

쌍용차 (003620)

렉스톤 효과로 ASP 상승

1Q18 Review: 영업이익률 -2.3% 기록

1분기 매출액은 8,088억원(+4% (YoY))를 기록했다. 유럽향 수출 감소로 전체 판매가 10% (YoY) 감소하고 원화 강세도 부정적이었지만, 렉스톤 신차 효과로 ASP가 16% (YoY) 상승한 효과이다. 영업이익은 -313억원(영업이익률 -2.3%, -1.7%p (YoY))으로 적자가 확대되었다. 신차 관련 감가상각비 증가와 연비 규제 충족을 위한 R&D 비용 등으로 매출원가율이 88.9%(+2.9%p (YoY))로 높아졌다. 판관비율은 비용 통제 강화로 15.0%(-0.3%p (YoY))로 하락했다. 순이익은 -342억원을 기록했다.

1Q18 판매: 렉스톤 신차 효과에도 수출 감소로 부진

1분기 판매는 30,664대(-10% (YoY))를 기록했다. 수출이 6,676대(-32% (YoY))로 감소했는데, 디젤 선호도 하락과 원화 강세에 따른 가격 경쟁력 약화로 50% 비중의 유럽향 수출이 부진했기 때문이다. 수출의 지역별 비중은 서유럽 46%(-8%p (YoY)), 아시아태평양 5%(+0%p), 남미 33%(+8%p), 기타 16%(+0%p)였다. 수출 차종 별로는 신차인 G4렉스톤(1분기 1,412대(+26% (YoY)) 판매가 양호한 반면, 티볼리 판매는 39% (YoY) 감소하면서 부진했다. 내수 시장은 신차인 G4렉스톤(4,019대, +356% (YoY))과 렉스톤 스포츠(8,214대) 판매는 양호했지만, 세그먼트 내 경쟁 강도가 높아진 티볼리 판매가 9,994대(-29%)에 그치면서 총 23,988대(-1%)를 기록했다. 1분기 내수 비중은 78%(+7%p (YoY))를 기록했다.

실적발표 IR의 주요 내용: 렉스톤 판매 강화 및 신시장 진출

회사 측은 수익성 향상을 위해 마진이 좋은 렉스톤 생산을 확대하고, 비용 통제를 강화한다는 방침이다. 렉스톤 스포츠의 대기 물량(약 1만대) 해소를 위해 4월부터 주간 2교대를 시행했는데, 기존 인력을 최대한 활용해 추가 비용 부담을 최소화했다고 밝혔다. 협력 부품사들과 원가 절감 프로그램을 시행했고, 운영 비용 절감도 지속한다는 계획이다. 신차 효과로 EBITDA 기준으로는 BEP에 근접했고, 향후 추가 개선될 것으로 예상했다. 2018년 신시장 진출도 가시화되는데, 브라질을 시작으로 하반기 호주 및 인도(G4렉스톤 CKD 수출) 진출을 계획 중이다. 다만, 중국 진출은 아직 진전이 없다고 밝혔다. 마힌드라와는 공동으로 새로운 엔진과 전기차를 개발 중이다. 2019년 상반기에는 코란도C 후속 모델을 출시해 물량 성장을 이어나간다는 목표이다. 한편, 1분기부터 변경되는 회계기준에 맞춰 IFRS 1115를 적용했는데, 실적에 소폭 부정적이었다고 밝혔다.

Not Rated

CP(4월 20일): 5,080원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,476.33
52주 최고/최저(원)	7,740/4,910
시가총액(십억원)	700.8
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	137,949.4
60일 평균 거래량(천주)	219.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
18년 배당금(예상.원)	0
18년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	77.16
주요주주 지분율(%)	
Mahindra & Mahindra Limited 외 1인	72.47
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.4 (8.8) (34.1)
상대	0.8 (8.3) (42.8)

Consensus Data		
	2018	2019
매출액(십억원)	3,682.5	3,906.5
영업이익(십억원)	(13.0)	20.0
순이익(십억원)	(9.5)	21.5
EPS(원)	(69)	156
BPS(원)	5,658	5,951



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	3,484.9	3,326.6	3,390.1	3,628.5	3,494.6
영업이익	십억원	(8.9)	(76.9)	(35.8)	28.0	(65.3)
세전이익	십억원	(2.0)	(50.7)	(61.9)	58.1	(65.8)
순이익	십억원	(2.4)	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)
EPS	원	(18)	(371)	(451)	423	(478)
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	적전
PER	배	N/A	N/A	N/A	18.63	N/A
PBR	배	1.17	1.63	1.48	1.33	0.91
EV/EBITDA	배	5.86	42.86	9.20	5.68	6.38
ROE	%	(0.28)	(6.13)	(8.29)	7.60	(8.29)
BPS	원	6,444	5,674	5,226	5,923	5,619
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst **송선재**
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA **신동아**
02-3771-7794
asdfnjkl@hanafn.com

표 1. 쌍용차 월별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

년	구분 월	판매대수			증가율		
		Total	Domestic	Export	Total	Domestic	Export
2015	1	10,321	6,817	3,504	(11)	25	(43)
	2	9,724	6,571	3,153	(18)	19	(50)
	3	12,870	7,719	5,151	(3)	32	(30)
	4	12,531	8,130	4,401	(8)	35	(42)
	5	11,982	7,753	4,229	(1)	47	(38)
	6	12,372	8,420	3,952	4	63	(41)
	7	11,814	8,210	3,604	(0)	36	(38)
	8	10,771	7,517	3,254	10	46	(29)
	9	11,489	8,106	3,383	10	59	(36)
	10	13,359	10,008	3,351	15	83	(45)
	11	12,415	9,062	3,353	21	56	(24)
	12	15,116	11,351	3,765	16	37	(20)
2016	1	10,082	6,571	3,511	(2)	(4)	0
	2	10,574	6,982	3,592	9	6	14
	3	13,010	9,069	3,941	1	17	(23)
	4	13,462	9,133	4,329	7	12	(2)
	5	13,282	9,191	4,091	11	19	(3)
	6	14,167	9,750	4,417	15	16	12
	7	12,784	7,546	5,238	8	(8)	45
	8	12,178	7,676	4,502	13	2	38
	9	12,144	8,011	4,133	6	(1)	22
	10	13,728	9,450	4,278	3	(6)	28
	11	13,728	9,475	4,253	11	5	27
	12	16,705	10,700	6,005	11	(6)	59
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)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 2. 티볼리 월별 판매대수 추이

(단위: 대, %)

년	구분 월	판매대수			증가율		
		Total	Domestic	Export	Total	Domestic	Export
2015	1	2,326	2,312	14			
	2	2,902	2,898	4			
	3	4,598	2,827	1,771			
	4	5,747	3,420	2,327			
	5	5,393	3,437	1,956			
	6	6,039	3,630	2,409			
	7	5,998	4,011	1,987			
	8	5,130	3,488	1,642			
	9	5,390	3,625	1,765			
	10	7,000	5,237	1,763			
	11	6,290	4,924	1,366			
	12	6,880	5,212	1,668			
2016	1	4,973	3,222	1,751	114	39	na
	2	5,156	3,374	1,782	78	16	na
	3	7,225	4,797	2,428	57	70	37
	4	7,788	5,375	2,413	36	57	4
	5	7,545	5,490	2,055	40	60	5
	6	8,065	5,711	2,354	34	57	(2)
	7	7,279	4,409	2,870	21	10	44
	8	6,591	4,357	2,234	28	25	36
	9	6,158	4,056	2,102	14	12	19
	10	7,838	5,441	2,397	12	4	36
	11	7,750	5,090	2,660	23	3	95
	12	9,453	5,613	3,840	37	8	130
2017	1	5,749	3,851	1,898	16	20	8
	2	6,143	4,801	1,342	19	42	(25)
	3	6,722	5,424	1,298	(7)	13	(47)
	4	6,096	5,011	1,085	(22)	(7)	(55)
	5	5,672	4,724	948	(25)	(14)	(54)
	6	5,965	4,813	1,152	(26)	(16)	(51)
	7	5,836	4,479	1,357	(20)	2	(53)
	8	5,657	4,187	1,470	(14)	(4)	(34)
	9	6,628	5,097	1,531	8	26	(27)
	10	5,288	3,710	1,578	(33)	(32)	(34)
	11	5,419	4,298	1,121	(30)	(16)	(58)
	12	6,277	4,885	1,392	(34)	(13)	(64)
2018	1	4,059	3,117	942	(29)	(19)	(50)
	2	3,783	2,756	1,027	(38)	(43)	(23)
	3	4,904	4,121	783	(27)	(24)	(40)

자료: 쌍용차, 하나금융투자

표 3. 쌍용차 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, 만대)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	1Q17*	2015년	2016년	2017년
판매대수	3.4	4.1	3.7	4.4	3.4	3.6	3.6	3.7	3.1	3.4	14.5	15.6	14.4
매출액	813	964	851	1,001	789	903	901	902	809	782	3,390	3,629	3,495
매출원가 (원가율)	673	796	727	840	673	756	770	781	719	679	2,869	3,037	2,979
매출총이익	140	168	124	160	116	148	131	122	90	103	521	592	516
판매비	132	148	131	152	116	154	148	147	121	121	557	564	566
(판매비율)	16.2%	15.4%	15.4%	15.2%	14.7%	17.1%	16.5%	16.3%	15.0%	15.4%	16.4%	15.5%	16.2%
영업이익 (OPM)	8	19	(7)	8	(16)	(7)	(17)	(26)	(31)	(18)	(36)	28	(65)
	1.0%	2.0%	-0.9%	0.8%	-2.0%	-0.7%	-1.9%	-2.8%	-3.9%	-2.3%	-1.1%	0.8%	-1.9%

주: 2018년 실적부터 IFRS 1115 적용. 1Q17*는 IFRS 1115 기준 실적
 자료: 쌍용차, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	3,484.9	3,326.6	3,390.1	3,628.5	3,494.6
매출원가	2,982.0	2,869.5	2,868.8	3,036.8	2,978.6
매출총이익	502.9	457.1	521.3	591.7	516.0
판매비	511.9	534.1	557.1	563.8	581.4
영업이익	(8.9)	(76.9)	(35.8)	28.0	(65.3)
금융손익	21.8	33.1	(27.8)	7.1	4.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.3)	3.8	1.4
기타영업외손익	(14.9)	(6.8)	2.0	19.2	(5.9)
세전이익	(2.0)	(50.7)	(61.9)	58.1	(65.8)
법인세	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(2.4)	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.4)	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(2.4)	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)
지배주주지분포괄이익	4.0	(106.8)	(62.6)	95.6	(42.6)
NOPAT	(10.5)	(77.3)	(35.8)	28.0	(65.3)
EBITDA	134.4	29.2	114.6	183.9	113.7
성장성(%)					
매출액증가율	21.3	(4.5)	1.9	7.0	(3.7)
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	적전
EBITDA증가율	235.2	(78.3)	292.5	60.5	(38.2)
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	적전
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	적전
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	14.4	13.7	15.4	16.3	14.8
EBITDA이익률	3.9	0.9	3.4	5.1	3.3
영업이익률	(0.3)	(2.3)	(1.1)	0.8	(1.9)
계속사업이익률	(0.1)	(1.5)	(1.8)	1.6	(1.9)
투자지표					
	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	(18)	(371)	(451)	423	(478)
BPS	6,444	5,674	5,226	5,923	5,619
CFPS	1,529	962	1,134	2,363	1,555
EBITDAPS	1,021	213	835	1,340	825
SPS	26,481	24,243	24,705	26,443	25,355
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	18.6	N/A
PBR	1.2	1.6	1.5	1.3	0.9
PCFR	4.9	9.6	6.8	3.3	3.3
EV/EBITDA	5.9	42.9	9.2	5.7	6.4
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	(0.3)	(6.1)	(8.3)	7.6	(8.3)
ROA	(0.1)	(2.5)	(3.1)	2.8	(3.0)
ROIC	(1.1)	(7.2)	(3.1)	2.4	(5.4)
부채비율	139.5	153.2	184.4	166.2	190.0
순부채비율	(28.1)	(2.4)	(1.2)	(4.8)	2.4
이자보상배율(배)	(1.0)	(66.9)	(27.1)	34.7	(71.0)

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	906.4	603.2	613.9	681.8	655.2
금융자산	395.8	158.0	199.6	239.2	215.4
현금성자산	366.8	156.8	197.9	238.4	215.4
매출채권 등	223.5	176.8	160.1	230.3	203.8
채고자산	280.9	260.7	247.7	205.0	228.4
기타유동자산	6.2	7.7	6.5	7.3	7.6
비유동자산	1,211.2	1,365.2	1,425.3	1,481.6	1,592.8
투자자산	0.6	0.6	10.4	14.2	15.6
금융자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
유형자산	1,084.2	1,173.7	1,187.8	1,199.0	1,239.7
무형자산	89.5	150.9	186.9	234.3	303.3
기타비유동자산	36.9	40.0	40.2	34.1	34.2
자산총계	2,117.6	1,968.4	2,039.2	2,163.4	2,248.0
유동부채	947.2	821.6	878.8	945.1	1,006.6
금융부채	147.0	114.5	153.2	187.8	164.3
매입채무 등	744.1	644.8	664.1	699.4	784.2
기타유동부채	56.1	62.3	61.5	57.9	58.1
비유동부채	286.2	369.4	443.4	405.7	466.3
금융부채	0.0	25.0	37.5	12.5	70.0
기타비유동부채	286.2	344.4	405.9	393.2	396.3
부채총계	1,233.4	1,191.0	1,322.1	1,350.7	1,472.9
지배주주지분	884.2	777.4	717.1	812.7	775.2
자본금	686.1	686.1	686.1	686.1	689.7
자본잉여금	128.6	129.6	130.7	130.7	132.2
자본조정	0.8	(0.3)	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	27.5	(13.1)	1.6	(1.3)	1.2
이익잉여금	41.2	(25.0)	(102.3)	(3.8)	(48.9)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	884.2	777.4	717.1	812.7	775.2
순금융부채	(248.8)	(18.5)	(8.8)	(38.9)	18.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	274.1	68.2	201.5	244.4	204.4
당기순이익	(2.4)	(50.9)	(61.9)	58.1	(65.8)
조정	202.3	185.3	217.2	265.2	279.1
감가상각비	143.3	106.2	150.4	155.9	179.0
외환거래손익	0.5	1.2	0.6	3.0	5.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	(3.8)	(1.4)
기타	58.5	77.9	66.2	110.1	96.0
영업활동 자산부채 변동	74.2	(66.2)	46.2	(78.9)	(8.9)
투자활동 현금흐름	(212.1)	(257.5)	(228.0)	(210.7)	(277.5)
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	(9.9)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(151.8)	(182.3)	(150.4)	(125.5)	(157.2)
기타	(60.3)	(75.2)	(67.7)	(85.2)	(120.3)
재무활동 현금흐름	101.4	(21.4)	67.5	7.0	50.2
금융부채증가(감소)	21.6	(7.5)	51.2	9.5	34.0
자본증가(감소)	78.7	1.1	1.1	0.0	5.1
기타재무활동	1.1	(15.0)	15.2	(2.5)	11.1
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	163.1	(210.0)	41.1	40.5	(23.0)
Unlevered CFO	201.3	132.0	155.6	324.2	214.4
Free Cash Flow	121.8	(115.5)	50.5	116.9	46.9

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.2%	8.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/신동하)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 2018년 4월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/신동하)는 2018년 4월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.