. 회사측에 따르면 K9은 현대차의 제너시스와 에쿠스의 경쟁모델이라고 밝혔으나 예상 판매가격을 감안할 때 에쿠스 보다는 제너시스와 일부 수입차가 주 경쟁상대가 될 것으로 예상된다. 그러나 제너시스급의 프리미엄세단 판매대수규모는 대형세단 시장 내에서도 15% 수준에 불과하여 K9이 일부 제너시스의 점유율을 잠식한다고 해도 기아차의 라인업 믹스 개선에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단된다.

**K9 출시보다는 대형세단 최대볼륨 시장 차종인 K7에 대한 보완이 기아차에 더 시급한 문제**

무엇보다 K9 출시와 관련하여 기아차의 대행세단 라인업에 대해 갖게 되는 근본적인 의문은 대형세단 최대볼륨의 그랜저급 시장을 K7 실패 이후 포기내지 방치한 상태에서 프리미엄급의 한 단계 상위 시장에 집중하는 전략이 과연 효율적인가 하는 점이다. 기아차의 실질적인 라인업 믹스 개선을 위해서는 K9이 아닌 기존의 K7에 대한 대폭적인 모델변경이나 신차출시가 우선되어야 할 것으로 판단된다. 특히 기아차가 밝힌 데로 K9이 뛰어난 경쟁력을 지닌 모델이라면 K9에 대한 투자나 디자인을 K7에 우선 적용했어야 할 것으로 판단된다. K7이 출시된 지 3년에 불과해서 K9의 디자인을 우선 적용한 모델변경이나 신차출시에 여러 가지 기술적인 문제가 있겠으나 그랜저급의 볼륨시장에서 시장입지를 확보하지 못한 상태에서 K9의 출시는 프리미엄세단 신차출시라는 상징적인 의미밖에 없는 것으로 보인다. 기아차의 라인업개선이라는 관점에서 K9보다는 향후 K7의 모델변경이나 신차출시에 더 주목해야 될 것으로 판단된다.

**애매한 K9의 시장 위치**

K7은 미흡한 수준의 인테리어 마무리를 비롯한 품질상의 문제도 있었지만 현대차의 그랜저와 중형세단 소나타사이의 틈새모델이라는 애매한 시장입지도 저조한 판매실적의 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 이 점은 K9에 대해서도 우려되는 부분이다. 기아차는 K9의 경쟁상대가 제너시스와 에쿠우스라고 하지만 판매가격의 차이로 두 차종은 근본적으로 경쟁차종이 아니며 오히려 기아차 자체적으로도 K9의 시장입지에 대해 명확한 판단을 하지 못하고 있는 것이 아닌가 우려가 된다. K7에 이어 K9도 애매한 시장입지의 모델이 된다면 이는 결국 현대/기아차 사이에 차종간 경쟁영역 구분이 유지되고 있는 결과이며 향후 기아차의 대형세단 라인업믹스 개선에 큰 걸림돌이 될 것으로 판단된다.

## Section 5: 실적전망 및 판매관리비 비교

**현대/기아차 2012년 매출액 전년대비 각각 8.2%와 11.7% 성장 예상**

현대/기아차의 2011년 연결 매출액은 각각 78조원과 43조원에 달할 것으로 예상된다. 기아차는 2012년에도 상대적으로 높은 판매대수 증가율에 힘입어 11.7%의 매출액 증가가 예상되며 현대차도 8.2%의 비교적 안정적인 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 2013년 들어서는 현대차의 매출증가율은 3.9%로 둔화되고 기아차의 성장률도 3.1%에 그쳐 현대차를 하회할 것으로 예상된다. 현대차의 매출성장률이 둔화되는 것은 동사의 글로벌 판매대수 증가(+8.8%)에 가장 큰 기여를 할 것으로 예상되는 중국공장이 연결대상이 아니기 때문이며 기아차의 경우는 실질적인 설비능력의 한계를 반영한 성장률이라고 판단된다.

**표 8. 현대차 실적 전망**

| (십억원) | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11E | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 18,233.3 | 20,091.6 | 18,954.0 | 20,744.6 | 78,023.4 | 84,433.8 | 87,749.4 |
| 발표영업이익 | 1,827.4 | 2,126.8 | 1,994.8 | 2,152.8 | 8,101.7 | 8,827.3 | 9,411.3 |
| 조정영업이익 | 1,722.5 | 2,099.9 | 2,095.6 | 2,115.0 | 8,032.9 | 8,781.1 | 9,389.2 |
| 순이익 | 1,876.7 | 2,307.3 | 1,918.3 | 2,189.9 | 8,292.2 | 9,005.2 | 9,666.6 |
| **이익률 (%)** | | | | | | | |
| 발표영업이익 | 10.0 | 10.6 | 10.5 | 10.4 | 10.4 | 10.5 | 10.7 |
| 조정영업이익 | 9.4 | 10.5 | 11.1 | 10.2 | 10.3 | 10.4 | 10.7 |
| 순이익 | 10.3 | 11.5 | 10.1 | 10.6 | 10.6 | 10.7 | 11.0 |

*자료: 현대차, 리딩투자증권*

**표 9. 기아차 실적 전망**

| (십억원) | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11E | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 10,657.8 | 11,580.5 | 9,990.0 | 11,639.7 | 43,868.0 | 48,992.7 | 50,506.9 |
| 발표영업이익 | 839.9 | 1,031.9 | 827.6 | 998.9 | 3,698.2 | 4,235.1 | 4,406.1 |
| 조정영업이익 | 801.5 | 1,013.8 | 856.8 | 1,012.7 | 3,684.9 | 4,213.4 | 4,394.1 |
| 순이익 | 953.2 | 1,127.8 | 647.9 | 1,197.5 | 3,926.3 | 4,514.8 | 4,738.4 |
| **이익률 (%)** | | | | | | | |
| 발표영업이익 | 7.9 | 8.9 | 8.3 | 8.6 | 8.4 | 8.6 | 8.7 |
| 조정영업이익 | 7.5 | 8.8 | 8.6 | 8.7 | 8.4 | 8.6 | 8.7 |
| 순이익 | 8.9 | 9.7 | 6.5 | 10.3 | 9.0 | 9.2 | 9.4 |

*자료: 기아차, 리딩투자증권*

**안정적인 영업이익률 유지 전망**

현대/기아차의 2011년 영업이익률은 각각 10.4%와 8.4%로 예상된다. 2011년 4Q 영업이익률이 매출액 증가에도 불구하고 현대/기아차 모두 전 분기대비 크게 변동이 없는 것으로 예상하였는데 이는 원화가 달러대비 다시 절상추세를 회복하는 가운데 충당금과 연말 판촉비를 포함한 비용증가를 가정하였기 때문이다. 향후 미국과 유럽 등 주요 해외시장에서 경쟁심화에도 불구하고 2012년과 2013년에도 현대/기아의 영업이익률은 점진적으로 개선되는 추세를 보일 것으로 예상된다.

**판매관리비 추이는 회계기준 변경으로 연결보다는 개별로 비교 가능**

판매관리비는 생산차종 라인업과 함께 자동차업체 분석에서 가장 중요한 사항이다. 그러나 현대/기아차의 연결기준 판매관리비 비교는 회계기준 변경으로 2010년 이전 실적과의 연속성이 없어 추이분석이 어려워진 상황이다. 이는 개별비용 항목분류상의 차이 외에도 2010년까지 현대차의 연결실적에 기아차가 포함되었으나 2011년부터 연결대상에서 제외되었기 때문이다. 개별기준 실적은 연결실적에 비해 매출액이 50-60% 수준이어서 글로벌 실적 전체를 반영하지 못하는 한계가 있으나 추이를 반영한다는 점에서 연결보다는 의미있는 비교가 가능하다고 판단된다.

**2009년 이후 기아차의 원가부담 상승**

최근 몇 년간 현대/기아의 개별기준 매출총이익률과 영업이익률 상의 추이를 살펴보면 현대차를 상회하는 판매증가로 기아차의 수익성이 상대적으로 크게 개선되면서 현대차의 격차가 축소되었다. 그러나 여전히 기아차의 수익성은 상대적으로 큰 기복을 보이고 있다. 실제로 기아차의 매출총이익률은 신차출시, 및 인건비 등의 감소로 2009년 일시적으로 현대차를 상회하였으나 2010년 다시 하락하여 안정적인 현대차와 비교되고 있다. 기아차에 따르면 이는 최근에 출시된 모델들이 과거에 비해 품질이나 사양이 크게 개선/고급화되었음에도 불구하고 아직 현대차에 비해 상대적으로 낮은 시장입지 때문에 원가상승 부분을 판매단가에 반영시키지 못하고 있기 때문이다. 아직 현대차에 비해 판매대수 확대가 우선 과제인 기아차 입장에서 단기간에 원가상승 부분을 판매단가에 반영시키기는 어려울 것으로 판단된다.

**표 10. 현대/기아차 이익률 및 매출액 대비 판매관리비 비중 비교**

| | 개별 | | | | | | 연결 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (%) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 3Q11 누적 | 3Q11 누적 |
| **현대차** | | | | | | | |
| 매출총이익률 | 18.0 | 19.5 | 22.2 | 21.9 | 24.3 | 24.9 | 24.4 |
| 판관비 비중 | 13.5 | 13.2 | 16.3 | 14.9 | 15.5 | 14.7 | 14.0 |
| 인건비 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 4.2 | 3.9 | 3.7 | 3.0 |
| 수출비 | 2.5 | 2.5 | 3.1 | 2.1 | 2.2 | 2.1 | 1.1 |
| 해외시장개척비 | 0.7 | 0.6 | 1.8 | 2.1 | 1.3 | 1.2 | 0.8 |
| 판매보증충당금 | 1.0 | 1.1 | 2.5 | 0.8 | 2.4 | 2.1 | 1.5 |
| 연구개발비 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 0.7 |
| 기타 | 4.2 | 4.0 | 3.9 | 4.6 | 4.2 | 4.2 | 6.9 |
| 영업이익률 | 4.5 | 6.4 | 5.8 | 7.0 | 8.8 | 10.1 | 10.3 |
| | | | | | | | |
| **기아차** | | | | | | | |
| 매출총이익률 | 14.4 | 14.8 | 20.5 | 24.9 | 22.9 | 20.5 | 22.7 |
| 판관비 비중 | 15.1 | 15.1 | 18.7 | 18.7 | 15.7 | 13.6 | 14.4 |
| 인건비 | 2.9 | 3.4 | 3.6 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.3 |
| 수출비 | 3.2 | 3.1 | 3.7 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 2.0 |
| 해외시장개척비 | 2.3 | 1.8 | 3.4 | 5.1 | 1.8 | 0.4 | 0.3 |
| 판매보증충당금 | 1.4 | 1.3 | 2.0 | 0.7 | 1.4 | 2.0 | 2.5 |
| 연구개발비 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 0.9 |
| 기타 | 4.2 | 4.3 | 4.3 | 4.6 | 4.6 | 3.6 | 6.4 |
| 영업이익률 | (0.7) | (0.3) | 1.9 | 6.2 | 7.2 | 7.0 | 8.3 |
| **현대/기아 차이** | | | | | | | |
| 매출총이익률 | 3.6 | 4.7 | 1.6 | (3.0) | 1.3 | 4.3 | 1.7 |
| 판관비 비중 | (1.6) | (2.0) | (2.3) | (3.8) | (0.2) | 1.1 | (0.4) |
| 인건비 | 0.7 | 0.3 | 0.1 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.6 |
| 수출비 | (0.7) | (0.6) | (0.5) | (1.1) | (1.0) | (1.0) | (0.8) |
| 해외시장개척비 | (1.6) | (1.1) | (1.6) | (2.9) | (0.5) | 0.8 | 0.5 |
| 판매보증충당금 | (0.5) | (0.2) | 0.5 | 0.0 | 1.0 | 0.0 | (1.0) |
| 연구개발비 | 0.4 | (0.1) | (0.4) | (0.3) | 0.1 | (0.1) | (0.2) |
| 기타 | 0.0 | (0.3) | (0.4) | (0.1) | (0.4) | 0.6 | 0.5 |
| 영업이익률 | 5.2 | 6.7 | 3.9 | 0.8 | 1.6 | 3.2 | 2.0 |

*주: 현대/기아 차이는 현대의 이익률과 판관비 비중에서 기아의 이익률과 비중을 뺀 수치이며 검은색으로 표시되는 것은 현대의 수치가 높고 붉은색은 기아의 수치가 높은 것임.*
*자료: 현대/기아차*

**기아차의 해외판매비용 크게 감소**

현대차의 경우 판매관리비 중 매출액대비 비중에 큰 변동이 있는 항목은 없으나 기아차가 가장 크게 개선되고 있는 부분은 해외시장 개척비의 비중이 크게 감소하고 있는 점이다. 기아차의 개별기준 해외시장 개척비는 지난 2009년 매출액의 5.1% (9,334억원)까지 증가하여 판관비 중 가장 큰 비중을 차자하였으나 2010년에는 1.8% (4,125억원), 2011년 3분기 누계로는 0.4% (802억원)으로 감소하였다. 기아차에 따르면 이는 과거에는 해외공장의 판매부진으로 마케팅을 비롯한 대부분의 판매비용을 본사가 부담하였으나 해외공장의 수익성이 개선되고 시장 인지도가 상승하면서 본사는 물론 해외공장의 판매비용부담이 빠르게 감소하고 있기 때문이다.

**현대/기아차의 판매보증충당금은 증가 추세**

판매보증충당금은 현대/기아차의 이익규모에 대한 상대적인 과대/과소 계상여부를 비교할 수 있는 비용항목이다. 이는 판매보증충당금이 현금비용 항목이 아니기 때문에 회사측의 회계적 판단으로 매년 전입액 규모가 크게 변동될 수 있기 때문이다. 실제로 양사는 수익성이 악화되었던 2000년대 중반에는 매출액대비 충당금전입비중이 크게 낮아졌으나 2008년 이후 다시 증가시키는 추세이다. 그러나 기아차는 여전히 현대차에 비해 판매보증충당금 전입액 비중이 낮아 실질적인 영업이익률은 손익계산서상의 이익률보다 더 낮았던 것으로 판단된다.

**표 11. 판매보증 충당금 전입액 비교**

| | 개별 | | | | | | 연결 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (%) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 3Q11 누적 | 3Q11 누적 |
| **현대차** | | | | | | | |
| 전입액/매출 | 1.0 | 1.1 | 2.5 | 0.8 | 2.4 | 2.1 | 1.5 |
| 전입액/지급액 | 75.8 | 95.1 | 197.9 | 52.4 | 188.4 | 180.9 | 175.8 |
| 전입액/영업이익 | 21.2 | 17.1 | 43.0 | 10.9 | 27.9 | 20.3 | 14.9 |
| 충당금잔액/지급액 | 894.7 | 878.4 | 852.8 | 697.2 | 770.3 | 1,061.7 | 870.4 |
| **기아차** | | | | | | | |
| 전입액/매출 | 1.4 | 1.3 | 2.0 | 0.7 | 1.4 | 2.0 | 2.5 |
| 전입액/지급액 | 92.3 | 79.6 | 134.9 | 49.8 | 140.4 | 137.2 | 143.2 |
| 전입액/영업이익 | 영업적자 | 영업적자 | 108.1 | 12.0 | 19.8 | 29.3 | 30.2 |
| 충당금잔액/지급액 | 263.3 | 251.7 | 298.1 | 217.9 | 293.3 | 197.9 | 204.5 |

*자료: 현대/기아차*

2011년 현대/기아차의 판매보증충당금 상의 변화는 3Q 까지의 누적 연결기준으로 기아차의 설정비율이 매출액의 2.5%에 달해 현대차의 1.5%를 상회하였다는 점이다. 그러나 판매보증충당금은 매출액 대비 비중 외에도 판매보증 수리비용 지급액과 비교해야 하는데 기아차의 충당금 비중이 상승한 것은 수익성 개선으로 충당금 설정 여력이 개선되었다는 긍정적인 면보다는 판매보증 지급액이 급증한 것이 원인이라고 판단된다. 기아차의 개별 기준 판매보증 지급액은 2,991억원으로 현대차의 3,471억원보다 낮은 수준이었으나 연결기준으로는 5,641억원에 달해 현대차의 5,007억원을 상회하였다. 회사측에서는 일시적으로 판매보증 지급액이 증가한 것이라고 밝혔으나 최근 몇 년간 해외시장에서 급격한 판매대수 증가를 기록한 점을 고려할 때 다소 우려되는 부분이기도 하다.

# 현대차 (005380 KS)

## 글로벌 메이저로의 진입 과정

Analysts : 박준모
jmpark@leading.co.kr
02-2009-7328

**주요 투자 포인트**

- **유럽시장에서 도요타를 비롯한 일본업체를 추월하며 글로벌 메이저로의 진입 과정**
- **해외공장 건설 완공과 유럽형 모델을 생산하는 체코/러시아 공장의 생산증가로 성장성 재 부각**
- **투자의견 매수: 목표주가 330,000 원 – 55%의 상승여력**

### 글로벌 메이저 진입의 과정

- 유럽시장에서 도요타와의 점유율 격차를 2006년의 4% 포인트에서 1% 포인트 까지 좁혔으며 i30과 i40를 주력차종으로 점유율 상승세가 가속화될 전망
- 미국시장에서 아반테는 성능과 잔존가치면에서 세그먼트내 최고의 시장위치 확보
- 브랜드파워 개선으로 ASP 유지에 가장 유리

### 해외공장 건설로 성장성 부각

- 추가적인 해외공장 건설 완공으로 2012년 하반기부터 생산능력 한계를 극복하며 성장성이 재 부각될 전망
- 과거 국내 최대 양산 SUV 차종이었던 산타페 신차출시로 SUV 부문 경쟁력 및 판매량 개선 기대

### 목표주가 330,000 원 – 상승여력 55%

- 성장성 둔화에 대한 과도한 우려와 해외경쟁업체에 대한 성급한 기대로 주가조정
- 해외경쟁업체들의 부진이 지속되는 가운데 업계 최고수준의 수익성과 성장성에 대한 시장의 재평가 예상

***CAVEAT EMPTOR!!! – Negatives of the company***

- 국내공장의 생산비중은 지속적으로 감소하고 있으나 노조문제는 잠재적인 위험요인

## BUY (Initiation)

| | |
|---|---|
| **목표주가** | **330,000 원** |
| **현재주가** | **213,000 원** |
| **목표수익률** | **54.9%** |

| **Key Data** | **2011 년 12 월 29 일** |
|---|---|
| **산업분류** | 자동차 및 부품 |
| **코스피** | 1,825.74 |
| **시가총액 (십억원)** | 46,919 |
| **발행주식수 (백만주)** | 220.3 |
| **외국인 지분율 (%)** | 42.2 |
| **52 주 고가 (원)** | 254,500 |
| **저가 (원)** | 161,500 |
| **60 일 평균거래대금** | 149.2 |

| **주요주주** | **(%)** |
|---|---|
| 현대모비스외 8인 | 26.0 |
| 국민연금 | 6.0 |
| 자사주 | 5.0 |

| **주가상승률 (%)** | **1M** | **6M** | **1M** |
|---|---|---|---|
| **절대주가** | (1.6) | (10.5) | 20.7 |
| **상대주가** | 0.0 | 2.6 | 31.3 |

**Relative Performance**

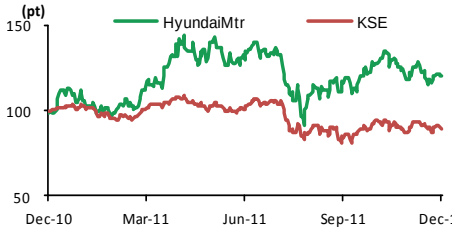



**Table 1. Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2009 | 91,463.1 | 14.7 | 5,620.2 | 6.1 | 4,043.4 | 13,135 | 262.9 | 16.2 | 5.1 | 14.9 | 1.6 |
| 2010 | 112,589.7 | 23.1 | 9,117.7 | 8.1 | 7,982.9 | 24,235 | 84.5 | 8.8 | 3.6 | 24.3 | 1.3 |
| 2011E | 78,023.4 | (30.7) | 8,032.9 | 10.3 | 8,292.2 | 34,922 | 44.1 | 6.1 | 4.6 | 21.6 | 1.2 |
| 2012F | 84,433.8 | 8.2 | 8,781.1 | 10.4 | 9,005.2 | 37,813 | 8.3 | 5.6 | 4.3 | 20.1 | 1.0 |
| 2013F | 87,749.4 | 3.9 | 9,389.2 | 10.7 | 9,666.6 | 40,636 | 7.5 | 5.2 | 4.0 | 17.8 | 0.8 |

자료: 현대차, 리딩투자증권

**대차대조표**

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **35,704** | **40,600** | **48,344** | **51,574** | **54,069** |
| 현금및 현금성 자산 | 8,660 | 9,391 | 7,462 | 8,122 | 8,690 |
| 단기금융자산 | 5,940 | 8,647 | 9,320 | 9,862 | 10,053 |
| 매출채권 | 6,726 | 7,756 | 6,086 | 6,501 | 6,932 |
| 재고자산 | 11,695 | 11,525 | 6,191 | 6,557 | 6,863 |
| 기타유동자산 | 2,684 | 3,282 | 19,285 | 20,532 | 21,531 |
| **비유동자산** | **66,621** | **77,477** | **62,145** | **66,386** | **70,792** |
| 유형자산 | 28,821 | 28,878 | 19,325 | 19,375 | 19,400 |
| 관계기업투자 | 3,896 | 4,920 | 11,470 | 14,188 | 17,098 |
| 기타비유동자산 | 33,904 | 43,679 | 31,350 | 32,823 | 34,293 |
| **자산총계** | 102,325 | 118,078 | 110,489 | 117,959 | 124,861 |
| **유동부채** | **43,254** | **45,593** | **35,263** | **34,876** | **34,582** |
| 매입채무 | 8,315 | 10,412 | 6,840 | 7,385 | 7,655 |
| 단기금융부채 | 22,837 | 20,893 | 17,681 | 15,742 | 14,202 |
| 기타유동부채 | 12,102 | 14,288 | 10,742 | 11,749 | 12,725 |
| **비유동부채** | **30,109** | **35,749** | **35,103** | **33,765** | **31,213** |
| 장기금융부채 | 23,467 | 27,844 | 25,429 | 22,895 | 19,110 |
| 기타비유동부채 | 6,642 | 7,905 | 9,675 | 10,870 | 12,103 |
| **부채총계** | **73,363** | **81,342** | **70,366** | **68,641** | **65,795** |
| 자본금 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 |
| 자본잉여금 | 5,793 | 5,961 | 5,961 | 5,961 | 5,961 |
| 이익잉여금 | 14,380 | 19,815 | 29,351 | 38,007 | 47,174 |
| 비지배주주 | 7,299 | 9,470 | 3,322 | 3,862 | 4,442 |
| **자본총계** | **28,962** | **36,736** | **40,123** | **49,319** | **59,066** |

**손익계산서**

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **91,463** | **112,590** | **78,023** | **84,434** | **87,749** |
| 매출원가 | 71,055 | 86,060 | 58,962 | 63,663 | 65,988 |
| **매출총이익** | **20,408** | **26,530** | **19,061** | **20,771** | **21,762** |
| 이익률 (%) | 22.3 | 23.6 | 24.4 | 24.6 | 24.8 |
| **판매관리비** | **14,788** | **17,412** | **11,028** | **11,990** | **12,373** |
| **조정영업이익** | **5,620** | **9,118** | **8,033** | **8,781** | **9,389** |
| 이익률 (%) | 6.1 | 8.1 | 10.3 | 10.4 | 10.7 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 69 | 46 | 22 |
| **발표영업이익** | **5,620** | **9,118** | **8,102** | **8,827** | **9,411** |
| 지분법 이익 | 914 | 1,095 | 2,533 | 2,718 | 2,910 |
| 금융수익 | 1,384 | 1,785 | 747 | 764 | 871 |
| 금융비용 | 2,249 | 1,655 | 724 | 614 | 638 |
| **세전이익** | **5,558** | **10,452** | **10,657** | **11,695** | **12,554** |
| 법인세 비용 | 1,517 | 2,469 | 2,365 | 2,690 | 2,887 |
| 법인세율 (%) | 27.3 | 23.6 | 22.2 | 23.0 | 23.0 |
| **당기순이익** | **4,043** | **7,983** | **8,292** | **9,005** | **9,667** |
| **지배주주** | 2,973 | 5,441 | 7,828 | 8,465 | 9,087 |
| **비지배주주** | 1,070 | 2,542 | 464 | 540 | 580 |
| **총포괄이익** | **4,043** | **7,983** | **8,292** | **9,005** | **9,667** |

**현금흐름표**

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **당기순이익** | **4,043** | **7,983** | **8,292** | **9,005** | **9,667** |
| **비현금비용/수익조정** | **5,067** | **5,890** | **2,510** | **2,513** | **2,516** |
| 감가상각비 | 2,669 | 2,987 | 1,535 | 1,550 | 1,575 |
| 충당부채전입금 | 714 | 756 | 435 | 461 | 493 |
| 순 외화평가차익 | (185) | (248) | (158) | (162) | (250) |
| 순 지분법투자이익 | 914 | 1,095 | 2,533 | 2,718 | 2,910 |
| 기타 | 1,500 | 2,098 | 2,266 | 2,358 | 2,408 |
| **영업자산/부채의 가산** | **4,485** | **2,073** | **(4,579)** | **(3,262)** | **(3,542)** |
| 운전자금증가 (감소) | (5,437) | (1,237) | (3,432) | 237 | 467 |
| 기타 | 952 | (837) | (8,011) | (3,025) | (3,075) |
| **영업활동현금흐름** | **13,596** | **15,947** | **6,223** | **8,257** | **8,641** |
| 설비투자 | 3,763 | 4,038 | 1,500 | 1,600 | 1,600 |
| **잉여현금흐름** | **9,833** | **11,909** | **4,723** | **6,657** | **7,041** |
| 배당금 | 236 | 317 | 412 | 550 | 550 |
| 투자자산증가 | 9 | 77 | 15 | 20 | 20 |
| 부채증가 | (4,611) | 2,433 | (40) | (40) | (100) |
| 기타 | 865 | 11,468 | 6,385 | 5,587 | 6,003 |
| **순현금흐름** | **2,441** | **731** | **(1,929)** | **660** | **569** |
| 기초현금 | **6,218** | **8,660** | **9,391** | **7,462** | **8,121** |
| 기말현금 | **8,660** | **9,391** | **7,462** | **8,121** | **8,690** |

**주요 투자지표**

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| EV/EBITDA (배) | 5.1 | 3.6 | 4.6 | 4.3 | 4.0 |
| PER (배) | 16.2 | 8.8 | 6.1 | 5.6 | 5.2 |
| P/BVPS (배) | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| 배당수익률 (%) | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| ROE (%) | 14.9 | 24.3 | 21.6 | 20.1 | 17.8 |
| ROA (%) | 3.9 | 7.2 | 7.3 | 7.9 | 8.0 |
| 매출총이익률 (%) | 22.3 | 23.6 | 24.4 | 24.6 | 24.8 |
| 영업이익률 (%) | 6.1 | 8.1 | 10.3 | 10.4 | 10.7 |
| 순이익률 (%) | 4.4 | 7.1 | 10.6 | 10.7 | 11.0 |
| EBITDA 이익률 (%) | 10.1 | 11.5 | 13.1 | 13.1 | 13.3 |
| ROIC (%) | 6.5 | 10.9 | 9.3 | 9.9 | 10.1 |
| WACC (%) | 6.6 | 7.1 | 8.6 | 10.6 | 13.2 |
| ROIC-WACC (%) | (0.1) | 3.8 | 0.7 | (0.7) | (3.1) |
| 유동비율 (%) | 82.5 | 89.0 | 137.1 | 147.9 | 156.4 |
| 당좌비율 (%) | 24.3 | 23.1 | 15.4 | 15.7 | 16.1 |
| 재고보유기간 | 59.6 | 37.6 | 39.5 | 38.5 | 19.0 |
| 매출채권회수기간 | 28.9 | 22.4 | 29.4 | 29.0 | 14.4 |
| 매입채무 지급기간 | 45.9 | 39.8 | 58.7 | 40.5 | 41.4 |
| 순차입금/자본 (%) | 109.5 | 83.6 | 65.6 | 41.9 | 24.7 |
| 부채비율 (%) | 253.3 | 221.4 | 175.4 | 139.2 | 111.4 |
| 이자보상배율 (배) | 4.1 | 9.6 | 16.5 | 20.8 | 23.4 |

### ▶ Compliance Notice

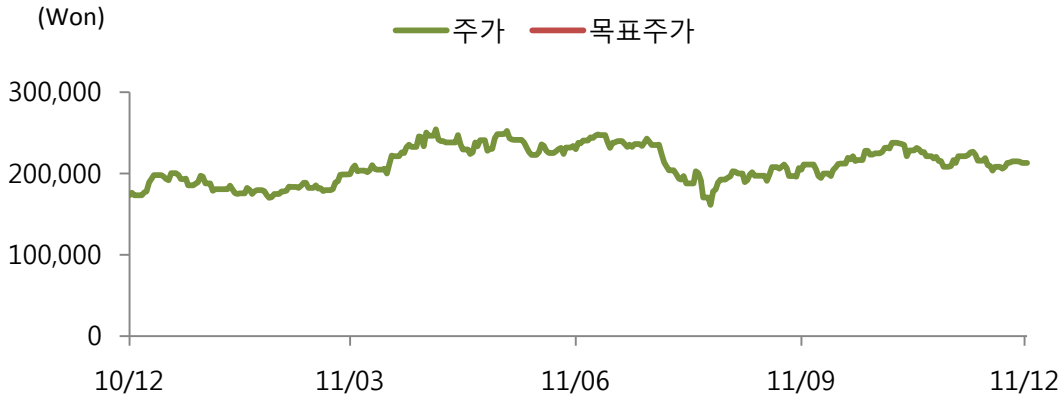
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 현대차 (005380 KS) | |
|---|---|
| 일자 | 2011-12-29 |
| 투자의견 | BUY |
| 목표주가 | 330,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

# 기아차 (000270 KS)

## 균형있는 성장기반 확보에 성공

Analysts : 박준모
jmpark@leading.co.kr
02-2009-7328

### 주요 투자 포인트

- **SUV 해외판매 호조와 중형세단 K5 의 성공으로 균형있는 성장기반 확보**
- **차종별 믹스와 품질개선이 수익성 향상에도 기여**
- **투자의견 매수: 목표주가 93,000 원 – 39%의 상승여력**

### 균형있는 성장기반 확보

- SUV 부문에서 현대차를 추월하고 K5가 성공하면서 대형세단과 상용차를 제외한 라인업에서 균형있는 성장기반을 확보
- 과거와 달리 대부분의 생산차종에서 후속 모델 출시까지 판매공백이 발생하지 않는 점도 긍정적인 변화

### 차종별 믹스와 품질개선으로 추가적인 수익성 개선

- 소형차에 비해 수익성이 높은 중형세단/SUV 판매비중 확대
- 품질개선에 따른 인지도 상승으로 해외시장 개척비를 비롯한 판매비용이 크게 감소
- 추가적인 수익성 개선을 위해서는 대형세단/상용차 비중 확대와 원가상승에 상응하는 판매단가 인상이 필요

### 목표주가 93,000 원 – 상승여력 39%

- 추가적인 라인업 개선이 향후 주가상승에 가장 중요한 판단지표

### *CAVEAT EMPTOR!!! – Negatives of the company*

- 노조문제가 현대차와 같은 잠재적인 위험요인
- 현대차와 이해관계로 실질적인 대형세단/상용차 라인업 개선이 부진할 가능성

## BUY (Initiation)

| | |
|---|---|
| **목표주가** | **93,000 원** |
| **현재주가** | **66,700 원** |
| **목표수익률** | **39.4%** |

| **Key Data** | **2011 년 12 월 29 일** |
|---|---|
| **산업분류** | 자동차 및 부품 |
| **코스피** | 1,825.74 |
| **시가총액 (십억원)** | 26,710 |
| **발행주식수 (백만주)** | 400.4 |
| **외국인 지분율 (%)** | 28.5 |
| **52 주 고가 (원)** | 82,400 |
| **저가 (원)** | 50,600 |
| **60 일 평균거래대금** | 147.7 |

| **주요주주** | **(%)** |
|---|---|
| 현대자동차외 4인 | 35.8 |
| 국민연금 | 6.0 |
| 자사주 | 0.1 |

| **주가상승률 (%)** | **1M** | **6M** | **12M** |
|---|---|---|---|
| **절대주가** | (5.7) | (6.8) | 30.0 |
| **상대주가** | (4.0) | 6.2 | 40.7 |

**Relative Performance**

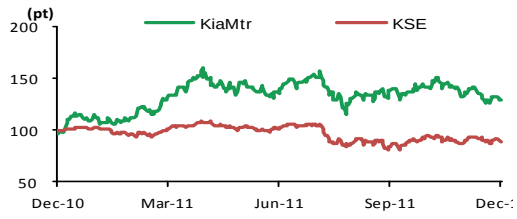



**Table 1. Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2009 | 29,445.2 | 32.5 | 1,195.2 | 4.1 | 1,020.6 | 2,522 | N/A | 26.4 | 12.0 | 15.6 | 3.4 |
| 2010 | 42,290.3 | 43.6 | 2,836.1 | 6.7 | 2,842.2 | 6,637 | 163.2 | 10.0 | 6.8 | 32.5 | 2.6 |
| 2011E | 43,868.0 | 3.7 | 3,684.9 | 8.4 | 3,926.3 | 9,554 | 43.9 | 7.0 | 5.7 | 33.2 | 2.0 |
| 2011F | 48,992.7 | 11.7 | 4,213.4 | 8.6 | 4,514.8 | 11,065 | 15.8 | 6.0 | 5.1 | 29.0 | 1.5 |
| 2012F | 50,506.9 | 3.1 | 4,394.1 | 8.7 | 4,738.4 | 11,613 | 5.0 | 5.7 | 4.8 | 23.7 | 1.2 |

자료: 기아차, 리딩투자증권

### 대차대조표

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **10,797** | **11,087** | **11,927** | **13,276** | **14,411** |
| 현금및 현금성 자산 | 2,301 | 1,693 | 1,845 | 1,985 | 2,114 |
| 단기금융자산 | 511 | 1,374 | 1,833 | 2,038 | 2,466 |
| 매출채권 | 2,594 | 3,366 | 3,509 | 3,919 | 4,142 |
| 재고자산 | 4,717 | 3,802 | 3,918 | 4,321 | 4,443 |
| 기타유동자산 | 673 | 852 | 821 | 1,012 | 1,246 |
| **비유동자산** | **15,166** | **16,506** | **18,777** | **20,898** | **23,436** |
| 유형자산 | 9,513 | 9,654 | 9,998 | 10,505 | 11,052 |
| 관계기업투자 | 3,860 | 4,923 | 6,335 | 7,847 | 9,446 |
| 기타비유동자산 | 1,792 | 1,930 | 2,444 | 2,546 | 2,938 |
| **자산총계** | 25,963 | 27,593 | 30,704 | 34,174 | 37,846 |
| **유동부채** | **12,910** | **12,355** | **11,552** | **11,133** | **10,669** |
| 매입채무 | 3,800 | 5,039 | 5,168 | 5,637 | 5,757 |
| 단기금융부채 | 5,685 | 3,315 | 2,201 | 1,711 | 1,411 |
| 기타유동부채 | 3,425 | 4,001 | 4,183 | 3,785 | 3,501 |
| **비유동부채** | **5,749** | **5,033** | **5,701** | **5,316** | **4,977** |
| 장기금융부채 | 4,267 | 3,111 | 2,985 | 2,485 | 1,985 |
| 기타비유동부채 | 1,481 | 1,922 | 2,716 | 2,831 | 2,992 |
| **부채총계** | **18,659** | **17,388** | **17,253** | **16,449** | **15,646** |
| 자본금 | 2,054 | 2,102 | 2,112 | 2,112 | 2,112 |
| 자본잉여금 | 1,659 | 1,706 | 1,528 | 1,528 | 1,528 |
| 이익잉여금 | 3,033 | 5,657 | 9,452 | 13,649 | 18,070 |
| 비지배주주 | 558 | 741 | 360 | 437 | 491 |
| **자본총계** | **7,304** | **10,205** | **13,451** | **17,725** | **22,200** |

### 손익계산서

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **29,445** | **42,290** | **43,868** | **48,993** | **50,507** |
| 매출원가 | 22,769 | 33,098 | 33,778 | 37,577 | 38,638 |
| **매출총이익** | **6,676** | **9,192** | **10,090** | **11,415** | **11,869** |
| 이익률 (%) | 22.7 | 21.7 | 23.0 | 23.3 | 23.5 |
| **판매관리비** | **5,481** | **6,356** | **6,405** | **7,202** | **7,475** |
| **조정영업이익** | **1,195** | **2,836** | **3,685** | **4,213** | **4,394** |
| 이익률 (%) | 4.1 | 6.7 | 8.4 | 8.6 | 8.7 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 13 | 22 | 12 |
| **발표영업이익** | **1,195** | **2,836** | **3,698** | **4,235** | **4,406** |
| 지분법 이익 | 724 | 838 | 1,301 | 1,437 | 1,517 |
| 금융수익 | 178 | 166 | 123 | 129 | 132 |
| 금융비용 | 640 | 324 | 214 | 157 | 133 |
| **세전이익** | **1,221** | **3,511** | **4,908** | **5,644** | **5,923** |
| 법인세 비용 | 200 | 668 | 982 | 1,129 | 1,185 |
| 법인세율 (%) | 16.4 | 19.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| **당기순이익** | **1,021** | **2,842** | **3,926** | **4,515** | **4,738** |
| **지배주주** | 979 | 2,641 | 3,820 | 4,425 | 4,644 |
| **비지배주주** | 41 | 202 | 106 | 90 | 95 |
| **총포괄이익** | **1,021** | **2,842** | **3,926** | **4,515** | **4,738** |

### 현금흐름표

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| **당기순이익** | **1,021** | **2,842** | **3,926** | **4,515** | **4,738** |
| **비현금비용/수익조정** | **1,081** | **1,453** | **1,061** | **934** | **806** |
| 감가상각비 | 692 | 827 | 701 | 738 | 759 |
| 충당부채전입금 | 265 | 308 | 324 | 340 | 360 |
| 순 외화평가차익 | (42) | (13) | (91) | (143) | (200) |
| 순 지분법투자이익 | 724 | 838 | 1,301 | 1,437 | 1,517 |
| 기타 | 536 | 904 | 965 | 828 | 646 |
| **영업자산/부채 가산** | **2,186** | **85** | **(347)** | **(731)** | **(736)** |
| 운전자금증가 (감소) | (2,117) | (1,383) | 131 | 345 | 224 |
| 기타 | (70) | 1,297 | (216) | (386) | (513) |
| **영업활동현금흐름** | **4,288** | **4,381** | **4,641** | **4,718** | **4,808** |
| 설비투자 | 980 | 1,229 | 1,045 | 1,245 | 1,306 |
| **잉여현금흐름** | **3,308** | **3,152** | **3,595** | **3,473** | **3,502** |
| 배당금 | 0 | 97 | 199 | 278 | 318 |
| 투자자산증가 | 24 | 176 | 151 | 102 | 121 |
| 부채증가 | (2,401) | (3,527) | (1,038) | (1,191) | (759) |
| 기타 | (485) | (884) | 2,056 | 1,762 | 2,176 |
| **순현금흐름** | **1,033** | **(609)** | **153** | **140** | **129** |
| 기초현금 | **1,269** | **2,301** | **1,693** | **1,845** | **1,985** |
| 기말현금 | **2,301** | **1,693** | **1,845** | **1,985** | **2,114** |

### 주요 투자지표

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|
| EV/EBITDA (배) | 12.0 | 6.8 | 5.7 | 5.1 | 4.8 |
| PER (배) | 26.4 | 10.0 | 7.0 | 6.0 | 5.7 |
| P/BVPS (배) | 3.4 | 2.6 | 2.0 | 1.5 | 1.2 |
| 배당수익률 (%) | 0.4 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.2 |
| ROE (%) | 15.6 | 32.5 | 33.2 | 29.0 | 23.7 |
| ROA (%) | 4.0 | 10.6 | 13.5 | 13.9 | 13.2 |
| 매출총이익률 (%) | 22.7 | 21.7 | 23.0 | 23.3 | 23.5 |
| 영업이익률 (%) | 4.1 | 6.7 | 8.4 | 8.6 | 8.7 |
| 순이익률 (%) | 3.5 | 6.7 | 9.0 | 9.2 | 9.4 |
| EBITDA 이익률 (%) | 7.3 | 9.2 | 10.6 | 10.8 | 10.9 |
| ROIC (%) | 6.4 | 16.4 | 20.7 | 20.5 | 18.1 |
| WACC (%) | 7.7 | 7.8 | 9.8 | 12.0 | 14.2 |
| ROIC-WACC (%) | (1.3) | 8.6 | 10.9 | 8.5 | 3.8 |
| 유동비율 (%) | 83.6 | 89.7 | 103.2 | 119.2 | 135.1 |
| 당좌비율 (%) | 21.3 | 15.3 | 15.5 | 15.0 | 14.7 |
| 재고보유기간 | 68.3 | 42.6 | 44.5 | 42.6 | 21.0 |
| 매출채권회수기간 | 36.9 | 29.7 | 30.9 | 30.0 | 15.0 |
| 매입채무 지급기간 | 65.4 | 50.1 | 55.0 | 51.9 | 53.6 |
| 순차입금/자본 (%) | 97.8 | 32.9 | 11.2 | 1.0 | (5.3) |
| 부채비율 (%) | 255.5 | 170.4 | 128.3 | 92.8 | 70.5 |
| 이자보상배율 (배) | 2.1 | 9.4 | 21.3 | 26.8 | 33.1 |

### ▶ Compliance Notice

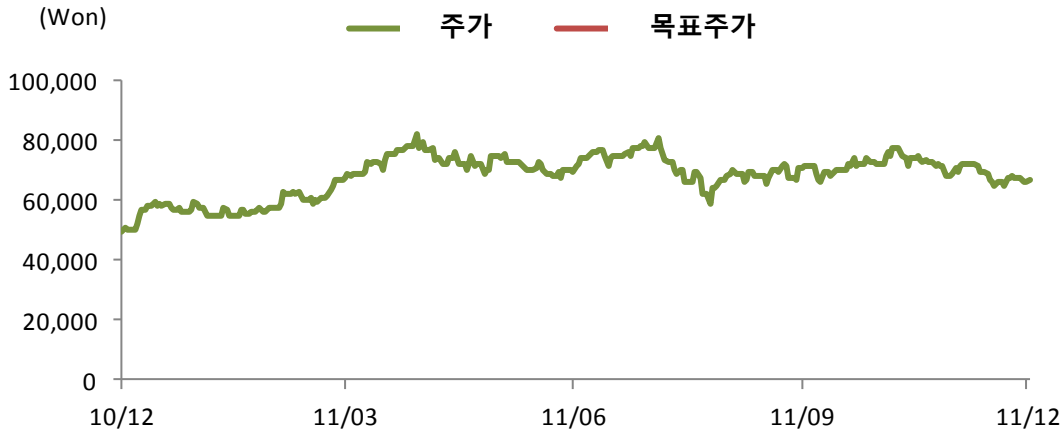
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 기아차 (000270 KS) | |
|---|---|
| 일자 | 2011-12-29 |
| 투자의견 | BUY |
| 목표주가 | 93,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*