

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

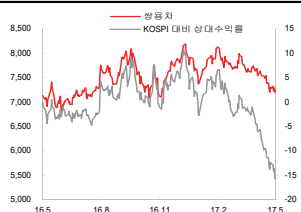
자본금	6,897 억원
발행주식수	13,795 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,974 억원
주요주주	
Mahindra & Mahindra Limited(외1)	72.46%

외국인지분률	77.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/05/28)	7,230 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	8,190 원
52주 최저가	6,800 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-11.8%
6개월	1.5%	-14.9%
12개월	1.4%	-15.7%

쌍용차 (003620/KS | 매수(신규편입) | T.P 9,200 원(신규편입))

오랜만의 신차, 그리고 주력 수출시장의 회복

오랜만의 신차, 그리고 주력 수출시장의 회복, 기존 볼륨모델인 티볼리는 15 년 출시 이후 현재까지 전체 판매의 50%를 유지하며 경쟁력 입증. 다만 모델 노후화와 경쟁심화 우려 상황 가운데 신차 출시되며 ASP와 수익성 개선 전망

주력 수출시장의 수요가 회복됨에 따라 20%까지 하락한 수출비중 회복 기대

투자의견 매수, 목표주가 9,200 원으로 커버리지를 개시

오랜만의 신차, 그리고 주력 수출시장의 회복

15 년부터 본격적으로 판매된 티볼리는 글로벌 트렌드였던 SUV 선호현상과 함께 상대적으로 니치마켓이었던 B-segment 에 침투하며 국내와 수출 모두에서 성공적인 판매를 기록하였다. 15 년 하반기부터 기록하기 시작한 50%의 판매비중은 출시 3 년차인 현재까지 이어지고 있다. 티볼리의 상품성에 대한 긍정적 해석도 가능하지만 모델 노후화에 따른 수익성에 대한 우려도 동반될 수 밖에 없다. 또한 하반기부터는 내수에서 경쟁업체들의 티볼리 경쟁모델 출시가 예정됨에 따라 동사의 주력차종 판매 둔화 가능성도 존재한다. 이러한 시점에서 신차인 G4 렉스턴이 출시되었고, 18 년부터는 코란도 스포츠/C 등의 차종도 출시됨에 따라 모델노후화와 경쟁심화 우려해소와 함께 믹스개선을 통한 ASP와 수익성 개선이 기대된다.

또한 러시아를 중심으로 한 수출시장의 산업수요가 회복됨에 따라 20%대까지 하락한 수출비중도 회복될 전망이다. 신차출시와 수출회복 기대감에 따라 분기기준 CAPA 도 17 년 1 분기 기준 4.1 만대 수준으로 전년 동기 3.6 만대, 전분기 3.9 만대 대비 증가했다. 마케팅과 초기 출시에 따른 고정비 부담은 존재하겠지만, 가동률 회복여부에 따라 턴어라운드는 빨라질 수 있다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 9,200 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 9,200 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 17 년 예상 BPS 6,152 원에 Target PBR 1.5 배를 적용하였다. Target PBR 은 신차출시와 수출회복 기대감을 반영하여 2016 년 연중 고점 PBR 을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	33,266	33,901	36,285	38,598	39,436	41,806
yoy	%	-4.5	1.9	7.0	6.4	2.2	6.0
영업이익	억원	-769	-358	280	78	442	707
yoy	%	적지	적지	흑전	-72.3	468.7	60.1
EBITDA	억원	292	1,146	1,838	2,002	2,485	2,856
세전이익	억원	-507	-619	581	211	570	843
순이익(지배주주)	억원	-509	-619	581	209	570	843
영업이익률%	%	-2.3	-1.1	0.8	0.2	1.1	1.7
EBITDA%	%	0.9	3.4	5.1	5.2	6.3	6.8
순이익률	%	-1.5	-1.8	1.6	0.5	1.4	2.0
EPS	원	-371	-451	423	152	413	611
PER	배	N/A	N/A	18.6	47.6	17.5	11.8
PBR	배	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	51.4	11.9	7.2	6.3	5.1	4.2
ROE	%	-6.1	-8.3	7.6	2.5	6.5	8.8
순차입금	억원	-185	-88	-389	-294	-240	-801
부채비율	%	153.2	184.4	166.2	169.7	160.0	152.1

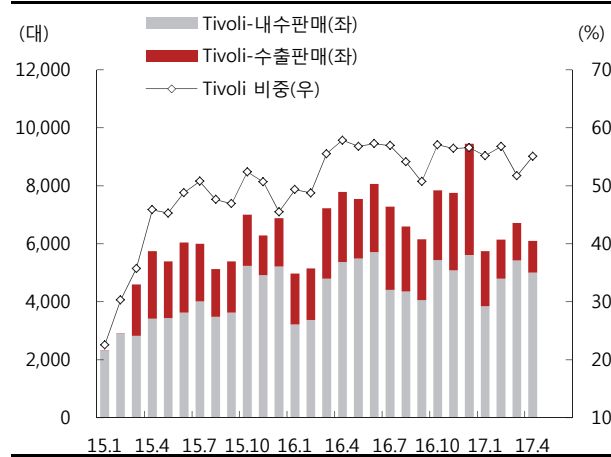
<표 1> 쌍용차 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)	YoY
판매합계	33,666	40,821	37,106	44,161	34,228	40,220	39,313	48,208	155,754	161,969	4.0%
내수	22,622	28,074	23,233	29,625	24,350	28,154	25,553	32,781	103,554	110,839	7.0%
수출	11,044	12,747	13,873	14,536	9,878	12,066	13,760	15,426	52,200	51,130	-2.0%
매출액	8,132	9,640	8,508	10,006	7,887	9,551	9,390	11,769	36,285	38,598	6.4%
매출원가	6,732	7,963	7,269	8,403	6,727	8,004	7,981	10,122	30,368	32,834	8.1%
%	82.8	82.6	85.4	84.0	85.3	83.8	85.0	86.0	83.7	85.1	1.4%p
영업이익	81	193	-73	80	-155	-19	75	177	280	78	-72.3%
%	1.0	2.0	-0.9	0.8	-2.0	-0.2	0.8	1.5	0.8	0.2	-0.6%p
영업외이익	-57	-13	257	115	17	-13	74	55	301	133	-55.9%
%	-0.7	-0.1	3.0	1.2	0.2	-0.1	0.8	0.5	0.8	0.3	-0.5%p
세전이익	24	180	183	195	-138	-32	149	231	581	210	-63.8%
%	0.3	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.3	1.6	2.0	1.6	0.5	-1.1%p
당기순이익	23	180	183	194	-139	-32	149	231	581	209	-64.0%
%	0.3	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.3	1.6	2.0	1.6	0.5	-1.1%p

자료: 쌍용차, SK 증권 추정

<그림 1> 티볼리 내수/수출 판매 및 비중- 신형 출시 이후 3년 차 ASP와 Q를 위해 추가적인 신차출시 필요



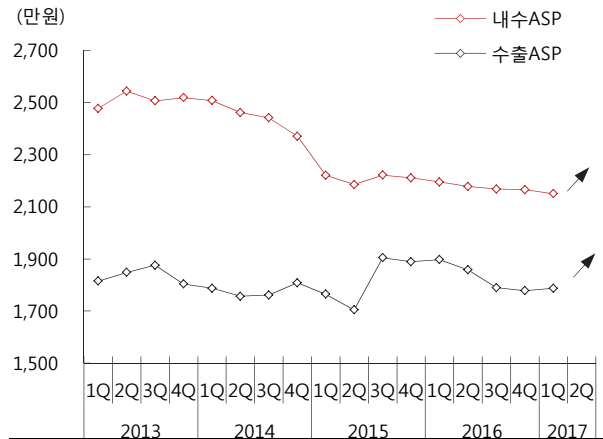
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 2> 17년 상반기 G4 렉스턴 출시 - 18년 이후 코란도스포츠, 코란도 C 등 신차대기



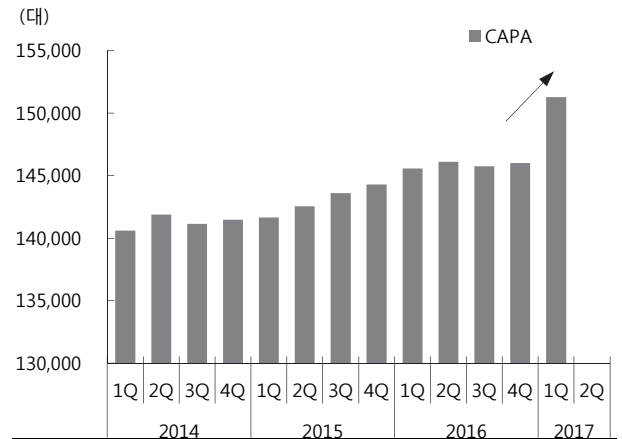
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 3> ASP 추이 - 내수/수출
신차출시 이후 ASP 개선 기대



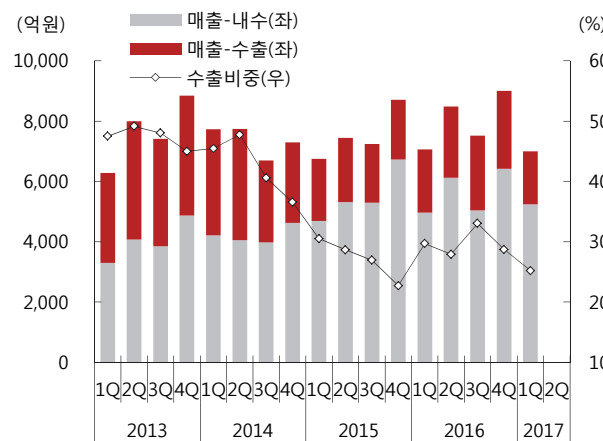
자료: 쌍용차, SK 증권 추정

<그림 4> 4분기 누적 CAPA 추이
-17년 1분기 운영 CAPA 확대



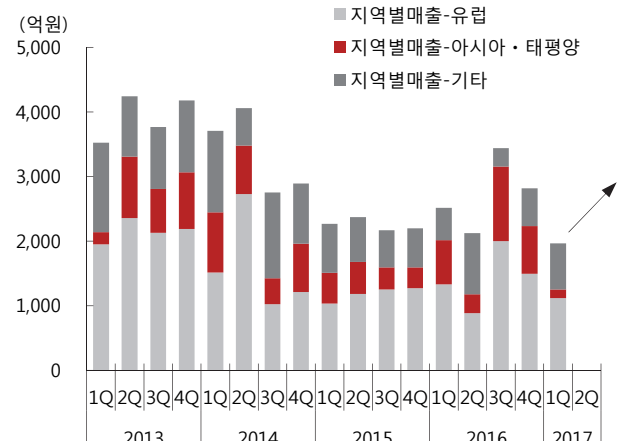
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 5> 내수/수출 매출 추이 - 주력시장 수요둔화로 수출 감소



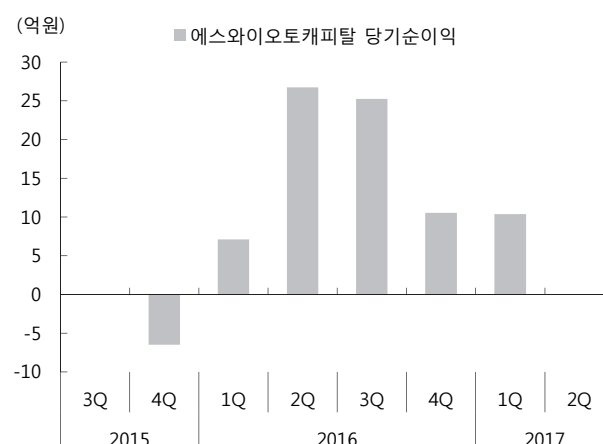
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 6> 최근 러시아 회복됨에 따라 유럽을 중심으로 수출회복 기대



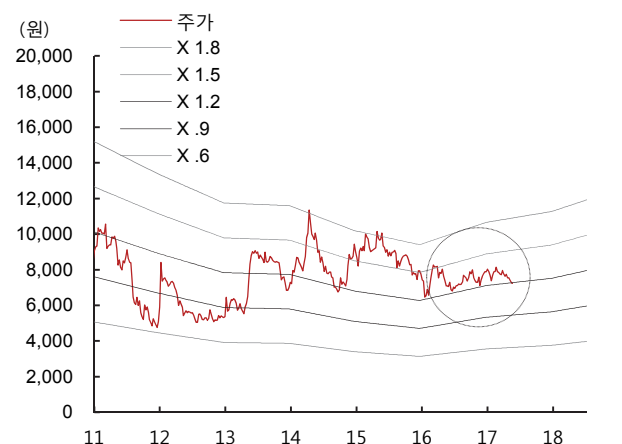
자료: 쌍용차, SK 증권

<그림 7> 에스와이오토캐피탈 당기순이익 추이 - 영업외 개선 기대



자료: 쌍용차, SK 증권

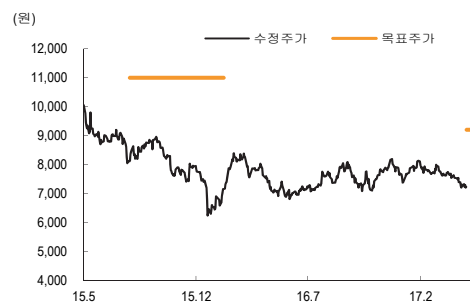
<그림 8> PBR 밴드차트 - 쌍용차



자료: 쌍용차, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.29	매수	9,200원
2016.02.22	담당자 변경	
2015.08.25	매수	11,000원
2015.07.23	Not Rated	
2015.07.07	Not Rated	
2015.06.19	Not Rated	



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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,139	6,818	7,136	7,331	8,322
현금및현금성자산	1,979	2,384	2,504	2,600	3,311
매출채권및기타채권	1,601	2,303	2,395	2,447	2,594
재고자산	2,477	2,050	2,084	2,130	2,258
비유동자산	14,253	14,816	15,752	16,470	17,137
장기금융자산	6	6	6	6	6
유형자산	11,878	11,990	12,392	12,706	12,964
무형자산	1,869	2,343	2,704	2,975	3,195
자산총계	20,392	21,634	22,889	23,801	25,459
유동부채	8,788	9,451	9,999	10,270	10,853
단기금융부채	1,532	1,878	2,134	2,234	2,334
매입채무 및 기타채무	6,053	6,350	6,563	6,706	7,109
단기충당부채	588	545	580	592	628
비유동부채	4,434	4,057	4,403	4,376	4,509
장기금융부채	375	125	150	200	250
장기매입채무 및 기타채무	126	55	55	55	55
장기충당부채	1,013	1,081	1,402	1,325	1,408
부채총계	13,221	13,507	14,402	14,646	15,362
지배주주지분	7,171	8,127	8,486	9,155	10,097
자본금	6,861	6,861	6,897	6,897	6,897
자본잉여금	1,307	1,307	1,322	1,322	1,322
기타자본구성요소	9	9	9	9	9
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,023	-38	171	741	1,584
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	7,171	8,127	8,486	9,155	10,097
부채외자본총계	20,392	21,634	22,889	23,801	25,459

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,018	2,453	2,507	2,503	3,115
당기순이익(손실)	-619	581	209	570	843
비현금성항목등	2,176	2,212	1,954	1,915	2,013
유형자산감가상각비	1,180	1,188	1,454	1,486	1,542
무형자산감가상각비	325	371	470	557	607
기타	685	701	182	13	14
운전자본감소(증가)	462	-340	344	19	260
매출채권및기타채권의 감소(증가)	56	-785	-95	-52	-147
재고자산감소(증가)	3	365	-59	-45	-128
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	334	265	354	143	403
기타	69	-185	144	-26	132
법인세납부	0	0	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-2,247	-2,080	-2,692	-2,407	-2,394
금융자산감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,504	-1,255	-2,000	-1,800	-1,800
무형자산감소(증가)	-669	-828	-828	-828	-828
기타	-75	3	136	221	234
재무활동현금흐름	640	33	307	-1	-10
단기금융부채증가(감소)	0	0	200	100	100
장기금융부채증가(감소)	652	65	147	50	50
자본의증가(감소)	23	0	51	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-35	-32	-92	-151	-160
현금의 증가(감소)	411	405	120	96	711
기초현금	1,568	1,979	2,384	2,504	2,600
기말현금	1,979	2,384	2,504	2,600	3,311
FCF	-463	-81	-446	-124	487

자료 : 쌍용차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	33,901	36,285	38,598	39,436	41,806
매출원가	28,688	30,368	32,834	34,349	36,413
매출총이익	5,213	5,918	5,763	5,087	5,393
매출총이익률 (%)	154	16.3	14.9	12.9	12.9
판매비와관리비	5,571	5,638	5,686	4,646	4,686
영업이익	-358	280	78	442	707
영업이익률 (%)	-1.1	0.8	0.2	1.1	1.7
비영업손익	-261	301	133	129	136
순금융비용	-20	-18	-54	-70	-74
외환관련손익	-24	24	42	35	37
관계기업투자등 관련손익	-3	38	37	37	39
세전계속사업이익	-619	581	211	570	843
세전계속사업이익률 (%)	-1.8	1.6	0.6	1.5	2.0
계속사업법인세	0	0	1	1	1
계속사업이익	-619	581	209	570	843
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-619	581	209	570	843
순이익률 (%)	-1.8	1.6	0.5	1.4	2.0
지배주주	-619	581	209	570	843
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.83	1.6	0.54	1.44	2.02
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-626	956	308	669	942
지배주주	-626	956	308	669	942
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,146	1,838	2,002	2,485	2,856

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	7.0	6.4	2.2	6.0
영업이익	적지	흑전	-72.3	468.7	60.1
세전계속사업이익	적지	흑전	-63.8	171.0	47.9
EBITDA	292.4	60.4	8.9	24.1	14.9
EPS(계속사업)	적지	흑전	-64.2	172.4	47.9
수익성 (%)					
ROE	-8.3	7.6	2.5	6.5	8.8
ROA	-3.1	2.8	0.9	2.4	3.4
EBITDA마진	3.4	5.1	5.2	6.3	6.8
안정성 (%)					
유동비율	69.9	72.1	71.4	71.4	76.7
부채비율	184.4	166.2	169.7	160.0	152.1
순차입금/자기자본	-1.2	-4.8	-3.5	-2.6	-7.9
EBITDA/이자비용(배)	86.8	227.8	20.4	16.5	17.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-451	423	152	413	611
BPS	5,226	5,923	6,152	6,637	7,319
CFPS	645	1,559	1,548	1,896	2,170
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	19.8	54.0	19.8	13.4
PER(최저)	N/A	14.7	47.4	17.4	11.8
PBR(최고)	2.1	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR	12.0	5.1	4.7	3.8	3.3
EV/EBITDA(최고)	15.5	7.6	6.9	5.6	4.7
EV/EBITDA(최저)	11.5	6.0	6.2	5.1	4.2