

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

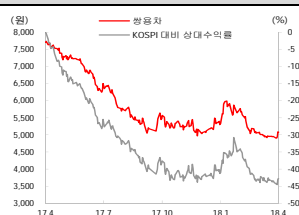
자본금	6,897 억원
발행주식수	13,795 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,008 억원
주요주주	
Mahindra & Mahindra Limited(외1)	72.47%

외국인지분률	77.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/22)	5,080 원
KOSPI	2476.33 pt
52주 Beta	0.25
52주 최고가	7,740 원
52주 최저가	4,910 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	0.8%
6개월	-8.8%	-8.3%
12개월	-34.1%	-42.8%

쌍용차 (003620/KS | 매수(유지) | T.P 6,600 원(하향))

1Q18 Review - 물량감소와 비용증가에 따른 제한적 신차효과

18 년 1 분기 실적 매출액 8,088 억원(YoY +2.5%), 영업이익 -313 억원(YoY 적자지속, OPM -3.9%), 당기순이익 -342 억원(YoY 적자지속, -4.2%) 기록

신차 투입에 따른 ASP 개선은 긍정적이나 전년 동기 대비 감소한 판매량(YoY 내수 -1.5%, 수출 -32.4%), 원/달러 강세로 인한 외형성장의 제한은 우려

내수에서의 신차효과 확인, 향후 기존시장과 신규시장에서의 수출물량 회복여부가 중요

1Q18 Review - 물량감소와 비용증가에 따른 제한적 신차효과

18 년 1 분기 실적은 매출액 8,088 억원(YoY +2.5%), 영업이익 -313 억원(YoY 적자지속, OPM -3.9%), 당기순이익 -342 억원(YoY 적자지속, -4.2%)을 기록하였다. 신차 투입(G4 렉스턴+렉스턴스포츠)으로 전체 ASP 가 개선된 점(<그림 4>)은 긍정적이나 전년 동기 대비 감소한 판매량(YoY 내수 -1.5%, 수출 -32.4%), 원/달러 강세로 인해 제한된 외형성장은 우려사항이다. 영업이익은 1)판매량 감소에 따른 고정비 증가와 2)신규 차종 출시로 인한 감가상각비용 반영, 3)규제 대응을 위한 R&D 비용 증가, 4)IFRS 회계기준 변경에 따른 워런티, CIF 계약변화 등 원가상승 요인이 크게 작용하며 전년동기, 전분기 대비 적자폭이 확대되었다.

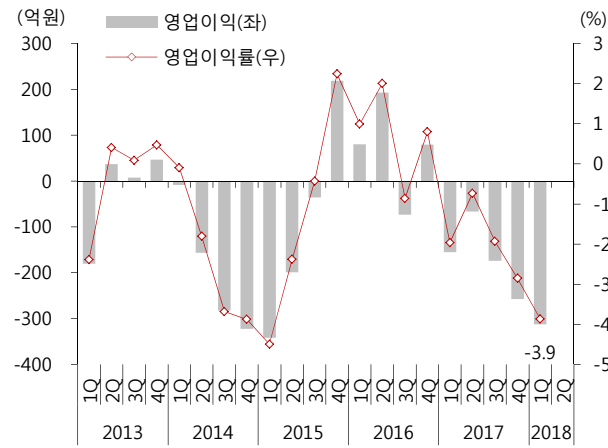
확인된 내수에서의 신차효과, 관건은 수출물량 회복

예상치를 하회하였지만 1 분기 실적에서 확인할 수 있는 긍정적 요인은 물량 감소에도 불구하고, 신차출시를 통한 믹스개선을 통해 외형성장을 이루었다는 점이다. 또한 해당 모델의 대기수요가 여전히 높다는 점과 Line 3 의 2교대 시행을 통한 생산량 증가는 향후 기대 요인이다. 다만 안정적인 내수판매에도 불구하고, 20%까지 재차 낮아진 수출물량 감소는 금번 실적뿐만 아니라 향후 전망에 있어서 우려 요인이다. 특히 타볼리만이 아닌 2 개의 신규차종이 출시된 현 시점에서 감가상각 등 고정비 부담을 낮추기 위해서라도 수출물량 회복을 통한 가동률 개선은 필수적이다. 기존 판매시장인 유럽, 러시아 등과 신규시장인 브라질, 호주, 인도향 수출 확대가 중요하다. Target PBR 1.2 배는 유지하지만, 18 년 실적추정치 변경을 반영하여 목표주가는 기존 7,500 원에서 6,600 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

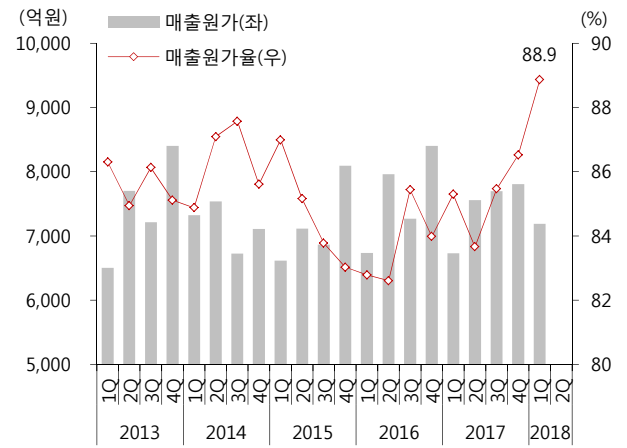
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	33,901	36,285	34,946	36,492	37,816	38,359
yoy	%	1.9	7.0	-3.7	4.4	3.6	1.4
영업이익	억원	-358	280	-653	-332	265	422
yoy	%	적지	흑전	적전	적지	흑전	59.4
EBITDA	억원	1,146	1,839	1,137	2,139	2,836	3,074
세전이익	억원	-619	581	-658	-383	209	364
순이익(지배주주)	억원	-619	581	-658	-383	208	364
영업이익률%	%	-1.1	0.8	-1.9	-0.9	0.7	1.1
EBITDA%	%	3.4	5.1	3.3	5.9	7.5	8.0
순이익률	%	-1.8	1.6	-1.9	-1.1	0.6	1.0
EPS	원	-451	423	-478	-278	151	264
PER	배	N/A	18.6	N/A	N/A	33.6	19.3
PBR	배	1.5	1.3	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	11.9	7.2	8.9	5.0	3.7	3.4
ROE	%	-8.3	7.6	-8.3	-5.0	2.7	4.4
순차입금	억원	-88	-389	188	729	683	488
부채비율	%	184.4	166.2	190.0	202.4	197.1	185.0

<그림 1> 쌍용차 영업이익 추이 - 15년 1분기 이후 가장 낮은 수준



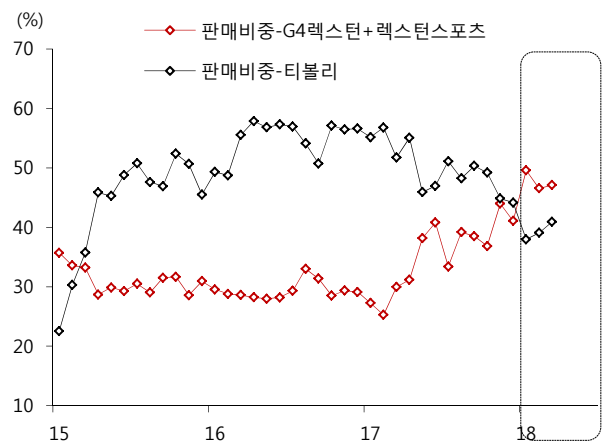
자료: 쌍용차, SK 증권 추정

<그림 2> 쌍용차 매출원가 추이 - 감가상각 및 연구개발 비용 반영



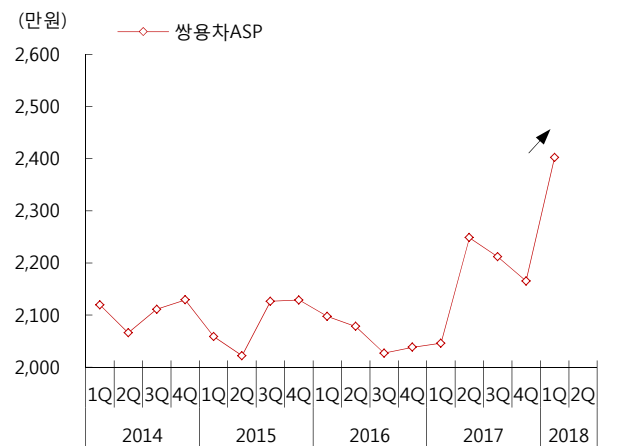
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 3> 쌍용차 판매 비중 - 낮아진 티볼리, 높아진 신차 비중



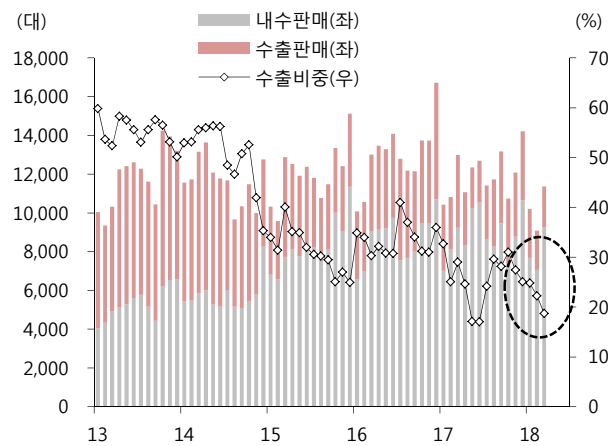
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 4> 쌍용차 ASP 추이 - 신차 투입 이후 믹스 개선효과 반영



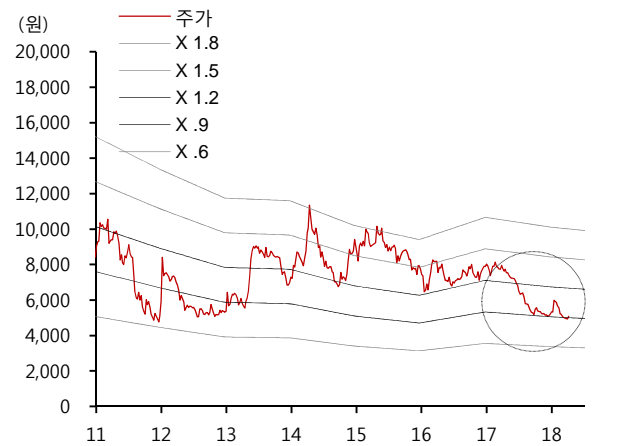
자료: 쌍용차, SK 증권 추정

<그림 5> 쌍용차 내수/수출판매 - 수출물량 확대 필요



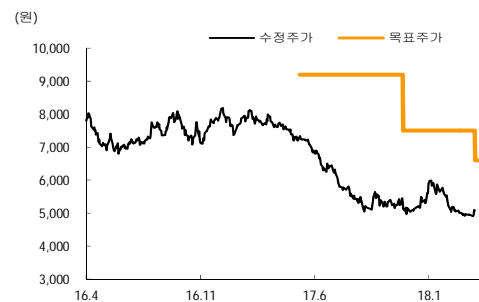
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 6> PBR 밴드차트 - 쌍용차



자료: 쌍용차, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.23	매수	6,600원	6개월		
2017.12.08	매수	7,500원	6개월	-29.59%	-20.13%
2017.05.29	매수	9,200원	6개월	-35.65%	-20.22%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 23일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,818	6,552	6,355	6,718	6,981
현금및현금성자산	2,384	2,154	1,763	1,959	2,154
매출채권및기타채권	2,303	2,038	2,128	2,206	2,237
재고자산	2,050	2,284	2,385	2,471	2,507
비유동자산	14,816	15,928	16,625	17,171	17,634
장기금융자산	6	6	6	6	6
유형자산	11,990	12,397	12,425	12,447	12,464
무형자산	2,343	3,033	3,509	3,891	4,196
자산총계	21,634	22,480	22,980	23,889	24,615
유동부채	9,451	10,066	10,539	10,958	11,089
단기금융부채	1,878	1,643	1,743	1,843	1,843
매입채무 및 기타채무	6,350	7,158	7,474	7,745	7,857
단기충당부채	545	542	566	587	595
비유동부채	4,057	4,663	4,841	4,891	4,891
장기금융부채	125	700	750	800	800
장기매입채무 및 기타채무	55	34	34	34	34
장기충당부채	1,081	1,083	1,211	1,211	1,211
부채총계	13,507	14,729	15,379	15,848	15,979
지배주주지분	8,127	7,752	7,600	8,041	8,636
자본금	6,861	6,897	6,897	6,897	6,897
자본잉여금	1,307	1,322	1,322	1,322	1,322
기타자본구성요소	9	9	9	9	9
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-38	-489	-872	-663	-300
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,127	7,752	7,600	8,041	8,636
부채외자본총계	21,634	22,480	22,980	23,889	24,615

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,453	2,055	2,405	2,989	3,137
당기순이익(손실)	581	-658	-383	208	364
비현금성항목등	2,661	2,802	2,522	2,628	2,711
유형자산감가상각비	1,188	1,281	1,772	1,778	1,783
무형자산감가상각비	371	508	698	794	870
기타	1,188	1,099	109	120	124
운전자본감소(증가)	-789	-89	266	153	63
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-785	94	-90	-77	-32
재고자산감소(증가)	365	-271	-101	-87	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	265	666	317	271	111
기타	-634	-578	140	45	19
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	-2,080	-2,748	-2,793	-2,782	-2,777
금융자산감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,255	-1,572	-1,800	-1,800	-1,800
무형자산감소(증가)	-828	-1,175	-1,175	-1,175	-1,175
기타	3	-1	182	193	198
재무활동현금흐름	33	464	-3	-11	-164
단기금융부채증가(감소)	0	0	100	100	0
장기금융부채증가(감소)	65	450	50	50	0
자본의증가(감소)	0	51	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-32	-37	-153	-161	-164
현금의 증가(감소)	405	-230	-391	196	195
기초현금	1,979	2,384	2,154	1,763	1,959
기말현금	2,384	2,154	1,763	1,959	2,154
FCF	-81	-730	-570	14	162

자료 : 쌍용차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	36,285	34,946	36,492	37,816	38,359
매출원가	30,368	29,786	31,901	32,711	33,104
매출총이익	5,918	5,161	4,591	5,105	5,255
매출총이익률 (%)	16.3	14.8	12.6	13.5	13.7
판매비와관리비	5,638	5,814	4,922	4,840	4,833
영업이익	280	-653	-332	265	422
영업이익률 (%)	0.8	-1.9	-0.9	0.7	1.1
비영업손익	301	-5	-51	-56	-58
순금융비용	-18	-18	-29	-32	-34
외환관련손익	24	42	15	16	17
관계기업투자등 관련손익	38	14	15	16	16
세전계속사업이익	581	-658	-383	209	364
세전계속사업이익률 (%)	1.6	-1.9	-1.1	0.6	1.0
계속사업법인세	0	0	0	0	0
계속사업이익	581	-658	-383	208	364
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	581	-658	-383	208	364
순이익률 (%)	1.6	-1.9	-1.1	0.6	1.0
지배주주	581	-658	-383	208	364
지배주주귀속 순이익률(%)	1.6	-1.88	-1.05	0.55	0.95
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	956	-426	-151	440	595
지배주주	956	-426	-151	440	595
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,839	1,137	2,139	2,836	3,074

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	7.0	-3.7	4.4	3.6	1.4
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	59.4
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	74.4
EBITDA	60.4	-38.2	88.1	32.6	8.4
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	74.4
수익성 (%)					
ROE	7.6	-8.3	-5.0	2.7	4.4
ROA	2.8	-3.0	-1.7	0.9	1.5
EBITDA마진	5.1	3.3	5.9	7.5	8.0
안정성 (%)					
유동비율	72.1	65.1	60.3	61.3	63.0
부채비율	166.2	190.0	202.4	197.1	185.0
순차입금/자기자본	-4.8	2.4	9.6	8.5	5.7
EBITDA/이자비용(배)	227.9	123.7	14.0	17.6	18.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	423	-478	-278	151	264
BPS	5,923	5,619	5,510	5,829	6,260
CFPS	1,559	821	1,513	2,015	2,186
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.8	N/A	N/A	39.6	22.7
PER(최저)	14.7	N/A	N/A	32.5	18.6
PBR(최고)	1.4	1.5	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	5.1	6.2	3.4	2.5	2.3
EV/EBITDA(최고)	7.6	12.6	5.6	4.2	3.8
EV/EBITDA(최저)	6.0	8.7	4.9	3.6	3.3