

# 쌍용양회(003410)

## 가격 정상화 선언

### 5월 15일, 가격 할인을 축소 선언

지난 15일, 쌍용양회는 업계에서 가장 먼저 시멘트 가격 할인을 축소를 선언했다. 작년 11월부터 단가 할인폭이 확대돼 1분기 감사보고서 기준 톤당 가격은 60,633원으로 전년대비 6%, 2013년 대비 15% 하락했다. 쌍용에 이어 한라와 삼표도 곧 레미콘 업체에 정상화된 가격을 통보할 것으로 보도됐다. 업계의 공식 입장은 고시가격(운송료 포함 톤당 75,000원) 대비 할인을 없애야 한다는 것으로, 향후 할인을 축소폭은 10% 내외가 될 전망이다. 시차를 두고 6월 중순부터 반영되기 시작해 3분기에는 오른 가격이 적용될 것이다. 공식적인 고시단가 인상은 역대 최대로 확대된 할인을 축소 후, 2018년 말 혹은 2019년 초 시도 가능할 것으로 판단한다. 1분기 건설사의 주택 영업이익률이 두자릿수를 보인 반면, 시멘트 업계는 역대 최악의 실적을 기록했다는 점에서 인상 명분이 축적되고 있다.

### 3분기부터 턴어라운드

2018년 업계 출하량은 전년대비 10% 감소할 것으로 추정되고 1분기 실적 충격이 커 2018년은 쉽지 않은 한 해다. 그럼에도 영업이익은 전년대비 15% 감소에 그칠 전망이다. 3분기부터 가격 정상화가 시작되고 ESS와 폐열발전이 각각 4월, 7월 가동되기 시작해 하반기 약 130억원의 동력비 감소효과가 예상되기 때문이다. 우리는 보수적으로 3분기부터 시멘트 판매단가가 전년대비 5% 오르는 것으로 가정했다. 추가로 시멘트 단가 1% 인상 시, 쌍용양회의 영업이익은 6.3% 증가한다.

### 경협사업 배제해도 5%의 배당률과 가격 인상으로 투자매력 높아

부침은 있지만 경협사업 재개 시 직접적 수혜가 가능한 최대 해안사다. 과거 경협 당시 정부의 일괄수매 방식으로 북한에 시멘트를 수출했다. 현재 북한의 시멘트 용량은 한국의 1/10에 불과하다. 대북이슈를 제외해도 5~6%의 고배당률과 3분기부터 턴어라운드 감안 시 투자매력이 높다. 1분기 중간배당은 주당 450원으로 전분기 대비 100원 상향됐는데 자회사에서 수령한 배당금이 늘어난 만큼 주주에게 환원했기 때문이다. 이에 따라 연간 DPS는 1,500~1,800원으로 추정된다. 가격 회복으로 도달 가능한 ROE를 9%에서 12%로 상향한다. 이에 따라 목표 PBR을 기존 1.5배에서 2.1배로 상향하고 목표주가를 39% 상향한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,430	258	173	2,023	111.4	357	7.3	5.4	0.8	11.6	1.1
2017A	1,517	251	302	3,122	54.3	353	6.0	7.1	1.0	16.6	5.7
2018F	1,573	214	141	1,392	(55.4)	320	21.3	11.0	1.6	7.3	7.3
2019F	1,664	273	186	1,836	31.9	376	16.2	9.1	1.6	10.0	7.3
2020F	1,717	309	213	2,108	14.8	409	14.1	8.2	1.6	11.6	7.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 39,000원(상향)

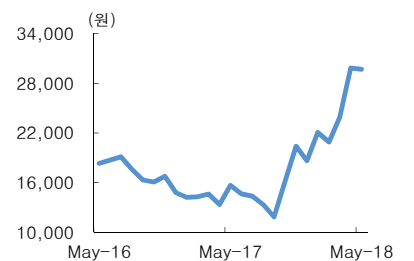
### Stock Data

KOSPI(5/25)	2,461
주가(5/25)	29,700
시가총액(십억원)	2,993
발행주식수(백만)	101
52주 최고/최저가(원)	38,600/11,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,088
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.7/4.1
주요주주(%)	한앤코시멘트홀딩스 외 5인 77.7
	국민연금 5.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.2	44.2	86.2
KOSPI 대비(%p)	22.7	47.5	81.2

### 주가추이



자료: WISEfn

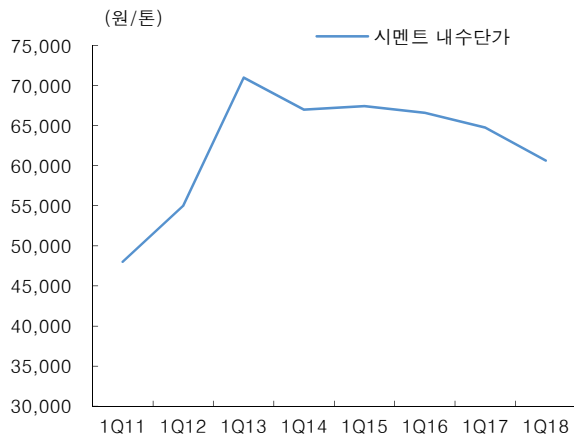
### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

[그림 1] 쌍용양회 시멘트 내수단가



자료: 쌍용양회, 한국투자증권

[그림 2] 착공면적 YTD 증감률 추이



자료: 국토교통부, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	445	290	366	403	304	400	421	448	2,060	1,517	1,573	1,664	1,717
YoY	55.0%	0.9%	27.4%	40.1%	(31.7%)	37.9%	15.1%	11.3%	3.7%	(27.0%)	4.6%	5.8%	3.2%
쌍용양회	242	280	249	263	203	232	253	231	1,411	1,033	920	1,013	1,051
대한시멘트	-	-	18	47	32	40	60	68	-	64	200	223	232
쌍용기초소재	11	20	15	15	9	18	15	18	58	61	60	63	64
한국기초소재	12	19	17	17	12	20	16	17	67	65	65	69	69
대한슬래그	-	-	6	13	8	16	13	16	-	18	53	56	56
쌍용레미콘	89	115	97	100	73	117	97	103	377	400	390	405	421
로지스틱스	1	16	11	9	9	12	10	10	1	37	40	40	40
연결조정	89	(159)	(46)	(113)	(41)	(7)	(20)	(3)	33	9	(29)	(33)	(34)
원가율	81.1%	63.7%	75.6%	73.8%	82.2%	77.0%	78.0%	75.3%	79.4%	74.5%	77.8%	75.2%	73.5%
영업이익	52	74	56	69	20	57	58	80	262	251	214	273	309
영업이익률	11.6%	25.6%	15.2%	17.2%	6.5%	14.2%	13.7%	17.8%	12.7%	16.7%	13.6%	16.4%	18.0%
YoY	20.4%	(6.7%)	(18.6%)	12.8%	(62.0%)	(23.2%)	3.7%	15.1%	22.2%	(4.1%)	(14.6%)	27.6%	13.3%
쌍용양회	32	54	36	53	11	38	47	51	178	175	147	203	233
대한시멘트	0	0	3	7	4	7	10	13	0	10	34	38	39
쌍용기초소재	1	3	2	1	1	2	2	2	6	6	6	6	6
한국기초소재	2	3	3	3	1	2	2	6	14	11	11	69	69
대한슬래그	0	0	1	2	0	3	2	5	0	3	10	10	10
쌍용레미콘	7	13	8	5	1	12	14	5	30	33	31	34	40
로지스틱스	0	1	2	0	1	1	1	2	(1)	4	4	4	4
연결조정	10	1	1	(2)	2	(7)	(20)	(3)	33	9	(29)	(33)	(34)
세전이익	50	52	35	39	14	52	53	67	220	176	185	244	280
지배주주순이익	56	85	24	135	12	39	40	49	173	302	141	186	213

자료: 한국투자증권

## 기업개요

1962년 5월 설립된 시멘트 제조회사. 2017년 3분기 기준 동해, 영월, 북평, 문경, 광양 5개의 시멘트공장에서 연간 약 1,500만톤의 시멘트를 생산. 주요 사업은 시멘트사업과 레미콘사업, 유류유통사업(에너지사업) 등으로, 각각의 매출 비중은 48%, 23%, 20% (2016년 기준). 2017년 대한시멘트 인수를 통해 국내 최대 슬래그시멘트 사업자 등극.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	896	830	883	934	963
현금성자산	207	287	297	314	324
매출채권및기타채권	373	340	362	383	395
재고자산	87	109	126	133	137
비유동자산	2,320	2,671	2,686	2,711	2,724
투자자산	74	72	75	79	81
유형자산	2,108	2,205	2,202	2,199	2,196
무형자산	82	354	367	388	401
자산총계	3,216	3,501	3,568	3,644	3,687
유동부채	1,068	792	978	1,122	1,245
매입채무및기타채무	319	274	284	301	310
단기차입금및단기사채	466	373	353	353	358
유동성장기부채	160	87	82	79	74
비유동부채	334	688	648	614	540
사채	45	182	182	182	149
장기차입금및금융부채	50	242	192	142	92
부채총계	1,402	1,480	1,626	1,736	1,785
지배주주지분	1,689	1,960	1,882	1,848	1,842
자본금	466	505	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744	744
기타자본	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)
이익잉여금	498	717	638	605	598
비지배주주지분	125	61	61	61	61
자본총계	1,814	2,021	1,942	1,909	1,902

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	197	298	421	421	422
당기순이익	175	301	141	186	213
유형자산감가상각비	96	98	98	95	92
무형자산상각비	4	4	7	8	8
자산부채변동	(178)	(17)	172	125	106
기타	100	(88)	3	7	3
투자활동현금흐름	(74)	(223)	(116)	(125)	(109)
유형자산투자	(76)	(136)	(156)	(153)	(150)
유형자산매각	1	61	61	61	61
투자자산순증	(4)	(12)	2	1	2
무형자산순증	(0)	0	(20)	(29)	(20)
기타	5	(136)	(3)	(5)	(2)
재무활동현금흐름	51	5	(294)	(279)	(302)
자본의증가	291	112	0	0	0
차입금의순증	(214)	16	(75)	(60)	(83)
배당금지급	(1)	(94)	(106)	(219)	(219)
기타	(25)	(29)	(113)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	173	80	11	17	10

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

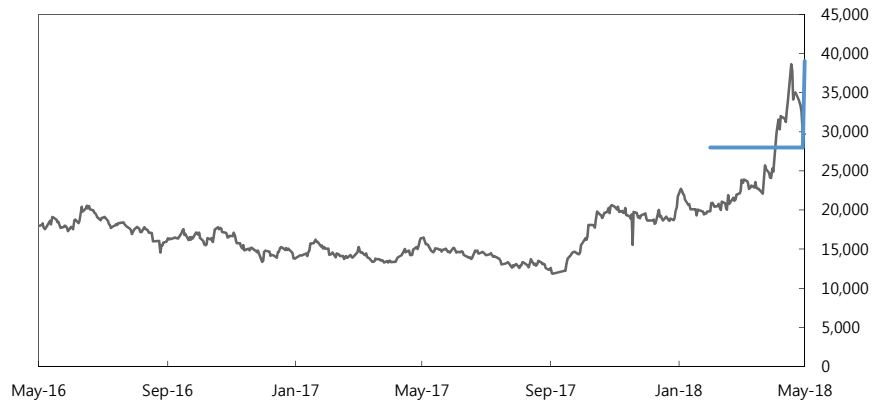
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,430	1,517	1,573	1,664	1,717
매출원가	1,036	1,122	1,224	1,250	1,262
매출총이익	394	395	349	413	454
판매관리비	136	145	135	140	145
영업이익	258	251	214	273	309
금융수익	1	4	1	1	1
이자수익	1	2	1	1	1
금융비용	27	25	24	24	24
이자비용	27	24	24	24	24
기타영업외손익	(16)	(58)	(11)	(11)	(11)
관계기업관련손익	1	4	5	5	5
세전계속사업이익	216	176	185	244	280
법인세비용	52	(26)	44	59	67
연결당기순이익	175	301	141	186	213
지배주주지분순이익	173	302	141	186	213
기타포괄이익	2	38	0	0	0
총포괄이익	177	339	141	186	213
지배주주지분포괄이익	174	340	141	186	213
EBITDA	357	353	320	376	409

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,023	3,122	1,392	1,836	2,108
BPS	18,137	19,395	18,617	18,283	18,221
DPS	160	1,070	2,170	2,170	2,170
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(28.0)	6.1	3.7	5.8	3.2
영업이익증가율	20.3	(2.7)	(14.7)	27.6	13.3
순이익증가율	124.7	74.8	(53.4)	31.9	14.8
EPS증가율	111.4	54.3	(55.4)	31.9	14.8
EBITDA증가율	15.5	(1.2)	(9.5)	17.6	8.9
수익성(%)					
영업이익률	18.0	16.5	13.6	16.4	18.0
순이익률	12.1	19.9	8.9	11.2	12.4
EBITDA Margin	25.0	23.3	20.3	22.6	23.9
ROA	5.7	9.0	4.0	5.1	5.8
ROE	11.6	16.6	7.3	10.0	11.6
배당수익률	1.1	5.7	7.3	7.3	7.3
배당성향	16.2	35.0	155.9	118.2	102.9
안정성					
순차입금(십억원)	492	545	457	377	282
차입금/자본총계비율(%)	39.7	44.0	41.9	39.5	35.3
Valuation(X)					
PER	7.3	6.0	21.3	16.2	14.1
PBR	0.8	1.0	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.4	7.1	11.0	9.1	8.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
쌍용양회(003410)	2018.02.26	매수	28,000원	-9.0	37.9
	2018.05.27	매수	39,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 27일 현재 쌍용양회 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 쌍용양회 발행주식에 기타이해관계가 없습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.