

쌍용양회

BUY(유지)

003410 기업분석 | 전자재

목표주가(유지)	8,000원	현재주가(03/27)	6,020원	Up/Downside	+32.9%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 03. 28

이제 사두시면 됩니다

▶ 탐방 Note

기대 이상의 1분기 실적 예상: 쌍용양회의 1분기 실적은 매출액 3,378억원(+11.1% YoY), 영업이익 642억원(+225.8% YoY)으로 전망된다. 시장 기대치를 뛰어넘는 실적을 시현할 수 있을 것으로 전망되는데 그 이유는 ① 시멘트 출하량 10.2% 증가, ② 시멘트 가격 인상 효과 반영, ③ ESS 및 폐열 발전설비로 인한 비용 절감 효과 때문이다.

이례적인 1분기 출하량 증가: 주택 및 인프라 현장수가 감소함에도 불구하고 전통적인 비수기인 1분기에 출하량이 증가하는 것은 다소 이례적이다. 쌍용양회만이 아닌 전 시멘트사의 출하량이 늘어날 것으로 전망되는 이유는 올 겨울이 따뜻했기 때문이다. 18년 하반기부터 이월된 공사가 1분기에 집중적으로 수행된 것으로 추정된다. 쌍용양회의 1분기 출하량은 약 325만톤으로 추정되며 작년동기 대비 10.2% 증가한 수치이다. 다만 1분기 출하량 증가는 이례적인 상황으로 2분기부터는 출하량이 소폭 감소할 것으로 전망되며, 쌍용양회의 연간 출하량은 18년 수준을 유지할 것으로 예상된다.

가격 인상 및 비용 절감 효과로 영업이익의 YoY 급증 예상: 18년 1분기로 돌아가보자. 시멘트가격은 톤당 60,000원대 초반이었고, ESS 설비는 4월, 폐열발전설비는 9월 가동 예정으로 비용 절감 효과가 반영되지 않던 시점이었다. 19년 1분기는 시멘트 톤당 가격이 70,000원대로 상승했고, ESS 및 폐열발전설비 가동으로 분기당 70~80억원의 비용이 절감된다. 1분기 실적이 좋을 수 밖에 없는 이유이다. 1분기 전체 시멘트사의 실적도 개선될 것으로 예상되는데 출하량 증가와 가격 인상은 전사에 공통적으로 적용된다. 유연탄 가격이 18년 4분기 평균 톤당 101달러에서 96.3달러로 하향 안정화된 점도 전 시멘트사 실적 개선에 긍정적이다.

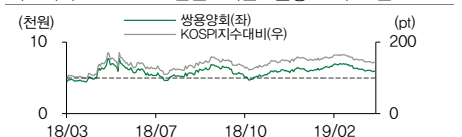
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,517	1,510	1,510	1,541	1,543
(증가율)	6.1	-0.5	0.0	2.1	0.1
영업이익	251	247	258	277	277
(증가율)	-2.7	-1.6	4.4	7.4	0.1
지배주주순이익	302	146	170	185	185
EPS	625	289	336	366	366
PER (H/L)	6.7/3.7	28.7/12.4	17.8	16.4	16.4
PBR (H/L)	1.1/0.6	2.2/0.9	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA (H/L)	7.6/5.0	11.9/6.6	9.0	8.8	8.9
영업이익률	16.5	16.4	17.1	18.0	18.0
ROE	16.6	7.5	8.9	9.8	9.9

Stock Data

52주 최저/최고	4,420/7,720원
KOSDAQ /KOSPI	728/2,146pt
시가총액	30,332억원
60일-평균거래량	1,413,778
외국인지분율	5.3%
60일-외국인지분율변동추이	+1.9%p
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4인 77.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-10.4	-4.1	33.8
상대기준	-6.7	-9.4	52.9

Action

투자의견 Buy 유지, 이벤트로 인한 주가 하락은 매수기회 제공: 쌍용양회에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지한다. 2월 중순 이후 쌍용양회의 주가 하락 이유는 ① 북-미 간 합의 도출 실패로 인한 북한 인프라 투자 관련 불확실성 확대, ② 분기 및 연말 배당 확정 이후 주주 손바뀜 때문이다. 사실 바뀐 것은 없다. 북한 인프라 투자 확대로 인해 얻을 것은 있지만 잃을 것은 없다. 쌍용양회 주가의 주요 지표인 19년 DPS는 400원일 것으로 예상되고, 1분기 실적도 기대 이상일 것으로 전망된다. 시가 배당수익률 6.5~6.6%일 때 사두자.

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	830	781	739	735	722
현금및현금성자산	287	230	204	191	174
매출채권및기타채권	340	315	311	318	318
재고자산	109	117	105	107	110
비유동자산	2,671	2,648	2,622	2,611	2,609
유형자산	2,205	2,183	2,181	2,189	2,202
무형자산	354	349	325	306	291
투자자산	72	55	53	53	53
자산총계	3,501	3,429	3,360	3,347	3,330
유동부채	792	527	490	492	492
매입채무및기타채무	274	220	232	235	235
단기차입금및단기사채	373	179	129	129	129
유동성장기부채	87	53	53	53	53
비유동부채	688	922	922	922	922
사채및장기차입금	420	638	638	638	638
부채총계	1,480	1,450	1,412	1,415	1,415
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	744	768	768	768	768
이익잉여금	717	677	644	627	610
비지배주주지분	61	45	46	46	47
자본총계	2,021	1,980	1,948	1,932	1,916

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,517	1,510	1,510	1,541	1,543
매출원가	1,122	1,116	1,104	1,116	1,117
매출총이익	395	394	406	426	426
판매비	145	147	148	149	149
영업이익	251	247	258	277	277
EBITDA	353	382	406	420	416
영업외손익	-75	-47	-32	-32	-32
금융손익	-21	-25	-24	-24	-24
투자손익	4	-1	0	0	0
기타영업외손익	-58	-21	-8	-8	-8
세전이익	176	200	225	245	245
중단사업이익	99	0	0	0	0
당기순이익	301	147	171	186	186
차배주주지분순이익	302	146	170	185	185
비지배주주지분순이익	-1	1	1	1	1
총포괄이익	339	132	171	186	186
증감률(%YoY)					
매출액	6.1	-0.5	0.0	2.1	0.1
영업이익	-2.7	-1.6	4.4	7.4	0.1
EPS	58.4	-53.7	16.3	8.8	0.1

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	298	316	374	347	348
당기순이익	301	147	171	186	186
현금유출이없는비용및수익	54	234	230	228	224
유형및무형자산상각비	102	135	149	143	139
영업관련자산부채변동	-17	-51	28	-7	-3
매출채권및기타채권의감소	-5	21	3	-6	0
재고자산의감소	-16	-36	12	-2	-3
매입채무및기타채무의증가	-48	-36	12	3	0
투자활동현금흐름	-223	-116	-120	-131	-135
CAPEX	-136	-135	-124	-132	-137
투자자산의순증	3	17	2	0	0
재무활동현금흐름	5	-257	-280	-229	-229
사채및차입금의 증가	168	11	-50	0	0
자본금및자본잉여금의증가	14	24	0	0	0
배당금지급	-94	-181	-202	-202	-202
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	80	-56	-27	-13	-17
기초현금	207	287	230	204	191
기말현금	287	230	204	191	174

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	625	289	336	366	366
BPS	3,879	3,828	3,765	3,731	3,697
DPS	214	370	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	6.0	21.7	17.8	16.4	16.4
P/B	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	7.0	10.0	9.0	8.8	8.9
수익성(%)					
영업이익률	16.5	16.4	17.1	18.0	18.0
EBITDA마진	23.3	25.3	26.9	27.2	27.0
순이익률	19.9	9.7	11.3	12.1	12.1
ROE	16.6	7.5	8.9	9.8	9.9
ROA	9.0	4.2	5.0	5.5	5.6
ROIC	11.1	6.6	7.1	7.7	7.7
안정성및기타					
부채비율(%)	73.2	73.2	72.5	73.2	73.8
이자보상배율(배)	10.3	8.6	9.2	10.2	10.2
배당성향(배)	34.9	126.8	118.0	108.4	108.4

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 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무 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 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

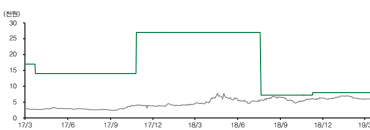
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	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	-19.0	-4.9					
18/12/05	Buy	8,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경