

# 쌍용양회 (003410)

전자재

김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com



투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>8,400원 (U)</b>
현재주가 (2/3)	<b>6,830원</b>
상승여력	<b>23%</b>

시가총액	34,414억원		
총발행주식수	503,859,595주		
60일 평균 거래대금	146억원		
60일 평균 거래량	2,162,833주		
52주 고	7,250원		
52주 저	4,055원		
외인지분율	3.04%		
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.2	23.1	38.0
상대	(6.1)	(7.9)	(6.6)
절대(달러환산)	(0.4)	25.2	47.9

## 성장을 위한 변화는 지속

### 4Q20 Review : 시장 예상치 부합

2020년 4분기, 쌍용양회 연결 실적은 매출액 4,261억원(+1.9%, YoY), 영업이익 748억원(+7.5%, YoY)으로 시장 예상치에 부합했다. 4분기 총 출하량은 3분기 장마, 태풍에 따른 지연 물량 반영 효과로 전년동기 대비 2.3% 감소하며 지난 1~3분기 대비 감소 폭을 축소했다. (내수 : -3.6%, 수출 : +2.1%, YoY). 2020년, 총 4기의 순환자원 처리시설 가동(마지막 1기 11월 중순 가동)으로 소각 수수료 매출 및 유연탄 절감에 따른 실적 기여 효과는 보다 확대되었다. 탄소배출권 매각, 일부 유연탄 옵션 정산이익 역시 반영된 것으로 파악되고 있다. 세전 이익은 기부금 등 영업외비용 증가로 전년동기대비 1.9% 감소했으나, 지배주주순이익은 법인세 환급 영향으로 전년동기대비 43.2% 증가했다.

### 성장을 위한 변화는 지속

2020년, 순차적으로 준공된 총 4기의 순환자원 처리시설 가동으로 2021년 온전히 반영될 1) 소각 수수료 매출 증가 2) 유연탄 사용량 절감에 따른 원가 개선 3) 탄소배출권 절감 등의 실적 개선 효과가 이어질 전망이다. 2020년 말부터 업계에서 시도하고 있는 가격 인상 효과의 현실화는 실적 개선폭을 더욱 뚜렷하게 할 전망이다.

동사는 순환자원 처리시설을 통한 유연탄 사용량 추가 감축, 폐열발전을 통한 전력 확보, 매투 등의 투자를 통해 기존 시멘트 본업 중심에서 다양한 환경 사업을 통한 성장 전략을 이어갈 전망이다. (가격과 출하량의 보수적 가정을 근거로) 사측이 제시한 2021년 실적 가이드는 매출액 1.56조원(+6.1%, YoY), 영업이익 2,700억원(+7.9%, YoY)으로 순환자원 처리시설 가동을 통한 환경 부문의 실적 개선 전망이 반영되었을 것으로 추정한다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 8,400원으로 29% 상향 제시

쌍용양회에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 1) 기준 시기 조정 (2020년 → 2021년) 2) 환경 부문 실적 기여 확대를 감안한 멀티플 상향 요인을 반영해 기존 6,500원에서 8,400원으로 29% 상향 제시한다. 동사는 2021년 경영 계획으로 탄소제로, 순환자원 등을 포함하는 ESG와 환경 부문의 투자 방향성을 언급했으며 이를 반영한 사명 변경 역시 목표하고 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,261	1.9	23.3	4,170	2.2
영업이익	748	7.5	38.3	732	2.2
세전계속사업이익	407	-1.9	0.6	607	-33.0
지배순이익	424	43.2	85.4	492	-13.8
영업이익률 (%)	17.6	+1.0 %pt	+2.0 %pt	17.5	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.9	+2.8 %pt	+3.3 %pt	11.8	-1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	15,100	15,385	14,708	15,624
영업이익	2,469	2,284	2,502	2,688
지배순이익	1,463	1,311	1,385	1,546
PER	18.5	23.3	24.4	22.3
PBR	1.4	1.7	1.9	2.0
EV/EBITDA	8.8	9.5	9.7	9.1
ROE	7.5	7.0	7.9	9.2

자료: 유안타증권

쌍용양회 4Q20 Review

(단위: 십억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	418	314	385	346	426	1.9%	23.3%	417	2.2%
영업이익	70	31	91	54	75	7.5%	38.3%	73	2.2%
세전이익	41	21	62	40	41	-1.9%	0.6%	61	-33.0%
지배주주순이익	30	20	54	23	42	43.2%	85.4%	49	-13.8%
영업이익률	16.6%	9.8%	23.5%	15.6%	17.6%			17.5%	
세전이익률	9.9%	6.8%	16.1%	11.7%	9.5%			14.5%	
지배주주순이익률	7.1%	6.3%	13.9%	6.6%	9.9%			11.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020P	2021E
매출액 (연결)	337	424	359	418	<b>1,538</b>	314	385	346	426	<b>1,471</b>	<b>1,562</b>
- 쌍용양회(별도)	225	281	245	293	<b>1,045</b>	207	256	234	296	<b>993</b>	<b>1,066</b>
- 연결자회사	111	143	114	125	<b>494</b>	107	129	112	130	<b>478</b>	<b>497</b>
매출원가 (연결)	275	303	266	310	<b>1,153</b>	246	258	245	306	<b>1,055</b>	<b>1,117</b>
% 매출원가율	81.6%	71.4%	74.0%	74.1%	<b>75.0%</b>	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	<b>71.7%</b>	<b>71.5%</b>
매출총이익 (연결)	62	121	93	108	<b>385</b>	68	127	101	120	<b>416</b>	<b>445</b>
% 매출총이익률	18.4%	28.6%	26.0%	25.9%	<b>25.0%</b>	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	<b>28.3%</b>	<b>28.5%</b>
판매비 (연결)	41	37	40	39	<b>157</b>	37	37	47	45	<b>166</b>	<b>176</b>
% 판매비율	12.0%	8.7%	11.2%	9.3%	<b>10.2%</b>	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>
영업이익 (연결)	22	84	53	70	<b>228</b>	31	91	54	75	<b>250</b>	<b>269</b>
- 쌍용양회 (별도)	15	61	42	53	<b>170</b>	26	70	43	57	<b>196</b>	<b>211</b>
- 연결자회사	6	24	11	17	<b>58</b>	5	21	11	18	<b>54</b>	<b>58</b>
% 영업이익률(연결)	6.4%	19.9%	14.7%	16.6%	<b>14.8%</b>	9.8%	23.5%	15.6%	17.6%	<b>17.0%</b>	<b>17.2%</b>
- 쌍용양회 (별도)	6.7%	21.7%	17.0%	18.0%	<b>16.3%</b>	12.7%	27.2%	18.4%	19.3%	<b>19.8%</b>	<b>19.8%</b>
- 연결자회사	5.8%	16.4%	10.0%	13.3%	<b>11.8%</b>	4.2%	16.3%	9.7%	13.5%	<b>11.3%</b>	<b>11.6%</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 분기별 시멘트 내수/수출 출하량 추이



자료: 쌍용양회, 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	4,898	
- EBITDA	462	2021년 추정치 기준
- EV/EBITDA	10.6	2018년~2020년 평균(배당, EBITDA 증가 시기), 10% 할증
2. 자산가치 (비영업가치)	9	투자부동산 30% 할인
3. 순차입금	709	2021년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	4,198	
- 유통주식수	502,281,805	자사주 제외
목표주가	8,400	반올림 적용
현재주가	6,830	2월 3일 종가 기준
Upside	23%	

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용양회 (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	15,100	15,385	14,708	15,624	16,283	
매출원가	11,156	11,535	10,548	11,174	11,492	
매출충이익	3,944	3,850	4,160	4,450	4,791	
판매비	1,474	1,566	1,658	1,762	1,813	
영업이익	2,469	2,284	2,502	2,688	2,978	
EBITDA	3,821	3,924	4,236	4,619	4,939	
영업외손익	-468	-601	-855	-644	-550	
외환관련손익	-44	-74	-19	-21	-21	
이자손익	-265	-304	-304	-310	-305	
관계기업관련손익	-7	1	3	4	6	
기타	-152	-223	-535	-317	-230	
법인세비용차감전순손익	2,002	1,683	1,647	2,044	2,428	
법인세비용	532	368	261	491	583	
계속사업순손익	1,470	1,316	1,386	1,553	1,846	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,470	1,316	1,386	1,553	1,846	
지배지분순이익	1,463	1,311	1,385	1,546	1,836	
포괄순이익	1,322	884	1,341	1,508	1,800	
지배지분포괄이익	1,315	880	1,341	1,500	1,791	

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	3,685	3,691	4,071	
당기순이익	1,470	1,316	1,386	1,553	1,846	
감가상각비	1,272	1,543	1,636	1,821	1,841	
외환손익	20	12	8	21	21	
중속, 관계기업관련손익	7	-1	-3	-4	-6	
자산부채의 증감	-510	209	-271	-371	-341	
기타현금흐름	902	581	928	670	710	
투자활동 현금흐름	-1,156	-763	-1,836	-1,845	-1,945	
투자자산	12	0	-5	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,355	-997	-1,805	-1,870	-1,970	
유형자산 감소	263	10	21	21	21	
기타현금흐름	-76	225	-48	4	4	
재무활동 현금흐름	-2,569	-2,651	-2,639	-3,189	-2,869	
단기차입금	-1,946	-1,143	75	-20	-30	
사채 및 장기차입금	1,686	1,257	258	-370	-40	
자본	0	0	-15	0	0	
현금배당	-1,809	-2,104	-2,226	-2,226	-2,226	
기타현금흐름	-499	-662	-730	-573	-573	
연결범위변동 등 기타	0	0	443	1,354	619	
현금의 증감	-565	246	-347	10	-124	
기초 현금	2,866	2,301	2,548	2,201	2,211	
기말 현금	2,301	2,548	2,201	2,211	2,086	
NOPLAT	2,469	2,284	2,502	2,688	2,978	
FCF	1,299	2,637	1,764	1,733	1,913	

자료: 유안타증권

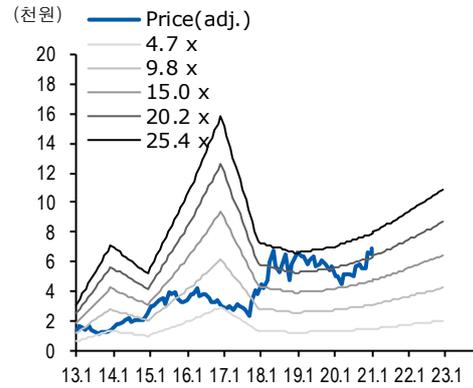
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	7,808	7,478	7,090	7,064	6,919	
현금및현금성자산	2,301	2,548	2,201	2,211	2,086	
매출채권 및 기타채권	3,147	3,081	3,050	3,083	3,113	
재고자산	1,171	1,295	1,180	1,160	1,130	
비유동자산	26,484	25,810	26,106	25,954	25,899	
유형자산	21,827	21,544	21,731	21,760	21,868	
관계기업 등 지분관련자산	14	15	18	22	28	
기타투자자산	535	199	119	134	144	
자산총계	34,293	33,288	33,196	33,018	32,818	
유동부채	5,274	6,775	4,451	4,681	4,761	
매입채무 및 기타채무	2,198	2,474	2,385	2,425	2,465	
단기차입금	1,788	595	670	650	620	
유동성장기부채	527	3,109	396	506	536	
비유동부채	9,223	8,489	11,697	11,297	11,307	
장기차입금	4,545	2,951	4,179	4,119	4,049	
사채	1,832	2,725	4,458	4,038	4,038	
부채총계	14,497	15,263	16,148	15,978	16,068	
지배지분	19,349	18,025	17,048	16,730	16,400	
자본금	5,054	5,054	5,039	5,039	5,039	
자본잉여금	7,681	7,550	7,556	7,556	7,556	
이익잉여금	6,766	5,904	5,068	4,364	4,004	
비지배지분	447	0	0	310	350	
자본총계	19,796	18,025	17,048	17,040	16,750	
순차입금	6,020	6,741	7,492	7,092	7,157	
총차입금	8,874	9,515	9,943	9,563	9,513	

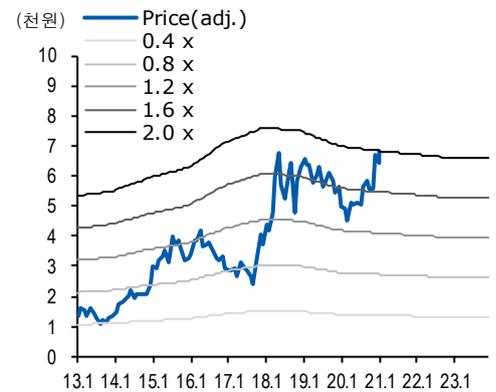
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	289	259	274	307	364	
BPS	3,828	3,566	3,493	3,428	3,360	
EBITDAPS	756	776	839	917	980	
SPS	2,988	3,044	2,915	3,101	3,232	
DPS	370	420	450	450	450	
PER	18.5	23.3	24.4	22.3	18.7	
PBR	1.4	1.7	1.9	2.0	2.0	
EV/EBITDA	8.8	9.5	9.7	9.1	8.5	
PSR	1.8	2.0	2.3	2.2	2.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-0.5	1.9	-4.4	6.2	4.2	
영업이익 증가율 (%)	-1.6	-7.5	9.5	7.4	10.8	
지배순이익 증가율 (%)	-51.6	-10.4	5.7	11.6	18.8	
매출총이익률 (%)	26.1	25.0	28.3	28.5	29.4	
영업이익률 (%)	16.4	14.8	17.0	17.2	18.3	
지배순이익률 (%)	9.7	8.5	9.4	9.9	11.3	
EBITDA 마진 (%)	25.3	25.5	28.8	29.6	30.3	
ROIC	6.7	6.6	7.8	7.6	8.5	
ROA	4.2	3.9	4.2	4.7	5.6	
ROE	7.5	7.0	7.9	9.2	11.1	
부채비율 (%)	73.2	84.7	94.7	93.8	95.9	
순차입금/자기자본 (%)	31.1	37.4	43.9	42.4	43.6	
영업이익/금융비용 (배)	8.6	7.0	8.0	8.4	9.5	

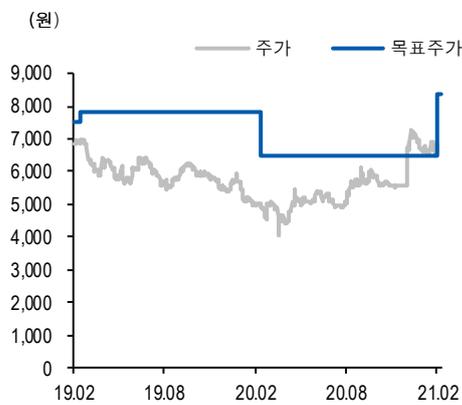
P/E band chart



P/B band chart



쌍용양회 (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-04	BUY	8,400	1년		
2020-02-13	BUY	6,500	1년	-15.18	11.54
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)	1.1
Buy(매수)	93.1
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-01

※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.