

SK COMPANY Analysis



Analyst
신서정
seojeong@sksecurities.co.kr
02-3773-9978

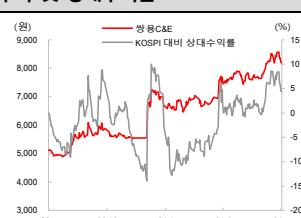
Company Data

자본금	504 억원
발행주식수	50,386 만주
자사주	1,578 만주
액면가	100 원
시가총액	41,266 억원
주요주주	
한앤코시멘트홀딩스(외11)	77.98%
한국인기분률	3.40%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(21/07/04)	8,190 원
KOSPI	3,281.78 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	8,570 원
52주 최저가	4,895 원
60일 평균 거래대금	132 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.1%	3.3%
6개월	22.6%	73%
12개월	60.3%	

쌍용 C&E (003410/KS | Not Rated)

C(시멘트)도 좋고 E(환경)도 좋다, 25년 C(시멘트) < E(환경) 예상

동사는 단기적으로는 시멘트 업황의 호황기, 중장기적으로는 환경부문 이익기여 상승을 통한 이익률 개선이 기대됨. 특히 순환자원시설이 모두 가동될 2025년에는 환경 EBITDA > 시멘트 EBITDA 가 예상되고 단기적으로는 매립사업으로의 밸류체인 확장이 기대 포인트. 2Q21 실적의 경우 날씨와 일화성 비용 영향이 있을 것으로 예상되어 연간 실적은 상저하고를 기대. 밸류체인 다각화 통한 중장기 그림에 주목 필요성

2Q21 실적보단 연간실적에 주목

상저하고의 연간 실적이 예상된다. 단기 실적 모멘텀 보다는 중장기적인 그림에 주목 필요성이 있다. 연간으로 보았을 때 (P) 하반기부터 가격상승 반영되며, (Q) 분양물량 증가로 인한 시멘트 수요 증가도 병행되는 테다가, (C) 작년 1,7,8,10월 준공된 순환자원 시설의 Full Year 반영 등으로 원가개선효과가 기대되는데 이러한 부분들이 하반기 실적에서 부각될 것이다.

시멘트업체가 아닌 C&E(시멘트 + 환경) 기업으로 봐야하는 이유

동사의 경우 순환자원처리시설이 모두 가동되는 2025년에는 환경 부문 EBITDA 가 시멘트부문 EBITDA 를 넘을 것으로 예상한다. 단순 쌍용C&E를 시멘트기업으로 봐서는 안되는 이유이다. 시멘트업은 고에너지 소비사업 (연료비 30%, 전력비 20~30%)이기 때문에 C(비용)의 관리가 이익단에서 중요할 수밖에 없다. 1) 연료 (유연탄)의 경우 친환경설비투자(2020년 1월, 7월, 9월, 10월)를 통해 유연탄의 30% 가량을 절감할 수 있으며 2) 유연탄 대신 소각하는 폐플라스틱은 소각수수료 (260 억 가량) 이익으로 연결된다. 더불어 3) 바이오매스 열적재활용의 경우 탄소배출권 인센티브로 연결되는데 2만원 초중반의 가격을 가정하였을 때 약 270 억원 가량의 이익 기여가 기대된다

배당 매력

DPS는 분기당 110 원 가량인데, 올해와 내년에 집중된 투자 (순환자원처리시설 기준 4개 설비 업그레이드 및 신규 5개 투자 (약 1,400 억)가 24년까지 진행 / '21년, '22년 집중 예상)를 감안해볼 때 배당 증가를 예상하진 않으나 안정적 수준 유지가 전망된다

영업실적 및 투자지표

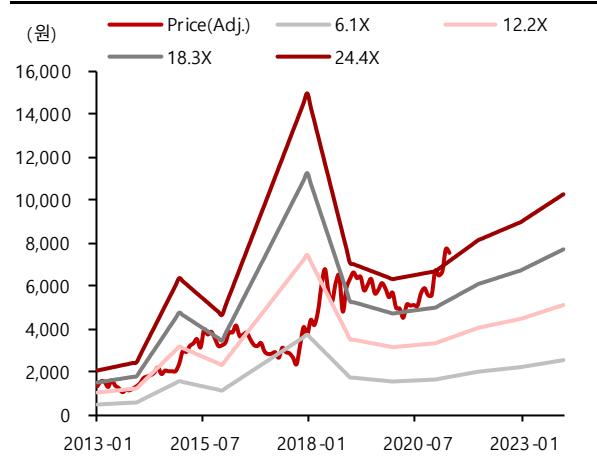
구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	억원	19,864	14,303	15,171	15,100	15,385	14,708
yoY	%	-1.7	-28.0	6.1	-0.5	1.9	-4.4
영업이익	억원	2,143	2,578	2,509	2,469	2,292	2,502
yoY	%	32.0	20.3	-2.7	-1.6	-7.2	9.1
EBITDA	억원	3,095	3,575	3,531	3,821	3,928	4,253
세전이익	억원	825	2,163	1,760	2,002	1,678	1,647
순이익(자본주주)	억원	769	1,728	3,021	1,463	1,307	1,382
영업이익률%	%	10.8	18.0	16.5	16.4	14.9	17.0
EBITDA%	%	15.6	25.0	23.3	25.3	25.5	28.9
순이익률	%	3.9	12.2	19.9	9.7	8.5	9.4
EPS	원	177	375	412	290	259	274
PER	배	20.1	8.7	9.9	23.8	24.0	24.4
PBR	배	1.1	0.9	1.1	1.8	1.7	2.0
EV/EBITDA	배	7.1	5.4	7.1	10.0	9.2	9.9
ROE	%	6.1	11.6	16.6	7.5	7.0	7.9
순차입금	억원	9,045	4,919	5,448	6,151	7,303	8,348
부채비율	%	117.7	77.3	73.2	73.2	87.0	96.9

쌍용 C&E 부문별 실적 추이

	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	1,734	1,783	1,733	1,757	1,681
시멘트사업	1,047	1,125	1,190	1,179	1,107
환경자원사업	47	40	98	101	119
석회석사업	127	81	61	64	55
해운사업	125	87	94	128	118
레미콘사업	366	378	339	325	318
골자사업	12	22	20	24	20
임대사업 등	11	10	5	7	7
영업이익	164	202	243	229	250
시멘트사업	165	163	160	165	181
환경자원사업	28	24	48	50	70
석회석사업	16	17	18	19	12
해운사업	60	4	14	11	8
레미콘사업	12	19	15	6	6
골자사업	2	2	3	2	3
임대사업 등	4	3	3	1	1
영업이익률	9.5%	11.3%	14.0%	13.0%	14.9%
시멘트사업	15.8%	14.5%	13.5%	14.0%	16.3%
환경자원사업	60.3%	60.9%	49.1%	49.2%	59.0%
석회석사업	12.2%	20.8%	29.9%	30.1%	22.7%
해운사업	47.6%	4.9%	14.6%	8.4%	7.0%
레미콘사업	3.4%	4.9%	4.4%	2.0%	2.0%
골자사업	21.4%	11.1%	12.7%	8.2%	16.8%
임대사업 등	36.9%	32.0%	49.6%	21.2%	12.3%

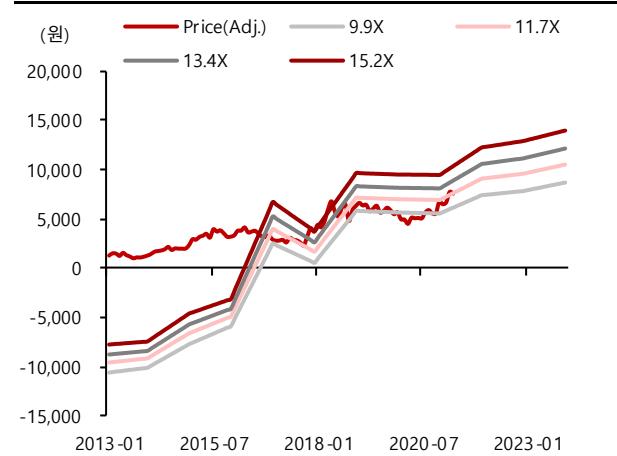
자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

쌍용 C&E 12MF P/E Band Chart



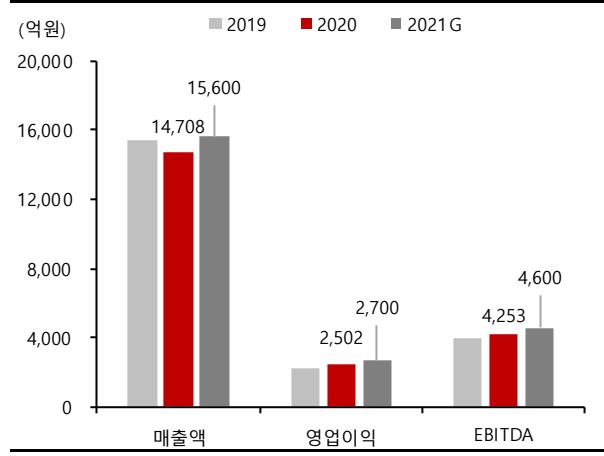
자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

쌍용 C&E EV/EBITDA Band Chart



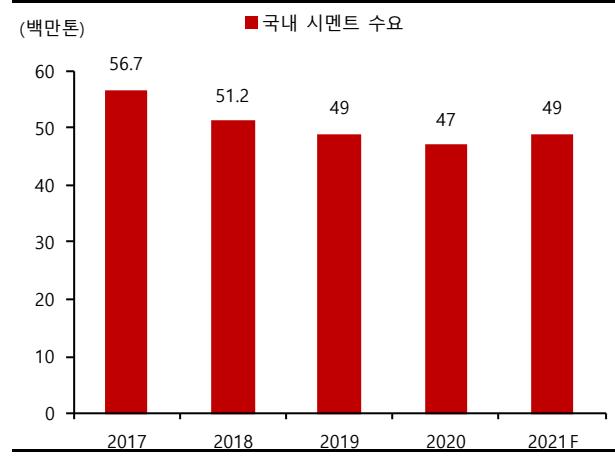
자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

쌍용 C&E 2021 실적 가이던스



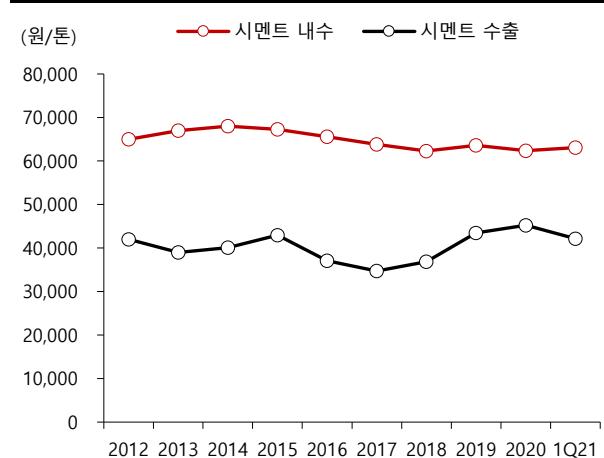
자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

국내 시멘트 수요 : 2021년 4,900만톤 예상



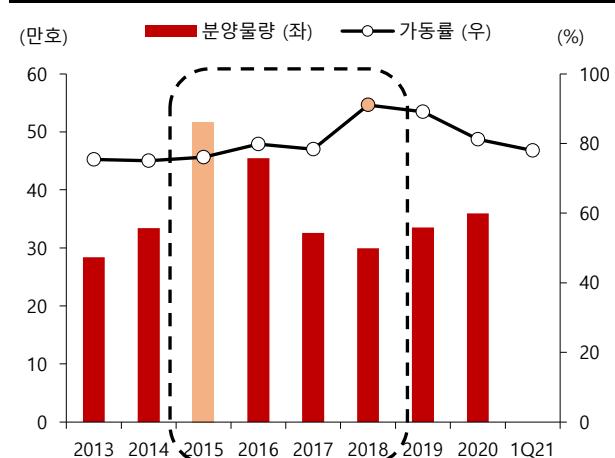
자료 : SK 증권 / 주: 2021년의 경우 SK증권 추정치 기준

쌍용 C&E 시멘트 내수 및 수출 가격 추이



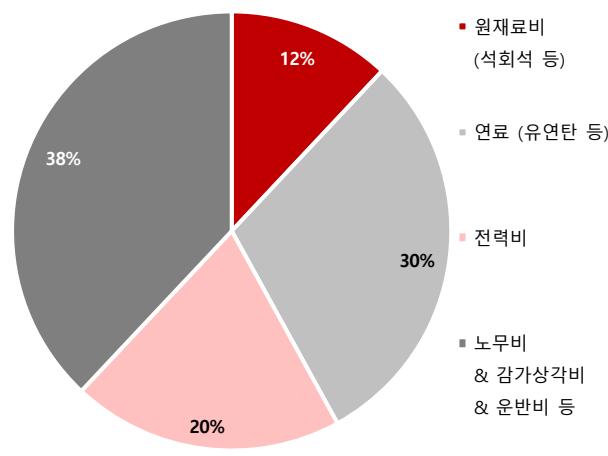
자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

쌍용 C&E 기동률



자료 : 쌍용 C&E, SK 증권

시멘트 원가 구성

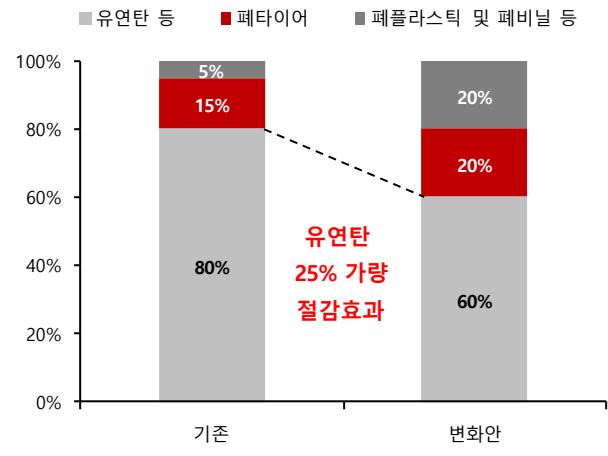


자료 : Industry Data, SK 증권

주 1: 연료는 대다수 유연탄 비중

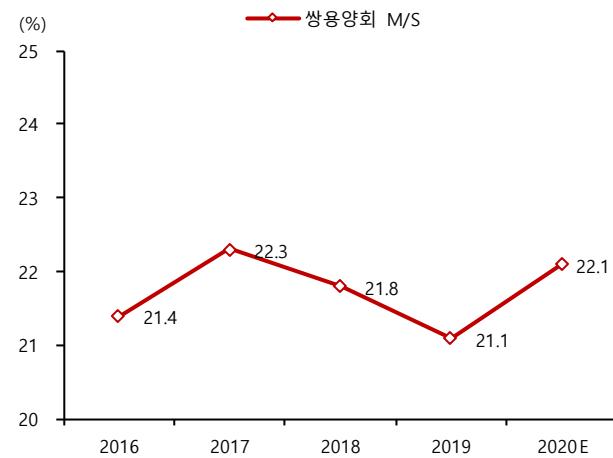
주 2: 원재료비 약 10%, 연료비 30% 이상, 전력비 20~30% 수준

연료의 친환경화



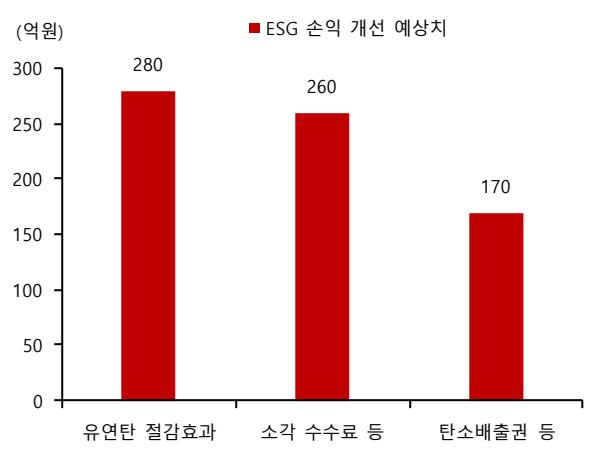
자료 : SK 증권

쌍용 C&E 점유율 추이



자료 : 쌍용 C&E, SK 증권 / 주. 2020년의 경우 쌍용 C&E 추정치 적용

ESG 관련 펀더멘탈 개선

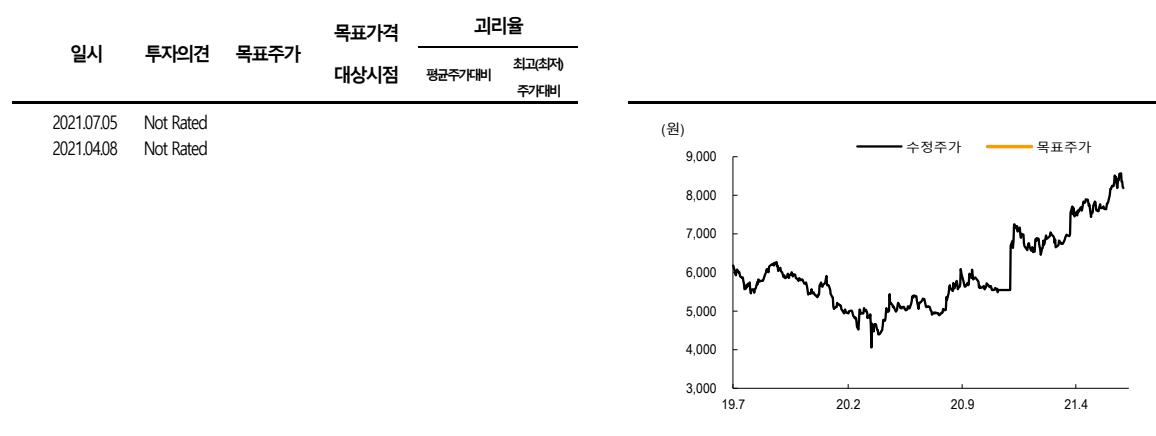


자료 : SK 증권

주 1: 주요 가정 1) 유연탄 가격 톤당 90불로 가정한 수치

주 2: 주요 가정 2) 탄소배출권 톤당 2만원 초중반으로 가정한 수치

주 3: 가정 수치 변화에 따라 손익 개선분 변동 가능



Compliance Notice

- 작성자(신서장)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 7월 5일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	8,959	8,301	7,808	7,467	7,080
현금및현금성자산	2,066	2,866	2,301	2,548	2,164
매출채권및기타채권	3,723	3,398	3,143	3,077	3,101
재고자산	868	1,088	1,171	1,295	1,139
비유동자산	23,204	26,711	26,484	26,214	26,188
장기금융자산	608	639	535	199	105
유형자산	21,081	22,046	21,827	21,544	21,526
무형자산	825	3,540	3,488	3,416	3,229
자산총계	32,162	35,012	34,293	33,680	33,268
유동부채	10,682	7,919	5,274	6,821	4,542
단기금융부채	6,261	4,660	2,446	3,907	1,777
매입채무 및 기타채무	2,831	2,277	1,781	2,174	1,983
단기충당부채	170	204	250	159	121
비유동부채	3,340	6,882	9,223	8,845	11,830
장기금융부채	948	4,232	6,559	6,170	8,992
장기매입채무 및 기타채무	1	3	3	2	0
장기충당부채	356	355	222	251	248
부채총계	14,022	14,801	14,497	15,667	16,371
지배주주지분	16,889	19,604	19,349	18,014	16,897
자본금	4,656	5,054	5,054	5,054	504
자본잉여금	7,699	7,439	7,681	7,550	4,861
기타자본구성요소	-467	-467	-467	-467	-676
자기주식	-1	0	0	0	-82
이익잉여금	4,979	7,170	6,766	5,893	12,216
비지배주주지분	1,251	606	447		
자본총계	18,140	20,211	19,796	18,014	16,897
부채와자본총계	32,162	35,012	34,293	33,680	33,268

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	1,967	2,983	3,144	3,641	3,843
당기순이익(손실)	1,751	3,012	1,470	1,311	1,382
비현금성항목등	2,112	542	2,337	2,433	2,924
유형자산감가상각비	956	979	1,272	1,539	1,653
무형자산상각비	40	43	80	97	98
기타	1,116	-480	986	797	1,173
운전자본감소(증가)	-1,776	-166	-526	190	-262
매출채권및기타채권의 감소증가)	-726	-45	209	691	-39
재고자산감소(증가)	46	-158	-360	-186	77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-486	-482	-356	-320	-264
기타	-2,062	429	400	1,386	-114
법인세납부	-129	-489	-177	-334	-219
투자활동현금흐름	-743	-2,230	-1,141	-744	-1,372
금융자산감소(증가)	-50	-197	99	173	-1
유형자산감소(증가)	-745	-759	-1,091	-987	-1,506
무형자산감소(증가)	-4	2	-231	-7	7
기타	35	19	28	27	102
재무활동현금흐름	511	47	-2,569	-2,651	-2,855
단기금융부채증가(감소)	-1,975	-2,513	-2,882	-2,404	-3,176
장기금융부채증가(감소)	-164	2,673	2,524	2,182	3,110
자본의증가(감소)	2,913	1,115		4,407	
배당금의 지급	6	937	1,809	2,104	2,220
기타		60	0	2	6
현금의 증가(감소)	1,734	800	-565	246	-384
기초현금	332	2,066	2,866	2,301	2,548
기말현금	2,066	2,866	2,301	2,548	2,164
FCF	2,903	-1,370	1,432	2,106	1,996

자료 : 쌍용C&E, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	14,303	15,171	15,100	15,385	14,708
매출원가	10,361	11,216	11,156	11,526	10,550
매출총이익	3,942	3,955	3,944	3,858	4,158
매출총이익률 (%)	27.6	26.1	26.1	25.1	28.3
판매비와관리비	1,364	1,446	1,474	1,566	1,656
영업이익	2,578	2,509	2,469	2,292	2,502
영업이익률 (%)	18.0	16.5	16.4	14.9	17.0
비영업손익	-415	-749	-468	-615	-855
순금융비용	258	227	265	318	290
외환관련손익	-19	143	-44	-74	21
관계기업투자등 관련손익	-2	28	-35	1	-2
세전계속사업이익	2,163	1,760	2,002	1,678	1,647
세전계속사업이익률 (%)	15.1	11.6	13.3	10.9	11.2
계속사업법인세	522	-261	532	367	265
계속사업이익	1,641	2,022	1,470	1,311	1,382
중단사업이익	110	991			
*법인세효과	17	-5			
당기순이익	1,751	3,012	1,470	1,311	1,382
순이익률 (%)	12.2	19.9	9.7	8.5	9.4
지배주주	1,728	3,021	1,463	1,307	1,382
지배주주귀속 순이익률(%)	12.08	19.91	9.69	8.49	9.39
비지배주주	23	-8	7	5	
총포괄이익	1,767	3,389	1,322	879	1,320
지배주주	1,743	3,398	1,315	875	1,320
비지배주주	24	-9	6	4	
EBITDA	3,575	3,531	3,821	3,928	4,253

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
성장성 (%)					
매출액	-280	6.1	-0.5	1.9	-44
영업이익	203	-2.7	-1.6	-7.2	9.1
세전계속사업이익	1622	-18.6	13.7	-16.2	-1.8
EBITDA	155	-1.2	8.2	2.8	8.3
EPS(계속사업)	111.6	9.9	-29.7	-10.7	5.8
수익성 (%)					
ROE	11.6	166	7.5	7.0	7.9
ROA	5.7	9.0	4.2	3.9	4.1
EBITDA마진	250	23.3	25.3	25.5	28.9
안정성 (%)					
유동비율	83.9	104.8	148.1	109.5	155.9
부채비율	77.3	73.2	73.2	87.0	96.9
순자본금/자기자본	27.1	27.0	31.1	40.5	49.4
EBITDA/이자비용(배)	13.5	14.5	13.3	11.5	14.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	375	412	290	259	274
BPS	3,627	3,879	3,828	3,564	3,370
CFPS	631	821	557	582	620
주당 현금배당금	160	1,070	1,090	420	440
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.1	11.0	29.2	29.6	26.5
PER(최저)	7.8	6.3	13.8	22.7	16.2
PBR(최고)	1.3	1.2	2.2	2.2	2.2
PBR(최저)	0.8	0.7	1.0	1.7	1.3
PCR	5.1	5.0	12.4	10.7	10.8
EV/EBITDA(최고)	7.9	8.3	12.6	11.5	11.2
EV/EBITDA(최저)	5.5	5.7	7.2	9.4	7.4