한화투자증권

2021년 2월 4일
기업 코멘트

# 쌍용양회 (003410)

## [4Q20 Review] 출하량 회복과 함께

**Buy**(유지)

목표주가 8,000원, 현재 주가(2/3): 6,830원

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

### 4Q20 Review: 영업이익, 시장 기대치에 부합

- 4분기 매출액 4261억 원, 영업이익 748억 원으로 각각 YoY +1.9%, +6.2% 기록. 시장 컨센서스 대비 매출액과 영업이익은 각각 2.5%, 1.3% 상회
- 4분기 시멘트 출하량은 3분기 태풍 및 강우일수 증가에 따른 지연수요 영향 등으로 전년동기 대비 소폭 감소(전체 YoY -1.9% / 국내 YoY -3.2%, 해외 YoY +2.1%)에 그침. 출하량 감소에도 불구하고 총 매출액은 1.9% 성장한 이유는 순환자원처리수수료 수입이 230억 가량 발생한데 기인. 영업이익은 4분기 들어 유연탄 가격 상승 등 비우호적인 환경에도 불구하고 유연탄 옵션 활용과 순환연료처리 대체 효과로 원가율이 개선되며 6.2% 증가
- 2021년 경영계획으로는 매출액 1.56조 원(YoY +6.1%), 영업이익 2700억 원(YoY +7.9%), EBITDA 4600억 원(YoY +8.2%)를 제시. 더불어 향후 ESG 경영 및 환경 사업을 확대해 나갈 것을 강조했으며, 이의 일환으로 이번 정기 주주총회를 통해 사명 변경 예정

### 가이던스 이상의 실적 기대

- 투자의견 BUY와 목표주가 8,000원 유지. 목표주가는 12개월 예상 BPS 3,333원에 목표배수 2.3배를 적용해 산출. 목표배수는 ROE 9.1% 고려 시 산출되는 적정배수를 배당수익률 6.6%(DPS 450원 가정)를 감안해 할증한 값임. 현 주가는 12M Fwd. P/B 2.0배, P/E 19.8배 수준
- 2021년은 Q(시멘트 출하량 회복), P(가격 인상 가능성), C(순환자원처리시설 가동 및 유연탄 콜옵션)가 모두 우호적으로 움직일 수 있는 시기라는 기존의 투자포인트 유지. 이에 경영계획 이상의 실적 시현도 충분히 가능하다고 판단하며, 환경 사업 확대는 배당 외에 동사의 밸류에이션을 설명해줄 수 있는 또다른 축으로 작용할 전망

[표1] 쌍용양회 2020년 4분기 실적 (단위: 십억 원)

| | 4Q19 | 3Q20 | 4Q20P | | | 증감 | | 차이 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 발표치 | 당사 추정치 | 컨센서스 | YoY | QoQ | 당사 추정치 | 컨센서스 |
| 매출액 | 418 | 346 | **426** | 417 | 416 | *1.9%* | *23.3%* | *2.2%* | *2.5%* |
| 영업이익 | 70 | 54 | **75** | 77 | 74 | *6.2%* | *38.3%* | *-3.5%* | *1.3%* |
| 지배주주순이익 | 29 | 23 | **42** | 38 | 49 | *45.5%* | *85.8%* | *12.5%* | *-13.7%* |
| *영업이익률* | *16.8%* | *15.6%* | ***17.6%*** | *18.6%* | *17.8%* | *0.7%P* | *1.9%P* | *-1.0%P* | *-0.2%P* |
| *순이익률* | *7.0%* | *6.6%* | ***9.9%*** | *9.1%* | *11.8%* | *3.0%P* | *3.4%P* | *0.9%P* | *-1.9%P* |

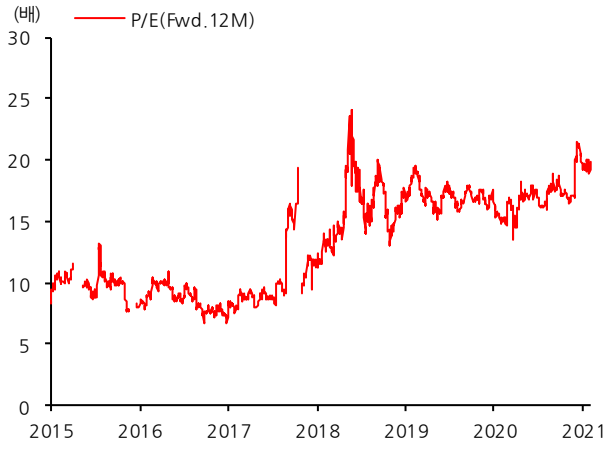
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 쌍용양회의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20P | 2018 | 2019 | 2020P | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **337** | **424** | **359** | **418** | **314** | **385** | **346** | **426** | **1,510** | **1,538** | **1,471** | **1,540** |
| *YoY(%)* | *10.8* | *2.3* | *-0.3* | *-3.0* | *-6.8* | *-9.2* | *-3.8* | *1.9* | *-0.5* | *1.9* | *-4.4* | *4.7* |
| 쌍용양회(별도) | 225 | 281 | 245 | 293 | 207 | 256 | 234 | 296 | 996 | 1,045 | 993 | 1,048 |
| 대한시멘트 | 32 | 44 | 35 | 45 | 34 | 41 | 33 | 46 | 162 | 156 | 155 | 157 |
| 쌍용레미콘 | 79 | 96 | 74 | 93 | 75 | 91 | 80 | 90 | 359 | 342 | 337 | 340 |
| 기타 | 45 | 61 | 52 | 48 | 37 | 55 | 45 | 54 | 210 | 205 | 191 | 194 |
| 매출원가 | 275 | 303 | 266 | 310 | 246 | 258 | 245 | 306 | 1,116 | 1,153 | 1,055 | 1,101 |
| *매출원가율(%)* | *81.6* | *71.4* | *74.0* | *74.1* | *78.4* | *66.9* | *70.9* | *71.8* | *73.9* | *75.0* | *71.7* | *71.5* |
| 판관비 | 41 | 37 | 40 | 39 | 37 | 37 | 47 | 45 | 147 | 157 | 166 | 169 |
| *판관비율(%)* | *12.0* | *8.7* | *11.2* | *9.3* | *11.8* | *9.5* | *13.5* | *10.6* | *9.8* | *10.2* | *11.3* | *11.0* |
| **영업이익** | **22** | **84** | **53** | **70** | **31** | **91** | **54** | **75** | **247** | **228** | **250** | **269** |
| *YoY(%)* | *9.1* | *17.5* | *-13.6* | *-25.2* | *42.7* | *7.5* | *2.1* | *6.2* | *-1.6* | *-7.5* | *9.5* | *7.7* |
| *영업이익률(%)* | *6.4* | *19.9* | *14.7* | *16.8* | *9.8* | *23.5* | *15.6* | *17.6* | *16.4* | *14.8* | *17.0* | *17.5* |
| 영업외손익 | -6 | -13 | -12 | -28 | -9 | -29 | -14 | -34 | -47 | -60 | -85 | -67 |
| 세전이익 | 15 | 71 | 41 | 41 | 21 | 62 | 40 | 41 | 200 | 168 | 165 | 203 |
| 순이익 | 13 | 57 | 31 | 29 | 20 | 54 | 23 | 42 | 147 | 132 | 139 | 154 |
| *YoY(%)* | *12.1* | *29.1* | *-30.0* | *-36.4* | *45.6* | *-6.0* | *-27.1* | *45.2* | *-51.2* | *-10.5* | *5.4* | *11.0* |
| *순이익률(%)* | *4.0* | *13.5* | *8.7* | *7.0* | *6.3* | *13.9* | *6.6* | *9.9* | *9.7* | *8.6* | *9.4* | *10.0* |
| **지배주주순이익** | **13** | **57** | **31** | **29** | **20** | **54** | **23** | **42** | **146** | **131** | **139** | **154** |

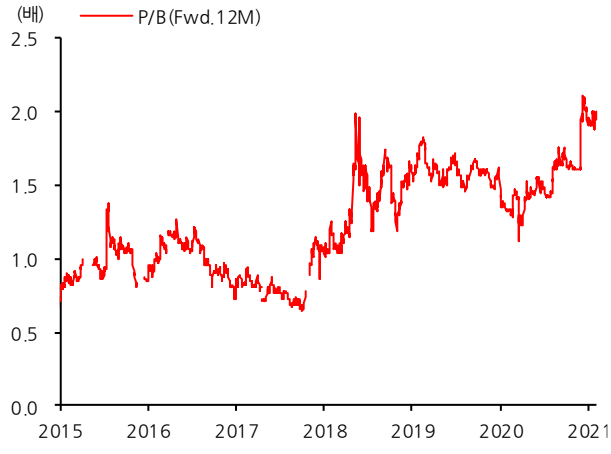
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 쌍용양회의 12M Fwd. P/E 추이



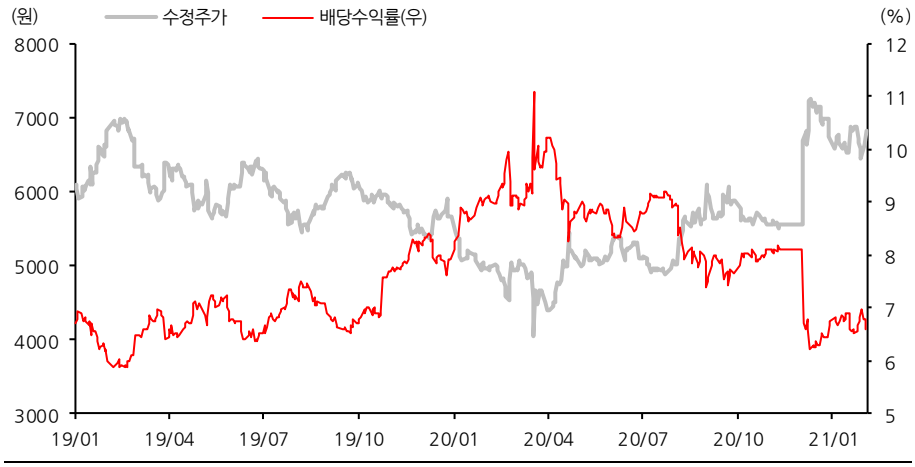

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쌍용양회의 12M Fwd. P/B 추이



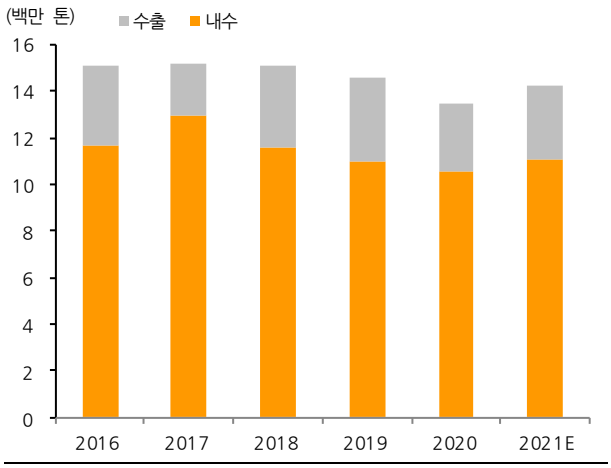

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 쌍용양회의 주가 및 배당수익률 추이




자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

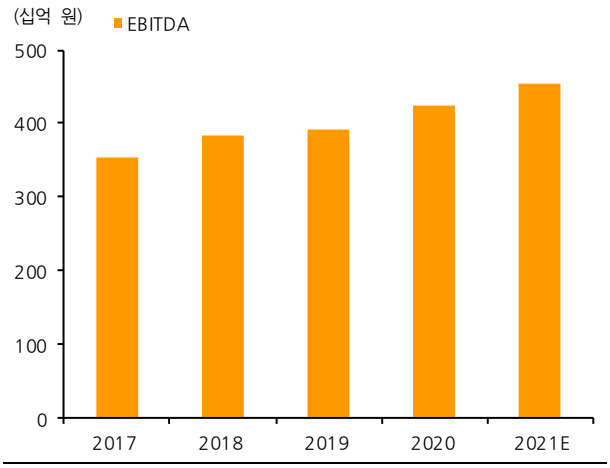
[그림4] 쌍용양회 시멘트 출하량 추이 및 전망




주: 2021년 출하량은 당사 추정치

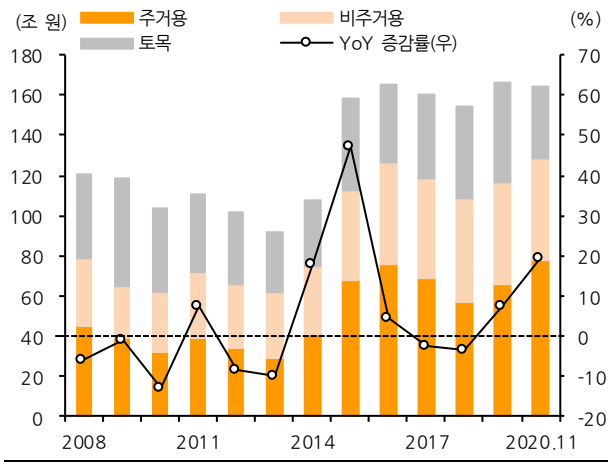
자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] EBITDA 추이 및 전망



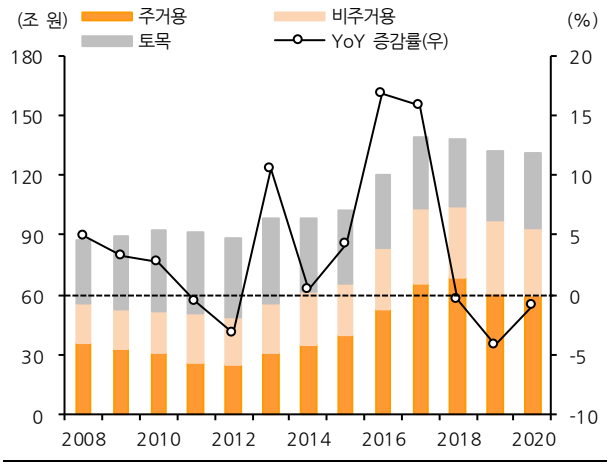

자료: 쌍용양회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 건설수주액: '20 년 11 월 누계 기준 YoY +19.3%




자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 건설기성: '20 년 연간 YoY -1.5%



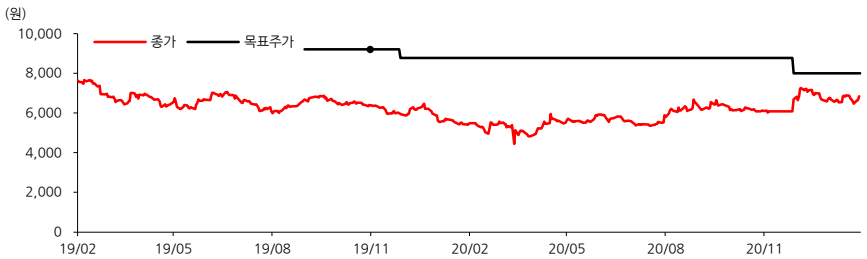

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]** (공표일: 2021 년 2 월 4 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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 책임소재에 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 | 2021.02.04 | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | | | |
| 목표가격 | 8,000 | 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 | 9,202 | -29.93 | -25.35 |
| 2019.12.04 | Buy | 8,000 | | |

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2020 년 12 월 31 일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |