

# 쌍용양회 (003410)

## 건설/건자재

김기룡



02 3770 3521  
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>7,500원 (I)</b>
현재주가 (11/28)	<b>5,810원</b>
상승여력	<b>29%</b>

시가총액	29,357억원
총발행주식수	505,403,280주
60일 평균 거래대금	93억원
60일 평균 거래량	1,567,775주
52주 고	7,720원
52주 저	3,110원
외인지분율	3.20%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인 77.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.6	(6.6)	43.5
상대	14.0	2.0	71.1
절대(달러환산)	20.2	(8.0)	38.1

## 차별화 된 이익 성장, 배당 매력도 겸비

### 업계 선두 시멘트 제조사, 사업 재편으로 업종 경쟁력 강화

쌍용양회는 1962년 설립된 시멘트 제조사로 시장점유율 약 20% 수준을 유지하며 업계 선두 지위를 유지하고 있다. 연간 1,500만톤 규모의 생산 Capa를 보유하고 있으며 강원도 동해, 영월, 문경 등에 생산공장을 보유한 내륙 및 해안사로 해송을 통한 수출 및 물류비 절감이 가능한 해안사의 이점을 가지고 있다. 2016년, 최대주주가 기존 태평양시멘트에서 한앤컴퍼니 PEF로 변경된 이후 대한시멘트 인수 등을 통한 업종 경쟁력 강화와 함께 비주력 사업 매각(쌍용머티리얼, 쌍용에네틱 등)등 사업 재편을 통해 현재의 비즈니스 구조를 갖추고 있다.

### 차별화 된 이익 성장성

4분기 실적은 매출액 4,507억원(+8.3%, YoY), 영업이익은 973억원(+40.1%, YoY)으로 큰 폭의 실적 개선을 시현할 것으로 전망한다. 1) 10월 가격 협상 이후 반영될 4분기 판가 인상 효과 2) 3분기 폭염 및 추석 연휴 등으로 지연된 출하량 회복 3) 올해 각각 7월, 10월부터 ESS, 폐열설비(HRSG)의 가동 본격화로 연간 300억원 이상 추정되는 원가 절감 효과가 본격적으로 반영될 전망이다. 4) 올해 2분기부터 본격적으로 반영된 유연탄 옵션 효과 역시 전년동기대비 이익 개선 폭을 확대시켜 나갈 전망이다. 동사의 경우, 킬른의 연료로 사용되는 유연탄 옵션 계약(2018년~2021년) 체결로 호주 뉴캐슬 지수 가격과 옵션 행사가격(70~80달러/톤) 차액에 대한 정산 효과가 일정 기간 Lagging되어 원가 절감으로 실적에 반영된다. 연간 100만톤으로 추정되는 유연탄 매입에 있어 호주 뉴캐슬 지수가 행사 가격 이상 수준에서 유지된다면 이익이 개선되는 구조를 가지고 있다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지 개시. 건자재 최선후주 제시

쌍용양회에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지를 개시하며 건자재 업종 내 최선후주 의견을 제시한다. 목표주가는 2019년 BPS 3,932원에 적정 Target PBR 1.9x(ROE 9.8%, r: 5.2%, g: 0%)를 적용하여 산출하였다. 동사의 투자포인트는 남북경협 모멘텀을 배제하더라도 1) 시멘트 가격 인상과 함께 ESS 및 폐열설비 가동, 옵션 계약 등 업계 내 차별화 되는 이익 성장 2) 물류비 절감을 포함한 구조적인 해안사의 이점 3) 분기 90원 수준의 높은 배당 매력이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,507	8.3	25.0	4,585	-1.7
영업이익	973	40.1	58.7	803	21.2
세전계속사업이익	821	109.6	55.7	710	15.6
지배순이익	622	-54.3	39.7	570	9.1
영업이익률 (%)	21.6	+4.9 %pt	+4.6 %pt	17.5	+4.1 %pt
지배순이익률 (%)	13.8	-18.9 %pt	+1.4 %pt	12.4	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	14,303	15,171	15,299	15,764
영업이익	2,578	2,509	2,501	2,838
지배순이익	1,728	3,021	1,627	1,935
PER	44.6	24.1	18.0	15.2
PBR	4.8	3.9	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.7	5.8	9.4	8.6
ROE	11.6	16.6	8.2	9.7

자료: 유안타증권

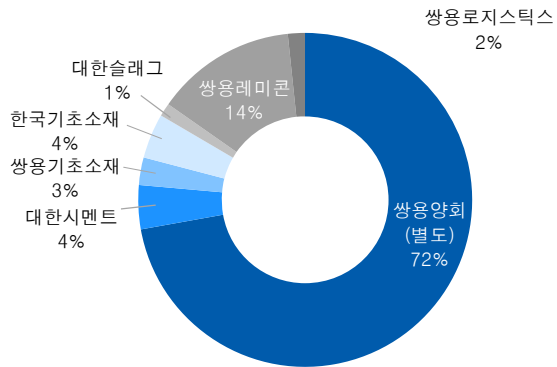
쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	445	290	366	416	1,517	304	415	360	451	1,530	1,576
- 쌍용양회(별도)	242	280	249	263	1,033	203	266	237	303	1,009	1,029
- 대한시멘트	-	-	48	16	64	32	47	36	41	156	165
- 쌍용기초소재	11	20	15	15	61	9	17	13	15	53	56
- 한국기초소재	12	19	17	17	65	12	19	16	19	65	66
- 대한슬래그	-	-	14	4	18	8	12	15	13	48	52
- 쌍용레미콘	89	115	97	100	400	73	100	84	105	362	359
- 쌍용로지스틱스	10	8	11	9	37	9	10	12	10	40	39
- 기타/조정	81	-151	-85	-7	-162	-41	-56	-53	-53	-203	-190
매출원가 (연결)	361	185	277	299	1,122	250	304	262	299	1,115	1,141
% 원가율	81.1%	63.7%	75.6%	71.8%	73.9%	82.2%	73.3%	72.7%	66.3%	72.9%	72.4%
매출총이익 (연결)	84	105	89	117	395	54	110	98	152	415	435
% 매출총이익률	18.9%	36.3%	24.4%	28.2%	26.1%	17.8%	26.7%	27.3%	33.7%	27.1%	27.6%
판매비 (연결)	32	31	34	48	145	34	39	37	54	165	151
% 판매비율	7.2%	10.7%	9.2%	11.5%	9.5%	11.3%	9.3%	10.3%	12.1%	10.8%	9.6%
영업이익 (연결)	52	74	56	69	251	20	72	61	97	250	284
- 쌍용양회(별도)	32	54	36	53	174	11	45	45	76	177	197
- 대한시멘트	-	-	9	2	10	4	9	5	8	26	29
- 쌍용기초소재	1	3	2	1	6	1	1	1	1	3	4
- 한국기초소재	2	3	3	2	11	1	3	3	3	10	10
- 대한슬래그	-	-	3	0	3	0	4	3	2	9	10
- 쌍용레미콘	7	13	8	5	33	1	7	2	7	17	16
- 쌍용로지스틱스	1	0	2	0	4	1	2	2	1	6	5
- 기타/조정	9	2	-6	5	9	2	2	1	-1	3	13
% 영업이익률(연결)	11.6%	25.6%	15.2%	16.7%	16.5%	6.5%	17.3%	17.0%	21.6%	16.3%	18.0%
- 쌍용양회(별도)	13.1%	19.1%	14.6%	20.1%	16.9%	5.4%	16.8%	18.8%	25.2%	17.5%	19.1%
- 대한시멘트	-	-	18.0%	10.4%	16.1%	13.7%	19.4%	13.6%	18.6%	16.7%	17.8%
- 쌍용기초소재	8.0%	14.2%	10.3%	7.8%	10.5%	8.0%	3.0%	6.8%	5.8%	5.5%	6.5%
- 한국기초소재	19.7%	16.0%	15.5%	14.1%	16.1%	9.2%	16.8%	18.0%	16.0%	15.5%	15.0%
- 대한슬래그	-	-	19.4%	7.9%	17.0%	1.3%	29.5%	19.2%	18.0%	18.5%	19.2%
- 쌍용레미콘	7.6%	11.4%	8.0%	5.3%	8.2%	0.7%	7.4%	2.8%	6.5%	4.7%	4.5%
- 쌍용로지스틱스	14.3%	0.0%	20.2%	4.7%	10.8%	5.9%	14.7%	19.1%	14.5%	14.1%	13.8%

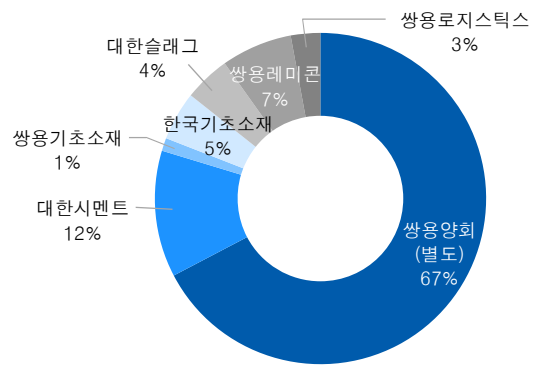
자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 영업이익 비중 [2017년 기준, 기타/조정 부문 제외]



자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 영업이익 비중 [2018년 3분기 기준, 기타/조정 부문 제외]



자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 원가절감 관련 세부내용 요약 [연간 원가절감 300 억원 수준]

항목	가동시기	세부내용
폐열발전설비	2018년 09월	생산공정에서 발생하는 폐열을 활용, 전기 생산으로 전력비 절감
ESS 설치	2018년 04월	전력단가가 낮은 심야 전기 활용, 전력비 절감
Kiln 쿨러 개조	2017년 10월	Kiln 공정 안정화를 통한 생산 손실 감소 및 보수비 절감
북명 PGR	2017년 09월	시멘트 Mill 효율 증대에 따른 전력비 절감 / 생산능력 증대
Kiln 버너 교체	2017년 07월	Pet-coke 사용 확대 및 저가 유연탄 혼합 사용으로 연료비 절감

자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 목표주가 산정

(단위: 원, %, 배)

항목	금액	비고
BPS	3,396	2019년 예상치 기준
Target P/B	1.9	ROE : 9.8%, r : 5.3%, g: 0%
목표주가	7,500	반올림 적용
현재주가	5,810	11월 28일 종가 기준
상승여력	29%	

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,303	15,171	15,299	15,764	16,275
매출원가	10,361	11,216	11,150	11,413	11,725
매출총이익	3,942	3,955	4,149	4,351	4,551
판매비	1,364	1,446	1,648	1,513	1,554
영업이익	2,578	2,509	2,501	2,838	2,996
EBITDA	3,575	3,531	3,791	4,115	4,246
영업외손익	-415	-749	-434	-284	-172
외환관련손익	-19	143	-47	-18	-18
이자손익	-258	-227	-275	-275	-265
관계기업관련손익	6	41	-8	-4	8
기타	-143	-706	-104	13	103
법인세비용차감전순이익	2,163	1,760	2,067	2,554	2,824
법인세비용	522	-261	432	613	678
계속사업순이익	1,641	2,022	1,634	1,941	2,147
중단사업순이익	110	991	0	0	0
당기순이익	1,751	3,012	1,634	1,941	2,147
지배지분순이익	1,728	3,021	1,627	1,935	2,140
포괄순이익	1,767	3,389	1,885	2,192	2,398
지배지분포괄이익	1,743	3,398	1,880	2,187	2,391

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,959	8,301	7,288	7,450	7,657
현금및현금성자산	2,066	2,866	1,976	2,102	2,219
매출채권 및 기타채권	3,728	3,402	3,031	3,048	3,077
재고자산	868	1,088	1,217	1,237	1,267
비유동자산	23,204	26,711	26,968	26,869	26,796
유형자산	21,081	22,046	22,040	22,119	22,199
관계기업 등 자본관련자산	136	80	15	15	15
기타투자자산	608	639	700	700	700
자산총계	32,162	35,012	34,256	34,319	34,453
유동부채	10,682	7,919	5,497	5,474	5,386
매입채무 및 기타채무	3,193	2,744	2,172	2,196	2,208
단기차입금	4,665	3,728	2,228	2,078	1,978
유동성장기부채	1,597	867	484	564	564
비유동부채	3,340	6,882	8,345	8,315	8,215
장기차입금	499	2,388	3,814	3,734	3,734
사채	449	1,816	1,830	1,830	1,730
부채총계	14,022	14,801	13,842	13,788	13,600
지배지분	16,889	19,604	19,911	20,028	20,350
자본금	4,656	5,054	5,054	5,054	5,054
자본잉여금	7,699	7,439	7,681	7,681	7,681
이익잉여금	4,979	7,170	7,063	7,181	7,502
비지배지분	1,251	606	503	503	503
자본총계	18,140	20,211	20,414	20,531	20,853
순차입금	4,919	5,383	5,899	5,623	5,306
총차입금	7,210	8,827	8,558	8,408	8,208

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,967	2,983	3,450	4,005	4,150
당기순이익	1,751	3,012	1,634	1,941	2,147
감가상각비	956	979	1,094	1,098	1,097
외환손익	45	-61	38	18	18
종속, 관계기업 관련손익	-6	-41	8	4	-8
자산부채의 증감	-1,776	-166	104	645	623
기타현금흐름	998	-740	572	299	274
투자활동 현금흐름	-743	-2,230	-1,299	-1,201	-1,201
투자자산	20	87	14	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-759	-1,364	-1,439	-1,439	-1,439
유형자산 감소	14	605	262	262	262
기타현금흐름	-18	-1,558	-136	-24	-24
재무활동 현금흐름	511	47	-2,789	-2,511	-2,561
단기차입금	-538	-651	-1,516	-150	-100
사채 및 장기차입금	-1,600	811	1,039	0	-100
자본	2,913	0	0	0	0
현금배당	-6	-937	-1,814	-1,863	-1,863
기타현금흐름	-257	825	-498	-498	-498
연결범위변동 등 기타	-2	-1	-252	-167	-270
현금의 증감	1,734	800	-890	126	117
기초 현금	332	2,066	2,866	1,976	2,102
기말 현금	2,066	2,866	1,976	2,102	2,220
NOPLAT	2,578	2,882	2,501	2,838	2,996
FCF	417	2,374	1,933	2,639	2,710

자료: 유안타증권

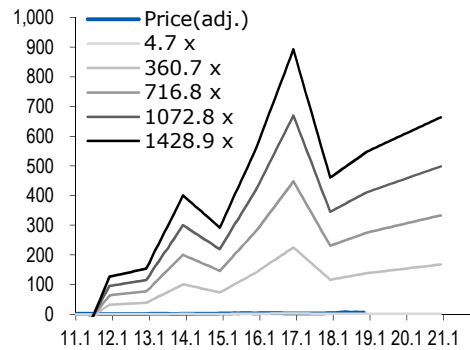
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	394	625	322	383	424
BPS	3,628	3,879	3,940	3,963	4,026
EBITDAPS	4,148	3,584	750	814	840
SPS	3,319	3,080	3,027	3,119	3,220
DPS	32	214	360	360	360
PER	44.6	24.1	18.0	15.2	13.7
PBR	4.8	3.9	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.7	5.8	9.4	8.6	8.3
PSR	5.3	4.9	1.9	1.9	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-28.0	6.1	0.8	3.0	3.2
영업이익 증가율 (%)	20.3	-2.7	-0.3	13.5	5.6
지배순이익 증가율 (%)	124.7	74.8	-46.1	18.9	10.6
매출총이익률 (%)	27.6	26.1	27.1	27.6	28.0
영업이익률 (%)	18.0	16.5	16.3	18.0	18.4
자본순이익률 (%)	12.1	19.9	10.6	12.3	13.1
EBITDA 마진 (%)	25.0	23.3	24.8	26.1	26.1
ROIC	8.1	11.2	7.2	7.9	8.3
ROA	5.6	9.0	4.7	5.6	6.2
ROE	11.6	16.6	8.2	9.7	10.6
부채비율 (%)	77.3	73.2	67.8	67.2	65.2
순차입금/자기자본 (%)	29.1	27.5	29.6	28.1	26.1
영업이익/금융비용 (배)	9.7	10.3	8.5	9.6	10.1

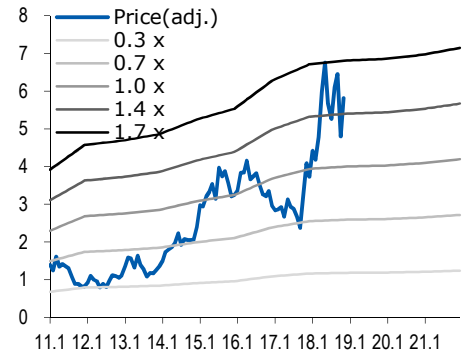
P/E band chart

(천원)



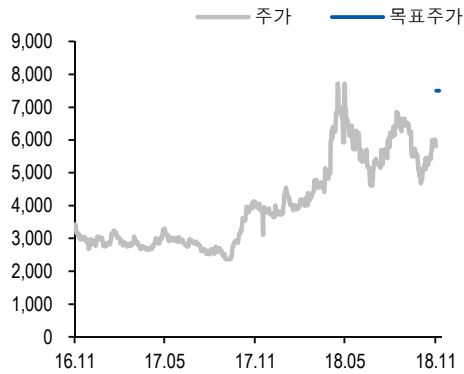
P/B band chart

(천원)



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-29	BUY	7,500	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.