



# BUY(Maintain)

목표주가: 12,500원

주가(1/13): 7,400원

시가총액: 10,154억원

## 자동차/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036 heavychoi@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (1/13)		1,916.28pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	10,800원	7,400원
등락률	-31.48%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-0.7%	1.0%
6M	-16.9%	-10.6%
1Y	-12.7%	-12.7%

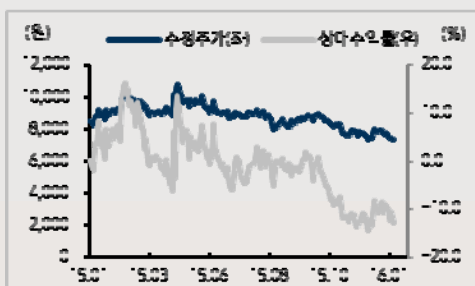
### Company Data

발행주식수	137,220천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	75.32%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	5,166원
주요 주주	Mahindra 외 72.85%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액(억원)	34,849	33,266	33,752	34,038
보고영업이익(억원)	-89	-769	-473	340
EBITDA(억원)	1,344	292	1,030	1,864
세전이익(억원)	-20	-507	-664	387
순이익(억원)	-24	-509	-664	387
지배주주지분(억원)	-24	-509	-664	387
EPS(원)	-18	-371	-484	282
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(배)	-414.3	-25.0	-16.0	26.2
PBR(배)	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.1	42.4	11.0	5.5
보고영업이익률(%)	-0.3	-2.3	-1.4	1.0
핵심영업이익률(%)	-0.3	-2.3	-1.4	1.0
ROE(%)	-0.3	-6.1	-8.9	5.3
순부채비율(%)	-24.9	-4.1	9.1	2.3

### Price Trend



# 쌍용차 (003620)

## 4분기 영업흑자 전환 기대



티볼리 판매 호조로 4분기에는 드디어 8분기만의 영업흑자 전환을 확인할 수 있을 것으로 판단한다. 3월초 티볼리 롱바디 출시가 예정되어 있어 판매 호조는 올해도 지속될 것으로 전망된다. 동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 12,500원을 유지한다.

### >>> 4Q15 실적 Preview - 영업흑자 예상

동사의 4분기 예상 매출액은 9,599억원으로 전 분기 대비 +17.1%QoQ, 전년 동기 대비 +15.6%yoy 증가할 것으로 추정된다. 4분기 매출이 크게 증가하는 요인은 티볼리 판매 호조로 4분기 판매대수가 전년 동기 대비 17.5%yoy나 증가했고, 전 분기 대비로는 20.0%yoy나 증가한 데 따른 것이다. 영업이익도 104억원으로 8분기만에 영업흑자로 전환될 것으로 예상되는데, 티볼리 판매 호조로 수익성이 좋은 내수 비중이 74.4%까지 상승했기 때문으로 추정된다. 전년 동기 내수 비중은 56.1% 였고, 전 분기에는 69.9%였다. 내수 비중이 증가하면서 판관비는 조금 더 증가했을 것으로 판단되지만 원가율이 하락한 것이 흑자 전환의 요인으로 작용했을 것으로 추정된다.

### >>> 2016년은 연간 영업흑자 기대

자동차 산업의 2016년 전방 업황은 그리 밝지 않지만 동사의 판매 증가세는 지속될 것으로 판단한다. 내수 시장의 경우 개별소비세 인하 종료로 전년 대비 시장 자체는 조금 감소할 것으로 예상되지만, 동사가 속해 있는 SUV 시장의 증가 추세는 이어질 것으로 판단되고 특히, 티볼리가 속한 B segment SUV 시장 수요 증가세는 견조할 것으로 전망된다. 또한, 올해 3월에는 티볼리 롱바디 출시가 예정되어 있고, 올해도 동급에서 특별한 경쟁 차종이 새롭게 출시되지 않을 전망이어서 티볼리 판매 돌풍은 이어질 것으로 판단한다. 자동차 산업 전체로 보면 신흥국 환율 불안, 판매 감소가 우려 사항이지만, 동사의 경우 이미 작년에 러시아 판매가 '0' 수준까지 내려갔고, 중국 비중도 높지 않아 작년 대비 이쪽에서 더 나빠질 이유는 없다고 생각된다. 올해도 수출은 서유럽 위주로 최소 작년 수준 이상은 무난하게 이루어질 것으로 판단되며, 티볼리 롱바디의 인기 여하에 따라 수출이 증가할 가능성도 충분하다고 생각된다.

### >>> 렉스턴 후속 모델 17년 상반기 출시 기대

티볼리를 이을 동사의 신차는 렉스턴 후속이 될 것으로 추정되며 17년 상반기에는 출시될 것으로 판단한다. 렉스턴은 충성 고객이 많은 차량이어서 티볼리 못지 않은 신차 효과를 기대한다. 내년에도 판매 증가세는 이어질 전망이다.

**쌍용차 4Q15 실적 Preview** (단위: 십억원, %, %p)

	4Q14	3Q15	4Q15E	YoY	QoQ	Consensus	Diff(%)
매출액	830	819	960	15.6%	17.1%	914	5.0%
영업이익	-32	-4	10	흑전	흑전	2	346.0%
세전이익	-17	-27	15	흑전	흑전	3	388.6%
순이익	-17	-27	15	흑전	흑전		
영업이익률	-3.9%	-0.4%	1.1%	5.0%p	1.5%p	0.3%	0.8%p
세전이익률	-2.0%	-3.3%	1.5%	3.6%p	4.8%p	0.3%	1.2%p
순이익률	-2.0%	-3.3%	1.5%	3.6%p	4.8%p	0.0%	1.5%p

자료: 쌍용차, 키움증권, fnguide

**쌍용차 분기 및 연간 실적 전망** (단위: 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2013	2014	2015E
매출액	863	866	768	830	760	836	819	960	3,485	3,327	3,375
영업이익	-1	-16	-28	-32	-34	-20	-4	10	-9	-77	-47
세전이익	11	-29	-16	-17	-31	-23	-27	15	-2	-51	-66
순이익	11	-29	-16	-17	-31	-23	-27	15	-2	-51	-66
영업이익률	-0.1%	-1.8%	-3.7%	-3.9%	-4.5%	-2.4%	-0.4%	1.1%	-0.3%	-2.3%	-1.4%
세전이익률	1.3%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	-4.1%	-2.7%	-3.3%	1.5%	-0.1%	-1.5%	-2.0%
순이익률	1.2%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	-4.1%	-2.7%	-3.3%	1.5%	-0.1%	-1.5%	-2.0%

자료: 쌍용차, 키움증권, fnguide

**쌍용차 분기 및 연간 수익추정** (단위: 대, 십억원, 원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2013	2014	2015E
원/달러 평균	1,069	1,030	1,026	1,074	1,100	1,098	1,168	1,157	1,095	1,050	1,131
원/달러 기말	1,069	1,014	1,051	1,098	1,105	1,124	1,195	1,168	1,055	1,098	1,168
원/유로 평균	1,465	1,413	1,333	1,352	1,239	1,214	1,299	1,267	1,454	1,391	1,269
원/유로 기말	1,469	1,384	1,362	1,335	1,197	1,261	1,344	1,276	1,456	1,335	1,276
Retail sales(대)	36,671	37,564	32,012	34,800	32,915	36,885	34,074	40,890	145,649	141,047	144,541
내수	16,797	16,438	16,279	19,522	21,107	24,303	23,833	30,421	63,970	69,036	99,664
수출	19,874	21,126	15,733	15,278	11,808	12,582	10,241	10,469	81,679	72,011	44,877
ASP(백만원)	23.5	23.0	24.0	23.9	23.1	22.7	24.0	23.5	23.9	23.6	23.4
내수	25.1	24.6	24.4	23.7	22.2	21.9	22.2	22.3	25.1	24.4	22.1
수출	17.9	17.6	17.6	18.1	17.6	17.0	19.0	18.6	18.4	17.8	18.0
매출액	863	866	768	830	760	836	819	960	3,485	3,327	3,375
영업이익	-1	-16	-28	-32	-34	-20	-4	10	-9	-77	-47
순금융비용	-1	-1	-1	-2	-1	0	0	-1	1	-4	-3
세전이익	11	-29	-16	-17	-31	-23	-27	15	-2	-51	-66
순이익	11	-29	-16	-17	-31	-23	-27	15	-2	-51	-66

자료: 쌍용차, 키움증권,

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	34,849	33,266	33,752	34,038	36,939
매출원가	29,820	28,695	28,453	28,081	30,290
매출총이익	5,029	4,571	5,299	5,957	6,649
판매비및일반관리비	5,119	5,341	5,772	5,616	5,910
영업이익(보고)	-89	-769	-473	340	739
영업이익(핵심)	-89	-769	-473	340	739
영업외손익	69	262	-191	47	77
이자수익	77	51	39	63	93
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	194	213	0	0	0
이자비용	87	11	14	16	16
외환손실	207	184	6	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2	11	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	235	286	0	0	0
기타	-140	-103	-210	0	0
법인세차감전이익	-20	-507	-664	387	816
법인세비용	3	2	0	0	0
유효법인세율 (%)	-17.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
당기순이익	-24	-509	-664	387	816
지배주주지분순이익(억원)	-24	-509	-664	387	816
EBITDA	1,344	292	1,030	1,864	2,263
현금순이익(Cash Earnings)	1,409	552	838	1,911	2,340
수정당기순이익	-297	-808	-664	387	816
증감율(% , YoY)					
매출액	21.2	-4.5	1.5	0.8	8.5
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	N/A	117.0
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	N/A	117.0
EBITDA	235.4	-78.3	252.4	81.1	21.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	110.7
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	110.7
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	110.7

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,741	682	722	2,467	3,076
당기순이익	-24	-509	-664	387	816
감가상각비	1,180	947	1,178	1,183	1,183
무형자산상각비	254	115	324	341	341
외환손익	5	-12	6	0	0
자산처분손익	129	146	74	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	742	-662	-762	-30	90
기타	456	657	566	586	646
투자활동현금흐름	-2,121	-2,575	-1,624	-2,000	-2,000
투자자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	5	14	7	0	0
유형자산의 취득	-1,523	-1,837	-1,167	-2,000	-2,000
무형자산의 처분	-576	-721	-465	0	0
기타	-27	-31	1	0	0
재무활동현금흐름	1,014	-214	824	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	218	-214	826	0	0
자본의 증가	800	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	1,631	-2,100	-74	467	1,076
기초현금및현금성자산	2,037	3,668	1,568	1,494	1,964
기말현금및현금성자산	3,668	1,568	1,494	1,961	3,040
Gross Cash Flow	1,999	1,343	1,485	2,497	2,986
Op Free Cash Flow	-13	-2,928	-1,365	-166	353

**재무상태표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	9,064	6,032	6,067	6,620	8,136
현금및현금성자산	3,668	1,568	1,494	1,964	3,053
유동금융자산	290	12	3	3	4
매출채권및유동채권	2,287	1,838	1,776	1,811	1,965
재고자산	2,809	2,607	2,789	2,836	3,104
기타유동비금융자산	10	8	5	6	10
비유동자산	12,112	13,652	13,894	14,755	15,634
장기매출채권및기타비유동채권	366	396	410	418	454
투자자산	6	6	6	6	6
유형자산	10,842	11,737	11,731	12,548	13,365
무형자산	895	1,509	1,747	1,747	1,747
기타비유동자산	4	4	0	36	62
자산총계	21,176	19,684	19,961	21,375	23,769
유동부채	9,472	8,216	8,322	8,375	8,891
매입채무및기타유동채무	7,498	6,478	5,819	5,869	6,369
단기차입금	516	945	1,561	1,561	1,561
유동성장기차입금	954	50	150	150	150
기타유동부채	504	743	792	795	812
비유동부채	2,862	3,694	4,550	5,524	6,586
장기매입채무및비유동채무	202	35	160	161	175
사채및장기차입금	0	250	425	425	425
기타비유동부채	2,660	3,409	3,965	4,938	5,986
부채총계	12,334	11,910	12,872	13,899	15,477
자본금	6,861	6,861	6,861	6,861	6,861
주식발행초과금	115	115	115	115	115
이익잉여금	412	-250	-914	-527	289
기타자본	1,455	1,049	1,028	1,028	1,028
지배주주지분자본총계	8,842	7,774	7,089	7,476	8,292
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	8,842	7,774	7,089	7,476	8,292
순차입금	-2,198	-322	642	172	-917
총차입금	1,470	1,245	2,136	2,136	2,136

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

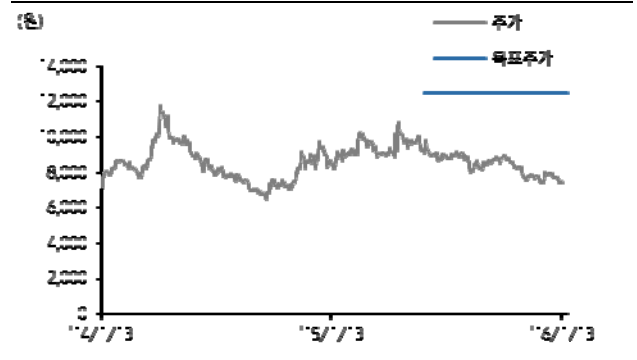
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-18	-371	-484	282	595
BPS	6,444	5,665	5,166	5,448	6,043
주당EBITDA	1,022	213	750	1,359	1,649
CFPS	1,071	403	611	1,393	1,705
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-414.3	-25.0	-16.0	26.2	12.4
PBR	1.2	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.1	42.4	11.0	5.5	4.1
PCFR	7.0	23.0	12.7	5.3	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.3	-2.3	-1.4	1.0	2.0
영업이익률(핵심)	-0.3	-2.3	-1.4	1.0	2.0
EBITDA margin	3.9	0.9	3.1	5.5	6.1
순이익률	-0.1	-1.5	-2.0	1.1	2.2
자기자본이익률(ROE)	-0.3	-6.1	-8.9	5.3	10.3
투하자본이익률(ROIC)	-1.0	-7.8	-4.2	2.8	5.7
안정성(%)					
부채비율	139.5	153.2	181.6	185.9	186.7
순차입금비율	-24.9	-4.1	9.1	2.3	-11.1
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	21.2	46.0
활동성(배)					
매출채권회전율	15.7	16.1	18.7	19.0	19.6
재고자산회전율	12.7	12.3	12.5	12.1	12.4
매입채무회전율	5.1	4.8	5.5	5.8	6.0

- 당사는 1월 13일 현재 '쌍용차' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**투자의견 변동내역(2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표주가
쌍용차 (003620)	2015-06-09	BUY(Initiation)	12,500원
	2015-07-10	BUY(Maintain)	12,500원
	2015-07-24	BUY(Maintain)	12,500원
	2015-11-05	BUY(Maintain)	12,500원
	2016-01-14	BUY(Maintain)	12,500원

**목표주가 추이**



**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)**

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%