



2017/07/31

## 쌍용차(003620)

### G4렉스턴 출시에도 부진한 수출이 발목

#### ■ 2Q17 Review – G4렉스턴 출시에도 부진한 수출이 발목

2분기 매출액은 6.3% 감소한 9,031억원, 영업이익은 적자전환한 -66억원을 기록했다. 이는 우리가 Preview 자료에 예상했던 매출액 9,052억, 영업이익 -45억원을 소폭 하회하는 수준이다. 매출원가가 전년동기 82.6%에서 83.7%로 1.1%p 상승했는데, 이는 판매대수가 감소하고 수출에서 불리한 환율이 반영되었기 때문으로 보여진다. G4렉스턴의 초기가동에 따른 감가상각 부담도 원가에 반영되었을 것이다. 판관비도 신차 출시에 따른 초기비용과 광고비 등으로 1.7%p 높아졌다. 2분기 판매를 보면 여전히 티볼리 중심, 내수중심의 판매를 크게 벗어나지 못하고 있음을 알 수 있다. 2분기 판매볼륨은 G4렉스턴 출시에도 불구하고 전년동기 40,911대로 비해 36,117대로 11.7%나 감소했다. 내수에서 3.7% 증가했음에도 불구하고 수출이 전년동기비 45.5% 감소했던 점이 컸다. 주력시장인 영국이 파운드화 약세와 이집트, 이란, 폐루 등 신흥시장의 부진이 컸다. 내수시장에서는 경쟁 심화에도 불구하고 4% 이상 증가해 쌍용의 저력을 보여주었지만, 극도의 수출 부진 상태에서 자그마치 내수의 존도가 81%에 달해 성장을 지속하기엔 어려움이 있음을 알 수 있다. 그나마 다행인 것은 내수시장이 위축되고 있음에도 티볼리가 속한 B-Seg SUV와 G4 렉스턴이 속한 E-Seg SUV의 성장세가 지속되고 있다는 점이다. 현대 코나, 기아 스토닉이 공개되고 곧 딜리버리가 시작되는 상황에서도 티볼리 판매량이 위축되지 않았다는 점은 매우 고무적이다.

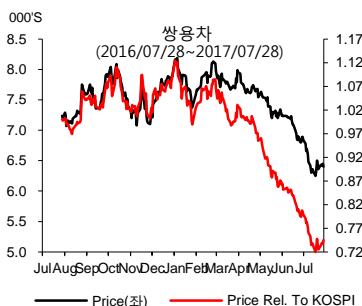
**Hold**(Maintain)

목표주가(12M)	7,000원
종가(2017/07/28)	6,400원

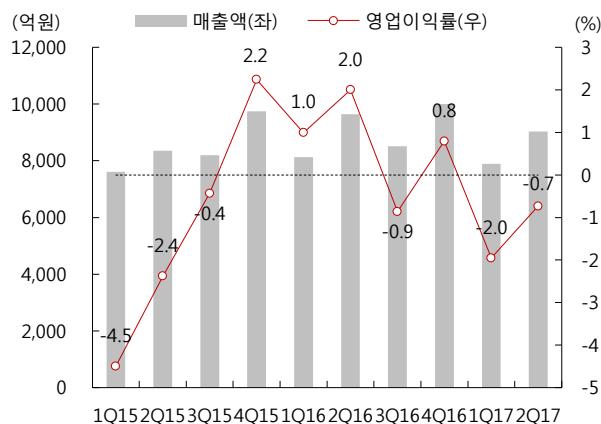
#### Stock Indicator

자본금	686십억원
발행주식수	13,795만주
시가총액	883십억원
외국인지분율	77.5%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	-80원
BPS(2017E)	6,110원
ROE(2017E)	-1.3%
52주 주가	6,250~8,190원
60일평균거래량	167,889주
60일평균거래대금	1.2십억원

#### Price Trend

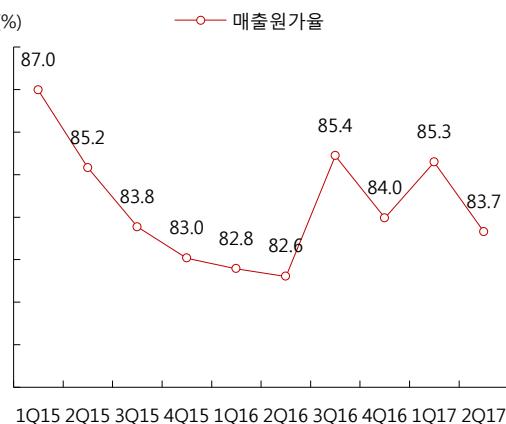


&lt;그림 1&gt; 매출액 및 영업이익률 추이 – 1Q17에 이어 적자지속



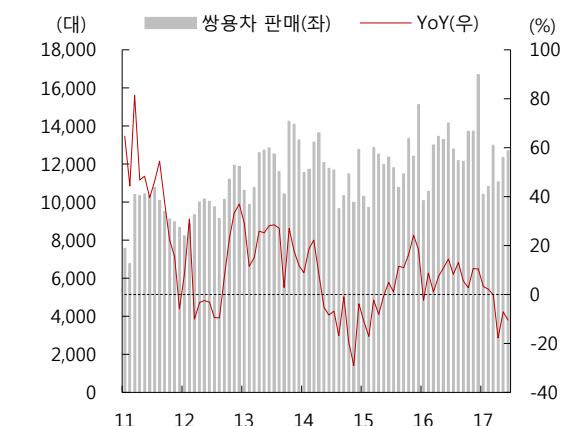
자료: 쌍용차, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 매출원가율 추이 – 전년동기대비 1.1%p 상승



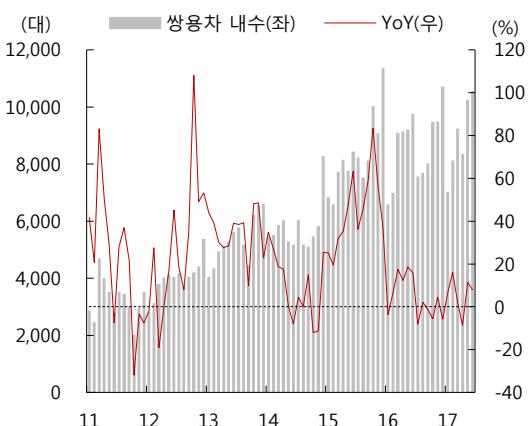
자료: 쌍용차, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; 글로벌 판매 및 전년동기비 증감 추이 – G4 렉스턴 출시에도 불구하고 전년동기대비 11.7% 감소



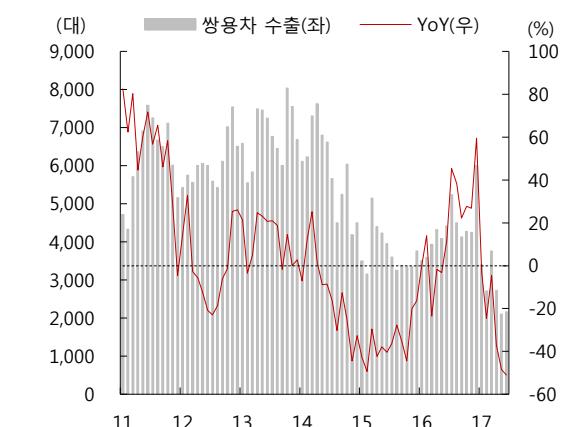
자료: 쌍용차, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; 내수판매 및 전년동기비 증감 추이 – 경쟁 심화에도 불구하고 전년동기대비 3.7% 증가



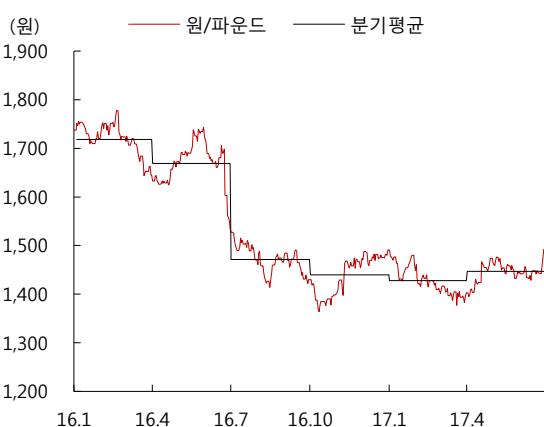
자료: 쌍용차, 하이투자증권

&lt;그림 5&gt; 쌍용차 수출 및 전년동기비 증감 추이 – 전년동기대비 45.5% 감소하며 수출 부진 지속



자료: 쌍용차, 하이투자증권

&lt;그림 6&gt; 원/파운드 환율 추이 – 전년동기대비 -13.3%



자료: Bloomberg, 하이투자증권

# 3Q17 Preview

## 당장의 수출개선 어렵고, 내수에서 본격 경쟁 돌입

3분기엔 판매 측면에서 5월 출시된 G4렉스턴의 시장 안착 여부 확인, 8월부터 시작될 해외수출, G4 렉스턴의 7인승 라인업 및 가솔린 버전 추가 효과를 지켜봐야 한다. 또 경쟁차종 출현으로 위축이 불가피한 티볼리의 새로운 마케팅 전략으로 ‘Armour 버전’ 출시효과를 기대할 수 있다. 그럼에도 불구하고 우리는 수출에서 큰 폭 증가가 없다면 3분기 큰 기대를 갖길 어렵다는 판단이다. 이미 수출이 전체 판매의 19%까지 위축되어 있는 상황이고, 주력시장인 러시아가 환율 문제로 힘을 발휘하지 못하는 상황에서 타지역으로 공격적 확산을 기대하긴 어렵기 때문이다. 3분기엔 티볼리의 신차효과 소멸, G4렉스턴의 수출 이전 한계로 매출액은 9,938억원, 영업이익은 -40억원으로 전망한다.

<표 2> 17년 2분기 실적 및 17년 3분기 실적 전망

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY	QoQ	3Q17(E)	YoY
매출액	9,640	8,508	10,006	7,887	9,031	-6.3%	14.5%	9,938	16.8%
매출원가	7,963	7,269	8,403	6,727	7,555	-5.1%	12.3%	8,497	16.9%
%	82.6	85.4	84.0	85.3	83.7	1.0%p	-1.6%p	86	0.1%p
매출총이익	1,677	1,239	1,603	1,160	1,476	-12.0%	27.3%	1,441	16.3%
%	17.4	14.6	16.0	14.7	16.3	-1.0%p	1.6%p	14.5	-0.1%p
판관비	1,484	1,312	1,523	1,315	1,542	3.9%	17.3%	1,481	12.9%
%	15.4	15.4	15.2	16.7	17.1	1.7%p	0.4%p	14.9	-0.5%p
영업이익	193	-73	80	-155	-66	적자전환	적자지속	-40	적자지속
%	2.0	-0.9	0.8	-2.0	-0.7	-2.7%p	1.2%p	-0.4	0.5%p
영업외이익	-13	256	115	17	27	흑자전환	61.4%	30	-88.4%
%	-0.1	3.0	1.2	0.2	0.3	0.4%p	0.1%p	0.3	-2.7%p
세전이익	180	183	195	-138	-40	적자전환	적자지속	-10	적자전환
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.4	-2.3%p	1.3%p	-0.1	-2.3%p
당기순이익	180	183	194	-139	-40	적자전환	적자지속	-10	적자전환
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.4	-2.3%p	1.3%p	-0.1	-2.3%p
지배주주	180	183	194	-139	-40	적자전환	적자지속	-10	적자전환
%	1.9	2.2	1.9	-1.8	-0.4	-2.3%p	1.3%p	-0.1	-2.3%p

자료: 쌍용차, 하이투자증권

# 투자전략

## 경쟁차종과의 대결, 수출부진에 따른 한계. TP 7천원으로 하향

수출이란 큰 축이 빠져있는 상황에서, 위축되고 있는 내수시장만 가지고 수익성을 유지하긴 쉽지 않아 보인다. 마힌드라 그룹과의 글로벌 전략도 아직 밑그림만 그려진 상황이고, 신모델의 투입완료 이후 기대하는 평택공장의 완전 가동에 대한 기대도 아직 이르다. 예상을 하회하는 실적으로 인해 목표주가를 7,000원으로 하향한다.

### 질의응답

1. 전반적인 상황에 대한 브리핑과 하반기 전망에 대해 말해달라. G4렉스턴 초기비용 언제쯤 완화될지, 수출시장 개선시점을 언제쯤으로 예상하시는지 답변 바랍니다.

→ 하반기 중점과제는 판매측면에선 5월에 나온 G4렉스턴 안정화이다. 8월부터는 해외수출을 시작할 것이다. 현재 5인승에서 7인승까지 라인업이 확대되고, 하반기에는 가솔린 버전이 나올 것이며 이 모델이 수출될 것이다. 티볼리 관련해서는 티볼리 Armour 버전을 내놓았는데 시장 반응이 생각보다 괜찮다. 코란도 스포츠 풀모델 체인자가 올 연말이나 내년초에 출시되어 성장동력이 될 수 있다. 순익측면에서는 계속 꾸준하게 물량을 늘리고 싶지만 내수시장에서의 경쟁심화, 수출시장의 부정적 요소들이 단기에 해소되지 않는다. 수익성 위주의 경영을 할 수 밖에 없다. SY Auto capital은 순이익 69억을 벌었다. 지분법으로 끌어들이고 있어서 긍정적인 효과가 있다. 내부적으로는 부품공급 업체들과 CR을 진행하고 있다. 신차 관련해서 코란도 스포츠, 코란도C(XAV)는 19년쯤 출시될 예정이다. 노사 관련해서는 임금협상이 타결되었다. 5.3만원 기본급 인상, 생산장려금 250만원, 우리사주 100만원이 그 내용이며 이는 8년 연속 무분규이다. 코란도 스포츠와 코란도C는 패밀리룩의 유사성이 전혀 없을 것 같다.

2. G4렉스턴 효과에 대해 말해달라.

→ G4렉스턴은 5, 6월간 5,400대정도 판매했다. 당연히 1분기 대비 쌍용 전체 매출은 14.5% 정도 증가했다. 이는 G4렉스턴 효과이다. 고정비는 초기 감가상각이 더 드는 구조로 연간 200억 정도 늘어날 것으로 예상하고 있다. G4렉스턴은 예고한대로 올해 총 3만대 판매를 생각하고 있다. 곧 서유럽 수출도 검토하고 있다.

**3. 유럽 위주로 내연기관 판매금지 이야기가 나오고 있고, 인도 역시 그런 이야기가 나오는데, 쌍용은 어떻게 대비할 것인지, EV에 대한 대응도 마힌드라와 함께 하는지 궁금하다.**

→ 쌍용차의 메인 파워트레인이 디젤로 알려져 있지만, 가솔린 1.6엔진, 2.0엔진이 들어올 것이다. 마힌드라와 엔진 개발을 동시에 진행 중에 있다. 향후 더 작은 엔진이 들어올 수도 있다. 쌍용도 신차 개발 관련해서 19~20년에는 전기차 모델이 들어올 것이다. 디젤엔진의 인기가 떨어지면 가솔린 모델을 보강하고, 친환경차 관련해서도 EV에 집중할 것이다. EV 관련해서는 여러가지로 검토하고 있다.

**4. 한때 수출 주력시장이던 러시아에서 상황은 어떤가? 이정도 쉬어간다면 딜러 망, 디스트리뷰터 모두 붕괴되는것 아닌가?**

→ 러시아시장은 최악의 상황에서 분명 회복되고 있다. 쌍용은 러시아 내 직접 생산설비가 없기 때문에 수출에 의존할 수 밖에 없는 구조다. 루블화를 원화 환산시 단가가 맞아야한다. 13년에 35,000대 정도였는데 환율은 당시 달러당 30루블 정도 였다. 현재 58~59루블 수준이면 아직 채산성이 맞지 않는 환율 레벨이다. 시간이 좀 더 걸릴 것이다. 15~16년 거의 러시아 수출을 쉬었지만, 소규모로 다시 시작하고 있다. 디스트리뷰터는 복수 채널로 움직이는 딜러들이 많아 무너지지 않고 잘 버티고 있다. 다시 채산성이 맞는다면 다시 쌍용차를 들여올 것이다.

**5. GM Korea 철수 관련 우려가 있는 것으로 알고 있다. 한때 대우—쌍용이 하나의 회사여서 부품사가 양사를 함께 납품하는 경우가 많다. GM이 철수 한다면 Supply vendor 상황은 어떨 것으로 보시는지 답변 바란다.**

→ 벤더입장에서 우려가 있겠지만, 쌍용과 함께 일하는 벤더들은 큰 변화가 없을 것이다. Supplier가 충격을 받을 정도의 가격 인하 등 푸쉬를 할 순 없다. 가격조정도 벤더의 건강을 봐가면서 할 것이다.

**6. 쌍용차와 LG U+가 커넥티비티 관련 협업을 하고 있는 것으로 안다. 추후에 자율 주행까지도 고려하고 있는가?**

→ 시장의 흐름이 향후 자율주행으로 갈 것으로 본다. 전략적 방향을 보고 효과적 도달 방법을 고민할 것이다. LG U+와의 협업범위도 통신, 맵 등 다양한 영역이다.

**7. 중국 진출에 대해서 구체화된 사항이 있는가?**

→ LOI 맺었지만 시간이 많이 걸릴 수 밖에 없는 계약이다. 이후 구체적 딜을 진행할 수 있는 스터디를 계속해 나갈 것이다. 중기적 관점에서 중국 진출을 계획한 것이고 결국엔 중국에 진출할 것이다.

**8. 사우디 국민차 프로젝트 진행 상황과 국내에서의 수혜 답변 부탁드린다.**

→ 사우디 프로젝트에 관해서 논의 및 스터디 진행 중이다. 사우디 정부에서 확정이 되면 진행이 될 것이다. 국내에서는 창원 엔진공장 CKD에 도움이 될 것이다. 이 혜택은 창원뿐 아니라 쌍용 전반적으로 혜택이 돌아올 수 있다. 아직 사우디 프로젝트 수의 성에 대해서 논하기엔 시기상조다. 부가적 혜택은 분명 있다. 현지화가 어느정도 진행 되느냐의 옵션에 따라 범위가 달라질 수 있기 때문이다.

**9. 코나, 스토닉과의 경쟁에 대해서 어떻게 생각하는가?**

→ 새로운 모델이 출시되면 분명 경쟁은 치열해 질 것이다. 짚고 넘어가야 할 것은 B-seg SUV가 계속 확대될 것이란 점이다. 시장점유율이 약간 축소된다고 해도 다시 늘어날 수 있다. 티볼리의 MY 체인지, Armour 출시 등으로 경쟁할 것이다. 가격 관련해서도 전략을 구사해나가겠다.

**10. 유가 관련된 쌍용의 생각은 어떠신지?**

→ 유가상승을 예상하진 않는다. 1년정도는 현 수준에서 안정화될 것으로 본다.

**11. 체어맨 관련해서 전략 변화는 없는가?**

→ 현재로선 체어맨(세단)에 대한 별다른 전략은 가지고 있지 않다.

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	682	804	1,009	1,235		매출액	3,629	3,810	4,427	4,872	
현금 및 현금성자산	238	339	469	640		증가율(%)	7.0	5.0	16.2	10.0	
단기금융자산	1	0	0	0		매출원가	3,037	3,232	3,763	4,082	
매출채권	230	242	281	309		매출총이익	592	579	664	790	
재고자산	205	215	250	275		판매비와관리비	564	600	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	2,253	2,431	2,619		영업이익	28	-22	38	81	
유동부채	945	979	1,051	1,110		증가율(%)	-178.2	-177.1	-276.3	113.0	
매입채무	-	-	-	-		영업이익률(%)	0.8	-0.6	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	-6	4	-15	
장기차입금	13	38	58	73		세전계속사업이익	58	-11	54	95	
부채총계	1,351	1,410	1,502	1,576		법인세비용	0	0	8	24	
지배주주지분	813	843	929	1,043		세전계속이익률(%)	1.6	-0.3	1.2	1.9	
자본금	686	690	690	690		당기순이익	58	-11	49	76	
자본잉여금	131	131	131	131		순이익률(%)	1.6	-0.3	1.1	1.6	
이익잉여금	-4	-15	34	110		지배주주귀속 순이익	58	-11	49	76	
기타자본항목	1	1	1	1		기타포괄이익	38	38	38	38	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	96	27	86	114	
자본총계	813	843	929	1,043		지배주주귀속총포괄이익	58	-11	49	76	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	244	201	263	288	
당기순이익	58	-11	49	76	
유형자산감가상각비	11	10	10	11	
무형자산상각비	37	37	33	29	
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	
투자활동 현금흐름	-211	-113	-113	-103	
유형자산의처분(취득)	-127	-100	-100	-100	
무형자산의처분(취득)	-83	-10	-10	-	
금융상품의증감	1	0	0	0	
재무활동 현금흐름	7	39	10	15	
단기금융부채의증감	-	10	-10	-	
장기금융부채의증감	7	25	20	15	
자본의증감	-	4	-	-	
배당금지급	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증감	41	100	130	171	
기초현금및현금성자산	198	238	339	469	
기말현금및현금성자산	238	339	469	640	

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		423	-80	352	554
BPS		5,923	6,110	6,734	7,560
CFPS		776	265	665	843
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		18.6		18.2	11.6
PBR		1.3	1.0	1.0	0.8
PCR		10.2	24.1	9.6	7.6
EV/EBITDA		13.6	29.8	8.0	4.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		7.6	-1.3	5.5	7.7
EBITDA 이익률		2.1	0.7	1.8	2.5
부채비율		166.2	167.3	161.7	151.1
순부채비율		-5.5	-13.0	-24.7	-37.0
매출채권회전율(x)		18.6	16.1	16.9	16.5
재고자산회전율(x)		16.0	18.1	19.0	18.5

자료 : 쌍용차, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-31	Hold	7,000
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 %	-