



2018/04/23

쌍용차(003620)

렉스턴 Effect로 ASP 개선

■ 1Q18 Review – 렉스턴 Effect로 ASP 개선

쌍용차 1분기 매출액은 K-IFRS 1115기준으로 전년동기비 3.5% 증가한 8,088억 원, 영업이익은 적자폭이 확대된 313억원 적자를 기록했다. 당기순이익도 203억 원 확대된 342억원 적자를 기록했다. K-IFRS 1018대비 1115는 리콜비용 같은 잠재 매출차감 계정이 처음부터 매출에서 제외되는 변화가 있다고 보면 된다.

1분기 매출액이 증가한 것은 판매량 감소에도 불구하고, 믹스개선에 따른 ASP 상향이 가능했기 때문이다. 1분기 판매량은 17년 34,228대에서 30,664대로 10.4% 감소하였다. 내수시장에서 G4렉스턴, 렉스턴 스포츠가 선전했음에도 불구하고 불魯카인 티볼리 볼륨이 감소하며 1.5% 감소했고, 수출이 32.4%나 감소했기 때문이다. 수출 부진은 중동에서의 정쟁, 유럽에서의 디젤 회피현상, 불리한 환율 등이 부정적 영향을 끼쳤기 때문이다. 판매량에서 (-)요인이 크게 발생했지만, 세일즈 믹스에 따른 ASP 개선은 매우 고무적이다. 당사 추정에 따르면 믹스 개선으로 인한 전년동기비 ASP 개선 효과는 내수 12.6%, 수출 15.5%이다.<표1>

IFRS 회계기준 변경에 따른 외형감소까지 더해지며 매출원가율은 88.9%로 2.9%p가 증가했다. 신차출시로 감가상각 부담이 더해졌고 연비규제와 안전규제 충족을 위한 연구개발비 증가, 인력보강에 따른 인건비 증가 등이 영향을 끼친 것으로 판단된다. 반면 판관비는 지출통제로 7.7%가 감소했다. 따라서 영업손실이 전년대비 확대된 것이다.

1분기 실적에 대한 총평은 회계기준 변경과 판매량 감소가 부정적 영향을 끼쳤지만, 믹스개선을 통한 ASP 증가가 긍정적으로 작용했다. HMG의 코나, 스토닉, 쌍타페TM의 출시에도 티볼리와 렉스턴 라인업이 선전하고 있다는 점도 의미있는 수확이다. 하지만 수출이라는 큰 축이 아직 회복되지 못한 성적이란 측면에서 완전한 쌍용차의 실력을 판단하긴 이론 것 같다. 감가상각 부담증가로 손익은 부정적이지만 EBITDA가 BEP 근처까지 개선되었다는 점은 긍정적이다.

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

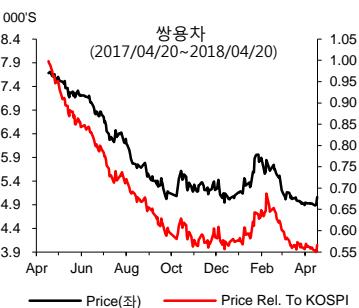
Buy(Upgrade)

목표주가(12M)	6,000원
종가(2018/04/20)	5,080원

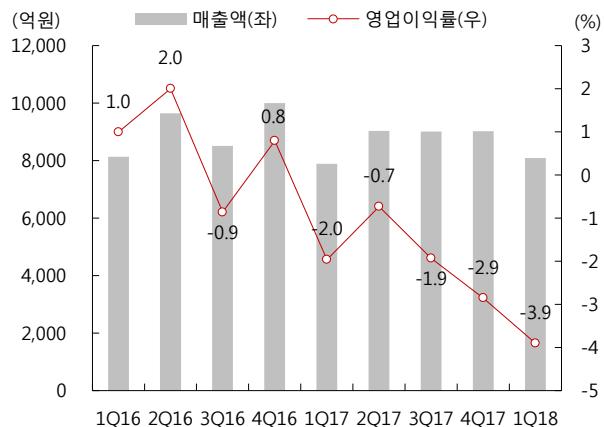
Stock Indicator

자본금	690십억원
발행주식수	13,795만주
시가총액	702십억원
외국인지분율	77.2%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-491원
BPS(2018E)	5,296원
ROE(2018E)	-9.0%
52주 주가	4,910~7,740원
60일평균거래량	225,002주
60일평균거래대금	1.2십억원

Price Trend

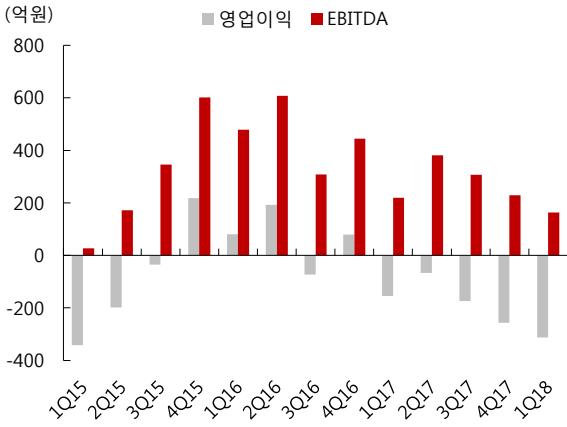


<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 적자 폭 심화



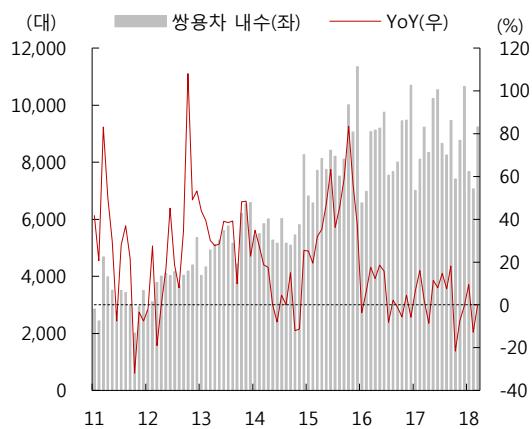
주: 4Q17까지는 K-IFRS 1018 적용, 1Q18부터 K-IFRS 1115 적용
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 2> 영업적자에도 불구하고 EBITDA는 (+)를 유지



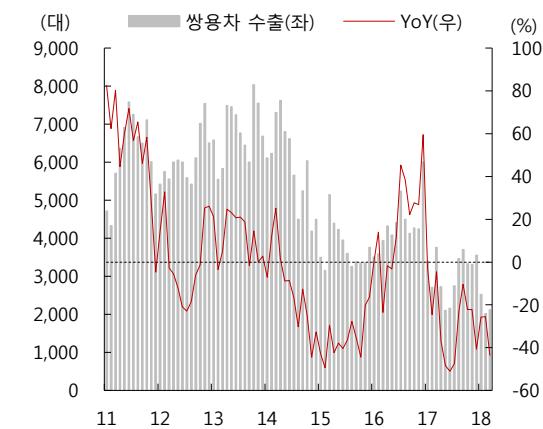
주: 1Q18 EBITDA는 당사 추정치
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 3> 내수 판매 및 전년동기비 증감 – 경쟁사 신차 출시에도 선전하는 모습



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 4> 쌍용차 수출 및 전년동기비 증감 – 부진 지속



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<표 1> 전년동기비 내수 및 수출 ASP 변화 시뮬레이션 – 내수 12.6%, 수출 15.5% 증가 추정

구분	1Q17			구분	1Q18			(단위: 만원, 대)
	판매가(P)	판매대수(Q)	매출액		판매가(P)	판매대수(Q)	매출액	
Rexton	3,409	882	3,006,738	Rexton	3,950	4,019	15,875,050	
Korando C	2,546	2,352	5,987,016	Korando C	2,546	943	2,400,407	
Tivoli	2,089	14,076	29,397,726	Tivoli	2,089	9,994	20,872,469	
K/Sports	2,526	5,869	14,822,160	K/Sports	2,526	50	126,275	
K/Turismo	4,032	976	3,935,232	R/Sports	2,779	8,214	22,826,706	
Chairman	8,389	195	1,635,758	K/Turismo	4,029	768	3,094,272	
내수 매출액 (a)	58,784,629	내수 매출액 (a)					65,195,179	
내수ASP (b)=(a)÷내수판매대수	2,414	내수ASP (b)=(a)÷내수판매대수					2,718	
전체 매출액 (c)	78,871,500	전체 매출액 (c)					80,876,500	
수출 매출액 (d)=(c)-(a)	20,086,871	수출 매출액 (d)=(c)-(a)					15,681,322	
수출 판매대수 (e)	9,878	수출 판매대수 (e)					6,676	
수출ASP (f)=(d)÷(e)	2,033	수출ASP (f)=(d)÷(e)					2,349	

ASP 전년동기비 증가율
내수ASP 12.6%
수출ASP 15.5%

주: 판매가는 각 시기 판매 모델 가격의 중간값 적용
자료: 쌍용차, 하이투자증권

2Q18 Preview

3라인의 정상화를 지켜보자

4월 이후 3라인의 2교대 근무가 시작되면서 렉스턴 생산량이 증가하게 된다. 1교대로 인한 반쪽 생산량이 2교대를 통해 제대로 회복된다고 볼 수 있다. 렉스턴 스포츠의 적체물량 해소도 기대해볼 수 있다. 하지만 수출회복은 하반기부터 서서히 진행될 것으로 보이는 바, 2분기에 당장 큰 기대는 어렵다. 따라서 우린 2분기 내수시장에서 렉스턴 생산량 증가에 따른 기대분만을 반영하여 매출액을 전년동기비 5.5% 증가한 9,525 억원, 영업손실을 75억원 증가한 -238억원으로 전망한다.

<표 2> 18년 1분기 실적 및 18년 2분기 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	2Q18E	YoY
매출액	7,887	9,031	9,007	9,022	8,088	2.5%	-10.3%	9,525	5.5%
매출원가	6,727	7,555	7,698	7,805	7,187	6.8%	-7.9%	8,382	10.9%
%	85.3	83.7	85.5	86.5	88.9	3.6%p	2.3%p	88	4.3%p
매출총이익	1,160	1,476	1,309	1,217	901	-22.3%	-25.9%	1,143	-22.5%
%	14.7	16.3	14.5	13.5	11.1	-3.6%p	-2.3%p	12.0	-4.3%p
판관비	1,315	1,542	1,483	1,474	1,214	-7.6%	-17.6%	1,381	-10.4%
%	16.7	17.1	16.5	16.3	15.0	-1.7%p	-1.3%p	14.5	-2.6%p
영업이익	-155	-66	-174	-257	-313	적자지속	-21.6%	-238	적자지속
%	-2.0	-0.7	-1.9	-2.9	-3.9	-1.9%p	-1.0%p	-2.5	-1.8%p
영업외이익	17	27	-3	-46	-29	적자전환	36.4%	0	적자전환
%	0.2	0.3	0.0	-0.5	-0.4	-0.6%p	0.1%p	0.0	-0.3%p
세전이익	-138	-40	-177	-303	-342	적자지속	-12.9%	-238	적자지속
%	-1.8	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-2.5%p	-0.9%p	-2.5	-2.1%p
당기순이익	-139	-40	-177	-302	-342	적자지속	-13.1%	-238	적자지속
%	-1.8	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-2.5%p	-0.9%p	-2.5	-2.1%p
지배주주	-139	-40	-177	-302	-342	적자지속	-13.1%	-238	적자지속
%	-1.8	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-2.5%p	-0.9%p	-2.5	-2.1%p

자료: 쌍용차, 하이투자증권

투자전략

목표주가 6천원 유지, 투자의견 매수로 상향

아직까지 흑자전환이 요원하다. 수출에서 뚜렷한 변화가 감지되지 않고 있기 때문이다. 하지만 내수시장에서 경쟁모델의 출시에도 굳건한 판매와 시장점유율을 보이고 있다. 다행인 것은 신모델 출시에 따른 ASP 상향, 감가상각 증가로 EBITDA는 (+) 흐름을 보이고 있다는 점이다. 3라인의 2교대 전환에 따른 외형확대와 가동률 상승에 따른 고정비 부담 감소, 하반기 수출 판로 개척 기대감은 분명 긍정적이다. 여전히 적자흐름이 지속되어 의미 있는 목표주가 상향이 어려운 시기지만, 기대 이상의 렉스턴 효과 지속으로 6천원의 목표주가를 유지하는데 어려움은 없다는 생각이다. 최근 주가하락으로 Upside potential이 18% 가량 생겼기에 투자의견을 매수로 상향한다.

질의응답

1. 수출이 전년동기, 전분기대비 많이 감소했다. 최근 상황 업데이트와 올해 수출부분 전망 부탁드린다.

→ 1분기는 역사적으로 성과가 좋지 않다. 시간이 지나면서 점차 나아질 것으로 예상한다. 렉스턴 스포츠가 곧 수출 시작될 것이고, 신시장인 브라질, 호주, 인도에 진출하면서 수출 물량이 늘어나 회사 성장에 기여할 것이다.

2. 1분기 원가율이 높아진 원인을 세부적으로 설명 부탁드린다.

→ R&D비용, 감가상각비가 늘었다. 작년 동기대비 2개의 새로운 모델이 출시되었기 때문이다. 원화 강세 역시 부정적으로 작용했다. 또한 회계 기준 변경도 원가율에 부정적으로 작용했다. 보증비가 늘어나면서 10억정도, CIF 조건이 변하면서 10억정도 영향을 미쳤다.

3. 한국GM사태 관련해서 한국GM과 중복되는 부품협력사 얼마나 되는가?

→ 공급업체들 상황을 모니터링하고 있다. 현재 15개 이하 협력사를 공유하고 있는 것으로 알고 있다.

4. 국내ASP, 해외ASP 제공해줄 수 있는가?

→ 내수가 수출보다 ASP가 높다. 수출의 절반을 차지하는 유럽의 경우 한국과 ASP가 비슷하다. 여타시장은 약 10%정도 낮은 ASP를 보이고 있다. ASP가 차이나는 이유는 사양 차이이다. 원화 강세도 ASP에 영향을 미쳤다.

5. 감가상각 부담이 컸는데 EBITDA는 좋아졌는가?

→ 판매량이 줄었음에도 불구하고 EBITDA는 전년대비 증가했다.

6. 3라인의 2교대가 되면 외형이 커질텐데 그에 따른 영향 설명 부탁드린다.

→ 3라인은 1교대에서 2교대로 바뀌면서 비용이 늘어날 것이다. 캐파가 늘어 마진이 좋은 차종이 더 많이 생산되어 마진에는 도움될 것이다. 비용 자체는 크게 늘지 않는다. 2교대가 되면서 저녁에 일하는 근로자 수당이 증가한다. 인력 충원도 크게 하지 않았다. 26명을 충원했고, 나머지 인력은 1라인에서 충원했다.

7. 유럽에서 디젤차의 판매가 줄고 있다. 대체 차종 투입 시점은 언제인가?

→ 최근 유럽시장 수요가 디젤에서 가솔린으로 넘어가고 있지만 디젤차가 완전히 사라지는 것은 아니다. 쌍용은 계속해서 유럽시장에 디젤차량을 판매할 것이다. 당사는 가솔린 엔진도 보유하고 있으며 기술적으로 다른 가솔린 엔진도 검토 중이다. 유럽시장은 쌍용차에 중요한 시장이기 때문에 시장 상황에 맞춰 대응할 것이다.

8. 해외에서 진행되는 JV 업데이트 부탁드린다.

→ 현재 중국 JV는 진전이 없는 상황이다.

9. 렉스턴 브랜드의 BEP 판매 대수는?

→ 렉스턴 브랜드는 마진이 좋다. EBITDA 기준으로는 BEP에 근접했다. 감가상각비를 해결해야겠지만 마진율은 개선될 것이다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

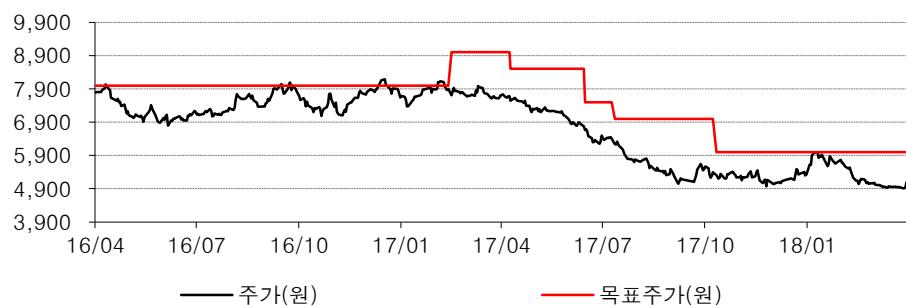
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	655	748	952	1,094		매출액	3,495	3,816	4,334	4,515	
현금 및 현금성자산	215	269	408	528		증가율(%)	-3.7	9.2	13.6	4.2	
단기금융자산	-	-	-	-		매출원가	2,979	3,334	3,648	3,797	
매출채권	204	223	253	263		매출총이익	516	482	686	718	
재고자산	228	249	283	295		판매비와관리비	581	547	670	682	
비유동자산	1,593	1,514	1,433	1,368		연구개발비	20	11	13	14	
유형자산	1,240	1,200	1,162	1,132		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	303	262	218	182		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	2,248	2,262	2,385	2,462		영업이익	-65	-65	16	36	
유동부채	1,007	1,045	1,123	1,150		증가율(%)	-333.2	-0.7	-125.4	120.9	
매입채무	-	-	-	-		영업이익률(%)	-1.9	-1.7	0.4	0.8	
단기차입금	151	141	141	141		이자수익	3	3	5	7	
유동성장기부채	13	13	13	13		이자비용	1	1	1	1	
비유동부채	466	486	491	481		지분법이익(손실)	1	1	1	1	
사채	-	-	-	-		기타영업외손익	-6	-1	-13	-14	
장기차입금	70	90	95	85		세전계속사업이익	-66	-68	21	49	
부채총계	1,473	1,531	1,614	1,632		법인세비용	0	-	4	12	
지배주주지분	775	731	770	831		세전계속이익률(%)	-1.9	-1.8	0.5	1.1	
자본금	690	690	690	690		당기순이익	-66	-68	17	37	
자본잉여금	132	132	132	132		순이익률(%)	-1.9	-1.8	0.4	0.8	
이익잉여금	-49	-117	-100	-63		지배주주귀속 순이익	-66	-68	17	37	
기타자본항목	1	1	1	1		기타포괄이익	23	23	23	23	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	-43	-45	40	60	
자본총계	775	731	770	831		지배주주귀속총포괄이익	-66	-68	17	37	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	204	234	313	312	
당기순이익	-66	-68	17	37	
유형자산감가상각비	14	15	15	14	
무형자산상각비	51	51	44	37	
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	
투자활동 현금흐름	-277	-114	-104	-104	
유형자산의 처분(취득)	-158	-100	-100	-100	
무형자산의 처분(취득)	-118	-10	-	-	
금융상품의 증감	1	-	-	-	
재무활동 현금흐름	50	10	5	-10	
단기금융부채의증감	-	-10	-	-	
장기금융부채의증감	45	20	5	-10	
자본의증감	5	-	-	-	
배당금지급	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증감	-23	53	139	120	
기초현금및현금성자산	238	215	269	408	
기말현금및현금성자산	215	269	408	528	

주요투자지표		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		-478	-491	121	269
BPS		5,619	5,296	5,585	6,022
CFPS		-7	-11	550	638
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER				42.1	18.9
PBR		0.9	1.0	0.9	0.8
PCR		-785.7	-455.8	9.3	8.0
EV/EBITDA		-	498.2	7.2	4.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-8.3	-9.0	2.2	4.6
EBITDA 이익률		0.0	0.0	1.7	1.9
부채비율		190.0	209.6	209.5	196.4
순부채비율		2.4	-3.4	-20.6	-34.8
매출채권회전율(x)		16.1	17.9	18.2	17.5
재고자산회전율(x)		16.1	16.0	16.3	15.6

자료 : 쌍용차, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(쌍용차)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-03-06	Hold	9,000	6개월	-13.9%	-11.2%
2017-04-28	Hold	8,500	6개월	-15.5%	-10.2%
2017-07-04	Hold	7,500	1년	-14.5%	-10.8%
2017-07-31	Hold	7,000	1년	-20.5%	-9.7%
2017-10-30	Hold	6,000	1년	-11.9%	-0.2%
2018-04-23	Buy	6,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-