

쌍용C&E (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	6,200원 (D)
현재주가 (7/20)	5,080원
상승여력	22%

시가총액	25,596억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	598,284주
52주 고	7,050원
52주 저	4,815원
외인지분율	2.17%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.1)	(15.9)	(19.2)
상대	(9.0)	(17.1)	(25.9)
절대(달러환산)	(8.4)	(12.4)	(16.5)

환경 사업이 아쉽다

2Q23 Preview : 낮아진 시장 예상치 부합 추정

2023년 2분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 5,681억원(+16.8%, YoY), 영업이익 518억원(-0.6%, YoY)으로 낮아진 시장 예상치(540억원, 1개월 기준)에 부합할 것으로 추정한다. 내수 출하량은 지난 1분기에 이어 1) 2022년 화물연대 파업으로 인한 물량 이연 효과 2) 품질 확보를 위한 레미콘 단위당 시멘트 투입 비율 증가 3) 양호한 날씨 영향 등으로 전년 동기 대비 10% 이상 증가한 것으로 파악되고 있다. 2022년 11월, 판가 인상(+14,000원/톤) 효과 역시 전년 동기 대비 실적 개선에 기여할 전망이다. 반면, 영업이익은 1) 전력비 상승을 비롯한 전반적인 원가 부담 가중 2) 폐합성수지 등 순환자원 수급 악화에 따른 환경 사업 부진 등으로 전년동기와 유사한 수준에 그칠 것으로 예상된다.

환경 사업의 아쉬운 행보, 시멘트 인상 효과는 크지 않을 것으로 전망

동사의 사명 변경과 더불어 역점을 두고 있는 환경 부문의 실적 기여는 더디게 진행 중이다. 2023년 상반기 기준, 동사의 환경 사업에 해당하는 순환자원 투자는 계획 대비 약 80%를 완료한 것으로 파악되고 있다. 반면, 폐합성수지 조달 시장의 수급 악화에 따른 처리수수료 하락 및 품질 확보의 어려움 등으로 쌍용C&E(별도) 실적 감소와 자회사 그린에코솔루션의 영업손실 기초는 단기간 이어질 것으로 전망한다. 당초 연내 계획했던 잔여 20%에 해당하는 투자는 2024년 이후 진행되는 것으로 파악되고 있다.

2023년, 시멘트 판가 인상 시도의 실질적인 효과는 크지 않을 것으로 전망한다. 업계에서는 동사와 성신양회가 7월 1일자로 톤당 약 15,000원의 판가 인상 계획을 수요처에 통보한 바 있다. 다만, 1) 업계 내 타사의 참여 여부 및 지연 가능성 2) 작년 판가 인상의 뚜렷한 명분이었던 유연탄 가격 급락 3) 정부 및 수요처의 스탠스 등을 고려 시 판가 인상 폭 및 적용 시기의 실질적 효과는 계획 대비 크지 않을 것으로 전망한다. 금번 집중 호우로 인한 화물열차 운행 중단은 해안사인 동사에게는 관련 영향이 상대적으로 크지 않은 것으로 파악되고 있다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 6,200원으로 19% 하향 조정

쌍용C&E에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 EV/EBITDA 배수 조정[11.0x → 9.5x, 2018년 이후 EBITDA 증가+배당 시기 고려]을 반영해 기존 7,700원에서 6,200원으로 19% 하향 제시한다. 시멘트 판가 인상에 대한 수요처의 수용 여부와 더불어 환경 사업 부문의 가시적 성과가 동사의 주가 및 실적에 보다 중요한 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts

	(억원, %)				
	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,681	16.8	15.6	5,525	2.8
영업이익	518	-0.6	흑전	643	-19.4
세전계속사업이익	319	-33.3	흑전	530	-39.8
지배순이익	254	-34.9	흑전	400	-36.5
영업이익률 (%)	9.1	-1.6%pt	흑전	11.6	-2.5%pt
지배순이익률 (%)	4.5	-3.5%pt	흑전	7.2	-2.7%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)				
	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		16,614	19,650	21,961	22,408
영업이익		2,487	2,209	2,171	2,195
지배순이익		1,860	1,278	1,120	1,247
PER		20.8	27.8	22.7	20.5
PBR		2.3	2.2	1.6	1.7
EV/EBITDA		10.5	10.5	8.4	8.3
ROE		11.1	7.9	7.1	8.3

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 2Q23 Preview [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	486	475	628	491	568	16.8%	15.6%	569	-0.2%
영업이익	52	36	132	-2	52	-0.6%	흑전	54	-4.2%
세전이익	48	19	117	-23	32	-33.3%	흑전	-	-
지배주주순이익	39	20	84	-26	25	-34.9%	흑전	-	-
영업이익률	10.7%	7.6%	21.1%	-0.4%	9.1%			9.5%	
세전이익률	9.8%	4.1%	18.6%	-4.6%	5.6%			0.0%	
지배주주순이익률	8.0%	4.3%	13.3%	-5.3%	4.5%			0.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액 (연결)	376	486	475	628	1,965	491	568	511	626	2,196	2,241
- 쌍용 C&E(별도)	254	319	307	449	1,330	329	373	334	420	1,456	1,481
- 연결자회사	122	167	168	179	636	163	195	176	206	740	760
매출원가 (연결)	332	386	386	450	1,555	436	462	408	451	1,757	1,788
% 매출원가율	88.1%	79.4%	81.4%	71.7%	79.1%	88.8%	81.3%	79.9%	72.0%	80.0%	79.8%
매출총이익 (연결)	45	100	88	177	410	55	106	103	175	439	452
% 매출총이익률	11.9%	20.6%	18.6%	28.3%	20.9%	11.2%	18.7%	20.1%	28.0%	20.0%	20.2%
판관비 (연결)	44	48	52	45	190	57	54	53	59	222	233
% 판관비율	11.8%	9.9%	11.0%	7.2%	9.6%	11.5%	9.6%	10.3%	9.4%	10.1%	10.4%
영업이익 (연결)	0	52	36	132	221	-2	52	50	117	217	220
- 쌍용 C&E(별도)	-5	26	15	96	133	-5	33	37	73	137	108
- 연결자회사	5	26	21	36	88	4	19	14	44	81	111
% 영업이익률(연결)	0.1%	10.7%	7.6%	21.1%	11.2%	-0.4%	9.1%	9.9%	18.7%	9.9%	9.8%
- 쌍용 C&E(별도)	-1.8%	8.1%	5.0%	21.4%	10.0%	-1.6%	8.7%	10.9%	17.3%	9.4%	7.3%
- 연결자회사	4.0%	15.7%	12.4%	20.2%	13.9%	2.2%	9.8%	7.8%	21.4%	10.9%	14.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 사업부문별 매출액 [연결 기준]

(단위: 십억원)

	시멘트	환경	레미콘	기타 (석회석+해운+임대 등)	합 계
19	969	46	324	200	1,538
20	904	71	316	179	1,471
21	962	121	331	247	1,661
22	1,145	172	380	268	1,965
1Q21	201	23	72	42	337
2Q21	257	24	86	49	416
3Q21	233	34	79	76	423
4Q21	271	41	94	81	486
1Q22	208	41	75	51	376
2Q22	284	42	100	61	486
3Q22	281	43	101	50	475
4Q22	373	46	103	106	628
1Q23	291	33	105	63	491

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

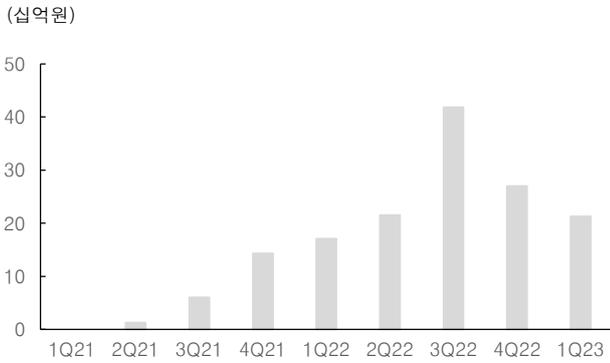
쌍용 C&E 사업부문별 영업이익 [연결 기준]

(단위: 십억원)

	시멘트	환경	레미콘	기타	공통 및 조정/제거	합 계
19	165	50	6	33	-26	229
20	181	70	6	25	-32	250
21	146	92	13	25	-27	249
22	108	84	27	28	-26	221
1Q21	9	23	-1	4	-3	33
2Q21	49	26	6	9	-10	79
3Q21	47	16	4	7	-6	69
4Q21	41	26	4	5	-8	68
1Q22	-31	31	-2	5	-3	0
2Q22	12	33	11	5	-9	52
3Q22	27	0	10	5	-6	36
4Q22	99	20	7	14	-7	132
1Q23	0	6	1	-1	-8	-2

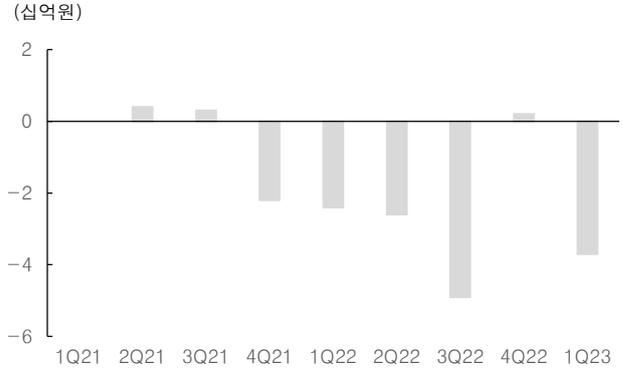
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

그린에코솔루션(환경부문 자회사) 매출액 추이



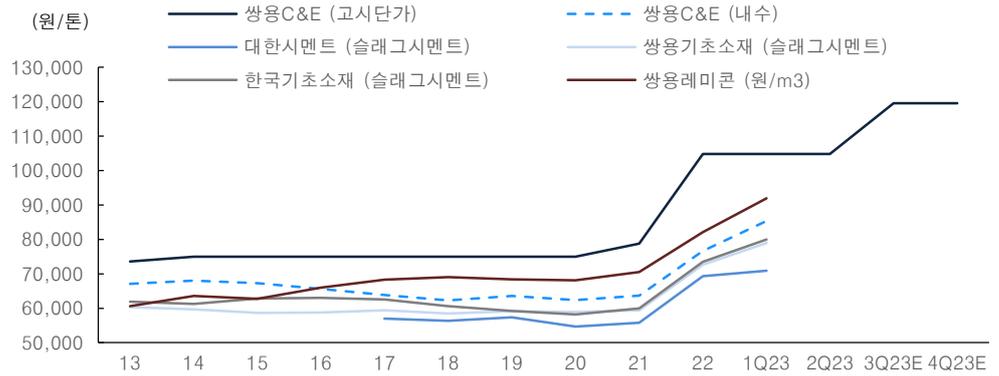
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

그린에코솔루션(환경부문 자회사) 영업손익 추이



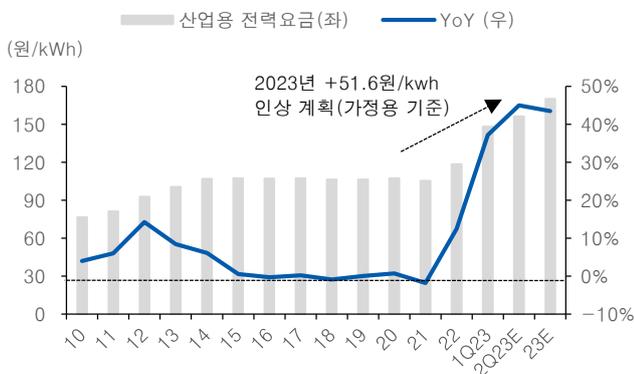
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 및 주요 자회사 평가 추이 [3Q23E~ 고시단가는 인상 통보액 기준]



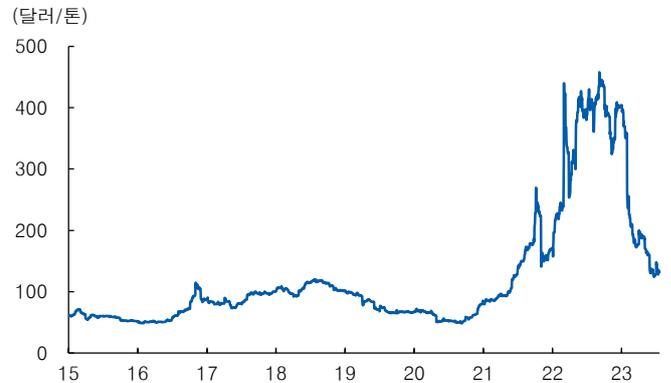
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

산업용 전기요금 추이 [=매출액/판매량 계산 적용]



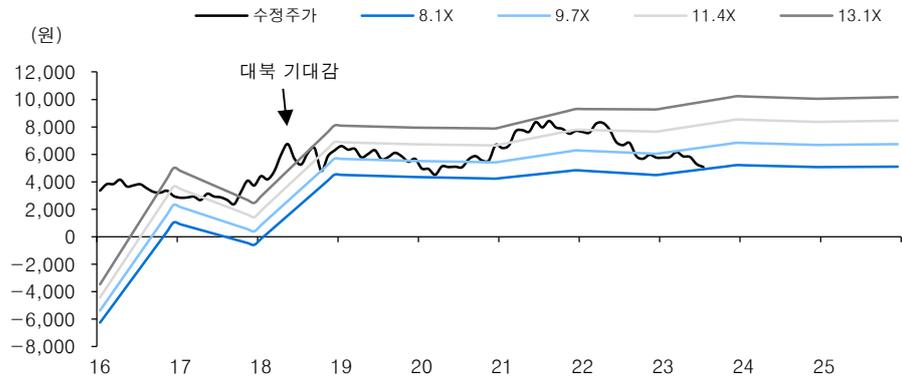
자료: 한국전력, 유안타증권 리서치센터

호주 뉴캐슬 유연탄 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E EV/EBITDA Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	4,724	
- EBITDA	497	2023년 추정치 기준
- EV/EBITDA	9.5	2018년 이후 평균, EBITDA 증가+분기 배당 지급 고려
2. 자산가치 (비영업가치)	13	
- 투자부동산	8	장부가 30% 할인
- 자사주	6	1,577,790주(0.3%), 30% 할인
3. 순차입금	1,346	2023년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,858	
- 발행주식수	503,859,595	
목표주가	6,200	반올림 적용
현재주가	5,080	7월 20일 종가 기준
Upside	22%	

자료: 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	21,961	22,408	22,977
매출원가	12,370	15,546	17,568	17,885	18,240
매출충이익	4,244	4,104	4,392	4,523	4,737
판매비	1,757	1,895	2,222	2,328	2,375
영업이익	2,487	2,209	2,171	2,195	2,363
EBITDA	4,768	4,887	4,972	5,023	5,210
영업외손익	-578	-497	-665	-588	-510
외환관련손익	-54	-34	-95	-67	-67
이자손익	-300	-423	-491	-451	-461
관계기업관련손익	0	2	15	6	6
기타	-224	-41	-95	-77	11
법인세비용차감전순손익	1,910	1,712	1,505	1,607	1,852
법인세비용	50	434	378	353	407
계속사업순손익	1,860	1,278	1,127	1,253	1,445
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,860	1,278	1,127	1,253	1,445
지배지분순이익	1,860	1,278	1,120	1,247	1,437
포괄순이익	1,858	1,578	1,130	1,273	1,465
지배지분포괄이익	1,858	1,578	1,130	1,273	1,465

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	3,561	3,973	4,194
당기순이익	1,860	1,278	1,127	1,253	1,445
감가상각비	2,206	2,579	2,697	2,723	2,743
외환손익	58	29	94	67	67
중속, 관계기업관련손익	0	-2	-8	-6	-6
자산부채의 증감	-905	-2,189	-608	-378	-368
기타현금흐름	593	586	258	314	314
투자활동 현금흐름	-3,300	-2,250	-2,592	-2,002	-2,282
투자자산	-2	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,993	-2,548	-2,523	-1,960	-2,240
유형자산 감소	92	451	15	15	15
기타현금흐름	-1,397	-152	-84	-58	-58
재무활동 현금흐름	-1,594	-1,064	-2,006	-3,013	-2,897
단기차입금	-236	2,016	192	120	-20
사채 및 장기차입금	2,057	-394	321	-50	140
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,210	-2,210	-1,252	-1,004	-948
기타현금흐름	-1,204	-477	-1,267	-2,079	-2,069
연결범위변동 등 기타	0	0	1,241	1,147	1,078
현금의 증감	-1,082	-1,033	204	104	93
기초 현금	2,164	1,082	49	253	357
기말 현금	1,082	49	253	357	449
NOPLAT	2,487	2,209	2,171	2,195	2,363
FCF	1,819	-267	1,038	2,013	1,954

자료: 유안타증권

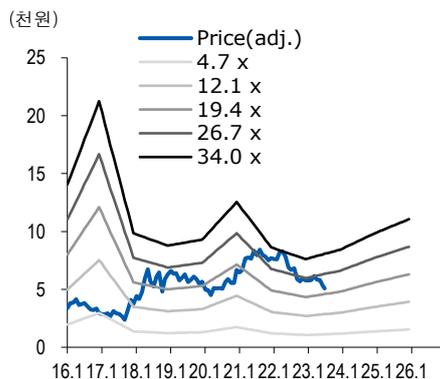
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,292	7,697	7,843	7,987	8,169
현금및현금성자산	1,082	49	253	357	449
매출채권 및 기타채권	3,335	4,341	4,410	4,480	4,550
재고자산	1,525	2,783	2,590	2,600	2,620
비유동자산	29,355	31,046	31,118	30,251	29,654
유형자산	23,571	24,477	24,552	23,774	23,255
관계기업 등 지분관련 자산	14	14	23	29	35
기타투자자산	113	119	120	120	130
자산총계	35,648	38,743	38,961	38,238	37,823
유동부채	6,652	12,675	12,908	13,238	13,548
매입채무 및 기타채무	2,814	2,968	3,040	3,140	3,230
단기차입금	322	2,319	2,560	2,680	2,660
유동성장기부채	2,611	4,774	4,708	4,758	4,948
비유동부채	12,441	10,137	10,604	10,504	10,484
장기차입금	4,502	2,938	2,890	2,910	2,880
사채	4,429	3,470	3,924	3,804	3,784
부채총계	19,093	22,812	23,512	23,742	24,032
지배지분	16,555	15,931	15,449	14,496	13,791
자본금	504	504	504	504	504
자본잉여금	260	260	260	260	260
이익잉여금	16,489	15,859	15,370	15,217	15,312
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	16,555	15,931	15,449	14,496	13,791
순차입금	11,497	15,570	15,939	15,925	15,993
총차입금	12,587	15,749	16,362	16,442	16,592

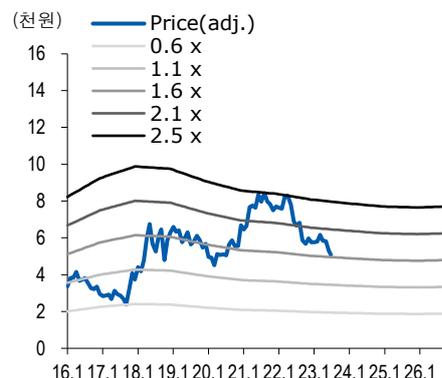
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	369	254	224	247	289
BPS	3,296	3,172	3,095	3,025	3,004
EBITDAPS	946	970	993	997	1,048
SPS	3,297	3,900	4,388	4,447	4,621
DPS	440	440	280	280	280
PER	20.8	27.8	22.7	20.5	17.6
PBR	2.3	2.2	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	10.5	10.5	8.4	8.3	8.0
PSR	2.3	1.8	1.2	1.1	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	13.0	18.3	11.8	2.0	2.5
영업이익 증가율 (%)	-0.6	-11.2	-1.7	1.1	7.6
지배순이익 증가율 (%)	34.6	-31.3	-12.3	11.3	15.3
매출총이익률 (%)	25.5	20.9	20.0	20.2	20.6
영업이익률 (%)	15.0	11.2	9.9	9.8	10.3
지배순이익률 (%)	11.2	6.5	5.1	5.6	6.3
EBITDA 마진 (%)	28.7	24.9	22.6	22.4	22.7
ROIC	8.7	5.4	5.2	5.5	6.1
ROA	5.4	3.4	2.9	3.2	3.8
ROE	11.1	7.9	7.1	8.3	10.2
부채비율 (%)	115.3	143.2	152.2	163.8	174.3
순차입금/자기자본 (%)	69.5	97.7	103.2	109.9	116.0
영업이익/금융비용 (배)	8.0	5.1	4.3	4.8	5.0

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
2023-07-21	BUY	6,200	1년		
2022-11-04	BUY	7,700	1년	-25.06	-18.18
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)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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.