

쌍용양회 (003410)

업황이 돌아선다면



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,000원

현재 주가(6/18)	5,230원
상승여력	▲53.0%
시가총액	26,352억원
발행주식수	503,860천주
52 주 최고가 / 최저가	6,450 / 4,055원
90 일 일평균 거래대금	82.17억원
외국인 지분율	2.6%

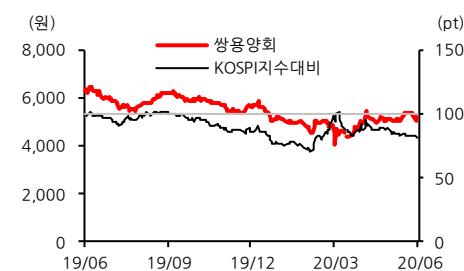
주주 구성	
한앤코시멘트홀딩스 (외 7 인)	77.7%
쌍용양회우리사주 (외 1 인)	0.4%
자사주신탁 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	14.4	-7.1	-16.5
상대수익률(KOSPI)	-7.8	-19.6	-4.3	-18.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,510	1,538	1,435	1,527
영업이익	247	228	233	256
EBITDA	382	392	408	415
지배주주순이익	146	131	140	155
EPS	290	260	276	307
순차입금	615	690	528	487
PER	21.7	21.8	18.9	17.0
PBR	1.6	1.6	1.4	1.5
EV/EBITDA	9.9	9.1	7.8	7.6
배당수익률	5.9	7.4	8.6	8.6
ROE	7.5	7.0	7.6	8.4

주가 추이



쌍용양회의 2 분기 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 추정됩니다. 다만, 이익률 훼손이 제한적인 만큼 EBITDA 개선과 안정적인 배당금 지급이라는 투자포인트는 유효합니다. 올해를 기점으로 업황 개선도 기대돼 지속적인 관심을 가질 필요가 있겠습니다. 동사에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 8,000 원을 유지합니다.

성수기에 만난 코로나 19

쌍용양회의 연결기준 2분기 매출액은 전년 동기대비 9.6% 감소한 3834억 원으로, 영업이익은 전년 동기대비 11.4% 감소한 748억 원으로 예상한다. 코로나 19의 영향으로 시멘트 수출 물량이 크게 위축된 가운데 5월 부산경남 지역의 레미콘 파업 영향 등으로 매출 감소가 지속된 것으로 파악된다. 다만, 유연탄 가격의 약세가 이어지는 가운데 순환자원 처리시설 가동도 순조롭게 이루어지고 있어 이익률 훼손은 제한적이라는 판단이다. 이에 연간 EBITDA 개선에 따른 안정적인 배당금 지급이라는 투자포인트도 유효하다.

하반기를 기점으로 업황개선 기대

높은 배당수익률에도 불구하고 업황 부진이 주가 상승의 발목을 잡고 있다. 지난 1분기 영업이익이 시장 기대치를 크게 상회했음에도 불구하고 주가가 급등 후 다시 제자리를 찾았는데, 이는 지속되는 출하량 감소가 향후 실적 추정치는 물론 배당 지급에도 부담을 더하는 요인으로 작용했기 때문이다. 이에 대한 우려는 하반기를 기점으로 점차 해소될 전망이다. 작년부터 시작된 아파트 분양공급 증가와 SOC 사업 활성화 기조로 시멘트 출하량 증가가 나타날 시기가 다가왔기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,000원 유지

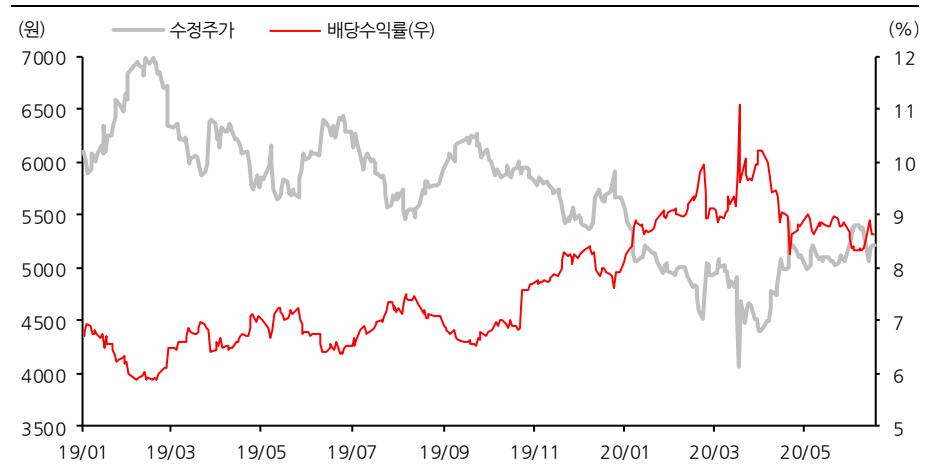
쌍용양회에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지한다. 목표 주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 2.2배를 적용했으며, 목표배수는 ROE 8.0% 고려 시 산출되는 적정배수를 배당수익률 8.6%를 감안해 할증한 값이다. 현재 주가는 12M Fwd. P/E 17.3배, P/B 1.55배로 업종 대비 높지만 1) 업황 부진에도 불구하고 원가 절감을 통한 EBITDA 개선이 이루어지고 있고, 2) 이를 기반으로 분기 배당(DPS 110원 예상)이 안정적으로 지급되며, 3) 점진적인 업황 개선이 기대되는 점은 현 주가를 설명하기에 충분하다는 판단이다.

[표1] 쌍용양회의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	3,662	12개월 예상 BPS
목표 P/B(배)	2.2	12개월 예상 ROE 8.0%, COE 10.5%, 영구성장률 0% 가정 시 산출되는 목표배수를 활용. 활용은 '20년 DPS 450원 가정 시 배당수익률 8.6%에 기인
적정 주가(원)	8,053	
목표 주가(원)	8,000	
현재 주가(원)	5,230	
상승 여력	53%	

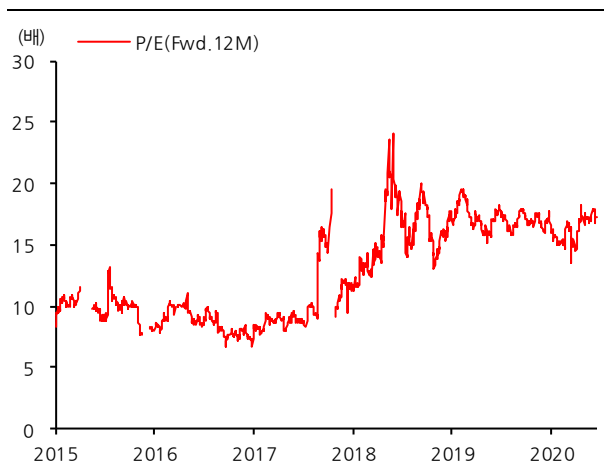
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 쌍용양회의 주가 및 배당수익률 추이



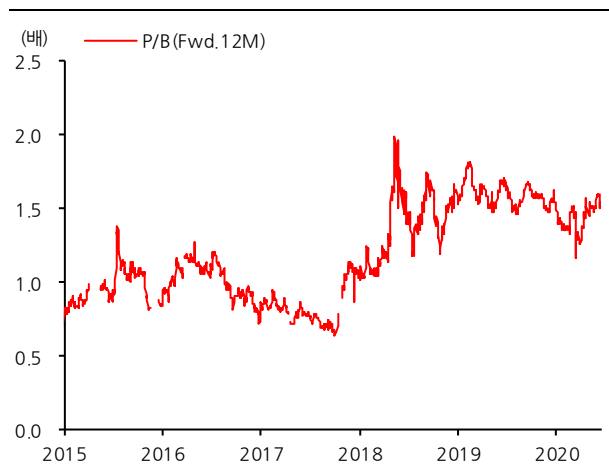
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쌍용양회의 12M Fwd. P/E 추이



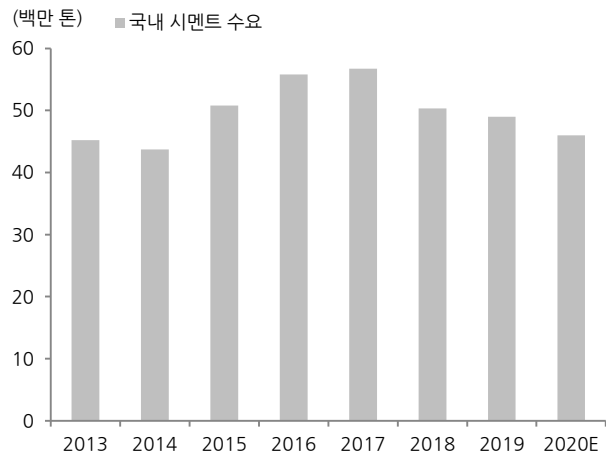
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 쌍용양회의 12M Fwd. P/B 추이



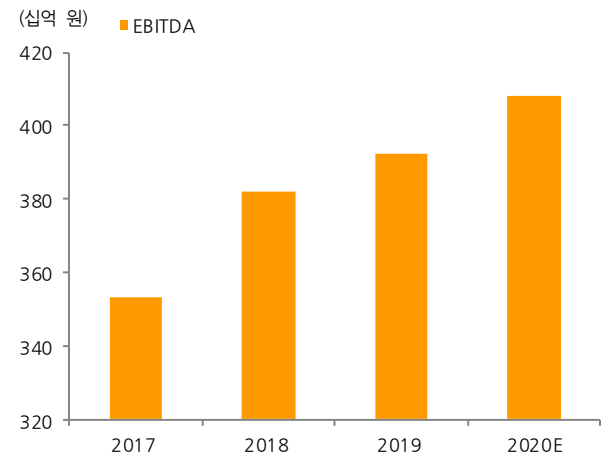
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 시멘트 수요 추이 및 전망



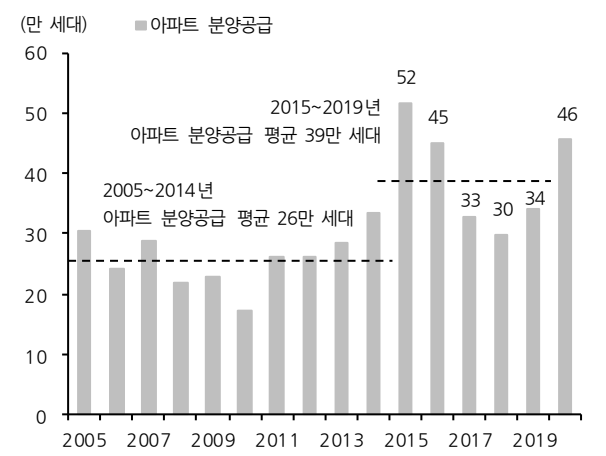
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] EBITDA 추이 및 전망



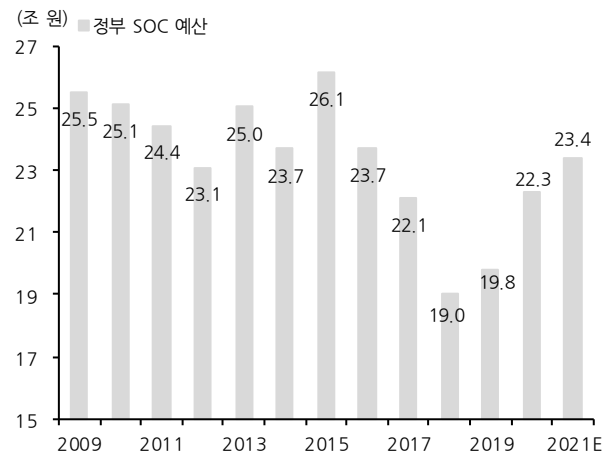
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 전국 아파트 분양 추이 및 계획



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 정부 SOC 예산액



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 쌍용양회의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	337	424	359	418	314	383	333	405	1,517	1,510	1,538	1,435
YoY(%)	10.8	2.3	-0.3	-3.0	-6.8	-9.6	-7.2	-3.2	6.1	-0.5	1.9	-6.7
쌍용양회(별도)	225	281	245	293	207	247	223	282	1,033	996	1,045	959
대한시멘트	32	44	35	45	34	37	31	37	64	162	156	138
쌍용레미콘	79	96	74	93	75	92	73	92	400	359	342	333
기타	45	61	52	48	37	60	52	55	182	210	205	204
매출원가	275	303	266	310	246	275	246	291	1,122	1,116	1,153	1,058
매출원가율(%)	81.6	71.4	74.0	74.1	78.4	71.6	73.8	72.0	73.9	73.9	75.0	73.7
판매비	41	37	40	39	37	34	35	39	145	147	157	145
판매비율(%)	12.0	8.7	11.2	9.3	11.8	8.9	10.5	9.6	9.5	9.8	10.2	10.1
영업이익	22	84	53	70	31	75	52	75	251	247	228	233
YoY(%)	9.1	17.5	-13.6	-26.1	42.7	-11.4	-1.2	7.4	-2.7	-1.6	-7.5	1.8
영업이익률(%)	6.4	19.9	14.7	16.6	9.8	19.5	15.7	18.5	16.5	16.4	14.8	16.2
영업외손익	-6	-13	-12	-28	-9	-12	-10	-21	-75	-47	-60	-53
세전이익	15	71	41	41	21	63	42	53	176	200	168	180
순이익	13	57	31	30	20	48	32	40	301	147	132	140
YoY(%)	12.1	29.1	-30.0	-35.5	45.6	-16.7	2.7	36.5	72	-51.2	-10.5	6.3
순이익률(%)	4.0	13.5	8.7	7.1	6.3	12.4	9.6	10.0	19.9	9.7	8.6	9.7
지배주주순이익	13	57	31	30	20	48	32	40	302	146	131	140

자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,517	1,510	1,538	1,435	1,527
매출총이익	395	394	385	377	405
영업이익	251	247	228	233	256
EBITDA	353	382	392	408	415
순이자수익	-21	-25	-28	-25	-26
외화관련손익	14	-4	-7	-3	0
지분법손익	3	-3	0	0	0
세전계속사업손익	176	200	168	180	205
당기순이익	301	147	132	140	155
지배주주순이익	302	146	131	140	155
증가율(%)					
매출액	6.1	-0.5	1.9	-6.7	6.4
영업이익	-2.7	-1.6	-7.5	1.8	10.3
EBITDA	-1.2	8.2	2.7	4.0	1.7
순이익률	72.0	-51.2	-10.5	6.3	11.2
이익률(%)					
매출총이익률	26.1	26.1	25.0	26.3	26.5
영업이익률	16.5	16.4	14.8	16.2	16.8
EBITDA 마진	23.3	25.3	25.5	28.4	27.2
세전이익률	11.6	13.3	10.9	12.5	13.4
순이익률	19.9	9.7	8.6	9.7	10.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	298	316	366	306	348
당기순이익	301	147	132	140	155
자산상각비	102	135	164	176	159
운전자본증감	-17	-51	21	-32	22
매출채권감소(증가)	1	19	68	98	19
재고자산감소(증가)	-16	-36	-19	-42	-2
매입채무증가(감소)	1	-24	-72	-44	3
투자현금흐름	-223	-116	-76	-105	-81
유형자산처분(취득)	-76	-109	-99	-110	-76
무형자산 감소(증가)	0	-23	-1	1	0
투자자산 감소(증가)	-21	10	17	7	-1
재무현금흐름	5	-257	-265	-122	-158
차입금증가	16	-36	-22	-109	69
자본증가	18	-181	-210	-212	-227
배당금지급	94	181	210	212	227
총현금흐름	355	381	374	344	326
(-) 운전자본증가(감소)	-65	53	-34	-10	-22
(-) 설비투자	136	135	100	110	76
(+) 자산매각	61	3	0	1	0
Free Cash Flow	345	196	308	245	271
(-) 기타투자	208	-8	7	45	4
잉여현금	136	204	301	200	268
NOPLAT	182	181	179	181	195
(+) Dep	102	135	164	176	159
(-) 운전자본투자	-65	53	-34	-10	-22
(-) Capex	136	135	100	110	76
OpFCF	213	128	276	256	299

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	830	781	748	825	919
현금성자산	344	285	277	349	458
매출채권	340	314	308	266	247
재고자산	109	117	129	172	174
비유동자산	2,671	2,648	2,581	2,527	2,448
투자자산	112	117	85	92	96
유형자산	2,205	2,183	2,154	2,104	2,031
무형자산	354	349	342	331	321
자산총계	3,501	3,429	3,329	3,352	3,368
유동부채	792	527	677	622	741
매입채무	228	178	217	200	202
유동성이자부채	466	245	386	315	427
비유동부채	688	922	849	843	811
비유동이자부채	423	656	581	561	518
부채총계	1,480	1,450	1,526	1,465	1,553
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	744	768	755	755	755
이익잉여금	717	677	590	675	603
자본조정	-6	-15	-48	-48	-48
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,021	1,980	1,803	1,887	1,815

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	629	290	260	276	307
BPS	3,879	3,828	3,566	3,733	3,591
DPS	214	370	420	450	450
CFPS	738	753	740	681	645
ROA(%)	9.0	4.2	3.9	4.2	4.6
ROE(%)	16.6	7.5	7.0	7.6	8.4
ROIC(%)	7.5	7.0	7.0	7.4	8.3
Multiples(x, %)					
PER	5.9	21.7	21.8	18.9	17.0
PBR	1.0	1.6	1.6	1.4	1.5
PSR	1.2	2.1	1.9	1.8	1.7
PCR	5.1	8.4	7.7	7.7	8.1
EV/EBITDA	6.9	9.9	9.1	7.8	7.6
배당수익률	5.7	5.9	7.4	8.6	8.6
안정성(%)					
부채비율	73.2	73.2	84.7	77.7	85.6
Net debt/Equity	27.0	31.1	38.3	28.0	26.9
Net debt/EBITDA	154.3	161.0	175.7	129.2	117.4
유동비율	104.8	148.1	110.4	132.6	124.0
이자보상배율	10.3	8.6	7.0	8.1	8.5
자산구조(%)					
투하자본	84.8	86.6	87.3	84.5	80.6
현금+투자자산	15.2	13.4	12.7	15.5	19.4
자본구조(%)					
차입금	30.6	31.3	34.9	31.7	34.3
자본금	69.4	68.7	65.1	68.3	65.7

[Compliance Notice]

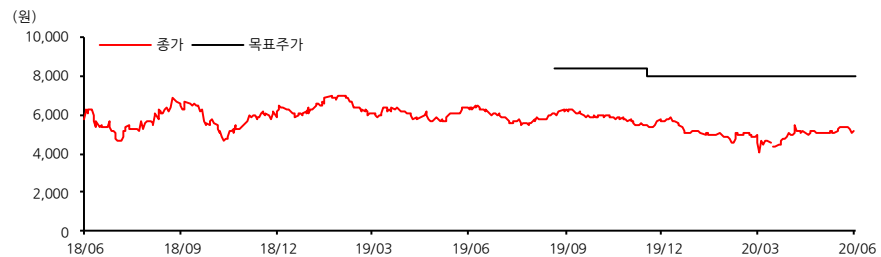
(공표일: 2020년 6월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[쌍용양회 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.09.06	2019.09.06	2019.12.04	2020.02.20	2020.04.23
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	8,400	8,000	8,000	8,000
일 시	2020.05.26	2020.06.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	8,000	8,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.06	Buy	8,400	-29.93	-25.36
2019.12.04	Buy	8,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%