

# 쌍용C&E (003410)

전자재

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>9,400원 (U)</b>
현재주가 (8/3)	<b>7,860원</b>
상승여력	<b>20%</b>

시가총액	39,603억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	1,203,041주
52주 고	8,570원
52주 저	5,020원
외인지분율	3.50%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.0)	5.6	56.6
상대	(2.7)	2.1	8.9
절대(달러환산)	(5.1)	3.4	62.7

## 원가 부담과 일회성 비용, 하반기 이익 회복 전망

### 2Q21 Review : 시장 예상치 하회

2021년 2분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 4,161억원(+8.0%, YoY), 영업이익 793억원(-12.7%, YoY)으로 당분기 영업이익은 시장 예상치를 10% 하회했다. 당분기 출하량은 4~5월 내수 출하 호조에도 6월 강우일수 증가 및 5월 현장 사고로 인한 수출물량 생산 차질로 전년동기대비 1.4% 감소했다(내수: +7.5%, 수출: -41.0%, YoY). 순환자원 처리시설 가동에 따른 매출 증가 효과에도 불구하고, 1) 2Q20 탄소배출권 매각 이익(230억원) 관련 역기저효과 2) 출하량 감소에 따른 고정비 증가 3) 유연탄 가격 상승 4) 지난 3월 사명 변경(쌍용양회 → 쌍용C&E) 관련 비용 40억원 등이 전년동기대비 영업이익 감소 원인으로 작용했다. 다만, 이 연법인세자산 인식에 따른 회계적 효과 반영으로 당기순이익은 전년동기대비 34% 증가했다.

### 판가 인상과 환경 사업 비중 확대, 이익 회복 전망

2021년 하반기 실적은 시멘트 가격 인상 효과(7/1일~, +5.1%)와 함께 총 4기의 순환자원 처리시설 가동을 통한 이익 개선 요인이 반영될 전망이다. 시멘트 소성 과정에 연료로 투입되는 유연탄 가격 강세는 원가 부담인 반면, 순환자원 활용을 통한 유연탄 사용량 절감(100만톤('20) → 80만톤('21E)) 및 유연탄 옵션 계약(~2021년, 연간 약 60만톤)을 통한 원가 절감 효과는 관련 부정적 요인을 일정 부분 상쇄할 전망이다. 순환자원 처리시설 가동을 통한 소각 수수료 수익 증가 및 탄소배출권 절감을 통한 영업이익 개선 효과 역시 유효할 전망이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 9,400원으로 4.4% 상향

쌍용C&E에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 EBITDA 적용시기 변경(2021년 → 2021~2022년 평균)을 반영해 기존 9,000원에서 9,400원으로 4.4% 상향 제시한다. 2021년 3월, 동사는 사명 변경과 함께 2025년까지 전체 이익(EBITDA) 중 환경 사업 비중을 50% 수준까지 확대하기 위한 계획을 밝힌 바 있다. 최근 인수한 폐기물 중간처리업체인 그린에코사이클 등 순환자원 Value Chain 내 M&A를 통한 영역 확대, 잔여 5개 킬른에 대한 순환자원 처리시설 추가 투자, 강원도 매립 사업 등 동사가 추진하는 환경 중심의 사업 구조 변화는 점차 구체화 될 전망이다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,161	8.0	23.6	4,030	3.3
영업이익	793	-12.5	142.2	883	-10.2
세전계속사업이익	656	5.6	198.1	739	-11.2
지배순이익	716	33.5	264.6	580	23.5
영업이익률 (%)	19.1	-4.4 %pt	+9.4 %pt	21.9	-2.8 %pt
지배순이익률 (%)	17.2	+3.3 %pt	+11.4 %pt	14.4	+2.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	15,385	14,708	15,701	16,662
영업이익	2,292	2,502	2,638	2,918
지배순이익	1,307	1,382	1,807	1,821
PER	23.3	19.6	21.9	21.7
PBR	1.7	1.6	2.5	2.6
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.5	9.8
ROE	7.0	7.9	11.1	11.9

자료: 유안타증권

## 쌍용 C&amp;E 2Q21 Review

(단위: 십억원)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	385	346	426	337	416	8.0%	23.6%	403	3.3%
영업이익	91	54	75	33	79	-12.7%	142.2%	88	-10.2%
세전이익	62	40	41	22	66	5.9%	198.1%	74	-11.2%
지배주주순이익	54	23	42	20	72	33.9%	264.6%	58	23.5%
영업이익률	23.6%	15.6%	17.5%	9.7%	19.1%			21.9%	
세전이익률	16.1%	11.7%	9.5%	6.5%	15.8%			18.3%	
지배주주순이익률	13.9%	6.6%	9.9%	5.8%	17.2%			14.4%	

자료: 유안타증권 리서치센터

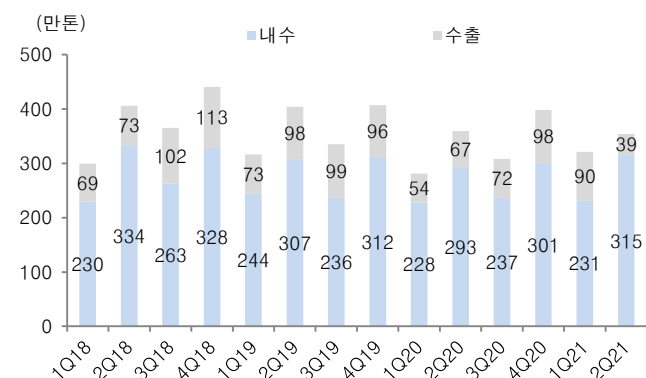
## 쌍용 C&amp;E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	314	385	346	426	1,471	337	416	361	456	1,570	1,666
- 쌍용양회(별도)	207	256	234	296	993	232	275	236	318	1,061	1,130
- 연결자회사	107	129	112	130	478	105	140	125	138	508	536
매출원가 (연결)	246	258	245	306	1,055	265	294	261	315	1,136	1,194
% 매출원가율	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	71.7%	78.7%	70.7%	72.4%	69.1%	72.3%	71.6%
매출총이익 (연결)	68	127	101	120	416	72	122	100	141	434	473
% 매출총이익률	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	28.3%	21.3%	29.3%	27.6%	30.9%	27.7%	28.4%
판관비 (연결)	37	37	47	45	166	39	43	43	47	171	181
% 판관비율	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	11.3%	11.6%	10.2%	11.8%	10.2%	10.9%	10.9%
영업이익 (연결)	31	91	54	75	250	33	79	57	95	264	292
- 쌍용양회 (별도)	26	70	43	57	196	25	55	41	78	199	215
- 연결자회사	5	21	11	18	54	8	25	17	16	65	77
% 영업이익률(연결)	9.8%	23.5%	15.6%	17.5%	17.0%	9.7%	19.1%	15.9%	20.7%	16.8%	17.5%
- 쌍용양회 (별도)	12.7%	27.2%	18.4%	19.3%	19.8%	10.9%	19.9%	17.2%	24.6%	18.7%	19.0%
- 연결자회사	4.2%	16.3%	9.7%	13.5%	11.3%	7.2%	17.6%	13.2%	11.8%	12.8%	14.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&amp;E 분기별 시멘트 내수/수출 출하량 추이



자료: 쌍용 C&amp;E, 유안타증권 리서치센터

호주 Newcastle 유연탄 지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&amp;E SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	5,572	
- EBITDA	479	2021년~2022년 추정치 평균
- EV/EBITDA	11.6	2018년~ 배당, EBITDA 증가 시기 20% 할증
2. 자산가치 (비영업가치)	10	30% 할인
- 투자부동산	14	2Q21 기준
3. 순차입금	882	2021년~2022년 추정치 평균
4. 주주가치 (=1+2-3)	4,699	
- 유통주식수	502,281,805	자사주 제외
목표주가	9,400	반올림 적용
현재주가	7,860	8월 3일 종가 기준
Upside	20%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 쌍용 C&amp;E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	15,385	14,708	15,701	16,662	17,491	
매출원가	11,526	10,550	11,356	11,937	12,390	
매출총이익	3,858	4,158	4,345	4,725	5,101	
판매비	1,566	1,656	1,707	1,808	1,877	
영업이익	2,292	2,502	2,638	2,918	3,225	
EBITDA	3,928	4,253	4,604	4,969	5,337	
영업외손익	-615	-855	-610	-571	-502	
외환관련손익	-74	21	-4	7	7	
이자손익	-318	-290	-295	-302	-282	
관계기업관련손익	1	-2	2	6	8	
기타	-223	-584	-314	-281	-234	
법인세비용차감전순손익	1,678	1,647	2,028	2,347	2,723	
법인세비용	367	265	217	516	599	
계속사업순손익	1,311	1,382	1,811	1,830	2,124	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,311	1,382	1,811	1,830	2,124	
지배지분순이익	1,307	1,382	1,807	1,821	2,113	
포괄순이익	879	1,320	1,768	1,788	2,081	
지배지분포괄이익	875	1,320	1,768	1,779	2,071	

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

현금흐름표					(단위: 억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,660	3,859	4,347	4,768	5,140
당기순이익	1,311	1,382	1,811	1,830	2,124
감가상각비	1,539	1,653	1,867	1,942	2,002
외환손익	12	-34	8	-7	-7
중속, 관계기업관련손익	-1	2	-2	-6	-8
자산부채의 증감	208	-246	67	310	310
기타현금흐름	590	1,102	596	698	718
투자활동 현금흐름	-763	-1,388	-1,999	-1,557	-1,687
투자자산	0	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-997	-1,556	-2,100	-1,570	-1,690
유형자산 감소	10	49	6	6	6
기타현금흐름	225	123	95	8	-2
재무활동 현금흐름	-2,651	-2,855	-1,677	-2,464	-2,744
단기차입금	-1,143	-53	90	-20	-20
사채 및 장기차입금	1,257	453	696	20	-260
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,104	-2,220	-1,658	-1,658	-1,658
기타현금흐름	-662	-1,035	-807	-807	-807
연결범위변동 등 기타	0	0	-754	-652	-636
현금의 증감	246	-384	-83	95	73
기초 현금	2,301	2,548	2,164	2,080	2,175
기말 현금	2,548	2,164	2,080	2,175	2,248
NOPLAT	2,292	2,502	2,638	2,918	3,225
FCF	2,663	2,303	2,247	3,198	3,450

자료: 유안타증권

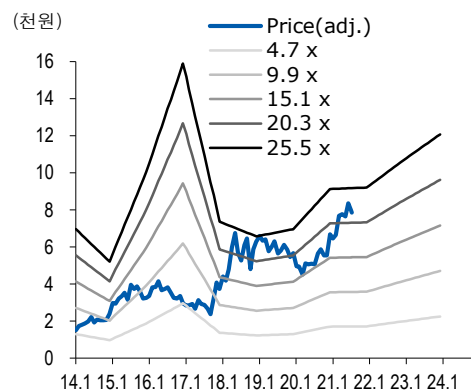
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,467	7,080	6,960	7,025	7,108
현금및현금성자산	2,548	2,164	2,080	2,175	2,248
매출채권 및 기타채권	3,081	3,118	3,140	3,160	3,190
재고자산	1,295	1,139	1,090	1,100	1,090
비유동자산	26,214	26,188	26,373	25,921	25,562
유형자산	21,544	21,526	21,796	21,419	21,101
관계기업등 지분관련자산	15	13	15	21	29
기타투자자산	199	105	105	114	114
자산총계	33,680	33,268	33,334	32,947	32,670
유동부채	6,821	4,542	5,690	6,087	6,257
매입채무 및 기타채무	2,474	2,314	2,413	2,493	2,563
단기차입금	595	530	620	600	580
유동성장기부채	3,109	853	1,577	2,084	2,214
비유동부채	8,845	11,830	12,012	11,436	11,076
장기차입금	2,951	3,916	3,705	3,365	3,195
사채	2,725	4,425	4,628	4,481	4,261
부채총계	15,667	16,371	17,702	17,522	17,332
지배지분	18,014	16,897	15,631	15,074	14,988
자본금	5,054	504	504	504	504
자본잉여금	7,550	4,861	260	260	260
이익잉여금	5,893	12,216	15,331	14,943	14,846
비지배지분	0	0	0	350	350
자본총계	18,014	16,897	15,631	15,424	15,338
순차입금	7,102	7,953	8,919	8,724	8,351
총차입금	9,875	10,374	11,249	11,169	10,879

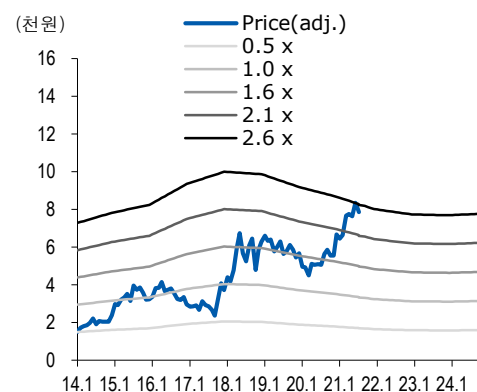
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	258	273	359	361	419	
BPS	3,564	3,364	3,112	3,001	2,984	
EBITDAPS	777	842	914	986	1,059	
SPS	3,044	2,911	3,116	3,307	3,471	
DPS	420	440	440	440	440	
PER	23.3	19.6	21.9	21.7	18.7	
PBR	1.7	1.6	2.5	2.6	2.6	
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.5	9.8	9.1	
PSR	2.0	1.8	2.5	2.4	2.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	1.9	-4.4	6.7	6.1	5.0	
영업이익 증가율 (%)	-7.2	9.1	5.5	10.6	10.5	
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	5.8	30.7	0.8	16.0	
매출총이익률 (%)	25.1	28.3	27.7	28.4	29.2	
영업이익률 (%)	14.9	17.0	16.8	17.5	18.4	
지배순이익률 (%)	8.5	9.4	11.5	10.9	12.1	
EBITDA 마진 (%)	25.5	28.9	29.3	29.8	30.5	
ROIC	6.6	7.9	8.9	8.6	9.7	
ROA	3.8	4.1	5.4	5.5	6.4	
ROE	7.0	7.9	11.1	11.9	14.1	
부채비율 (%)	87.0	96.9	113.2	113.6	113.0	
순차입금/자기자본 (%)	39.4	47.1	57.1	57.9	55.7	
영업이익/금융비용 (배)	6.7	8.3	8.7	9.4	11.1	

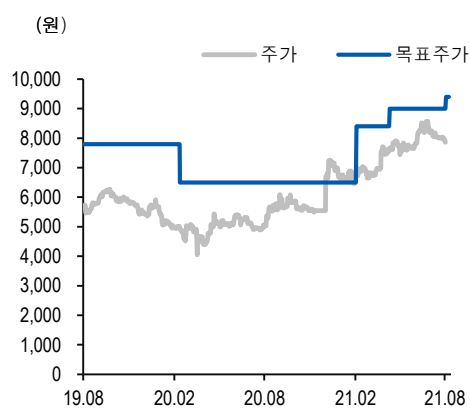
P/E band chart



P/B band chart



쌍용 C&amp;E (003410) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-04	BUY	9,400	1년		
2021-04-12	BUY	9,000	1년	-11.53	-4.78
2021-02-04	BUY	8,400	1년	-16.12	-8.21
2020-02-13	BUY	6,500	1년	-15.18	11.54
2019-02-15	BUY	7,800	1년	-24.79	-10.38

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)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자사결정은 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.