



쌍용양회 (003410)

[3Q20 Review] 문 닫기 전 다시보기

Buy(유지)

목표주가 8,000원, 현재 주가(11/5): 5,600원

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

3Q20 Review: 영업이익, 시장 기대치 소폭 상회

- 3분기 매출액 3457억 원, 영업이익 541억 원으로 각각 YoY -3.8%, +2.1% 기록. 시장 컨센서스 대비 매출액과 영업이익은 각각 2.5%, 4.2% 상회
- 3분기 매출액 감소는 7~8월 장마와 9월 태풍 등 기상악화에 따른 시멘트 출하량 감소(전체 YoY -7.9% / 국내 YoY +0.2%, 해외 YoY -27.3%) 영향이 컸음. 다만, 순환자원처리수수료 수입이 180억 가량 발생하며 매출 하락폭을 일부 만회했으며, 3분기 중 탄소배출권 추가 매각으로 100억 원 중반의 원가절감이 이루어지면서 생산량 감소에 따른 고정비 부담과 임원 성과급(약 80억 원) 지급에 따른 판관비 증가를 모두 상쇄시키며 양호한 이익률 기록
- 3분기 누적 매출액과 영업이익, EBITDA 모두 연초 목표의 69~73% 수준을 기록해 연간 가이던스 달성 가능성 높음

지금은 답아들 때

- 투자의견 BUY와 목표주가 8,000원 유지. 목표주가는 12개월 예상 BPS 3,490원에 목표배수 2.3배를 적용해 산출. 목표배수는 ROE 9.1% 고려 시 산출되는 적정배수를 배당수익률 8.0%(DPS 450원 가정)를 감안해 할증한 값임. 현 주가는 12M Fwd. P/B 1.7배, P/E 17배 수준
- 4분기 시멘트 출하량이 전년동기 대비 증가세로 전환함에 따라 연간 출하량 계획에 차질 없을 것. 3분기 중 예정되어 있던 수출 물량의 지연과 4분기 기성 증가에 따른 내수 수요 회복 등의 영향임
- 2021년은 Q(건설지표 개선에 따른 출하량 회복), P(시멘트 가격 인상 가능성), C(순환자원처리시설 가동 및 유연탄 콜옵션)가 모두 우호적으로 움직일 수 있는 시기. 배당수익률 8%를 확정 지을 수 있는 현 주가 수준에서는 매수 전략 유효. 참고로 지난 10월 무상 감자 결정으로 11월 12일~12월 4일 거래정지 후 12월 7일 매매거래 재개 예정임

[표1] 쌍용양회 2020년 3분기 실적

(단위: 십억 원)

	3Q19	2Q20	3Q20P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	359	385	346	329	337	-3.8%	-10.3%	5.0%	2.5%
영업이익	53	91	54	49	52	2.1%	-40.4%	10.9%	4.2%
지배주주순이익	31	54	23	28	30	-26.8%	-57.4%	-18.0%	-23.2%
영업이익률	14.7%	23.5%	15.6%	14.8%	15.4%	0.9%P	-7.9%P	0.8%P	0.3%P
순이익률	8.7%	13.9%	6.6%	8.5%	8.8%	-2.1%P	-7.3%P	-1.9%P	-2.2%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

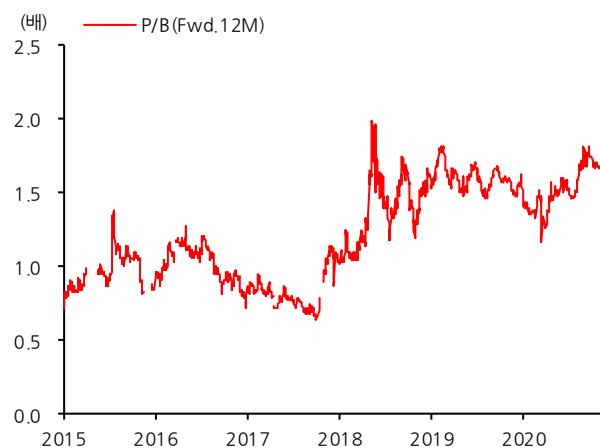
[표2] 쌍용양회의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	337	424	359	418	314	385	346	428	1,510	1,538	1,473	1,550
YoY(%)	10.8	2.3	-0.3	-3.0	-6.8	-9.2	-3.8	2.5	-0.5	1.9	-4.2	5.2
쌍용양회(별도)	225	281	245	293	207	256	234	307	996	1,045	1,003	1,056
대한시멘트	32	44	35	45	34	41	33	43	162	156	151	160
쌍용레미콘	79	96	74	93	75	91	80	87	359	342	333	340
기타	45	61	52	48	37	55	45	49	210	205	186	187
매출원가	275	303	266	310	246	258	245	304	1,116	1,153	1,053	1,114
매출원가율(%)	81.6	71.4	74.0	74.1	78.4	66.9	70.9	71.1	73.9	75.0	71.5	71.9
판매비	41	37	40	39	37	37	47	40	147	157	161	163
판매비율(%)	12.0	8.7	11.2	9.3	11.8	9.5	13.5	9.4	9.8	10.2	10.9	10.5
영업이익	22	84	53	70	31	91	54	84	247	228	259	273
YoY(%)	9.1	17.5	-13.6	-26.1	42.7	7.5	2.1	20.6	-1.6	-7.5	13.5	5.2
영업이익률(%)	6.4	19.9	14.7	16.6	9.8	23.5	15.6	19.6	16.4	14.8	17.6	17.6
영업외손익	-6	-13	-12	-28	-9	-29	-14	-26	-47	-60	-77	-64
세전이익	15	71	41	41	21	62	40	58	200	168	182	209
순이익	13	57	31	30	20	54	23	43	147	132	139	158
YoY(%)	12.1	29.1	-30.0	-35.5	45.6	-6.0	-27.1	45.7	-51.2	-10.5	5.9	13.7
순이익률(%)	4.0	13.5	8.7	7.1	6.3	13.9	6.6	10.1	9.7	8.6	9.5	10.2
지배주주순이익	13	57	31	30	20	54	23	43	146	131	139	158

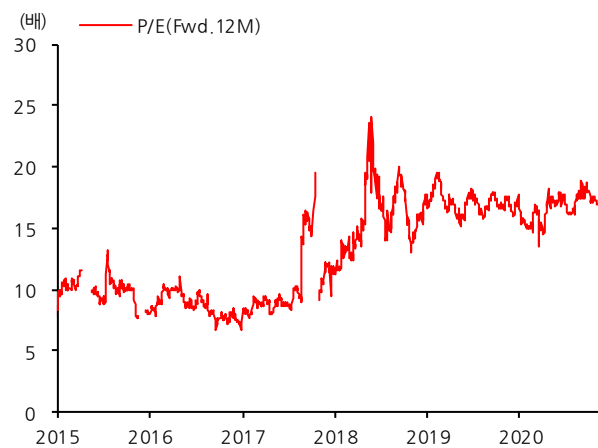
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 쌍용양회의 12M Fwd. P/E 추이



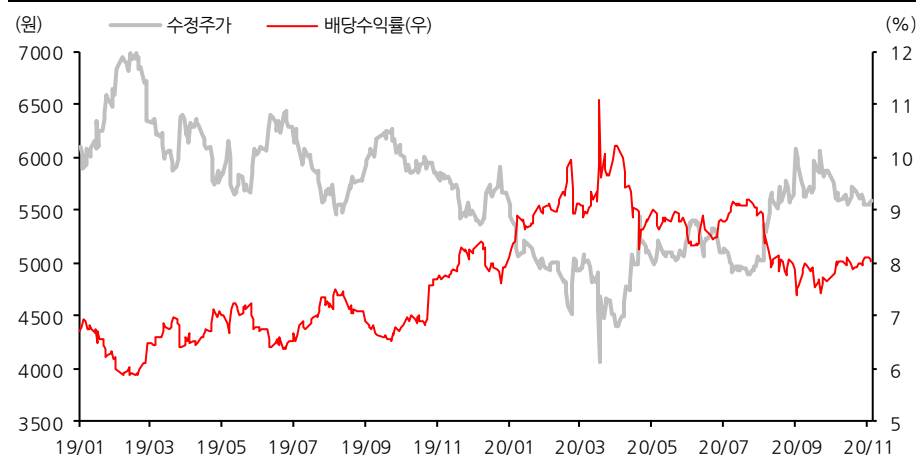
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쌍용양회의 12M Fwd. P/B 추이



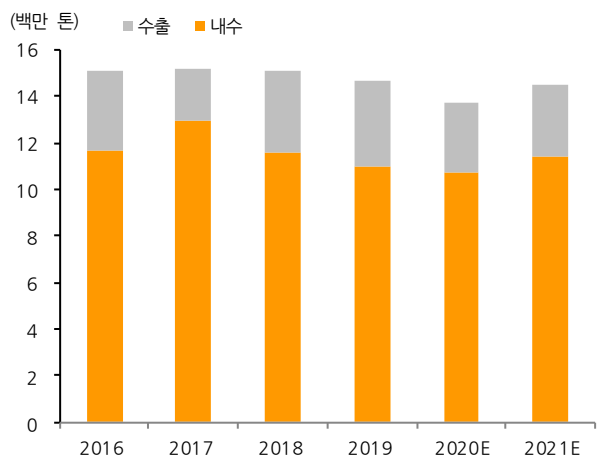
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 쌍용양회의 주가 및 배당수익률 추이



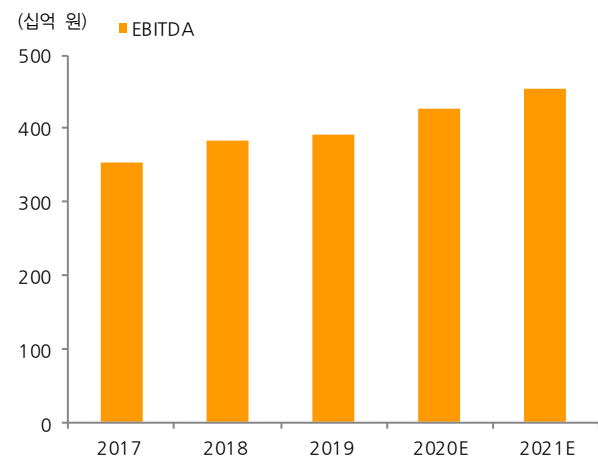
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 쌍용양회 시멘트 출하량 추이 및 전망



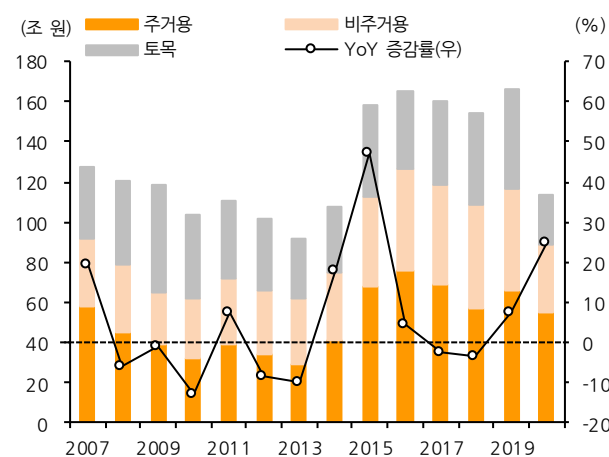
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] EBITDA 추이 및 전망



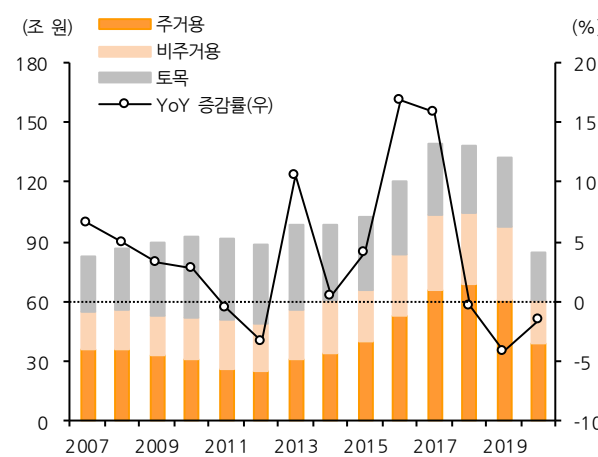
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 건설수주액: '20년 8월 누적 기준 YoY +24.6%



자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 건설기성: '20년 8월 누적 기준 YoY -1.5%



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

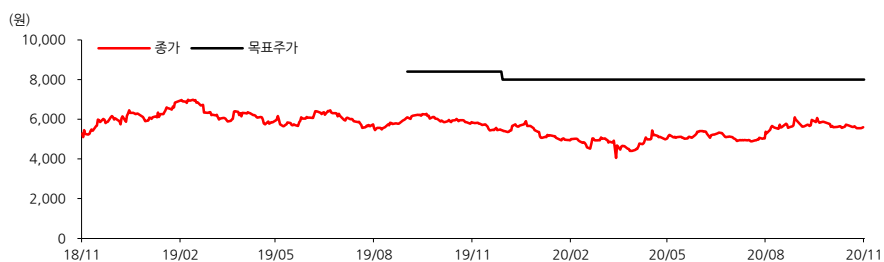
(공표일: 2020년 11월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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	2020.08.06	2020.08.07	2020.09.02	2020.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
일 시	2020.11.06					
투자의견	Buy					
목표가격	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 추정에 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%