

쌍용양회 (003410)

전자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	6,500원 (M)
현재주가 (11/5)	5,600원
상승여력	16%

시가총액	28,844억원
총발행주식수	505,403,280주
60일 평균 거래대금	91억원
60일 평균 거래량	1,587,982주
52주 고	6,090원
52주 저	4,055원
외인지분율	2.88%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.8)	11.3	(4.3)
상대	(5.0)	6.6	(15.0)
절대(달러환산)	0.3	17.3	(1.8)

어려운 환경에서 증명한 이익 체력

3Q20 Review : 시장 예상치 부합

2020년 3분기, 쌍용양회 연결 실적은 매출액 3,457억원(-3.8%, YoY), 영업이익 541억원(+2.1%, YoY)으로 시장 예상치에 부합했다. 내수 출하량은 3분기에 발생한 장마(7~8월), 태풍(9월) 영향으로 예년 대비 부진했으나, 낮은 기저 영향으로 전년동기 대비 0.2% 증가했다. 반면, 수출 물량은 기상 악화와 코로나 19 영향 등으로 상반기에 이어 큰 폭(-27.3%, YoY)으로 감소했다. 당분기 영업이익은 임원 성과급 80억원이 일회성 비용으로 반영되었으나, 1) 탄소배출권 추가 매각(100억원 중반) 2) 2020년 가동을 시작한 순환자원 처리시설 가동 효과 3) 전년동기대비 낮아진 유연탄 가격에 기인한 원가 절감으로 전년동기대비 2.1% 증가했다. 다만, 당기순이익은 법인세비용 증가로 전년동기대비 27.1% 감소했다.

원가절감 효과 지속, 점진적 출하량 회복 기대

2020년, 총 4기의 순환자원 처리시설 가동을 통한 관련 매출(순환자원 처리수수료) 및 원가 절감 효과는 점차 확대될 전망이다. 1분기 1기에 이어 3분기 추가적인 2기가 가동됨에 따라 관련 실적 개선 효과는 점차 확대될 전망이다. (3Q20 순환자원 처리수수료 수익 : 180억원) 당분기 기상 악화 등으로 출하가 지연되었던 내수/수출 물량은 4분기 정상화 과정을 통해 물량 회복에 기여할 전망이다. 정부의 SOC 예산 증액 편성을 통한 건설 발주 확대 가능성 및 수도권 30만호 공급계획 추진, GBC Project 공사 본격화 등의 이벤트는 중장기적인 시멘트/레미콘 내수 출하량 회복을 뒷받침할 전망이다.

투자 의견 Buy 및 목표주가 6,500원 유지

쌍용양회에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 6,500원을 유지한다. 사측이 향후 추구하는 환경 부문의 사업 확대 및 구체화는 다소 정체된 외형 성장을 기대할 수 있는 포인트가 될 전망이다. 2020년 추정 DPS 450원을 가정한 연간 배당수익률 8.0%(11/5일 종가 기준)의 고배당 매력과 EBITDA 증가에 따른 추가적인 배당 증가 가능성 역시 유효할 것으로 예상된다. 동사의 주식은 지난 9/1일 보통주 무상감자 결정에 따라 매매거래 정지(20.11.12~20.12.04 일)가 예정되어 있다. (9/2, '2건의 주요 공시, Exit 우려보다 배당 확대 기대' Report 참고)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,457	-3.8	-10.3	3,372	2.5
영업이익	541	2.1	-40.4	516	4.8
세전계속사업이익	404	-0.3	-34.9	379	6.6
지배순이익	229	-26.8	-57.4	292	-21.8
영업이익률 (%)	15.6	+0.9 %pt	-7.9 %pt	15.3	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.6	-2.1 %pt	-7.3 %pt	8.7	-2.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		15,100	15,385	14,669	15,387
영업이익		2,469	2,284	2,521	2,624
지배순이익		1,463	1,311	1,430	1,693
PER		18.5	23.3	19.8	16.7
PBR		1.4	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA		8.8	9.5	8.8	8.4
ROE		7.5	7.0	8.1	10.0

자료: 유안타증권

쌍용양회 3Q20 Review

(단위: 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	359	418	314	385	346	-3.8%	-10.3%	337	2.5%
영업이익	53	70	31	91	54	2.1%	-40.4%	52	4.8%
세전이익	41	41	21	62	40	-0.3%	-34.9%	38	6.6%
지배주주순이익	31	30	20	54	23	-26.8%	-57.4%	29	-21.8%
영업이익률	14.7%	16.6%	9.8%	23.5%	15.6%			15.3%	
세전이익률	11.3%	9.9%	6.8%	16.1%	11.7%			11.2%	
지배주주순이익률	8.7%	7.1%	6.3%	13.9%	6.6%			8.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

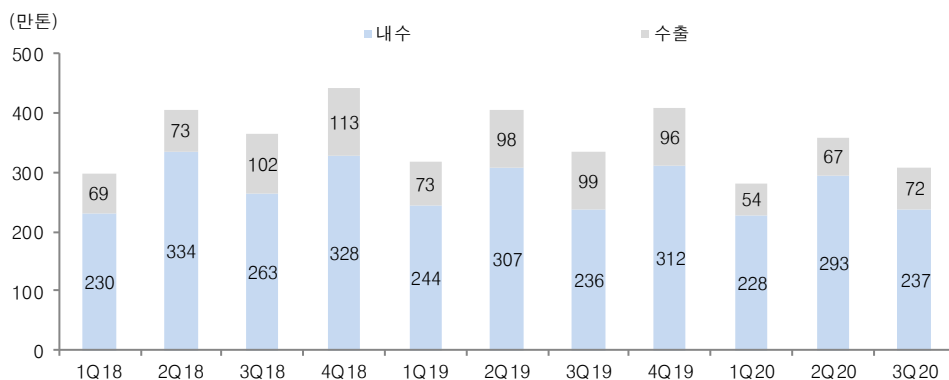
쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	337	424	359	418	1,538	314	385	346	422	1,467	1,539
- 쌍용양회(별도)	225	281	245	293	1,045	207	256	234	298	995	1,036
- 연결자회사	112	143	114	125	494	107	129	111	124	472	502
매출원가 (연결)	275	303	266	310	1,153	246	258	245	305	1,054	1,119
% 매출원가율	81.6%	71.4%	74.0%	74.1%	75.0%	78.4%	66.9%	70.9%	72.3%	71.9%	72.7%
매출총이익 (연결)	62	121	93	108	385	68	127	101	117	413	420
% 매출총이익률	18.4%	28.6%	26.0%	25.9%	25.0%	21.6%	33.1%	29.1%	27.7%	28.1%	27.3%
판매비 (연결)	41	37	40	39	157	37	37	47	40	161	158
% 판매비율	12.0%	8.7%	11.2%	9.3%	10.2%	11.8%	9.5%	13.5%	9.5%	10.9%	10.2%
영업이익 (연결)	22	84	53	70	228	31	91	54	77	252	262
- 쌍용양회 (별도)	15	61	42	53	170	26	70	43	60	198	204
- 연결자회사	6	24	11	17	58	5	21	11	17	54	59
% 영업이익률(연결)	6.5%	17.3%	17.0%	21.9%	16.4%	9.8%	23.5%	15.6%	18.2%	17.2%	17.1%
- 쌍용양회 (별도)	5.4%	16.8%	18.8%	23.1%	16.8%	12.7%	27.2%	18.4%	20.0%	20.0%	19.7%
- 연결자회사	8.7%	18.2%	13.6%	19.4%	15.6%	4.2%	16.3%	9.8%	13.8%	11.4%	11.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 분기별 시멘트 내수/수출 출하량 추이



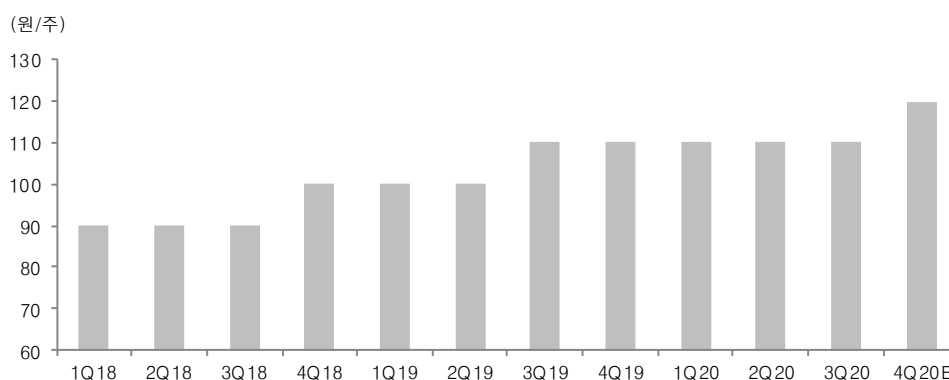
자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

호주 Newcastle 유연탄 지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 주당 배당금 추이 (보통주 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	15,100	15,385	14,669	15,387	15,840
매출원가	11,156	11,535	10,541	11,187	11,464
매출충이익	3,944	3,850	4,128	4,200	4,376
판매비	1,474	1,566	1,606	1,577	1,616
영업이익	2,469	2,284	2,521	2,624	2,760
EBITDA	3,821	3,924	4,218	4,432	4,598
영업외손익	-468	-601	-664	-385	-340
외환관련손익	-44	-74	-43	-39	-39
이자손익	-265	-304	-296	-308	-303
관계기업관련손익	-7	1	4	12	20
기타	-152	-223	-329	-50	-18
법인세비용차감전순손익	2,002	1,683	1,858	2,239	2,420
법인세비용	532	368	427	537	581
계속사업순손익	1,470	1,316	1,431	1,701	1,839
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,470	1,316	1,431	1,701	1,839
지배지분순이익	1,463	1,311	1,430	1,693	1,830
포괄순이익	1,322	884	1,376	1,646	1,784
지배지분포괄이익	1,315	880	1,376	1,638	1,775

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,160	3,660	3,448	3,548	3,778
당기순이익	1,470	1,316	1,431	1,701	1,839
감가상각비	1,272	1,543	1,599	1,711	1,741
외환손익	20	12	35	39	39
중속, 관계기업관련손익	7	-1	-4	-12	-20
자산부채의 증감	-510	209	-252	-549	-509
기타현금흐름	902	581	640	658	688
투자활동 현금흐름	-1,156	-763	-2,480	-1,902	-1,912
투자자산	12	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,355	-997	-2,245	-1,820	-1,830
유형자산 감소	263	10	16	16	16
기타현금흐름	-76	225	-251	-98	-98
재무활동 현금흐름	-2,569	-2,651	-1,855	-3,042	-2,422
단기차입금	-1,946	-1,143	75	-20	-30
사채 및 장기차입금	1,686	1,257	723	-370	260
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,809	-2,104	-2,226	-2,226	-2,226
기타현금흐름	-499	-662	-426	-426	-426
연결범위변동 등 기타	0	0	170	1,360	544
현금의 증감	-565	246	-716	-36	-12
기초 현금	2,866	2,301	2,548	1,832	1,795
기말 현금	2,301	2,548	1,832	1,795	1,783
NOPLAT	2,469	2,284	2,521	2,624	2,760
FCF	1,299	2,637	1,141	1,433	1,597

자료: 유안타증권

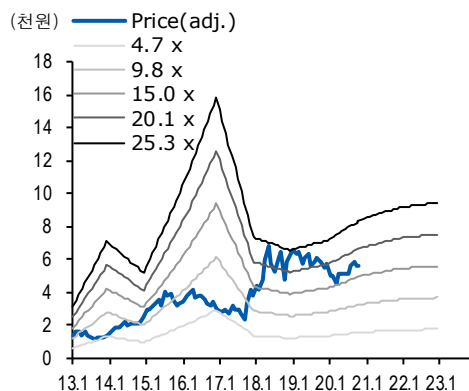
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,808	7,478	6,717	6,728	6,796
현금및현금성자산	2,301	2,548	1,832	1,795	1,782
매출채권 및 기타채권	3,147	3,081	3,000	3,083	3,123
재고자산	1,171	1,295	1,220	1,240	1,270
비유동자산	26,484	25,810	26,546	26,510	26,455
유형자산	21,827	21,544	22,160	22,252	22,325
관계기업 등 지분관련자산	14	15	19	31	51
기타투자자산	535	199	134	174	184
자산총계	34,293	33,288	33,263	33,238	33,251
유동부채	5,274	6,775	5,903	6,173	6,173
매입채무 및 기타채무	2,198	2,474	2,381	2,411	2,431
단기차입금	1,788	595	670	650	620
유동성장기부채	527	3,109	2,302	2,412	2,372
비유동부채	9,223	8,489	10,271	9,851	10,231
장기차입금	4,545	2,951	2,739	2,679	2,679
사채	1,832	2,725	4,472	4,052	4,352
부채총계	14,497	15,263	16,174	16,024	16,404
지배지분	19,349	18,025	17,089	16,905	16,497
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	5,113	4,536	4,099
비지배지분	447	0	0	310	350
자본총계	19,796	18,025	17,089	17,215	16,847
순차입금	6,020	6,741	8,341	7,988	8,241
총차입금	8,874	9,515	10,423	10,043	10,293

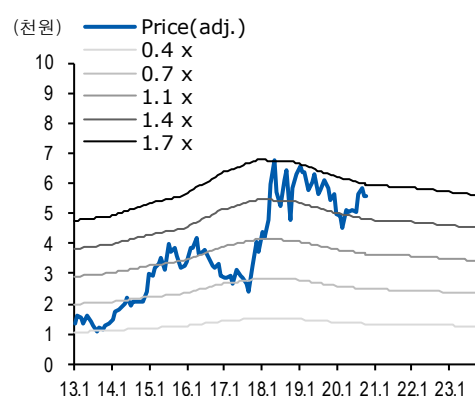
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	289	259	282	335	362
BPS	3,828	3,566	3,392	3,355	3,274
EBITDAPS	756	776	835	877	910
SPS	2,988	3,044	2,902	3,045	3,134
DPS	370	420	450	450	450
PER	18.5	23.3	19.8	16.7	15.5
PBR	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.8	9.5	8.8	8.4	8.1
PSR	1.8	2.0	1.9	1.8	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-0.5	1.9	-4.7	4.9	2.9
영업이익 증가율 (%)	-1.6	-7.5	10.4	4.1	5.2
지배순이익 증가율 (%)	-51.6	-10.4	9.1	18.4	8.1
매출총이익률 (%)	26.1	25.0	28.1	27.3	27.6
영업이익률 (%)	16.4	14.8	17.2	17.1	17.4
지배순이익률 (%)	9.7	8.5	9.7	11.0	11.6
EBITDA 마진 (%)	25.3	25.5	28.8	28.8	29.0
ROIC	6.7	6.6	7.2	7.3	7.7
ROA	4.2	3.9	4.3	5.1	5.5
ROE	7.5	7.0	8.1	10.0	11.0
부채비율 (%)	73.2	84.7	94.6	93.1	97.4
순차입금/자기자본 (%)	31.1	37.4	48.8	47.3	50.0
영업이익/금융비용 (배)	8.6	7.0	8.2	8.2	8.8

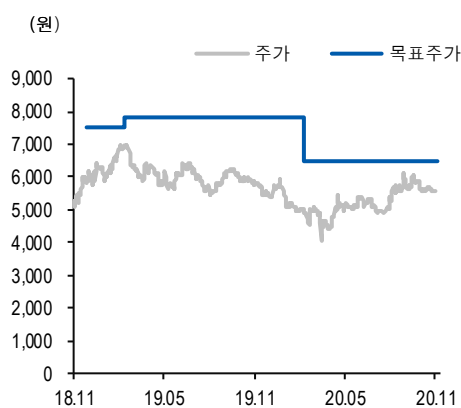
P/E band chart



P/B band chart



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-06	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)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-03

※ 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 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.