

쌍용차 (003620)

마힌드라와 플랫폼 협력 추진

3Q19 Review: 영업이익률 -12.6% 기록

3분기 매출액은 8,364억원(-7% (YoY))을 기록했다. ASP는 상승했으나 코란도를 제외한 주요 차종의 판매 부진으로 판매량이 전년 동기 대비 11% 감소하면서 매출액이 감소했다. 영업이익은 -1,052억원(적자확대, 영업이익률 -12.6%, -10.1%p)로 적자폭이 확대되었다. 매출원가율과 판매비율이 가동률 하락에 따른 고정비 부담과 감가상각비용/프로젝트비용의 상승으로 각각 97.0%(+9.1%p)/15.6%(+1.1%p)로 상승했다. 순이익은 -1,079억원으로 적자폭이 확대되었다.

3Q19 판매: 내수는 경쟁심화, 수출도 부진

3분기 판매는 3.1만대(-11% (YoY))를 기록했다. 내수판매는 10% (YoY) 감소한 2.4만대였다. 코란도가 3월 신차 출시, 8월 가솔린 모델 출시로 369% (YoY) 증가한 0.4만대를 기록했지만, 티볼리는 6월 F/L 출시에도 불구하고, 경쟁심화로 25% (YoY) 감소한 0.8만대를 기록했다. 렉스턴스포츠/G4렉스턴 판매도 각각 10%/32% (YoY) 감소한 0.9만대/0.3만대였다.

3분기 수출은 17% (YoY) 감소한 7,106대를 기록했다. 코란도/렉스턴스포츠는 343%/5% (YoY) 증가한 2,772대/1,005대였고, 티볼리/렉스턴은 61%/33% (YoY) 감소한 1,751대/1,002대였다. 지역별 비중은 서유럽 44%(+6%p (YoY)), 아시아태평양 25%(+15%p), 남미 18%(-9%p), 기타 13%(-12%p)였다. 코란도 가솔린 모델 출시로 서유럽 비중이 상승했고, 인도/호주 판매 증가로 아시아태평양 비중도 높아졌다.

실적발표 IR의 주요 내용: 연간 BEP 달성 어려움. 대주주와 플랫폼 협력 추진

3분기는 내수시장 경쟁심화와 수출 부진으로 전체 판매가 감소했다. 내수에서 일부 모델은 경기둔화로 인한 단기적 영향이 크기에 점진적으로 개선될 것으로 보고 있다. 수출은 코란도 가솔린 모델 출시로 회복될 것을 기대 중이다. 2021년부터 사우디에서 렉스턴 스포츠/칸 모델을 현지 조립 및 생산할 예정이다.

3분기 실적은 프로젝트비용/감가상각비용이 분기마다 200~250억원 반영되며 적자폭이 커졌는데, 3분기 일시가동중단 시행도 부정적이었다. 4분기는 3분기보다 실적이 개선되지만, 비용 증가로 인한 손익분기점 상승으로 연내 흑자전환은 어려울 것으로 보고 있다. 경영 정상화를 위한 자구안으로 노사가 합의해 비용을 절감하고 있다.

2021년 출시를 목표로 코란도 플랫폼 기반 전기차를 마힌드라와 협력해 개발 중이다. 마힌드라/포드와의 합작 플랫폼에 관해서는 논의 단계이다.

Earnings Review

Not Rated

CP(10월 18일): 2,655원

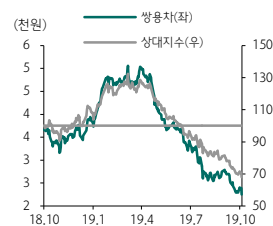
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,060.69
52주 최고/최저(원)	5,460/2,655
시가총액(십억원)	397.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	149,840.0
60일 평균 거래량(천주)	170.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	79.78
주요주주 지분율(%)	
Mahindra & Mahindra Limited	74.65
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.6) (49.7) (34.2)
상대	(15.2) (46.0) (31.4)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,851.4	3,958.4
영업이익(십억원)	(136.4)	2.8
순이익(십억원)	(135.2)	6.5
EPS(원)	(907)	43
BPS(원)	4,051	4,098

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	3,326.6	3,390.1	3,628.5	3,494.6	3,704.8
영업이익	십억원	(76.9)	(35.8)	28.0	(65.3)	(64.2)
세전이익	십억원	(50.7)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
순이익	십억원	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
EPS	원	(371)	(451)	423	(478)	(448)
증감률	%	적지	적지	흑전	적전	적지
PER	배	N/A	N/A	18.63	N/A	N/A
PBR	배	1.63	1.48	1.33	0.91	0.79
EV/EBITDA	배	42.86	9.20	5.68	6.38	4.34
ROE	%	(6.13)	(8.29)	7.60	(8.29)	(8.42)
BPS	원	5,674	5,226	5,923	5,619	5,026
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 쌍용차 월별 판매대수

(단위: 대, %)

구분		판매대수			증가율		
년	월	Total	Domestic	Export	Total	Domestic	Export
2017	1	10,420	7,015	3,405	3	7	(3)
	2	10,816	8,106	2,710	2	16	(25)
	3	12,992	9,229	3,763	(0)	2	(5)
	4	11,071	8,346	2,725	(18)	(9)	(37)
	5	12,349	10,238	2,111	(7)	11	(48)
	6	12,697	10,535	2,162	(10)	8	(51)
	7	11,413	8,658	2,755	(11)	15	(47)
	8	11,725	8,255	3,470	(4)	8	(23)
	9	13,168	9,465	3,703	8	18	(10)
	10	10,744	7,414	3,330	(22)	(22)	(22)
	11	12,082	8,769	3,313	(12)	(7)	(22)
	12	14,208	10,647	3,561	(15)	(0)	(41)
2018	1	10,205	7,675	2,530	(2)	9	(26)
	2	9,090	7,070	2,020	(16)	(13)	(25)
	3	11,369	9,243	2,126	(12)	0	(44)
	4	10,930	8,124	2,806	(1)	(3)	3
	5	12,938	9,709	3,229	5	(5)	53
	6	12,578	9,684	2,894	(1)	(8)	34
	7	12,916	9,823	3,093	13	13	12
	8	11,421	9,055	2,366	(3)	10	(32)
	9	10,799	7,689	3,110	(18)	(19)	(16)
	10	13,424	10,082	3,342	25	36	0
	11	13,174	10,330	2,844	9	18	(14)
	12	14,465	10,656	3,809	2	0	7
2019	1	11,420	8,787	2,633	12	14	4
	2	9,841	7,579	2,262	8	7	12
	3	13,590	10,984	2,606	20	19	23
	4	12,713	10,275	2,438	16	26	(13)
	5	12,338	10,106	2,232	(5)	4	(31)
	6	10,375	8,219	2,156	(18)	(15)	(26)
	7	10,786	8,707	2,079	(16)	(11)	(33)
	8	10,015	8,038	1,977	(12)	(11)	(16)
	9	10,325	7,275	3,050	(4)	(5)	(2)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 2. 쌍용차 분기별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

구분		판매대수			증가율		
년	분기	Total	Domestic	Export	Total	Domestic	Export
2016	1Q16	33,666	22,622	11,044	2	7	(6)
	2Q16	40,911	28,074	12,837	11	16	2
	3Q16	37,106	23,233	13,873	9	(3)	35
	4Q16	44,161	29,625	14,536	8	(3)	39
2017	1Q17	34,228	24,350	9,878	2	8	(11)
	2Q17	36,117	29,119	6,998	(12)	4	(45)
	3Q17	36,306	26,378	9,928	(2)	14	(28)
	4Q17	37,034	26,830	10,204	(16)	(9)	(30)
2018	1Q18	30,664	23,988	6,676	(10)	(1)	(32)
	2Q18	36,446	27,517	8,929	1	(6)	28
	3Q18	35,136	26,567	8,569	(3)	1	(14)
	4Q18	41,063	31,068	9,995	11	16	(2)
2019	1Q19	34,851	27,350	7,501	14	14	12
	2Q19	35,426	28,600	6,826	(3)	4	(24)
	3Q19	31,126	24,020	7,106	(11)	(10)	(17)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 3. 주요 모델별 월별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

구분 년 월	판매대수							증가율						
	전체	렉스턴	코란도C	티볼리	코란도 스포츠	렉스턴 스포츠	기타	전체	렉스턴	코란도C	티볼리	코란도 스포츠	렉스턴 스포츠	기타
2017 1	10,420	413	1,242	5,749	2,428		588	3	(34)	(14)	16	3		(15)
2	10,816	582	1,372	6,143	2,152		567	2	(18)	(14)	19	(8)		(27)
3	12,992	1,008	1,618	6,722	2,885		759	(0)	31	30	(7)	(2)		(8)
4	11,071	747	988	6,096	2,704		536	(18)	(33)	(2)	(22)	1		(38)
5	12,349	2,744	1,447	5,672	1,966		520	(7)	176	21	(25)	(28)		(37)
6	12,697	2,708	992	5,965	2,471		561	(10)	129	(16)	(26)	(11)		(41)
7	11,413	1,610	1,122	5,836	2,201		644	(11)	56	1	(20)	(19)		0
8	11,725	2,265	880	5,657	2,329		594	(4)	75	(8)	(14)	(15)		(2)
9	13,168	2,360	923	6,628	2,712		545	8	202	(28)	8	(10)		(39)
10	10,744	1,812	952	5,288	2,145		547	(22)	148	(10)	(33)	(33)		(40)
11	12,082	2,289	708	5,419	3,024		642	(12)	185	(36)	(30)	(6)		(23)
12	14,208	2,662	1,386	6,277	3,171		712	(15)	120	(1)	(34)	(13)		(28)
2018 1	10,205	1,939	695	4,059	530	2,590	392	(2)	369	(44)	(29)	(78)		(33)
2	9,090	1,515	545	3,783	91	2,627	529	(16)	160	(60)	(38)	(96)		(7)
3	11,369	1,977	631	4,904	147	3,232	478	(12)	96	(61)	(27)	(95)		(37)
4	10,930	1,945	758	4,414	219	3,161	433	(1)	160	(23)	(28)	(92)		(19)
5	12,938	2,183	770	4,945	520	4,094	426	5	(20)	(47)	(13)	(74)		(18)
6	12,578	1,918	421	4,909	674	4,229	427	(1)	(29)	(58)	(18)	(73)		(24)
7	12,916	1,995	437	5,494	294	4,403	293	13	24	(61)	(6)	(87)		(55)
8	11,421	1,546	533	4,948	433	3,680	281	(3)	(32)	(39)	(13)	(81)		(53)
9	10,799	2,093	521	4,509	383	3,089	204	(18)	(11)	(44)	(32)	(86)		(63)
10	13,424	2,126	647	5,352	590	4,462	247	25	17	(32)	1	(72)		(55)
11	13,174	1,773	811	5,578	262	4,541	209	9	(23)	15	3	(91)		(67)
12	14,465	1,862	1,271	5,859	405	4,711	357	2	(30)	(8)	(7)	(87)		(50)
2019 1	11,420	1,951	300	4,175	100	4,613	281	12	1	(57)	3	(81)	78	(28)
2	9,841	1,574	248	3,933	38	3,759	289	8	4	(54)	4	(58)	43	(45)
3	13,590	2,107	2,202	4,153	51	4,937	140	20	7	249	(15)	(65)	53	(71)
4	12,713	1,837	1,754	5,033	168	3,781	140	16	(6)	131	14	(23)	20	(68)
5	12,338	1,764	1,587	4,751	228	3,936	72	(5)	(19)	106	(4)	(56)	(4)	(83)
6	10,375	1,334	1,837	3,678	108	3,343	75	(18)	(30)	336	(25)	(84)	(21)	(82)
7	10,786	1,401	1,450	3,960	261	3,636	78	(16)	(30)	232	(28)	(11)	(17)	(73)
8	10,015	1,355	2,081	2,802	185	3,592	0	(12)	(12)	290	(43)	(57)	(2)	(100)
9	10,325	1,052	3,302	2,866	130	2,975	0	(4)	(50)	534	(36)	(66)	(4)	(100)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 4. 쌍용차 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, 만대)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	2017년	2018년
판매대수	3.4	3.6	3.6	3.7	3.1	3.6	3.5	4.1	3.5	3.5	3.1	14.4	14.3
매출액	789	903	892	902	809	942	902	1,053	933	935	836	3,486	3,705
매출원가	673	756	776	781	719	821	793	910	819	845	811	2,985	3,243
(원가율)	85.3%	83.7%	87.0%	86.5%	88.9%	87.2%	87.9%	86.5%	87.8%	90.4%	97.0%	85.6%	87.5%
매출총이익	116	148	116	122	90	121	109	142	114	90	25	501	462
판매비	116	154	136	147	121	129	131	146	142	139	131	553	526
(판매비율)	14.7%	17.1%	15.2%	16.3%	15.0%	13.6%	14.5%	13.8%	15.2%	14.9%	15.6%	15.9%	14.2%
영업이익	(16)	(7)	(20)	(26)	(31)	(8)	(22)	(4)	(28)	(49)	(105)	(68)	(64)
(OPM)	-2.0%	-0.7%	-2.2%	-2.8%	-3.9%	-0.8%	-2.4%	-0.3%	-3.0%	-5.3%	-12.6%	-1.9%	-1.7%

자료: 쌍용차, 하나금융투자

주정 재무제표

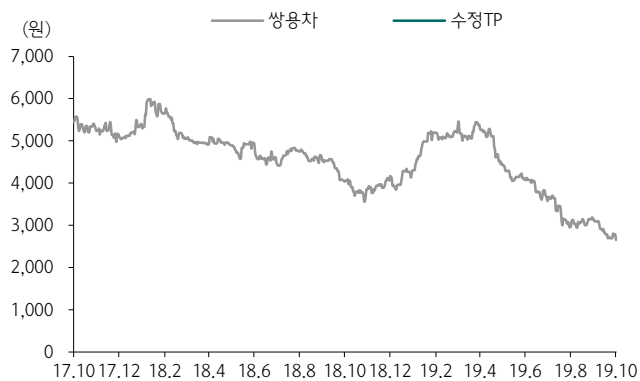
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	3,326.6	3,390.1	3,628.5	3,494.6	3,704.8
매출원가	2,869.5	2,868.8	3,036.8	2,978.6	3,242.5
매출총이익	457.1	521.3	591.7	516.0	462.3
판관비	534.1	557.1	563.8	581.4	526.4
영업이익	(76.9)	(35.8)	28.0	(65.3)	(64.2)
금융손익	33.1	(27.8)	7.1	4.0	(0.0)
중속/관계기업손익	0.0	(0.3)	3.8	1.4	1.7
기타영업외손익	(6.8)	2.0	19.2	(5.9)	0.7
세전이익	(50.7)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
법인세	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
비배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
지배주주지분포괄이익	(106.8)	(62.6)	95.6	(42.6)	(81.9)
NOPAT	(77.3)	(35.8)	28.0	(65.3)	(64.2)
EBITDA	29.2	114.6	183.9	113.7	148.2
성장성(%)					
매출액증가율	(4.5)	1.9	7.0	(3.7)	6.0
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
EBITDA증가율	(78.3)	292.5	60.5	(38.2)	30.3
영업이익증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
(영업이익)증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
EPS증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
수익성(%)					
매출총이익률	13.7	15.4	16.3	14.8	12.5
EBITDA이익률	0.9	3.4	5.1	3.3	4.0
영업이익률	(2.3)	(1.1)	0.8	(1.9)	(1.7)
계속사업이익률	(1.5)	(1.8)	1.6	(1.9)	(1.7)
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	(371)	(451)	423	(478)	(448)
BPS	5,674	5,226	5,923	5,619	5,026
CFPS	962	1,134	2,363	1,555	1,660
EBITDAPS	213	835	1,340	825	1,074
SPS	24,243	24,705	26,443	25,355	26,856
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	N/A	N/A	18.6	N/A	N/A
PBR	1.6	1.5	1.3	0.9	0.8
PCR	9.6	6.8	3.3	3.3	2.4
EV/EBITDA	42.9	9.2	5.7	6.4	4.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	(6.1)	(8.3)	7.6	(8.3)	(8.4)
ROA	(2.5)	(3.1)	2.8	(3.0)	(2.8)
ROIC	(7.2)	(3.1)	2.4	(5.4)	(5.1)
부채비율	153.2	184.4	166.2	190.0	218.1
순부채비율	(2.4)	(1.2)	(4.8)	2.4	13.9
이자보상배율(배)	(66.9)	(27.1)	34.7	(71.0)	(66.6)

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	603.2	613.9	681.8	655.2	571.1
금융자산	158.0	199.6	239.2	215.4	157.0
현금성자산	156.8	197.9	238.4	215.4	156.1
매출채권 등	176.8	160.1	230.3	203.8	174.2
재고자산	260.7	247.7	205.0	228.4	228.6
기타유동자산	7.7	6.5	7.3	7.6	11.3
비유동자산	1,365.2	1,425.3	1,481.6	1,592.8	1,634.6
투자자산	0.6	10.4	14.2	15.6	17.3
금융자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.0
유형자산	1,173.7	1,187.8	1,199.0	1,239.7	1,228.1
무형자산	150.9	186.9	234.3	303.3	353.8
기타비유동자산	40.0	40.2	34.1	34.2	35.4
자산총계	1,968.4	2,039.2	2,163.4	2,248.0	2,205.6
유동부채	821.6	878.8	945.1	1,006.6	995.1
금융부채	114.5	153.2	187.8	164.3	178.2
매입채무 등	644.8	664.1	699.4	784.2	755.2
기타유동부채	62.3	61.5	57.9	58.1	61.7
비유동부채	369.4	443.4	405.7	466.3	517.2
금융부채	25.0	37.5	12.5	70.0	75.0
기타비유동부채	344.4	405.9	393.2	396.3	442.2
부채총계	1,191.0	1,322.1	1,350.7	1,472.9	1,512.4
자본총계	777.4	717.1	812.7	775.2	693.3
자본금	686.1	686.1	686.1	689.7	689.7
자본잉여금	129.6	130.7	130.7	132.2	87.0
자본조정	(0.3)	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	(13.1)	1.6	(1.3)	1.2	1.2
이익잉여금	(25.0)	(102.3)	(3.8)	(48.9)	(85.6)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	777.4	717.1	812.7	775.2	693.3
순금융부채	(18.5)	(8.8)	(38.9)	18.8	96.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	68.2	201.5	244.4	204.4	177.1
당기순이익	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)	(61.8)
조정	185.3	217.2	265.2	279.1	288.9
감가상각비	106.2	150.4	155.9	179.0	212.4
외환거래손익	1.2	0.6	3.0	5.5	0.4
지분법손익	0.0	0.0	(3.8)	(1.4)	(1.7)
기타	77.9	66.2	110.1	96.0	77.8
영업활동자산부채변동	(66.2)	46.2	(78.9)	(8.9)	(50.0)
투자활동 현금흐름	(257.5)	(228.0)	(210.7)	(277.5)	(257.7)
투자자산감소(증가)	0.0	(9.9)	0.0	(1.4)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(182.3)	(150.4)	(125.5)	(157.2)	(136.5)
기타	(75.2)	(67.7)	(85.2)	(118.9)	(119.6)
재무활동 현금흐름	(21.4)	67.5	7.0	50.2	21.3
금융부채증가(감소)	(7.5)	51.2	9.5	34.0	19.0
자본증가(감소)	1.1	1.1	0.0	5.1	(45.2)
기타재무활동	(15.0)	15.2	(2.5)	11.1	47.5
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(210.0)	41.1	40.5	(23.0)	(59.4)
Unlevered CFO	132.0	155.6	324.2	214.4	229.0
Free Cash Flow	(115.5)	50.5	116.9	46.9	40.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

쌍용차



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.1%	9.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 10월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.