

Company Brief

2018-11-07

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,600 원(하향)
증가(2018/11/06)	3,825 원

Stock Indicator	
자본금	690십억원
발행주식수	13,795만주
시가총액	528십억원
외국인지분율	76.8%
52주 주가	3,700~5,990 원
60일평균거래량	110,101 주
60일평균거래대금	0.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	-20.6	-22.9	-26.7
상대수익률	-4.2	-12.0	-7.8	-8.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	3,495	3,740	3,820	3,933
영업이익(십억원)	-65	-63	-83	-18
순이익(십억원)	-66	-58	-64	4
EPS(원)	-478	-419	-463	28
BPS(원)	5,619	5,368	5,073	5,269
PER(배)				137.9
PBR(배)	0.9	0.7	0.8	0.7
ROE(%)	-8.3	-7.6	-8.9	0.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	156.3	-	12.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

쌍용차(003620)

아직까지도 어려운 흑자전환

3Q18 Review - 감가상각과 비우호적인 환율에 가려진 렉스턴 스포츠 효과

3분기 매출액은 전년동기비 0.1% 증가한 9,015 억원, 영업적자는 220 억원을 기록했다. 먼저 내수시장 판매는 렉스턴 브랜드의 지속적인 인기로 힘입어 전년동기비 0.7% 증가했으나 수출은 유럽시장의 연비 규제, 가솔린 엔진 선호 현상 등의 영향으로 전년동기비 13.7% 감소했다. 코란도 스포츠 대비 ASP 가 높은 렉스턴 스포츠 판매 증가로 매출액은 전년동기비 소폭 증가했다. 렉스턴 스포츠 판매는 전년동기 코란도 스포츠 판매 대비 54.7% 증가했다. 매출원가는 감가상각비 증가, 달러 대비 원화 절상 등으로 전년동기비 2.9% 증가했다. 계속되는 영업적자에도 감가상각을 고려한 EBITDA 는 이번 분기에도 흑자 흐름을 이어간 것으로 추정된다. 렉스턴 스포츠 효과에도 불구하고 여전히 감가상각 부담과 수출 부진이 아쉬웠던 분기이다.

4Q18 Preview - 아직까지도 어려운 흑자전환

4 분기는 통상적인 계절적 성수기로 긍정적인 생산, 판매 흐름을 나타낼 것으로 전망한다. 내수시장에서는 개소세 인하, 전년동기비 영업일수 증가로 생산, 판매가 성장할 것이다. 쌍용차 실적의 발목을 잡고 있는 수출은 인도시장과 11 월부터 판매가 시작되는 호주 등 신시장과 신형시장 중심으로 한 판매전략으로 전년동기비 소폭 증가할 것으로 전망한다. 다만 아직까지 이어지고 있는 감가상각 부담과 비우호적 환율 환경은 4 분기에도 지속될 것으로 예상된다. 4 분기에도 흑자전환은 요원해보인다. 4 분기 매출액은 전년동기비 20.6% 증가한 1 조 880 억원, 영업적자는 22 억원으로 전망한다.

투자전략 - 연간 흑자전환이 요원한 상황, 목표주가 4,600 원으로 하향

올해도 쌍용차는 연간으로 영업적자를 이어갈 것으로 예상된다. 내년 상반기 코란도 C 후속 모델이 출시 예정이지만 신차 출시에 따른 감가상각비와 판촉비 증가는 더 큰 부담으로 작용될 것이다. 이에 따라 내년에는 적자 폭이 더욱 심해질 것으로 전망한다. SUV 시장의 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 내년도 쌍용차 판매가 크게 늘어나기는 쉽지 않아 보인다. 연간 흑자전환과 턴어라운드를 기대하며 적용했던 Target Multiple 하향 조정이 불가피하다. 실적 추정치 변경, Target Multiple 하향에 따라 목표주가를 기존 5,500 원에서 4,600 원으로 하향한다.

그림1. 쌍용차 실적 Review

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	YoY	QoQ
매출액	9,007	9,022	8,088	9,419	9,015	0.1%	-4.3%
영업이익	7,698	7,805	7,187	8,209	7,925	2.9%	-3.5%
%	85.5	86.5	88.9	87.2	87.9	2.4%p	0.8%p
세전이익	1,309	1,217	901	1,210	1,090	-16.7%	-9.9%
%	14.5	13.5	11.1	12.8	12.1	-2.4%p	-0.8%p
당기순이익	1,483	1,474	1,213	1,285	1,310	-11.7%	2.0%
%	16.5	16.3	15.0	13.6	14.5	-1.9%p	0.9%p

자료: 쌍용차, 하이투자증권

그림2. 쌍용차 실적 및 전망 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	7,887	9,031	9,007	9,022	8,088	9,419	9,015	10,880	34,946	37,402	38,197
매출원가	6,727	7,555	7,698	7,805	7,187	8,209	7,925	9,520	29,786	32,841	33,281
%	85.3	83.7	85.5	86.5	88.9	87.2	87.9	87.5	85.2	87.8	87.1
매출총이익	1,160	1,476	1,309	1,217	901	1,210	1,090	1,360	5,161	4,561	4,915
%	14.7	16.3	14.5	13.5	11.1	12.8	12.1	12.5	14.8	12.2	12.9
판매비	1,315	1,542	1,483	1,474	1,213	1,285	1,310	1,382	5,814	5,190	5,744
%	16.7	17.1	16.5	16.3	15.0	13.6	14.5	12.7	16.6	13.9	15.0
영업이익	-155	-66	-174	-257	-313	-75	-220	-22	-653	-629	-829
%	-2.0	-0.7	-1.9	-2.9	-3.9	-0.8	-2.4	-0.2	-1.9	-1.7	-2.2
영업외손익	17	27	-3	-46	-30	21	37	22	-5	50	153
%	0.2	0.3	0.0	-0.5	-0.4	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.4
세전이익	-138	-40	-177	-303	-342	-54	-182	0	-658	-578	-676
%	-1.8	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-0.6	-2.0	0.0	-1.9	-1.5	-1.8
당기순이익	-139	-40	-177	-302	-342	-54	-182	0	-658	-578	-638
%	-1.8	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-0.6	-2.0	0.0	-1.9	-1.5	-1.7
YoY(%)											
매출액	-3.0	-6.3	5.9	-9.8	2.5	4.3	0.1	20.6	-3.7	7.0	2.1
영업이익	적자전환	적자전환	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속
당기순이익	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속

자료: 쌍용차, 하이투자증권

그림3. 쌍용차 목표주가 산정

구분	내용	비고
쌍용차 2019E BPS (a)	5,073	
적정 Valuation PBR (b)	0.9	기존 Target Multiple 10% 하향 조정
적정주가 (a × b)	4,566	
목표주가	4,600	
현재주가 (11월 6일 종가)	3,825	
과리율	20.3	

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	655	721	743	842
현금 및 현금성자산	215	250	262	348
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	204	218	223	229
재고자산	228	244	250	257
비유동자산	1,593	1,540	1,484	1,448
유형자산	1,240	1,226	1,213	1,212
무형자산	303	262	218	182
자산총계	2,248	2,260	2,227	2,291
유동부채	1,007	1,034	1,036	1,083
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	151	141	131	161
유동성장기부채	13	13	13	13
비유동부채	466	486	491	481
사채	-	-	-	-
장기차입금	70	90	95	85
부채총계	1,473	1,520	1,527	1,564
자배주주지분	775	740	700	727
자본금	690	690	690	690
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	-49	-107	-171	-167
기타자본항목	1	1	1	1
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	775	740	700	727

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,495	3,740	3,820	3,933
증가율(%)	-3.7	7.0	2.1	3.0
매출원가	2,979	3,284	3,328	3,374
매출총이익	516	456	492	559
판매비와관리비	581	519	574	577
연구개발비	20	11	11	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-65	-63	-83	-18
증가율(%)	-333.2	-3.7	31.8	-78.7
영업이익률(%)	-1.9	-1.7	-2.2	-0.4
이자수익	3	3	3	4
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-6	5	8	8
세전계속사업이익	-66	-58	-68	5
법인세비용	0	-	-4	1
세전계속이익률(%)	-1.9	-1.5	-1.8	0.1
당기순이익	-66	-58	-64	4
순이익률(%)	-1.9	-1.5	-1.7	0.1
지배주주귀속 순이익	-66	-58	-64	4
기타포괄이익	23	23	23	23
총포괄이익	-43	-35	-41	27
지배주주귀속총포괄이익	-66	-58	-64	4

현금흐름표

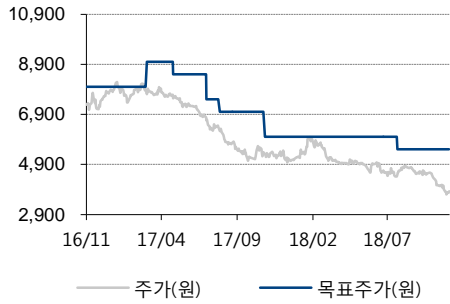
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	204	242	230	288
당기순이익	-66	-58	-64	4
유형자산감가상각비	14	15	16	15
무형자산상각비	51	51	44	37
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-277	-140	-134	-144
유형자산의 처분(취득)	-158	-126	-130	-140
무형자산의 처분(취득)	-118	-10	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	50	10	-5	20
단기금융부채의증감	-	-10	-10	30
장기금융부채의증감	45	20	5	-10
자본의증감	5	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-23	35	12	85
기초현금및현금성자산	238	215	250	262
기말현금및현금성자산	215	250	262	348

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-478	-419	-463	28
BPS	5,619	5,368	5,073	5,269
CFPS	-7	61	-30	405
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				137.9
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7
PCR	-785.7	63.1	-128.9	9.4
EV/EBITDA	-	156.3	-	12.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-8.3	-7.6	-8.9	0.5
EBITDA 이익률	0.0	0.1	-0.6	0.9
부채비율	190.0	205.3	218.2	215.2
순부채비율	2.4	-0.9	-3.4	-12.2
매출채권회전율(x)	16.1	17.7	17.3	17.4
재고자산회전율(x)	16.1	15.8	15.5	15.5

자료 : 쌍용차, 하이투자증권 리서치센터

쌍용차
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-06	Hold	9,000	6개월	-13.9%	-11.2%
2017-04-28	Hold	8,500	6개월	-15.5%	-10.2%
2017-07-04	Hold	7,500	1년	-14.5%	-10.8%
2017-07-31	Hold	7,000	1년	-20.5%	-9.7%
2017-10-30	Hold	6,000	1년	-11.9%	-0.2%
2018-04-23	Buy	6,000	1년	-20.8%	-15.8%
2018-07-24(담당자변경)	Buy	5,500	1년	-19.4%	-12.2%
2018-11-07	Buy	4,600	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.1%	9.9%	-