



하나금융그룹

2021년 3월 25일 | Equity Research

# 쌍용양회 (003410)

## 눈앞으로 다가온 건설투자 Cycle, 시멘트 대장을 주목하자

**향후 2~3년의 ‘건설 수주 → 투자 Cycle’에서 수혜 기대**

2020년 국내 건설수주는 주거용건축 93조원 (YoY +42%), 비주거건축 57조원 (YoY +11%)을 기록하며 최고치를 갱신했는데, 수주에서 투자로 이어지는 건설 Cycle을 감안 시 올해는 전국적인 건축착공증가가 나타날 전망이다. 시멘트 투입이 착공 후 6개월부터 ~2년까지임을 고려 시, 금번 Cycle에서 시멘트 출하의 절정은 2022년 이후가 될 전망이다. 쌍용양회는 국내 최대규모 연안 시멘트공장인 동해공장(소성로 7기)과 내륙 공장인 영월공장(소성로 3기)을 보유하고 있는 ‘연안+내륙형’ 시멘트사이며, ‘골재/석회석 채취 → 조쇄/혼합 및 소성 → 운송(해안/내륙) → 레미콘’으로 이어지는 시멘트 밸류체인을 확보하고 있어 향후 2~3년간 시멘트 Up-Cycle에서의 수혜가 기대된다.

### 2021년 P, Q, C 모두 우호적일 것

① Q: 2020년 시멘트 내수 수요는 코로나19 및 여름철 잦은 강우 영향으로 4,600만톤 안팎이 예상되었으나, 가파른 주택 수주 및 착공 증가로 4분기부터 수요는 반등, 예상보다 양호한 4,700만톤을 기록했다. 올해는 주거용 건축물 착공을 중심의 시멘트 출하 증가가 예상되며, 향후 2~3년간 연간 ~5,000만톤의 내수 시멘트 수요가 예상된다 (출하량 기준 +6~7%이며 피크는 2022년 이후로 전망).

② P: 2014년 이후 7년만에 시멘트 단가인상협의가 진행되고 있으며 ‘레미콘-건설사’간 협의가 원활히 진행될 경우 상반기 중 마무리 될 수 있어 보인다. 시멘트 고시가격 기준 톤당 5,000원 인상 시 ASP 상승효과는 7~8%로 추정된다.

③ C: 동사는 2017년 상반기부터 원가절감설비투자를 지속 중이다. 순환자원시설의 경우 작년 총 4기가 순차 준공되었으며 올해부터 비용절감효과가 온기로 반영될 전망이다. 직접적인 유연탄 비용감소효과만 연 ~300억원으로 파악되며, 소각수수료수입 및 탄소배출권확보로 경쟁사 대비 높은 이익률 (연결 OPM ~18%) 유지가 가능할 전망이다.

### 종합환경기업으로 거듭나는 시멘트 대장주를 주목하자

경쟁사 대비 높은 밸류에이션에도 불구하고 (컨센서스 기준 21F PER 21.5배), 분기로 지급하는 연간 6%대의 배당수익률은 동사 주가를 지지한다는 판단이다. 다가오는 시멘트 Up-Cycle에서 시멘트 대장주이자 종합환경기업으로 거듭나고 있는 동사를 주목할 필요가 있다.

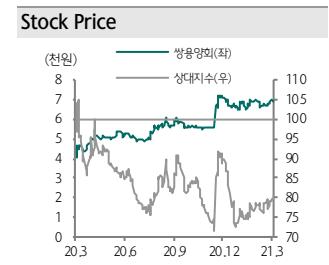
### 기업분석(Report)

**Not Rated**

| CP(3월 24일): 6,950원

Key Data	Consensus Data	
	2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	2,996.35	
52주 최고/최저(원)	7,250/4,400	
시가총액(십억원)	3,501.8	
시가총액비중(%)	0.17	
발행주식수(천주)	503,859.6	
60일 평균 거래량(천주)	1,811.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	12.3	
20년 배당금(예상, 원)	440	
20년 배당수익률(예상, %)	6.34	
외국인지분율(%)	2.88	
주요주주 지분율(%)		
한앤코시멘트홀딩스외11인	77.98	

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.7	17.4	50.8
상대	2.6	(11.0)	(19.0)



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	1,430.3	1,517.1	1,510.0	1,538.5	1,470.8
영업이익	십억원	257.8	250.9	246.9	229.2	250.2
세전이익	십억원	216.3	176.0	200.2	167.8	164.7
순이익	십억원	172.8	302.1	146.3	130.7	138.2
EPS	원	401	613	290	259	274
증감율	%	111.05	52.87	(52.69)	(10.69)	5.79
PER	배	7.38	6.08	21.69	21.89	24.38
PBR	배	0.82	0.96	1.64	1.59	1.98
EV/EBITDA	배	5.37	7.05	10.04	9.18	9.88
ROE	%	11.59	16.55	7.51	6.99	7.92
BPS	원	3,627	3,879	3,828	3,564	3,370
DPS	원	32	214	370	420	440



건설 Analyst 윤승현

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

## (Q↑) 향후 2~3년의 시멘트 Up-Cycle에서 수혜 기대

2020년 건설 수주 YoY +17%

주거용 건축 YoY +42%

비주거 건축 YoY +11%

2020년 건축착공면적 YoY +13%

향후 최소 2~3년간 시멘트 출하  
Up-Cycle 기대

2020년 국내 건설수주는 주거용 건축 93조원 (YoY +42%), 비주거 건축 57조원 (YoY +11%)을 기록하며 최고치를 갱신했는데, 수주에서 투자로 이어지는 건설 Cycle 감안 시 올해는 전국적인 건축착공증가가 나타날 전망이다. 시멘트의 투입이 착공 후 6개월부터 ~2년까지임을 고려 시, 금번 Cycle에서 시멘트 출하의 절정은 2022년 이후가 될 전망이다. 쌍용양회는 국내 최대규모 연안 시멘트공장인 동해공장(소성로 7기)과 내륙 공장인 영월공장(소성로 3기)을 보유하고 있는 ‘연안+내륙형’ 시멘트사이며, ‘골재/석회석 채취 → 조쇄/혼합 및 소성 → 운송(해안/내륙) → 레미콘’으로 이어지는 시멘트 밸류체인을 확보하고 있어 향후 2~3년간 시멘트 Up-Cycle에서의 수혜가 기대된다.

그림 1. 건설수주증가 → 건축착공증가 → 시멘트출하증가(2022~2024F) 기대되는 구간

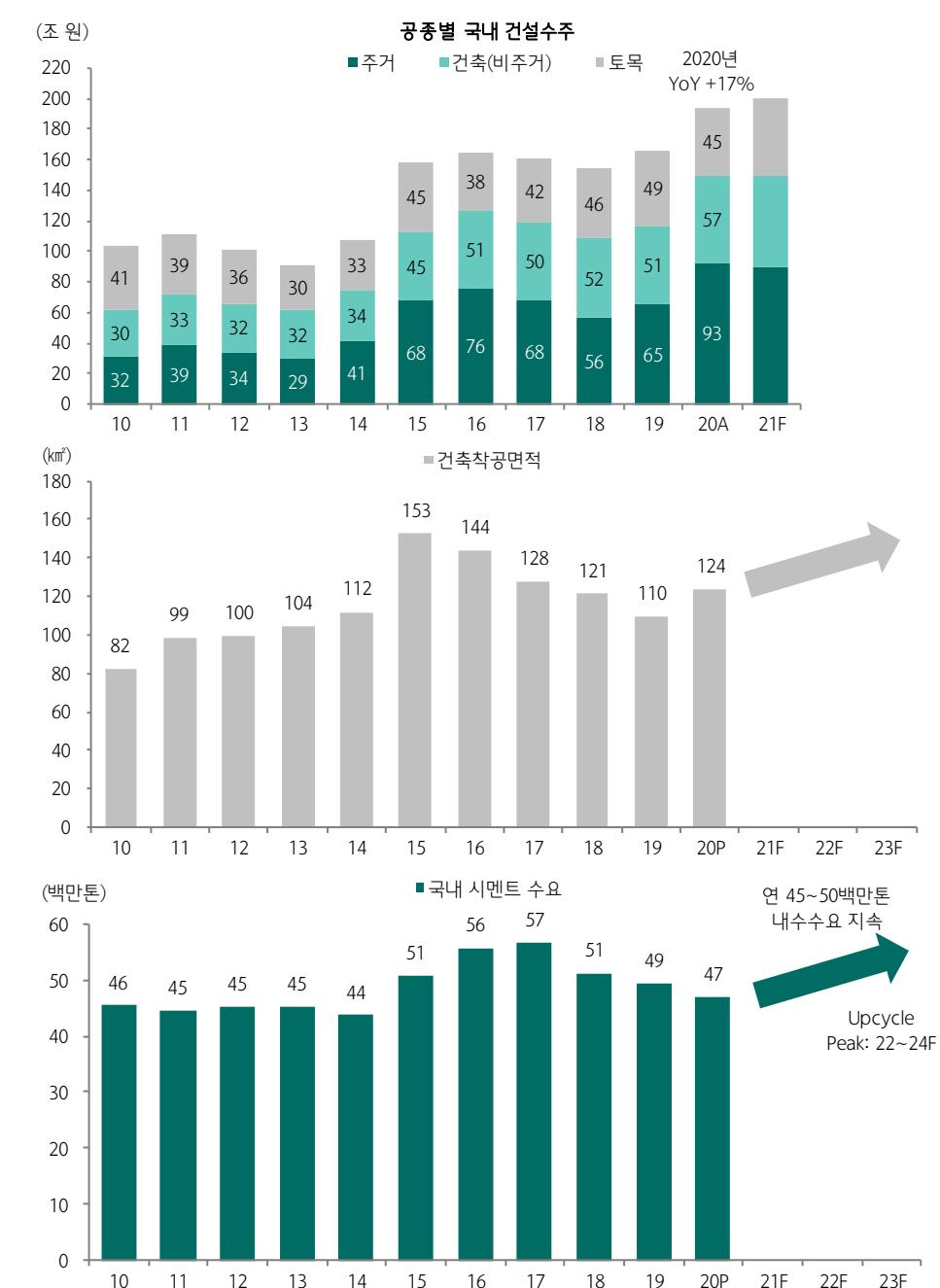
2020년 국내건설수주는  
YoY +17% 증가한 194조원 기록

주거용이 93조를 기록하며  
YoY +43%, 큰 폭으로 증가

2019년 건설수주 반등으로  
2020년 착공은 전년비 13% 증가

2020년 코로나19 영향으로  
건설기성을 저조하여 시멘트  
출하 또한 저조 (4Q20 반등 시작)

다만, 2021년 건축착공증가와  
더불어 2022~2024F 시멘트 Upcycle  
맞이할 것이 기대



자료: 쌍용양회, 통계청, 국토교통부, 하나금융투자

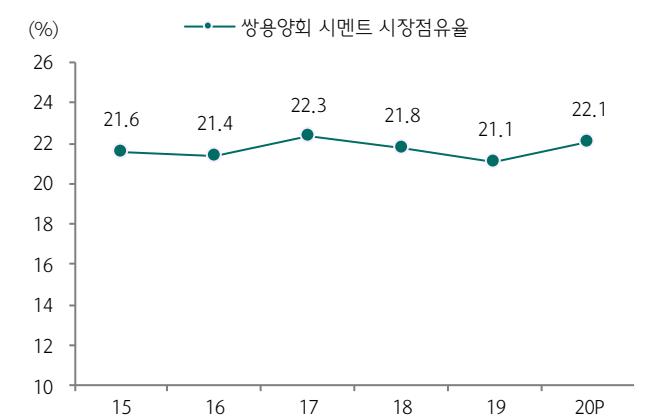
## (P↑) 상반기 시멘트 판가 인상 기대, (C↓) 비용절감투자 지속될 전망

2021년 상반기 판가인상협의 기대  
(ASP +7~8% 추정)

올해부터 순환자원처리시설  
비용절감효과 온기 반영

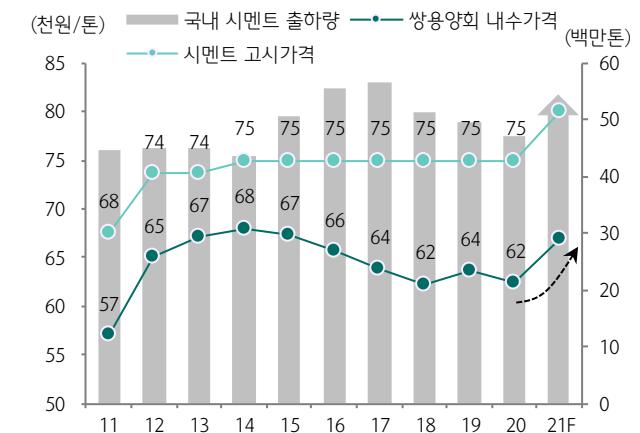
2014년 이후 7년만에 시멘트 단가인상협의가 진행되고 있으며 ‘레미콘–건설사’간 협의가 원활히 진행될 경우 상반기 종 마무리 될 수 있어 보인다. 시멘트 고시가격 기준 톤당 5,000원 인상 시 ASP 상승효과는 7~8%로 추정된다. 이 밖에 동사는 2017년 상반기부터 원가절감설비투자를 지속 중이다. 이 중 폐플라스틱을 활용하는 순환자원시설의 경우 작년 총 4기가 순차 준공 (1월, 7월, 8월, 10월)되었으며 올해부터 비용절감효과가 온기로 반영될 전망이다. 직접적인 유연탄 비용감소효과만 연 ~300억원으로 파악되며, 소각수수료수입 및 탄소배출권확보 등을 통해 경쟁사 대비 높은 이익률 (연결 OPM ~18%) 유지가 가능할 전망이다.

그림 2. 시멘트 내수시장 경쟁 강도는 제한적, 안정적인 점유율 유지



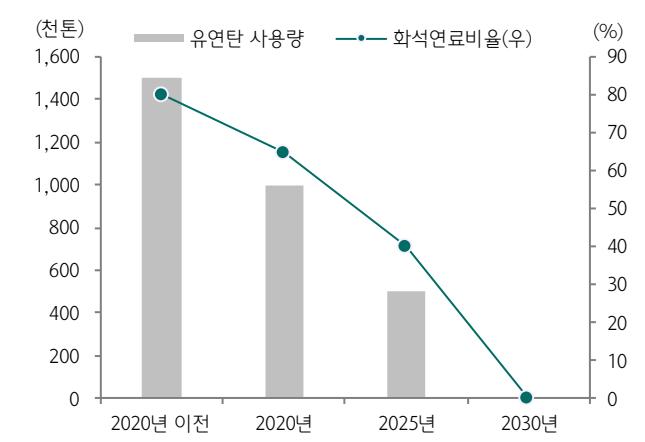
자료: 쌍용양회, 하나금융투자

그림 3. 시멘트 단가 톤당 5,000원 인상 시 ASP ~7% 상승효과 파악



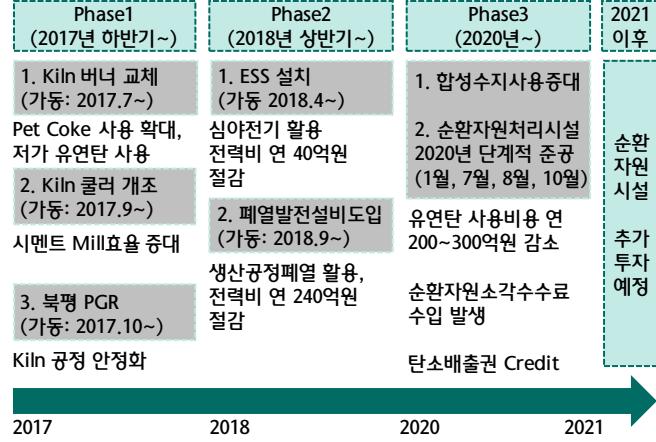
자료: 쌍용양회, 한국시멘트협회, 하나금융투자

그림 4. 쌍용양회 2030년 유연탄 사용량 비율 0% 목표



자료: 쌍용양회, 하나금융투자

그림 5. 쌍용양회 원료절감설비 투자 스케줄 (2017~)



자료: 쌍용양회, 하나금융투자

표 1. 쌍용양회 시멘트 고온 용융 연료 사용비율 전망

(단위: %)

	2020년 이전	2021~2023년	2025년
화석연료(유연탄)	80%	65%	40%
순환자원	5%	20%	45%

자료: 쌍용양회, 하나금융투자

표 2. 국내 시멘트 5사 공장 지역 구분 및 2020년 추정 시장점유율

(단위: %)

	시멘트 공장 지역 구분	추정 시장점유율 (2020년)
한일+현대시멘트	내륙	23%
쌍용+대한시멘트	연안+내륙	22%
한라+아세아시멘트	연안+내륙	17%
삼표시멘트	연안	14%
성신양회	내륙	14%

자료: 각 사, 한국시멘트협회, 하나금융투자

표 3. 쌍용양회 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020
매출액	337	424	359	418	314	385	346	426	1,510	1,538	1,471
(% YoY)	10.8%	2.3%	-0.3%	-3.0%	-6.8%	-9.2%	-3.8%	1.9%	-0.5%	1.9%	-4.4%
시멘트	206	275	224	264	185	243	207	270	972	969	904
(% YoY)	9.5%	-0.5%	-0.6%	-6.5%	-10.4%	-11.4%	-7.9%	2.2%	4.6%	-0.3%	-6.7%
내수	173	227	175	223	157	212	174	222	832	798	766
(% YoY)	4.7%	-9.1%	-6.6%	-2.8%	-9.1%	-6.5%	-0.6%	-0.4%	-2.5%	-4.1%	-4.0%
수출	33	48	49	40	27	31	33	47	140	171	138
(% YoY)	43.8%	80.3%	29.0%	-22.6%	-17.4%	-35.0%	-33.7%	16.9%	83.2%	21.9%	-18.9%
래미콘	75	92	70	87	71	86	75	83	339	324	316
해상운송	21	24	31	34	25	21	26	30	75	110	102
환경자원	14	9	13	10	14	16	18	23	41	46	71
석회석	13	18	16	16	13	14	13	14	60	64	55
글재	6	6	4	7	4	5	4	6	20	23	20
임대	1	1	1	1	1	0	1	1	2	4	3
매출원가	275	303	266	309	246	258	245	306	1,116	1,153	1,055
(% YoY)	10.0%	-0.4%	1.5%	3.1%	-10.5%	-14.8%	-7.9%	-0.9%	-0.5%	3.3%	-8.5%
(% 원가율)	81.6%	71.4%	74.0%	73.9%	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	73.9%	74.9%	71.7%
매출총이익	62	121	93	109	68	127	101	120	394	386	416
(% YoY)	14.5%	9.7%	-5.1%	-16.8%	9.4%	5.0%	7.8%	9.9%	-0.3%	-2.2%	7.8%
(% GPM)	18.4%	28.6%	26.0%	26.1%	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	26.1%	25.1%	28.3%
판관비	41	37	40	39	37	37	47	45	147	157	166
(% 판관비율)	12.0%	8.7%	11.2%	9.3%	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	9.8%	10.2%	11.3%
영업이익	22	84	53	70	31	91	54	75	247	229	250
(% YoY)	9.1%	17.5%	-13.6%	-25.2%	42.7%	7.5%	2.1%	6.2%	-1.6%	-7.2%	9.1%
(% OPM)	6.4%	19.9%	14.7%	16.8%	9.8%	23.5%	15.6%	17.5%	16.4%	14.9%	17.0%
세전이익	15	71	41	41	21	62	40	41	200	168	165
지배순이익	13	57	31	29	20	54	23	42	146	131	138

자료: 쌍용양회, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>1,430.3</b>	<b>1,517.1</b>	<b>1,510.0</b>	<b>1,538.5</b>	<b>1,470.8</b>
매출원가	1,036.1	1,121.6	1,115.6	1,152.6	1,055.0
매출총이익	394.2	395.5	394.4	385.9	415.8
판관비	136.4	144.6	147.4	156.6	165.6
<b>영업이익</b>	<b>257.8</b>	<b>250.9</b>	<b>246.9</b>	<b>229.2</b>	<b>250.2</b>
금융손익	(26.1)	(21.0)	(24.7)	(29.9)	(27.9)
종속/관계기업손익	0.6	4.1	(0.7)	0.1	(0.2)
기타영업외손익	(16.0)	(58.0)	(21.5)	(31.6)	(57.3)
<b>세전이익</b>	<b>216.3</b>	<b>176.0</b>	<b>200.2</b>	<b>167.8</b>	<b>164.7</b>
법인세	52.2	(26.1)	53.2	36.7	26.5
계속사업이익	164.1	202.2	147.0	131.1	138.2
중단사업이익	11.0	99.1	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>175.1</b>	<b>301.2</b>	<b>147.0</b>	<b>131.1</b>	<b>138.2</b>
비지배주주지분 순이익	2.3	(0.8)	0.7	0.5	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>172.8</b>	<b>302.1</b>	<b>146.3</b>	<b>130.7</b>	<b>138.2</b>
지배주주지분포괄이익	174.3	339.8	131.5	87.5	132.0
NOPAT	195.6	288.2	181.3	179.1	209.9
EBITDA	357.5	353.1	382.1	392.8	425.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(28.00)	6.07	(0.47)	1.89	(4.40)
NOPAT증가율	4.71	47.34	(37.09)	(1.21)	17.20
EBITDA증가율	15.51	(1.23)	8.21	2.80	8.27
영업이익증가율	20.35	(2.68)	(1.59)	(7.17)	9.16
(지배주주)순익증가율	124.71	74.83	(51.57)	(10.66)	5.74
EPS증가율	111.05	52.87	(52.69)	(10.69)	5.79
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.56	26.07	26.12	25.08	28.27
EBITDA이익률	24.99	23.27	25.30	25.53	28.92
영업이익률	18.02	16.54	16.35	14.90	17.01
계속사업이익률	11.47	13.33	9.74	8.52	9.40

## 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	401	613	290	259	274
BPS	3,627	3,879	3,828	3,564	3,370
CFPS	897	721	753	741	852
EBITDAPS	830	717	756	777	842
SPS	3,319	3,080	2,988	3,044	2,911
DPS	32	214	370	420	440
<b>주가지표(배)</b>					
PER	7.38	6.08	21.69	21.89	24.38
PBR	0.82	0.96	1.64	1.59	1.98
PCFR	3.30	5.17	8.35	7.65	7.84
EV/EBITDA	5.37	7.05	10.04	9.18	9.88
PSR	0.89	1.21	2.11	1.86	2.29
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.59	16.55	7.51	6.99	7.92
ROA	5.62	8.99	4.22	3.84	4.13
ROIC	8.86	12.23	7.02	6.89	8.12
부채비율	77.30	73.24	73.23	86.97	96.89
순부채비율	27.12	26.95	31.07	40.54	49.40
이자보상배율(배)	9.71	10.31	8.62	6.71	8.33

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	<b>895.9</b>	<b>830.1</b>	<b>780.8</b>	<b>746.7</b>	<b>708.0</b>
금융자산	229.0	344.4	285.4	277.3	242.1
현금성자산	206.6	286.6	230.1	254.8	216.4
매출채권	360.6	331.6	305.4	298.6	302.4
재고자산	86.8	108.8	117.1	129.5	113.9
기타유동자산	219.5	45.3	72.9	41.3	49.6
<b>비유동자산</b>	<b>2,320.4</b>	<b>2,671.1</b>	<b>2,648.4</b>	<b>2,621.4</b>	<b>2,618.8</b>
투자자산	74.4	71.9	54.9	21.4	11.8
금융자산	60.8	63.9	53.5	19.9	10.5
유형자산	2,108.1	2,204.6	2,182.7	2,154.4	2,152.6
무형자산	82.5	354.0	348.8	341.6	322.9
기타비유동자산	55.4	40.6	62.0	104.0	131.5
<b>자산총계</b>	<b>3,216.2</b>	<b>3,501.2</b>	<b>3,429.3</b>	<b>3,368.0</b>	<b>3,326.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,068.2</b>	<b>791.9</b>	<b>527.4</b>	<b>682.1</b>	<b>454.2</b>
금융부채	626.1	466.0	244.6	390.7	177.7
매입채무	148.6	142.5	113.6	106.8	101.9
기타유동부채	293.5	183.4	169.2	184.6	174.6
<b>비유동부채</b>	<b>334.0</b>	<b>688.2</b>	<b>922.3</b>	<b>884.5</b>	<b>1,183.0</b>
금융부채	94.8	423.2	655.9	617.0	899.2
기타비유동부채	239.2	265.0	266.4	267.5	283.8
<b>부채총계</b>	<b>1,402.2</b>	<b>1,480.1</b>	<b>1,449.7</b>	<b>1,566.7</b>	<b>1,637.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,688.9</b>	<b>1,960.5</b>	<b>1,934.9</b>	<b>1,801.4</b>	<b>1,689.7</b>
자본금	465.6	505.4	505.4	505.4	50.4
자본잉여금	769.9	743.9	768.1	755.0	486.1
자본조정	(46.7)	(46.6)	(46.6)	(46.6)	(67.6)
기타포괄이익누계액	2.2	40.8	31.4	(1.7)	(0.9)
이익잉여금	497.9	717.0	676.6	589.3	1,221.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>125.1</b>	<b>60.6</b>	<b>44.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,814.0</b>	<b>2,021.1</b>	<b>1,979.6</b>	<b>1,801.4</b>	<b>1,689.7</b>
순금융부채	491.9	544.8	615.1	730.3	834.8

## 현금흐름표

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업활동 현금흐름</b>					
당기순이익	175.1	301.2	147.0	131.1	138.2
조정	20	1	22	21	27
감가상각비	99.6	102.2	135.1	163.6	175.1
외환거래손익	4.5	(6.1)	2.0	1.2	(3.4)
지분법손익	0.2	(2.8)	3.5	(0.1)	0.2
기타	(84.3)	(92.3)	(118.6)	(143.7)	(144.9)
영업활동 자산부채 변동	(177.6)	(16.6)	(51.0)	20.8	(24.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(74.3)</b>	<b>(223.0)</b>	<b>(115.6)</b>	<b>(76.3)</b>	<b>(138.8)</b>
투자자산감소(증가)	(40.6)	2.5	17.0	33.5	9.6
자본증가(감소)	(74.5)	(75.9)	(109.1)	(98.7)	(150.6)
기타	40.8	(149.6)	(23.5)	(11.1)	2.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>51.1</b>	<b>4.7</b>	<b>(256.9)</b>	<b>(265.1)</b>	<b>(285.5)</b>
금융부채증가(감소)	(226.3)	168.2	11.3	107.2	69.2
자본증가(감소)	225.8	13.7	24.2	(13.1)	(723.9)
기타재무활동	52.2	(83.5)	(111.5)	(148.8)	591.2
배당지급	(0.6)	(93.7)	(180.9)	(210.4)	(222.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>173.4</b>	<b>80.0</b>	<b>(56.5)</b>	<b>24.6</b>	<b>(38.4)</b>
Unlevered CFO	386.4	355.4	380.7	374.4	430.6
Free Cash Flow	120.9	161.9	180.5	266.3	230.3

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 쌍용양회



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최저
21.3.25	Not Rated	Not Rated		

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

- BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

- Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.10%	6.90%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 3월 21일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 3월 25일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법인
- 모집 또는 매출 관련 계약 체결 법인(신규상장후 40일간 적용)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.