

쌍용차 (003620)

수출 감소로 실적 부진

2Q19 Review: 영업이익률 -5.3% 기록

2분기 매출액은 9,350억원(-1% (YoY))을 기록했다. 내수 신차 효과에도 불구하고 수출 부진으로 판매량이 전년 동기 대비 3% 감소했지만, 우호적인 환율로 매출액 감소폭은 상대적으로 낮았다. 영업이익은 -491억원(영업이익률 -5.3%, -4.5%p (YoY))로 적자가 확대되었다. 외형 감소와 함께 프로젝트 비용/감가상각비/판매비가 증가해 수익성이 악화되었다. 매출원가율과 판매비율은 각각 89.1%(+1.2%p)/15.1%(+0.8%p)로 상승했다. 순이익도 -776억원(적자지속)으로 적자가 확대되었다.

2Q19 판매: 내수 양호, 수출은 남미/아프리카 부진

2분기 판매는 3.5만대(-3% (YoY))를 기록했다. 내수판매는 4% (YoY) 증가한 2.9만대였다. 코란도가 3월 신차 출시로 166% (YoY) 증가한 0.5만대를 기록했지만, 티볼리는 6월 F/L 모델 출시에도 불구하고 경쟁심화로 6% (YoY) 감소한 1.3만대를 기록했다. 렉스턴스포츠/G4렉스턴도 경쟁심화로 각각 1.1만대(-4%)/0.5만대(-18%)로 감소했다.

수출은 24% (YoY) 감소한 6,826대를 기록했다. 렉스턴/코란도/티볼리/코란도스포츠가 각각 44%/34%/28%/64% (YoY) 감소한 911대/726대/2,578대/502대였고, 렉스턴 스포츠는 114% (YoY) 증가한 1,245대를 기록했다. 상반기 기준 지역별 비중은 서유럽 42%(+0%p (YoY)), 아시아태평양 29%(+22%p), 남미 17%(-13%p), 기타 12%(-9%p)였다. 아시아태평양 비중은 인도/호주 수출 증가로 상승했지만, 남미는 칠레의 통화 가치 절하와 경제 둔화 여파로 하락했고, 기타 지역은 이집트의 관세 증가 영향으로 하락했다.

실적발표 IR의 주요 내용: 연간 목표 16만대 달성 어려움. 마힌드라와 협업 지속

상반기는 양호한 내수시장 판매에도 불구하고 수출 부진으로 전체 판매가 감소했다. 하반기에는 내수판매가 코란도 가솔린 모델이 출시되어 호조를 이어가고, 수출은 코란도/티볼리 출시로 회복될 것을 기대 중이다. 다만, 연간 목표(16만대)는 상반기 달성률(44%)을 감안시 달성하기 어려울 것으로 보고 있다.

원가 절감을 위해 마힌드라와 협업을 진행 중이다. 티볼리 일부 부품을 마힌드라에서 조달하는 방안을 강구하고 있고, 내년말에 출시될 전기차와 파워트레인도 협력중이라고 밝혔다. 커넥티드카와 경량화 부분도 고려 대상이다.

Earnings Review

Not Rated

CP(7월 29일): 3,350원

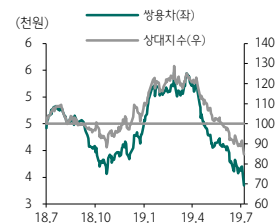
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,029.48
52주 최고/최저(원)	5,460/3,350
시가총액(십억원)	502.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	149,840.0
60일 평균 거래량(천주)	134.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	80.08
주요주주 지분율(%)	
Mahindra & Mahindra Limited	74.65
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.2) (30.4) (28.0)
상대	(13.1) (25.2) (18.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,195.0	4,530.1
영업이익(십억원)	(37.2)	21.6
순이익(십억원)	(33.8)	21.9
EPS(원)	(227)	146
BPS(원)	4,485	4,637

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, %)

년	구분 월	판매대수			증가율		
		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)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 2. 쌍용차 분기별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

년	구분 분기	판매대수			증가율		
		Total	Domestic	Export	Total	Domestic	Export
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)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 3. 주요 모델별 월별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

년	구분 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)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 4. 쌍용차 분기별 실적추이

(단위: 십억원, 만대)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	2017년	2018년
판매대수	3.4	3.6	3.6	3.7	3.1	3.6	3.5	4.1	3.5	3.5	14.4	14.3
매출액	789	903	892	902	809	942	902	1,053	933	935	3,495	3,705
매출원가	673	756	776	781	719	821	793	911	819	845	2,979	3,243
(원가율)	85.3%	83.7%	87.0%	86.5%	88.9%	87.2%	87.9%	86.5%	87.8%	90.3%	85.2%	87.5%
매출총이익	116	148	116	122	90	121	109	142	114	90	516	462
판매비	116	154	136	147	121	129	131	146	142	139	566	527
(판매비율)	14.7%	17.1%	15.2%	16.3%	15.0%	13.6%	14.5%	13.8%	15.2%	14.9%	16.2%	14.2%
영업이익	(16)	(7)	(20)	(26)	(31)	(8)	(22)	(4)	(28)	(49)	(65)	(64)
(OPM)	-2.0%	-0.7%	-2.2%	-2.8%	-3.9%	-0.8%	-2.4%	-0.3%	-3.0%	-5.3%	-1.9%	-1.7%

자료: 쌍용차, 하나금융투자

추정 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
판매비	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)
비지배주주지분순이익	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
(지배주주)순이익증가율	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
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	18.6	N/A	N/A
PBR	1.6	1.5	1.3	0.9	0.8
PCFR	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
지배주주지분	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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

쌍용차



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 07월 30일 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.