



쌍용양회 (003410)

Welcome Back!

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,000원

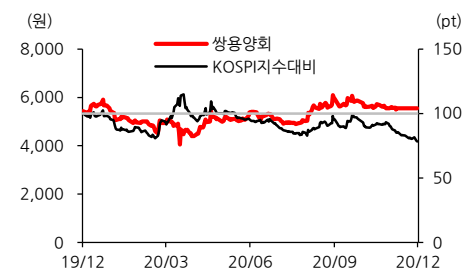
현재 주가(12/3)	5,550원
상승여력	▲44.1%
시가총액	27,964억원
발행주식수	503,860천주
52 주 최고가 / 최저가	6,090 / 4,055원
90 일 일평균 거래대금	49.17억원
외국인 지분율	2.9%
주주 구성	
한앤코시멘트홀딩스 (외 12 인)	78.0%
쌍용양회우리사주 (외 1 인)	0.4%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-7.3	3.2	1.6
상대수익률(KOSPI)	-15.1	-19.9	-22.4	-27.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,510	1,538	1,462	1,542
영업이익	247	228	253	277
EBITDA	382	392	425	454
지배주주순이익	146	131	134	160
EPS	290	260	264	316
순차입금	615	690	738	660
PER	21.7	21.8	21.0	17.6
PBR	1.6	1.6	1.6	1.7
EV/EBITDA	9.9	9.1	8.3	7.6
배당수익률	5.9	7.4	8.1	8.1
ROE	7.5	7.0	7.5	9.2

주가 추이



12월 4일, 쌍용양회의 매매거래가 재개됩니다. 매매거래 정지 기간 동안 일어난 긍정적 이벤트들에 주목할 필요가 있습니다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지합니다.

출하량(Q) 회복에 힘 신는 건설지표

2021년 시멘트 출하량 회복이 나타날 전망이다. 주택 부문을 중심으로 건설 지표가 확실히 돌아서기 시작했기 때문이다. 건축 착공면적은 10월 누계 기준 YoY +7.0%를 기록하며 2015년 이후 처음으로 증가세로 전환됐는데, 지난 9월 주거용 착공면적 증가율이 세자릿 수를 기록하는 등 주택 부문의 개선이 강하게 나타났다. 이 추세를 따라 건설기성액도 내년에는 증가세로 돌아설 것으로 예상하는데, 가장 큰 비중(약 46%)을 차지하고 있는 주거용 기성액은 올해 10월 누계 기준 YoY -2.3%를 기록하며 2019년 -12% 대비 감소폭을 이미 줄여나갔다.

시멘트 가격(P) 인상 조짐

더불어 시멘트 가격도 인상될 조짐이 나타나고 있다. 언론보도에 따르면 한라시멘트, 한일현대시멘트 등 주요 시멘트 회사가 레미콘업체들에 시멘트 가격 인상 요청을 한 것으로 알려졌다. 이는 업계 전반적으로 가격 인상 가능성을 높이는 요인이며, Q 회복에 더해 보다 편안한 탐라인 성장을 기대할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 이에 최근 시멘트 업체들의 가파른 주가 상승이 나타났는데, 동사의 거래정지 기간인 11월 12일부터 12월 3일까지 16영업일 동안 아세아시멘트 +19.9%, 한일시멘트 +15.3%, 삼표시멘트 +15.2%의 주가 상승률을 기록했다.

초록 시멘트로의 변신(C)

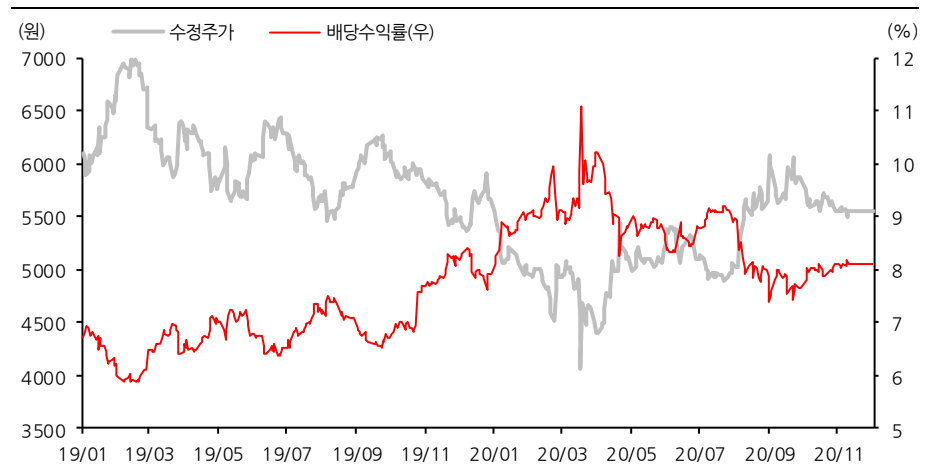
동사의 올해 실적 중 가장 눈여겨볼 만한 부문은 출하량 부진으로 매출 감소가 이어지는 중에도 영업이익은 꾸준히 성장했다는 점이다. 이는 원가절감 노력이 빛을 발한 덕분인데, 원가절감 효과가 가장 클 것으로 기대되는 순환자원처리시설(총 4기)이 내년에 온기로 가동되는 만큼 이익 기여는 더욱 늘어날 전망이다. 지난달 18일에는 임시주총 소집 결의를 통해 환경관련 업종(10개)을 사업목적에 추가할 계획을 밝혔다. 향후 적극적인 환경 사업 확대와 함께 ESG 대표 기업으로의 도약이 기대되는 대목이다. 동사의 올해 예상 배당수익률은 8.1%다. 쌍용양회에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지한다.

[표1] 쌍용양회의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	3,353	2021년 예상 BPS
목표 P/B(배)	2.3	2021년 예상 ROE 9.2%, COE 10.5%, 영구성장률 0% 가정 시 산출되는 목표배수를 활용. 할증은 '20년 DPS 450원 가정 시 배당수익률 8.1%에 기인
적정 주가(원)	7,822	
목표 주가(원)	8,000	
현재 주가(원)	5,550	
상승 여력	44%	

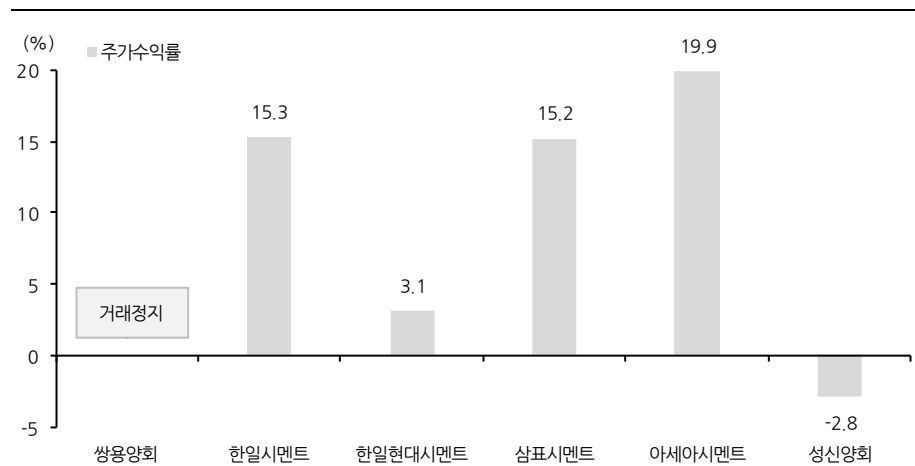
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 쌍용양회의 주가 및 배당수익률 추이



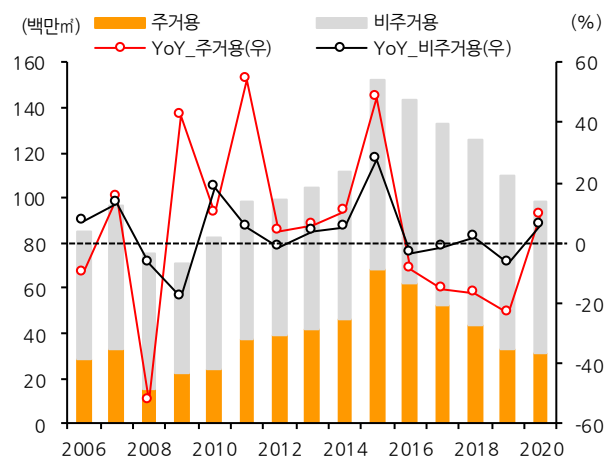
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쌍용양회 거래정지 기간(16영업일) 중 주요 시멘트 회사의 주가수익률



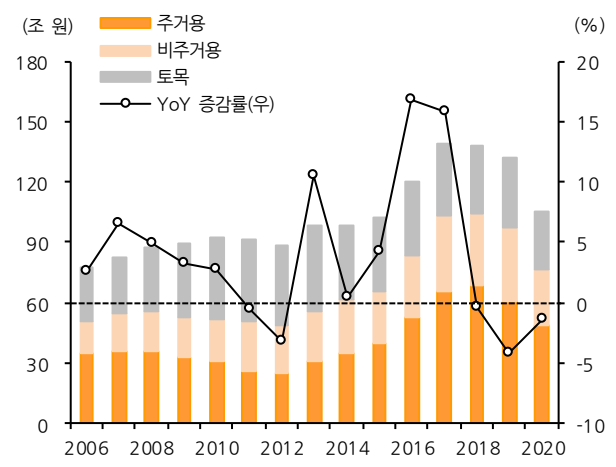
주: 시가총액 순 나열 / 자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 건축 착공면적: 10월 누계 기준 YoY +7.0%



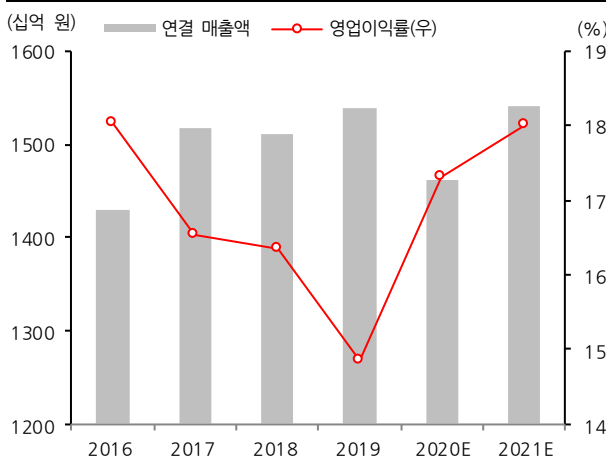
자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 건설 기성액: 10월 누계 기준 YoY -1.4%



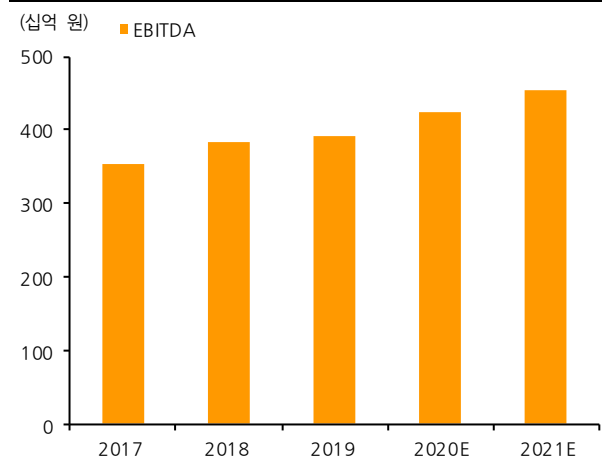
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 2020년 매출액 감소에도 불구하고 영업이익 성장



자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] EBITDA의 지속적인 개선 전망



주: 2020~21년 EBITDA는 당사 추정치 기준

자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

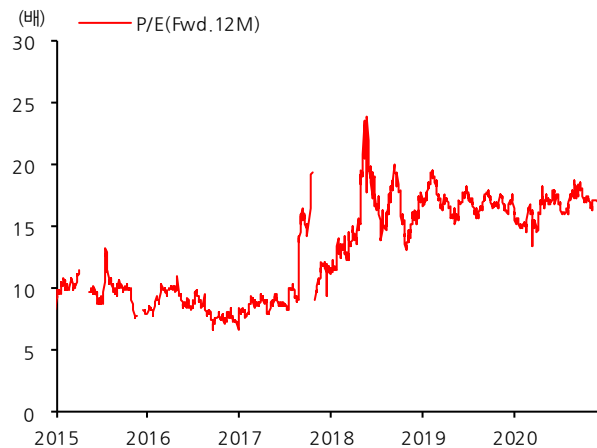
[표2] 쌍용양회의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	337	424	359	418	314	385	346	417	1,510	1,538	1,462	1,542
YoY(%)	10.8	2.3	-0.3	-3.0	-6.8	-9.2	-3.8	-0.3	-0.5	1.9	-5.0	5.5
쌍용양회(별도)	225	281	245	293	207	256	234	295	996	1,045	992	1,049
대한시멘트	32	44	35	45	34	41	33	42	162	156	150	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	298	1,116	1,153	1,047	1,102
매출원가율(%)	81.6	71.4	74.0	74.1	78.4	66.9	70.9	71.4	73.9	75.0	71.6	71.5
판매비	41	37	40	39	37	37	47	42	147	157	162	162
판매비율(%)	12.0	8.7	11.2	9.3	11.8	9.5	13.5	10.0	9.8	10.2	11.1	10.5
영업이익	22	84	53	70	31	91	54	77	247	228	253	277
YoY(%)	9.1	17.5	-13.6	-26.1	42.7	7.5	2.1	11.4	-1.6	-7.5	10.7	9.7
영업이익률(%)	6.4	19.9	14.7	16.6	9.8	23.5	15.6	18.6	16.4	14.8	17.3	18.0
영업외손익	-6	-13	-12	-28	-9	-29	-14	-26	-47	-60	-78	-67
세전이익	15	71	41	41	21	62	40	51	200	168	175	210
순이익	13	57	31	30	20	54	23	38	147	132	134	160
YoY(%)	12.1	29.1	-30.0	-35.5	45.6	-6.0	-27.1	27.4	-51.2	-10.5	1.8	19.3
순이익률(%)	4.0	13.5	8.7	7.1	6.3	13.9	6.6	9.1	9.7	8.6	9.2	10.4
지배주주순이익	13	57	31	30	20	54	23	38	146	131	134	160

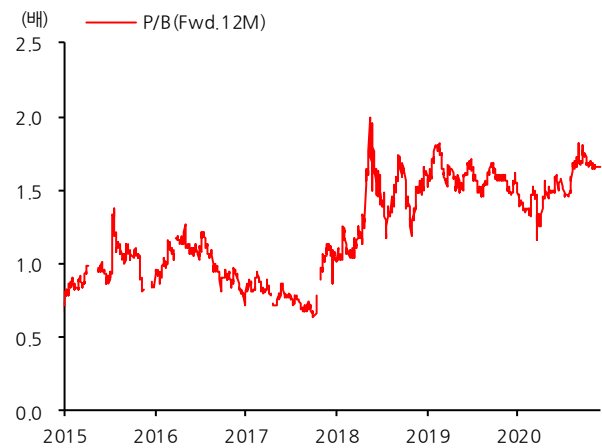
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 쌍용양회의 12M Fwd. P/E 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 쌍용양회의 12M Fwd. P/B 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,517	1,510	1,538	1,462	1,542
매출총이익	395	394	385	415	439
영업이익	251	247	228	253	277
EBITDA	353	382	392	425	454
순이자수익	-21	-25	-28	-28	-30
외화관련손익	14	-4	-7	-1	0
지분법손익	3	-3	0	0	0
세전계속사업손익	176	200	168	175	210
당기순이익	301	147	132	134	160
지배주주순이익	302	146	131	134	160
증가율(%)					
매출액	6.1	-0.5	1.9	-5.0	5.5
영업이익	-2.7	-1.6	-7.5	10.7	9.7
EBITDA	-1.2	8.2	2.7	8.4	6.6
순이익률	72.0	-51.2	-10.5	1.8	19.3
이익률(%)					
매출총이익률	26.1	26.1	25.0	28.4	28.5
영업이익률	16.5	16.4	14.8	17.3	18.0
EBITDA 마진	23.3	25.3	25.5	29.1	29.4
세전이익률	11.6	13.3	10.9	12.0	13.6
순이익률	19.9	9.7	8.6	9.2	10.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	298	316	366	373	387
당기순이익	301	147	132	134	160
자산상각비	102	135	164	172	176
운전자본증감	-17	-51	21	-13	39
매출채권감소(증가)	1	19	68	51	44
재고자산감소(증가)	-16	-36	-19	-24	12
매입채무증가(감소)	1	-24	-72	33	-17
투자현금흐름	-223	-116	-76	-150	-82
유형자산처분(취득)	-76	-109	-99	-157	-77
무형자산 감소(증가)	0	-23	-1	1	0
투자자산 감소(증가)	-21	10	17	8	0
재무현금흐름	5	-257	-265	-180	-158
차입금증가	16	-36	-22	24	69
자본증가	18	-181	-210	-212	-227
배당금지급	-94	-181	-210	-212	-227
총현금흐름	355	381	374	403	348
(-) 운전자본증가(감소)	-65	53	-34	24	-39
(-) 설비투자	136	135	100	159	77
(+) 자산매각	61	3	0	3	0
Free Cash Flow	345	196	308	223	310
(-) 기타투자	208	-8	7	-9	4
잉여현금	136	204	301	232	306
NOPLAT	182	181	179	193	211
(+) Dep	102	135	164	172	176
(-) 운전자본투자	-65	53	-34	24	-39
(-) Capex	136	135	100	159	77
OpFCF	213	128	276	183	349

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	830	781	748	773	866
현금성자산	344	285	277	309	456
매출채권	340	314	308	274	231
재고자산	109	117	129	147	134
비유동자산	2,671	2,648	2,581	2,595	2,500
투자자산	112	117	85	110	114
유형자산	2,205	2,183	2,154	2,153	2,064
무형자산	354	349	342	332	322
자산총계	3,501	3,429	3,329	3,367	3,366
유동부채	792	527	677	417	514
매입채무	228	178	217	206	189
유동성이자부채	466	245	386	156	268
비유동부채	688	922	849	1,188	1,157
비유동이자부채	423	656	581	890	847
부채총계	1,480	1,450	1,526	1,605	1,672
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	744	768	755	756	756
이익잉여금	717	677	590	558	490
자본조정	-6	-15	-48	-56	-56
자기주식	0	0	0	-8	-8
자본총계	2,021	1,980	1,803	1,762	1,694

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	629	290	260	264	316
BPS	3,879	3,828	3,566	3,487	3,353
DPS	214	370	420	450	450
CFPS	738	753	740	798	688
ROA(%)	9.0	4.2	3.9	4.0	4.7
ROE(%)	16.6	7.5	7.0	7.5	9.2
ROIC(%)	7.5	7.0	7.0	7.8	8.7
Multiples(x, %)					
PER	5.9	21.7	21.8	21.0	17.6
PBR	1.0	1.6	1.6	1.6	1.7
PSR	1.2	2.1	1.9	1.9	1.8
PCR	5.1	8.4	7.7	7.0	8.1
EV/EBITDA	6.9	9.9	9.1	8.3	7.6
배당수익률	5.7	5.9	7.4	8.1	8.1
안정성(%)					
부채비율	73.2	73.2	84.7	91.1	98.6
Net debt/Equity	27.0	31.1	38.3	41.9	38.9
Net debt/EBITDA	154.3	161.0	175.7	173.5	145.4
유동비율	104.8	148.1	110.4	185.3	168.4
이자보상배율	10.3	8.6	7.0	8.3	8.1
자산구조(%)					
투하자본	84.8	86.6	87.3	85.6	80.5
현금+투자자산	15.2	13.4	12.7	14.4	19.5
자본구조(%)					
차입금	30.6	31.3	34.9	37.3	39.7
자본금	69.4	68.7	65.1	62.7	60.3

[Compliance Notice]

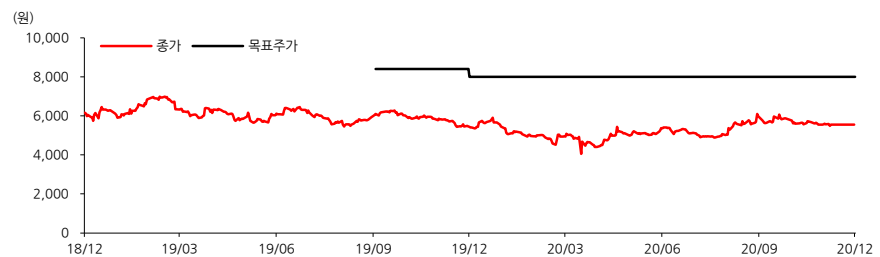
(공표일: 2020년 12월 4일)

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	2020.12.04				
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 09월 30일)

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