



쌍용C&E (003410)

업황 개선에 ESG를 입다

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

Buy (유지)

목표주가(상향): 9,300원

현재 주가(5/7)	7,730원
상승여력	▲20.3%
시가총액	38,948억원
발행주식수	503,860천주
52 주 최고가 / 최저가	7,900 / 5,362원
90 일 일평균 거래대금	161.16억원
외국인 지분율	3.5%

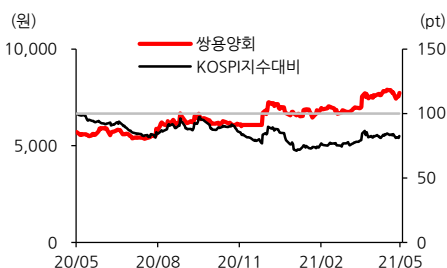
주주 구성	
한앤코시멘트홀딩스 (외 12 인)	78.0%
자사주 (외 1 인)	3.1%
쌍용양회우리사주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.3	14.7	26.9	36.7
상대수익률(KOSPI)	1.4	12.2	-5.4	-29.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,538	1,471	1,554	1,700
영업이익	228	250	272	311
EBITDA	392	425	452	499
지배주주순이익	131	138	154	187
EPS	285	298	306	370
순차입금	690	835	817	766
PER	21.8	22.4	25.2	20.9
PBR	1.6	2.0	2.4	2.5
EV/EBITDA	9.1	9.9	10.4	9.3
배당수익률	6.8	6.6	5.7	5.7
ROE	7.0	7.9	9.3	11.6

주가 추이



쌍용 C&E 의 1 분기 영업이익은 시장 기대치를 소폭 상회했습니다. 올해 하반기부터 시작될 업황 개선에 ESG 라는 새로운 무기까지 더해졌습니다. 동사에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 9,300 원으로 상향합니다.

1분기 영업이익, 시장 기대치 12% 상회

쌍용C&E의 연결기준 1분기 매출액은 전년 동기대비 7.2% 증가한 3366억 원을, 영업이익은 전년 동기대비 6.2% 증가한 328억 원을 기록했다. 기상악화 등의 영향으로 내수 출하량 증가(YoY +1.6%)는 크지 않았지만 수출 물량이 전년대비 큰 폭으로 증가(+67.1%)하며 총 시멘트 출하량은 전년동기 대비 14.1% 늘어난 영향으로 총 매출액의 성장을 나타냈다. 반면, 별도 영업이익은 전년동기 대비 11억 원 감소했는데 작년 1분기에 반영된 탄소배출권 매각효과(100억 원 중후반)로 베이스 부담이 컸음에도 불구하고 순환자원처리시설 4기가 전부 가동되면서 이를 대부분 상회했다는 점에 초점을 맞출 필요가 있겠다.

업황 개선에 ESG를 입다

건설업 지표 성장에 힘입어 업황 개선에 대한 전망은 보다 뚜렷해졌다. 올해 하반기부터 본격적인 시멘트 출하량 회복이 예상되는 가운데, 레미콘 업계와 가격 인상을 논의 중에 있고 순환자원처리시설 4기의 가동으로 원가절감 효과도 극대화될 것으로 예상돼 실적 기대감이 점차 높아지고 있다. 여기에 '쌍용C&E'라는 새로운 이름을 달고 본격적인 환경사업 확장에 나서고 있어 향후 행보가 주목된다. 앞서 사명변경과 함께 2030년까지 탈석탄 경영을 선언했는데, 이와 관련해 국내 3위 규모의 사업장폐기물 매립지 조성을 추진하고 있고, 태양광·풍력 등 신재생에너지 사업도 검토 중이다. 지난 3일에는 한국신용평가와 한국기업평가로부터 녹색채권 발행을 위한 최고 인증등급을 업계 최초로 획득하며 동사의 ESG 경영 수준에 대한 객관적 평가를 받아내기도 했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 9,300원으로 상향

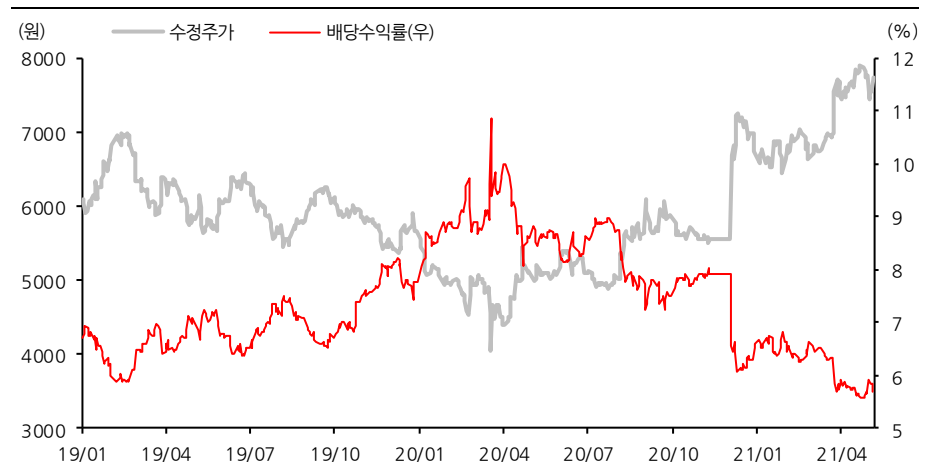
쌍용C&E에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 8,000원에서 9,300원으로 상향한다. 12개월 예상 BPS에 목표배수를 기존 2.3배에서 2.9배로 올려 적용했다. 견조한 EBITDA 증가, 뚜렷한 업황 개선, 환경사업 확대를 중심으로 한 ESG 경영 강화, 여전히 높은 배당수익률(DPS 440원 가정 시 5.7%)까지 고려한다면 밸류에이션을 좀 더 열어놓고 볼 필요가 있다는 판단이다.

[표1] 쌍용 C&E 의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	3,191	12 개월 예상 BPS
목표 P/B(배)	2.9	12 개월 예상 ROE 10.3%, COE 10.5%, 영구성장률 0% 가정 시 산출되는 목표배수를 할증. 할증은 '21 년 DPS 440 원 가정 시 배당수익률 5.7%에 기인
적정 주가(원)	9,284	기존 8,000 원에서 상향
목표 주가(원)	9,300	
현재 주가(원)	7,730	
상승 여력	20%	

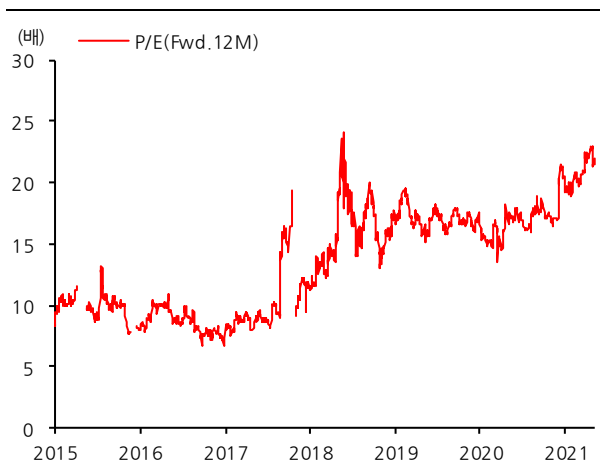
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 쌍용 C&E 의 주가 및 배당수익률 추이



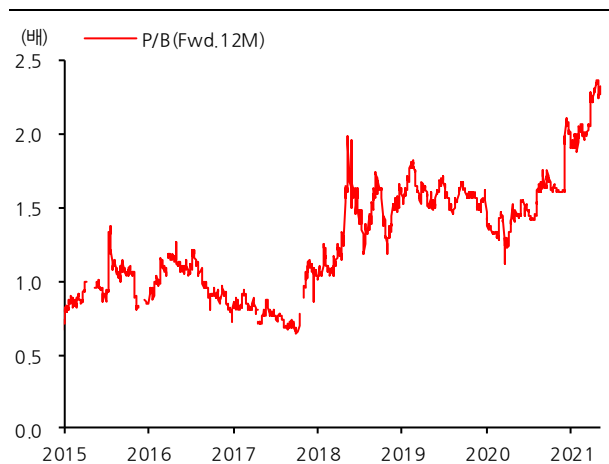
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쌍용 C&E 의 12M Fwd. P/E 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 쌍용 C&E 의 12M Fwd. P/B 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 쌍용 C&E 의 2021 년 1 분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q20	4Q20	1Q21P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	314	426	337	318	326	7.2%	-21.0%	6.0%	3.3%
영업이익	31	74	33	30	29	6.2%	-55.9%	9.7%	12.4%
지배주주순이익	19	44	20	17	16	1.1%	-55.4%	12.9%	21.8%
영업이익률	9.8%	17.4%	9.7%	9.4%	8.9%	-0.1%P	-7.7%P	0.3%P	0.8%P
순이익률	6.2%	10.3%	5.8%	5.5%	5.0%	-0.4%P	-4.5%P	0.4%P	0.9%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

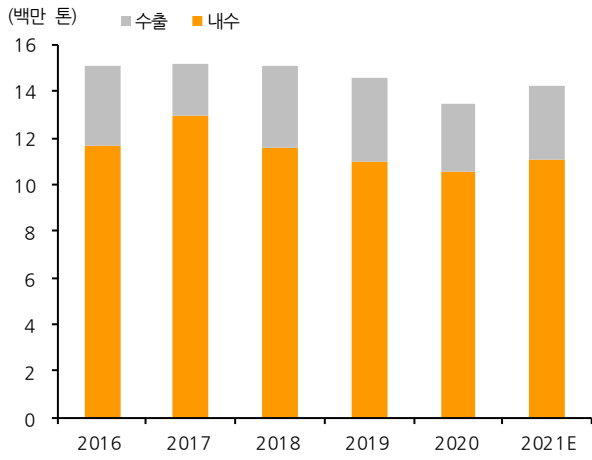
[표3] 쌍용 C&E 의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	314	385	346	426	337	405	365	447	1,538	1,471	1,554	1,700
YoY(%)	-6.8	-9.2	-3.8	1.9	7.2	5.1	5.7	4.9	1.9	-4.4	5.7	9.4
쌍용양회(별도)	207	256	234	296	232	272	249	301	1,045	993	1,054	1,168
대한시멘트	34	41	33	46	34	42	34	50	156	155	160	177
쌍용레미콘	75	91	80	90	76	92	82	94	342	337	344	350
기타	37	55	45	54	40	56	46	52	205	191	194	198
매출원가	246	258	245	306	265	279	257	311	1,153	1,055	1,111	1,210
매출원가율(%)	78.4	66.9	70.9	71.8	78.7	68.8	70.3	69.5	75.0	71.7	71.5	71.2
판관비	37	37	47	45	39	39	46	47	157	166	171	178
판관비율(%)	11.8	9.5	13.5	10.6	11.6	9.6	12.5	10.6	10.2	11.3	11.0	10.5
영업이익	31	91	54	75	33	87	63	89	228	250	272	311
YoY(%)	42.7	7.5	2.1	6.2	6.7	-3.5	16.3	18.8	-7.5	9.5	8.7	14.4
영업이익률(%)	9.8	23.5	15.6	17.6	9.7	21.6	17.2	19.9	14.8	17.0	17.5	18.3
영업외손익	-9	-29	-14	-34	-11	-18	-14	-28	-60	-85	-71	-62
세전이익	21	62	40	41	22	69	48	61	168	165	201	249
순이익	20	54	23	42	20	52	36	46	132	139	154	187
YoY(%)	45.6	-6.0	-27.1	45.2	0.2	-3.3	59.1	7.9	-10.5	5.4	10.9	21.4
순이익률(%)	6.3	13.9	6.6	10.0	5.8	12.8	9.9	10.3	8.6	9.4	9.9	11.0
지배주주순이익	20	54	23	42	20	52	36	46	131	139	154	187

자료: 쌍용C&E, 한화투자증권 리서치센터

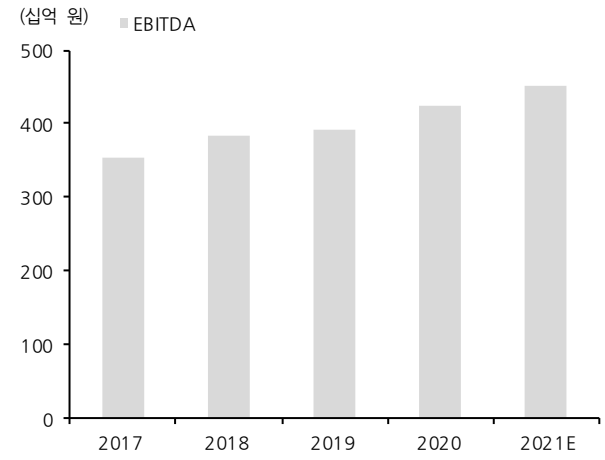
[그림4] 쌍용 C&E 시멘트 출하량 추이 및 전망



주: 2021년 출하량은 당사 추정치

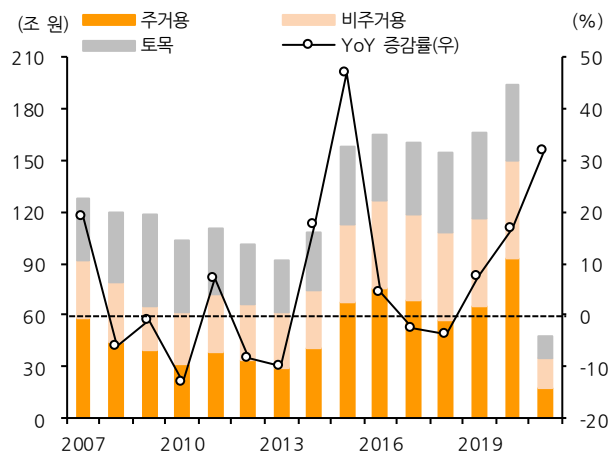
자료: 쌍용C&E, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] EBITDA 추이 및 전망: '21년 가이던스 4600억 원



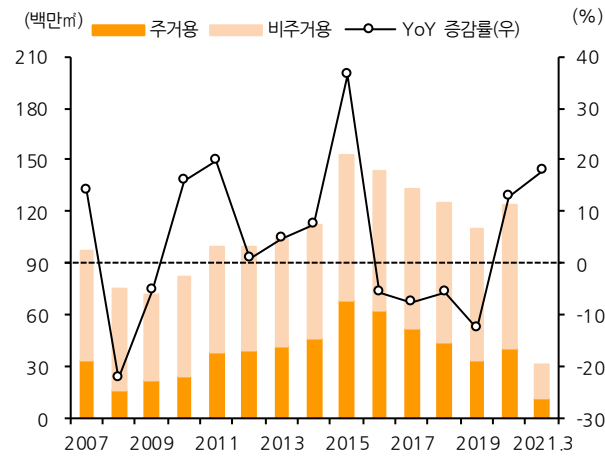
자료: 쌍용C&E, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 건설수주액: 2021년 1분기 YoY +31.8%



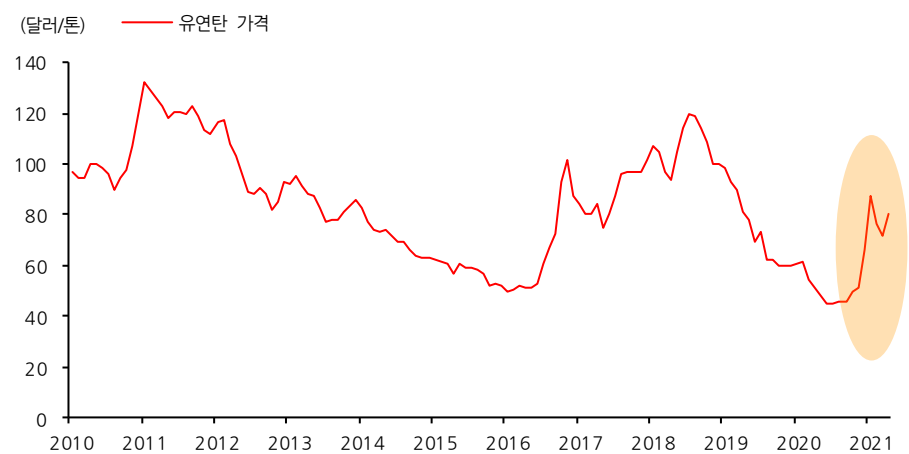
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 건축 착공면적: 2021년 1분기 YoY +17.8%



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 유연탄 가격 추이



자료: 한국자원정보서비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,510	1,538	1,471	1,554	1,700
매출총이익	394	385	416	443	489
영업이익	247	228	250	272	311
EBITDA	382	392	425	452	499
순이자수익	-25	-28	-28	-28	-28
외화관련손익	-4	-7	2	0	0
지분법손익	-3	0	0	-1	-1
세전계속사업손익	200	168	165	201	249
당기순이익	147	132	138	154	187
지배주주순이익	146	131	138	154	187
증가율(%)					
매출액	-0.5	1.9	-4.4	5.7	9.4
영업이익	-1.6	-7.5	9.5	8.7	14.4
EBITDA	8.2	2.7	8.4	6.4	10.2
순이익률	-51.2	-10.5	5.0	11.8	20.9
이익률(%)					
매출총이익률	26.1	25.0	28.3	28.5	28.8
영업이익률	16.4	14.8	17.0	17.5	18.3
EBITDA 마진	25.3	25.5	28.9	29.1	29.3
세전이익률	13.3	10.9	11.2	13.0	14.6
순이익률	9.7	8.6	9.4	9.9	11.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	316	366	386	345	366
당기순이익	147	132	138	154	187
자산상각비	135	164	175	180	188
운전자본증감	-51	21	-25	-3	-22
매출채권감소(증가)	19	68	-5	16	-38
재고자산감소(증가)	-36	-19	8	-8	-28
매입채무증가(감소)	-24	-72	-3	-12	43
투자현금흐름	-116	-76	-139	-97	-94
유형자산처분(취득)	-109	-99	-151	-98	-85
무형자산 감소(증가)	-23	-1	1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	10	17	1	9	-1
재무현금흐름	-257	-265	-286	-231	-245
차입금증가	-36	-22	-7	-9	-23
자본증가	-181	-210	-236	-222	-222
배당금지급	-181	-210	-222	-222	-222
총현금흐름	381	374	431	347	387
(-) 운전자본증가(감소)	53	-34	11	3	22
(-) 설비투자	135	100	156	98	85
(+) 자산매각	3	0	6	-1	-1
Free Cash Flow	196	308	270	246	280
(-) 기타투자	-8	7	4	7	7
잉여현금	204	301	266	239	273
NOPLAT	181	179	210	208	233
(+) Dep	135	164	175	180	188
(-) 운전자본투자	53	-34	11	3	22
(-) Capex	135	100	156	98	85
OpFCF	128	276	219	289	314

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	781	748	708	710	806
현금성자산	285	277	242	251	279
매출채권	314	308	310	294	332
재고자산	117	129	114	122	150
비유동자산	2,648	2,581	2,619	2,543	2,447
투자자산	117	85	143	149	155
유형자산	2,183	2,154	2,153	2,079	1,986
무형자산	349	342	323	314	306
자산총계	3,429	3,329	3,327	3,253	3,254
유동부채	527	677	454	439	486
매입채무	178	217	198	186	229
유동성이자부채	245	386	178	172	172
비유동부채	922	849	1,183	1,191	1,180
비유동이자부채	656	581	899	896	873
부채총계	1,450	1,526	1,637	1,631	1,666
자본금	505	505	50	50	50
자본잉여금	768	755	486	486	486
이익잉여금	677	590	1,222	1,154	1,119
자본조정	-15	-48	-68	-68	-68
자기주식	0	0	-8	-8	-8
자본총계	1,980	1,803	1,690	1,622	1,587

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	318	285	298	306	370
BPS	4,193	3,906	3,353	3,220	3,150
DPS	370	420	440	440	440
CFPS	825	810	927	690	769
ROA(%)	4.2	3.9	4.2	4.7	5.7
ROE(%)	7.5	7.0	7.9	9.3	11.6
ROIC(%)	7.0	7.0	8.4	8.4	9.7
Multiples(x, %)					
PER	21.7	21.8	22.4	25.2	20.9
PBR	1.6	1.6	2.0	2.4	2.5
PSR	2.1	1.9	2.1	2.5	2.3
PCR	8.4	7.7	7.2	11.2	10.1
EV/EBITDA	9.9	9.1	9.9	10.4	9.3
배당수익률	5.4	6.8	6.6	5.7	5.7
안정성(%)					
부채비율	73.2	84.7	96.9	100.5	105.0
Net debt/Equity	31.1	38.3	49.4	50.4	48.3
Net debt/EBITDA	161.0	175.7	196.3	180.6	153.6
유동비율	148.1	110.4	155.9	161.7	166.0
이자보상배율	8.6	7.0	8.3	8.8	10.3
자산구조(%)					
투하자본	86.6	87.3	86.7	85.9	84.4
현금+투자자산	13.4	12.7	13.3	14.1	15.6
자본구조(%)					
차입금	31.3	34.9	38.9	39.7	39.7
자본금	68.7	65.1	61.1	60.3	60.3

[Compliance Notice]

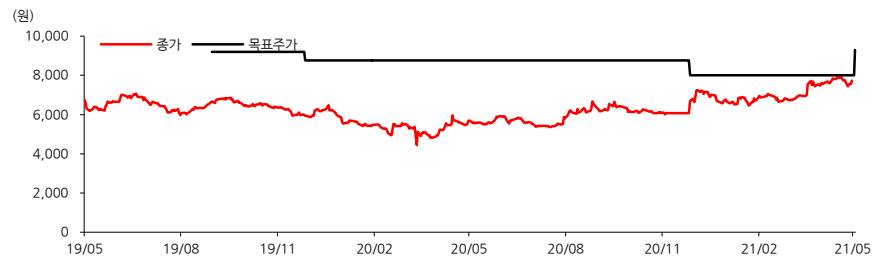
(공표일: 2021년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[쌍용C&E 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.09.06	2019.09.06	2019.12.04	2020.02.20	2020.04.23
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	8,400	8,000	8,000	8,000
일 시	2020.05.26	2020.06.19	2020.08.06	2020.08.07	2020.09.02	2020.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
일 시	2020.11.06	2020.12.04	2021.02.04	2021.03.09	2021.03.12	2021.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	9,300

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.06	Buy	9,202	-29.93	-25.35
2019.12.04	Buy	8,764	-34.31	-23.87
2021.02.04	Buy	8,000	-9.44	-1.25
2021.05.10	Buy	9,300		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%