

## 쌍용양회

BUY(유지)

003410 기업분석 | 건자재

목표주가(유지)	7,200원	현재주가(11/01)	4,835원	Up/Downside	+48.9%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2018. 11. 02

## 양호한 실적, 그리고 다시 높아진 배당수익률

## 3Q18 Earnings Review

**컨센서스 소폭 하회, 하지만 선방한 것:** 쌍용양회의 18년 3분기 실적은 매출액 3,605억원(-1.5% YoY) 영업이익 613억원(+10.2% YoY), 세전이익 527억원(+49.6% YoY)으로 집계되었다. 2분기 시멘트 가격이 인상된 효과를 기대했던 시장 기대치를 소폭 하회하는 실적이었다. 하지만 3분기에 더운 날씨, 그리고 9월 늦은 장마와 추석으로 인해 공사일수가 감소한 것을 감안하면 양호한 실적이라고 평가할 수 있다. 매출액이 감소했음에도 불구하고 ESS, HRSG, 유연탄 옵션계약 효과로 수익성이 개선되면서 영업이익이 전년동기대비 증가한 것은 매우 긍정적이다.

## Comment

**4분기 전년수준의 실적 예상:** 3분기 내수 출하량이 10% 감소한 것으로 추정되는데 4분기에는 감소 폭이 줄어들 전망이다. 3분기 지연된 공사가 4분기로 이연 되면서 출하량 감소 폭이 둔화되고, 가격 인상과 ESS, HRSG 설치 효과가 반영되면서 17년 4분기 수준의 실적(매출액 4,088억원, 영업이익 715억원 예상)을 기대해볼 수 있을 전망이다.

## Action

**다시 매력적인 가격대로:** 10월 이후 쌍용양회 주가는 큰 폭의 조정(-25%)을 받았다. 예상 시가배당률은 7.45%로 다시 상승했다. 쌍용양회는 시멘트사 중 가장 안정적인 실적을 시현하고 있고, 19년에는 17년 대비 주택분양 증가와 SOC 예산 증액으로 인해 출하량 증가 가능성도 높아지고 있다. 안정적인 실적에 배당 매력도 높아진 상황. 사지 않아야 할 이유가 없다. 투자의견 Buy와 목표주가 7,200원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고			3,110/7,720원	
<b>매출액</b>	1,430	1,517	1,488	1,509	1,529	KOSDAQ /KOSPI			657/2,024pt	
(증가율)	-28.0	6.1	-1.9	1.4	1.3	시가총액			24,362억원	
<b>영업이익</b>	258	251	224	260	263	60일-평균거래량			1,781,191	
(증가율)	20.3	-2.7	-10.6	15.9	1.3	외국인자본율			2.8%	
<b>자배주주순이익</b>	173	302	151	177	180	60일-외국인자본율변동추이			-0.2%p	
<b>EPS</b>	394	625	298	351	357	<b>주요주주</b>	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인	77.7%		
PER (H/L)	11.8/6.7	6.7/3.7	16.2	13.8	13.5	(천원)	쌍용양회(좌)	(pt)		
PBR (H/L)	1.3/0.7	1.1/0.6	1.2	1.2	1.2	쌍용양회(좌)	KOSPI지수대비(우)			
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.9	7.6/5.0	8.9	7.9	7.7	0	0	0	0	0
<b>영업이익률</b>	18.0	16.5	15.1	17.2	17.2	17/11	18/02	18/05	18/09	
ROE	11.6	16.6	7.7	8.9	8.9	주가상승률	1M	3M	12M	
						절대기준	-26.0	-8.3	45.2	
						상대기준	-14.5	4.6	83.4	

도표 1. 쌍용양회 18년 3분기 실적 Summary

(단위: 억원, %)

	3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	3,605	3,659	-1.5	4,145	-13.0	3,876	-7.0	4,103	-12.1
영업이익	613	556	10.2	718	-14.6	640	-4.2	638	-3.9
세전이익	527	352	49.6	582	-9.5	466	13.1	520	1.3

자료: 쌍용양회, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>896</b>	<b>830</b>	<b>792</b>	<b>804</b>	<b>861</b>
현금및현금성자산	207	287	295	300	352
매출채권및기타채권	373	340	306	310	314
재고자산	87	109	97	100	100
<b>비유동자산</b>	<b>2,320</b>	<b>2,671</b>	<b>2,650</b>	<b>2,625</b>	<b>2,609</b>
유형자산	2,108	2,205	2,188	2,167	2,155
무형자산	82	354	350	346	342
투자자산	74	72	72	72	72
<b>자산총계</b>	<b>3,216</b>	<b>3,501</b>	<b>3,442</b>	<b>3,429</b>	<b>3,470</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,068</b>	<b>792</b>	<b>723</b>	<b>675</b>	<b>677</b>
매입채무및기타채무	319	274	256	258	259
단기차입금및기차채	466	373	323	273	273
유동성장기부채	160	87	87	87	87
<b>비유동부채</b>	<b>334</b>	<b>688</b>	<b>688</b>	<b>688</b>	<b>688</b>
사채및장기차입금	95	420	420	420	420
<b>부채총계</b>	<b>1,402</b>	<b>1,480</b>	<b>1,412</b>	<b>1,363</b>	<b>1,365</b>
자본금	466	505	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744	744
이익잉여금	498	717	726	762	801
비자본주자분	125	61	61	61	61
<b>자본총계</b>	<b>1,814</b>	<b>2,021</b>	<b>2,030</b>	<b>2,066</b>	<b>2,105</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>197</b>	<b>298</b>	<b>315</b>	<b>304</b>	<b>310</b>
당기순이익	175	301	151	177	180
현금유동이없는비용및수익	211	54	176	190	190
유형및무형자산상각비	100	102	111	111	111
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-178</b>	<b>-17</b>	<b>29</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>
매출채권및기타채권의감소	-73	-5	34	-4	-4
재고자산의감소	5	-16	12	-3	0
매입채무및기타채무의증가	-49	-48	-18	2	2
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-74</b>	<b>-223</b>	<b>-88</b>	<b>-84</b>	<b>-92</b>
CAPEX	-76	-136	-90	-86	-95
투자자산의순증	-41	3	-1	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>51</b>	<b>5</b>	<b>-218</b>	<b>-216</b>	<b>-165</b>
사채및법인의증가	-226	168	-50	-50	0
자본금및자본잉여금의증가	226	14	0	0	0
배당금지급	-1	-94	-142	-142	-142
기타현금흐름	0	0	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>173</b>	<b>80</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>52</b>
기초현금	33	207	287	295	300
기말현금	207	287	295	300	352

자료: 쌍용양회, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,430</b>	<b>1,517</b>	<b>1,488</b>	<b>1,509</b>	<b>1,529</b>
매출원가	1,036	1,122	1,110	1,094	1,108
<b>매출총이익</b>	<b>394</b>	<b>395</b>	<b>378</b>	<b>415</b>	<b>421</b>
판관비	136	145	153	155	157
<b>영업이익</b>	<b>258</b>	<b>251</b>	<b>224</b>	<b>260</b>	<b>263</b>
EBITDA	357	353	335	371	374
<b>영업외손익</b>	<b>-41</b>	<b>-75</b>	<b>-34</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>
금융순익	-26	-21	-22	-20	-19
투자수익	1	4	-1	0	0
기타영업외손익	-16	-58	-11	-6	-6
<b>세전이익</b>	<b>216</b>	<b>176</b>	<b>191</b>	<b>234</b>	<b>238</b>
증단사업이익	11	99	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>175</b>	<b>301</b>	<b>151</b>	<b>177</b>	<b>180</b>
자비주주지분순이익	173	302	151	177	180
비자비주주지분순이익	2	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>177</b>	<b>339</b>	<b>151</b>	<b>177</b>	<b>180</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-28.0	6.1	-1.9	1.4	1.3
영업이익	20.3	-2.7	-10.6	15.9	1.3
EPS	92.9	58.4	-52.3	17.6	1.9

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	394	625	298	351	357
BPS	3,627	3,879	3,897	3,967	4,044
DPS	32	214	280	280	280
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	7.5	6.0	16.2	13.8	13.5
P/B	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.4	7.0	8.9	7.9	7.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	18.0	16.5	15.1	17.2	17.2
EBITDA마진	25.0	23.3	22.5	24.6	24.5
순이익률	12.2	19.9	10.1	11.7	11.8
ROE	11.6	16.6	7.7	8.9	8.9
ROA	5.7	9.0	4.3	5.2	5.2
ROIC	8.1	11.1	6.5	7.3	7.5
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	77.3	73.2	69.5	66.0	64.9
이자보상배율(배)	9.7	10.3	8.6	10.6	11.0
배당성향(배)	8.0	34.9	93.7	79.7	78.2

자료: 쌍용양회, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본과 100% 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

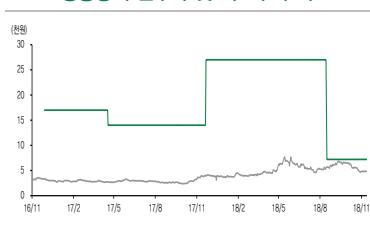
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 쌍용양회 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	평균	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	-	-	