

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 기준 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 | | 투자의견 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) |