

투자여건(신규)	매수
목표주가(12M,신규)	32,000원
현재주가(18/03/28)	23,850원
상승여력	34%

영업이익(18F,십억원)	263
Consensus 영업이익(18F,십억원)	264
EPS 성장률(18F,%)	-48.5
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.8
P/E(18F,x)	14.6
MKT P/E(18F,x)	9.3
KOSPI	2,419.29

시가총액(십억원)	2,403
발행주식수(백만주)	101
유동주식비율(%)	21.5
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	11,850
52주 최고가(원)	23,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.1	100.4	56.4
상대주가	14.5	96.6	39.8



[건설/건축자재]

이광수
 02-3774-1457
 kwangsoo.lee@miraeasset.com

쌍용양회 (003410)

용은 다시 날고 싶다.

시장 변화, 옵션을 주목

시멘트 시장이 변화하고 있다. 최근 M&A가 빠르게 진행되었다. 다음은 가격인상으로 시작되는 산업변화가 예상된다. **가격인상과 생산설비 감축, 사업다각화로 이어지는 산업변화가 가속화될 전망이다.** 장기적으로 시멘트 거래가격은 12% 인상이 가능할 전망이다. 원가 상승과 공급자 중심의 협상변화에 따른 인상이다. 이후 국내 전체 생산 설비 중 약 11% 이상의 감축을 예상된다. 가격 인상과 설비 감축을 통해 시멘트 산업에 대한 새로운 평가가 가능하다는 판단이다. 지금 시멘트 회사에 투자하면 시멘트 산업 변화라는 투자 옵션을 얻을 수 있다.

안정적인 투자 가치

시장 변화의 옵션과 더불어 쌍용양회는 본질적인 투자가치가 있다. 직접적인 이유는 높은 배당수익이다. 쌍용양회는 현재 분기 배당을 실시하고 있다. 현재 분기 배당 기준으로 연간 예상 배당액은 주당 1,400원이다. 예상 배당 수익률은 현재 주가 대비 약 5.9%에 이른다. **시장 대비 높은 배당수익은 안정적인 투자 가치를 의미한다.**

수익률과 더불어 배당 안정성도 주목된다. 대한시멘트 인수, 원가절감을 위한 설비 투자를 통해 내수 출하량 감소 전망에도 경쟁사 대비 높은 수익성 유지가 가능할 전망이다. 따라서, 배당금 지급을 위한 실적기반도 마련되어 있다는 평가다.

불안한 시장, 더 주목할 이유가 있다.

쌍용양회 목표주가 32,000원과 투자여건 'Buy'로 분석을 시작한다. 목표주가는 2018년 주당순자산에 향후 시멘트가격 상승에 따른 이익증가 18%를 감안하고, Target PBR 1.4배를 적용하여 산출했다. 최근 빠른 주가 상승으로 가치 평가에 대한 부담이 있다. 그러나, 높은 배당수익률과 안정적인 이익 그리고 산업 변화를 감안할 때 기업가치 상승은 충분히 가능하다는 판단이다.

성장에 대한 관심이 높다. 투자 회사를 고를 때도 성장이 중요한 판단기준이다. 그러나, **저성장 시대에는 '변화'도 중요한 투자 기회가 될 수 있다.** 변화를 통해서 기업가치가 상승할 수 있기 때문이다. 한국 시멘트 산업은 성장산업이 아니다. 그러나, 분명히 변화될 수 있는 산업이다. 불안한 주식 시장에서 성장보다 '변화'의 가치를 고민해 볼 시점이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,021	1,986	2,060	1,517	1,623	1,580
영업이익 (십억원)	162	214	262	255	263	267
영업이익률 (%)	8.0	10.8	12.7	16.8	16.2	16.9
순이익 (십억원)	105	77	173	313	165	177
EPS (원)	1,302	951	2,005	3,179	1,637	1,750
ROE (%)	8.9	6.1	11.6	17.2	8.4	8.9
P/E (배)	9.2	17.1	7.4	5.9	14.6	13.6
P/B (배)	0.8	1.0	0.8	1.0	1.2	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	5.7	6.0	6.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

I. 투자포인트

1. 시멘트, 시장 변화의 옵션을 사라.

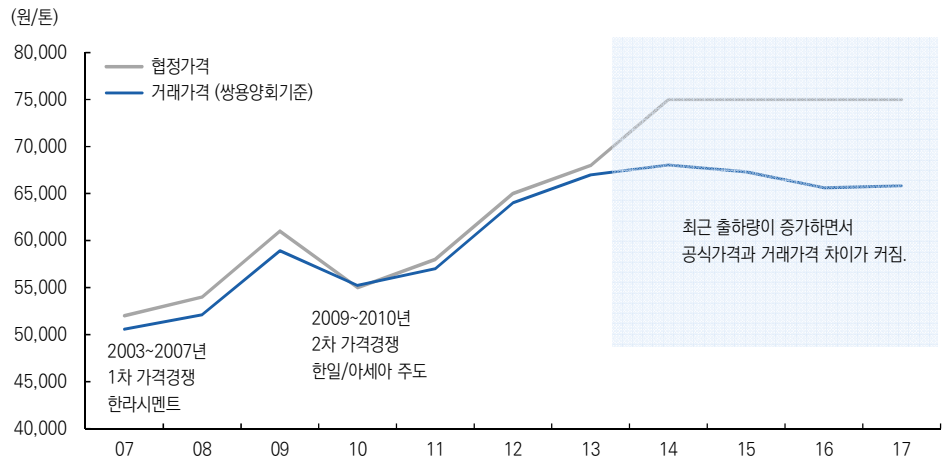
시멘트 산업 변화가 기대된다. 출발점은 가격 인상이다. 원가 상승에 따라 시멘트 가격인상이 예상된다. 아파트 착공 감소에 따른 출하량 감소도 시멘트 가격을 인상시키는 요인이 될 전망이다. 과거에도 역설적으로 시장이 가장 어려울 때 긍정적인 변화가 일어났다. 원가상승과 출하량 감소가 가격 인상의 원인이 될 수 있다는 판단이다.

단기적인 가격 인상을 넘어 향후 합리적인 시멘트 가격 형성도 주목할 점이다. 현재 시멘트 판매 가격은 협정가격보다 12% 이상 할인판매 되고 있다. 시멘트 협정가격은 수요처인 건설사, 시멘트 회사와 협상을 통해 결정된다. 따라서, 정상적인 상황에서는 협정가격과 판매(거래)가격이 차이가 크지 않아야 한다. 그렇다면 최근 협정과 판매가격의 차이가 커진 이유는 무엇인가?

판매가격과 협정가격 차이가 커진 이유는 원재료 가격 하락과 출하량 증가라고 판단된다. 또한 시장 M/S를 유지, 확대하기 위한 업체간 경쟁도 중요한 이유였다. 그러나, 현재 가격 차이 원인이 모두 바뀌고 있다. 유연탄을 비롯한 원재료 가격이 상승하고 있다. 아파트 분양 감소로 출하량 감소가 전망된다. 또한 시멘트 업계 M&A가 일단락되며 판매량 경쟁보다 수익성을 목표로 한 변화가 기대된다. 가격상승은 이익을 직접 증가시키기 때문에 시멘트회사에 가장 중요한 변화요인이다.

판매가격 인상은 시멘트 회사에 투자하는 옵션이 될 수 있다. ‘옵션’은 내재가치 이외에 추가로 기대할 수 있는 기업가치 상승요인이다. 결국, 협정가격과 판매가격 차이가 최대인 상황에서 가격 인상에 대한 기대감을 가질 수 있다. 가격 인상이라는 시장 변화는 시멘트 회사에 투자하는 옵션이 될 수 있다는 판단이다. 즉, 지금 시멘트 회사에 투자하면 플러스 옵션을 기대할 수 있다.

그림 1. 시멘트 협정가격과 거래가격 차이



자료: 한국시멘트협회, 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

2. 쌍용양회, 안정적인 투자 가치가 있다.

시멘트 시장 불확실성에도 쌍용양회를 통한 안정적인 투자 수익이 기대된다. 직접적인 이유는 높은 배당 수익률이다. 쌍용양회는 분기 배당이 가능하도록 정관을 개정한 이후 2017년 7월부터 분기별로 배당을 실시하고 있다. 배당기준일, 보통주 기준으로 2017년 6월 320원, 2017년 9월 350원 그리고 최근 2017년 12월 400원 배당금을 지급했다. 3분기 누적 배당금은 1,070원으로 현재 주가 기준 배당률이 4.5%에 이른다.

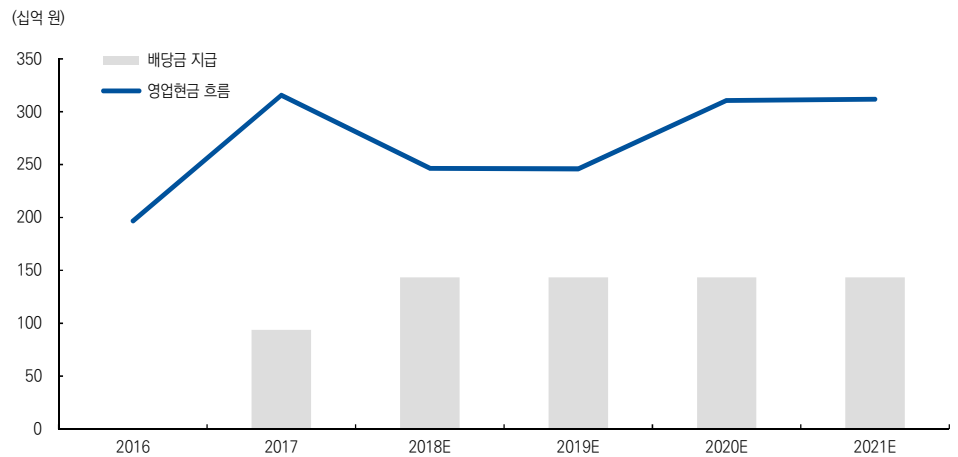
회사가 직접 발표한 배당정책은 없는 상황이다. 그러나, 2017년과 같은 분기 배당이 이루어진다면 1,400원 이상 배당이 가능할 전망이다. 연간 배당 1,400원은 현재 주가 기준 배당률 5.9% 수준이다. 시장 대비 높은 배당 수익은 쌍용양회에 투자해야 하는 가장 직관적인 이유다.

문제는 높은 배당금을 지급할 만한 안정적인 실적과 현금흐름 유지 여부다. 쌍용양회는 최근 대한시멘트 인수와 설비투자, 유연탄 옵션 계약을 통해 향후 안정적인 이익을 유지하기 위한 기반을 마련해왔다. 우선 쌍용양회는 2017년 3분기 대한시멘트를 2,650억원에 인수했다. 슬래그 시멘트를 생산하는 대한시멘트 인수를 통해 연결기준 이익 증가뿐 아니라 사업 시너지가 가능할 전망이다.

설비 투자를 통한 원가 절감도 주목할 점이다. 그동안 쌍용양회는 폐열발전 설비, ESS설치 등 원가 절감을 위한 투자를 지속했다. 투자를 통한 직접적인 원가 절감 효과는 2018년 2분기부터 본격적으로 발생한다. 원가 변화에 가장 중요한 역할을 하는 유연탄 옵션도 실적 안정에 기여할 것이다. 쌍용양회는 옵션 계약을 통해 2018년부터 2021년까지 유연탄 구입량 중 60% 이상을 일정가격으로 고정시켰다.

시멘트 시장 변동에도 불구하고 대한시멘트 인수, 원가절감을 위한 투자, 원재료 가격 변동성을 줄이기 위한 옵션은 향후 쌍용양회의 안정적인 실적과 현금흐름 창출 기반이 될 전망이다. 또한 낮은 부채비율을 유지하고 있어 향후 높은 배당을 지속 유지할 수 있다는 판단이다. 2018년 이후 2021년까지 연평균 평균 영업현금흐름은 2,790억원으로 추정된다. 따라서, 추정 배당금 지급액 약 1,400억원에 대한 지급여력은 충분하다는 판단이다.

그림 2. 영업현금 흐름과 배당금 추정

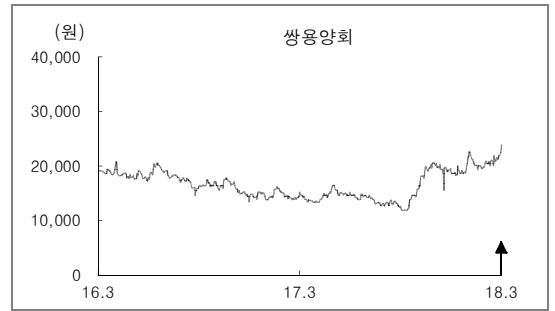


자료: 쌍용양회, 미래에셋대우 리서치센터

쌍용양회
 용은 다시 날고 싶다.

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
쌍용양회(003410)				
2018.03.28	매수	32,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.