



2017/07/04

쌍용차(003620)

G4 렉스턴 출시에도 아쉬운 실적

■ 2Q17 Preview – G4 렉스턴 출시에도 아쉬운 실적

쌍용차의 2분기 판매량 집계가 완료되었다. 2분기 전체 판매대수는 36,117대로 전년도 40,911대에서 11.7% 감소하였다. 티볼리와 티볼리 에어의 신차효과가 희석되며 전년동기비 23,398대에서 17,733대로 24.2% 감소한 것이 가장 주요한 이유다. 티볼리는 전체 2분기 판매량 중 49%를 차지하며 여전히 쌍용의 One Top 역할을 충실히 수행하였지만 코란도C, 투리스모, 체어맨 등 의 부진이 지속되었고, 카이런과 액티언은 단산되어 볼륨에 기여할 수 없었다. 또한 내수시장에 비해 수출의 부진(전년동기대비 -45.5%)이 지속되며 볼륨의 탈출구를 여전히 찾지 못하는 모습이었다. 결국 올해 가장 큰 기대를 모았던 신차 G4렉스턴의 흥행여부가 2분기를 포함한 하반기 실적의 Key를 주고 있다는 생각이다. 부진했던 렉스턴W 대비 G4렉스턴이 얼마나 많은 볼륨과 수익 기여가 가능한지, 초기가동에 따른 비용이 어느정도 수준인지, 가동률 향상에 따른 공헌이익 크기가 얼마나 될지가 실적의 관건인 것이다.

5월에 출시한 G4 렉스턴은 렉스턴W에 비해 가격이 15%(Middle price 기준) 이상 상승했고, 판매량 역시 렉스턴W가 처음 판매된 12년 6월의 1,049대에 비해 1,700대 이상 증가한 2,744대로 양호한 출발을 보였다. 초기 판매량도 높았지만, 지난 1-3월의 평균 668대에 비해서는 2,000대 이상 증가한 숫자다. 2017년 월간 판매목표가 2,500대임을 감안하면 무난한 출발이다. 다만 초기 감가상각을 비롯, 램프업 비용으로 수익기여는 당장에 기대하기 힘들다. 결국 G4 렉스턴의 라인업 가세와 티볼리의 볼륨 감소로 쌍용차의 2분기 내수 ASP는 전년동기 2,437만원을 8.2% 상회한 2,637만원으로 예상한다. G4 렉스턴 효과가 티볼리 감소를 어느정도 상쇄해준 것이다. 하지만 아직 다른 구형모델의 부진과 수출에서의 공백을 메우기는 역부족이란 생각이다.

우리는 2분기 쌍용차의 매출액을 전년동기비 6.1% 감소한 9,052억원, 영업이익은 소폭 적자전환한 -45억원으로 예상한다. 티볼리의 신차효과 희석과 경쟁업체의 B세그먼트 신차투입으로 경쟁심화가 예상되는 시점이기 때문이다. 투자의견은 기존 Hold를 유지하며, 목표주가는 기존 8,500원에서 7,500원으로 하향한다.

자동차/타이어 고태봉

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

자동차/타이어 강동욱

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

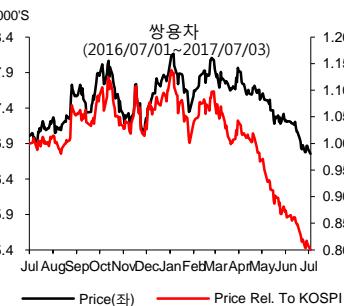
Hold(Maintain)

목표주가(12M)	7,500원
종가(2017/07/03)	6,780원

Stock Indicator

자본금	686십억원
발행주식수	13,795만주
시가총액	935십억원
외국인지분율	77.6%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	-32원
BPS(2017E)	6,158원
ROE(2017E)	-0.5%
52주 주가	6,780~8,190원
60일평균거래량	166,183주
60일평균거래대금	1.2십억원

Price Trend

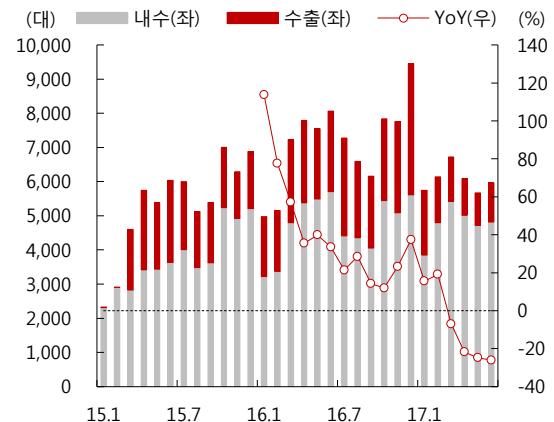


<그림 1> 쌍용차 판매 및 전년동기비 증감 추이 – 수출의 부진이 지속되면 전년동기비 판매 감소



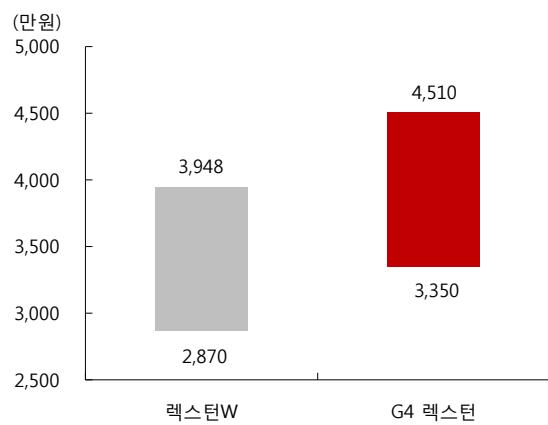
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 2> 티볼리 판매 및 전년동기비 증감 추이 – 신차효과 희석으로 전년동기비 판매 감소



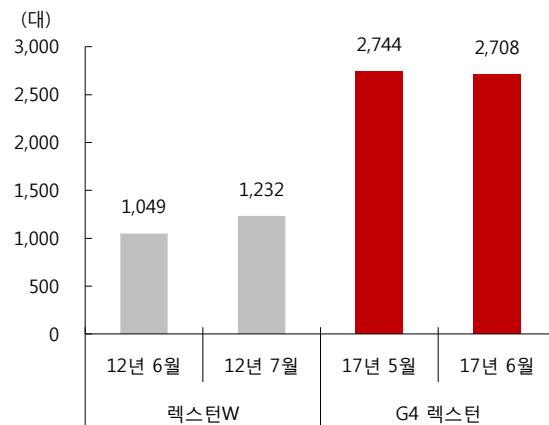
자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 3> 렉스턴 W 와 G4 렉스턴 판매 가격대 – G4 렉스턴 가격 상승에도 불구하고



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<그림 4> 렉스턴 W 와 G4 렉스턴 출시 초기 2 달 판매량 추이 – 판매량은 2 배 이상 증가



자료: 쌍용차, 하이투자증권

<표 1> 쌍용차 실적 추이와 전망 - 시장 컨센서스 대비 매출액 8.6% 감소 전망

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(E)			2Q17 컨센서스(b)	차이(a/b)
					(a)	YoY	QoQ		
매출액	9,640	8,508	10,006	7,887	9,052	-6.1%	14.8%	9,906	-8.6%
영업이익	193	-73	80	-155	-45	적자전환	적자지속	43	적자예상
%	2.0	-0.9	0.8	-2.0	-0.5	-2.5%p	1.5%p	0.4	-0.9%p
세전이익	180	183	195	-138	-45	적자전환	적자지속	46	적자예상

자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 2> 17년 2분기 실적 전망

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(E)	YoY	QoQ
매출액	9,640	8,508	10,006	7,887	9,052	-6.1%	14.8%
매출원가	7,963	7,269	8,403	6,727	7,694	-3.4%	14.4%
%	82.6	85.4	84.0	85.3	85.0	2.4%p	-0.3%p
매출원가	1,677	1,239	1,603	1,160	1,358	-19.0%	17.1%
%	17.4	14.6	16.0	14.7	15.0	-2.4%p	0.3%p
판관비	1,484	1,312	1,523	1,315	1,403	-5.4%	6.7%
%	15.4	15.4	15.2	16.7	15.5	0.1%p	-1.2%p
영업이익	193	-73	80	-155	-45	적자전환	적자지속
%	2.0	-0.9	0.8	-2.0	-0.5	-2.5%p	1.5%p
영업외손익	-13	256	115	17	0	적자전환	적자전환
%	-0.1	3.0	1.2	0.2	0.0	0.1%p	-0.2%p
세전이익	180	183	195	-138	-45	적자전환	적자지속
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.5	-2.4%p	1.3%p
당기순이익	180	183	194	-139	-45	적자전환	적자지속
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.5	-2.4%p	1.3%p
지배주주	180	183	194	-139	-45	적자전환	적자지속
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.5	-2.4%p	1.3%p

자료: 쌍용차, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	682	811	1,016	1,241		매출액	3,629	3,813	4,427	4,872	
현금 및 현금성자산	238	345	476	647		증가율(%)	7.0	5.1	16.1	10.0	
단기금융자산	1	0	0	0		매출원가	3,037	3,246	3,763	4,082	
매출채권	230	242	281	309		매출총이익	592	567	664	790	
재고자산	205	215	250	275		판매비와관리비	564	580	626	709	
비유동자산	1,482	1,449	1,422	1,384		연구개발비	16	11	13	15	
유형자산	1,199	1,189	1,181	1,169		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	234	207	184	155		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	2,163	2,260	2,438	2,626		영업이익	28	-13	38	81	
유동부채	945	980	1,051	1,110		증가율(%)	-178.2	-147.4	-386.9	113.0	
매입채무	-	-	-	-		영업이익률(%)	0.8	-0.3	0.9	1.7	
단기차입금	157	167	157	157		이자수익	3	4	5	7	
유동성장기부채	25	25	25	25		이자비용	1	1	1	1	
비유동부채	406	431	451	466		지분법이익(손실)	4	4	4	4	
사채	-	-	-	-		기타영업외손익	19	-4	4	-15	
장기차입금	13	38	58	73		세전계속사업이익	58	-4	54	95	
부채총계	1,351	1,410	1,502	1,576		법인세비용	0	0	8	24	
지배주주지분	813	850	936	1,050		세전계속이익률(%)	1.6	-0.1	1.2	1.9	
자본금	686	690	690	690		당기순이익	58	-4	49	76	
자본잉여금	131	131	131	131		순이익률(%)	1.6	-0.1	1.1	1.6	
이익잉여금	-4	-8	40	117		지배주주귀속 순이익	58	-4	49	76	
기타자본항목	1	1	1	1		기타포괄이익	38	38	38	38	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	96	33	86	114	
자본총계	813	850	936	1,050		지배주주귀속총포괄이익	58	-4	49	76	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	244	208	263	288	
당기순이익	58	-4	49	76	
유형자산감가상각비	11	10	10	11	
무형자산상각비	37	37	33	29	
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	
투자활동 현금흐름	-211	-113	-113	-103	
유형자산의 처분(취득)	-127	-100	-100	-100	
무형자산의 처분(취득)	-83	-10	-10	-	
금융상품의 증감	1	0	0	0	
재무활동 현금흐름	7	39	10	15	
단기금융부채의증감	-	10	-10	-	
장기금융부채의증감	7	25	20	15	
자본의증감	-	4	-	-	
배당금지급	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증감	41	107	130	171	
기초현금및현금성자산	198	238	345	476	
기말현금및현금성자산	238	345	476	647	

자료 : 쌍용차, 하이투자증권 리서치센터

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		423	-32	352	554
BPS		5,923	6,158	6,782	7,608
CFPS		776	313	665	843
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		18.6		19.3	12.2
PBR		1.3	1.1	1.0	0.9
PCR		10.2	21.6	10.2	8.0
EV/EBITDA		13.6	23.9	8.6	4.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		7.6	-0.5	5.4	7.7
EBITDA 이익률		2.1	0.9	1.8	2.5
부채비율		166.2	166.0	160.5	150.2
순부채비율		-5.5	-13.7	-25.3	-37.4
매출채권회전율(x)		18.6	16.1	16.9	16.5
재고자산회전율(x)		16.0	18.1	19.0	18.5

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-04	Hold	7,500
2017-04-28	Hold	8,500
2017-03-06	Hold	9,000
2016-02-23	Hold	8,000

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 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-