

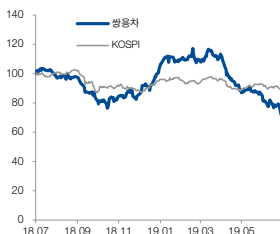
실적 부진으로 회복 지연 전망

현재주가 (7/29)	3,350원		
상승여력	16.4%		
시가총액	502십억원		
발행주식수	149,840천주		
자본금/액면가	749십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	5,460원/3,350원		
일평균 거래대금 (60일)	1십억원		
외국인지분율	80.08%		
주요주주	M&C Limited 74.65%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.2	-35.7	-30.4
상대주가(%)	-13.1	-29.8	-25.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	-292	146	5,500
After	-907	44	3,900
Consensus	-227	146	5,440
Cons. 차이	300.0%	-70.1%	-28.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2Q19 영업적자는 491억원(적지 yoy, OPM -5.3%) 기록, 컨센서스 크게 하회. 전년동기비 가동률 하락과 판매 감소로 판촉비 증가, 신차 출시로 인한 감가비, 투자비 증가에 기인
- 개소세 인하 연장으로 내수 티볼리 F/L(6월), 코란도 가솔린(8월) 출시 후 볼륨은 4Q19까지 증가 기대되나, 1) 경쟁사 신차 출시, 2) 수출 회복 지연으로 BEP 4.0만대 달성 기대 낮아짐
- 투자조건 BUY 유지, 목표주가 기존 5,300원에서 3,900원으로 26.4% 하향. 2019년 판매 목표 달서 어려울 것으로 전망됨에 따라 향후 판매 전망치 및 실적 추정치 하향 조정 기인

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2Q19 Review: 경쟁 환경 악화로 실적 회복 지연, 적자 심화
 - 1) 매출액 9,350억원(-0.7% yoy, +0.2% qoq), 영업적자 491억원(적자확대 yoy, 적자확대 qoq, OPM -5.3%), 지배순적자 515억원(적지 yoy, 적지 qoq) 기록
 - 2) 영업이익 컨센서스 -40억원(OPM -0.4%)과 당사 추정치 -60억원(OPM 0.6%) 모두 하회
 - 3) 요인 분석: 신규 차량 투입에 따른 감가상각비는 하반기로 갈수록 증가(2018년 2,150억 원 vs. 2019년 예상 2,600억 원)하고, 경쟁차종 출시로 최근월 내수 판매 감소로 판촉비가 증가하는 등 판매 증가 둔화, 원가 부담 증가해 2Q19 이후 영업이익 회복 시점 지연
- Key Takeaways: 신차 출시로 인한 BEP 달성 여부가 관건
 - 1) 연간 판매목표 16.0만대 달성 불투명: 2H19 티볼리 F/L, 코란도 가솔린 출시 예정이나 경쟁사 유사 차급 신차 출시가 이어지며 6월 이후 판매 성장이 둔화, 감소
 - 2) 4Q19 BEP 달성 여부가 관건: 감가비, 고정비 증가로 손익분기점 달성이 분기 4.0만대 이상으로 높아짐. 수출 지역 수요 부진에 따른 감소 및 유럽 가솔린 수요 대응이 4Q19 예정되어 예상보다 판매 회복 지연
 - 3) 2020년 투리스모 등 신차로 생산 중단된 평택 2공장 라인 재개 시 이익 개선 기대

3) 주가전망 및 Valuation

- 쌍용차는 중국, 러시아 수출 차질 이후 RV 중심 신차 리뉴얼을 통한 내수 시장 기반 다지기 전략 성공적으로 수행. 국내 RV 신모델 공급 확대로 경쟁강도 강화되나 2020년 투리스모까지 전 모델 리뉴얼되며 평택2공장 가동 재개로 이익 턴어라운드 기대. 장기적으로 마힌드라와의 원가절감 시너지가 관건
- 다만, 이번 실적 부진으로 예상과 달리 4Q19 흑자 전환 기대감 하향될 전망. 손익분기 이상의 볼륨 달성 여부에 따라 과거 사례와 같이 경쟁사와의 P/S 할인을 해소할 수 있을 것으로 기대.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	3,494.6	-65.3	-65.8	113.7	-478	N/A	N/A	0.91	6.4	-8.3	0.0
2018	3,704.8	-64.2	-61.8	148.2	-448	N/A	N/A	0.79	4.3	-8.4	0.0
2019F	3,851.4	-136.4	-135.2	120.4	-907	N/A	N/A	0.90	6.4	-20.8	0.0
2020F	3,958.4	2.8	6.5	284.7	44	N/A	83.3	0.89	2.9	1.1	0.0
2021F	4,302.7	11.7	15.3	312.7	102	133.6	35.7	0.87	2.8	2.5	0.0

*K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 쌍용차 2Q19 Review: 영업적지는 491억원을 기록해 컨센서스 크게 하회

(십억원, %, %p)

	분기 실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q19P	2Q18	1Q19	(yoy)	(QoQ)	2Q19	대비	2Q19	대비
매출액	935.0	941.9	933.2	(0.7)	0.2	1,080.2	(13.4)	1,094.7	(14.6)
영업이익	(49.1)	(7.5)	(27.8)	적지	적지	-6.0	-	-4.0	-
세전이익	(51.5)	(5.4)	(26.1)	적지	적지	-4.8	-	-4.9	-
지배순이익	(51.5)	(5.4)	(26.1)	적지	적지	-4.8	-	-1.2	-
영업이익률(%)	(5.3)	(0.8)	(3.0)	(4.5)	(2.3)	(0.6)	(4.7)	(0.4)	(4.9)
세전이익률(%)	(5.5)	(0.6)	(2.8)	(4.9)	(2.7)	(0.4)	(5.1)	(0.4)	(5.1)
지배순이익률(%)	(5.5)	(0.6)	(2.8)	(4.9)	(2.7)	(0.4)	(5.1)	(0.1)	(5.4)

자료: 쌍용차, Fnguide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 쌍용차 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	3,851	3,958	4,169	4,490	-7.6%	-11.8%
영업이익	-136	3	-48	18	-	-
세전이익	-135	7	-43	22	-	-
당기순이익	-135	7	-43	22	-	-

자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

목표 P/S(배)	0.15	①, 과거 1년 P/S 하단 ②, 12개월 선행 SPS, 현대차증권 추정치 ① X ② (기존 5,300원 대비 26.4% 하향) 기준 주가 (2019.07.29)
적용 EPS(원)	25,987	
목표 주가(원)	3,900	
전일 종가(원)	3,300	
Upside Potential (%)	15.0%	
투자 의견	BUY	

자료: 쌍용차, 현대차증권

〈그림1〉 P/B 밴드



자료: 쌍용차, 현대차증권

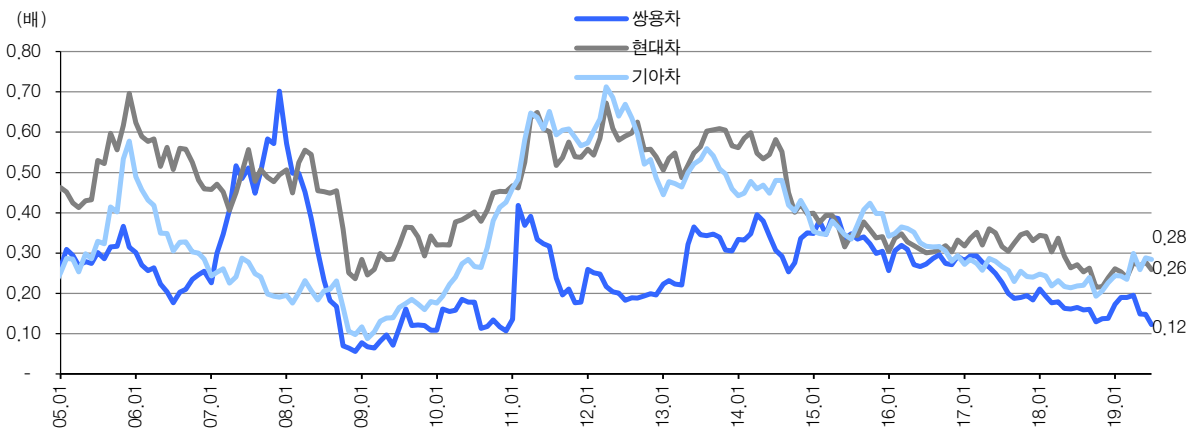
〈표4〉 쌍용차 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	808.8	741.9	901.5	1,052.7	933.2	935.0	908.6	1,074.6	3,704.8	3,851.4	3,958.4
영업이익	(31.3)	(7.5)	(-22.0)	(3.5)	(27.8)	(49.1)	(59.7)	0.2	(64.2)	(136.4)	2.8
세전이익	(34.2)	(5.4)	(18.2)	(3.9)	(26.1)	(51.5)	(58.9)	1.3	(61.8)	(135.2)	6.5
지배순이익	(34.2)	(5.4)	(18.2)	(3.9)	(26.1)	(51.5)	(58.9)	1.3	(61.8)	(135.2)	6.5
영업이익률	(3.9)	(0.8)	(2.4)	(0.3)	(3.0)	(5.3)	(6.6)	0.0	(1.7)	(3.5)	0.1
세전이익률	(4.2)	(0.6)	(2.0)	(0.4)	(2.8)	(5.5)	(6.5)	0.1	(1.7)	(3.5)	0.2
순이익률	(4.2)	(0.6)	(2.0)	(0.4)	(2.8)	(5.5)	(6.5)	0.1	(1.7)	(3.5)	0.2
% yoy											
매출액	2.5	4.3	0.1	16.7	15.4	(0.7)	0.8	2.1	6.0	4.0	2.8
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
지배순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
% qoq											
매출액	(10.4)	16.5	(4.3)	16.8	(11.3)	0.2			-		
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-		
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-		
지배순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-		
판매대수(대)	30,664	36,428	35,136	41,063	34,851	35,426	34,152	40,571	143,291	145,000	148,000
내수	23,988	27,517	26,567	31,068	27,305	28,600	27,452	31,571	109,140	114,973	116,180
수출	6,676	8,91	8,569	9,995	7,501	6,826	6,700	9,000	34,151	30,027	31,820

자료: 쌍용차, 현대차증권

〈그림2〉 P/S 밴드 (현대차, 기아차, 쌍용차): 2009년 기아차 흑자전환 당시 P/S가 0.1배에서 0.7배까지 빠르게 상승 현대차와 격차 축소, 4Q19 쌍용차 흑자 전환 이후 영업 정상화 시 과거 3년 평균 0.19배-현대/기아차 P/S 0.26~0.28배까지 격차 축소 기대



자료: 현대차증권

주요질의 응답

1. (실적) 실적 부진 요인은?

- 1) 볼륨 부진 요인: 수출 감소 영향
 - 내수는 소폭 증가했지만 수출이 크게 감소
 - 이집트 규제 변화 있었음. 유럽과 FTA 체결 이후 40% 관세이슈로 당사의 가격 경쟁력 축소
 - 남미 환율 악화 경제 둔화되며 물량 줄어든 시장 다수
- 2) 손익 부진: 신차 투입에 따른 고정비 증가 영향
 - 수출액은 전년동기대비 유사한 수준이었으나
 - 프로젝트 투자비 지출 증가와 감가상각비 증가
 - 렉스턴 스포츠 칸 1월, 뷰티풀 코란도 3월 등 신차 출시 때문
 - 새로운 모델의 판촉비 증가로 재무적으로 손익 악화

2. (판매량) 하반기 판매량 전망은?

- 1) 하반기 판매량 증가 기대
 - 주요 신차 출시로 물량 증가 기대
 - 통상적으로 하반기 물량 증가하는 트렌드 기대
 - 코란도 가솔린 곧 런칭 예정
 - 해당 세그먼트는 최근 가솔린 SUV 수요 좋아 관련해 수혜 볼 것으로 기대
 - 신규 코란도와 티볼리 F/L 수출 시작 시 물량도 수혜 볼 수 있을 것
- 2) 판매 목표 16만대 달성 가능성 낮음
 - 상반기 7만대 기준으로 연말까지 목표 달성 어려워 보임
 - 상반기 대비 볼륨 증가는 기대되나 경쟁 심화
 - 코란도 가솔린, 티볼리 F/L 출시에도 쉽지 않을 것

3. (손익) 비용 증가 수준과 원가 절감 가능성은?

원가 절감 전략: 마힌드라와 시너지 위해 쌍용차 내 특정 팀 가동해 시너지 작업 진행 중

1) 부품 공용화나 소싱 협업

- 공동 서플라이어 구하거나 부품 공용화를 통해 원가 개선 목표
- 티볼리 플랫폼을 마힌드라로 보내 올해 초 SUV300 런칭
- 이를 통해 현지 부품 로컬라이즈 되는 중
- 인도에서 부품 구매해 수혜 보는 부분 고려 중
- 향후 티볼리 원가 개선에 도움 될 것
- 현재는 아직 적용 없고 확대 시 수혜 기대

2) 제품 및 부품 개발단계 R&D팀간 협력

- 2020년 출시 전기차나 수동 변속기 부분, 커넥티드 카, 경량화 등 협업
- 현재 숫자 환산된 부분 없고 협력분야 발굴 계획

4. (리콜) 티볼리 가솔린 무상 점검, 3Q19 재무 영향 있는지?

1) 큰 문제 없을 것

- 뉴스로 크게 보도 되었으나 소프트웨어 이슈로 판단. 재무 영향 적을 것

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	3,851	3,958	4,303
증가율 (%)	-3.7	6.0	4.0	2.8	8.7
매출원가	2,979	3,243	3,411	3,380	3,668
매출원가율 (%)	85.2	87.5	88.6	85.4	85.2
매출총이익	516	462	441	579	635
매출이익률 (%)	14.8	12.5	11.4	14.6	14.8
증가율 (%)	-12.8	-10.4	-4.7	31.3	9.7
판매관리비	581	526	577	576	623
판매비율(%)	16.6	14.2	15.0	14.6	14.5
EBITDA	114	148	120	285	313
EBITDA 이익률 (%)	3.3	4.0	3.1	7.2	7.3
증가율 (%)	-38.2	30.3	-18.8	136.5	9.8
영업이익	-65	-64	-136	3	12
영업이익률 (%)	-1.9	-1.7	-3.5	0.1	0.3
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	317.9
영업외손익	-2	1	-1	2	1
금융수익	26	13	20	22	23
금융비용	22	13	18	21	21
기타영업외손익	-6	1	-2	0	0
종속/관계기업관련손익	1	2	2	2	3
세전계속사업이익	-66	-62	-135	7	15
세전계속사업이익률	-1.9	-1.7	-3.5	0.2	0.4
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	135.4
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-66	-62	-135	7	15
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-66	-62	-135	7	15
당기순이익률 (%)	-1.9	-1.7	-3.5	0.2	0.4
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	135.4
지배주주지분 순이익	-66	-62	-135	7	15
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	23	-20	0	0	0
총포괄이익	-43	-82	-136	7	15

(단위:십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	204	177	188	313	348
당기순이익	-66	-62	-135	7	15
유형자산 상각비	128	142	166	173	174
무형자산 상각비	51	71	91	109	127
외환손익	-6	0	4	4	4
운전자본의 감소(증가)	-9	-50	48	23	30
기타	106	76	15	-2	-2
투자활동으로인한현금흐름	-278	-258	-353	-368	-386
투자자산의 감소(증가)	-1	-2	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-158	-137	-191	-180	-180
기타	-119	-120	-162	-189	-206
재무활동으로인한현금흐름	50	21	153	46	48
차입금의 증가(감소)	58	5	62	16	16
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	-45	51	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-12	62	40	30	32
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-23	-59	-12	-10	10
기초현금	238	215	156	144	135
기말현금	215	156	144	135	144

* K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	655	571	567	557	582
현금성자산	215	156	144	135	145
단기투자자산	0	1	1	1	1
매출채권	187	157	162	161	167
채고자산	228	229	225	224	232
기타유동자산	24	28	35	37	38
비유동자산	1,593	1,635	1,747	1,832	1,916
유형자산	1,240	1,228	1,258	1,265	1,271
무형자산	303	354	422	497	573
투자자산	16	17	19	21	24
기타비유동자산	34	35	48	48	48
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,248	2,206	2,314	2,389	2,497
유동부채	1,007	995	1,111	1,147	1,207
단기차입금	151	173	223	255	287
매입채무	527	535	554	551	571
유동성장기부채	13	5	5	2	1
기타유동부채	316	282	329	338	348
비유동부채	466	517	596	628	661
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	75	131	147	163
장기금융부채 (리스포함)	0	0	6	6	6
기타비유동부채	396	442	459	475	492
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,473	1,512	1,706	1,775	1,868
지배주주지분	775	693	607	614	629
자본금	690	690	749	749	749
자본잉여금	132	87	78	78	78
자본조정 등	1	1	0	0	0
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	-49	-86	-221	-214	-199
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	775	693	607	614	629

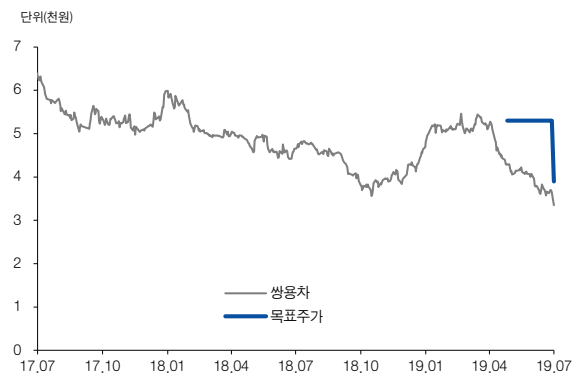
(단위: 원,백,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	-477	-448	-907	43	102
EPS(지배순이익 기준)	-477	-448	-907	43	102
BPS(자본총계 기준)	5,619	5,026	4,054	4,098	4,200
BPS(지배지분 기준)	5,619	5,026	4,054	4,098	4,200
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	-10.7	-8.8	-4.0	84.7	35.7
P/E(지배순이익 기준)	-10.7	-8.8	-4.0	84.7	35.7
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	6.4	4.3	6.4	2.9	2.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-212.8	-6.1	102.3	-104.8	133.6
EPS(지배순이익 기준)	-212.8	-6.1	102.3	-104.8	133.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.3	-8.4	-20.8	1.1	2.5
ROE(지배순이익 기준)	-8.3	-8.4	-20.8	1.1	2.5
ROA	-3.0	-2.8	-6.0	0.3	0.6
안정성 (%)					
부채비율	190.0	218.1	280.9	289.1	296.8
순차입금비율	2.4	13.9	37.5	46.2	51.1
이자보상배율	-71.0	-66.6	-20.3	0.3	1.1

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/05/24	BUY	5,300	-25.8	-19.0
19/07/30	BUY	3,900	-	-

▶ 최근 2년간 쌍용차 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.07.01~2019.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	148건	89.16%
보유	18건	10.84%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.