

# 쌍용양회 (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521  
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>7,800원 (M)</b>
현재주가 (8/5)	<b>5,740원</b>
상승여력	<b>36%</b>

시가총액	29,014억원
총발행주식수	505,403,280주
60일 평균 거래대금	44억원
60일 평균 거래량	731,229주
52주 고	6,990원
52주 저	4,675원
외인지분율	5.04%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4인 77.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.1)	(1.7)	8.9
상대	0.7	10.9	28.0
절대(달러환산)	(10.6)	(5.4)	1.1

## 견조한 실적, 돋보이는 배당 매력

### 2Q19 Review : 시장 예상치 소폭 상회

2019년 2분기, 쌍용양회 연결 실적은 매출액 4,240억원(+2.3%, YoY), 영업이익 844억원(+17.5%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치(770억원)을 9.6% 상회했다. 2분기 출하량은 전년동기대비 0.5% 감소(내수 : -8.1%, YoY, 수출: +34.3%)하며 수출 증가에 따른 판매 Mix가 악화됐으나, 시멘트 가격 인상 효과가 유지되며 매출액은 전년동기대비 소폭 증가했다.

전사 영업이익은 1) 연간 300억원 수준의 원가절감 효과가 예상되는 ESS(2018년 4월 가동), 폐열발전(2018년 9월 가동) 효과 2) 유연탄 가격 하락에 따른 원가절감 요인(Spot 구매비중 40%)이 반영되며 전년동기대비 개선폭이 확대되었다. 다만, 자회사인 쌍용레미콘 영업이익이 출하량 부진과 원재료(시멘트, 모래 등) 가격 상승으로 감소[영업이익 : 74억원(2Q18) → 35억원(2Q19P)]하며 연결자회사 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 4%, 10% 감소했다.

### 가격 인상 + 원가 절감 효과 지속

레미콘 가격 인상 여부의 변수는 상존하나 2018년 4분기부터 실질적으로 반영된 시멘트 가격 인상 효과는 1) 시멘트사의 가격인상 의지 2) 업계 재편과 맞물린 재무구조 개선 니즈 확대 등을 감안한다면 연중 지속될 것으로 추정한다. 최근, 유연탄 가격 하락으로 타사대비 차별화 포인트였던 옵션 정산이익(전체 유연탄 매입량의 60% 연동)에 기인한 마진을 격차 요인은 희석되었으나, Spot 구매 물량 원가 절감 효과는 여전히 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다. 2018년 투자를 시작한 순환자원 인프라 투자를 통한 EBITDA 개선 효과는 2019년 4분기부터 점진적으로 반영될 예정이다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 7,800원 유지

쌍용양회에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 7,800원을 유지한다. 분양가상한제 시행 우려를 비롯한 전반적인 출하 환경의 부정적 요인은 상존하나, 1Q19 분기배당 상향(90원 → 100원/주) 발표와 함께 주가 조정으로 동사의 연간 배당수익률(연간 DPS 400원 가정)은 7% 수준까지 상승했다. 증시 불확실성 확대 기조속에 실적 개선 흐름, 배당주로서의 투자 포인트는 여전히 유효하다는 판단이다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,240	2.3	25.9	4,184	1.4
영업이익	844	17.5	292.3	789	6.9
세전계속사업이익	711	22.2	364.9	661	7.7
지배순이익	570	29.6	327.4	490	16.3
영업이익률 (%)	19.9	+2.6 %pt	+13.5 %pt	18.9	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	13.4	+2.8 %pt	+9.4 %pt	11.7	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	15,171	15,100	15,713	16,039
영업이익	2,509	2,469	2,576	2,643
지배순이익	3,021	1,463	1,824	1,899
PER	4.8	18.5	15.9	15.3
PBR	0.8	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.8	8.8	8.3	7.9
ROE	16.6	7.5	9.5	9.9

자료: 유안타증권

쌍용양회 2Q19 Review

(단위: 십억원)

	2Q18	1Q19	2Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	415	337	424	2.3%	25.8%	417	1.8%
영업이익	72	22	84	17.5%	292.3%	77	9.6%
세전이익	58	15	71	22.0%	364.3%	65	9.3%
지배주주순이익	44	13	57	29.4%	326.8%	49	17.4%
영업이익률	17.3%	6.4%	19.9%			18.5%	
세전이익률	14.0%	4.5%	16.7%			15.6%	
지배주주순이익률	10.6%	4.0%	13.4%			11.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

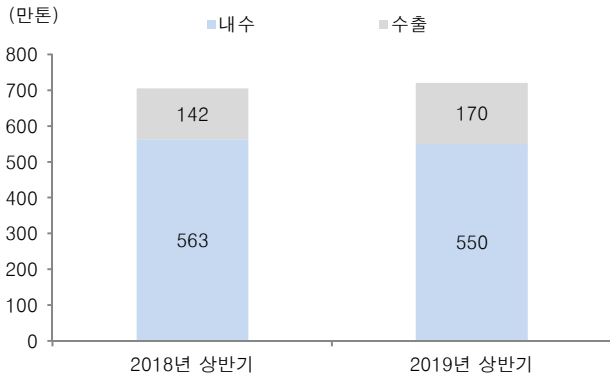
쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	304	415	360	431	<b>1,510</b>	337	424	384	426	<b>1,571</b>	<b>1,604</b>
- 쌍용양회(별도)	203	266	237	289	<b>996</b>	225	281	256	291	<b>1,054</b>	<b>1,076</b>
- 연결자회사	101	148	123	142	<b>514</b>	112	143	128	135	<b>517</b>	<b>528</b>
대한시멘트	35	47	36	43	<b>161</b>	32	44	39	39	<b>154</b>	<b>149</b>
쌍용기초소재	9	17	13	18	<b>56</b>	11	18	15	18	<b>62</b>	<b>65</b>
한국기초소재	12	19	16	16	<b>62</b>	11	16	15	17	<b>59</b>	<b>60</b>
대한슬래그	8	12	15	15	<b>51</b>	12	15	17	17	<b>61</b>	<b>64</b>
쌍용레미콘	73	100	84	102	<b>359</b>	79	96	81	95	<b>351</b>	<b>347</b>
쌍용로지스틱스	9	10	12	11	<b>41</b>	11	12	12	11	<b>46</b>	<b>49</b>
기타/조정	-44	-56	-53	-63	<b>-216</b>	-45	-58	-52	-62	<b>-216</b>	<b>-206</b>
매출원가 (연결)	250	304	262	300	<b>1,116</b>	275	303	283	299	<b>1,159</b>	<b>1,183</b>
% 매출원가율	82.2%	73.3%	72.7%	69.6%	<b>73.9%</b>	81.6%	71.4%	73.6%	70.1%	<b>73.8%</b>	<b>73.7%</b>
매출총이익	54	110	98	131	<b>394</b>	62	121	102	127	<b>412</b>	<b>421</b>
% 매출총이익률	17.8%	26.7%	27.3%	30.4%	<b>26.1%</b>	18.4%	28.6%	26.4%	29.9%	<b>26.2%</b>	<b>26.3%</b>
판관비	34	39	37	37	<b>147</b>	41	40	37	40	<b>158</b>	<b>157</b>
% 판관비율	11.3%	9.3%	10.3%	8.6%	<b>9.8%</b>	12.0%	9.4%	9.8%	9.3%	<b>10.0%</b>	<b>9.8%</b>
영업이익 (연결)	20	72	61	94	<b>247</b>	22	84	64	88	<b>258</b>	<b>264</b>
- 쌍용양회 (별도)	11	45	45	67	<b>167</b>	15	60	47	69	<b>191</b>	<b>210</b>
- 연결자회사	9	27	17	28	<b>80</b>	6	24	17	19	<b>67</b>	<b>55</b>
% 영업이익률(연결)	6.5%	17.3%	17.0%	21.9%	<b>16.4%</b>	6.4%	19.9%	16.7%	20.6%	<b>16.4%</b>	<b>16.5%</b>
- 쌍용양회 (별도)	5.4%	16.8%	18.8%	23.1%	<b>16.8%</b>	6.7%	21.4%	18.3%	23.7%	<b>18.1%</b>	<b>19.5%</b>
- 연결자회사	8.7%	18.2%	13.6%	19.4%	<b>15.6%</b>	5.8%	16.9%	13.6%	13.9%	<b>12.9%</b>	<b>10.4%</b>

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】

구분		'18년	'19년	'20년	'21년	비 고
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	15,713	16,039	16,438
매출원가	11,216	11,156	11,591	11,828	12,078
매출총이익	3,955	3,944	4,122	4,211	4,361
판매비	1,446	1,474	1,545	1,568	1,601
영업이익	2,509	2,469	2,576	2,643	2,759
EBITDA	3,531	3,821	4,247	4,481	4,747
영업외손익	-749	-468	-235	-140	-128
외환관련손익	143	-44	-27	0	0
이자손익	-227	-265	-300	-290	-290
관계기업관련손익	41	-7	16	20	20
기타	-706	-152	76	131	143
법인세비용차감전순이익	1,760	2,002	2,342	2,503	2,632
법인세비용	-261	532	512	601	632
계속사업순이익	2,022	1,470	1,830	1,903	2,000
중단사업순이익	991	0	0	0	0
당기순이익	3,012	1,470	1,830	1,903	2,000
지배지분순이익	3,021	1,463	1,824	1,899	1,990
포괄순이익	3,389	1,322	1,715	1,788	1,886
지배지분포괄이익	3,398	1,315	1,710	1,783	1,880

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	7,615	7,319	7,217
현금및현금성자산	2,866	2,301	2,194	1,821	1,638
매출채권 및 기타채권	3,402	3,147	3,234	3,261	3,292
재고자산	1,088	1,171	1,220	1,240	1,250
비유동자산	26,711	26,484	26,461	26,607	26,663
유형자산	22,046	21,827	22,013	22,470	22,856
관계기업 등 지분관련자산	80	14	23	43	63
기타투자자산	639	535	392	392	392
자산총계	35,012	34,293	34,075	33,926	33,880
유동부채	7,919	5,274	5,725	5,809	5,927
매입채무 및 기타채무	2,744	2,198	2,643	2,693	2,763
단기차입금	3,728	1,788	1,872	1,852	1,790
유동성장기부채	867	527	470	430	460
비유동부채	6,882	9,223	8,859	8,824	8,745
장기차입금	2,388	4,545	4,191	4,161	4,121
사채	1,816	1,832	1,798	1,768	1,668
부채총계	14,801	14,497	14,584	14,633	14,672
지배지분	19,604	19,349	19,159	19,046	19,025
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	6,531	6,408	6,376
비지배지분	606	447	332	247	183
자본총계	20,211	19,796	19,491	19,293	19,208
순차입금	5,383	6,020	5,862	6,115	6,126
총차입금	8,827	8,874	8,491	8,371	8,199

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,983	3,160	3,193	2,881	3,159
당기순이익	3,012	1,470	1,830	1,903	2,000
감가상각비	979	1,116	1,428	1,518	1,638
외환손익	-61	20	26	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-41	7	-8	-20	-20
자산부채의 증감	-166	-510	-461	-935	-905
기타현금흐름	-740	1,058	378	416	446
투자활동 현금흐름	-2,230	-1,156	-1,607	-2,024	-2,104
투자자산	87	12	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,364	-1,355	-1,691	-2,146	-2,226
유형자산 감소	605	263	122	172	202
기타현금흐름	-1,558	-76	-39	-50	-80
재무활동 현금흐름	47	-2,569	-2,271	-2,003	-2,056
단기차입금	-651	-1,946	65	-20	-62
사채 및 장기차입금	811	1,686	-453	-100	-110
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-937	-1,809	-1,556	-1,556	-1,556
기타현금흐름	825	-499	-327	-327	-327
연결범위변동 등 기타	-1	0	578	773	818
현금의 증감	800	-565	-107	-373	-183
기초 현금	2,066	2,866	2,301	2,195	1,821
기말 현금	2,866	2,301	2,195	1,821	1,638
NOPLAT	2,882	2,469	2,576	2,643	2,759
FCF	2,374	1,299	1,532	766	954

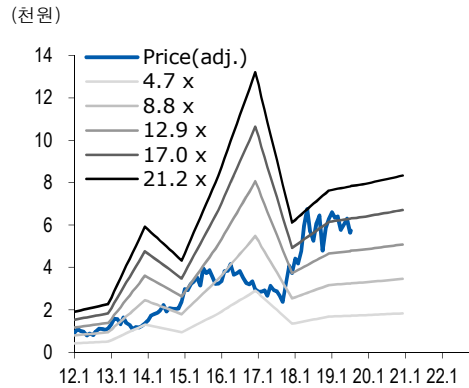
자료: 유안타증권

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

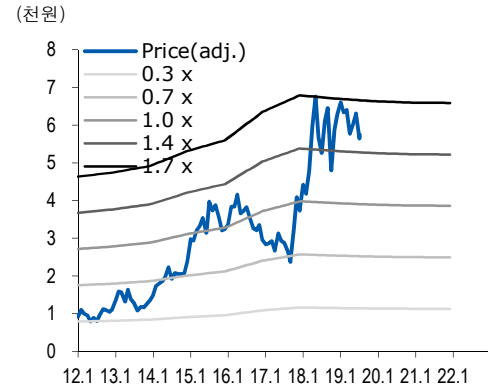
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	625	289	361	376	394
BPS	3,879	3,828	3,791	3,769	3,764
EBITDAPS	3,584	756	840	887	939
SPS	3,080	2,988	3,109	3,174	3,253
DPS	214	370	400	400	400
PER	4.8	18.5	15.9	15.3	14.6
PBR	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.8	8.8	8.3	7.9	7.4
PSR	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.1	-0.5	4.1	2.1	2.5
영업이익 증가율 (%)	-2.7	-1.6	4.3	2.6	4.4
지배순이익 증가율 (%)	74.8	-51.6	24.7	4.1	4.8
매출총이익률 (%)	26.1	26.1	26.2	26.3	26.5
영업이익률 (%)	16.5	16.4	16.4	16.5	16.8
지배순이익률 (%)	19.9	9.7	11.6	11.8	12.1
EBITDA 마진 (%)	23.3	25.3	27.0	27.9	28.9
ROIC	11.2	6.7	7.4	7.4	7.7
ROA	9.0	4.2	5.3	5.6	5.9
ROE	16.6	7.5	9.5	9.9	10.5
부채비율 (%)	73.2	73.2	74.8	75.8	76.4
순차입금/자기자본 (%)	27.5	31.1	30.6	32.1	32.2
영업이익/금융비용 (배)	10.3	8.6	7.8	8.0	8.4

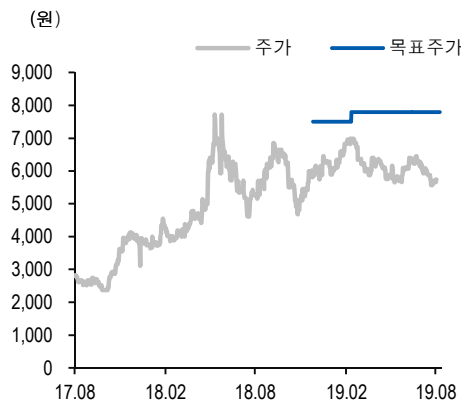
P/E band chart



P/B band chart



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-06	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)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-03

※ 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.