

2023. 2. 14



Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련

02 3779 8634 _ sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	8,000 원
현재주가	5,880 원
상승여력	36.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(2/13)	2,452.7 pt
시가총액	29,627 억원
발행주식수	503,860 천주
52주 최고가 / 최저가	8,350 / 5,320 원
90일 일평균거래대금	27.02 억원
외국인 지분율	2.6%
배당수익률(23.12E)	7.5%
BPS(23.12E)	2,983 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 3.5%
	6개월 -13.3%
	12개월 -12.4%
주주구성	한앤코시멘트홀딩스(외 12인) 78.0%
	국민연금공단(외 1인) 5.4%
	쌍용양회우리사주(외 1인) 0.4%

Stock Price



쌍용C&E (003410)

평가 인상 효과가 크게 반영된 4분기

내수 판매 증가와 평가 인상 효과 반영되며 컨센서스 상회

쌍용C&E의 4분기 매출액은 6,277억원으로 전년동기대비 29.1% 증가, 컨센서스 대비 8.1% 상회했다. 영업이익은 1,322억원으로 전년동기대비 94.1% 증가, 컨센서스 영업이익 726억원 및 당사 추정치 807억원 대비 80% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 수출 재기에 따른 가동률 정상화와 국내 내수 판매량의 8% YoY 증가 및 2022년 연간 두차례 단행된 평가 인상 효과가 4분기에 본격적으로 나타나면서 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록한 것으로 파악된다. 평가 상승 통보가 실제 계약으로 이어지면서 단가가 높아진 물량이 판매되어야 인상 효과가 실적으로 확인되는데, 지난해 인상 효과가 나타나는 시점이 여러 대외 요건으로 지연되다 금번 분기에 한꺼번에 효과가 확인된 상황이다. 그밖에 탄소배출권 매각이익 약 180억원이 반영된 점 역시 호실적에 영향을 미쳤다. 유연탄 가격의 전반적 하락 추세는 긍정적이나, 여전히 정부의 전기료 인상 가능성 확대 및 기타 물류비, 운반비 증가분을 감안하면 연내 추가 평가 인상이 가능할 것으로 기대하고 있다.

업황 장기 다운사이클, 그린에코솔루션 실적 확인

주택 시장 착공 둔화 본격화에 따른 시멘트 시장 출하량 감소를 고려, 쌍용C&E의 목표주가를 기존 9,000원에서 8,000원으로 하향 조정한다. 쌍용C&E의 순환자원대체율 확대 노력으로 인해 현재 사용하고 있는 유연탄 총량은 과거 평균 130만톤 대비 향후 70만톤까지 감축시킬 것으로 기대, 유연탄 가격 안정화가 나타날 경우 영업 레버리지를 기대할 수 있다는 점에서는 긍정적이다. 다만, Q의 감소로 인한 멀티플 디스카운트는 불가피한 시점으로 판단된다. 새로운 성장 동력인 폐기물 중간처리업체 그린에코솔루션의 가동 본격화가 올해 나타날 예정인데, 지난해 적자를 기록했기 때문에 추후 가동에 따른 경상적 마진 레벨을 확인하여 이익 추정치를 변경할 예정이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액	1,661	1,965	2,115	1,929	1,832
영업이익	249	221	238	239	232
세전계속사업손익	191	175	206	209	205
순이익	186	131	160	162	159
EPS (원)	369	261	317	322	315
증감률 (%)	34.6	-29.4	21.6	1.6	-2.2
PER (x)	20.9	22.6	18.6	18.3	18.7
PBR (x)	2.3	1.9	2.0	2.1	2.1
EV/EBITDA (x)	9.1	9.6	9.0	8.9	9.2
영업이익률 (%)	15.0	11.2	11.3	12.4	12.7
EBITDA 마진 (%)	28.7	21.6	21.0	22.2	22.1
ROE (%)	11.1	8.2	10.4	11.0	11.2
부채비율 (%)	115.3	126.1	133.2	135.8	140.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 쌍용 C&E 목표주가 재산정

	2021	2022P	2023E	2024E
EPS (원)	369	261	317	322
EPS growth (%)	34.6	-29.4	21.6	1.6
PER (X)	20.9	22.6	18.6	18.3
적용EPS (원)	318	12M Forward EPS		
Target Multiple (X)	22.7	출하 감소 구간인 2018~2020년 3년 평균 멀티플		
목표주가 (원)	8,000			
현재주가 (원, 2/13)	5,880			
Upside (%)	36.1			
기존목표주가 (원)	9,000			
변동률 (%)	-11.1			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 쌍용 C&E 4Q22 Review

(단위: 십억원)	4Q22P	4Q21	YoY (% , %p)	3Q22	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	627.7	486.1	29.1	474.7	32.2	580.6	8.1
영업이익	132.2	68.1	94.1	36.1	265.9	72.6	82.2
영업이익률 (%)	21.1	14.0	7.1	7.6	13.4	12.5	8.6
순이익	87.3	21.9	298.6	20.5	326.4	40.0	118.0
영업이익률 (%)	13.9	4.5	9.4	4.3	9.6	6.9	7.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 쌍용C&E, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 쌍용 C&E 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2022P	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	1,965	2,115	1,929	376	486	475	628	436	535	521	623
쌍용C&E 별도	1,330	1,373	1,177	254	319	307	449	276	338	332	427
대한시멘트	199	225	219	35	53	50	61	45	62	51	66
쌍용레미콘	392	416	410	78	104	104	106	89	111	103	113
그린에코솔루션	112	162	181	0	22	42	49	33	34	44	51
Sales Growth (YoY %)	18.4	7.6	-8.8	11.8	16.9	12.3	29.1	15.8	10.1	9.7	-0.7
쌍용C&E 별도	21.6	13.1	-2.7	9.4	16.1	3.8	32.3	8.6	5.9	8.1	-4.9
대한시멘트	11.5	6.0	-1.3	2.9	9.8	38.2	34.8	28.5	17.4	3.1	8.6
쌍용레미콘	274.0	-10.0	-5.0	3.2	11.5	23.4	7.7	13.1	6.8	-1.2	7.0
영업이익	221	238	239	0	52	36	132	42	63	56	77
쌍용C&E 별도	133	141	119	-5	26	15	96	24	33	36	48
대한시멘트	34	29	26	3	10	6	15	5	8	7	9
쌍용레미콘	29	24	24	-1	12	10	8	5	6	6	7
그린에코솔루션	-10	11	16	0	-3	-5	-2	1	2	4	4
영업이익률 (%)	11.2	11.3	12.4	0.1	10.7	7.6	21.1	9.5	11.9	10.8	12.3
쌍용C&E 별도	10.0	10.2	10.1	-1.8	8.1	5.0	21.4	8.7	9.8	10.7	11.3
대한시멘트	17.0	13.0	11.9	9.4	18.2	12.4	24.0	12.0	12.7	13.5	13.5
쌍용레미콘	7.3	5.8	5.9	-1.7	11.5	9.4	7.7	5.3	5.5	6.0	6.5
그린에코솔루션	-8.8	6.9	8.8	0.0	-12.1	-11.7	-4.9	3.0	7.0	8.0	8.4
순이익	131	160	162	-15	39	20	87	26	43	37	53
순이익률 (%)	6.7	7.5	8.4	-4.1	8.0	4.3	13.9	6.0	8.0	7.2	8.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410)

재무상태표

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
유동자산	629	630	719	839	907
현금 및 현금성자산	108	61	123	298	394
매출채권 및 기타채권	334	377	411	375	356
재고자산	153	152	163	146	137
기타유동자산	35	40	22	20	19
비유동자산	2,936	2,908	2,786	2,565	2,414
관계기업투자등	213	341	328	221	184
유형자산	2,357	2,202	2,092	1,979	1,865
무형자산	366	366	366	366	366
자산총계	3,565	3,538	3,505	3,404	3,321
유동부채	665	728	756	714	692
매입채무 및 기타채무	281	347	377	336	317
단기금융부채	32	32	32	32	32
기타유동부채	352	349	347	345	343
비유동부채	1,244	1,245	1,246	1,247	1,249
장기금융부채	72	75	77	79	81
기타비유동부채	1,172	1,170	1,169	1,168	1,167
부채총계	1,909	1,973	2,002	1,961	1,941
지배주주지분	1,655	1,565	1,503	1,444	1,380
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	26	26	26	26	26
이익잉여금	1,649	1,559	1,497	1,437	1,374
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	1,655	1,565	1,503	1,444	1,380

현금흐름표

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	381	271	344	494	429
당기순이익(손실)	186	131	160	162	159
비현금수익비용가감	286	253	256	239	222
유형자산감가상각비	221	196	199	182	165
무형자산상각비	7	7	7	7	7
기타현금수익비용	58	49	49	49	50
영업활동 자산부채변동	-90	-113	-72	93	48
매출채권 감소(증가)	-6	-43	-35	36	19
재고자산 감소(증가)	-107	1	-11	18	8
매입채무 증가(감소)	10	-65	-30	40	19
기타자산, 부채변동	13	-6	4	-1	1
투자활동 현금흐름	-330	-120	-85	-121	-134
유형자산처분(취득)	-89	-2	-2	-2	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	199	109	109	109	109
기타투자활동	-441	-228	-192	-228	-241
재무활동 현금흐름	-159	-197	-198	-198	-198
차입금의 증가(감소)	27	-10	-10	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-221	-222	-222	-222	-222
기타재무활동	34	34	34	33	33
현금의 증가	-108	-47	61	175	96
기초현금	216	108	61	123	298
기말현금	108	61	123	298	394

주: IFRS 연결 기준

자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액	1,661	1,965	2,115	1,929	1,832
매출원가	1,237	1,556	1,678	1,508	1,422
매출총이익	424	409	437	421	410
판매비 및 관리비	176	188	199	181	178
영업이익	249	221	238	239	232
(EBITDA)	477	425	445	428	405
금융손익	-29	-29	-29	-29	-29
이자비용	31	34	34	33	33
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-29	-17	-3	-1	1
세전계속사업이익	191	175	206	209	205
계속사업법인세비용	5	44	46	47	46
계속사업이익	186	131	160	162	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	186	131	160	162	159
지배주주	186	131	160	162	159
총포괄이익	186	131	160	162	159
매출총이익률 (%)	25.5	20.8	20.7	21.8	22.4
영업이익률 (%)	15.0	11.2	11.3	12.4	12.7
EBITDA 마진률 (%)	28.7	21.6	21.0	22.2	22.1
당기순이익률 (%)	11.2	6.7	7.5	8.4	8.7
ROA (%)	5.4	3.7	4.5	4.7	4.7
ROE (%)	11.1	8.2	10.4	11.0	11.2
ROIC (%)	7.9	5.7	6.5	7.1	7.4

주요 투자지표

	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	20.9	22.6	18.6	18.3	18.7
P/B	2.3	1.9	2.0	2.1	2.1
EV/EBITDA	9.1	9.6	9.0	8.9	9.2
P/CF	8.2	7.7	7.1	7.4	7.8
배당수익률 (%)	5.7	7.5	7.5	7.5	7.5
성장성 (%)					
매출액	13.0	18.3	7.6	-8.8	-5.0
영업이익	-0.6	-11.2	7.9	0.5	-2.9
세전이익	15.9	-8.3	17.7	1.6	-2.2
당기순이익	34.6	-29.4	21.6	1.6	-2.2
EPS	34.6	-29.4	21.6	1.6	-2.2
안정성 (%)					
부채비율	115.3	126.1	133.2	135.8	140.6
유동비율	94.6	86.5	95.1	117.6	131.0
순차입금/자기자본(x)	65.1	71.3	69.5	59.5	54.5
영업이익/금융비용(x)	8.0	6.5	7.1	7.2	7.0
총차입금 (십억원)	1,187	1,177	1,167	1,157	1,147
순차입금 (십억원)	1,078	1,116	1,045	859	753
주당지표 (원)					
EPS	369	261	317	322	315
BPS	3,286	3,106	2,983	2,865	2,740
CFPS	936	763	825	796	756
DPS	440	440	440	440	440

쌍용C&E 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원) 12,000 10,000 8,000 6,000 4,000 2,000 0 21/02 21/08 22/02 22/08 23/02 — 주가 — 목표주가		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2021.06.07	변경	김세현									
		2021.06.07	Buy	9,500	-9.6	-14.9							
		2021.11.15	Buy	10,000	-17.5	-21.8							
		2022.02.11	Buy	9,500	-12.1	-24.5							
		2022.11.04	Buy	9,000	-30.0	-35.1							
		2023.02.14	Buy	8,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세현).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)