SK COMPANY Analysis

SK securities

쌍용양회 (003410/KS | Not Rated)

ESG 에 적극적인 기업이 실적도 성장한다

2021 년 실적 가이던스 매출액 1.56 조, 영업이익 2,700 억, EBITDA 4,600 억으로 제시, 국내 시멘트 수요 및 P / Q 보수적으로 반영한 가이던스이기 때문에 상회 예상. ESG 는 단순 투자 센티먼트 개선뿐만 아니라 실적에도 긍정적 영향. 일례로 유연탄 절감효과+소각수수료+탄소배출권 매각이익 감안 시 약 700 억 이상의 실적 개선효과 기대됨. 늘어나는 CAPEX 도 (2021E 1,500 억) EBITDA 성장으로 커버. 안정적 배당도 투자포인트

1Q21 은 실적 기대감을 낮추되, 21 년 연간을 보자

1Q21 출하량은 10% 가량 증가(수출 증가 / 내수 유사) 예상. 단가의 경우 상승분이 1Q21 에는 반영되지 않을 것 예상하여, 결론적으로 1Q21 은 P, Q 의 증가 수혜 제한적일 전망. 더불어 1 분기는 계절적 요인으로 전형적인 비수기이도 함. 다만 연간으로 보았을 때 (P) 하반기부터 가격상승 전망하며, (Q)분양물량 증가로 인한 시멘트 수요 증가도 병행되는 데다가, (C)작년 1,7,8,10 월 준공된 순환자원시설의 Full Year 반영 등으로 원가개선효과가 기대됨. 따라서 상저하고의 실적을 예상해 볼 수 있음. 연간 가이던스로 제시된 영업이익 2,700 억은 가격 및 물량 증가 등을 감안하지 않은 보수적인 수치로 판단. 따라서 EBITDA 4,600 억 이상 달성 기대. 환경부문 이익 기여도 지속 증가 기대

ESG 에 투자해야하는 이유를 증명하는 회사

동사의 ESG 유관 투자 강화는 단순 센티먼트 개선뿐 아니라 펀더멘탈에도 긍정적 영향. 단순 유연탄 절감 효과 약 280 억 (유연탄 가격 $90 가정시). 더불어 소각 수수료 (약 260 억) 및 탄소배출권 매각 이익(약 170 억 (톤당 23,000 원 가정)) 등도 감안해 보았을 때 700 억 이상의 개선효과가 기대됨. 올해 변경된 '쌍용 C&E'라는 사명에서 C(시멘트) 부문은 탑라인의 성장, E(환경) 부문은 이익률 개선을 증명할 것임. ESG 투자에 적극적인 회사가 실적 개선에도 효과적임을 몸 소 증명

밸류에이션도 매력적인 수준

보수적 추정된 2021 년 EBITDA 가이던스 (4,600 억) 감안시 EV/EBITDA 9.8X 수준임. 탑라인 및 이익률 개선 감안해보면 추가 상승여력 있어보임. 배당도 안정 성장 예상

영업실적 및 투자지표

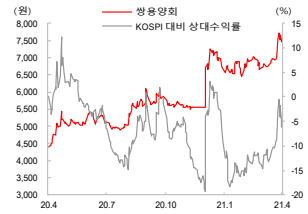
구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	억원	19,864	14,303	15,171	15,100	15,385	14,708
yoy	%	-1.7	-28.0	6.1	-0.5	1.9	-4.4
영업이익	억원	2,143	2,578	2,509	2,469	2,292	2,502
yoy	%	32.0	20.3	-2.7	-1.6	-7.2	9.1
EBITDA	억원	3,095	3,575	3,531	3,821	3,928	4,253
세전이익	억원	825	2,163	1,760	2,002	1,678	1,647
순이익(지배주주)	억원	769	1,728	3,021	1,463	1,307	1,382
영업이익률%	%	10.8	18.0	16.5	16.4	14.9	17.0
EBITDA%	%	15.6	25.0	23.3	25.3	25.5	28.9
순이익률	%	3.9	12.2	19.9	9.7	8.5	9.4
EPS	원	177	375	412	290	259	274
PER	배	20.1	8.7	9.9	23.8	24.0	24.4
PBR	배	1.1	0.9	1.1	1.8	1.7	2.0
EV/EBITDA	배	7.1	5.4	7.1	10.0	9.2	9.9
ROE	%	6.1	11.6	16.6	7.5	7.0	7.9
순차입금	억원	9,045	4,919	5,448	6,151	7,303	8,348
부채비율	%	117.7	77.3	73.2	73.2	87.0	96.9

Analyst
신서정
seojeong@sks.co.kr
02-3773-9978

Company Data	
자본금	504 억원
발행주식수	50,386 만주
자사주	1,578 만주
액면가	100 원
시가총액	37,538 억원
주요주주	
한앤코시멘트홀딩스(외11)	77.98%
외국인지분률	3.30%
배당수익률	1.50%

Stock Data	
주가(21/04/05)	7,450 원
KOSPI	3112.8 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	7,710 원
52주 최저가	4,400 원
60일 평균 거래대금	167 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.2%	8.7%
6개월	26.9%	-5.1%
12개월	69.1%	-6.3%

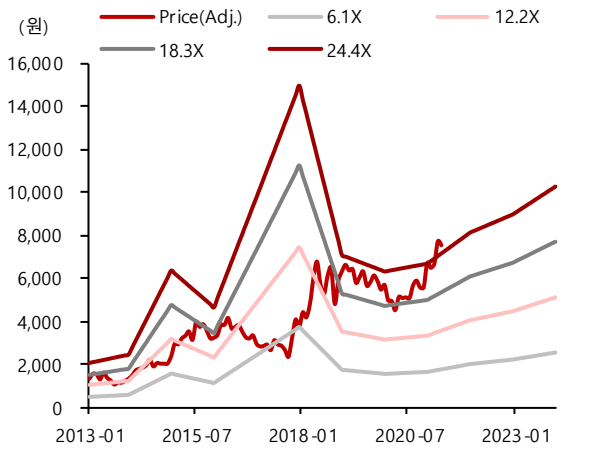
Analyst 신서정 seojeong@sks.co.kr / 02-3773-9978

쌍용양회 부문별 실적 추이

	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	1,734	1,783	1,733	1,757	1,681
시멘트사업	1,047	1,125	1,190	1,179	1,107
환경자원사업	47	40	98	101	119
석회석사업	127	81	61	64	55
해운사업	125	87	94	128	118
레미콘사업	366	378	339	325	318
골자새업	12	22	20	24	20
임대사업 등	11	10	5	7	7
영업이익	164	202	243	229	250
시멘트사업	165	163	160	165	181
환경자원사업	28	24	48	50	70
석회석사업	16	17	18	19	12
해운사업	60	4	14	11	8
레미콘사업	12	19	15	6	6
골자새업	2	2	3	2	3
임대사업 등	4	3	3	1	1
영업이익률	*9.5%*	*11.3%*	*14.0%*	*13.0%*	*14.9%*
시멘트사업	*15.8%*	*14.5%*	*13.5%*	*14.0%*	*16.3%*
환경자원사업	*60.3%*	*60.9%*	*49.1%*	*49.2%*	*59.0%*
석회석사업	*12.2%*	*20.8%*	*29.9%*	*30.1%*	*22.7%*
해운사업	*47.6%*	*4.9%*	*14.6%*	*8.4%*	*7.0%*
레미콘사업	*3.4%*	*4.9%*	*4.4%*	*2.0%*	*2.0%*
골자새업	*21.4%*	*11.1%*	*12.7%*	*8.2%*	*16.8%*
임대사업 등	*36.9%*	*32.0%*	*49.6%*	*21.2%*	*12.3%*

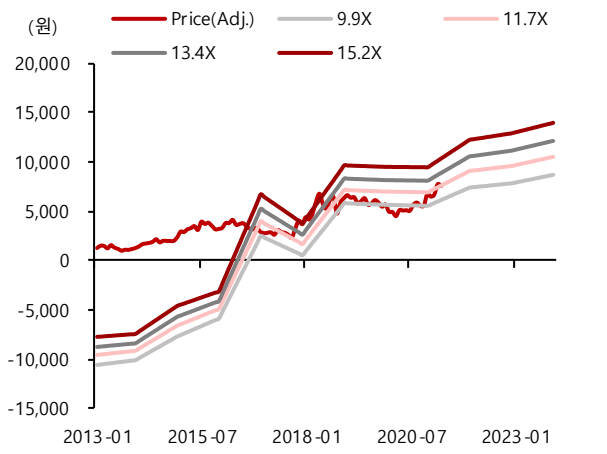
자료 : 쌍용양회, SK 증권

쌍용양회 12MF P/E Band Chart



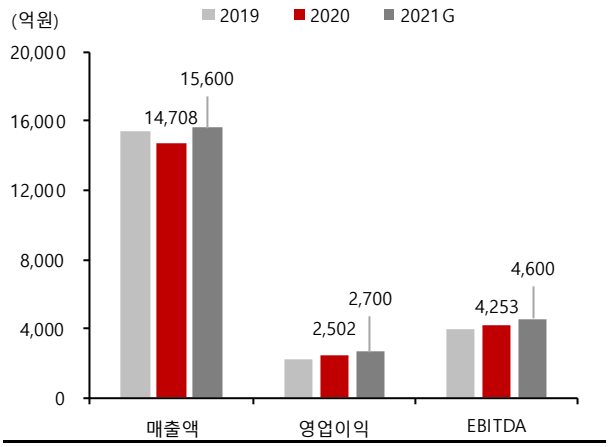
자료 : 쌍용양회, SK 증권

쌍용양회 EV/EBITDA Band Chart



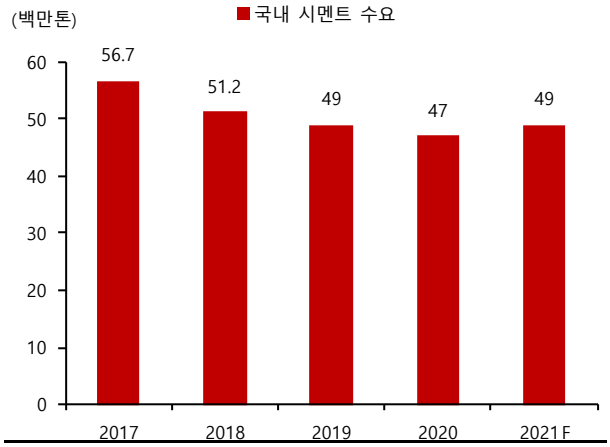
자료 : 쌍용양회, SK 증권

쌍용양회 2021 실적 가이던스



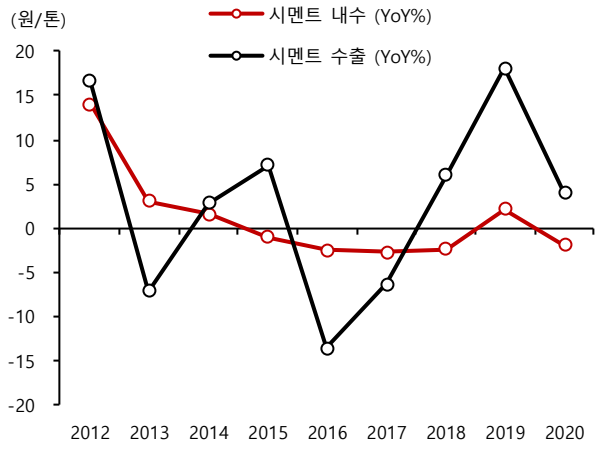
자료 : 쌍용양회, SK 증권

국내 시멘트 수요 : 2021 년 4,900 만톤 예상



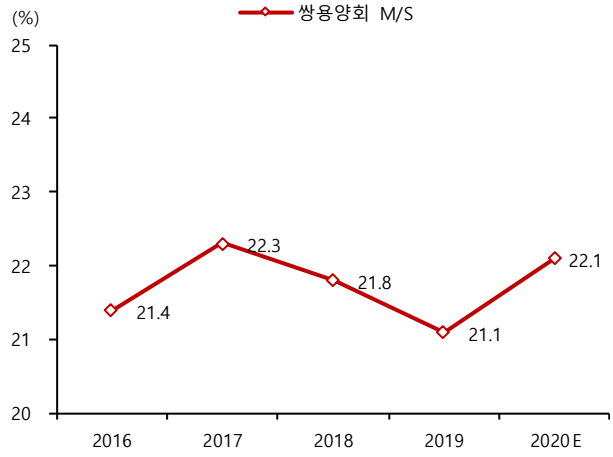
자료 : SK 증권 / 주: 2021 년의 경우 SK 증권 추정치 기준

쌍용양회 시멘트 내수 및 수출 가격 YoY(%)



자료 : 쌍용양회, SK 증권

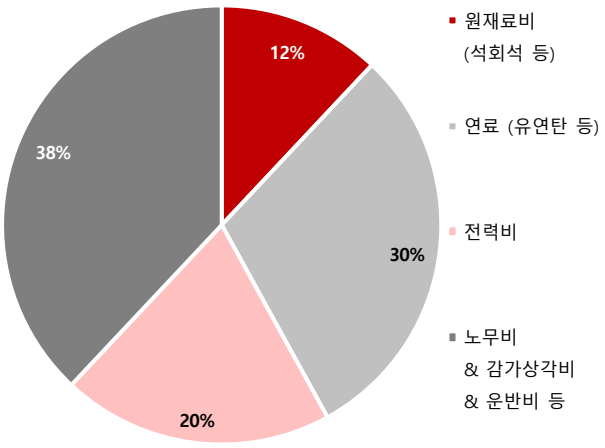
쌍용양회 M/S 추이



자료 : 쌍용양회, SK 증권 / 주: 2020 년의 경우 쌍용양회 추정치 적용

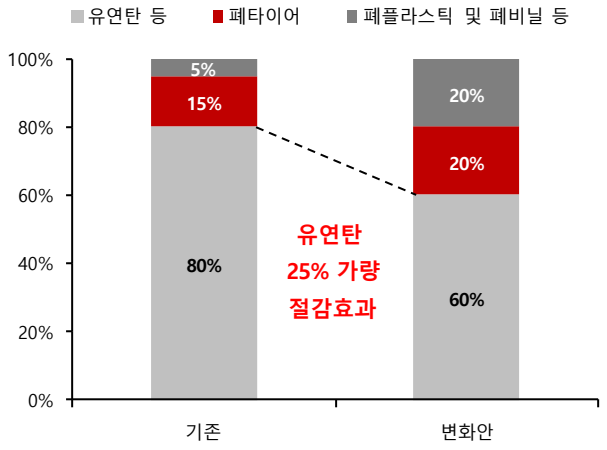
Analyst 신서정 seojeong@sks.co.kr / 02-3773-9978

시멘트 원가 구성



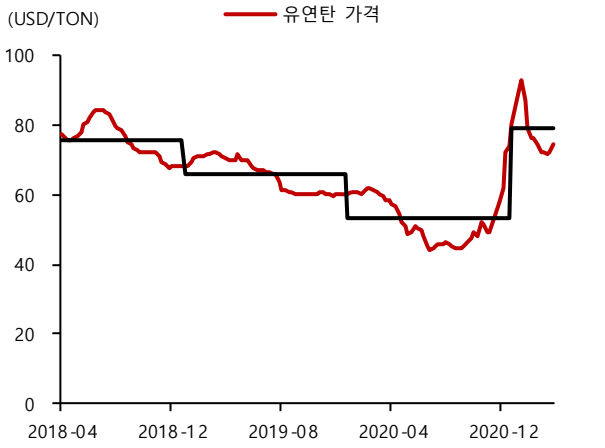
자료 : Industry Data, SK 증권
주 1: 연료는 대다수 유연탄 비중
주 2: 원재료비 약 10%, 연료비 30% 이상, 전력비 20~30% 수준

연료의 친환경화



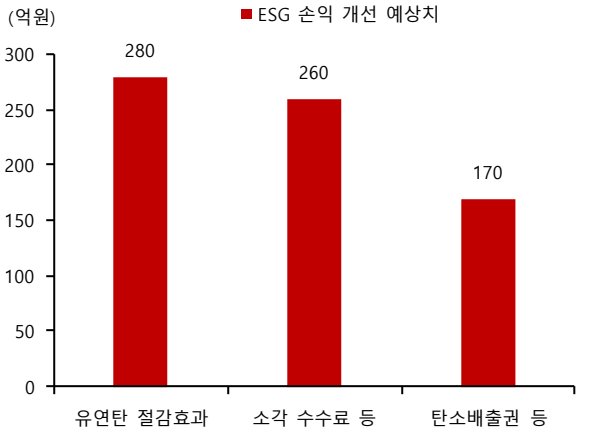
자료 : SK 증권

유연탄 가격 추이



자료 : 한국자원정보서비스, SK 증권

ESG 관련 펀더멘탈 개선



자료 : SK 증권
주 1: 주요 가정 1) 유연탄 가격 톤당 90 불로 가정한 수치
주 2: 주요 가정 2) 탄소배출권 톤당 2 만원 초중반으로 가정한 수치
주 3: 가정 수치 변화에 따라 손익 개선분 변동 가능

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2021.04.06	Not Rated				

Compliance Notice

- 작성자(신서정)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 4 월 6 일 기준)

매수	90%	중립	10%	매도	0%

Analyst **신서정** seojeong@sks.co.kr / 02-3773-9978

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	8,959	8,301	7,808	7,467	7,080
현금및현금성자산	2,066	2,866	2,301	2,548	2,164
매출채권및기타채권	3,723	3,398	3,143	3,077	3,101
재고자산	868	1,088	1,171	1,295	1,139
비유동자산	23,204	26,711	26,484	26,214	26,188
장기금융자산	608	639	535	199	105
유형자산	21,081	22,046	21,827	21,544	21,526
무형자산	825	3,540	3,488	3,416	3,229
자산총계	32,162	35,012	34,293	33,680	33,268
유동부채	10,682	7,919	5,274	6,821	4,542
단기금융부채	6,261	4,660	2,446	3,907	1,777
매입채무 및 기타채무	2,831	2,277	1,781	2,174	1,983
단기충당부채	170	204	250	159	121
비유동부채	3,340	6,882	9,223	8,845	11,830
장기금융부채	948	4,232	6,559	6,170	8,992
장기매입채무 및 기타채무	1	3	3	2	0
장기충당부채	356	355	222	251	248
부채총계	14,022	14,801	14,497	15,667	16,371
지배주주지분	16,889	19,604	19,349	18,014	16,897
자본금	4,656	5,054	5,054	5,054	504
자본잉여금	7,699	7,439	7,681	7,550	4,861
기타자본구성요소	-467	-467	-467	-467	-676
자기주식	-1	0	0	0	-82
이익잉여금	4,979	7,170	6,766	5,893	12,216
비지배주주지분	1,251	606	447		
자본총계	18,140	20,211	19,796	18,014	16,897
부채와자본총계	32,162	35,012	34,293	33,680	33,268

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	14,303	15,171	15,100	15,385	14,708
매출원가	10,361	11,216	11,156	11,526	10,550
매출총이익	3,942	3,955	3,944	3,858	4,158
매출총이익률 (%)	27.6	26.1	26.1	25.1	28.3
판매비와관리비	1,364	1,446	1,474	1,566	1,656
영업이익	2,578	2,509	2,469	2,292	2,502
영업이익률 (%)	18.0	16.5	16.4	14.9	17.0
비영업손익	-415	-749	-468	-615	-855
순금융비용	258	227	265	318	290
외환관련손익	-19	143	-44	-74	21
관계기업투자등 관련손익	-2	28	-35	1	-2
세전계속사업이익	2,163	1,760	2,002	1,678	1,647
세전계속사업이익률 (%)	15.1	11.6	13.3	10.9	11.2
계속사업법인세	522	-261	532	367	265
계속사업이익	1,641	2,022	1,470	1,311	1,382
중단사업이익	110	991			
***법인세효과**	17	-5			
당기순이익	1,751	3,012	1,470	1,311	1,382
순이익률 (%)	12.2	19.9	9.7	8.5	9.4
지배주주	1,728	3,021	1,463	1,307	1,382
지배주주귀속 순이익률(%)	12.08	19.91	9.69	8.49	9.39
비지배주주	23	-8	7	5	
총포괄이익	1,767	3,389	1,322	879	1,320
지배주주	1,743	3,398	1,315	875	1,320
비지배주주	24	-9	6	4	
EBITDA	3,575	3,531	3,821	3,928	4,253

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	1,967	2,983	3,144	3,641	3,843
당기순이익(손실)	1,751	3,012	1,470	1,311	1,382
비현금성항목등	2,112	542	2,337	2,433	2,924
유형자산감가상각비	956	979	1,272	1,539	1,653
무형자산상각비	40	43	80	97	98
기타	1,116	-480	986	797	1,173
운전자본감소(증가)	-1,776	-166	-526	190	-262
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-726	-45	209	691	-39
재고자산감소(증가)	46	-158	-360	-186	77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-486	-482	-356	-320	-264
기타	-2,062	429	400	1,386	-114
법인세납부	-129	-489	-177	-334	-219
투자활동현금흐름	-743	-2,230	-1,141	-744	-1,372
금융자산감소(증가)	-50	-197	99	173	-1
유형자산감소(증가)	-745	-759	-1,091	-987	-1,506
무형자산감소(증가)	-4	2	-231	-7	7
기타	35	19	28	27	102
재무활동현금흐름	511	47	-2,569	-2,651	-2,855
단기금융부채증가(감소)	-1,975	-2,513	-2,882	-2,404	-3,176
장기금융부채증가(감소)	-164	2,673	2,524	2,182	3,110
자본의증가(감소)	2,913	1,115			4,407
배당금의 지급	6	937	1,809	2,104	2,220
기타		60	0	2	6
현금의 증가(감소)	1,734	800	-565	246	-384
기초현금	332	2,066	2,866	2,301	2,548
기말현금	2,066	2,866	2,301	2,548	2,164
FCF	2,903	-1,370	1,432	2,106	1,996

자료 : 쌍용양회, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
성장성 (%)					
매출액	-28.0	6.1	-0.5	1.9	-4.4
영업이익	20.3	-2.7	-1.6	-7.2	9.1
세전계속사업이익	162.2	-18.6	13.7	-16.2	-1.8
EBITDA	15.5	-1.2	8.2	2.8	8.3
EPS(계속사업)	111.6	9.9	-29.7	-10.7	5.8
수익성 (%)					
ROE	11.6	16.6	7.5	7.0	7.9
ROA	5.7	9.0	4.2	3.9	4.1
EBITDA마진	25.0	23.3	25.3	25.5	28.9
안정성 (%)					
유동비율	83.9	104.8	148.1	109.5	155.9
부채비율	77.3	73.2	73.2	87.0	96.9
순차입금/자기자본	27.1	27.0	31.1	40.5	49.4
EBITDA/이자비용(배)	13.5	14.5	13.3	11.5	14.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	375	412	290	259	274
BPS	3,627	3,879	3,828	3,564	3,370
CFPS	631	821	557	582	620
주당 현금배당금	160	1,070	1,090	420	440
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.1	11.0	29.2	29.6	26.5
PER(최저)	7.8	6.3	13.8	22.7	16.2
PBR(최고)	1.3	1.2	2.2	2.2	2.2
PBR(최저)	0.8	0.7	1.0	1.7	1.3
PCR	5.1	5.0	12.4	10.7	10.8
EV/EBITDA(최고)	7.9	8.3	12.6	11.5	11.2
EV/EBITDA(최저)	5.5	5.7	7.2	9.4	7.4