

# 쌍용양회

# BUY(유지)

003410 기업분석 | 전자재

목표주가(상향)	9,000원	현재주가(02/03)	6,830원	Up/Downside	+31.8%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2021. 02. 04

## 비싼데 싸다

### 4Q20 Earnings Review

**기대치 충족한 실적:** 쌍용양회의 20년 4분기 실적은 매출액 4,261억원(+1.9% YoY), 영업이익 748억원(+7.5% YoY), 세전이익 407억원(-2.0% YoY)으로 집계되었다. 매출액의 증가는 3분기 날씨의 영향으로 늦어졌던 공사의 진행률이 상승하면서 시멘트 수요가 회복한 것 때문이었고, 수익성이 개선된 것은 순환자원처리시설이 가동되면서 수수료수익 등이 발생했기 때문이다. 20년 경영계획과 비교해보면 코로나19의 영향으로 시멘트 수출이 20.5% 감소하면서 매출액 달성률은 96.8%였지만 다양한 원가절감 효과로 영업이익 달성률은 104.3%를 기록했다.

### Comment

**보수적인 경영계획 발표:** 쌍용양회의 21년 경영계획은 매출액 15.6조원(+6.1% YoY), 영업이익 2,700억원(+7.9% YoY), EBITDA 4,600억원(+8.2% YoY)이다. 보수적인 가이던스라고 판단되는데 1) 시멘트 수요 증가 가능성과 2) 가격 인상 가능성 등을 배제했기 때문이다. DB금융투자 리서치센터는 상기 2조건 모두 충족될 가능성이 높다고 판단되기 때문에 21년 쌍용양회의 실적은 경영계획 이상일 것으로 전망한다.

**넘쳐 나는 투자포인트:** 쌍용양회의 투자포인트를 점검해보자. 우선 시멘트 출하량의 증가 가능성이 다. 20년 주택분양은 2년 연속 증가하면서 전년대비 7.6% 증가했다. 분양물량의 높은 변동성과 비교했을 때 시멘트 출하량의 변동성은 넓게 퍼지는 경향이 있는데 16~18년 분양물량 감소로 인해 18년 이후 줄어든던 시멘트 출하량이 반등할 시점이 되었다고 판단된다. 현 시점에서 SOC 건설투자가 줄어들 가능성은 낮기 때문에 주택 공사 현장 수의 증가가 시멘트 출하량 증가로 이어질 전망

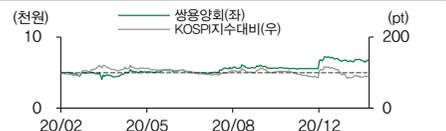
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,510	1,538	1,471	1,536	1,560
(증가율)	-0.5	1.9	-4.4	4.5	1.6
영업이익	247	228	250	276	281
(증가율)	-1.6	-7.5	9.5	10.5	1.6
지배주주순이익	146	131	138	160	163
EPS	289	259	274	318	324
PER (H/L)	28.7/12.4	27.5/20.6	24.4	21.5	21.1
PBR (H/L)	2.2/0.9	2.0/1.5	2.0	2.1	2.2
EV/EBITDA (H/L)	11.9/6.6	10.8/8.7	10.2	10.0	10.1
영업이익률	16.4	14.8	17.0	18.0	18.0
ROE	7.5	7.0	7.9	9.5	10.0

### Stock Data

52주 최저/최고	4,055/7,250원
KOSDAQ /KOSPI	971/3,130pt
시가총액	34,414억원
60일-평균거래량	2,162,833
외국인지분율	3.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11인 78.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.2	23.1	38.0
상대기준	-6.1	-7.9	-6.6

이다. 다음은 가격 인상이 현실화될 가능성이 있다. 20년 12월 쌍용양회를 비롯한 시멘트사는 레미콘 시에 가격 인상을 통보한 것으로 알려지고 있다. 하지만 업계 특성 상 가격 인상 통보가 곧바로 가격 인상을 의미하는 것이 아니다. 시멘트의 수요처인 레미콘, 건설사와의 합의가 수반되어야 인상된 가격을 적용할 수 있다고 봐야 한다. 이미 작년 말에 가격 인상을 통보했음에도 불구하고 쌍용양회의 경영계획에 가격 인상이 반영되어있지 않았다는 점은 의미 심장하다. 어쨌든 긍정적 변수이다. 마지막은 대표적인 탄소 배출 산업에 속한 시멘트사의 ESG기업으로의 변모이다. 쌍용양회의 경우 순환자원처리 수수료 수입, 탄소배출권 매각 등으로 이미 환경사업에서 비즈니스모델을 구축한 상황이다. 탄소 배출을 적극적으로 줄이면서 리스크와 원가를 동시에 줄이고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 폐기물 매립, 폐합성수지 소각시설 등 앞으로 환경기업으로서의 성장은 기업 가치 상승에 긍정적일 것으로 전망한다.

### Action

**목표주가 9,000원으로 상향 조정:** 쌍용양회에 대한 투자이건 Buy를 유지하고, 목표주가를 9,000원으로 상향 조정한다. 실적 개선① 출하량 증가와 ②가격 인상, ③ 순환자원처리시설 원가 절감 효과와 연간 반영과 적용 멀티플 상승(정부의 주택공급 확대와 환경 비즈니스 비중 상승)이 모두 가능한 시점이다. 목표주가 9,000원은 BPS 450원과 배당수익률 5%를 감안하여 산출했다.

도표 1. 쌍용양회 20년 4분기 실적 Summary

(단위: 억원, %)

	4Q20P	4Q19	%YoY	3Q20	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	4,261	4,181	1.9	3,457	23.3	4,198	1.5	4,170	2.2
영업이익	748	696	7.5	541	38.2	737	1.5	732	2.2
세전이익	407	415	-2.0	404	0.7	606	-32.9	607	-33.0

자료: 쌍용양회, DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	781	748	731	710	695
현금및현금성자산	230	255	228	214	185
매출채권및기타채권	315	308	329	317	328
재고자산	117	129	118	120	124
비유동자산	2,648	2,581	2,575	2,561	2,521
유형자산	2,183	2,154	2,133	2,127	2,096
무형자산	349	342	332	323	315
투자자산	55	21	14	14	14
자산총계	3,429	3,329	3,339	3,303	3,249
유동부채	527	677	440	463	465
매입채무및기타채무	220	247	210	233	235
단기차입금및단기차채	179	60	117	117	117
유동성장기부채	53	311	46	46	46
비유동부채	922	849	1,185	1,185	1,185
사채및장기차입금	638	568	871	871	871
부채총계	1,450	1,526	1,626	1,649	1,651
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	768	755	755	755	755
이익잉여금	677	590	509	449	393
비지배주주지분	45	0	0	1	2
자본총계	1,980	1,803	1,713	1,654	1,599

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,510	1,538	1,471	1,536	1,560
매출원가	1,116	1,153	1,055	1,087	1,104
매출총이익	394	385	416	449	456
판관비	147	157	166	173	176
영업이익	247	228	250	276	281
EBITDA	382	392	412	429	429
영업외손익	-47	-60	-85	-65	-65
금융손익	-25	-28	-29	-32	-32
투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-21	-32	-56	-33	-33
세전이익	200	168	165	212	216
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	147	132	139	161	164
지배주주지분순이익	146	131	138	160	163
비지배주주지분순이익	1	0	0	1	1
총포괄이익	132	88	139	161	164
증감률(%YoY)					
매출액	-0.5	1.9	-4.4	4.5	1.6
영업이익	-1.6	-7.5	9.5	10.5	1.6
EPS	-53.7	-10.5	5.9	15.9	2.0

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	316	366	287	377	332
당기순이익	147	132	139	161	164
현금유출이없는비용및수익	234	242	219	237	234
유형및무형자산상각비	135	164	162	152	148
영업관련자산부채변동	-51	21	-45	31	-14
매출채권및기타채권의감소	21	69	-21	12	-11
재고자산의감소	-36	-19	12	-3	-4
매입채무및기타채무의증가	-36	-32	-37	23	2
투자활동현금흐름	-116	-76	-145	-136	-107
CAPEX	-135	-100	-131	-138	-109
투자자산의순증	17	34	8	0	0
재무활동현금흐름	-257	-265	-136	-254	-254
사채및차입금의 증가	11	66	122	0	0
자본금및자본잉여금의증가	24	-13	0	0	0
배당금지급	-181	-210	-217	-220	-220
기타현금흐름	0	0	-33	0	0
현금의증가	-56	25	-27	-13	-30
기초현금	287	230	255	228	214
기말현금	230	255	228	214	185

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	289	259	274	318	324
BPS	3,828	3,566	3,400	3,281	3,169
DPS	370	420	450	450	450
Multiple(배)					
P/E	21.7	21.9	24.4	21.5	21.1
P/B	1.6	1.6	2.0	2.1	2.2
EV/EBITDA	10.0	9.1	10.2	10.0	10.1
수익성(%)					
영업이익률	16.4	14.8	17.0	18.0	18.0
EBITDA마진	25.3	25.5	28.0	27.9	27.5
순이익률	9.7	8.6	9.4	10.5	10.5
ROE	7.5	7.0	7.9	9.5	10.0
ROA	4.2	3.9	4.2	4.8	5.0
ROIC	6.6	6.5	7.6	7.6	7.8
안정성및기타					
부채비율(%)	73.2	84.7	94.9	99.6	103.2
이자보상배율(배)	8.6	7.0	7.6	7.9	8.1
배당성향(배)	126.8	160.9	158.4	136.7	134.1

자료: 쌍용양회, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

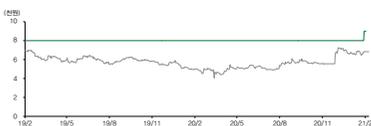
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

쌍용양회 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/12/05	Buy	8,000	-24.3	-12.6					
19/12/05		1년경과	-34.2	-16.3					
20/12/05		1년경과	-14.8	-9.4					
21/02/04	Buy	9,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경