

Company Update

Analyst 이상현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

중립 (유지)

목표주가	3,000원
현재가 (10/18)	2,655원

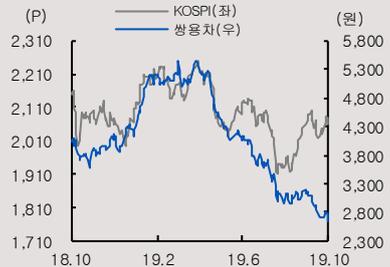
KOSPI (10/18)	2,060.69pt
시가총액	398십억원
발행주식수	149,840천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,460원
최저가	2,655원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	79.7%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성		
Mahindra & Mahindra	74.65%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15%	-46%	-31%
절대기준	-16%	-50%	-34%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	중립	-
목표주가	3,000	4,900	▼
EPS(19)	-1,511	-228	▼
EPS(20)	-763	229	▼

쌍용차 추가추이



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 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

쌍용차 (003620)

니치마켓 플레이어 강점 약화

2019년 3분기 영업적자 확대

쌍용차의 3분기 영업실적은 컨센서스를 하회했다. 매출액이 8,364억원으로 전년동기비 7.2% 감소하면서 영업적자가 1,052억원으로 확대되었다(컨센서스 영업적자 597억원). 3분기 판매대수는 31,126대로 전년동기비 11% 감소했다. 내수는 24,020대로 10% yoy 감소했는데 코란도 신차 출시 효과가 있었지만 경기 둔화와 SUV부문 경쟁이 심화되었기 때문이다. 3Q 내수 M/S 5.7%(-0.5%p), SUV M/S 15.1%(-2.5%p). 수출은 17% yoy 감소했는데 유럽을 제외하고 아태, 남미, 중동아프리카에서 모두 감소세를 기록했다. 그동안 내수시장에서 누려왔던 SUV 니치마켓 플레이어로서의 강점이 경쟁사들의 신차 출시로 약화되고 있고, 신차 개발과 규제 대응 관련 비용 부담이 가중되면서 수익성이 악화되고 있다.

사우디와 CKD 진출 및 마힌드라-포드와의 시너지 기대

지난 10월 10일 사우디 내셔널 오토모빌스(SNAM)와 제품 라이선스 계약을 체결하고 사우디 시장에 진출한다고 밝힌 바 있다. 사우디 정부는 국가 중장기 발전계획 '사우디 비전 2030' 정책을 추진 중인데 그 일환으로 SNAM사가 주베일 산업단지에 자동차 조립 생산을 준비하고 있으며, 쌍용차는 렉스턴 스포츠(칸 포함)를 2021년부터 사우디에 현지 조립 생산해 향후 생산량 3만대를 목표로 하고 있다. 또한 10월초에는 마힌드라와 포드가 인도에 합작사를 세우고 신차 10종을 개발한다고 발표한 바 있는데 쌍용차도 신차 플랫폼 관련 시너지가 있을 것으로 기대된다.

중립 유지하며, 목표주가는 3,000원

중립 투자의견을 유지하며, 목표주가는 기존 4,900원에서 3,000원으로 하향한다. 2019~2020년 평균 PBR에 과거 5개년 최저 PBR 1.0배를 적용했다. 니치마켓 플레이어로서의 강점이 약화되면서 수익성이 악화되고 있고, 2020년 신차가 부재한 상황 이어서 흑자전환이 늦춰질 가능성이 높아지고 있다. 다만 중장기적으로 사우디 CKD 생산, 마힌드라-포드사와의 시너지 창출 가능성 등은 긍정적이다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	3,662	3,695	3,822
영업이익	-65	-64	-223	-115	-38
세전이익	-66	-62	-225	-114	-38
지배주주순이익	-66	-62	-225	-114	-38
EPS(원)	-478	-448	-1,511	-763	-252
증가율(%)	-212.8	-6.1	237.2	-49.5	-67.0
영업이익률(%)	-1.9	-1.7	-6.1	-3.1	-1.0
순이익률(%)	-1.9	-1.7	-6.1	-3.1	-1.0
ROE(%)	-8.3	-8.4	-37.2	-24.9	-9.8
PER	-10.7	-8.8	-1.8	-3.5	-10.5
PBR	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
EV/EBITDA	6.4	4.3	20.2	4.2	2.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 쌍용차 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
원/\$ 평균 환율	1,073	1,079	1,121	1,128	1,125	1,167	1,194	1,183	1,100	1,167	1,174
판매대수	30,664	36,446	35,136	41,063	34,851	35,426	31,126	36,235	143,309	137,638	140,757
내수	23,988	27,517	26,567	31,068	27,350	28,600	24,020	28,624	109,140	108,594	109,680
승용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RV	23,988	27,517	26,567	31,068	27,350	28,600	24,020	28,624	109,140	108,594	109,680
수출	6,676	8,929	8,569	9,995	7,501	6,826	7,106	7,611	34,169	29,044	31,077
승용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RV	6,676	8,929	8,569	9,995	7,501	6,826	7,106	7,611	34,169	29,044	31,077
매출액	809	942	901	1,053	933	935	836	957	3,705	3,662	3,695
RV	711	833	781	915	796	809	686	799	3,240	3,090	3,095
내수	588	675	648	753	684	691	568	680	2,665	2,623	2,636
수출	123	158	133	162	112	118	118	119	575	467	458
기타	97	109	120	137	137	126	150	158	464	572	600
내수	78	83	86	94	78	79	94	99	340	350	376
수출	20	26	35	43	59	47	56	59	124	221	224
ASP	23.2	22.8	22.2	22.3	22.8	22.8	22.0	22.1	25.9	26.6	26.3
내수	24.5	24.5	24.4	24.2	25.0	24.2	23.6	23.8	24.4	24.2	24.0
수출	18.5	17.7	15.5	16.2	15.0	17.3	16.6	15.6	16.8	16.1	14.7
수출(Thou.\$)	17.2	16.4	13.8	14.4	13.3	14.8	13.9	13.2	15.3	13.8	12.6
매출총이익	90	121	109	142	114	90	25	92	462	322	412
판관비	121	128	131	146	142	139	130	133	526	545	527
영업이익	-31	-7	-22	-3	-28	-49	-105	-41	-64	-223	-115
금융손익	-4	2	2	1	0	-5	0	0	13	-5	-1
기타손익	1	-1	1	-2	1	2	-3	0	1	0	0
관계기업투자손익	0	1	0	1	0	1	0	1	2	2	2
세전이익	-34	-5	-18	-4	-26	-51	-108	-40	-62	-225	-114
지배지분순이익	-34	-5	-18	-4	-26	-51	-108	-40	-62	-225	-114
(증감률, % y-y)											
매출액	2.5	4.3	0.1	16.7	15.4	-0.7	-7.2	-9.1	6.0	-1.2	0.9
RV	1.6	2.5	-2.7	14.1	11.9	-2.8	-12.2	-12.7	4.0	-4.6	0.1
기타	37.4	50.9	54.9	65.9	76.4	52.0	75.6	67.9	23.1	23.1	5.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배지분순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
(이익률, %)											
매출총이익률	11.1	12.8	12.1	13.5	12.2	9.7	3.0	9.6	12.5	8.8	11.2
영업이익률	-3.9	-0.8	-2.4	-0.3	-3.0	-5.3	-12.6	-4.2	-1.7	-6.1	-3.1
세전이익률	-4.2	-0.6	-2.0	-0.4	-2.8	-5.5	-12.9	-4.2	-1.7	-6.2	-3.1
지배지분순이익률	-4.2	-0.6	-2.0	-0.4	-2.8	-5.5	-12.9	-4.2	-1.7	-6.2	-3.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

쌍용차 (003620)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	3,662	3,695	3,822
증가율(%)	-3.7	6.0	-1.2	0.9	3.4
매출원가	2,979	3,243	3,340	3,283	3,329
매출총이익	516	462	322	412	493
매출총이익률 (%)	14.8	12.5	8.8	11.2	12.9
판매비	581	526	545	527	531
판매비율(%)	16.6	14.2	14.9	14.3	13.9
영업이익	-65	-64	-223	-115	-38
증가율(%)	-332.1	-1.5	248.4	-48.4	-67.0
영업이익률(%)	-1.9	-1.7	-6.1	-3.1	-1.0
순금융손익	4	0	-5	-1	-2
이자손익	2	2	1	-1	-2
기타	2	-2	-6	0	0
기타영업외손익	-6	1	0	0	0
중속/관계기업손익	1	2	2	2	2
세전이익	-66	-62	-225	-114	-38
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-66	-62	-225	-114	-38
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-66	-62	-225	-114	-38
증가율(%)	-213.8	-6.1	262.9	-49.3	-66.7
당기순이익률 (%)	-1.9	-1.7	-6.1	-3.1	-1.0
지배주주당기순이익	-66	-62	-225	-114	-38
기타포괄이익	23	-20	0	0	0
총포괄이익	-43	-82	-225	-114	-38
EBITDA	114	148	27	152	237
증가율(%)	-38.0	29.8	-81.8	463.0	55.9
EBITDA마진율(%)	3.3	4.0	0.7	4.1	6.2

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-478	-448	-1,511	-763	-252
BPS	5,619	5,026	3,454	2,690	2,438
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-10.7	-8.8	-1.8	-3.5	-10.5
PBR	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
EV/EBITDA	6.4	4.3	20.2	4.2	2.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.7	6.0	-1.2	0.9	3.4
EPS증가율	-212.8	-6.1	237.2	-49.5	-67.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-8.3	-8.4	-37.2	-24.9	-9.8
ROA	-3.0	-2.8	-9.8	-4.8	-1.5
ROIC	-5.8	-5.3	-20.1	-10.9	-3.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	190.0	218.1	366.3	485.0	597.9
순차입금 비율(%)	2.3	14.0	28.6	59.1	47.7
이자보상배율(배)	-71.0	-66.6	-63.4	-23.2	-6.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	17.5	21.5	24.5	26.1	25.6
재고자산회전율	16.1	16.2	13.1	11.1	10.9
총자산회전율	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	655	571	729	693	883
현금및현금성자산	215	156	224	185	324
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	187	157	141	142	156
재고자산	228	229	331	332	366
비유동자산	1,593	1,635	1,684	1,666	1,667
유형자산	1,240	1,228	1,214	1,152	1,121
무형자산	303	354	403	446	473
투자자산	16	17	18	18	18
자산총계	2,248	2,206	2,413	2,358	2,550
유동부채	1,007	995	1,314	1,321	1,453
매입채무및기타채무	526	535	749	753	829
단기차입금	151	173	239	241	265
유동성장기부채	13	5	10	10	10
비유동부채	466	517	582	634	731
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	75	116	166	216
부채총계	1,473	1,512	1,895	1,955	2,185
지배주주지분	775	693	518	403	365
자본금	690	690	749	749	749
자본잉여금	132	87	77	77	77
자본조정등	1	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	-49	-86	-311	-425	-463
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	775	693	518	403	365
비이자부채	1239	1259	1523	1532	1688
총차입금	234	253	372	423	497
순차입금	18	97	148	238	174

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	204	177	200	154	308
당기순이익	-66	-62	-225	-114	-38
비현금성 비용 및 수익	280	291	297	266	275
유형자산감가상각비	128	142	172	182	171
무형자산상각비	51	71	78	85	104
운전자본변동	-9	-50	128	4	73
매출채권등의 감소	11	29	27	-1	-14
재고자산의 감소	-27	-10	-106	-2	-34
매입채무등의 증가	44	9	204	4	76
기타 영업현금흐름	-1	-2	0	-2	-2
투자활동 현금흐름	-277	-258	-290	-248	-280
유형자산의 증가(CAPEX)	-158	-137	-162	-120	-140
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-117	-119	-126	-128	-132
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-2	-2	-3	0	-8
재무활동 현금흐름	50	21	158	55	110
차입금의 증가(감소)	45	19	54	50	50
자본의 증가	5	0	50	0	0
기타	0	2	54	5	60
기타 및 조정	0	1	0	0	0
현금의 증가	-23	-59	68	-39	138
기초현금	238	215	156	224	185
기말현금	215	156	224	185	324

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.
 동자료에 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								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.10.17)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	87.5
중립	19	12.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

