

쌍용양회

BUY(유지)

003410 기업분석 | 전자재

목표주가(유지)	8,000원	현재주가(08/05)	5,740원	Up/Downside	+39.4%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 08. 06

불안할 때는 쌍용양회

2Q19 Earnings Review

출하량 감소에도 불구하고 시장기대치 상회하는 실적 시현: 쌍용양회의 19년 2분기 실적은 매출액 4,240억원(+2.3% YoY), 영업이익 844억원(+17.5% YoY), 세전이익 710억원(+22.0% YoY)으로 매출액은 시장기대치를 부합, 영업이익은 상회했다. 내수 시멘트출하량이 8.1% 감소했음에도 불구하고 18년 4분기 가격 인상 효과로 매출액이 소폭이나마 증가했다. 영업이익이 기대치를 상회한 이유는 ① 내수 출하 부진을 수출로 상쇄했고, ② 유연탄가격의 하락(전체 사용량의 40%는 스팟시장에서 구매)과, ③ 폐열발전 및 ESS 설비구축 효과 때문이었다.

Comment

하반기 실적개선을 기대하기 어려울 전망: 하반기에 상반기와 같은 실적개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 주택분양을 비롯한 건설 선행지표가 부진하고, 가격 인상 및 쌍용양회 고유의 비용 절감 효과(폐열발전 및 ESS 설비 구축)가 19년 상반기로 마무리되기 때문이다. 유연탄가격이 추가 하락 하더라도 수익성 개선에는 제한적이기 때문에 상반기와 같은 실적개선을 기대하기 어렵다.

Action

그래도 배당이 있다: 주식시장이 요동치고 있지만 쌍용양회에게는 배당이란 무기가 있다. DPS 400원에 대한 신뢰도는 여전히 높다고 판단된다. 상반기 EBITDA 증가율은 17.1%이고, 연간 EBITDA는 3,700억원 이상을 기대할 수 있다. 주식시장 급락과 중간배당 이후 주가 하락이 겹치면서 쌍용양회의 주가도 하락했고, 현재가 기준 시가배당률은 7%에 달한다. 다시 매수할 기회라고 판단한다. 투자 의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,517	1,510	1,570	1,550	1,551
(증가율)	6.1	-0.5	4.0	-1.3	0.1
영업이익	251	247	265	262	262
(증가율)	-2.7	-1.6	7.2	-1.2	0.1
지배주주순이익	302	146	163	162	163
EPS	625	289	323	321	321
PER (H/L)	6.7/3.7	28.7/12.4	17.5	17.6	17.6
PBR (H/L)	1.1/0.6	2.2/0.9	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA (H/L)	7.6/5.0	11.9/6.6	8.5	8.7	8.9
영업이익률	16.5	16.4	16.9	16.9	16.9
ROE	16.6	7.5	8.5	8.7	8.9

Stock Data

52주 최저/최고	4,675/6,990원
KOSDAQ /KOSPI	570/1,947pt
시가총액	28,922억원
60일-평균거래량	739,674
외국인지분율	5.1%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4인 77.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-10.2	-3.4	6.8
상대기준	-4.6	7.0	21.3

도표 1. 쌍용양회 19년 2분기 실적 Summary

(단위:)

	2Q19P	2Q18	%YoY	1Q19	%QoQ	DB추경치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	4,240	4,145	2.3	3,369	25.9	4,168	1.7	4,189	1.2
영업이익	844	718	17.5	215	292.4	734	14.9	795	6.1
세전이익	710	582	22.0	153	364.1	667	6.5	661	7.4

자료: 쌍용양회, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	830	781	814	782	750
현금및현금성자산	287	230	260	235	200
매출채권및기타채권	340	315	323	319	320
재고자산	109	117	109	107	110
비유동자산	2,671	2,648	2,623	2,615	2,608
유형자산	2,205	2,183	2,181	2,192	2,200
무형자산	354	349	325	306	291
투자자산	72	55	55	55	55
자산총계	3,501	3,429	3,438	3,397	3,358
유동부채	792	527	574	572	572
매입채무및기타채무	274	220	237	235	235
단기차입금및단기사채	373	179	199	199	199
유동성장기부채	87	53	60	60	60
비유동부채	688	922	922	922	922
사채및장기차입금	420	638	638	638	638
부채총계	1,480	1,450	1,496	1,495	1,495
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	744	768	768	768	768
이익잉여금	717	677	638	598	558
비지배주주지분	61	45	45	46	47
자본총계	2,021	1,980	1,941	1,902	1,864

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,517	1,510	1,570	1,550	1,551
매출원가	1,122	1,116	1,145	1,130	1,131
매출총이익	395	394	425	420	420
판매비	145	147	160	158	158
영업이익	251	247	265	262	262
EBITDA	353	382	414	405	401
영업외손익	-75	-47	-48	-47	-47
금융손익	-21	-25	-28	-29	-29
투자손익	4	-1	0	0	0
기타영업외손익	-58	-21	-20	-18	-18
세전이익	176	200	216	215	215
중단사업이익	99	0	0	0	0
당기순이익	301	147	164	163	163
차배주주지분순이익	302	146	163	162	163
비지배주주지분순이익	-1	1	1	1	1
총포괄이익	339	132	164	163	163
증감률(%YoY)					
매출액	6.1	-0.5	4.0	-1.3	0.1
영업이익	-2.7	-1.6	7.2	-1.2	0.1
EPS	58.4	-53.7	11.6	-0.4	0.0

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	298	316	359	342	330
당기순이익	301	147	164	163	163
현금유출이없는비용및수익	54	234	231	226	222
유형및무형자산상각비	102	135	149	143	139
영업관련자산부채변동	-17	-51	16	5	-3
매출채권및기타채권의감소	-5	21	-9	4	0
재고자산의감소	-16	-36	8	2	-3
매입채무및기타채무의증가	-48	-36	17	-2	0
투자활동현금흐름	-223	-116	-58	-133	-130
CAPEX	-136	-135	-124	-135	-132
투자자산의순증	3	17	0	0	0
재무활동현금흐름	5	-257	-207	-235	-235
사채및차입금의 증가	168	11	27	0	0
자본금및자본잉여금의증가	14	24	0	0	0
배당금지급	-94	-181	-202	-202	-202
기타현금흐름	0	0	-64	0	0
현금의증가	80	-56	30	-26	-35
기초현금	207	287	230	260	235
기말현금	287	230	260	235	200

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	625	289	323	321	321
BPS	3,879	3,828	3,751	3,673	3,594
DPS	214	370	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	6.0	21.7	17.5	17.6	17.6
P/B	1.0	1.6	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA	7.0	10.0	8.5	8.7	8.9
수익성(%)					
영업이익률	16.5	16.4	16.9	16.9	16.9
EBITDA마진	23.3	25.3	26.3	26.1	25.9
순이익률	19.9	9.7	10.4	10.5	10.5
ROE	16.6	7.5	8.5	8.7	8.9
ROA	9.0	4.2	4.8	4.8	4.8
ROIC	11.1	6.6	7.2	7.2	7.3
안정성및기타					
부채비율(%)	73.2	73.2	77.1	78.6	80.2
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	34.9	126.8	122.9	123.5	123.4

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 투자이전 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

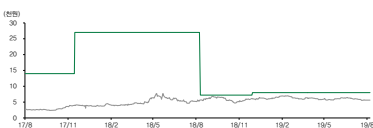
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이전은 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 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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