

쌍용양회

BUY(유지)

003410 기업분석 | 전자재

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 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	1,430	1,517	1,488	1,509	1,529
(증가율)	-28.0	6.1	-1.9	1.4	1.3
영업이익	258	251	224	260	263
(증가율)	20.3	-2.7	-10.6	15.9	1.3
지배주주순이익	173	302	151	177	180
EPS	394	625	298	351	357
PER (H/L)	11.8/6.7	6.7/3.7	16.2	13.8	13.5
PBR (H/L)	1.3/0.7	1.1/0.6	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (H/L)	6.2/4.9	7.6/5.0	8.9	7.9	7.7
영업이익률	18.0	16.5	15.1	17.2	17.2
ROE	11.6	16.6	7.7	8.9	8.9

Stock Data

52주 최저/최고	3,110/7,720원
KOSDAQ /KOSPI	657/2,024pt
시가총액	24,362억원
60일-평균거래량	1,781,191
외국인지분율	2.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p
주요주주	한원코시멘트홀딩스 외 4인 77.7%



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
유동자산	896	830	792	804	861
현금및현금성자산	207	287	295	300	352
매출채권및기타채권	373	340	306	310	314
재고자산	87	109	97	100	100
비유동자산	2,320	2,671	2,650	2,625	2,609
유형자산	2,108	2,205	2,188	2,167	2,155
무형자산	82	354	350	346	342
투자자산	74	72	72	72	72
자산총계	3,216	3,501	3,442	3,429	3,470
유동부채	1,068	792	723	675	677
매입채무및기타채무	319	274	256	258	259
단기차입금및단기차대	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	1,412	1,363	1,365
자본금	466	505	505	505	505
자본잉여금	770	744	744	744	744
이익잉여금	498	717	726	762	801
비지배주주지분	125	61	61	61	61
자본총계	1,814	2,021	2,030	2,066	2,105

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	197	298	315	304	310
당기순이익	175	301	151	177	180
현금유출이없는비용및수익	211	54	176	190	190
유형및무형자산상각비	100	102	111	111	111
영업관련자산부채변동	-178	-17	29	-6	-3
매출채권및기타채권의감소	-73	-5	34	-4	-4
재고자산의감소	5	-16	12	-3	0
매입채무및기타채무의증가	-49	-48	-18	2	2
투자활동현금흐름	-74	-223	-88	-84	-92
CAPEX	-76	-136	-90	-86	-95
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	4	52
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
매출액	1,430	1,517	1,488	1,509	1,529
매출원가	1,036	1,122	1,110	1,094	1,108
매출총이익	394	395	378	415	421
판매비	136	145	153	155	157
영업이익	258	251	224	260	263
EBITDA	357	353	335	371	374
영업외손익	-41	-75	-34	-26	-25
금융손익	-26	-21	-22	-20	-19
투자손익	1	4	-1	0	0
기타영업외손익	-16	-58	-11	-6	-6
세전이익	216	176	191	234	238
중단사업이익	11	99	0	0	0
당기순이익	175	301	151	177	180
자배주주지분순이익	173	302	151	177	180
비지배주주지분순이익	2	-1	0	0	0
총포괄이익	177	339	151	177	180
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 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	394	625	298	351	357
BPS	3,627	3,879	3,897	3,967	4,044
DPS	32	214	280	280	280
Multiple(배)					
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
수익성(%)					
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
ROC	8.1	11.1	6.5	7.3	7.5
안정성및기타					
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

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 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 투자자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

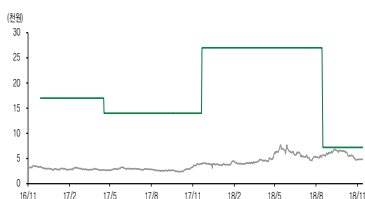
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자자의견은 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 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				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	-	-					

주: *표는 담당자 변경