

쌍용양회(003410)

2Q18 Preview: P와 Q 모두 회복 중

예상치 부합, 1분기 충격에서 벗어나

2분기 매출은 전년대비 41% 증가한 4,070억원, 영업이익은 14% 감소한 640억원을 예상한다. 전년 3분기 대한시멘트와 대한슬래그 인수가 완료돼 올 2분기 매출 증가폭이 크다. 지난 1분기 쌍용양회 별도기준 시멘트 출하량은 전년대비 22% 급감하고 평균 판매단가는 6% 이상 하락하며 최악의 실적을 기록했다. 2분기 시멘트 출하량은 전년대비 5% 감소할 전망이다. 전년 2분기가 역사적으로 최대 수준의 출하량을 기록한 데 따른 베이스 부담일 뿐, 절대적으로는 양호한 수준이다. 시멘트 단가도 작년 4분기부터 6개월 연속 빠르게 하락했으나 2분기부터 안정화되고 있다.

6월 중순부터 가격 인상 시작

6월 15일부터 쌍용양회를 비롯, 모든 시멘트사들은 레미콘업체에 공식 시멘트 고시 가격인 톤당 75,000원으로 세금계산서를 발송하기 시작했다. 운송료 포함 여부에 따라 실제 판매단가는 달라지나, 가격 출혈이 극심했던 1분기 대비 약 7~10% 인상된 가격을 통보하기 시작한 것이다. 늘 가격 인상의 과정에서 시멘트사들과 레미콘사들 간 힘겨루기가 있을 수밖에 없지만 시차를 두고 점차 오른 가격이 적용될 것으로 판단한다. 모든 원자재 가격이 상승세인데다, 1분기 시멘트업체의 실적 쇼크는 가격 인상의 충분한 명분이 되고 있기 때문이다.

P와 Q 모두 회복되며 하반기 전망 밝아

하반기에는 P(가격)와 Q(물량) 모두 회복을 예상한다. 흑한으로 1분기 출하량이 크게 부진했고 4월에도 미세먼지 이슈로 공사가 늦어졌기에 5월부터 출하량이 늘고 있다. 정해진 공기를 맞추려면 5월부터 출하량 증가가 불가피하다. 작년 4분기부터 가격 할인폭이 확대됐기에 올 4분기에는 연중 가장 두드러진 실적 개선을 보일 것이다. 또한 7월부터 폐열발전이 가동되기 시작해 3분기 70억원, 4분기 100억원의 원가 절감이 예상된다. 남북경협 이슈로 주가의 변동성이 컸지만 우수한 원가구조, 6%의 배당수익률은 유효한 투자포인트다. 단순 주식 분할 상장으로 인해 목표주가는 기존 39,000원에서 7,800원으로 조정한다.

	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	405	113.0	357	7.3	5.4	0.8	11.6	1.1
2017A	1,517	251	302	624	54.3	353	6.0	7.1	1.0	16.6	5.7
2018F	1,563	219	144	285	(54.3)	324	18.2	9.7	1.3	7.4	5.8
2019F	1,672	297	204	403	41.3	400	12.9	7.7	1.3	10.3	5.8
2020F	1,726	333	231	457	13.4	433	11.4	6.8	1.3	11.3	5.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 7,800원(하향)

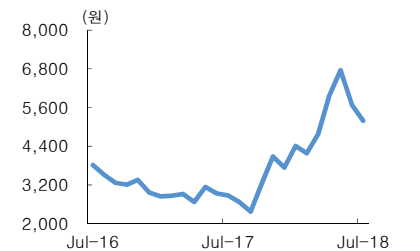
Stock Data

KOSPI(7/13)	2,311
주가(7/13)	5,190
시가총액(십억원)	2,615
발행주식수(백만)	504
52주 최고/최저가(원)	7,720/2,370
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,811
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/2.9
주요주주(%)	한앤코시멘트홀딩스 외 4인 77.7
	국민연금 5.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.2)	38.8	88.7
KOSPI 대비(%p)	(7.8)	46.2	92.8

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

<표 1> 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	445	290	366	403	304	407	402	450	1,430	1,517	1,563	1,672	1,726
YoY	55.0%	0.9%	27.4%	40.1%	(31.7%)	40.5%	9.9%	11.8%	3.7%	6.1%	4.0%	7.0%	3.2%
쌍용양회	242	280	249	263	203	232	234	240	1,411	1,033	910	1,022	1,060
대한시멘트	-	-	18	47	32	40	60	68	-	64	200	227	236
쌍용기초소재	11	20	15	15	9	18	15	18	58	61	60	65	65
한국기초소재	12	19	17	17	12	20	16	17	67	65	65	70	71
대한슬래그	-	-	6	13	8	16	13	16	-	18	53	57	58
쌍용레미콘	89	115	97	100	73	117	97	103	377	400	390	405	421
쌍용로지스틱스	1	16	11	9	9	12	10	10	1	37	40	40	40
원가율	81.1%	63.7%	75.6%	73.8%	82.2%	76.5%	77.0%	75.3%	79.4%	74.5%	77.4%	73.9%	72.3%
판매비	32	31	34	36	34	32	35	34	136	145	135	140	145
영업이익	52	74	56	69	20	64	57	78	258	251	219	297	333
YoY	20.4%	(6.7%)	(18.6%)	12.8%	(62.0%)	(14.0%)	3.3%	12.0%	22.2%	(4.1%)	(12.9%)	35.8%	12.1%
영업이익률	11.6%	25.6%	15.2%	17.2%	6.5%	15.6%	14.3%	17.3%	12.7%	16.7%	14.0%	17.8%	19.3%
쌍용양회	32	54	36	53	11	38	42	60	178	175	151	227	256
대한시멘트	0	0	3	7	4	7	10	13	0	10	34	39	40
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	70	71
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
쌍용로지스틱스	0	1	2	0	1	1	1	2	(1)	4	4	4	4
기타/연결조정	10	1	1	(2)	2	(0)	(15)	(15)	33	9	(29)	(34)	(35)
세전이익	50	52	35	39	14	59	52	65	216	176	190	268	304
계속사업이익	35	35	25	106	12	45	40	48	168	201	144	204	231
중단사업이익	20	51	(0)	30	-	-	-	-	7	100	-	-	-
순이익	55	85	25	136	12	45	40	48	175	301	144	204	231
(지배주주)	56	85	24	135	12	45	40	48	173	301	144	204	231

자료: 한국투자증권

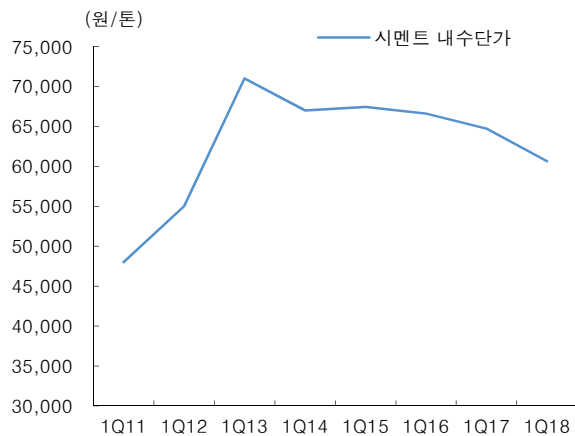
<표 2> 2Q18 실적 전망

(단위: 십억원)

	한투증권	YoY	컨센서스 대비	컨센서스	1개월 변화
매출	407	40.5%	(4.6%)	427	(3.5%)
영업이익	64	(14.0%)	(10.3%)	71	(12.1%)
영업이익률	15.6%	(9.9%p)	(1.0%p)	16.6%	(1.6%p)
지배주주순이익	45	(47.8%)	(0.9%)	45	(14.7%)

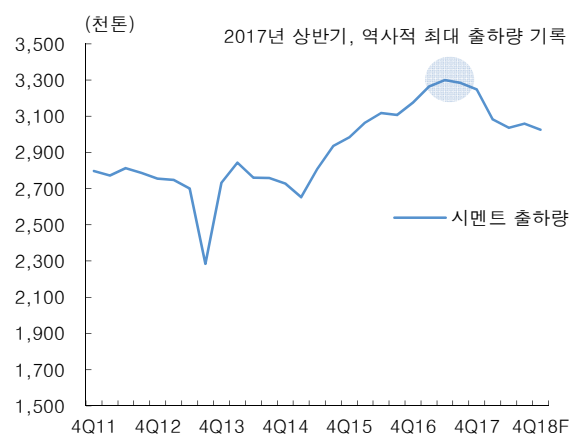
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 시멘트 내수단가 추이



자료: 쌍용양회, 한국투자증권

[그림 2] 시멘트 출하량(별도기준)



자료: 쌍용양회, 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	877	939	968
현금성자산	207	287	295	316	326
매출채권및기타채권	373	340	360	385	397
재고자산	87	109	125	134	138
비유동자산	2,320	2,671	2,683	2,713	2,727
투자자산	74	72	74	79	82
유형자산	2,108	2,205	2,202	2,199	2,196
무형자산	82	354	365	390	403
자산총계	3,216	3,501	3,560	3,652	3,695
유동부채	1,068	792	900	971	1,009
매입채무및기타채무	319	274	283	302	312
단기차입금및단기사채	466	373	353	353	358
유동성장기부채	160	87	82	79	74
비유동부채	334	688	646	615	542
사채	45	182	182	182	149
장기차입금및금융부채	50	242	192	142	92
부채총계	1,402	1,480	1,546	1,586	1,551
지배주주지분	1,689	1,960	1,953	2,005	2,084
자본금	466	505	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744	744
기타자본	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)
이익잉여금	498	717	709	761	841
비지배주주지분	125	61	61	61	61
자본총계	1,814	2,021	2,014	2,066	2,145

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	197	298	348	362	354
당기순이익	175	301	144	204	231
유형자산감가상각비	96	98	98	95	92
무형자산상각비	4	4	7	8	8
자산부채변동	(178)	(17)	97	46	21
기타	100	(88)	2	9	2
투자활동현금흐름	(74)	(223)	(113)	(131)	(110)
유형자산투자	(76)	(136)	(156)	(153)	(150)
유형자산매각	1	61	61	61	61
투자자산순증	(4)	(12)	3	(0)	2
무형자산순증	(0)	0	(18)	(33)	(20)
기타	5	(136)	(3)	(6)	(3)
재무활동현금흐름	51	5	(227)	(211)	(235)
자본의증가	291	112	0	0	0
차입금의순증	(214)	16	(75)	(60)	(83)
배당금지급	(1)	(94)	(106)	(152)	(152)
기타	(25)	(29)	(46)	1	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	173	80	9	21	10

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

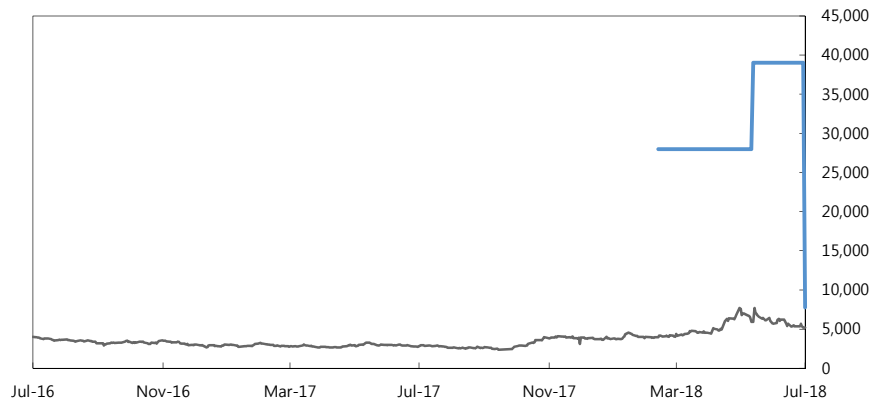
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,430	1,517	1,563	1,672	1,726
매출원가	1,036	1,122	1,210	1,236	1,248
매출총이익	394	395	354	437	478
판매관리비	136	145	135	140	145
영업이익	258	251	219	297	333
금융수익	1	4	1	1	1
이자수익	1	2	1	1	1
금융비용	27	25	24	24	24
이자비용	27	24	24	24	24
기타영업외손익	(16)	(58)	(11)	(11)	(11)
관계기업관련손익	1	4	5	5	5
세전계속사업이익	216	176	190	268	304
법인세비용	52	(26)	45	64	73
연결당기순이익	175	301	144	204	231
지배주주지분순이익	173	302	144	204	231
기타포괄이익	2	38	0	0	0
총포괄이익	177	339	144	204	231
지배주주지분포괄이익	174	340	144	204	231
EBITDA	357	353	324	400	433

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	405	624	285	403	457
BPS	3,627	3,879	3,864	3,967	4,124
DPS	32	214	300	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	(28.0)	6.1	3.0	7.0	3.2
영업이익증가율	20.3	(2.7)	(12.9)	35.8	12.1
순이익증가율	124.7	74.8	(52.3)	41.3	13.4
EPS증가율	113.0	54.3	(54.3)	41.3	13.4
EBITDA증가율	15.5	(1.2)	(8.3)	23.4	8.3
수익성(%)					
영업이익률	18.0	16.5	14.0	17.8	19.3
순이익률	12.1	19.9	9.2	12.2	13.4
EBITDA Margin	25.0	23.3	20.7	23.9	25.1
ROA	5.7	9.0	4.1	5.6	6.3
ROE	11.6	16.6	7.4	10.3	11.3
배당수익률	1.1	5.7	5.8	5.8	5.8
배당성향	16.2	35.0	105.2	74.5	65.7
안정성					
순차입금(십억원)	492	545	459	375	280
차입금/자본총계비율(%)	39.7	44.0	40.4	36.5	31.3
Valuation(X)					
PER	7.3	6.0	18.2	12.9	11.4
PBR	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.4	7.1	9.7	7.7	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
쌍용양회(003410)	2018.02.26	매수	28,000원	-81.8	-72.4
	2018.05.27	매수	39,000원	-84.7	-80.2
	2018.07.15	매수	7,800원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 15일 현재 쌍용양회 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 쌍용양회 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.