

쌍용양회 (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	6,500원 (M)
현재주가 (4/21)	5,010원
상승여력	30%

시가총액	25,386억원
총발행주식수	505,403,280주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	1,245,232주
52주 고	6,450원
52주 저	4,055원
외인지분율	2.36%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 4 인 77.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.1	(2.5)	(17.6)
상대	(10.8)	16.2	(2.8)
절대(달러환산)	8.5	(7.5)	(23.8)

잊지 말아야 할 투자포인트

1Q20 Preview : 시장 예상치 부합 전망

2020년 1분기, 쌍용양회 연결 실적은 매출액 3,197억원(-5.1%, YoY), 영업이익 214억원(-0.5%, YoY)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 코로나 19 사태로 인한 1분기 실적 훼손 영향은 제한적인 가운데 전체(내수+수출) 출하량은 전반적인 건설산업 수요 둔화로 전년 동기대비 약 5% 감소할 것으로 추정한다. 출하량 감소에 따른 고정비 부담 증가에도 불구하고, 당분기 영업이익은 2019년 1분기에 반영된 독려금 약 60억원, 정전에 따른 킬른 재가동 수습 등 관련비용 효과 소멸로 전년동기와 유사한 수준을 기록할 것으로 추정한다.

쉽지 않은 업황, 이익 성장 기초는 지속

2020년, 전반적인 시멘트 업종 이익은 전방산업인 건설 수요 둔화와 2018년 4분기부터 반영된 가격 인상 효과 소멸로 실적 모멘텀은 크지 않을 것으로 전망한다. 동사의 경우, 2020년 1분기부터 순차적으로 가동 예정인 순환자원 처리 시설 투자 효과로 원가 절감에 따른 이익 개선은 유효할 것으로 전망한다. 2020년, 연결 실적은 매출액 1.51조원(-2.0%, YoY), 영업이익 2,384억원(+4.4%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 연내 단기적인 판가 인상 가능성을 배제한다면 총선 이후 SOC 예산 확대 편성에 대한 실질적인 집행과 착공 시기가 업황 개선에 중요한 포인트가 될 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 6,500원 유지

쌍용양회에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 6,500원을 유지한다. 최근, 분기배당액을 기준으로 한 연간 DPS는 440원으로 전일 증가 기준 배당수익률은 약 8.8% 수준에 이른다. 전반적인 시멘트사의 이익 개선을 낙관하기 어려운 환경에도 불구하고, 순환자원 처리 시설 가동에 따른 EBITDA 개선과 추가적인 배당 증액 가능성의 투자 포인트는 유효할 전망이다. 총선 이후, 남북 경협사업 구체화는 동사를 비롯한 시멘트 업종의 주가 변동성을 확대시킬 수 있는 요인이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,197	-5.1	-23.5	3,157	1.2
영업이익	214	-0.5	-69.2	205	4.2
세전계속사업이익	134	-12.2	-67.6	146	-8.0
지배순이익	106	-20.5	-64.2	112	-5.6
영업이익률 (%)	6.7	+0.3%pt	-9.9%pt	6.5	+0.2%pt
지배순이익률 (%)	3.3	-0.7%pt	-3.8%pt	3.6	-0.3%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	15,100	15,385	15,079	15,614
영업이익	2,469	2,284	2,384	2,491
지배순이익	1,463	1,311	1,487	1,592
PER	18.5	23.3	17.0	15.9
PBR	1.4	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	8.8	9.5	7.8	7.6
ROE	7.5	7.0	8.4	9.3

자료: 유안타증권

쌍용양회 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	337	424	359	418	320	-5.1%	-23.5%	316	1.3%
영업이익	22	84	53	70	21	-0.5%	-69.2%	21	4.4%
세전이익	15	71	41	41	13	-12.2%	-67.6%	15	-8.0%
지배주주순이익	13	57	31	30	11	-20.5%	-64.2%	11	-5.3%
영업이익률	6.4%	19.9%	14.7%	16.6%	6.7%			6.5%	
세전이익률	4.5%	16.7%	11.3%	9.9%	4.2%			4.6%	
지배주주순이익률	4.0%	13.4%	8.7%	7.1%	3.3%			3.5%	

자료: 유안타증권 리서치센터

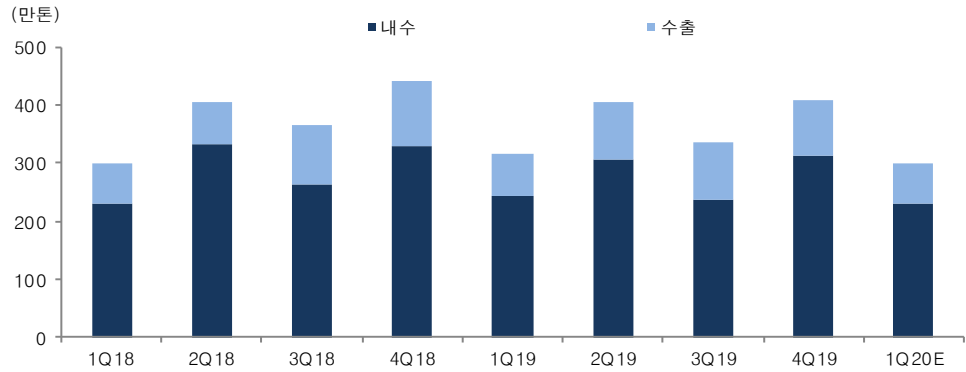
쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	337	424	359	418	1,538	320	413	365	410	1,508	1,561
- 쌍용양회(별도)	225	281	245	293	1,045	220	274	245	294	1,033	1,064
- 연결자회사	112	143	114	125	494	100	139	120	116	475	497
매출원가 (연결)	275	303	266	310	1,153	260	290	267	294	1,111	1,150
% 매출원가율	81.6%	71.4%	74.0%	74.1%	75.0%	81.3%	70.3%	73.1%	71.6%	73.7%	73.7%
매출총이익 (연결)	62	121	93	108	385	60	122	98	116	397	411
% 매출총이익률	18.4%	28.6%	26.0%	25.9%	25.0%	18.7%	29.7%	26.9%	28.4%	26.3%	26.3%
판매비 (연결)	41	37	40	39	157	38	39	42	39	158	162
% 판매비율	12.0%	8.7%	11.2%	9.3%	10.2%	12.0%	9.5%	11.6%	9.4%	10.5%	10.4%
영업이익 (연결)	22	84	53	70	228	21	83	56	78	238	249
- 쌍용양회 (별도)	15	61	42	53	170	16	60	44	62	182	189
- 연결자회사	6	24	11	17	58	5	23	12	16	57	60
% 영업이익률(연결)	6.5%	17.3%	17.0%	21.9%	16.4%	6.4%	19.9%	14.7%	16.4%	15.8%	16.0%
- 쌍용양회 (별도)	5.4%	16.8%	18.8%	23.1%	16.8%	6.7%	21.7%	17.0%	18.0%	17.6%	17.7%
- 연결자회사	8.7%	18.2%	13.6%	19.4%	15.6%	5.8%	16.4%	10.0%	12.7%	11.9%	12.1%

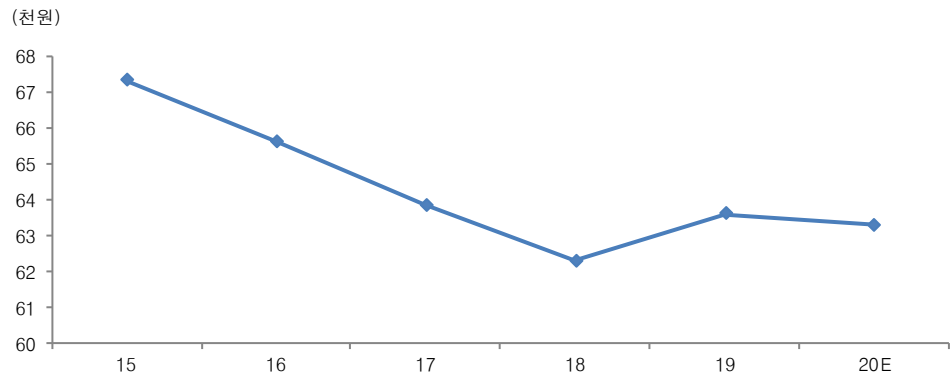
자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 분기별 내수/수출 출하량 추이 및 전망



자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

연간 쌍용양회 시멘트 내수 판매단가



자료: Dart, 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)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	15,100	15,385	15,079	15,614	16,015
매출원가	11,156	11,535	11,112	11,502	11,776
매출충이익	3,944	3,850	3,968	4,113	4,238
판매비	1,474	1,566	1,584	1,622	1,661
영업이익	2,469	2,284	2,384	2,491	2,578
EBITDA	3,821	3,924	4,174	4,301	4,388
영업외손익	-468	-601	-439	-385	-340
외환관련손익	-44	-74	-56	-58	-58
이자손익	-265	-304	-261	-286	-276
관계기업관련손익	-7	1	9	12	20
기타	-152	-223	-131	-53	-26
법인세비용차감전순손익	2,002	1,683	1,945	2,106	2,238
법인세비용	532	368	453	505	537
계속사업순손익	1,470	1,316	1,492	1,600	1,701
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,470	1,316	1,492	1,600	1,701
지배지분순이익	1,463	1,311	1,487	1,592	1,692
포괄순이익	1,322	884	1,049	1,157	1,257
지배지분포괄이익	1,315	880	1,050	1,151	1,251

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,160	3,660	3,733	3,742	3,855
당기순이익	1,470	1,316	1,492	1,600	1,701
감가상각비	1,272	1,543	1,693	1,713	1,713
외환손익	20	12	56	58	58
중속, 관계기업관련손익	7	-1	-8	-12	-20
자산부채의 증감	-510	209	237	141	161
기타현금흐름	902	581	263	243	243
투자활동 현금흐름	-1,156	-763	-1,692	-1,298	-1,568
투자자산	12	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,355	-997	-1,650	-1,270	-1,540
유형자산 감소	263	10	0	0	0
기타현금흐름	-76	225	-42	-28	-28
재무활동 현금흐름	-2,569	-2,651	-2,010	-2,845	-2,505
단기차입금	-1,946	-1,143	85	-30	-10
사채 및 장기차입금	1,686	1,257	380	-340	-20
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,809	-2,104	-2,236	-2,236	-2,236
기타현금흐름	-499	-662	-239	-239	-239
연결범위변동 등 기타	0	0	-157	519	29
현금의 증감	-565	246	-127	119	-189
기초 현금	2,866	2,301	2,548	2,421	2,540
기말 현금	2,301	2,548	2,421	2,540	2,351
NOPLAT	2,469	2,284	2,384	2,491	2,578
FCF	1,299	2,637	2,206	2,574	2,390

자료: 유안타증권

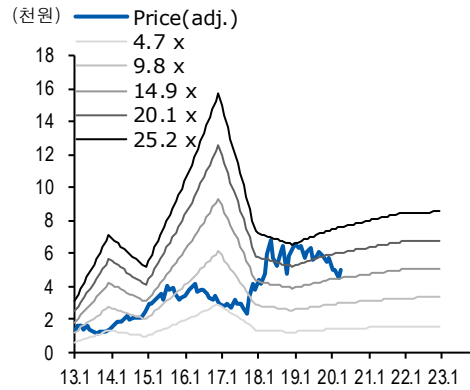
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,808	7,478	7,295	7,511	7,401
현금및현금성자산	2,301	2,548	2,421	2,539	2,350
매출채권 및 기타채권	3,147	3,081	3,016	3,071	3,121
재고자산	1,171	1,295	1,280	1,290	1,310
비유동자산	26,484	25,810	25,678	25,147	24,875
유형자산	21,827	21,544	21,501	21,058	20,886
관계기업 등 지분관련 자산	14	15	23	35	55
기타투자자산	535	199	199	190	180
자산총계	34,293	33,288	32,973	32,658	32,276
유동부채	5,274	6,775	6,759	7,119	7,269
매입채무 및 기타채무	2,198	2,474	2,450	2,480	2,530
단기차입금	1,788	595	680	650	640
유동성장기부채	527	3,109	3,039	3,399	3,479
비유동부채	9,223	8,489	8,925	8,235	8,165
장기차입금	4,545	2,951	3,301	3,221	3,121
사채	1,832	2,725	2,825	2,205	2,205
부채총계	14,497	15,263	15,684	15,354	15,434
지배지분	19,349	18,025	17,289	16,994	16,492
자본금	5,054	5,054	5,054	5,054	5,054
자본잉여금	7,681	7,550	7,550	7,550	7,550
이익잉여금	6,766	5,904	5,168	4,536	4,005
비지배지분	447	0	0	310	350
자본총계	19,796	18,025	17,289	17,304	16,842
순차입금	6,020	6,741	7,294	6,795	6,945
총차입금	8,874	9,515	9,965	9,595	9,565

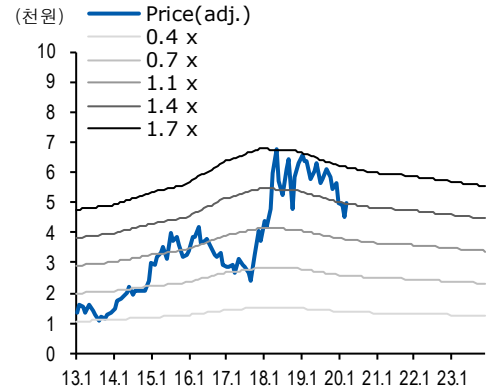
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	289	259	294	315	334
BPS	3,828	3,566	3,421	3,362	3,263
EBITDAPS	756	776	826	851	868
SPS	2,988	3,044	2,984	3,089	3,169
DPS	370	420	440	440	440
PER	18.5	23.3	17.0	15.9	15.0
PBR	1.4	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	8.8	9.5	7.8	7.6	7.4
PSR	1.8	2.0	1.7	1.6	1.6

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-0.5	1.9	-2.0	3.5	2.6
영업이익 증가율 (%)	-1.6	-7.5	4.4	4.5	3.5
지배순이익 증가율 (%)	-51.6	-10.4	13.5	7.0	6.3
매출총이익률 (%)	26.1	25.0	26.3	26.3	26.5
영업이익률 (%)	16.4	14.8	15.8	16.0	16.1
지배순이익률 (%)	9.7	8.5	9.9	10.2	10.6
EBITDA 마진 (%)	25.3	25.5	27.7	27.5	27.4
ROIC	6.7	6.6	6.9	7.2	7.6
ROA	4.2	3.9	4.5	4.9	5.2
ROE	7.5	7.0	8.4	9.3	10.1
부채비율 (%)	73.2	84.7	90.7	88.7	91.6
순차입금/자기자본 (%)	31.1	37.4	42.2	40.0	42.1
영업이익/금융비용 (배)	8.6	7.0	8.1	7.8	8.3

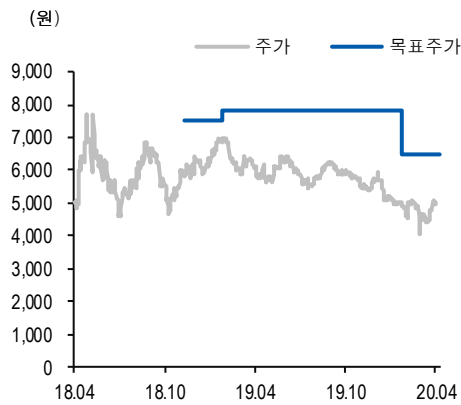
P/E band chart



P/B band chart



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-22	BUY	6,500	1년		
2020-02-13	BUY	6,500	1년		
2019-02-15	BUY	7,800	1년	-24.79	-10.38
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)	1.2
Buy(매수)	83.2
Hold(중립)	15.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-20

※ 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 투자사결정은 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.