

# 쌍용양회 (003410)

## BNK 투자증권

기업분석 리포트

### 구조조정 효과와 환경사업 본격화로 수익성 레벨업

#### 배당만으로도 충분히 매력적. 매수 의견 및 목표주가 6,600원 제시

쌍용양회는 금년에 분기마다 주당 110원의 배당을 실시하고 있다. 결산배당을 작년처럼 (분기배당보다 10원 증액) 실시한다면 연간 배당금은 주당 450원이다. 현 주가 기준으로 배당수익률이 8.0%에 달한다. 배당만으로도 충분히 매력적이다. 쌍용양회에 대해 매수 의견과 목표주가 6,600원을 제시한다.

#### 구조조정 효과와 환경사업(순환자원 처리) 본격화로 수익구조 레벨업

2016년 한앤컴퍼니가 경영권을 인수한 이후 사업부문 구조조정으로 수익구조가 크게 개선됐다. 저마진 사업(IT, 유류, 소재 및 부품)을 차례로 매각하고 고마진의 시멘트 부문 중심으로 사업구조를 재편했다. 희소성과 수익성을 갖춘 슬래그시멘트 업체(대한시멘트, 대한슬래그)를 인수한 것도 주요했다. 구조조정 결과 전체 외형은 축소됐지만 수익성은 크게 개선됐다. 사업구조 재편 이전에는 한 자릿수대에 머물던 영업이익률이 10%대 중후반까지 상승했다. 최근에는 수익성이 더 높은 순환자원처리 사업까지 본격화되고 있다. 재활용폐기물(폐합성수지, 페타이어 등)을 고열 처리해 시멘트 생산연료로 활용하는 것으로 주 원재료인 유연탄을 대체하는 효과가 크다. 폐기물은 공급처로부터 수수료를 받고 매입하는 경우가 많아 매출 증대에도 이어진다

#### 시멘트 수요는 금년을 저점으로 반등→ 내년에 다시 성장세로 전환

건설 선행지표 감소와 불리한 기상여건 등으로 2020년 시멘트 내수는 전년 대비 7% 감소한 4,600만톤에 그칠 것으로 보인다. 하지만 내년부터는 시멘트 수요가 반등할 전망이다. 핵심 선행지표들이 일제히 상승 전환했기 때문이다. 시멘트 수요와 가장 밀접한 건축착공면적은 지난 6월부터 증가세(누계 기준)로 돌아섰다. 건설수주는 8월 누계기준으로 전년동기대비 24.6% 증가했다. 금년 신규분양 물량도 전년대비 35.3% 늘어날 전망이다

Fig. 1: 쌍용양회 연결재무제표 요약

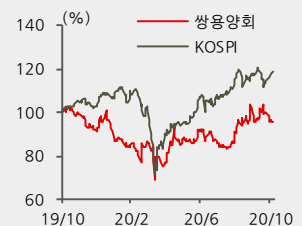
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	1,510	1,538	1,429	1,487	1,576
영업이익	247	228	244	253	267
세전이익	200	168	205	223	239
순이익[지배]	146	131	164	169	181
EPS(원)	290	259	324	334	357
증감률(%)	-52.7	-10.7	25.1	3.1	6.9
PER(배)	21.7	21.9	17.4	16.9	15.8
PBR	1.6	1.6	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.0	9.1	9.7	9.5	8.6
ROE(%)	7.5	7.0	9.2	9.8	10.2
배당수익률	5.9	7.4	8.0	8.0	8.0

자료: 쌍용양회, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	6,600원
[신규]	17.2%
현재주가	5,630원
2020/10/13	

주식지표	
시가총액	2,837십억원
52주최고가	6,090원
52주최저가	4,055원
상장주식수	50,386만주/154만주
자본금/액면가	505십억원/1,000원
60일평균거래량	177만주
60일평균거래대금	10십억원
외국인지분율	2.9%
자기주식수	158만주/0.3%
주요주주및지분율	
한앤코시멘트홀	78.0%
딩스 외	

#### 주가동향



#### 이선일

건설/건자재  
sunillee@bnkfn.co.kr  
(02)3215-7549

BNK투자증권 리서치센터  
07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24  
BNK금융타워 6층  
www.bnkfn.co.kr

**불리한 기상 여건으로 2020년 3분기 실적은 예상보다 다소 부진**

2020년 3분기 연결 매출액은 전년동기대비 9.5% 감소한 3,253억원으로 추정된다. 시장컨센서스(3,406억원)를 밑도는 실적이다. 유례없이 길었던 장마와 잦은 태풍으로 인해 시멘트 및 레미콘 출하가 예상보다 부진했기 때문이다. 시멘트 생산설비 가동률 하락으로 수익성이 높은 순환자원처리시설(환경자원 부문)의 활용도가 낮아진 점도 한 요인이다. 3분기 영업이익 역시 시장컨센서스(537억원)를 5.3% 하회한 509억원으로 추정된다. 그래도 이전 분기와 마찬가지로 유연탄 가격 하락 등 비용요인 개선으로 매출액에 비해 영업이익 감소 폭이 크지 않은 점은 긍정적이다.

Fig. 2: 2020년 3분기 주요실적 Preview

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	% YoY	컨센서스	과리율
매출액	337	424	359	418	314	385	325	-9.5	341	-4.5
영업이익	22	84	53	70	31	91	51	-4.0	54	-5.3
순이익	13	57	31	30	20	54	30	-3.6	31	-2.3

자료: 쌍용양회, BNK투자증권

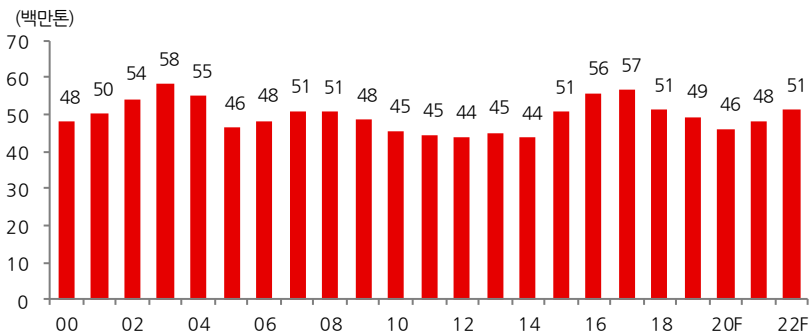
Fig. 3: 부문별 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
시멘트	1,047	1,041	1,125	1,190	1,176	1,069	1,111	1,173
레미콘/골재	348	377	400	359	348	328	345	378
에너지	421	6						
IT	186	0						
환경자원	43	47	40	98	101	107	113	118
석회석	114	127	81	61	64	56	54	53
해운	141	125	87	94	126	128	133	138
임대	8	11	10	5	8	8	8	8
기타(조정)	-323	-304	-227	-298	-285	-266	-277	-293
합계	1,986	1,430	1,517	1,510	1,538	1,429	1,487	1,576
(증감률)	-28.0	6.1	-0.5	1.9	-7.1	4.1	6.0	-28.0

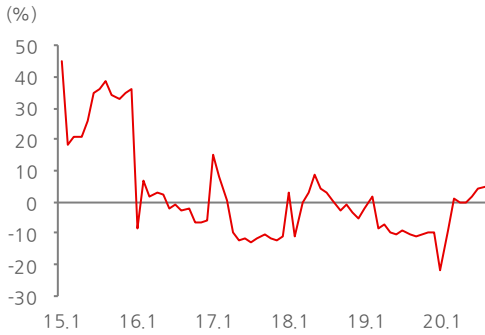
자료: 쌍용양회, BNK투자증권

Fig. 4: 시멘트 내수 추이와 전망



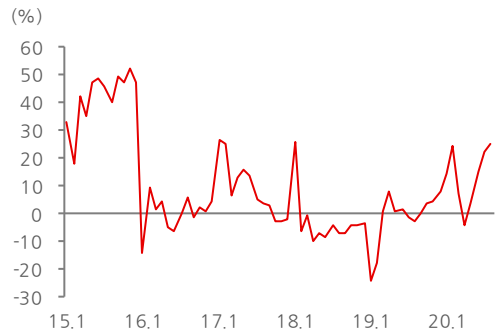
자료: 시멘트협회, BNK투자증권

Fig. 5: 건축착공면적 증감률(월별 누계기준 YoY)



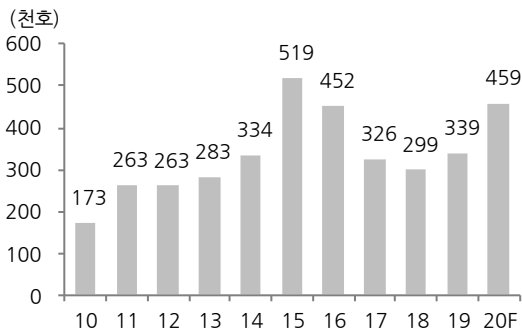
자료: 통계청, BNK투자증권

Fig. 6: 건설수주액 증감률(월별 누계기준 YoY)



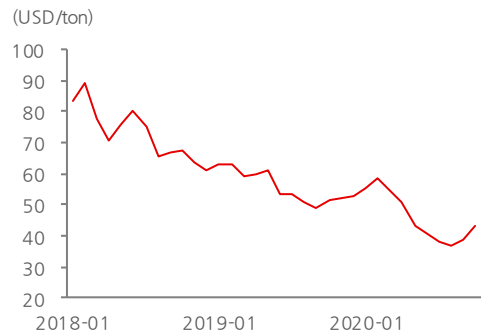
자료: 대한건설협회, BNK투자증권

Fig. 7: 아파트 분양물량 추이 및 전망



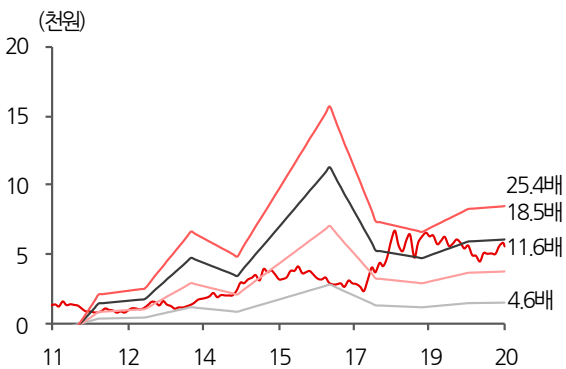
자료: 부동산114, BNK투자증권

Fig. 8: 유연탄 가격 추이(FOB 호주 Newcastle)



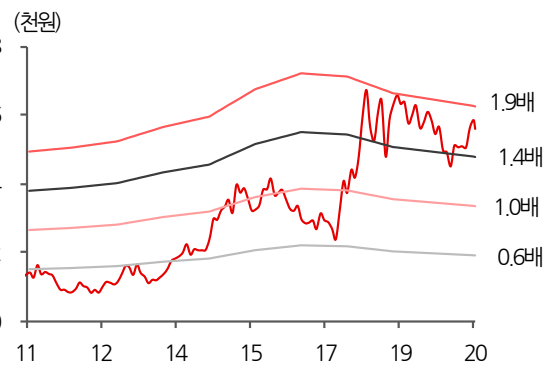
자료: 한국광물자원공사, BNK투자증권

Fig. 9: 쌍용양회 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 쌍용양회 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	781	748	736	831	1,046
현금성자산	230	255	212	312	518
매출채권	305	299	316	314	326
재고자산	117	129	125	121	119
비유동자산	2,648	2,581	2,523	2,428	2,339
투자자산	55	21	20	21	22
유형자산	2,183	2,154	2,083	1,992	1,907
무형자산	349	342	333	324	317
<b>자산총계</b>	<b>3,429</b>	<b>3,329</b>	<b>3,259</b>	<b>3,259</b>	<b>3,385</b>
유동부채	527	677	484	587	527
매입채무	114	107	118	121	127
단기차입금	179	60	131	67	47
비유동부채	922	849	1,030	984	989
사채및장기차입금	638	568	731	683	683
<b>부채총계</b>	<b>1,450</b>	<b>1,526</b>	<b>1,514</b>	<b>1,571</b>	<b>1,516</b>
지배기업지분	1,935	1,803	1,744	1,687	1,867
자본금	505	505	505	505	505
자본잉여금	768	755	755	755	755
이익잉여금	677	590	532	474	655
<b>자본총계</b>	<b>1,980</b>	<b>1,803</b>	<b>1,745</b>	<b>1,688</b>	<b>1,869</b>
총차입금	900	967	978	1,027	959
순차입금	615	690	734	683	409

**현금흐름표**

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>316</b>	<b>366</b>	<b>283</b>	<b>338</b>	<b>332</b>
당기순이익	147	132	164	169	181
비현금비용	258	264	204	209	206
감가상각비	135	164	132	123	116
비현금수익	-25	-21	-3	-3	-4
자산및부채의증감	-51	21	-45	13	3
매출채권감소	21	69	-18	2	-11
재고자산감소	-36	-19	4	4	2
매입채무증가	-36	-32	11	3	6
법인세환급(납부)	-18	-33	-40	-54	-58
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-116</b>	<b>-76</b>	<b>-83</b>	<b>-29</b>	<b>-26</b>
유형자산증가	-135	-100	-74	-32	-30
유형자산감소	26	1	21	8	6
무형자산순감	-23	-1	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-257</b>	<b>-265</b>	<b>-242</b>	<b>-209</b>	<b>-100</b>
차입금증가	11	66	11	50	-68
자본의증감	24	-13	0	0	0
배당금지급	-181	-210	-222	-227	0
현금의증가	-56	25	-42	100	206
기말현금	230	255	212	312	518
잉여현금흐름(FCF)	180	266	210	306	302

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,510</b>	<b>1,538</b>	<b>1,429</b>	<b>1,487</b>	<b>1,576</b>
매출원가	1,116	1,153	1,034	1,078	1,143
매출총이익	394	385	395	410	433
매출총이익률	26.1	25.0	27.6	27.6	27.5
판매비와관리비	147	157	151	157	166
판매비율	9.7	10.2	10.6	10.6	10.5
<b>영업이익</b>	<b>247</b>	<b>228</b>	<b>244</b>	<b>253</b>	<b>267</b>
영업이익률	16.4	14.8	17.1	17.0	16.9
EBITDA	382	392	376	376	383
영업외손익	-47	-60	-39	-29	-28
금융이자손익	-27	-30	-30	-31	-30
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-20	-30	-9	2	2
<b>세전이익</b>	<b>200</b>	<b>168</b>	<b>205</b>	<b>223</b>	<b>239</b>
세전이익률	13.2	10.9	14.3	15.0	15.2
법인세비용	53	37	40	54	58
법인세율	26.5	22.0	19.5	24.2	24.3
계속사업이익	147	132	164	169	181
<b>당기순이익</b>	<b>147</b>	<b>132</b>	<b>164</b>	<b>169</b>	<b>181</b>
당기순이익률	9.7	8.6	11.5	11.4	11.5
지배기업순이익	146	131	164	169	181
총포괄손익	132	88	164	169	181

**주요투자지표**

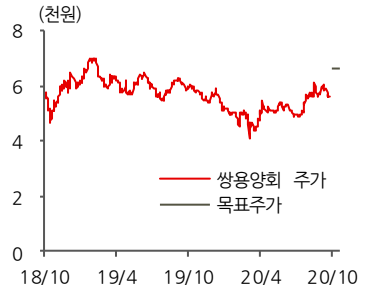
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS (원)	290	259	324	334	357
BPS	3,828	3,566	3,452	3,337	3,694
CFPS	753	740	722	743	757
DPS	370	420	450	450	450
PER (배)	21.7	21.9	17.4	16.9	15.8
PSR	2.1	1.9	2.0	1.9	1.8
PBR	1.6	1.6	1.6	1.7	1.5
PCR	8.4	7.7	7.8	7.6	7.4
EV/EBITDA	10.0	9.1	9.7	9.5	8.6
배당성향 (%)	126.8	160.9	137.5	133.4	124.7
배당수익률	5.9	7.4	8.0	8.0	8.0
매출액증가율	-0.5	1.9	-7.1	4.1	6.0
영업이익증가율	-1.6	-7.5	6.8	3.6	5.8
순이익증가율	-51.6	-10.4	25.0	3.0	7.0
EPS증가율	-52.8	-10.4	25.0	3.0	7.0
부채비율 (%)	73.2	84.7	86.8	93.1	81.1
차입금비율	45.5	53.6	56.0	60.9	51.3
순차입금/자기자본	31.1	38.3	42.0	40.5	21.9
ROA (%)	4.2	3.9	5.0	5.2	5.5
ROE	7.5	7.0	9.2	9.8	10.2
ROIC	6.5	6.4	7.2	7.1	7.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2020/10/13 종가 기준

## 투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
쌍용양회 (003410)	20/10/14	매수	6,600원	-	-

## 주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2020.09.30기준) / 매수(Buy) 95%, 보유(Hold) 5%, 매도(Sell) 0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.