



2018/07/24

# 쌍용차(003620)

자동차/타이어 강동욱

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

## 렉스턴 스포츠의 명과 암

# Buy (Maintain)

### ■ 2Q18 Review - 렉스턴 스포츠, 매출에는 긍정적이거나 손익에는 부정적

2분기 매출액은 전년동기비 4.3% 증가한 9,419억원, 영업이익은 적자 폭이 확대된 75억원 적자를 기록했다. 당기순이익 역시 54억원 적자를 기록하며 적자 폭이 확대되었다. 2분기 매출액 증가는 코란도 스포츠보다 ASP가 높은 렉스턴 스포츠 판매 증가에 따른 믹스 개선, ASP 상승이 있었기 때문이다. 렉스턴 스포츠는 4월부터 시행된 3 조립라인 주간 연속 2교대 시행으로 생산 물량이 늘어나며 전년도 코란도 스포츠 대비 60.8% 증가한 11,484대가 판매되었다. 하지만 렉스턴 스포츠 런칭으로 인한 감가상각 부담 증가, 전년동기비 달러 대비 원화 절상, R&D 지출 증가로 이번 분기 역시 영업적자를 기록했다.

### ■ 3Q18 Preview - 주요 모델의 내수 성공, 이젠 수출이 반응할 때

작년 5월 출시된 G4 렉스턴과 올해 1월 출시된 렉스턴 스포츠는 시장에 성공적으로 안착했다. 19일부터 시행된 개소세 인하도 분명히 3분기 실적에는 긍정적으로 작용할 것이다. 관건은 수출 회복의 지속성이다. 이번 달 유럽시장을 시작으로 렉스턴 스포츠의 해외 런칭이 이어질 예정이다. 시장에서의 반응을 확인해 볼 필요가 있다. 3분기 실적은 내수시장에서의 개소세 인하와 수출에서의 ASP 상승 효과를 반영, 매출액은 전년동기비 5.9% 증가한 9,541억원, 영업적자는 107억원 축소된 67억원으로 전망한다.

### ■ 투자전략 - 투자의견 Buy 유지, 목표주가 5,500원으로 하향

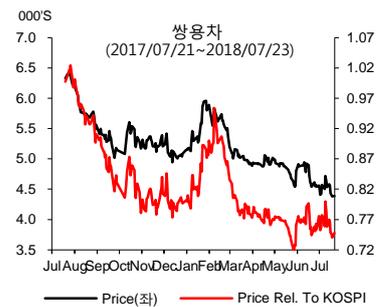
7월 유럽을 시작으로 렉스턴 스포츠의 해외 런칭이 이어질 예정이다. 하반기 수출 믹스 개선을 통한 ASP 상승, 내수 개소세 인하, 가동률 개선에 따른 고정비 부담 축소는 분명히 긍정적인 요소다. 감가상각 증가로 인해 EBITDA가 (+) 흐름을 보이며 현금흐름에 문제가 없다는 것도 긍정적이다. 그럼에도 불구하고 여전히 적자가 지속되고 있어 목표주가 하향은 불가피하다. 목표주가를 기존 6,000원에서 18년말 예상 BPS 5,514원에 Target PBR 1배를 적용한 5,500원으로 하향한다. Target PBR 1배는 09년 기아차 턴어라운드 초기 밴드 하단이다. 내년부터 흑자전환이 기대되는 만큼 Target PBR 1배를 적용하는 것에는 큰 무리가 없다는 판단이다.

목표주가(12M)	5,500원
종가(2018/07/23)	4,420원

#### Stock Indicator

자본금	690십억원
발행주식수	13,795만주
시가총액	610십억원
외국인지분율	77.1%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-273원
BPS(2018E)	5,514원
ROE(2018E)	-4.9%
52주 주가	4,415~6,450원
60일평균거래량	244,950주
60일평균거래대금	1.2십억원

#### Price Trend

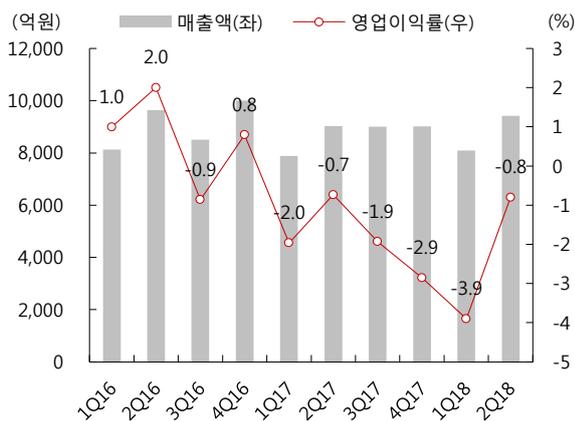


# 2Q18 Review

## 렉스톤 스포츠, 매출에는 긍정적이거나 손익에는 부정적

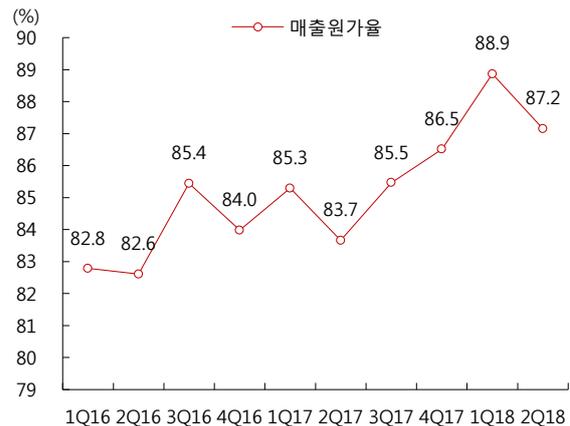
2분기 매출액은 전년동기비 4.3% 증가한 9,419억원, 영업이익은 적자 폭이 확대된 75억원 적자를 기록했다. 당기순이익 역시 54억원 적자를 기록하며 적자 폭이 확대되었다. 2분기 매출액 증가는 코란도 스포츠보다 ASP가 높은 렉스톤 스포츠 판매 증가에 따른 믹스 개선, ASP 상승이 있었기 때문이다. 렉스톤 스포츠는 4월부터 시행된 3 조립라인 주간 연속 2교대 시행으로 생산 물량이 늘어나며 전년도 코란도 스포츠 대비 60.8% 증가한 11,484대가 판매되었다. 하지만 렉스톤 스포츠 런칭으로 인한 감가상각 부담 증가, 전년동기비 달러 대비 원화 절상, R&D 지출 증가로 이번 분기 역시 영업 적자를 기록했다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 적자 지속



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 2> 매출원가율 추이 - 고정비성 비용 증가로 높은 수준

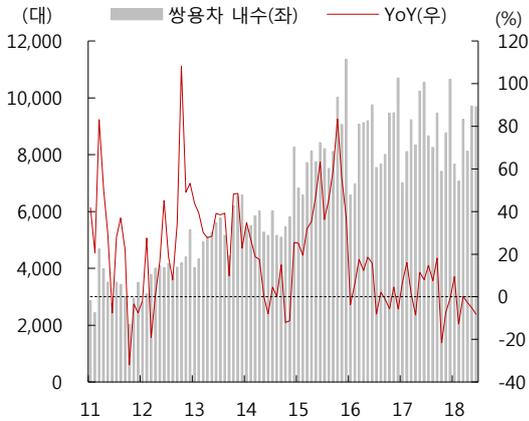


자료: 쌍용차, 하이투자증권

2분기 판매량은 전년동기 36,117대에서 36,446대로 0.9% 증가했다. 내수 시장에서는 렉스톤 스포츠의 성공적인 런칭에도 불구하고 SUV 경쟁 심화로 전년동기비 5.5% 감소한 27,517대를 판매했다. 볼륨차종인 티볼리가 전년동기비 26.5% 감소했고, 작년 5월 출시된 G4 렉스톤이 신차효과로 인한 높은 기저로 25.2% 감소했다. 수출은 전년동기비 달러 대비 원화 가치가 절상되며 비우호적인 상황이었으나, 신흥국 판매 증가로 전년동기비 27.6% 증가한 8,929대를 기록했다. 특히 아태지역과 중동, 아프리카와 동유럽을 포함하는 기타지역에서 수출 물량이 각각 전년동기비 +140%, +73% 증가하며 수출 증가를 이끌었다.

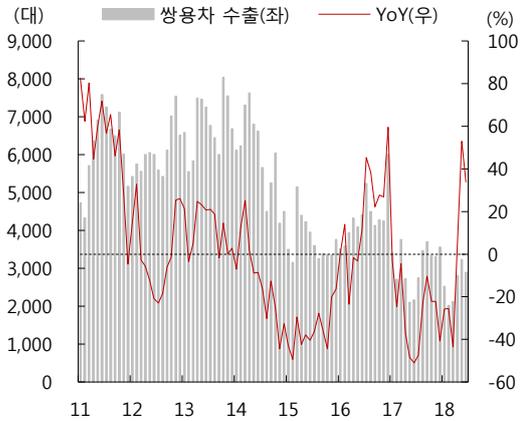
종합해보면 2분기 실적은 내수 판매 감소가 부정적 영향을 끼쳤지만, 믹스 개선을 통한 ASP 상승과 수출 물량 증가가 긍정적으로 작용했다. 국내에서 유일한 픽업트럭인 렉스톤 스포츠가 선전하고 있다는 것에서도 의미를 찾을 수 있다. 감가상각 부담 증가로 손익은 부정적이지만 EBITDA가 꾸준히 (+)를 기록하고 있다는 점도 긍정적으로 평가할 수 있다.

<그림 3> 내수 판매 및 전년동기비 증감 - 렉스텐 스포츠 증가에도 SUV 경쟁 심화로 감소



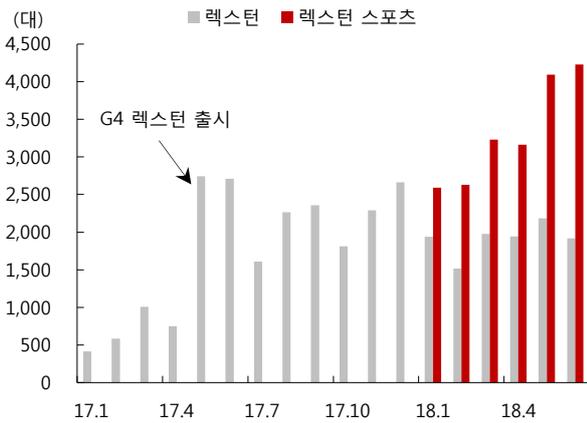
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 4> 쌍용차 수출 및 전년동기비 증감 - 아태, 아중동, 동유럽 등 기타지역에서 선전으로 (+) 전환



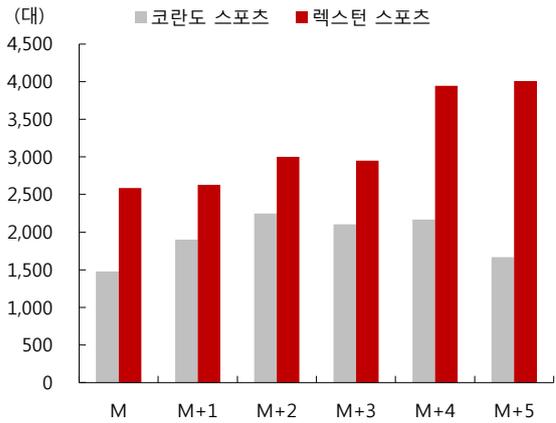
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 5> 렉스텐 브랜드 판매 추이 - 렉스텐 스포츠 신차효과와 3 조립라인 2 교대로 인한 생산증대 효과



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 6> 쌍용차 스포츠 모델 출시 후 초기 6개월 반응 - 렉스텐 스포츠 성공적으로 런칭



자료: 쌍용차, 하이투자증권

# 3Q18 Preview

## 주요 모델의 내수 성공, 이전 수출이 반응할 때

작년 5월 출시된 G4 렉스턴과 올해 1월 출시된 렉스턴 스포츠는 시장에 성공적으로 안착했다. G4 렉스턴은 경쟁차종 출시에도 불구하고 판매량을 유지하고 있으며, 국내 유일한 픽업트럭인 렉스턴 스포츠는 매달 판매 기록을 경신하고 있다. 19일부터 시행된 개소세 인하도 분명히 3분기 실적에는 긍정적으로 작용할 것이다. 관건은 수출 회복의 지속성이다. 이번 분기 수출은 전년동기비 (+) 전환했다. 이번 달 유럽시장을 시작으로 렉스턴 스포츠의 해외 런칭이 이어질 예정이다. 국내에서 성공한 모델이 해외에서도 무조건적으로 성공할 것이라고 단언하기는 어렵다. 시장에서의 반응을 확인해 볼 필요가 있다. 3분기 실적은 내수시장에서의 개소세 인하와 수출에서의 ASP 상승 효과를 반영, 매출액은 전년동기비 5.9% 증가한 9,541억원, 영업이익자는 107억원 축소된 67억원으로 전망한다.

<표 1> 18년 2분기 실적 및 18년 3분기 실적 전망

(단위: 억원)									
	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	YoY	QoQ	3Q18E	YoY
매출액	9,031	9,007	9,022	8,088	9,419	4.3%	16.5%	9,541	5.9%
매출원가	7,555	7,698	7,805	7,187	8,209	8.6%	14.2%	8,300	7.8%
%	83.7	85.5	86.5	88.9	87.2	3.5%p	-1.7%p	87	1.5%p
매출총이익	1,476	1,309	1,217	901	1,210	-18.0%	34.3%	1,240	-5.2%
%	16.3	14.5	13.5	11.1	12.8	-3.5%p	1.7%p	13.0	-1.5%p
판매비	1,542	1,483	1,474	1,213	1,285	-16.7%	5.9%	1,307	-11.9%
%	17.1	16.5	16.3	15.0	13.6	-3.4%p	-1.4%p	13.7	-2.8%p
영업이익	-66	-174	-257	-313	-75	적자지속	적자지속	-67	적자지속
%	-0.7	-1.9	-2.9	-3.9	-0.8	-0.1%p	3.1%p	-0.7	1.2%p
영업외이익	27	-3	-46	-30	21	-21.1%	흑자전환	19	흑자전환
%	0.3	0.0	-0.5	-0.4	0.2	-0.1%p	0.6%p	0.2	0.2%p
세전이익	-40	-177	-303	-342	-54	적자지속	적자지속	-48	적자지속
%	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-0.6	-0.1%p	3.7%p	-0.5	1.5%p
당기순이익	-40	-177	-302	-342	-54	적자지속	적자지속	-48	적자지속
%	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-0.6	-0.1%p	3.7%p	-0.5	1.5%p
지배주주	-40	-177	-302	-342	-54	적자지속	적자지속	-48	적자지속
%	-0.4	-2.0	-3.4	-4.2	-0.6	-0.1%p	3.7%p	-0.5	1.5%p

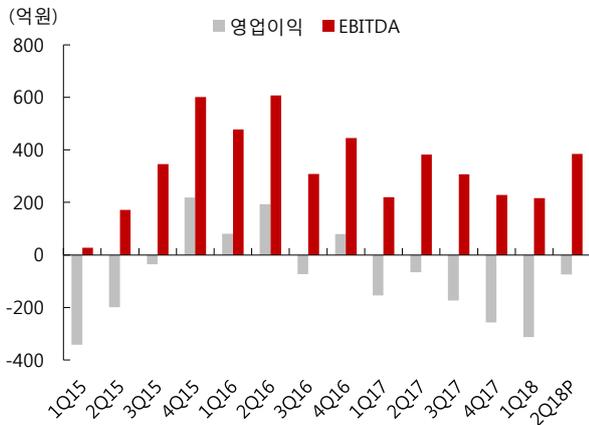
자료: 쌍용차, 하이투자증권

# 투자전략

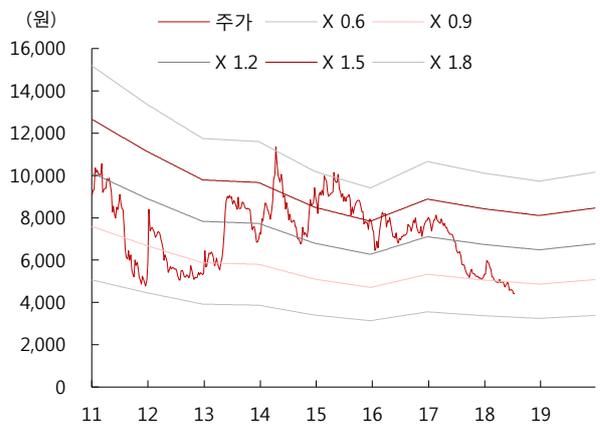
## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 5,500원으로 하향

아직까지는 연간 흑자전환이 어려워 보인다. 이번 분기 수출이 전분기, 전년동기비 (+) 전환한 것은 긍정적이지만 지속성이 있을지는 미지수다. 내수시장에서 G4 렉스틴은 경쟁모델 출시에도 여전히 판매량을 유지하고 있다. 렉스틴 스포츠의 선전도 눈에 띈다. 이번 분기 렉스틴 스포츠는 볼룸모델인 티볼리를 제치고 내수시장에서 가장 많이 판매되며 ASP 상승에 기여했다. 7월 유럽을 시작으로 렉스틴 스포츠의 해외 런칭이 이어질 예정이다. 하반기 수출 믹스 개선을 통한 ASP 상승, 내수 개선세 인하, 가동률 개선에 따른 고정비 부담 축소는 분명히 긍정적인 요소다. 감가상각 증가로 인해 EBITDA가 (+) 흐름을 보이며 현금흐름에 문제가 없다는 것도 긍정적이다. 그럼에도 불구하고 여전히 적자가 지속되고 있어 목표주가 하향은 불가피하다. 목표주가를 기존 6,000원에서 18년말 예상 BPS 5,514원에 Target PBR 1배를 적용한 5,500원으로 하향한다. Target PBR 1배는 09년 기아차 턴어라운드 초기 밴드 하단이다. 내년부터 흑자전환이 기대되는 만큼 Target PBR 1배를 적용하는 것에는 큰 무리가 없다는 판단이다.

<그림 7> 영업이익, EBITDA 추이 - 영업적자에도 EBITDA는 (+)



<그림 8> 쌍용차 PBR Band - 0.8 배 수준



주: 2Q18 EBITDA는 당사 추정치  
자료: 쌍용차, 하이투자증권

자료: Quantwise, 하이투자증권

## 질의응답

1. 호주 직영판매법인 관련 질문이다. 호주시장에 진입한 계기와 판매 목표 말씀부탁드린다.

→ 이전에 다른 딜러와 호주에서 사업을 진행해왔었다. 하지만 물량이 줄어 거의 0에 가까워져 다른 딜러들을 찾아야만 하는 상황이 되었다. 고심한 결과 호주시장 좋은 기회라고 판단되어 직접 직영판매법인을 운영하기로 했다. 11월부터 운영을 시작할 계획이다. 판매 목표는 1,500대에서 신차가 어떻게 나오는지에 따라 4~5,000대 수준까지 바라보고 있다.

2. 다른 지역도 직영 전환을 고려 중인지 궁금하다.

→ 현재 다른 지역 직영 계획은 없다. 앞으로 미국이나 러시아 쪽에 계획을 세울 수도 있지만 시간이 걸릴 것 같다.

3. 내부적으로 연초에 계획한 목표를 달성할 수 있을 것이라고 전망하시는지 업데이트 부탁드립니다.

→ 올해 초에 세운 목표는 이루기 어려울 것 같다. 상반기에 적자를 기록했기 때문이다. 하반기 목표는 달성할 수 있도록 노력하겠다.

4. 개소세 인하 효과로 내수시장이 좋을 것 같다. 그러나 렉스턴 스포츠는 대상 차종이 아닌 걸로 알고 있다. 개소세 인하 정책 시행 후 대응 방안은?

→ 렉스턴 스포츠는 개소세 인하 혜택을 받지 못한다. 하지만 티볼리, 코란도, G4 렉스턴은 개소세 혜택을 볼 수 있다. 렉스턴 스포츠는 잘 판매되고 있으며 백오더 물량도 있다. 시장 상황에 맞춰 대응하도록 하겠다.

5. 모회사인 마힌드라에서 1.3조원 투자 관련 언론 보도가 있었다. 정확한 로드맵 업데이트 부탁드립니다.

→ 마힌드라의 직접 투자가 아니라 쌍용차가 자체적으로 투자하는 것이다. 이전에 3-4년간 투자할 계획을 밝힌 바 있다. 지금까지 공유했던 제품 계획대로 1년에 최소 1개 이상의 신차를 출시할 예정이다. 연비규제 대응, 전기차, 커넥티드카 관련 R&D 투자를 지속할 것이다. 관련된 모든 프로젝트의 투자금액을 모두 합하면 그정도 규모가 된다.

6. 렉스턴 스포츠 관련 감가상각비 증가가 매출원가 상승 요인이라고 설명해주셨다. 이에 대한 자세한 설명 부탁드립니다.

→ 매출원가가 전년동기비 증가했다. 고정비성 비용인 감가상각비, 인건비, R&D투자가 많이 증가해서 실제로 매출원가 증가로 이어졌다. 판매비는 감소했다. 비용 절감 노

력을 통해 많은 노력을 기울였고 실제 결과도 그렇게 나왔다.

**7. 렉스턴 스포츠만 놓고 봤을 때 손익분기점을 넘은 상황인가?**

→ BEP 관련해서는 답변 드리기 어렵다. BEP는 차종 라이프 사이클 관점에서 접근해야하므로 지금 상황에서는 말하기 어렵다. 렉스턴 스포츠는 수익성 측면에서 매우 좋은 차종이다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	655	730	853	1,023
현금 및 현금성자산	215	269	374	504
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	204	214	222	241
재고자산	228	240	249	270
비유동자산	1,593	1,540	1,484	1,448
유형자산	1,240	1,226	1,213	1,212
무형자산	303	262	218	182
자산총계	2,248	2,270	2,337	2,471
유동부채	1,007	1,023	1,034	1,112
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	151	141	131	161
유동성장기부채	13	13	13	13
비유동부채	466	486	491	481
사채	-	-	-	-
장기차입금	70	90	95	85
부채총계	1,473	1,509	1,525	1,593
지배주주지분	775	761	812	878
자본금	690	690	690	690
자본잉여금	132	132	132	132
이익잉여금	-49	-87	-59	-16
기타자본항목	1	1	1	1
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	775	761	812	878

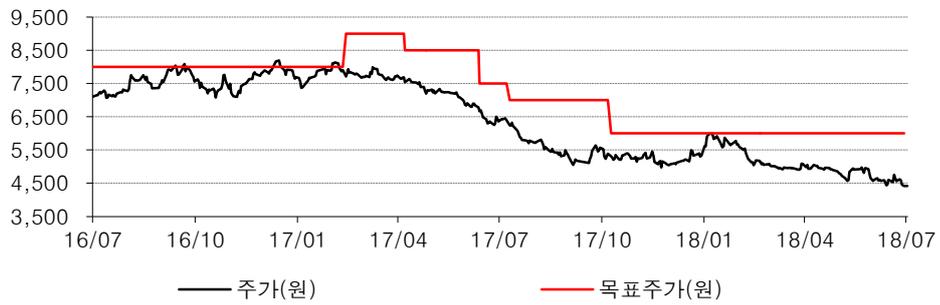
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,495	3,669	3,810	4,126
증가율(%)	-3.7	5.0	3.9	8.3
매출원가	2,979	3,203	3,207	3,469
매출총이익	516	465	603	656
판매비와관리비	581	465	603	656
연구개발비	20	11	11	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-65	-41	14	33
증가율(%)	-333.2	-37.8	-135.7	129.6
영업이익률(%)	-1.9	-1.1	0.4	0.8
이자수익	3	3	5	6
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-6	7	8	8
세전계속사업이익	-66	-38	34	57
법인세비용	0	-	6	14
세전계속이익률(%)	-1.9	-1.0	0.9	1.4
당기순이익	-66	-38	28	43
순이익률(%)	-1.9	-1.0	0.7	1.1
지배주주귀속 순이익	-66	-38	28	43
기타포괄이익	23	23	23	23
총포괄이익	-43	-14	51	66
지배주주귀속총포괄이익	-66	-38	28	43

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	204	261	322	331
당기순이익	-66	-38	28	43
유형자산감가상각비	14	15	16	15
무형자산상각비	51	51	44	37
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-277	-140	-134	-144
유형자산의 처분(취득)	-158	-126	-130	-140
무형자산의 처분(취득)	-118	-10	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	50	10	-5	20
단기금융부채의증감	-	-10	-10	30
장기금융부채의증감	45	20	5	-10
자본의증감	5	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-23	53	105	130
기초현금및현금성자산	238	215	269	374
기말현금및현금성자산	215	269	374	504

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-478	-273	201	314
BPS	5,619	5,514	5,883	6,365
CFPS	-7	207	634	691
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			22.0	14.1
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	-785.7	21.3	7.0	6.4
EV/EBITDA	-	22.8	6.4	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-8.3	-4.9	3.5	5.1
EBITDA 이익률	0.0	0.7	1.9	2.1
부채비율	190.0	198.4	188.0	181.4
순부채비율	2.4	-3.3	-16.6	-28.0
매출채권회전율(x)	16.1	17.6	17.5	17.8
재고자산회전율(x)	16.1	15.7	15.6	15.9

자료 : 쌍용차, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(쌍용차)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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	-20.8%	-15.8%
2018-07-24	Buy	5,500	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-mail등을 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. [\(작성자 :강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-