IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이 상 현
02) 6915-5662
coolcat.auto@ibks.com

쌍용차 (003620)

3분기 적자, 중장기 전략 방향은 고무적

중립 (유지)

목표주가	–원
현재가 (10/19)	7,750원

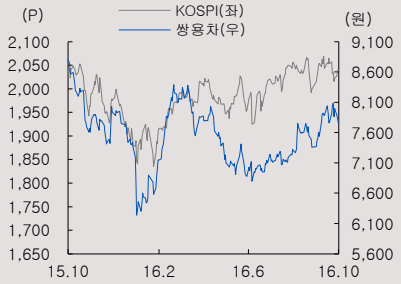
KOSPI (10/19)	2,040.94pt
시가총액	1,063십억원
발행주식수	137,220천주
액면가	5,000원
52주 최고가	8,800원
최저가	6,240원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	76.6%
배당수익률 (2016F)	0.0%

주주구성	
Mahindra & Mahindra	72.85%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	4%	–3%	–12%
절대기준	5%	–2%	–12%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	중립	–
목표주가	–	–	–
EPS(16)	262	380	▼
EPS(17)	276	604	▼

쌍용차 주가추이



3분기는 내수 비중 축소 및 환율 하락 등의 영향으로 적자 기록

3분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스를 하회했다. 3분기 매출액은 8,508억원으로 전년동기비 3.8% 성장했으나, 영업이익은 73억원 적자를 기록했다. 3분기 판매대수가 3.7만대로 전년동기비 8.9% 성장했으나 ASP는 개별소비세 환원으로 내수 비중이 축소되면서 3.8% 하락했고, 원/달러 환율도 4.3% 하락(수출비중 37% 감안시 1.6% 하락 기여)했기 때문이다. 다만 지배순이익은 27억원 흑자를 기록했는데 환차익 및 SY캐피탈 지분법손익 등에 따른 것으로 파악된다.

4분기는 QoQ로는 흑전, YoY로는 약보합 실적 예상

4분기 매출액은 전년동기비 0.5% 감소, 영업이익률은 1.2%로 전년동기비 1.0%p 축소될 것으로 예상된다. 내수판매에서 전분기비로는 개선되겠지만 기저효과에 따라 전년동기비 판매부진이 이어지고, 수출판매는 이란, 이집트, 페루 등 중동과 남미에서의 판매 증가와 러시아향 수출물량 선적 재개에 따라 양호한 수출 증가가 이어질 것으로 전망된다. 결과적으로 4분기 판매는 1.1% 증가할 것으로 전망되지만, 원/달러 환율과 ASP가 각각 0.2%, 2.0% 감소해 약보합의 실적이 예상된다.

투자의견 중립 유지하나, 중장기 전략 방향은 고무적

실적 면에서는 여전히 밸류에이션 부담이 존재해 투자의견 중립을 유지하지만 신차 출시에 따른 라인업 확장으로 빠른 실적 개선세가 기대된다. 특히 중장기 전략방향은 고무적이다. 1) 2019년까지 매년 한 개 이상의 신차종 출시(2017년 상반기 렉스턴 후속, 2018년 코란도 스포츠 후속, 2019년 코란도C 후속 등의 차급 출시), 2) 중국 섬서기차그룹과 중국 현지공장 설립을 위한 LOI(합작의향서)를 체결함으로써 이르면 2019년 전후로 합작법인 설립 기대, 3) 미국 판매에 대한 긍정적인 현지 조사결과를 토대로 향후 2~3년내에 미국 진출을 위한 플랜을 구상 중, 4) 모회사 인도 마힌드라와의 시너지도 구체화(티볼리 플랫폼을 토대로 인도 신차 개발, 렉스턴 후속의 인도 CKD 수출 추진 등) 되고 있는 것으로 파악된다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	3,327	3,390	3,598	3,852	4,061
영업이익	–77	–36	32	53	81
세전이익	–51	–62	36	44	70
지배주주순이익	–51	–62	36	38	58
EPS(원)	–371	–451	262	276	420
증가율(%)	적지	적지	흑전	5.0	52.5
영업이익률(%)	–2.3	–1.1	0.9	1.4	2.0
순이익률(%)	–1.5	–1.8	1.0	1.0	1.4
ROE(%)	–6.1	–8.3	4.9	4.9	7.0
PER	–25.0	–17.2	29.5	28.1	18.4
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	42.4	9.2	6.1	5.6	4.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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 주가 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.

표 1. 쌍용차 3Q16 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16F	YoY	QoQ	IBK 추정	차이	컨센서스	차이
매출액	760	836	819	975	813	964	851	970	3.8	-11.7	885	-3.9	823	3.4
영업이익	-34	-20	-4	22	8	19	-7	12	적확	적전	14	적전	1	적전
세전이익	-31	-23	-27	19	2	18	3	13	흑전	-84.9	14	-81.0	-0.2	흑전
지배순이익	-31	-23	-27	19	2	18	3	13	흑전	-84.9	12	-77.6	-0.2	흑전
영업이익률	-4.5	-2.4	-0.4	2.2	1.0	2.0	-0.9	1.2	-0.4	-2.9	1.5	-2.4	0.2	-1.0
세전이익률	-4.1	-2.7	-3.3	2.0	0.3	1.9	0.3	1.3	3.6	-1.5	1.6	-1.3	-0.0	0.3
지배순이익률	-4.1	-2.7	-3.3	2.0	0.3	1.9	0.3	1.3	3.6	-1.5	1.4	-1.1	-0.0	0.3

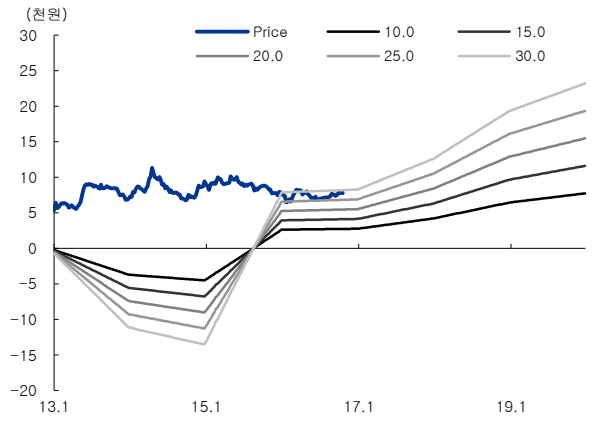
자료: Wisefn, IBK투자증권

표 2. 쌍용차 연간실적 전망 변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경후		변경전		차이		컨센서스		차이	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	3,598	3,852	3,687	3,963	-2.4	-2.8	3,555	3,852	1.2	0.0
영업이익	32	53	68	112	-53.4	-53.1	43	66	-26.3	-19.8
세전이익	36	44	61	101	-40.9	-56.0	29	44	26.4	0.2
지배순이익	36	38	52	83	-30.9	-54.4	32	55	14.0	-30.8
영업이익률	0.9	1.4	1.8	2.8	-1.0	-1.5	1.2	1.7	-0.3	-0.3
세전이익률	1.0	1.2	1.7	2.5	-0.7	-1.4	0.8	1.2	0.2	0.0
지배순이익률	1.0	1.0	1.4	2.1	-0.4	-1.1	0.9	1.4	0.1	-0.4

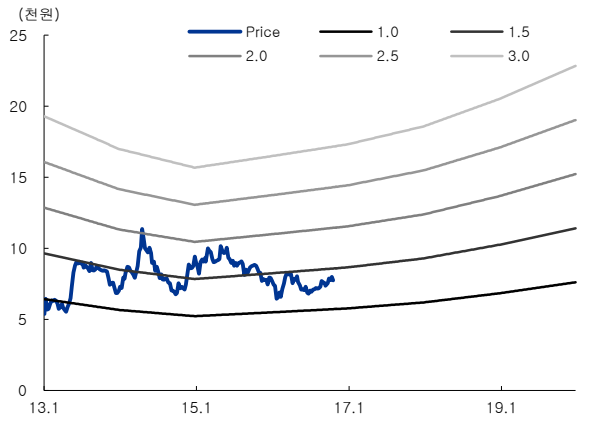
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 1. 쌍용차 Forward PER 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 2. 쌍용차 Forward PBR 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

표 3. 쌍용차 부문별 실적 추정

(단위: 원, 대, 십억원, %, %p)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
원/$ 평균 환율	1,100	1,097	1,170	1,158	1,201	1,163	1,120	1,155	1,053	1,131	1,160	1,219
판매대수	**32,915**	**36,885**	**34,074**	**40,890**	**33,666**	**40,821**	**37,106**	**41,326**	**141,047**	**144,764**	**152,747**	**158,802**
내수	21,107	24,303	23,833	30,421	22,622	28,074	23,233	27,360	69,036	99,664	101,115	104,588
승용	320	307	289	375	273	289	162	225	2,697	1,291	775	736
RV	20,787	23,996	23,544	30,046	22,349	27,785	23,071	27,135	66,339	98,373	100,340	103,852
수출	11,808	12,582	10,241	10,469	11,044	12,747	13,873	13,965	72,011	45,100	51,632	54,213
승용	5	1	9	0	4	1	2	0	38	15	10	10
RV	11,803	12,581	10,232	10,469	11,040	12,746	13,871	13,965	71,973	45,085	51,622	54,203
매출액	**760**	**836**	**819**	**975**	**813**	**964**	**851**	**970**	**3,327**	**3,390**	**3,598**	**3,852**
승용(RV포함)	675	744	725	871	706	848	759	862	2,945	3,014	3,176	3,413
내수	469	531	530	673	497	611	511	602	1,686	2,202	2,221	2,331
수출	206	213	195	198	210	237	248	260	1,259	812	955	1,082
기타	86	91	95	104	107	116	92	107	381	376	422	439
내수	67	70	76	86	68	73	57	67	276	298	265	275
수출	19	22	19	18	39	43	34	40	105	78	156	163
ASP	20.5	20.2	21.3	21.3	21.0	20.8	20.5	20.9	23.6	23.4	23.6	24.3
내수	22.2	21.9	22.2	22.1	22.0	21.8	22.0	22.0	28.4	25.1	22.0	22.3
수출	17.4	16.9	19.0	18.9	19.0	18.6	17.9	18.6	17.5	18.0	18.5	20.0
수출(Thou.$)	15.8	15.5	16.3	16.3	15.8	16.0	16.0	16.1	16.6	15.9	15.9	16.4
매출총이익	99	124	133	165	140	168	124	157	457	521	589	642
판관비	133	144	137	144	132	148	131	146	534	557	557	590
영업이익	**-34**	**-20**	**-4**	**22**	**8**	**19**	**-7**	**12**	**-77**	**-36**	**32**	**53**
금융손익	2	-6	-24	0	-4	1	9	0	33	-28	6	-13
기타손익	1	3	1	-2	-2	-4	0	0	-7	2	-6	0
관계기업투자손익	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	4	5
세전이익	**-31**	**-23**	**-27**	**19**	**2**	**18**	**3**	**13**	**-51**	**-62**	**36**	**44**
지배순이익	**-31**	**-23**	**-27**	**19**	**2**	**18**	**3**	**13**	**-51**	**-62**	**36**	**38**
(증감률, % y-y)												
매출액	-11.8	-3.5	6.7	17.4	6.9	15.4	3.8	-0.5	-4.5	1.9	6.1	7.1
승용	-12.7	-3.9	8.3	19.4	4.7	14.0	4.8	-0.9	56.2	2.3	5.4	7.5
기타	33.7	39.2	31.2	40.3	60.4	66.1	20.4	25.1	37.8	-1.4	12.1	4.1
영업이익	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-47.1	적지	적지	흑전	66.2
세전이익	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-32.4	적지	적지	흑전	23.5
지배지분순이익	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-32.3	적지	적지	흑전	5.0
(이익률, %)												
매출총이익률	13.0	14.8	16.2	17.0	17.2	17.4	14.6	16.2	13.7	15.4	16.4	16.7
영업이익률	-4.5	-2.4	-0.4	2.2	1.0	2.0	-0.9	1.2	-2.3	-1.1	0.9	1.4
세전이익률	-4.1	-2.7	-3.3	2.0	0.3	1.9	0.3	1.3	-1.5	-1.8	1.0	1.2
지배순이익률	-4.1	-2.7	-3.3	2.0	0.3	1.9	0.3	1.3	-1.5	-1.8	1.0	1.0

자료: Wisefn, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	3,327	3,390	3,598	3,852	4,061
증가율(%)	-4.5	1.9	6.1	7.1	5.4
매출원가	2,869	2,869	3,009	3,210	3,361
매출총이익	457	521	589	642	699
매출총이익률 (%)	13.7	15.4	16.4	16.7	17.2
판관비	534	557	557	590	619
판관비율(%)	16.1	16.4	15.5	15.3	15.2
영업이익	-77	-36	32	53	81
증가율(%)	적지	적지	흑전	66.2	53.5
영업이익률(%)	-2.3	-1.1	0.9	1.4	2.0
순금융손익	33	-28	6	-13	-17
이자손익	4	2	2	2	3
기타	29	-30	4	-15	-20
기타영업외손익	-7	2	-6	0	0
종속/관계기업손익	0	0	4	5	7
세전이익	-51	-62	36	44	70
법인세	0	0	0	7	13
법인세율	-0.4	-0.1	0.0	15.0	18.0
계속사업이익	-51	-62	36	38	58
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-51	-62	36	38	58
증가율(%)	적지	적지	흑전	5.0	52.5
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.8	1.0	1.0	1.4
지배주주당기순이익	-51	-62	36	38	58
기타포괄이익	-56	-1	1	0	0
총포괄이익	-107	-63	37	38	58
EBITDA	29	115	179	190	225
증가율(%)	-78.3	292.4	56.3	6.3	18.0
EBITDA마진율(%)	0.9	3.4	5.0	4.9	5.5

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	603	614	619	701	758
현금및현금성자산	157	198	158	204	237
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	156	151	183	197	206
재고자산	261	248	248	267	280
비유동자산	1,365	1,425	1,454	1,509	1,577
유형자산	1,174	1,188	1,219	1,291	1,372
무형자산	151	187	186	165	151
투자자산	1	10	13	13	13
자산총계	1,968	2,039	2,074	2,211	2,336
유동부채	822	879	873	939	984
매입채무및기타채무	367	432	430	463	486
단기차입금	95	136	146	158	166
유동성장기부채	5	18	20	20	20
비유동부채	369	443	446	479	501
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	25	38	28	28	28
부채총계	1,191	1,322	1,319	1,418	1,486
지배주주지분	777	717	754	792	850
자본금	686	686	686	686	686
자본잉여금	130	131	131	131	131
자본조정등	0	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	-13	2	3	3	3
이익잉여금	-25	-102	-66	-28	29
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	777	717	754	792	850
비이자부채	1,067	1,131	1,125	1,213	1,273
총차입금	125	191	194	205	213
순차입금	-32	-7	36	1	-24

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	-371	-451	262	276	420
BPS	5,665	5,226	5,497	5,773	6,193
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-25.0	-17.2	29.5	28.1	18.4
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	42.4	9.2	6.1	5.6	4.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.5	1.9	6.1	7.1	5.4
EPS증가율	적지	적지	흑전	5.0	52.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-6.1	-8.3	4.9	4.9	7.0
ROA	-2.5	-3.1	1.8	1.8	2.5
ROIC	-5.2	-5.9	3.2	3.2	4.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	153.2	184.4	174.9	179.1	174.8
순차입금 비율(%)	-4.1	-1.0	4.7	0.1	-2.9
이자보상배율(배)	-66.9	-27.1	43.0	72.5	106.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	19.2	22.1	21.6	20.3	20.1
재고자산회전율	12.3	13.3	14.5	15.0	14.8
총자산회전율	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	68	202	132	218	237
당기순이익	-51	-62	36	38	58
비현금성 비용 및 수익	183	218	171	146	155
유형자산감가상각비	95	118	116	118	130
무형자산상각비	12	32	32	20	14
운전자본변동	-66	46	-75	32	22
매출채권등의 감소	21	-7	-44	-14	-10
재고자산의 감소	16	0	0	-19	-13
매입채무등의 증가	-88	65	-2	33	23
기타 영업현금흐름	2	0	0	2	3
투자활동 현금흐름	-258	-228	-306	-195	-214
유형자산의 증가(CAPEX)	-184	-151	-151	-190	-210
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-72	-67	-30	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-10	0	0	0
기타	-3	-1	-125	-5	-4
재무활동 현금흐름	-21	68	12	24	10
차입금의 증가(감소)	-21	65	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	2	12	24	10
기타 및 조정	1	0	122	0	0
현금의 증가	-210	41	-39	46	33
기초현금	367	157	198	158	204
기말현금	157	198	158	204	237

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 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 지분율 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												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

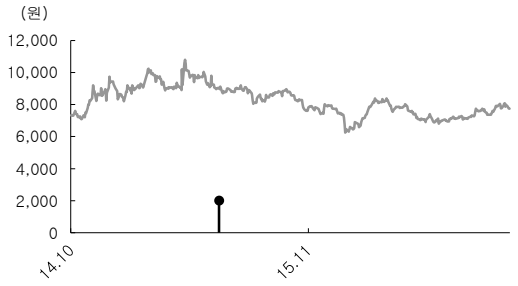
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.10.01~2016.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	112	90.3
중립	12	9.7
매도	0	0.0

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

쌍용차 주가 및 목표주가 추이



과거 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
2015.06.24	중립	-			
2016.10.20	중립	-			