

Company Update

Analyst 이상현
02) 6915-5662
coolcat.auto@ibks.com

종립 (유지)

목표주가	4,900원
현재가 (5/15)	4,470원

KOSPI (5/15)	2,092.78pt
시가총액	670십억원
발행주식수	149,840천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,460원
최저가	3,560원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	80.4%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성	
Mahindra & Mahindra	74.65%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	21%	7%
절대기준	-17%	21%	-9%

	현재	직전	변동
투자 의견	종립	종립	-
목표주가	4,900	4,700	▲
EPS(19)	-228	121	▼
EPS(20)	229	426	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

쌍용차 (003620)

상품성 확장으로 4분기 흑자전환 예상

1분기 적자폭 축소되었지만 기대치에는 미흡

2019년 1분기 판매대수는 3.5만대(+13.7% yoy), 매출액 9,332억원(+15.4% yoy), 영업적자 278억원(적자축소), 영업이익률은 -3.0%(+0.9%p yoy)를 기록했다. 시장 기대치도 여전히 영업적자이긴 했지만 적자폭 축소가 기대보다 미흡했던 측면에서 연간 흑자전환에 대한 기대감은 좀 이른 감을 확인한 실적이었다.

6월 티볼리 부분변경, 9월 코란도 가솔린 출시로 상품성 확장

2015년 이후 매년 신차 한차종 이상 꾸준히 출시해오고 있다. 2015년 1월 티볼리, 2016년 3월 티볼리 에어, 2017년 5월 G4렉스톤, 2018년 1월 렉스톤 스포츠(픽업) 등을 출시했고, 2019년에는 3월 코란도 신형을 출시했다. 올해 6월에는 티볼리 부분변경, 9월 코란도 가솔린도 추가될 예정이어서 BEP 판매대수로 예상되는 16만대 수준을 달성할 것으로 기대된다(다만 코란도 신형 판매가 회사측 기대보다 다소 미흡하고 하반기 GM코리아에서 콜로라도 픽업트럭이 론칭되며 픽업시장의 경쟁이 불가피해진 점 등은 판매대수 목표달성에 있어 잠재적인 위험요소임). 2020년 이후에는 코란도 베이스의 전기차, 코란도투리스모 후속 등의 출시를 목표로 하고 있다.

2019년 4분기 흑자전환 기대, 2020년 연간 흑자전환 예상

투자 의견 종립을 유지하며, 목표주가는 기존 4,700원에서 4,900원으로 소폭 상향했다. 과거 3개년 최저 PBR배수 평균치(0.86배) 적용에서 과거 5개년(1.02배)으로 확장 적용했다. 2019년 BEP 판매대수 16만대 수준을 달성할 것으로 기대되지만 신차 개발에 따른 상각비 증가 등으로 BEP 허들이 다소 높아진 점을 감안할 때 4분기 정도에 흑자를 기록할 가능성이 높아 보이고, 연간 흑자전환은 2020년에 달성할 것으로 전망된다. 특히 2019년 2월 대주주 마힌드라로부터 500억원 유상증자를 받았는데, 개발자금으로 판매 개선과 흑자 구조를 지원하기 위한 것으로 이해된다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	4,205	4,536	4,823
영업이익	-65	-64	-39	29	72
세전이익	-66	-62	-34	34	79
지배주주순이익	-66	-62	-34	34	67
EPS(원)	-478	-448	-228	229	445
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	94.4
영업이익률(%)	-1.9	-1.7	-0.9	0.6	1.5
순이익률(%)	-1.9	-1.7	-0.8	0.8	1.4
ROE(%)	-8.3	-8.4	-4.8	4.7	8.5
PER	-10.7	-8.8	-19.6	19.5	10.0
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.4	4.3	3.5	2.2	1.5

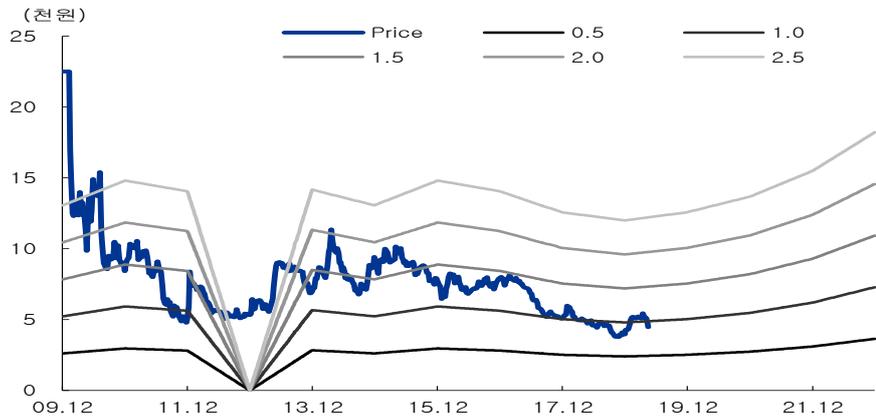
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 쌍용차 부문별 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
임/\$ 평균 환율(원)	1,073	1,079	1,121	1,128	1,125	1,134	1,130	1,126	1,100	1,129	1,120
판매대수(대)	30,664	36,446	35,136	41,063	34,851	41,098	39,605	43,586	143,309	159,139	167,834
내수	23,988	27,517	26,567	31,068	27,350	31,744	30,350	32,793	109,140	122,237	128,349
수출	6,676	8,929	8,569	9,995	7,501	9,354	9,255	10,793	34,169	36,903	39,486
매출액	809	942	901	1,053	933	1,080	1,051	1,141	3,705	4,205	4,536
RV	711	833	781	915	796	938	900	983	3,240	3,617	3,919
내수	588	675	648	753	684	794	756	811	2,665	3,045	3,261
수출	123	158	133	162	112	144	145	172	575	573	658
기타	97	109	120	137	137	142	150	158	464	588	617
내수	78	83	86	94	78	81	86	90	340	335	351
수출	20	26	35	43	59	61	65	68	124	253	266
ASP(백만원)	23.2	22.8	22.2	22.3	22.8	22.8	22.7	22.5	25.9	26.4	27.0
내수	24.5	24.5	24.4	24.2	25.0	25.0	24.9	24.7	24.4	24.9	25.4
수출	18.5	17.7	15.5	16.2	15.0	15.4	15.6	15.9	16.8	15.5	16.7
수출(Thou.\$)	17.2	16.4	13.8	14.4	13.3	13.6	13.8	14.1	15.3	13.7	14.9
매출총이익	90	121	109	142	114	146	129	174	462	564	669
판매비	121	128	131	146	142	153	149	159	526	603	639
영업이익	-31	-7	-22	-3	-28	-7	-20	15	-64	-39	29
금융손익	-4	2	2	1	0	0	0	1	13	2	3
기타손익	1	-1	1	-2	1	0	0	0	1	1	0
관계기업투자손익	0	1	0	1	0	1	0	1	2	2	2
세전이익	-34	-5	-18	-4	-26	-5	-19	16	-62	-34	34
지배순이익	-34	-5	-18	-4	-26	-5	-19	16	-62	-34	34
(증감률, % y-y)											
매출액	2.5	4.3	0.1	16.7	15.4	14.7	16.6	8.4	6.0	13.5	7.9
RV	1.6	2.5	-2.7	14.1	11.9	12.7	15.3	7.4	4.0	11.6	8.3
기타	37.4	50.9	54.9	65.9	76.4	71.2	75.6	67.9	23.1	26.5	5.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
지배순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
(이익률, %)											
매출총이익률	11.1	12.8	12.1	13.5	12.2	13.6	12.3	15.2	12.5	13.4	14.7
영업이익률	-3.9	-0.8	-2.4	-0.3	-3.0	-0.6	-1.9	1.3	-1.7	-0.9	0.6
세전이익률	-4.2	-0.6	-2.0	-0.4	-2.8	-0.5	-1.8	1.4	-1.7	-0.8	0.8
지배순이익률	-4.2	-0.6	-2.0	-0.4	-2.8	-0.5	-1.8	1.4	-1.7	-0.8	0.8

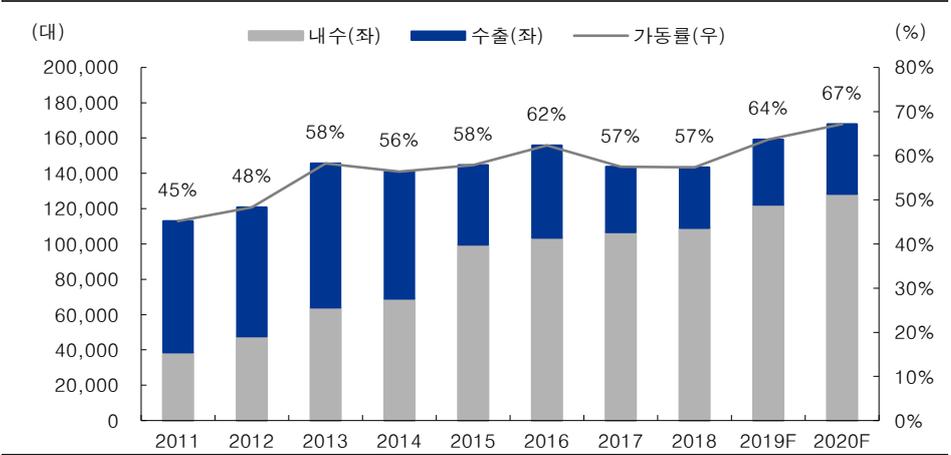
자료: 쌍용차, IBK투자증권

그림 1. 쌍용차 Forward PBR 배수 추이



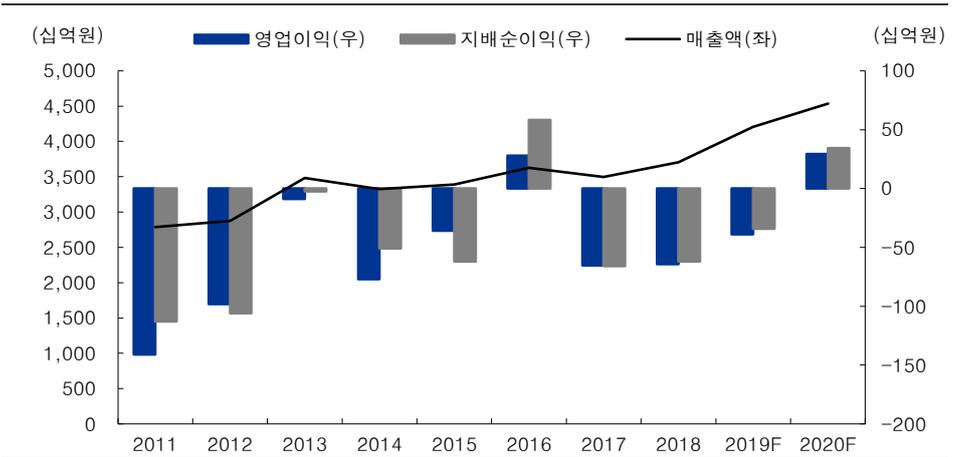
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 2. 쌍용차 연간 판매대수와 가동률



주: 가동률은 Capa, 25만대 기준
 자료: 쌍용차, IBK투자증권

그림 3. 쌍용차 연간 실적 추이 및 전망



자료: 쌍용차, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	4,205	4,536	4,823
증가율(%)	-3.7	6.0	13.5	7.9	6.3
매출원가	2,979	3,243	3,641	3,867	4,082
매출총이익	516	462	564	669	741
매출총이익률 (%)	14.8	12.5	13.4	14.7	15.4
판매비	581	526	603	639	669
판매비율(%)	16.6	14.2	14.3	14.1	13.9
영업이익	-65	-64	-39	29	72
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	144.1
영업이익률(%)	-1.9	-1.7	-0.9	0.6	1.5
순금융손익	4	0	2	3	4
이자손익	2	2	2	3	4
기타	2	-2	0	0	0
기타영업외손익	-6	1	1	0	0
중속/관계기업손익	1	2	2	2	2
세전이익	-66	-62	-34	34	79
법인세	0	0	0	0	12
법인세율	-0.1	-0.1	0.0	0.0	15.0
계속사업이익	-66	-62	-34	34	67
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-66	-62	-34	34	67
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	94.4
당기순이익률 (%)	-1.9	-1.7	-0.8	0.8	1.4
지배주주당기순이익	-66	-62	-34	34	67
기타포괄이익	23	-20	0	0	0
총포괄이익	-43	-82	-34	34	67
EBITDA	114	148	200	287	343
증가율(%)	-38.2	30.3	34.9	43.7	19.4
EBITDA마진율(%)	3.3	4.0	4.8	6.3	7.1

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-478	-448	-228	229	445
BPS	5,619	5,026	4,797	5,026	5,471
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-10.7	-8.8	-19.6	19.5	10.0
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.4	4.3	3.5	2.2	1.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.7	6.0	13.5	7.9	6.3
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	94.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-8.3	-8.4	-4.8	4.7	8.5
ROA	-3.0	-2.8	-1.5	1.4	2.6
ROIC	-5.8	-5.3	-2.9	2.9	5.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	190.0	218.1	227.1	234.7	229.3
순차입금 비율(%)	2.4	14.0	4.1	-6.8	-17.1
이자보상배율(배)	-71.0	-66.6	-31.8	22.4	52.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	17.5	21.5	25.7	25.5	25.2
재고자산회전율	16.1	16.2	17.7	17.5	17.3
총자산회전율	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	655	571	688	824	960
현금및현금성자산	215	156	238	335	438
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	187	157	170	185	198
재고자산	228	229	248	269	287
비유동자산	1,593	1,635	1,663	1,696	1,740
유형자산	1,240	1,228	1,208	1,203	1,216
무형자산	303	354	400	435	462
투자자산	16	17	17	17	17
자산총계	2,248	2,206	2,351	2,521	2,700
유동부채	1,007	995	1,078	1,172	1,249
매입채무및기타채무	526	535	580	630	672
단기차입금	151	173	188	204	218
유동성장기부채	13	5	5	5	5
비유동부채	466	517	554	596	631
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	75	75	75	75
부채총계	1,473	1,512	1,632	1,768	1,880
지배주주지분	775	693	719	753	820
자본금	690	690	749	749	749
자본잉여금	132	87	87	87	87
자본조정등	1	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	-49	-86	-120	-85	-19
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	775	693	719	753	820
비이자부채	1,239	1,259	1,364	1,483	1,582
총차입금	234	253	268	284	298
순차입금	18	97	29	-51	-140

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	204	177	250	345	381
당기순이익	-66	-62	-34	34	67
비현금성 비용 및 수익	280	291	234	253	264
유형자산감가상각비	128	142	161	165	167
무형자산감가상각비	51	71	78	93	104
운전자본변동	-9	-50	48	55	45
매출채권등의 감소	11	29	-13	-15	-12
재고자산의 감소	-27	-10	-19	-22	-18
매입채무등의 증가	44	9	45	51	42
기타 영업현금흐름	-1	-2	2	3	4
투자활동 현금흐름	-277	-258	-269	-294	-317
유형자산의 증가(CAPEX)	-158	-137	-140	-160	-180
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-117	-119	-124	-128	-132
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-3	-2	-5	-6	-5
재무활동 현금흐름	50	21	102	46	39
차입금의 증가(감소)	45	19	0	0	0
자본의 증가	5	0	59	0	0
기타	0	2	42	46	39
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-23	-59	82	97	103
기초현금	238	215	156	238	335
기말현금	215	156	238	335	438

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

