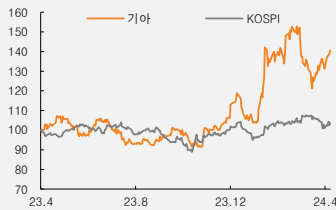


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	160,000원
현재주가(24/4/26)	118,200원
상승여력	35.4%

영업이익(24F, 십억원)	11,588
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	11,230
EPS 성장률(24F, %)	6.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.8
P/E(24F, x)	5.1
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,656.33
시가총액(십억원)	47,522
발행주식수(백만주)	402
유동주식비율(%)	59.7
외국인 보유비중(%)	40.4
베타(12M) 일간수익률	1.03
52주 최저가(원)	76,900
52주 최고가(원)	128,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.3	45.9	37.9
상대주가	7.2	26.3	29.0



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

기아

ROE 군계일학의 저가전기차

투자 의견 '매수'와 목표주가 160,000원. 커버리지 개시

목표주가는 160,000원은 24F EPS 23,261원에 Target P/E 6.8배(12~13년 연간 P/E 평균)을 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 6.8배의 코스피 P/E 대비 할인폭은 -36%이다. 과거 10년 평균 할인폭은 -41%이다. 19~24F 영업이익 CAGR 42%로 예상되는데 현재 12MF P/E는 5.0배로 과거 10년 평균 대비 -19%이다. 목표주가의 Implied P/B는 1.19배이다.

투자포인트 1) 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입

동사 영업이익은 24년 -0.2% YoY로 제한적, 25년 +3.1% YoY로 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려 완화될 것으로 예상된다. 1) ASP는 24년 +1.3%, 25년 -1.1%로 견고하게 유지되겠다. 인센티브 상승 제한, MSRP 상승 지속, 제품믹스 개선을 예상한다. 2) 글로벌 도매판매량은 24년 +2.1%, 25년 +5.7% 예상된다. 미국/유럽/국내/인도 등 고수익 지역 중심 판매 성장 지속되겠다. 3) 미국 시장 점유율 유지되겠다. 세그먼트별 분석 결과 신차 출시 및 BEV 효과가 기대된다. 4) 작년 하반기부터 증익 요인으로 작용하기 시작한 원가 하락 효과도 연간에 걸쳐 발생한다.

투자포인트 2) 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대

동사는 가장 중요한 전기차 시장인 미국에서 ICE-BEV 점유율 격차를 축소하고 있다. 향후 BEV 점유율은 더 높아질 것으로 예상된다. 24년 IRA 보조금 확보할 것으로 예상된다. 경쟁사들이 계획을 철회/연기하는 가운데 동사는 이미 BEV 사업 BEP를 달성했으며 계획을 유지했다. 수익성은 견고할 것이다. HEV 수요가 확대되는 가운데, 동사는 ICE-BEV-HEV에 대응할 수 있는 포트폴리오 역량을 보유하고 있다.

투자포인트 3) 밸류업 프로그램은 촉매, 주주환원 확대 예상

밸류업 프로그램이 시행되는 가운데 고ROE-저PBR 매력 부각될 것으로 예상된다. 동사의 호실적을 고려하면 3분기 누계 재무 목표를 달성해 자사주 50% 추가 소각 가능할 것으로 예상된다. 주주환원은 ROE 지속성을 증명하는 효과적인 조치다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	69,862	86,559	99,808	103,323	108,145
영업이익 (십억원)	5,066	7,233	11,608	11,588	11,952
영업이익률 (%)	7.3	8.4	11.6	11.2	11.1
순이익 (십억원)	4,760	5,409	8,777	9,327	9,738
EPS (원)	11,744	13,345	21,770	23,261	24,354
ROE (%)	14.7	14.6	20.4	18.7	17.2
P/E (배)	7.0	4.4	4.6	5.1	4.9
P/B (배)	0.9	0.6	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	3.6	5.9	5.6	5.1	5.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 160,000원(상승여력 +35%)

기아에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치 23,261원에 Target P/E 6.8배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량을 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 6.8배는 코스피 P/E 대비 -36% 할인된 것이다. 과거 10년 할인 폭 평균은 -41%이다. Implied P/B는 1.19배이다. 동사의 07~23년 연간 ROE-P/B 회귀식 결정계수는 0.74로 연관성이 높다.

현재 12MF P/E는 5.0배로 과거 10년 평균 대비 -19% 할인되어 있다. 코스피 P/E 대비 할인 폭은 -53%로 과거 10년 평균 할인 폭 -41%를 크게 상회한다. 동사는 21년 이후 호실적을 지속했다. 영업이익은 19년 2.0조원에서 23년 11.6조원까지 상승했고, ROE는 19년 6.5%에서 23년 20.4%까지 상승했다. 19~24F 영업이익 CAGR은 42%로 예상된다. 그러나 영업이익-P/E와 ROE-P/B간 디커플링이 발생했고 지속되어 왔다.

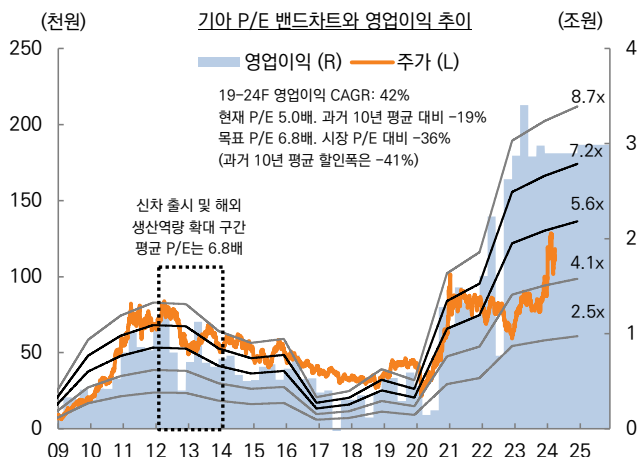
멀티플 할인의 원인은 1) ROE 지속성 우려: 피크아웃과 전기차 경쟁력 우려, 2) 주주환원 우려, (3) COE 상승으로 판단한다. **24~25년 Multiple의 회복을 예상한다:** ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려 완화; ② 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대, 저가전기차 출시로 전기차 경쟁력 우려 완화; ③ 밸류업 프로그램 시행으로 고ROE-저PBR 매력 부각을 예상한다. 견조한 ROE/주주환원 유지 및 COE 하락이 맞물린다.

표 42. 기아 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
목표주가 (원)	160,000	
현재주가 (원)	118,200	24년 4월 26일 (금) 기준. 현재 12MF P/E는 5.0배
상승여력 (%)	35.4	
24F EPS (원)	23,261	
Target P/E (배)	6.8	12~13년 연간 P/E 평균. 고성장 후 견고한 이익체력 증명한 구간

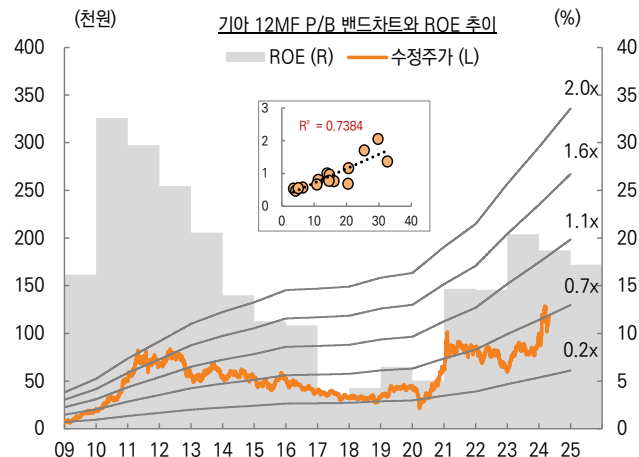
자료: Quantisive, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 기아 영업이익-P/E 밴드차트



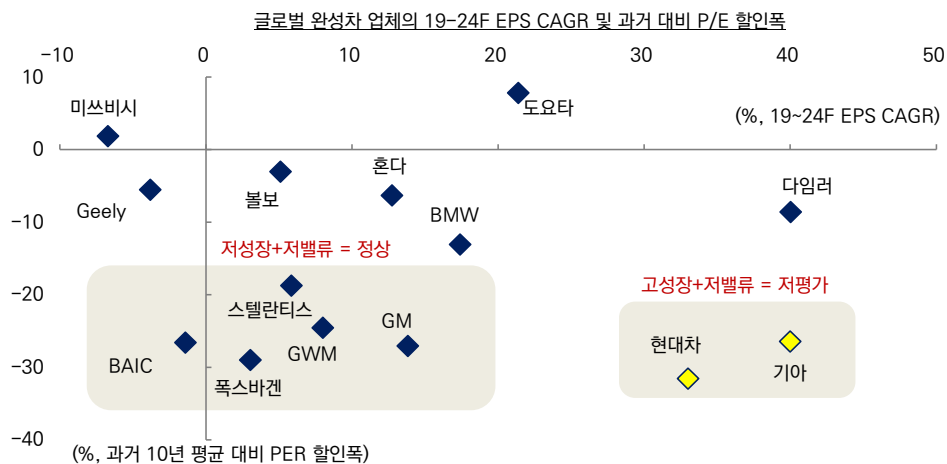
자료: Quantisive, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. 기아 ROE-P/B 밴드차트



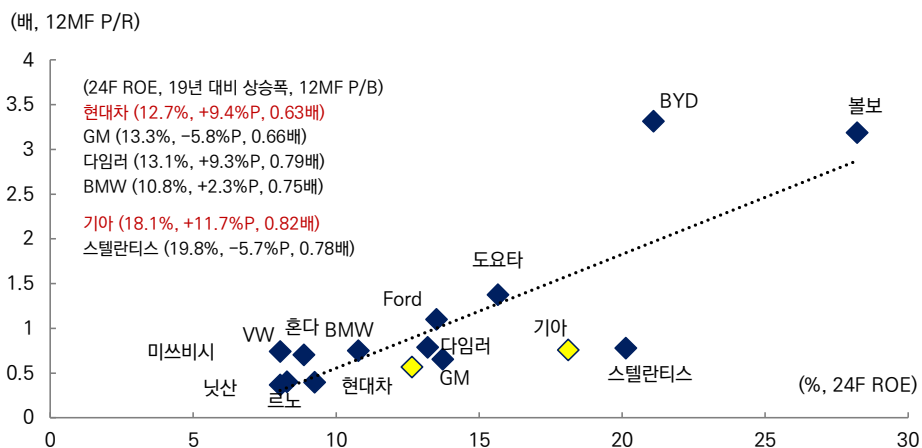
자료: Quantisive, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 201. 고성장한 현대차·기아와 달리 경쟁사의 할인은 저성장의 결과



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 글로벌 완성차 업체의 ROE-P/B를 살펴봐도 현대차·기아는 저평가



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 전망

1Q24 Review: Peak-Out 우려가 무색한 어닝 서프라이즈

매출액 26.2조원(+10.6% YoY, 컨센 대비 +5.7%), 영업이익 3.43조원(+19.2%, 컨센 대비 +22.5%), OPM 13.1%(+0.9%p)를 기록했다. 도매판매량(중국 제외)은 75.8만대로 전년비 -1.5% 감소했으나 외형 성장 배경은 차량 ASP 상승(+12% YoY, +3% QoQ)이다.

이는 우려가 무색한 어닝 서프라이즈이다. 영업이익 증감 사유를 살펴보면 총 +5,510억원의 증익 중 재료비 감소 +4,650억원, 환율 효과 +3,080억원, 믹스 개선 +2,560억원, 가격 효과 +1,140억원, 판매 효과 +420억원, 인센티브 증가 -2,850억원, 기타비용 증가 -3,490억원이다. 이중 인센티브 상승에 따른 감익 폭이 예상보다 적었다. 시장에서 참고하는 데이터와 실제 업체에서 지급한 수치와의 괴리가 벌어졌기 때문이다. 여기에는 시장조사기관의 데이터에는 정부에서 지급하는 전기차 리스/렌탈 보조금이 포함된 영향이 크다고 판단한다. 내연기관 대비 인센티브 지급액이 큰 전기차 비중이 상승했기 때문이다. 우호적인 환율 환경과 제품/지역믹스 개선, ASP 상승은 지속되고 있다.

24년 영업이익 -0.2% YoY, 25년 영업이익 +3.1% YoY

24년 매출액 103조원(+3.5% YoY), 영업이익 11.6조원(-0.2%), OPM 11.2%(-0.4%p) 예상한다. 도매판매량(중국 제외)은 307만대(+2.1%), 차량 ASP는 +1.3%를 예상한다. 지역별 판매량은 북미 +2.7%, 유럽 +1.4%, 내수 -2.5%, 인도 +8.9%이다. 미국 포르테(K4)/쏘렌토 등 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화 및 판매량 확대를 예상한다. 국내 생산 정상화도 시작됐다. MSRP 상승과 제품/지역 믹스 개선도 지속된다. 우호적인 환율 환경도 지속되고 있고, 원재료비 하락 효과도 연간에 걸쳐 반영된다.

25년 매출액 108조원(+4.7% YoY), 영업이익 11.9조원(+3.1%), OPM 11.1%(-0.2%p) 예상한다. 도매판매량(중국 제외)은 333만대(+5.7%), 차량 ASP는 -1.1%를 예상한다. 지역별 판매량은 북미 +8.7%, 유럽 +3.8%, 국내 +1.4%, 인도 +7.6%이다. 금리 인하로 미국 차량구매환경 개선되어 경쟁사 대비 가격경쟁력으로 인한 수혜 예상한다. 펠리세이드 등 볼륨 모델 신차도 예정되어 있다. 배터리 가격 하락으로 원재료비 하락도 지속된다.

표 43. 기아 실적 추정 및 컨센서스 비교 → 1분기 어닝 서프라이즈, Peak-Out 우려가 무색하다

(십억원)	1Q23	4Q23	1Q24P					2024F				2025F			
			발표치	YoY	QoQ	컨센서스	차이	추정치	YoY	컨센서스	차이	추정치	YoY	컨센서스	차이
매출액	23,691	24,328	26,213	10.6%	7.7%	24,788	5.7%	103,323	3.5%	102,492	0.8%	108,145	4.7%	106,035	2.0%
영업이익	2,874	2,466	3,426	19.2%	38.9%	2,796	22.5%	11,588	-0.2%	11,230	3.2%	11,952	3.1%	11,398	4.9%
지배순이익	2,120	1,620	2,808	32.5%	73.3%	2,183	28.6%	9,327	6.3%	8,940	4.3%	9,738	4.4%	9,150	6.4%
영업이익률	12.1%	10.1%	13.1%	0.9%p	2.9%p	11.3%	1.8%p	11.2%	-0.4%p	11.0%	0.3%p	11.1%	-0.2%p	10.7%	0.3%p
지배순이익률	8.9%	6.7%	10.7%	1.8%p	4.1%p	8.8%	1.9%p	9.0%	0.2%p	8.7%	0.3%p	9.0%	0.0%p	8.6%	0.4%p

자료: 기아, Quantisiwe, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 기아 24~25년 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	23,691	26,244	25,545	24,328	26,213	26,412	25,412	25,285	69,862	86,559	99,808	103,323	108,145
YoY (%)	29.1	20.0	10.3	5.0	10.6	0.6	-0.5	3.9	18.1	23.9	15.3	3.5	4.7
매출총이익	5,373	6,066	5,860	5,329	6,236	6,153	5,742	5,462	12,925	18,023	22,629	23,593	24,915
GPM (%)	22.7	23.1	22.9	21.9	23.8	23.3	22.6	21.6	18.5	20.8	22.7	22.8	23.0
영업이익	2,874	3,403	2,865	2,466	3,426	3,026	2,658	2,478	5,066	7,233	11,608	11,588	11,952
OPM (%)	12.1	13.0	11.2	10.1	13.1	11.5	10.5	9.8	7.3	8.4	11.6	11.2	11.1
YoY (%)	78.9	52.3	272.9	-6.0	19.2	-11.1	-7.2	0.5	145.1	42.8	60.5	-0.2	3.1
지배순이익	2,120	2,817	2,220	1,620	2,808	2,429	2,146	1,944	4,760	5,409	8,777	9,327	9,738
NPM (%)	8.9	10.7	8.7	6.7	10.7	9.2	8.4	7.7	6.8	6.2	8.8	9.0	9.0
YoY (%)	105.2	49.8	384.1	-20.5	32.5	-13.8	-3.4	20.0	220.0	13.6	62.3	6.3	4.4

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 기아 24~25년 분기 및 연간 도매판매량 추정

(천대, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
도매판매량	767	806	777	732	758	821	814	815	2,775	2,904	3,082	3,147	3,325
(중국 제외)	749	787	756	709	738	803	794	792	2,648	2,815	3,001	3,066	3,243
국내	142	150	134	138	138	145	130	138	535	541	564	549	557
북미	246	261	266	235	255	266	268	247	763	859	1,008	1,035	1,126
유럽	152	167	152	135	154	160	159	142	514	547	607	615	638
인도	75	61	59	60	65	67	72	73	182	255	255	278	299
중국	18	19	21	23	20	18	20	23	127	89	80	81	82
기타	135	147	145	141	127	147	145	170	655	614	568	588	623
YoY (%)	11.9	9.9	3.3	-0.1	-1.2	1.9	4.8	11.4	6.5	4.6	6.1	2.1	5.7
(중국 제외)	14.0	9.7	3.8	-0.4	-1.5	2.1	5.0	11.7	11.2	6.3	6.6	2.2	5.8
국내	16.5	6.7	0.8	-5.5	-2.9	-3.9	-3.1	-0.1	-3.1	1.1	4.2	-2.5	1.4
북미	31.8	18.7	15.0	6.5	3.3	2.0	0.8	4.9	6.8	12.6	17.4	2.7	8.7
유럽	10.0	17.0	8.3	7.9	1.7	-4.4	4.2	4.9	19.0	6.4	10.9	1.4	3.8
인도	24.4	-0.6	-15.6	-4.6	-12.5	9.5	21.8	22.2	29.2	40.2	0.2	8.9	7.6
중국	-37.7	18.8	-11.1	9.9	10.2	-5.8	-3.1	1.5	-43.4	-30.3	-9.3	0.5	1.1
기타	-10.5	-3.4	-5.8	-10.2	-6.1	0.1	0.2	20.2	20.6	-6.2	-7.5	3.6	5.9

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

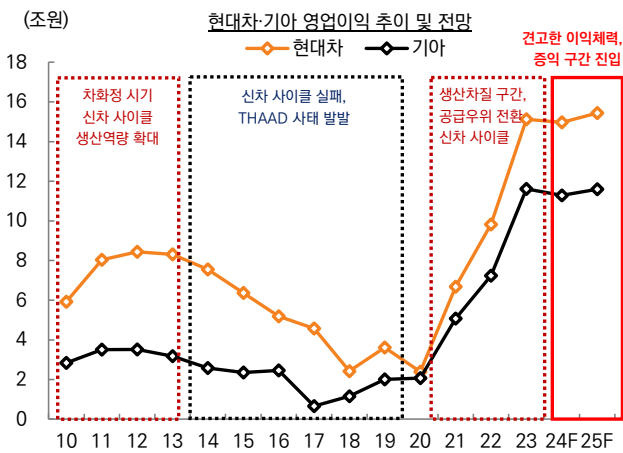
III. 투자포인트

1. 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입

기아의 영업이익은 11.6조원(-0.2% YoY), 25년 11.9조원(+3.1% YoY)으로 예상한다. 24년 제한적인 감익을 기록하고 25년 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려는 완화될 것으로 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 첫번째 구성 요인이다.

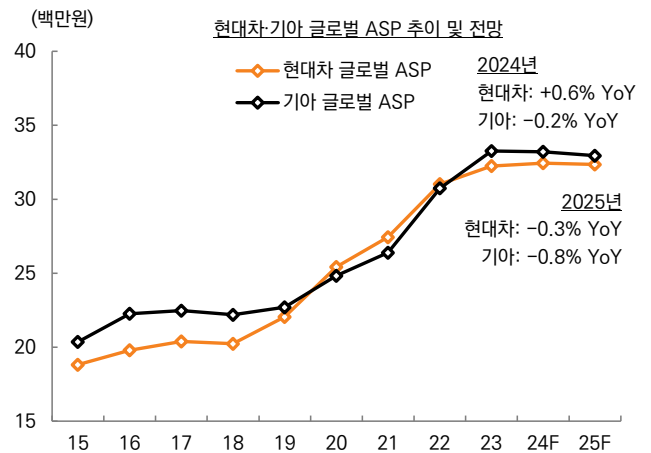
피크아웃 우려는 인센티브 상승으로 ASP 하락, 고금리 및 대기수요 소진으로 Q 회복 제한, 일본 업체 생산 정상화로 미국 점유율 훼손이다. 요인별로 살펴보면 **(1) ASP는 여전히 높게 유지된다.** 24년 ASP +1.3% YoY, 25년 -1.1% YoY으로 예상한다. 포르테/쏘렌토는 23년 미국 인센티브 상승분 기여도가 42%로 높다. 24년 두 모델의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화를 예상한다. 24년 전기차 전용 공장 가동에 따라 확보할 IRA 보조금도 인센티브 절감에 기여한다. 미국에서 동사가 속한 세그먼트의 재고일수도 산업 평균 대비 낮고, 글로벌 재고도 1.7개월로 과거 대비 59%에 불과하다. 최근 6개월 월 초과생산대수는 약 1.2만대로 재고 축적이 우선적이다. ADAS 채택률 상승으로 MSRP 상승도 지속된다.

그림 203. 기아 영업이익 추이



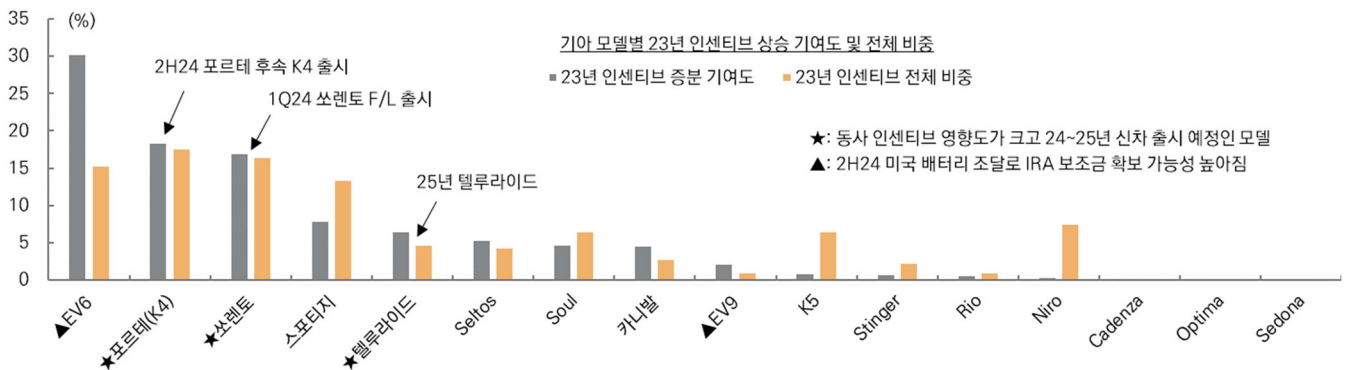
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. 기아 글로벌 ASP 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 기아 인센티브 상승분 분석



자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

(2) Q의 상승도 지속된다. 동사 글로벌 도매판매량은 24년 315만대(+2.1% YoY), 25년 333만대(+5.7% YoY)으로 예상된다. 지역별로는 24년 미국 +2.7%, 유럽 +1.4%, 내수 -2.5%, 인도 +8.9%. 25년 미국 +8.7%, 유럽 +3.8%, 국내 +1.4%, 인도 +7.6%이다.

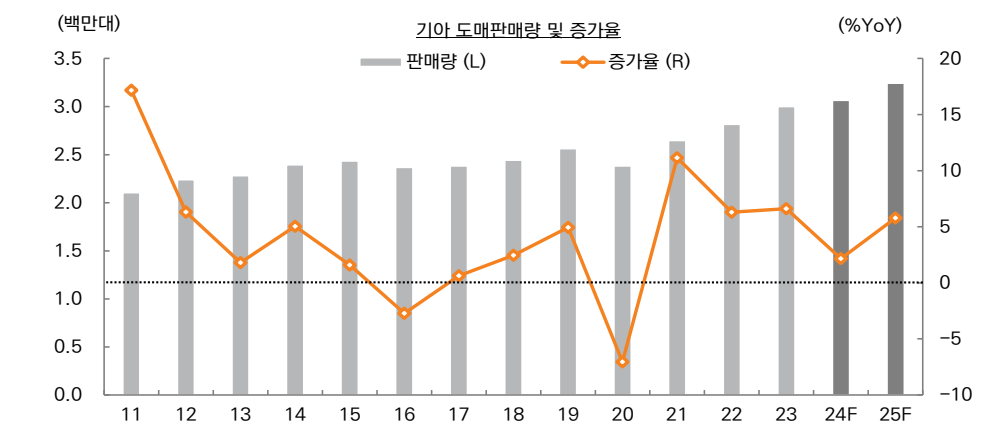
주요 지역은 미국과 인도이다. 미국은 24년 GDP 상향 지속, 견조한 고용 환경과 소비심리로 상승을 지속하고, 24년 하반기 금리 인하로 인한 차량구매환경 개선으로 25년부터 본격적으로 판매 증대될 것으로 예상된다. 미국 완성차 업체 대비 상대적으로 가격 민감도가 높은 고객군을 보유한 동사가 수혜 업체이며 확대되는 HEV 수요 확대의 수혜 업체이다.

23년 일본 업체 생산 정상화에도 **(3) 미국 M/S 유지될 것으로 예상된다.** 세그먼트별로 분석한 결과 SUV-D에서는 쏘렌토(24년)/텔루라이드(25년) 신차와 BEV 모델이 점유율을 방어 하겠다. Car-C에서는 점유율 훼손 있겠으나 제품믹스 개선을 위해 전략적으로 축소 중인 세그먼트로 영향 제한적이다. Car-D는 점유율 훼손 우려가 없다.

인도는 24~25년 GDP 고성장에 힘입어 성장한다. 높은 관세 등 진입장벽이 높은 인도에서 현대차·기아의 점유율은 10%이다. 현대차·기아의 생산역량은 현재 119만대에서 25년 130만대로 확대된다. 한편 1인당 GDP 상승은 SUV 비중을 견인한다. ASP 상승 요인이다. 2H23에 출시한 셀토스와 쏘넷 신차 대기수요도 24년에 본격적으로 반영될 예정이다.

(4) C 하락에 따른 증익 효과도 반영된다. 동사의 매출액 대비 원재료비 비중은 62%로 높다. 20년 이후 급등한 원재료비 등은 22년부터 하락하기 시작했다. 시차를 두고 23년 3분기부터 증익 요인으로 작용하기 시작했다. 24년 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상되며, BEV 모델에서 원가 비중이 높은 배터리 가격도 지속 하락할 예정이다.

그림 206. 기아의 판매량은 지속 성장한다



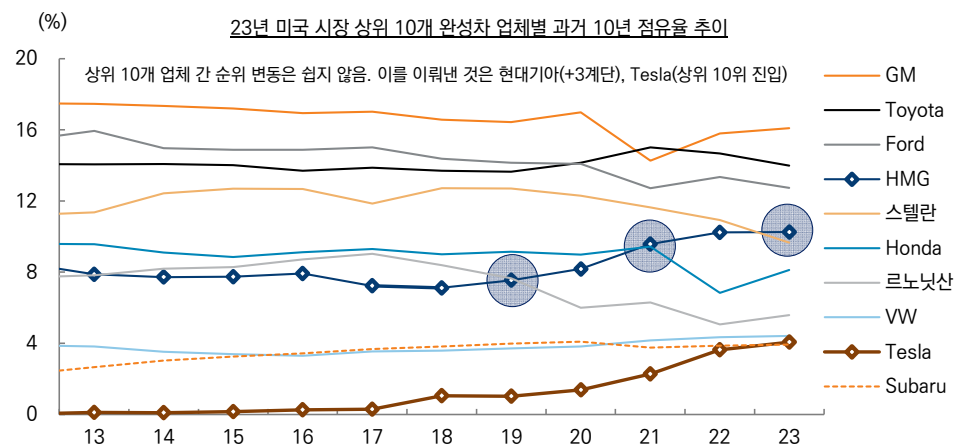
자료: 기아, 미래셋증권 리서치센터

표 46. 기아 주요 지역 신차 출시 스케줄

지역	상세	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
국내	세단		K5 ICE fl K5 HEV fl		K8 ICE fl K8 HEV fl	EV4 BEV new	
	SUV	EV9 BEV new	쏘렌토 ICE fl 쏘렌토 HEV fl	EV3 BEV new (6월)	스포티지 ICE fl 스포티지 HEV fl EV6 BEV fl	셀토스 ICE fmc (25년) 셀토스 HEV new (25년) EV5 BEV new	
	그외		모닝 ICE fl 카니발 HEV new 카니발 ICE fl 레이 BEV fl			타스만 ICE new (2월 양산)	중형 PBV PV5 BEV new
미국	세단				포르테→K4 ICE fmc K5 ICE fl		
	SUV	셀토스 ICE fl	EV9 BEV new	쏘렌토 ICE fl	쏘렌토 HEV fl 쏘렌토 PHEV fl EV6 BEV fl	텔루라이드 ICE fl	스포티지 ICE fl (25년) 스포티지 PHEV fl (25년) 스포티지 HEV fl (25년) 텔루라이드 HEV new
	그외			카니발 ICE fl (6~8월) 카니발 HEV new (6~8월)			
유럽	SUV		EV9 BEV new	쏘렌토 ICE fl (24년 중반) 쏘렌토 HEV fl (24년 중반) 쏘렌토 PHEV fl (24년 중반)	EV3 BEV new EV6 BEV fl		스포티지 ICE fl 스포티지 HEV fl
	그외		모닝 ICE fl				
인도	세단						
	SUV		셀토스 ICE fl 쏘넷 ICE fl			클라비스 ICE new	
	그외				카니발 ICE new		

자료: Marklines, 언론자료 종합, 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 미국 상위 10위권 경쟁에서 순위 상승을 이뤄낸 현대기아와 Tesla



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

2. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜

글로벌 완성차 업체 중 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 유지하면서 BEV라는 성장성을 확보해나가는 업체는 기아가 될 것으로 전망한다. 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 두번째 구성 요인이다.

전기차 경쟁력 우려는 크게 1) BEV 침투율 상승에 따른 글로벌 완성차 업체들의 점유율 훼손과 벌금, 2) 최근 시장 둔화되는 가운데 BEV 투자비 회수 지연으로 보인다. 이에 최근 BEV 시장이 둔화되고 내연기관 규제가 완화되며 글로벌 완성차 업체의 멀티플이 회복되고 있다. 다만 당사는 회복은 제한적일 것으로 판단한다. BEV 침투율은 둔화됐지만, 우상향할 것이며 내연기관 규제는 완화된 것이지 철회된 것이기 아니기 때문이다.

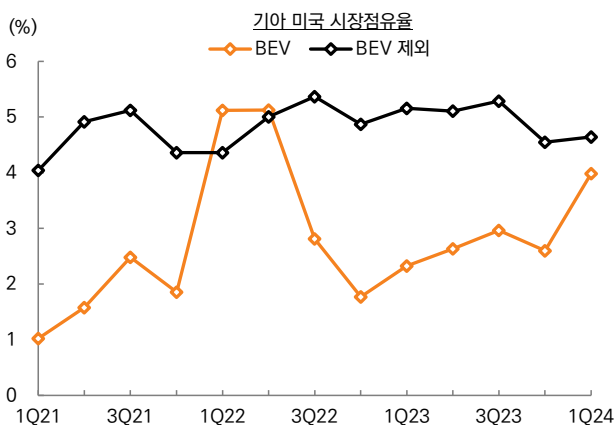
기아의 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망하는 이유는 1) 주요 전기차 시장인 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율을 좁혀가고 있고, 가장 중요한 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것이기 때문이다. 2) 가격 경쟁의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것이고, 3) 향후 확대되는 HEV 수요의 수혜를 받을 수 있는 포트폴리오 역량이 탁월하기 때문이다.

① 24~25년 기아의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 전망하는 이유는: 1) IRA 세액공제 확보이다. 현재 배터리 조달 계획을 보면 26년(이르면 25년부터 3,750달러)에 세액공제를 받게 될 것으로 보인다. 그러나 24년 10월 미국 조지아 전용 공장이 가동되고, 최근 발표된 배터리 공급사의 라인 전환에 따라 24년 IRA 세액공제 확보를 예상한다. 한편 IRA 세액공제의 FEOC 세부규정 실시함에 따라 경쟁사들은 보조금을 상실하고 있다.

또한, 경쟁사들이 전기차 관련 계획을 연기 또는 철회하고 있다. 이들은 과거 상대적으로 큰 규모의 BEV 투자 계획을 발표했었지만 BEV 시장에서의 BEP 달성 시점이 늦춰지고, BEV 시장이 둔화됨에 따라 불가피한 것으로 판단한다. 그러나 기아의 경우 애초에 투자비용이 적게 발생했고, 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 올해도 전기차 전용 공장을 이룬 시점에 가동하는 등 경쟁사가 될 때, 기아는 가속화하고 있다.

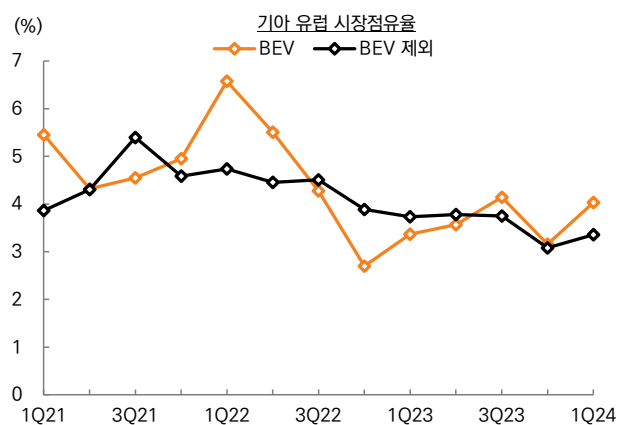
기아는 올해 상반기 EV3를 시작으로 EV4/EV5등 3.5만~5만달러 수준의 저가전기차를 출시할 예정이다. ‘Early adopter’에서 ‘Early majority’ 구간으로 넘어가는 가장 중요한 조건은 가격으로 판단되기에 저가전기차 출시 역량은 매우 중요하다.

그림 208. 기아의 미국 ICE-BEV 점유율 격차는 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. 기아의 유럽 ICE-BEV 점유율 격차도 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 현대차그룹 배터리 JV 가동 일정

구 분	HMG - LG엔솔	HMG - SK온	HMG - LG엔솔
공장위치	미국 조지아주	미국 조지아주	인도네시아 카라왕
가동시기	2025년말 가동	2025년말 가동	2024년 상반기
투자금액	연간 30GWh	연간 35GWh	연산 10GWh
생산역량	약 8조 3,500억원	약 6조 5,000억원	약 1조 4,500억원
발표시기	2023년 5월	2023년 4월	2021년 7월

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 48. 주요 배터리 공급사 공장 라인 전환 개시 (언론 보도)

구 분	생산역량	공급 브랜드-모델	비 고
조지아 1공장	9.8 GWh	폭스바겐 (ID.4 등 MEB 모델)	- 보도에 따르면 2공장은 전량 HMG향으로 전환될 예정 - HMG 전기차 1대 배터리 용량을 80kWh로 가정하면 이는 약 14.6만대 규모. HMG 23년 미국 BEV 판매량이 약 12만대
조지아 2공장	11.7 GWh	포드 (F-150 라이트닝 등)	

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 49. 24년 미국 IRA 세액공제 리스트 발표에 따른 보조금 변동 현황 → 동일 세그먼트의 현대차그룹 모델 반사수혜

세그먼트	브랜드명	모델-트림명	파워트레인	기준 (\$)	신규	판매량 (대)	동일 세그먼트의 현대차그룹 경쟁 모델 (23.11 누적 판매량)
SUV-D	Ford	머스탱 마하-E ER	BEV	3,750	IRA 보조금 상실	35,908	GV70 BEV (1,427), 쏘렌토 PHEV (3,255), 싼타페 PHEV (3,728), 아이오닉5 (30,657), EV6 (17,630)
	Ford	머스탱 마하-E SR	BEV	3,750		35,908	
	Tesla	Model Y LR	BEV	7,500		346,853	
SUV-E	BMW	X5 xDrive50e	PHEV	3,750		10,609	EV9
	링컨(Ford)	Aviator GT	PHEV	7,500		1,616	
Car-D	Tesla	Model 3 LR	BEV	7,500		201,460	아이오닉6 (10,943)
	Tesla	Model 3 SR	BEV	7,500			
소형밴	Ford	E-Transit	BEV	3,750			
픽업트럭	쉐보레(GM)	Silverado	BEV	7,500			
	Tesla	CyberTruck AWD	BEV	7,500			

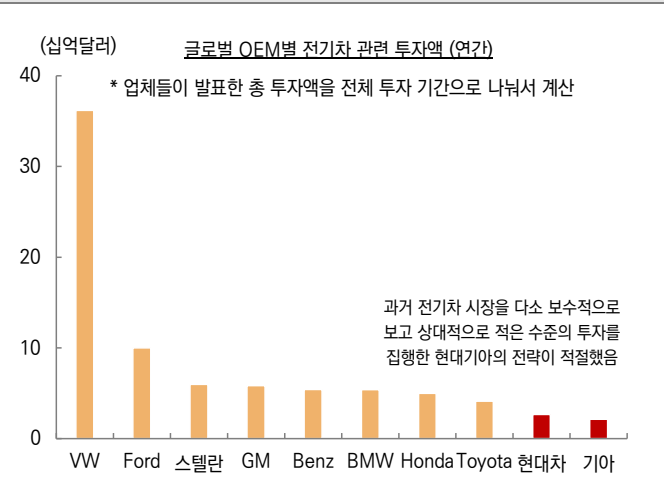
자료: fueleconomy, 미래에셋증권 리서치센터

표 50. 글로벌 OEM들은 전기차 관련 계획을 철회/연기

	구분	기준 계획 및 변경 사항
GM	철회	북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회
	철회	북미 1H23 5만대, 2H23 10만대 생산 중 하반기 계획 철회
	철회	27년 일본 업체 Honda와 저가 EV 공동 생산 계획 철회
	연기	캐나다 전기트럭 공장 24년말 가동에서 25년말로 연기
Ford	연기	23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기
	철회	26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회
VW	연기	유럽내 배터리 4공장 증설 계획 연기
Benz	철회	25년 50% 전동화 전환, 30년 100% 전환 목표 전면 조정
Tesla	연기	멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지
Rivian	연기	조지아 신공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산
기타	하향	Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향

자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 현대차기아의 투자비용은 가장 낮은 수준

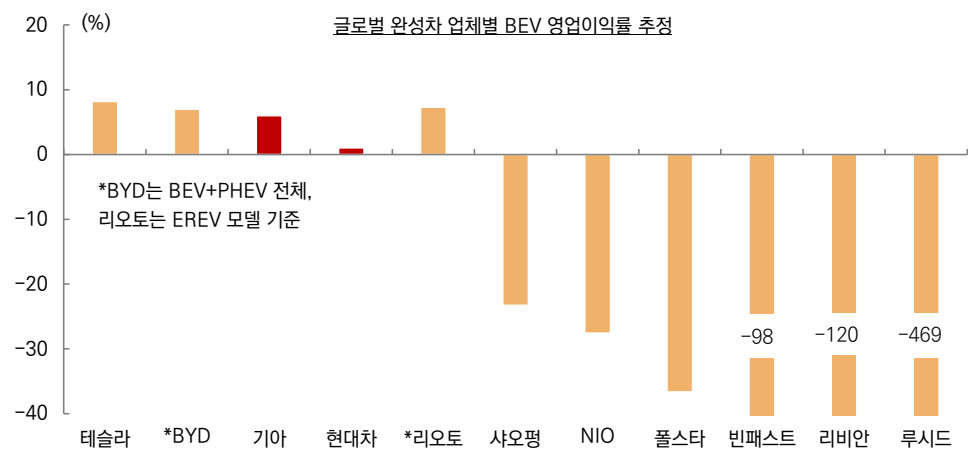


자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

② BEV 수익성도 견고할 것이다. 기아의 BEV 수익성은 현재 middle-single 수준이다. 대부분의 완성차 및 BEV 업체들이 아직 BEV 사업에서 BEP를 달성하지 못한 것을 고려하면 가시적인 성과이다. 경쟁사와 달리 이른 시점에 이를 이뤄낸 것은 1) 혼류생산, 2) 판매량 및 배터리 조달 규모, 3) 환율 효과의 효과이다. 최근 가격 경쟁이 심화되고 있기에 수익성의 둔화에 대한 우려가 있다. 또한, 기아의 경우 대중시장 점유율 확대를 위해 올해 EV3를 포함해 저가 전기차를 출시할 예정이기에 수익성 훼손에 대한 우려가 있는 상황이다.

기아의 수익성은 견조하게 유지될 것으로 예상된다. 1) 배터리 가격이 24년 -4.3% YoY, 25년 -15% YoY 하락하고, 2) 24년 10월 가동될 미국 전기차 공장에 따른 수출비용 절감, 고정비 레버리지, 미국 정부 및 주정부에서 지급하는 인센티브 영향이다. 3) IRA 세액공제 확보로 인센티브 절감이 가능해지며, 판매량 확대에 따른 규모의 경제 효과가 예상된다.

그림 211. 현대차기아는 BEV 사업에서 이미 수익성을 확보했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 51. 전용 공장 건설 대비 혼류 생산 시 시간/비용 크게 절감

구분	혼류 생산	전용 공장
생산시설 확보기간	20~30일 쪼갬 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)	2년 이내
투자비용	약 500~1,000억원	약 2조원
확보생산량	최대 15만대	30만대
생산효율성	동일 라인 ICE 병행 생산 수익성 확보 용이 시장 수요 대응 용이	신기술/신공정 적용 75% 이상 물류 자동화율 확대 +30% 이상 조립 자동화율 확대 +150% 이상 생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상 신차 준비 기간 단축 (-40% 이상)

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 52. HMG 23년 배터리 탑재량은 글로벌 3위 (중국 제외)

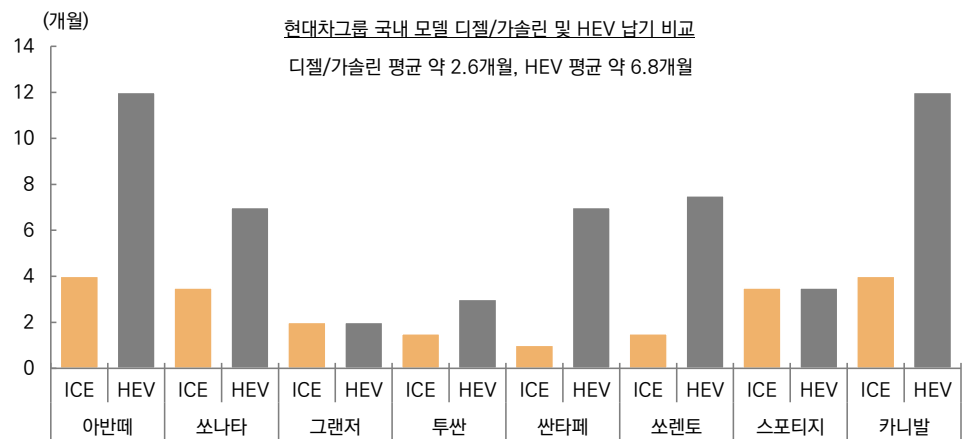
순위	23년 BEV 판매량	점유율	23년 배터리 탑재량	점유율
1	테슬라	28.0	테슬라	30.0
2	폭스바겐	13.3	폭스바겐	14.4
3	현대차그룹	9.7	현대차그룹	9.8
4	스텔란티스	7.5	BMW	6.8
5	르노-닛산	6.6	메르세데스-벤츠	5.9
6	BMW	6.4	스텔란티스	5.3
7	메르세데스-벤츠	5.1	르노-닛산	4.4
8	지리-볼보	3.8	지리-볼보	4.2

자료: EV-Volume, 미래에셋증권 리서치센터

③ 최근 확대되는 HEV 수요 업체는 기아다. 최근 BEV 수요가 둔화되고 HEV 수요가 확대되는 가운데 글로벌 완성차 업체중 HEV 수요에 대응할 수 있는 업체는 일본 업체, Ford 뿐이다. 이중 파워트레인 전반적으로 포트폴리오 구성이 탁월한 업체는 기아. 일본 업체의 경우 HEV에 집중되어 있고, GM은 BEV, 유럽 업체는 PHEV/MHEV 비중이 높다. 특히 기아 HEV 수익성은 이미 ICE 수준이거나 일부 모델에서는 상회하는 수준이다. 최근 경쟁 업체들이 HEV를 확대하고 있지만 시간이 소요될 수 밖에 없다.

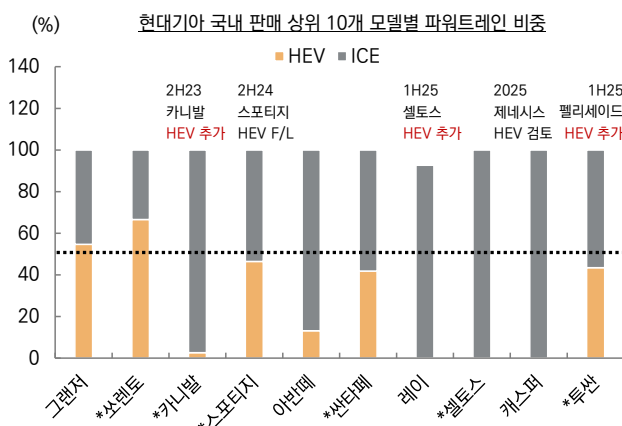
기아가 국내에서 판매하는 모델의 납기를 살펴봐도 HEV 수요를 체감할 수 있다. HEV 모델의 납기는 일반 ICE 모델의 약 3배 수준이다. 동사는 향후 셀토스, 텔루라이드 등에 HEV 트림을 추가할 예정이다. 24년에는 스포티지/쏘렌토 등의 HEV F/L이 예정돼있다.

그림 212. 국내를 사례로 모델 주문대기기간을 살펴보면 HEV에 대한 수요가 높은 상황



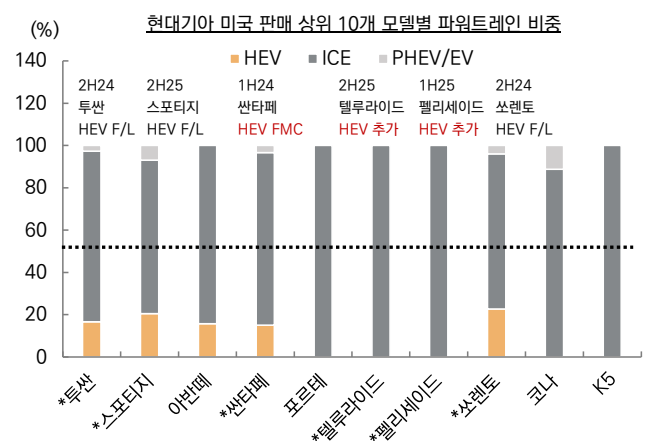
자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 213. 국내 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 214. 미국 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



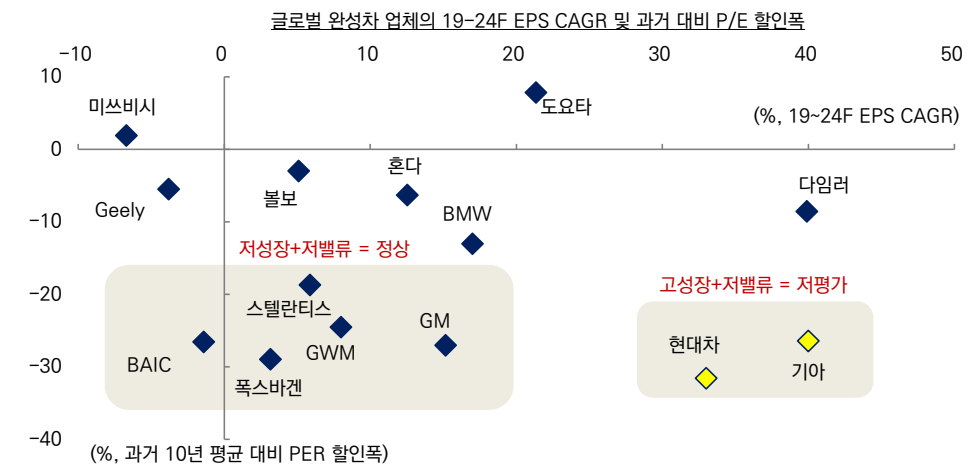
자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

3. 정부 밸류업 프로그램으로 부각될 고ROE-저P/B 매력

정부의 밸류업 프로그램이 5월부터 본격 시행될 가운데 기아의 고ROE-저PBR 매력이 부각될 가능성이 크다. 기아는 지난 3년간 큰 폭의 ROE 성장을 이뤄냈다. 24~25년에도 ROE가 견고하게 유지될 것으로 예상되는 가운데 12MF P/B는 0.84배에 불과하다. 글로벌 완성차 경쟁 업체들과 비교해봐도 높은 수준의 ROE 대비 P/B는 저평가된 상태이다.

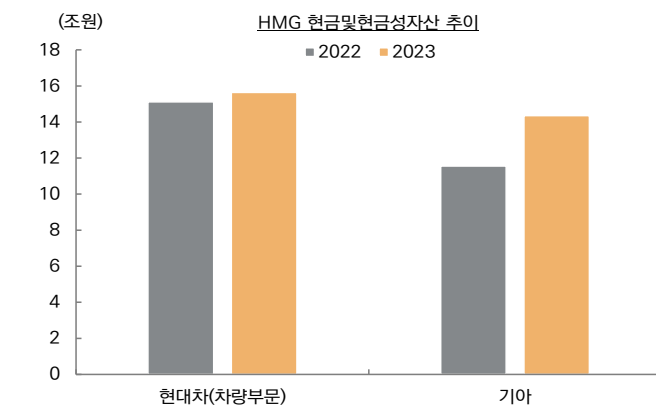
기아는 4Q23에서 주주환원 확대 계획을 발표했다. 기존 정책은 23년부터 5년간 매년 5천억원 규모의 자사주를 매입하고 50%를 소각하는 것이었다. 그리고 24년에는 3분기 누계 기준 재무 목표 달성 시 50%를 추가 소각하겠다고 밝혔다. 당사는 기아의 호실적을 예상하기에 50% 소각 가능할 것으로 전망한다. 그러나 24년 주주환원정책은 여기서 더 확대되 기아는 다소 어려울 것으로 판단한다. 그럼에도 밸류업 프로그램의 시행과 함께 고ROE 대비 저P/B의 매력이 부각될 것으로 판단한다.

그림 215. 기아는 고ROE 대비 P/B 매력도는 높다



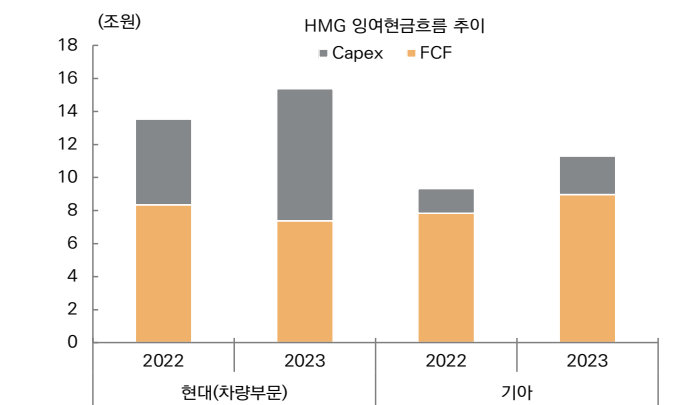
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (1)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (2)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

기아 (000270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	86,559	99,808	103,323	108,145
매출원가	68,536	77,180	79,730	83,230
매출총이익	18,023	22,628	23,593	24,915
판매비와관리비	10,790	11,021	12,005	12,963
조정영업이익	7,233	11,608	11,588	11,952
영업이익	7,233	11,608	11,588	11,952
비영업손익	269	1,069	1,317	1,728
금융손익	113	726	742	905
관계기업등 투자손익	364	684	724	824
세전계속사업손익	7,502	12,677	12,905	13,680
계속사업법인세비용	2,093	3,900	3,575	3,938
계속사업이익	5,409	8,778	9,330	9,742
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	5,409	8,778	9,330	9,742
지배주주	5,409	8,777	9,327	9,738
비지배주주	0	1	4	4
총포괄이익	5,636	8,968	9,330	9,742
지배주주	5,636	8,967	9,332	9,744
비지배주주	0	1	-2	-2
EBITDA	9,656	13,961	13,869	14,208
FCF	7,839	8,961	10,169	10,722
EBITDA 마진율 (%)	11.2	14.0	13.4	13.1
영업이익률 (%)	8.4	11.6	11.2	11.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	8.8	9.0	9.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	34,147	37,466	44,178	51,259
현금 및 현금성자산	11,554	14,353	20,739	26,978
매출채권 및 기타채권	4,767	4,928	5,265	5,440
재고자산	9,104	11,273	11,143	11,663
기타유동자산	8,722	6,912	7,031	7,178
비유동자산	39,564	43,162	43,927	44,715
관계기업투자등	18,851	20,762	21,579	22,586
유형자산	15,383	16,104	16,336	16,361
무형자산	2,906	3,310	2,998	2,715
자산총계	73,711	80,628	88,105	95,973
유동부채	25,378	25,674	26,449	26,663
매입채무 및 기타채무	12,914	13,727	14,075	14,732
단기금융부채	3,502	1,182	1,186	221
기타유동부채	8,962	10,765	11,188	11,710
비유동부채	8,990	8,395	8,608	8,871
장기금융부채	4,284	2,982	2,982	2,982
기타비유동부채	4,706	5,413	5,626	5,889
부채총계	34,368	34,070	35,057	35,534
지배주주지분	39,338	46,552	53,038	60,425
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,737	1,758	1,758	1,758
이익잉여금	36,321	43,271	50,153	57,540
비지배주주지분	5	6	10	14
자본총계	39,343	46,558	53,048	60,439

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	9,333	11,297	12,369	12,722
당기순이익	5,409	8,778	9,330	9,742
비현금수익비용가감	8,642	8,836	5,113	5,290
유형자산감가상각비	1,841	1,846	1,969	1,974
무형자산상각비	582	507	313	283
기타	6,219	6,483	2,831	3,033
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,217	-4,247	758	723
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-796	125	-200	-125
재고자산 감소(증가)	-2,196	-2,511	130	-520
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,416	702	331	499
법인세납부	-2,733	-2,920	-3,575	-3,938
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,671	-3,107	-2,330	-2,160
유형자산처분(취득)	-1,443	-2,230	-2,200	-2,000
무형자산감소(증가)	-596	-793	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2,204	-541	-130	-160
기타투자활동	-5,836	457	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,454	-5,596	-2,691	-3,316
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,848	-3,622	3	-965
자본의 증가(감소)	11	21	0	0
배당금의 지급	-1,203	-1,403	-2,194	-2,351
기타재무활동	-414	-592	-500	0
현금의 증가	20	2,799	6,385	6,239
기초현금	11,534	11,554	14,353	20,739
기말현금	11,554	14,353	20,739	26,978

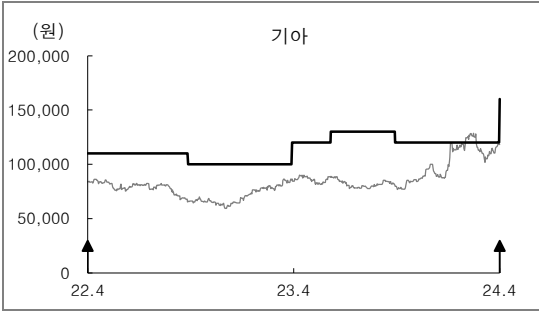
자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	4.4	4.6	5.1	4.9
P/CF (x)	1.7	2.3	3.3	3.1
P/B (x)	0.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	1.9	2.0	1.8	1.2
EPS (원)	13,345	21,770	23,261	24,354
CFPS (원)	34,662	43,690	36,024	37,594
BPS (원)	97,658	116,771	134,256	152,731
DPS (원)	3,500	5,600	6,000	6,300
배당성향 (%)	25.9	25.0	25.2	25.3
배당수익률 (%)	5.9	5.6	5.1	5.3
매출액증가율 (%)	23.9	15.3	3.5	4.7
EBITDA증가율 (%)	32.5	44.6	-0.7	2.5
조정영업이익증가율 (%)	42.8	60.5	-0.2	3.1
EPS증가율 (%)	13.6	63.1	6.8	4.7
매출채권 회전율 (회)	43.0	42.4	40.1	39.5
재고자산 회전율 (회)	10.7	9.8	9.2	9.5
매입채무 회전율 (회)	7.8	7.7	7.6	7.6
ROA (%)	7.7	11.4	11.1	10.6
ROE (%)	14.6	20.4	18.7	17.2
ROIC (%)	30.8	45.7	47.3	49.3
부채비율 (%)	87.4	73.2	66.1	58.8
유동비율 (%)	134.6	145.9	167.0	192.2
순차입금/자기자본 (%)	-15.4	-27.3	-43.5	-50.3
조정영업이익/금융비용 (x)	31.0	63.8	96.0	120.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
기아 (000270)				
2024.04.29	매수	160,000	-	-
2023.10.27	매수	120,000	-16.00	7.08
2023.07.05	매수	130,000	-37.10	-31.54
2023.04.27	매수	120,000	-28.37	-24.92
2022.10.25	매수	100,000	-28.64	-13.40
2022.01.26	매수	110,000	-29.09	-21.55



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none">- 당사는 자료 작성일 현재 기아 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
<p>본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.</p>