

Company Note

2019. 10. 21

쌍용차(003620)

Marketperform / TP 3,000원

자동차 Analyst 장문수

02) 3787-2639

joseph@hmcib.com

이어지는 실적 부진으로 주가 할인 지속

현재주가(10/18)	2,655원
상승여력	13.0%
시가총액	398십억원
발행주식수	149,840천주
자본금/액면가	749십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	5,460원/2,655원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	79.78%
주요주주	74.66%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-15.6 -25.7 -49.7
상대주가(%p)	-15.2 -25.5 -46.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	-907	44	3,900
After	-1,485	-966	3,000
Consensus	-907	43	3,900
Cons. 차이	63.8%	-2326.4%	-23.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 3Q19 영업적자는 1,052억원(적지 yoy, OPM -11.6%) 기록, 컨센서스 크게 하회. 전년동기비 가동률 하락과 판매 감소로 판촉비 증가, 신차 출시로 인한 감가비, 투자비 증가에 기인
- 주요국 수출 악화로 내수 의존도가 높아진 가운데 국내 경쟁차종 출시로 내수 티볼리 F/L(6월), 코란도 가솔린(8월) 신차 효과 제한적. BEP 분기 4.0만대 초과 달성 한계
- 목표가는 기존 3,900원에서 3,000원으로 23.1% 하향. 당사 주요모델의 경쟁신차 출시로 신차 일정 지연 혹은 신차 효과 제한 전망. 목표 Valuation(P/S)를 지난 1년 평균 0.15배에서 하단 0.12배로 낮췄으며 주가 상승여력 반영해 투자이건 또한 Marketperform으로 하향

2) 주요이슈 및 실적전망

- 3Q19 Review: 경쟁 환경 악화로 예상보다 부진한 내수 실적, 적자 심화
 - 1) 매출액 8,364억원(-7.2% yoy, -10.5% qoq), 영업적자 1,052억원(적자확대 yoy, 적자확대 qoq, OPM -12.6%), 지배순적자 1,079억원(적자확대 yoy, 적자확대 qoq) 기록
 - 2) 영업이익 컨센서스 -597억원(OPM -6.6%)와 당사 추정 -597억원(OPM -6.6%) 모두 하회
 - 3) 요인 분석: 신규 차량 투입에 따른 감가상각비 영향과(2018년 2,150억원 vs. 2019년 예상 2,600억원, 분기 250억원 증가), 경쟁차종 출시로 내수 판매 감소로 판촉비가 증가하는 등 판매 증가 둔화. 판매 부진 영향으로 일부 가동 중단 등 고정비 부담도 증가
- Key Takeaways: 신차 출시로 인한 BEP 달성 여부가 관건
 - 1) 연간 판매목표 160만대 달성 불투명: 2H19 티볼리 F/L, 코란도 가솔린 출시 예정이나 경쟁사 유사 차급 신차 출시가 이어지며 6월 이후 판매 둔화가 최근까지 지속
 - 2) 4Q19 BEP 달성 어려울 전망: 감가비, 고정비 증가로 손익분기점 달성이 분기 4.0만대 이상으로 높아짐. 내수 경쟁 심화로 점유율 하락, 수출 지역 수요 부진에 따른 감소 단, 유럽 코란도 가솔린 대응이 4Q19 예정되어 수출은 일부 회복 기대
 - 3) 투리스모 생산 중단으로 평택 2공장 라인 축소. 신차 출시로 생산 재개 시 이익 개선 기대되나 기아 카니발 출시 시점이 중복되며 출시 시점 결정 부담

3) 주가전망 및 Valuation

- 쌍용차는 중국, 러시아 수출 차질 이후 RV 중심 신차 리뉴얼을 통한 내수 시장 기반 다지기 전략 수행. 그러나 국내 RV 경쟁 신차 출시로 점유율 하락, 2020년 투리스모까지 경쟁차종과 경합하며 평택2공장 가동 회복 시점 지연
- 이어지는 실적 부진으로 흑자 전환 기대감 하향. 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	3,682.6	-219.1	-221.4	45.7	-1,485	231.4	N/A	0.76	15.2	-36.5	0.0
2020F	3,806.3	-148.5	-144.7	134.9	-966	N/A	N/A	1.06	6.3	-32.2	0.0
2021F	4,146.1	-163.0	-161.7	129.5	-1,079	11.7	N/A	1.85	7.9	-54.7	0.0

*K-IFRS 연결 기준

COMPANY NOTE

〈표1〉 쌍용차 3Q19 Review: 영업적지는 1,052억원을 기록해 컨센서스 크게 하회

(십억원, %, %p)

	분실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q19P	3Q18	2Q19	(yoy)	(QoQ)	3Q19	대비	3Q19	대비
매출액	836.4	901.5	935.0	(7.2)	(10.5)	908.6	(7.9)	908.6	(7.9)
영업이익	(105.2)	(22.0)	(49.1)	적지	적지	(59.7)	-	(59.7)	-
세전이익	(107.9)	(18.2)	(51.4)	적지	적지	(58.9)	-	(58.9)	-
지배순이익	(107.9)	(18.2)	(51.4)	적지	적지	(58.9)	-	-	-
영업이익률(%)	(12.6)	(2.4)	(5.3)	(10.1)	(7.3)	(6.6)	(6.0)	(6.6)	(6.0)
세전이익률(%)	(12.9)	(2.0)	(5.5)	(10.9)	(7.4)	(6.5)	(6.4)	(6.5)	(6.4)
지배순이익률(%)	(12.9)	(2.0)	(5.5)	(10.9)	(7.4)	(6.5)	(6.4)	-	-

자료: 쌍용차, Fnguide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 쌍용차 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	3,682	3,806	3,851	3,958	-4.4%	-3.8%
영업이익	-219	-148	-136	3	-	-
세전이익	-221	-144	-135	7	-	-
당기순이익	-221	-144	-135	7	-	-

자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

목표 P/S(배)	0.12	①, 과거 1년 P/S 하단
적용 SPS(원)	25,167	②, 12개월 선행 SPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	3,000	① X ② (기존 3,900원 대비 23.1% 하향)
전일 종가(원)	2,655	기준 주가 (2019.10.18)
Upside Potential (%)	13.0%	
투자 의견	Marketperform	투자 의견 하향

자료: 쌍용차, 현대차증권

〈그림1〉 P/B 밴드



자료: 쌍용차, 현대차증권

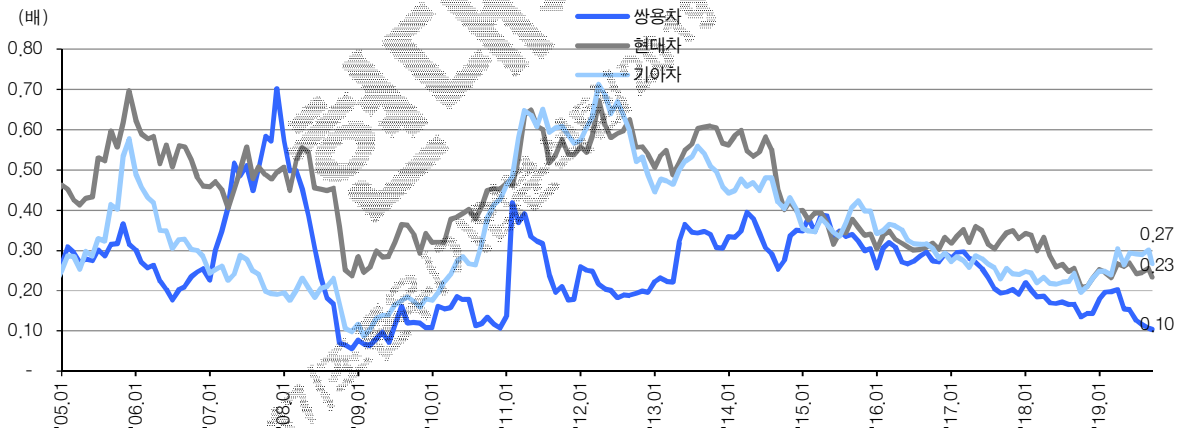
〈표4〉 쌍용차 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	808.8	941.9	901.5	1,052.7	933.2	935.0	836.4	978.0	3,704.8	3,682.6	3,806.3
영업이익	(31.3)	(7.5)	(22.0)	(3.5)	(27.8)	(49.1)	(105.2)	(37.0)	(64.2)	(219.1)	(148.5)
세전이익	(34.2)	(5.4)	(18.2)	(3.9)	(26.1)	(51.4)	(107.9)	(35.9)	(61.8)	(221.4)	(144.7)
지배순이익	(34.2)	(5.4)	(18.2)	(4.0)	(26.1)	(51.4)	(107.9)	(35.9)	(61.8)	(221.4)	(144.7)
영업이익률	(3.9)	(0.8)	(2.4)	(0.3)	(3.0)	(5.3)	(12.6)	(3.8)	(1.7)	(6.0)	(3.9)
세전이익률	(4.2)	(0.6)	(2.0)	(0.4)	(2.8)	(5.5)	(12.9)	(3.7)	(1.7)	(6.0)	(3.8)
순이익률	(4.2)	(0.6)	(2.0)	(0.4)	(2.8)	(5.5)	(12.9)	(3.7)	(1.7)	(6.0)	(3.8)
% yoy											
매출액	2.5	4.3	0.1	16.7	15.4	(0.7)	(7.2)	(7.1)	6.0	(0.6)	3.4
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% qoq											
매출액	(10.4)	16.5	(4.3)	16.8	(11.3)	0.2	(10.5)	16.9	-	-	-
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	31,126	36,597	143,291	138,000	141,500
내수	23,988	27,517	26,567	31,068	27,350	28,600	24,020	27,597	109,140	107,567	111,078
수출	6,676	8,91	8,569	9,995	7,501	6,826	7,106	9,000	34,151	30,433	30,423

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, 쌍용차 흑자 전환이 지연됨에 따라 영업 정상화 시 P/S 자평가는 지속될 것으로 판단



자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

주요질의 응답

1. (전략) 수출과 내수 부진에 대한 개선책?

- 1) 미국/러시아 부진과 타지역 수출 확대 노력
 - 수출 증대를 위해 신시장 개척해오고 있지만 어려운 일이며 시간이 소요될 예정
 - 수출시장에서 코란도 가솔린 모델의 반응이 괜찮았다
 - 렉스턴 스포츠 칸 판매 또한 호조세
- 2) 내수 부진 개선책
 - 내수 판매 점점 증가하고 있으나 경쟁 심화로 어려운 상황
 - 코란도 디젤 출시했으며, 가솔린으로 변화하는 시장에 맞춰 8월 가솔린 모델 출시
 - 단기적으로 경제 둔화와 자영업 군의 어려운 상황 반영
 - 하지만 장기적으로 성장 할 수 있을 것이라고 생각

2. (비용) 감가상각비, 프로젝트 비용등의 증가 가능성?

- 1) 하반기 판매량 증가 기대
 - 정확한 숫자를 밝히기는 어려움
 - 신규 프로젝트와 투자 등으로 매 분기 200~250억 가량 비용 증가
 - 규제와 관련한 개발비용 증가
 - 경쟁 심화로 인해 프로모션과 마케팅 등에 들어가는 비용 증가
- 2) 매출원가율
 - 정확한 수치를 밝히기는 어려우나 비용 크게 증가했으며 따라서 매출원가율 상승
 - 인건비는 그대로지만 물량이 줄었음
 - 이로 인해 몇 일 섰다운 한 적 있으며 Capa 최대 효율 달성 실패로 원가율 상승

3. (전망) 4Q19에 대한 전망?

- 1) 4분기가 3분기보다 나을 것
 - 3분기보다 나아질 것으로 전망
 - 역사적으로 4분기가 3분기보다 나았으며 앞으로도 그럴 것
 - 요인으로는 대표적으로 영업 일수의 차이가 있음
- 2) BEP
 - 어려워진 환경 속에서 BEP 달성하기 어려울 것으로 생각
 - 하지만 4분기가 3분기보다 나아질 것으로 전망

4. (해외) 사우디 라이선스 계약의 신뢰성?

- 1) 큰 문제 없을 것
 - 2년 전에 비해 자신감이 있다
 - 과거에는 MOU에도 불구하고 사우디 정치적 불확실성으로 프로젝트 추진부진
 - 하지만 이번에는 관련 불확실성이 해소되었으며 페이먼트도 확보한 상황
- 2) 시장전망
 - 2021년을 목표로 텍스틴 스포츠 칸을 출시할 예정
 - 이를 통해 현지에서 기회를 창출 할 것
 - 사우디 여성 운전자의 증가 등으로 시장에 기회 존재

5. (전기차) 전기차 출시에 관련한 투자 비용?

- 1) 전기차 개발에 매진 중
 - 기존 코란도 플랫폼 등의 전동화로 전기차 생산 예정
 - 마힌드라와 협업을 통해 비용 절감 및 시너지 창출 기대
 - 내년이나 내후년 정도 런칭 가능성
- 2) 포드와 마힌드라의 전기차 개발 협력 영향
 - 포드, 마힌드라, 쌍용차 간의 주기적 대화를 통해 기회 창출 모색 중
 - 시너지 창출에 대한 긍정적 시그널을 보이고 있다

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,495	3,705	3,683	3,806	4,146
증가율 (%)	-3.7	6.0	-0.6	3.4	8.9
매출원가	2,979	3,243	3,346	3,400	3,702
매출원가율 (%)	85.2	87.5	90.9	89.3	89.3
매출총이익	516	462	337	406	444
매출이익률 (%)	14.8	12.5	9.1	10.7	10.7
증가율 (%)	-12.8	-10.4	-27.2	20.6	9.4
판매관리비	581	526	556	554	607
판매비율(%)	16.6	14.2	15.1	14.6	14.6
EBITDA	114	148	46	135	130
EBITDA 이익률 (%)	3.3	4.0	1.2	3.5	3.1
증가율 (%)	-38.2	30.3	-69.2	195.4	-4.0
영업이익	-65	-64	-219	-148	-163
영업이익률 (%)	-1.9	-1.7	-6.0	-3.9	-3.9
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
영업외손익	-2	1	-4	2	-1
금융수익	26	13	25	40	40
금융비용	22	13	30	39	42
기타영업외손익	-6	1	0	0	0
종속/관계기업관련손익	1	2	2	2	3
세전계속사업이익	-66	-62	-221	-145	-162
세전계속사업이익률	-1.9	-1.7	-6.0	-3.8	-3.9
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-66	-62	-221	-145	-162
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-66	-62	-221	-145	-162
당기순이익률 (%)	-1.9	-1.7	-6.0	-3.8	-3.9
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-66	-62	-221	-145	-162
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	23	-20	0	0	0
총포괄이익	-43	-82	-222	-145	-162

(단위:십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	204	177	99	175	172
당기순이익	-66	-62	-221	-145	-162
유형자산 상각비	128	142	174	179	171
무형자산 상각비	51	71	91	104	122
외환손익	-6	0	8	9	9
운전자본의 감소(증가)	-9	-50	7	29	35
기타	106	76	40	-2	-3
투자활동으로인한현금흐름	-278	-258	-323	-329	-346
투자자산의 감소(증가)	-1	-2	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-158	-137	-182	-140	-140
기타	-119	-120	-142	-189	-206
재무활동으로인한현금흐름	50	21	183	157	159
차입금의 증가(감소)	58	5	155	161	161
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	-45	50	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-12	62	-21	-4	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-23	-59	-41	3	-15
기초현금	238	215	156	115	118
기말현금	215	156	115	118	103

* K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	655	571	499	516	527
현금성자산	215	156	115	118	103
단기투자자산	0	1	0	0	0
매출채권	187	157	147	153	163
채고자산	228	229	205	212	226
기타유동자산	24	28	32	33	35
비유동자산	1,593	1,635	1,700	1,738	1,785
유형자산	1,240	1,228	1,232	1,193	1,162
무형자산	303	354	400	476	551
투자자산	16	17	19	21	24
기타비유동자산	34	35	48	48	48
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,248	2,206	2,199	2,254	2,313
유동부채	1,007	995	1,088	1,255	1,442
단기차입금	151	173	265	409	553
매입채무	527	535	504	522	557
유동성장기부채	13	5	6	3	1
기타유동부채	316	282	312	322	331
비유동부채	466	517	590	622	656
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	75	124	140	156
장기금융부채 (리스포함)	0	0	6	6	6
기타비유동부채	396	442	459	476	493
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,473	1,512	1,677	1,878	2,098
지배주주지분	775	693	521	377	215
자본금	690	690	749	749	749
자본잉여금	132	87	77	77	77
자본조정 등	1	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	-49	-86	-307	-452	-613
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	775	693	521	377	215

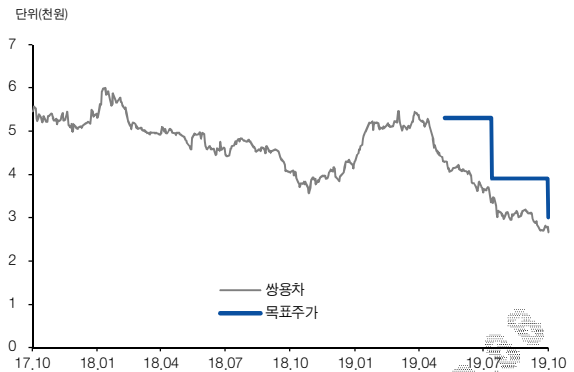
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	-477	-448	-1,485	-966	-1,079
EPS(지배순이익 기준)	-477	-448	-1,485	-966	-1,079
BPS(자본총계 기준)	5,619	5,026	3,480	2,514	1,435
BPS(지배지분 기준)	5,619	5,026	3,480	2,514	1,435
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	-10.7	-8.8	N/A	N/A	N/A
P/E(지배순이익 기준)	-10.7	-8.8	N/A	N/A	N/A
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.8	0.76	1.06	1.85
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.8	0.76	1.06	1.85
EV/EBITDA(Reported)	6.4	4.3	15.2	6.3	7.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-212.8	-6.1	231.4	-35.0	11.7
EPS(지배순이익 기준)	-212.8	-6.1	231.4	-35.0	11.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.3	-8.4	-36.5	-32.2	-54.7
ROE(지배순이익 기준)	-8.3	-8.4	-36.5	-32.2	-54.7
ROA	-3.0	-2.8	-10.1	-6.5	-7.1
안정성 (%)					
부채비율	190.0	218.1	321.7	498.4	975.7
순차입금비용	2.4	13.9	56.5	119.1	289.6
이자보상배율	-71.0	-66.6	-38.2	-12.7	-10.5

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/05/24	BUY	5,300	-25.8	-19.0
19/07/30	BUY	3,900	-22.4	-11.2
19/10/21	M.PERFORM	3,000	-	-

▶ 최근 2년간 쌍용차 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 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.

▶ 투자이견 분류

- ▶ 업종 투자이견 분류 현대차투자증권의 업종투자이견은 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 종목투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	143건	87.73%
보유	20건	12.27%
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.