

쌍용양회 (003410)

전자재

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	7,800원 (M)
현재주가 (5/3)	5,840원
상승여력	34%

시가총액	29,521억원
총발행주식수	505,403,280주
60일 평균 거래대금	71억원
60일 평균 거래량	1,125,201주
52주 고	7,720원
52주 저	4,615원
외인지분율	4.97%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인 77.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.3)	(14.5)	(3.6)
상대	(7.0)	(14.2)	9.1
절대(달러환산)	(10.1)	(18.2)	(11.3)

일회성 요인 제외 시, 실망할 필요없는 실적

1Q19 Review : 일회성 요인 반영, 시장 예상치 하회

2019년 1분기, 쌍용양회 연결 실적은 매출액 3,369억원(+10.8%, YoY), 영업이익 215억원(+9.2%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치를 34% 하회했다. 1) 임직원 독려금 약 70억원 2) 정전에 따른 동해공장 켜는 가동 중지(1.5일)와 수습비용 등 약 20억원이 반영되었으나, 위 일회성 요인을 제외하면 영업이익은 당사 추정치(306억원), 시장 예상치(326억원)와 유사한 실적을 기록했다. 1분기 매출액과 영업이익은 1) 2018년 4분기부터 실질적으로 반영된 시멘트 가격 인상 효과 2) 1분기 출하량 증가 [299만톤(1Q18) → 317만톤(1Q19P), +5.8%, YoY] 3) ESS, 폐열발전 가동에 따른 원가절감 효과가 반영되며 전년동기대비 모두 개선되었다.

가격 인상의 투자포인트, 원가 절감 효과 역시 지속

시멘트 업종의 투자 포인트는 2018년 4분기부터 실질적으로 반영된 가격 인상 효과를 통한 이익 개선이다 (3/27일, '희미해진 경험 모멘텀, 뚜렷해진 본업 개선' Report 참고). 각 사의 가격인상 의지, 업계 재편과 맞물린 재무구조 개선 니즈 확대 등을 감안한다면 가격 인상 효과는 연중 지속될 것으로 추정한다. 최근, 유연탄 가격 하락으로 동사의 옴스 정산이익(전체 유연탄 매입량의 60%)에 기인한 Peer 대비 마진을 격차 요인은 희석되었으나, 나머지 40% Spot 구매 물량에 대한 관련 비용 절감은 긍정적인 요인이다. 2018년, 가동을 시작한 ESS(4월), 폐열발전(9월)을 통한 원가 절감 효과는 올해 온기로 반영(연간 300억원)되며 전사 이익 개선에 기여할 전망이다. 2018년 투자를 시작한 순환자원 인프라 투자를 통한 EBITDA 개선 효과는 2019년 4분기부터 반영될 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 7,800원, 시멘트 업종 최선호주 의견 유지

쌍용양회에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7,800원[2019~2020년 평균 BPS * PBR 2.0x(Band 상단 10% 할증)]을 유지한다. 최근, 동사의 주가 조정은 1) 1분기 실적 부진 우려 2) 대주주 매각 우려로 인한 고배당 지속 불확실성으로 판단한다[2016년 4월, 한앤코시멘트홀딩스 최대주주 변경]. 역으로, 주가 하락과 함께 1Q19 분기배당 상황(90원 → 100원/주)발표로 연간 배당수익률은 7% 수준까지 상승했다. (연간 DPS 400원 가정, 전일 종가 기준 배당수익률 6.85%). 남북경협 모멘텀 소멸 등 주가 조정으로 인한 기업가치 하락, 업계 재편 이후 인수 주체 부재 등 단기적으로 매각 현실화 가능성이 높지 않다는 관점에서 주가 조정은 오히려 매수 기회로 활용해야 한다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,369	10.8	-21.8	3,242	3.9
영업이익	215	9.1	-77.2	326	-34.0
세전계속사업이익	160	17.0	-78.8	260	-38.5
지배순이익	139	16.3	-69.6	198	-29.7
영업이익률 (%)	6.4	-0.1 %pt	-15.4 %pt	10.0	-3.6 %pt
지배순이익률 (%)	4.1	+0.2 %pt	-6.5 %pt	6.1	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	15,171	15,100	15,463	15,933
영업이익	2,509	2,469	2,656	2,916
지배순이익	3,021	1,463	1,976	2,180
PER	4.8	18.5	14.9	13.5
PBR	0.8	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.8	8.8	8.6	7.9
ROE	16.6	7.5	10.2	11.2

자료: 유안타증권

쌍용양회 1Q19 Review

(단위: 십억원)

	1Q18	4Q18	1Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	304	431	337	10.8%	-21.8%	324	3.9%
영업이익	20	94	22	9.1%	-77.2%	33	-34.0%
세전이익	14	76	15	11.9%	-79.8%	26	-41.2%
지배주주순이익	12	46	13	11.3%	-70.9%	20	-32.7%
영업이익률	6.5%	21.8%	6.4%			10.0%	
세전이익률	4.5%	17.5%	4.5%			8.0%	
지배주주순이익률	3.9%	10.6%	4.0%			6.1%	

자료: 유안타증권 리서치센터

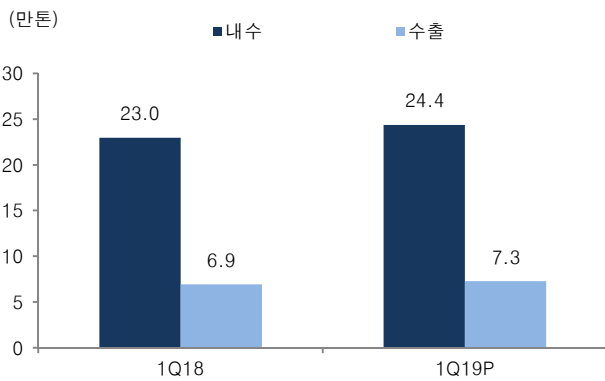
쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	304	415	360	431	1,510	337	421	373	416	1,546	1,593
- 쌍용양회(별도)	203	266	237	289	996	225	276	240	279	1,020	1,042
- 연결자회사	101	148	123	142	514	112	145	133	137	526	551
대한시멘트	35	47	36	43	161	32	46	44	41	163	167
쌍용기초소재	9	17	13	18	56	11	17	14	17	60	61
한국기초소재	12	19	16	16	62	11	18	16	17	63	66
대한슬래그	8	12	15	15	51	12	14	15	15	56	57
쌍용레미콘	73	100	84	102	359	79	92	83	97	352	355
쌍용로지스틱스	9	10	12	11	41	11	11	12	11	46	48
기타/조정	-145	-204	-176	-205	-730	-45	-54	-52	-62	-213	-202
매출원가 (연결)	280	289	272	289	1,130	280	290	272	290	1,132	1,149
% 매출원가율	92.0%	69.6%	75.3%	67.2%	74.8%	83.1%	68.8%	73.1%	69.8%	73.2%	72.1%
매출총이익	24	126	89	141	380	57	131	100	126	414	444
% 매출총이익률	8.0%	30.4%	24.7%	32.8%	25.2%	16.9%	31.2%	26.9%	30.2%	26.8%	27.9%
판관비	34	39	37	37	147	35	38	36	38	148	152
% 판관비율	11.3%	9.3%	10.3%	8.6%	9.8%	10.5%	9.1%	9.7%	9.3%	9.6%	9.6%
영업이익 (연결)	20	72	61	94	247	22	93	64	87	266	292
- 쌍용양회 (별도)	11	45	45	67	167	15	62	39	64	179	201
- 연결자회사	9	27	17	28	80	6	31	26	23	86	91
% 영업이익률(연결)	6.5%	17.3%	17.0%	21.9%	16.4%	6.4%	22.0%	17.2%	21.0%	17.2%	18.3%
- 쌍용양회 (별도)	5.4%	16.8%	18.8%	23.1%	16.8%	6.7%	22.4%	16.0%	22.9%	17.6%	19.2%
- 연결자회사	8.7%	18.2%	13.6%	19.4%	15.6%	5.7%	21.4%	19.4%	17.0%	16.4%	16.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 분기별 내수/수출 출하량 비교



자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

호주 Newcastle 유연탄 지수



자료: Bloomberg 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 순환연료 투자비 및 EBITDA 증대 효과

- 3년간 총 828억원 투자로 930억/년 손익 효과 기대

- '18~'20년까지 3년간 828억 CAPEX 집행
- '19년 4분기 이후 손익 개선 효과 발생
- 유연탄과 Pet-coke 등 주요 연료비 절감

[연도별 투자 및 EBITDA 개선 효과]

		(단위 : 억원)			
구분		'18년	'19년	'20년	'21년
투자비	합계	35	287	506	-
EBITDA 개선	합계		84	610	931

※ 상기 EBITDA 개선효과는 폐합성수지 사용량 증대에 따른 효과이며, 수수료 증가, 연료비 감소, 탄소배출권 등을 포함한 금액임
(유연탄단가, 탄소배출권 등 가격은 2018년말 기준이며, 향후 유연탄단가, 탄소배출권 가격, 폐합성수지 처리수수료 단가 변동 등에 따라 손익효과도 달라질 수 있음)

자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,171	15,100	15,463	15,933	16,327
매출원가	11,216	11,156	11,322	11,493	11,680
매출총이익	3,955	3,944	4,141	4,440	4,648
판매비	1,446	1,474	1,485	1,524	1,548
영업이익	2,509	2,469	2,656	2,916	3,099
EBITDA	3,531	3,821	4,161	4,529	4,862
영업외손익	-749	-468	-74	-42	-30
외환관련손익	143	-44	-58	-58	-58
이자손익	-227	-265	-254	-244	-244
관계기업관련손익	41	-7	56	38	38
기타	-706	-152	182	222	234
법인세비용차감전순이익	1,760	2,002	2,582	2,874	3,069
법인세비용	-261	532	600	690	737
계속사업순이익	2,022	1,470	1,981	2,184	2,333
중단사업순이익	991	0	0	0	0
당기순이익	3,012	1,470	1,981	2,184	2,333
지배지분순이익	3,021	1,463	1,976	2,180	2,321
포괄순이익	3,389	1,322	2,063	2,266	2,414
지배지분포괄이익	3,398	1,315	2,059	2,261	2,409

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	8,301	7,808	7,952	8,139	8,118
현금및현금성자산	2,866	2,301	2,356	2,457	2,293
매출채권 및 기타채권	3,402	3,147	3,187	3,214	3,277
재고자산	1,088	1,171	1,220	1,250	1,250
비유동자산	26,711	26,484	26,630	26,607	26,694
유형자산	22,046	21,827	22,103	22,370	22,767
관계기업 등 지분관련자산	80	14	42	82	122
기타투자자산	639	535	517	517	517
자산총계	35,012	34,293	34,582	34,746	34,812
유동부채	7,919	5,274	5,657	5,608	5,529
매입채무 및 기타채무	2,744	2,198	2,292	2,342	2,412
단기차입금	3,728	1,788	1,948	1,928	1,760
유동성장기부채	867	527	497	457	477
비유동부채	6,882	9,223	9,129	9,174	9,008
장기차입금	2,388	4,545	4,445	4,415	4,305
사채	1,816	1,832	1,792	1,762	1,642
부채총계	14,801	14,497	14,786	14,782	14,538
지배지분	19,604	19,349	19,349	19,517	19,826
자본금	5,054	5,054	5,054	5,054	5,054
자본잉여금	7,439	7,681	7,681	7,681	7,681
이익잉여금	7,170	6,766	6,720	6,879	7,178
비지배지분	606	447	447	447	447
자본총계	20,211	19,796	19,797	19,965	20,274
순차입금	5,383	6,020	5,955	5,734	5,520
총차입금	8,827	8,874	8,864	8,744	8,366

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,983	3,160	3,677	3,962	4,279
당기순이익	3,012	1,470	1,981	2,184	2,333
감가상각비	979	1,116	1,203	1,293	1,413
외환손익	-61	20	58	58	58
종속, 관계기업 관련손익	-41	7	-28	-38	-38
자산부채의 증감	-166	-510	-84	-100	-82
기타현금흐름	-740	1,058	546	565	595
투자활동 현금흐름	-2,230	-1,156	-1,515	-1,610	-1,890
투자자산	87	12	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,364	-1,355	-1,510	-1,760	-2,040
유형자산 감소	605	263	150	200	230
기타현금흐름	-1,558	-76	-155	-50	-80
재무활동 현금흐름	47	-2,569	-1,538	-1,648	-1,906
단기차입금	-651	-1,946	160	-20	-168
사채 및 장기차입금	811	1,686	-170	-100	-210
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-937	-1,809	-1,556	-1,556	-1,556
기타현금흐름	825	-499	29	29	29
연결범위변동 등 기타	-1	0	-570	-604	-647
현금의 증감	800	-565	55	100	-164
기초 현금	2,066	2,866	2,301	2,356	2,457
기말 현금	2,866	2,301	2,356	2,457	2,293
NOPLAT	2,882	2,469	2,656	2,916	3,099
FCF	2,374	1,299	1,949	1,969	1,997

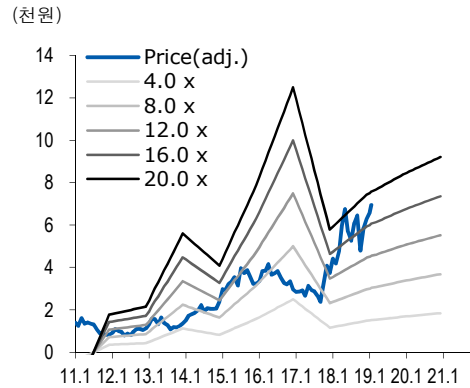
자료: 유안타증권

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

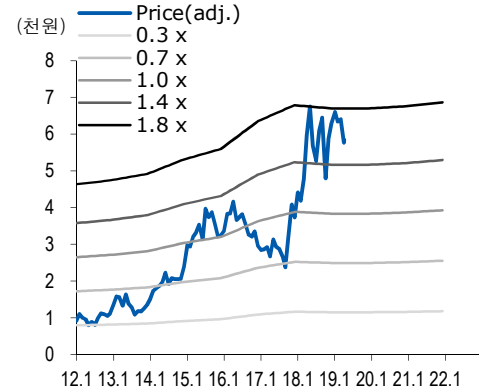
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	625	289	391	431	459
BPS	3,879	3,828	3,828	3,862	3,923
EBITDAPS	3,584	756	823	896	962
SPS	3,080	2,988	3,060	3,152	3,231
DPS	214	370	400	400	400
PER	4.8	18.5	14.9	13.5	12.7
PBR	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.8	8.8	8.6	7.9	7.3
PSR	1.0	1.8	1.9	1.9	1.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.1	-0.5	2.4	3.0	2.5
영업이익 증가율 (%)	-2.7	-1.6	7.5	9.8	6.3
지배순이익 증가율 (%)	74.8	-51.6	35.1	10.3	6.5
매출총이익률 (%)	26.1	26.1	26.8	27.9	28.5
영업이익률 (%)	16.5	16.4	17.2	18.3	19.0
지배순이익률 (%)	19.9	9.7	12.8	13.7	14.2
EBITDA 마진 (%)	23.3	25.3	26.9	28.4	29.8
ROIC	11.2	6.7	7.4	8.1	8.6
ROA	9.0	4.2	5.7	6.3	6.7
ROE	16.6	7.5	10.2	11.2	11.8
부채비율 (%)	73.2	73.2	74.7	74.0	71.7
순차입금/자기자본 (%)	27.5	31.1	30.8	29.4	27.8
영업이익/금융비용 (배)	10.3	8.6	9.5	10.5	11.1

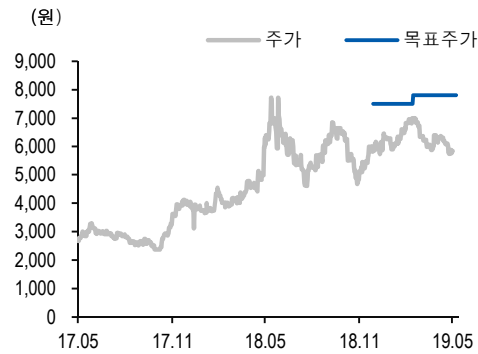
P/E band chart



P/B band chart



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-07	BUY	7,800	1년		
2019-02-15	BUY	7,800	1년		
2018-11-29	BUY	7,500	1년	-16.11	-6.80

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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-04

※ 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.