쌍용양회

BUY(유지)

003410 기업분석 | 건자재

목표주가(상향)	7,200원	현재주가(08/14)	5,600원	Up/Downside	+28.6%

2018. 08. 16

분기배당에 따른 주가흐름을 반추해보자

2Q18 Earnings Review

시장 컨센서스 부합: 쌍용양회의 2분기 실적은 매출액 4,145억원(+4.9% YoY), 영업이익 718억원(-4.5% YoY), 세전이익 582억원(+9.6% YoY)으로 집계되었다. 시장 컨센서스를 부합하는 양호한 실적이었다. 컨센서스 대비 보수적이었던 DB금융투자 리서치의 영업이익 추정치를 20% 상회했는데 시멘트 가격 인상 효과가 우리의 예상보다 빠른 2분기부터 본격적으로 반영되었기 때문이다.

가격 인상에 이은 출하량 증가 기대: 가격 인상에 이어 하반기부터는 출하량 증가를 기대할 수 있다. 2분기부터 주택 신규분양 물량(건축착공면적)이 늘어나기 시작했기 때문이다. 가격 인상으로 인해 유연탄 등의 원가 상승분을 상쇄시켰다면 출하량 증가는 그 이상의 수익성 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

Comment

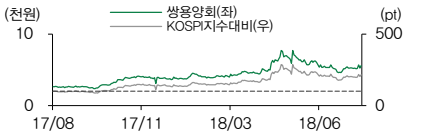
연간 배당 360원 기대: 상반기 주당 180원의 분기배당이 실시되었다. 연간 DPS 기대치를 연초 기대치였던 280원에서 360원으로 상향 조정해도 무방하다고 판단한다. 18년초까지 쌍용양회의 주가 흐름은 중간배당이 확정되면서 단계적으로 상승했다. 18년 하반기도 마찬가지라고 판단된다. 하반기 분기배당이 확정되면서 주가는 단계적으로 상승할 것으로 전망한다. 배당주로서의 매력은 여전히 높다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,430	1,517	1,515	1,537	1,557
(증가율)	-28.0	6.1	-0.1	1.5	1.3
영업이익	258	251	223	259	262
(증가율)	20.3	-2.7	-11.2	16.0	1.3
지배주주순이익	173	302	139	165	169
EPS	394	625	274	327	334
PER (H/L)	11.8/6.7	6.7/3.7	20.4	17.1	16.8
PBR (H/L)	1.3/0.7	1.1/0.6	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.9	7.6/5.0	10.2	9.1	8.9
영업이익률	18.0	16.5	14.7	16.8	16.8
ROE	11.6	16.6	7.1	8.4	8.4

Stock Data

52주 최저/최고	2,370/7,720원
KOSDAQ /KOSPI	762/2,259pt
시가총액	28,216억원
60日-평균거래량	1,111,404
외국인지분율	2.8%
60日-외국인지분율변동추이	-1.2%p
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인 77.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.9	-27.5	112.9
상대기준	10.4	-20.5	120.0

Analyst 조윤호 02 369 3367 uhno@db-fi.com

Action

목표주가 7,200원으로 상향 조정: 쌍용양회에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 7,200원으로 상향 조정한다. 기존 목표주가는 27,000원이었으나 액면분할을 감안하면 주당 목표주가는 5,400원이었다. 목표주가를 상향 조정한 이유는 연간 DPS 기대치를 280원에서 360원으로 상향 조정했기 때문이다. 시멘트 판매단가 인상, 원재료 가격 안정화, 출하량 증가 등으로 인해 영업실적도 개선될 것으로 전망되는 상황에서 배당에 대한 기대를 낮출 이유는 전혀 없다고 판단한다.

도표 1. 쌍용양회 18년 2분기 실적 Summary

(단위: 억원, %)

	2Q18P	2Q17	%YoY	1Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	4,145	3,951	4.9	3,041	36.3	3,971	4.4	4,270	-2.9
영업이익	718	752	-4.5	197	264.4	596	20.5	710	1.1
세전이익	582	531	9.6	137	325.9	475	22.6	567	2.7

자료: 쌍용양회, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	**896**	**830**	**782**	**783**	**828**
현금및현금성자산	207	287	278	271	311
매출채권및기타채권	373	340	312	316	320
재고자산	87	109	98	102	101
비유동자산	**2,320**	**2,671**	**2,650**	**2,624**	**2,608**
유형자산	2,108	2,205	2,188	2,166	2,154
무형자산	82	354	350	346	342
투자자산	74	72	72	72	72
자산총계	**3,216**	**3,501**	**3,432**	**3,408**	**3,436**
유동부채	**1,068**	**792**	**726**	**678**	**679**
매입채무및기타채무	319	274	258	260	262
단기차입금및단기사채	466	373	323	273	273
유동성장기부채	160	87	87	87	87
비유동부채	**334**	**688**	**688**	**688**	**688**
사채및장기차입금	95	420	420	420	420
부채총계	**1,402**	**1,480**	**1,414**	**1,366**	**1,367**
자본금	466	505	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744	744
이익잉여금	498	717	714	738	765
비지배주주지분	125	61	61	61	61
자본총계	**1,814**	**2,021**	**2,018**	**2,042**	**2,069**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,430**	**1,517**	**1,515**	**1,537**	**1,557**
매출원가	1,036	1,122	1,136	1,120	1,135
매출총이익	**394**	**395**	**379**	**417**	**422**
판관비	136	145	156	158	160
영업이익	**258**	**251**	**223**	**259**	**262**
EBITDA	**357**	**353**	**334**	**370**	**373**
영업외손익	**-41**	**-75**	**-43**	**-40**	**-39**
금융손익	-26	-21	-22	-20	-19
투자손익	1	4	-1	0	0
기타영업외손익	-16	-58	-20	-20	-20
세전이익	**216**	**176**	**180**	**218**	**222**
중단사업이익	11	99	0	0	0
당기순이익	**175**	**301**	**139**	**165**	**169**
지배주주지분순이익	173	302	139	165	169
비지배주주지분순이익	2	-1	0	0	0
총포괄이익	**177**	**339**	**139**	**165**	**169**
증감률(%YoY)					
매출액	-28.0	6.1	-0.1	1.5	1.3
영업이익	20.3	-2.7	-11.2	16.0	1.3
EPS	92.9	58.4	-56.1	19.4	1.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**197**	**298**	**297**	**292**	**298**
당기순이익	175	301	139	165	169
현금유출이없는비용및수익	**211**	**54**	**177**	**186**	**186**
유형및무형자산상각비	100	102	111	111	111
영업관련자산부채변동	**-178**	**-17**	**23**	**-7**	**-3**
매출채권및기타채권의감소	-73	-5	29	-4	-4
재고자산의감소	5	-16	11	-4	0
매입채무및기타채무의증가	-49	-48	-16	2	2
투자활동현금흐름	**-74**	**-223**	**-88**	**-83**	**-92**
CAPEX	-76	-136	-90	-85	-94
투자자산의순증	-41	3	-1	0	0
재무활동현금흐름	**51**	**5**	**-218**	**-216**	**-165**
사채및차입금의 증가	-226	168	-50	-50	0
자본금및자본잉여금의증가	226	14	0	0	0
배당금지급	-1	-94	-142	-142	-142
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	**173**	**80**	**-9**	**-7**	**41**
기초현금	**33**	**207**	**287**	**278**	**271**
기말현금	**207**	**287**	**278**	**271**	**311**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	394	625	274	327	334
BPS	3,627	3,879	3,873	3,920	3,974
DPS	32	214	280	280	280
Multiple(배)					
P/E	7.5	6.0	20.4	17.1	16.8
P/B	0.8	1.0	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.4	7.0	10.2	9.1	8.9
수익성(%)					
영업이익률	18.0	16.5	14.7	16.8	16.8
EBITDA마진	25.0	23.3	22.0	24.0	23.9
순이익률	12.2	19.9	9.1	10.8	10.8
ROE	11.6	16.6	7.1	8.4	8.4
ROA	5.7	9.0	4.0	4.8	4.9
ROIC	8.1	11.1	6.3	7.3	7.4
안정성및기타					
부채비율(%)	77.3	73.2	70.1	66.9	66.1
이자보상배율(배)	9.7	10.3	8.5	10.5	11.0
배당성향(배)	8.0	34.9	101.8	85.3	83.7

자료: 쌍용양회, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

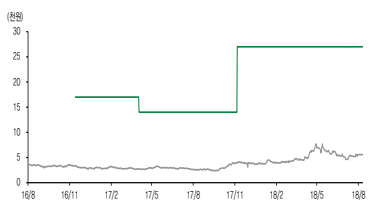
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - **매수**(77.0%) **중립**(22.3%) **매도**(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

쌍용양회 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
16/11/28	Hold	17,000	-13.8	0.6					
17/04/18	Hold	14,000	3.9	41.4					
17/11/21	Buy	27,000	-10.2	43.0					
18/08/16	Buy	7,200	-	-					

주: *표는 담당자 변경