



쌍용C&E (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	7,700원 (M)
현재주가 (5/9)	5,990원
상승여력	29%

시가총액	30,181억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	35억원
60일 평균 거래량	595,234주
52주 고	8,010원
52주 저	5,320원
외인지분율	2.63%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.5)	3.8	(25.2)
상대	(2.3)	2.6	(22.2)
절대(달려환산)	(2.0)	(1.2)	(28.0)

P, Q 개선 효과가 무색해진 실적

1Q23 Review : 시장 예상치 하회

2023년 1분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 4,914억원(+30.6%, YoY), 영업손익 -17억원(적전, YoY)으로 시장 예상치(영업손익 : +85억원, 1개월 기준)를 하회했다. 연결 매출액은 1) 2022년 두 차례 판가 인상(2022년 4월 +12,000원/톤, 2022년 11월 +14,000원/톤) 효과와 2) 내수 출하량 증가(+9%, YoY)로 전년동기 대비 30% 이상 증가했다. 반면, 영업손익은 1) 전력비 상승에 따른 원가 부담 가중 2) 통상 1분기에 진행되는 설비 보수 관련 전반적인 비용(인건비, 자재비 등) 증가 등으로 17억원의 영업손실을 기록했다. 폐합성수지 처리업을 영위하는 자회사 그린에코솔루션 영업손익은 증설공사 지연 및 폐합성수지 시장의 부정적 환경이 조성되며 전년동기 대비 부진한 실적을 기록했다[-24억원(1Q22) → -37억원(1Q23P)]. 금리 상승에 따른 금융비용 증가로 연결 기준 세전 손실 규모는 보다 확대되었다.

정부의 전기료 인상 의지, 시멘트 판가 인상 반영 여부가 관건

쌍용C&E의 전체 매출원가 중 전력비 비중은 10%를 상회하는 것으로 추정되고 있으며 2022년부터 현재까지 약 30% 이상 상승한 것으로 파악되고 있다. 당분기 손익은 전년대비 뚜렷한 P, Q의 개선 효과에도 불구하고, 전력비 등 원가 부담이 실적 부진의 원인으로 작용했다. 2022년 12월, 산업통상자원부는 2023년 전기요금 인상 폭을 가정용 기준 2022년 말 대비 51.6원/kwh(+44.3%, YoY)으로 제시했다. 2023년, 내수 출하량은 전년 화물연대 파업 영향 등으로 상고하저의 흐름을 보일 것으로 예상되는 가운데 전력비 인상 시기/폭과 이에 대한 추가적인 판가 전가 여부가 실적 추정의 변수가 될 전망이다. 다만, 2022년 판가 인상의 뚜렷한 명분이었던 유연탄 가격의 급락세는 추가적인 판가 인상 시도에 부정적 요인으로 판단한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 7,700원 유지

쌍용C&E에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 7,700원을 유지한다. 상반기 대비 하반기 P, Q의 개선 효과가 축소될 것으로 예상하는 만큼 동사의 환경 사업 및 그린에코솔루션 이익 기여 확대가 보다 중요한 시그널이 될 것으로 예상한다. 동사는 2023년 3월, 주주환원정책 발표를 통해 기존 주당 110원의 현금배당을 2023년 1분기부터 주당 70원(현금배당)+ 주당 40원에 해당하는 약 200억원을 자사주 매입/소각에 활용할 계획을 언급했다. 이는 유통주식수 감소와 높은 대주주 지분율의 추가적인 상승으로 이어질 전망이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,914	30.6	-21.7	4,657	5.5
영업이익	-17	적전	적전	163	-110.6
세전계속사업이익	-225	적지	적전	-43	-418.6
지배순이익	-257	적지	적전	-35	-640.0
영업이익률 (%)	-0.4	적전	적전	3.5	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	-5.2	적지	적전	-0.7	-4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	16,614	19,650	21,966	21,815
영업이익	2,487	2,209	2,178	2,217
지배순이익	1,860	1,278	1,127	1,329
PER	20.8	27.8	26.6	22.7
PBR	2.3	2.2	1.9	2.0
EV/EBITDA	10.5	10.5	9.4	9.3
ROE	11.1	7.9	7.2	8.9

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 1Q23 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	376	486	475	628	491	30.6%	-21.7%	463	6.3%
영업이익	0	52	36	132	-2	적전	적전	8	적전
세전이익	-13	48	19	117	-22	적지	적전	-4	적지
지배주주순이익	-15	39	20	84	-26	적지	적전	-3	적지
영업이익률	0.1%	10.7%	7.6%	21.1%	-0.4%			1.8%	
세전이익률	-3.4%	9.8%	4.1%	18.6%	-4.6%			-0.9%	
지배주주순이익률	-4.1%	8.0%	4.3%	13.3%	-5.2%			-0.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

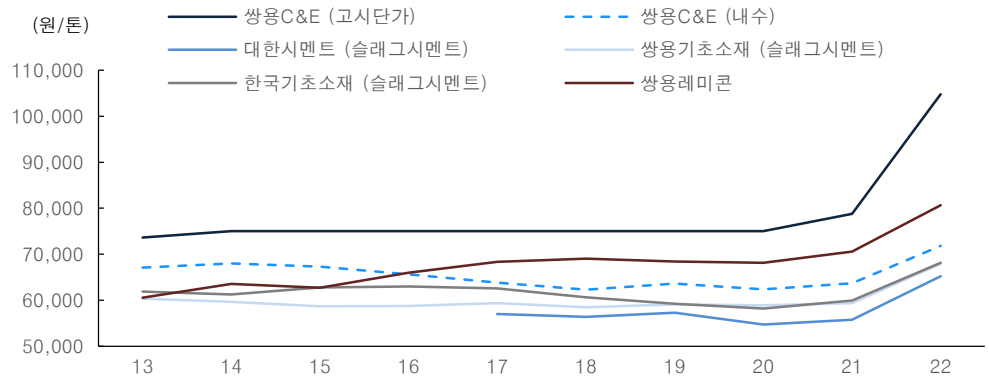
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액 (연결)	376	486	475	628	1,965	491	570	522	613	2,197	2,182
- 쌍용 C&E(별도)	254	319	307	449	1,330	329	373	340	404	1,446	1,460
- 연결자회사	122	167	168	179	636	163	197	183	208	751	721
매출원가 (연결)	332	386	386	450	1,555	436	447	417	456	1,756	1,735
% 매출원가율	88.1%	79.4%	81.4%	71.7%	79.1%	88.8%	78.4%	79.8%	74.5%	80.0%	79.5%
매출총이익 (연결)	45	100	88	177	410	55	123	106	156	440	447
% 매출총이익률	11.9%	20.6%	18.6%	28.3%	20.9%	11.2%	21.6%	20.2%	25.5%	20.0%	20.5%
판매비 (연결)	44	48	52	45	190	57	53	54	59	222	225
% 판매비율	11.8%	9.9%	11.0%	7.2%	9.6%	11.6%	9.2%	10.3%	9.7%	10.1%	10.3%
영업이익 (연결)	0	52	36	132	221	-2	71	52	97	218	222
- 쌍용 C&E(별도)	-5	26	15	96	133	-5	44	35	53	127	130
- 연결자회사	5	26	21	36	88	4	27	17	44	91	91
% 영업이익률(연결)	0.1%	10.7%	7.6%	21.1%	11.2%	-0.4%	12.4%	9.9%	15.8%	9.9%	10.2%
- 쌍용 C&E(별도)	-1.8%	8.1%	5.0%	21.4%	10.0%	-1.6%	11.7%	10.4%	13.1%	8.8%	8.9%
- 연결자회사	4.0%	15.7%	12.4%	20.2%	13.9%	2.2%	13.6%	9.1%	21.1%	12.1%	12.6%

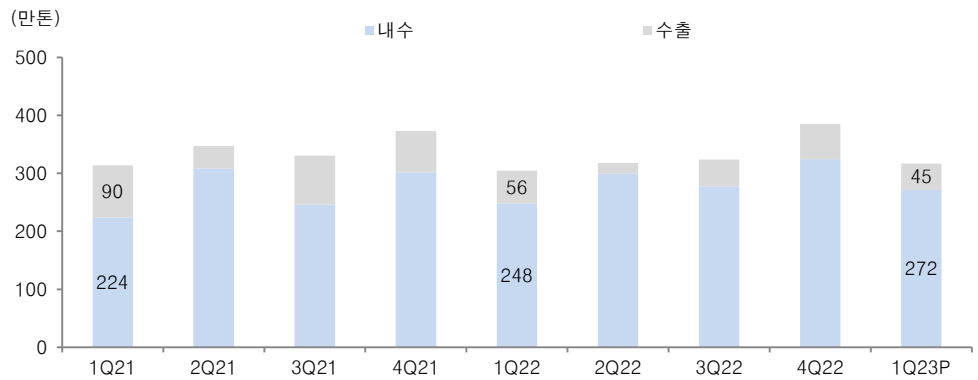
자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 및 주요 지회사 평가 추이 [분기 누계 기준]



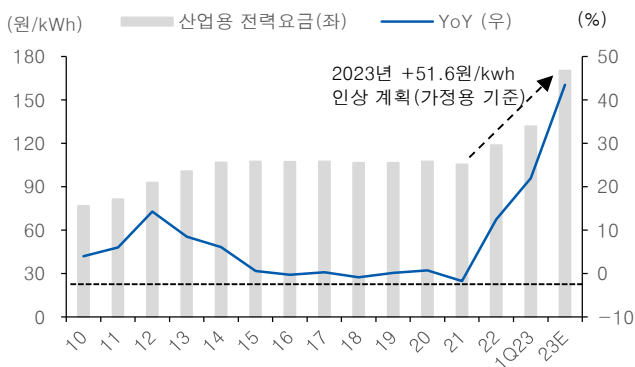
자료: Dart, 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 분기별 내수/수출 판매량 추이



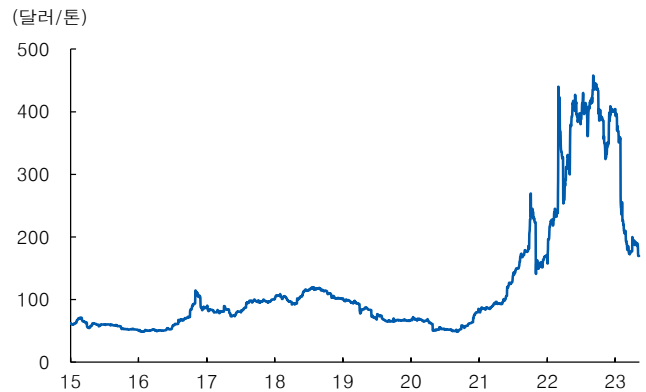
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

산업용 전기요금 추이 [매출액/판매량]



자료: 한국전력, 유안타증권 리서치센터

호주 뉴캐슬 유연탄 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	16,614	19,650	21,966	21,815	22,169
매출원가	12,370	15,546	17,564	17,346	17,629
매출충이익	4,244	4,104	4,402	4,469	4,540
판매비	1,757	1,895	2,224	2,252	2,289
영업이익	2,487	2,209	2,178	2,217	2,250
EBITDA	4,768	4,887	4,878	4,917	4,960
영업외손익	-578	-497	-665	-526	-448
외환관련손익	-54	-34	-29	-19	-19
이자손익	-300	-423	-435	-450	-460
관계기업관련손익	0	2	15	8	8
기타	-224	-41	-216	-65	23
법인세비용차감전순손익	1,910	1,712	1,513	1,691	1,802
법인세비용	50	434	379	355	378
계속사업순손익	1,860	1,278	1,134	1,336	1,424
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,860	1,278	1,134	1,336	1,424
지배지분순이익	1,860	1,278	1,127	1,329	1,417
포괄순이익	1,858	1,578	2,003	1,356	1,444
지배지분포괄이익	1,858	1,578	2,003	1,356	1,444

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,812	2,281	3,943	4,136	4,224
당기순이익	1,860	1,278	1,134	1,336	1,424
감가상각비	2,206	2,579	2,595	2,595	2,605
외환손익	58	29	29	19	19
중속, 관계기업관련손익	0	-2	-8	-8	-8
자산부채의 증감	-905	-2,189	-155	-154	-164
기타현금흐름	593	586	349	349	349
투자활동 현금흐름	-3,300	-2,250	-2,102	-2,051	-2,281
투자자산	-2	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,993	-2,548	-1,990	-1,960	-2,190
유형자산 감소	92	451	0	0	0
기타현금흐름	-1,397	-152	-112	-91	-91
재무활동 현금흐름	-1,594	-1,064	-2,253	-2,823	-2,727
단기차입금	-236	2,016	41	320	-20
사채 및 장기차입금	2,057	-394	140	-140	230
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,210	-2,210	-1,255	-1,011	-955
기타현금흐름	-1,204	-477	-1,179	-1,992	-1,982
연결범위변동 등 기타	0	0	717	833	853
현금의 증감	-1,082	-1,033	305	96	70
기초 현금	2,164	1,082	49	353	449
기말 현금	1,082	49	353	449	519
NOPLAT	2,487	2,209	2,178	2,217	2,250
FCF	1,819	-267	1,953	2,176	2,034

자료: 유안타증권

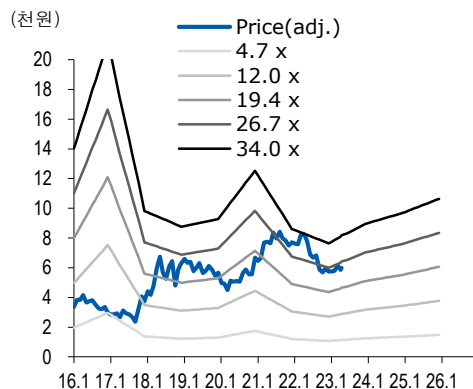
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,292	7,697	8,133	8,299	8,479
현금및현금성자산	1,082	49	353	449	519
매출채권 및 기타채권	3,335	4,341	4,450	4,490	4,550
재고자산	1,525	2,783	2,810	2,830	2,860
비유동자산	29,355	31,046	30,430	29,728	29,266
유형자산	23,571	24,477	23,872	23,237	22,822
관계기업 등 지분관련 자산	14	14	22	30	38
기타투자자산	113	119	120	130	150
자산총계	35,648	38,743	38,564	38,028	37,745
유동부채	6,652	12,675	12,484	12,854	13,214
매입채무 및 기타채무	2,814	2,968	3,080	3,140	3,230
단기차입금	322	2,319	2,360	2,680	2,660
유동성장기부채	2,611	4,774	4,444	4,354	4,534
비유동부채	12,441	10,137	10,628	10,598	10,688
장기차입금	4,502	2,938	2,908	2,978	3,048
사채	4,429	3,470	3,970	3,850	3,830
부채총계	19,093	22,812	23,112	23,452	23,902
지배지분	16,555	15,931	15,452	14,576	13,844
자본금	504	504	504	504	504
자본잉여금	260	260	260	260	260
이익잉여금	16,489	15,859	15,379	15,303	15,371
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	16,555	15,931	15,452	14,576	13,844
순차입금	11,497	15,570	15,479	15,563	15,723
총차입금	12,587	15,749	15,962	16,152	16,392

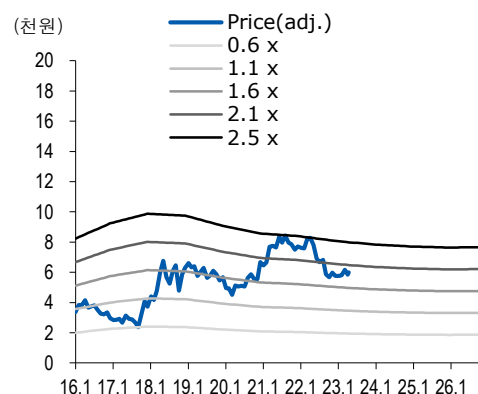
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	369	254	225	264	285
BPS	3,296	3,172	3,080	3,026	2,999
EBITDAPS	946	970	975	976	998
SPS	3,297	3,900	4,389	4,330	4,459
DPS	440	440	280	280	280
PER	20.8	27.8	26.6	22.7	21.0
PBR	2.3	2.2	1.9	2.0	2.0
EV/EBITDA	10.5	10.5	9.4	9.3	9.3
PSR	2.3	1.8	1.4	1.4	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	13.0	18.3	11.8	-0.7	1.6
영업이익 증가율 (%)	-0.6	-11.2	-1.4	1.8	1.5
지배순이익 증가율 (%)	34.6	-31.3	-11.8	18.0	6.6
매출총이익률 (%)	25.5	20.9	20.0	20.5	20.5
영업이익률 (%)	15.0	11.2	9.9	10.2	10.2
지배순이익률 (%)	11.2	6.5	5.1	6.1	6.4
EBITDA 마진 (%)	28.7	24.9	22.2	22.5	22.4
ROIC	8.7	5.4	5.2	5.7	5.9
ROA	5.4	3.4	2.9	3.5	3.7
ROE	11.1	7.9	7.2	8.9	10.0
부채비율 (%)	115.3	143.2	149.6	160.9	172.7
순차입금/자기자본 (%)	69.5	97.7	100.2	106.8	113.6
영업이익/금융비용 (배)	8.0	5.1	4.9	4.8	4.8

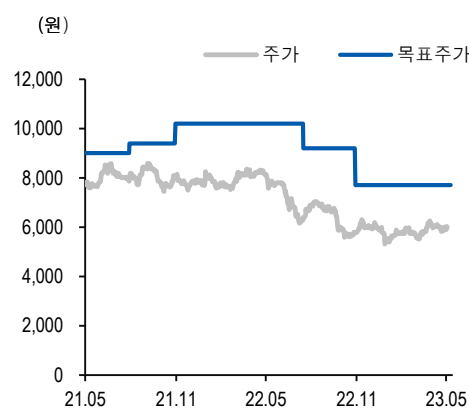
P/E band chart



P/B band chart



쌍용 C&E (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-10	BUY	7,700	1년		
2022-11-04	BUY	7,700	1년		
2022-07-22	BUY	9,200	1년	-30.22	-23.37
2021-11-05	BUY	10,200	1년	-24.34	-18.14
2021-08-04	BUY	9,400	1년	-14.57	-8.62
2021-04-12	BUY	9,000	1년	-11.53	-4.78

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	90.5
Hold(중립)	9.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	7위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+10점
E (Environment)	+3점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+3점
Qualitative	+5점

ESG 평가 기업	쌍용 C&E
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	003410 KS
Industry	건자재
Analyst	김기룡
Analyst Contact	kiryong.kim@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
쌍용 C&E	3	-1	3	5
LX 하우시스	4	2	1	7
KCC	-1	1	1	1
한샘	1	3	-3	1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 쌍용 C&E 포함 73개 등중 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2021년 ESG 등급 A
+1	서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+1	한국경영인증원: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	시멘트 업계 최초 탈석탄 경영 선언, 연료인 유연탄 사용량을 2030년까지 '0' 로 만들기 위한 설비 증설 및 인프라 구축 지속적 확대
	시멘트 업계 최초 ESG 경영위원회, 산하 사회공헌위원회 신설로 환경분야 투자 및 역량과 사회공헌활동 강화
	국내 시멘트 업계 최초로 여성 사외이사 선임, 다양성 확대와 ESG 경영 경쟁력 강화를 위한 행보

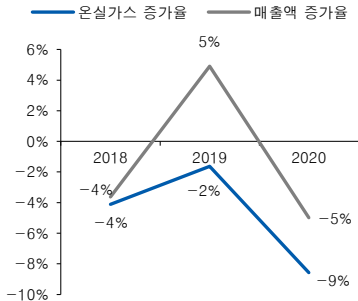
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 점성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



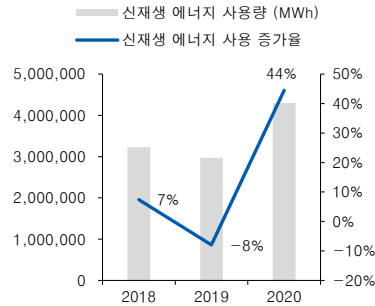
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



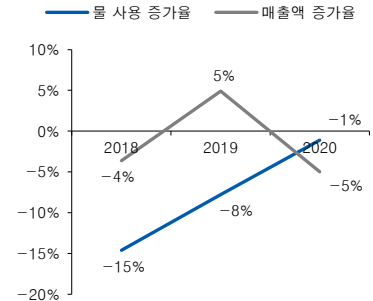
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



▶ 신재생 에너지 사용 전년 대비 증가 = +2점

물 사용량 vs. 매출액 증가율

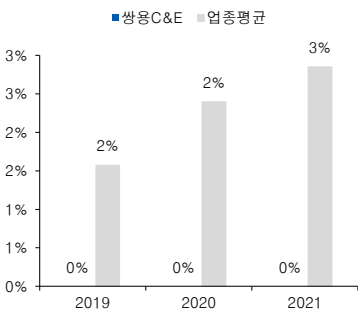


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

Social

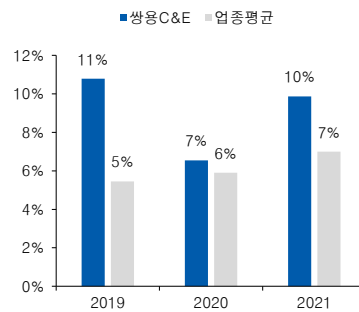


여성임원비율 vs. 업종 평균



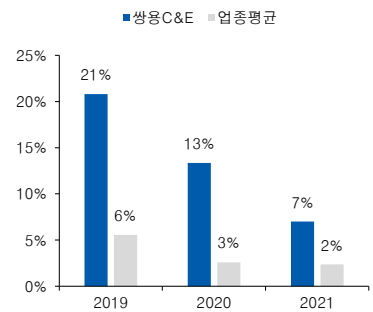
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 상위 = -1점

사회기부금/당기순이익의 비율 vs. 업종 평균

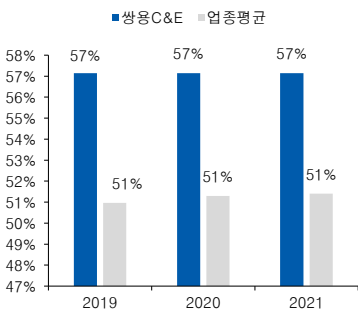


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

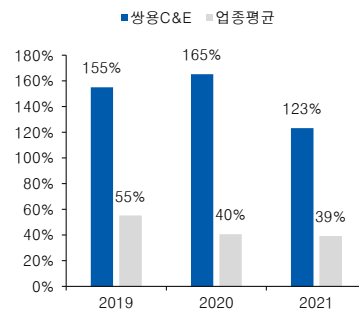


사외이사 비율 vs. 업종 평균



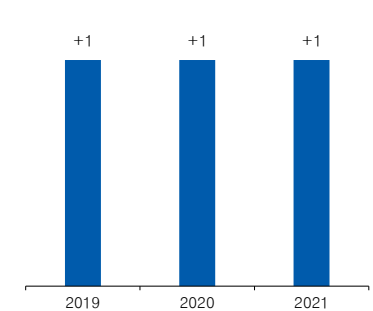
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사외 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 국가온실가스 종합관리시스템, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.