

쌍용C&E (003410)

전자재

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	10,200원 (U)
현재주가 (11/4)	8,030원
상승여력	27%

시가총액	40,460억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	71억원
60일 평균 거래량	882,011주
52주 고	8,590원
52주 저	5,490원
외인지분율	3.19%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.2	0.4	44.2
상대	3.4	10.4	13.9
절대(달러환산)	2.7	(2.9)	38.7

원가 부담 우려를 지워 버린 호실적

3Q21 Review : 시장 예상치 상회

2021년 3분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 4,226억원(+22.2%, YoY), 영업이익 686억원(+26.3%, YoY)으로 시장 예상치를 상회하는 호실적을 기록했다. 시멘트 판가 인상(공정단가 기준 +5.1%) 및 출하량 증가(+9.8%, YoY) 효과로 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 20% 이상 증가했다. 유연탄 가격 급등과 탄소배출권 매각 이익 감소[195억원(3Q20) → 80억원(3Q21P)]에도 불구하고, 유연탄 옵션 계약 및 순환자원 처리시설 가동 효과가 원가 부담을 상쇄하며 이익 개선 요인으로 작용했다. Fly-ash 관련 부가세 환급 200억원이 영업외손익 개선 요인으로 반영되며 세전이익(+90.0%, YoY) 및 지배주주순이익(+220.2%, YoY) 증가 폭은 보다 확대되었다.

원가 부담 요인 상존, 이익 성장은 지속될 전망

시멘트 제조에 연료로 사용되는 유연탄 가격 강세로 원가 부담은 이어지고 있는 반면, 순환자원 처리시설을 통한 유연탄 사용량 절감(연간 약 10~20만톤)과 2021년까지 이어지는 유연탄 옵션 효과는 관련 부정적 요인을 일정 부분 상쇄할 전망이다. 순환자원 처리시설 가동 효과에 따른 소각 수수료 수익 증가 및 탄소배출권 관련 이익 개선 효과 역시 유효할 것으로 판단한다. 또한, 2021년 7월 1일자로 적용되는 시멘트 가격 인상 효과(공정단가 기준 +5.1%)에 이어 비용 상승에 기인한 추가적인 시멘트 판가 인상(또는 할인 폭 축소) 가능성은 원가 부담을 전가할 수 있는 긍정적 요인이 될 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 10,200원으로 8.5% 상향

쌍용C&E에 대해 기존 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 EBITDA 적용시기 변경(2021~2022년 평균 → 2022년)을 반영해 기존 9,400원에서 10,200원으로 8.5% 상향 제시한다. 지난 3월, 당사는 사명 변경과 함께 환경 부문의 이익 비중 확대 계획을 밝힌 바 있다. 잔여 5개 길르에 대한 순환자원 처리시설 추가 투자와 더불어 자회사 그린에코솔루션을 통한 순환자원 Value Chain 확대, 강원도 매립 사업 추진 등의 점진적 구체화 과정이 환경 부문 실적 확대에 이어질 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,226	22.2	1.5	3,812	10.9
영업이익	686	26.3	-13.6	588	16.5
세전계속사업이익	766	90.0	16.7	498	53.8
지배순이익	728	220.2	1.6	346	110.1
영업이익률 (%)	16.2	+0.6 %pt	-2.9 %pt	15.4	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	17.2	+10.6 %pt	0	9.1	+8.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	15,385	14,708	16,392	17,591
영업이익	2,292	2,502	2,696	2,964
지배순이익	1,307	1,382	2,129	1,994
PER	23.3	19.6	19.0	20.3
PBR	1.7	1.6	2.5	2.5
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.5	9.7
ROE	7.0	7.9	12.8	12.4

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 3Q21 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	346	426	337	416	423	22.2%	1.5%	386	9.6%
영업이익	54	75	33	79	69	26.3%	-13.6%	54	26.8%
세전이익	40	41	22	66	77	90.0%	16.7%	47	63.1%
지배주주순이익	23	42	20	72	73	220.2%	1.6%	30	142.5%
영업이익률	15.7%	17.5%	9.7%	19.1%	16.2%			14.0%	
세전이익률	11.7%	9.5%	6.5%	15.8%	18.1%			12.2%	
지배주주순이익률	6.6%	9.9%	5.8%	17.2%	17.2%			7.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

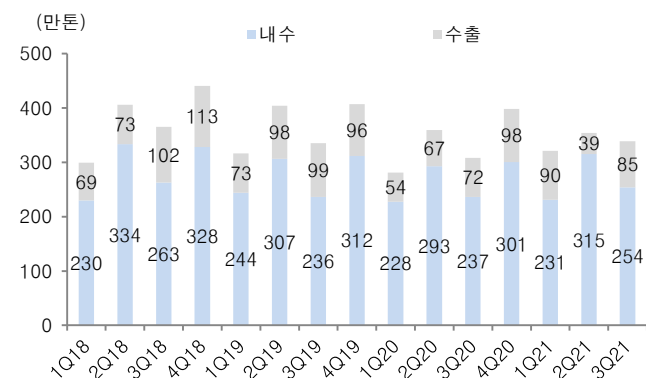
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	314	385	346	426	1,471	337	416	423	464	1,639	1,759
- 쌍용 C&E (별도)	207	256	234	296	993	232	275	296	329	1,132	1,203
- 연결자회사	107	129	112	130	478	105	140	127	135	506	556
매출원가 (연결)	246	258	245	306	1,055	265	294	312	334	1,205	1,286
% 매출원가율	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	71.7%	78.7%	70.7%	73.9%	71.9%	73.5%	73.1%
매출총이익 (연결)	68	127	101	120	416	72	122	110	130	434	473
% 매출총이익률	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	28.3%	21.3%	29.3%	26.1%	28.1%	26.5%	26.9%
판관비 (연결)	37	37	47	45	166	39	43	42	41	165	177
% 판관비율	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	11.3%	11.6%	10.2%	9.9%	8.9%	10.1%	10.0%
영업이익 (연결)	31	91	54	75	250	33	79	69	89	270	296
- 쌍용 C&E (별도)	26	70	43	57	196	25	55	53	66	199	214
- 연결자회사	5	21	11	18	54	8	25	16	23	70	82
% 영업이익률(연결)	9.8%	23.5%	15.6%	17.5%	17.0%	9.7%	19.1%	16.2%	19.2%	16.4%	16.9%
- 쌍용 C&E (별도)	12.7%	27.2%	18.4%	19.3%	19.8%	10.9%	19.9%	17.9%	20.2%	17.6%	17.8%
- 연결자회사	4.2%	16.3%	9.7%	13.5%	11.3%	7.2%	17.6%	12.3%	16.8%	13.9%	14.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 분기별 시멘트 내수/수출 출하량 추이



자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

호주 Newcastle 유연탄 지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	5,978	
- EBITDA	514	2022년 추정치 기준
- EV/EBITDA	11.6	배당, EBITDA 증가 시기 평균, 20% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	18	
- 투자부동산	9	장부가 30% 할인
- 자사주	9	30% 할인 (1,577,790주)
3. 순차입금	876	2021년~2022년 추정치 평균
4. 주주가치 (=1+2-3)	5,120	
- 발행주식수	503,859,595	
목표주가	10,200	반올림 적용
현재주가	8,030	11월 4일 종가 기준
Upside	27%	

자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,385	14,708	16,392	17,591	18,794
매출원가	11,526	10,550	12,048	12,859	13,629
매출총이익	3,858	4,158	4,344	4,731	5,165
판매비	1,566	1,656	1,648	1,767	1,873
영업이익	2,292	2,502	2,696	2,964	3,292
EBITDA	3,928	4,253	4,712	5,136	5,674
영업외손익	-615	-855	-427	-521	-472
외환관련손익	-74	21	-13	9	9
이자손익	-318	-290	-300	-292	-282
관계기업관련손익	1	-2	2	6	8
기타	-223	-584	-117	-244	-207
법인세비용차감전순이익	1,678	1,647	2,269	2,443	2,820
법인세비용	367	265	139	440	536
계속사업순이익	1,311	1,382	2,129	2,004	2,285
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,311	1,382	2,129	2,004	2,285
지배지분순이익	1,307	1,382	2,129	1,994	2,273
포괄순이익	879	1,320	2,166	2,040	2,321
지배지분포괄이익	875	1,320	2,166	2,030	2,310

주: 영업이익 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	4,375	4,674	5,173
당기순이익	1,311	1,382	2,129	2,004	2,285
감가상각비	1,539	1,653	1,926	2,061	2,271
외환손익	12	-34	17	-9	-9
중속, 관계기업관련손익	-1	2	-2	-6	-8
자산부채의 증감	208	-246	-104	-73	-83
기타현금흐름	590	1,102	409	697	717
투자활동 현금흐름	-763	-1,388	-2,119	-2,351	-1,951
투자자산	0	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-997	-1,556	-2,062	-2,270	-1,790
유형자산 감소	10	49	75	75	75
기타현금흐름	225	123	-132	-156	-236
재무활동 현금흐름	-2,651	-2,855	-2,280	-3,322	-3,762
단기차입금	-1,143	-53	61	-20	-20
사채 및 장기차입금	1,257	453	771	-190	-630
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,104	-2,220	-2,210	-2,210	-2,210
기타현금흐름	-662	-1,035	-902	-902	-902
연결범위변동 등 기타	0	0	-74	1,035	661
현금의 증감	246	-384	-98	37	122
기초 현금	2,301	2,548	2,164	2,078	2,116
기말 현금	2,548	2,164	2,078	2,116	2,237
NOPLAT	2,292	2,502	2,696	2,964	3,292
FCF	2,663	2,303	2,313	2,404	3,383

자료: 유안타증권

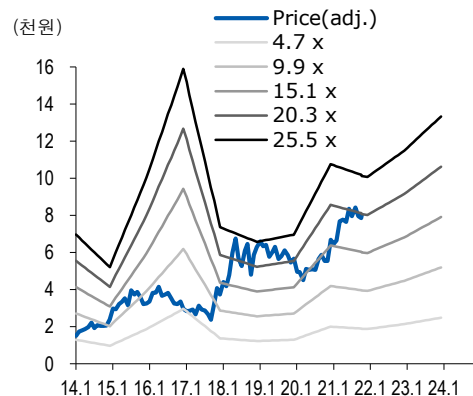
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,467	7,080	7,238	7,066	7,178
현금및현금성자산	2,548	2,164	2,078	2,116	2,238
매출채권 및 기타채권	3,081	3,118	3,140	3,160	3,190
재고자산	1,295	1,139	1,220	1,200	1,170
비유동자산	26,214	26,188	26,700	26,759	26,160
유형자산	21,544	21,526	22,031	22,165	21,608
관계기업 등 지분관련자산	15	13	15	21	29
기타투자자산	199	105	103	112	112
자산총계	33,680	33,268	33,939	33,824	33,338
유동부채	6,821	4,542	5,448	5,894	5,694
매입채무 및 기타채무	2,474	2,314	2,465	2,545	2,615
단기차입금	595	530	620	600	580
유동성장기부채	3,109	853	1,543	1,839	1,599
비유동부채	8,845	11,830	12,187	11,660	11,300
장기차입금	2,951	3,916	4,279	3,939	3,769
사채	2,725	4,425	4,278	4,131	3,911
부채총계	15,667	16,371	17,634	17,554	16,994
지배지분	18,014	16,897	16,305	15,920	15,993
자본금	5,054	504	504	504	504
자본잉여금	7,550	4,861	260	260	260
이익잉여금	5,893	12,216	16,005	15,788	15,851
비지배지분	0	0	0	350	350
자본총계	18,014	16,897	16,305	16,270	16,343
순차입금	7,102	7,953	9,081	8,764	7,972
총차입금	9,875	10,374	11,480	11,150	10,490

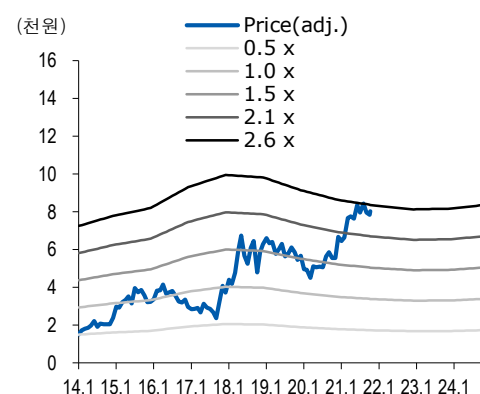
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	258	273	423	396	451
BPS	3,564	3,364	3,246	3,170	3,184
EBITDAPS	777	842	935	1,019	1,126
SPS	3,044	2,911	3,253	3,491	3,730
DPS	420	440	440	440	440
PER	23.3	19.6	19.0	20.3	17.8
PBR	1.7	1.6	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.5	9.7	8.6
PSR	2.0	1.8	2.5	2.3	2.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	1.9	-4.4	11.4	7.3	6.8
영업이익 증가율 (%)	-7.2	9.1	7.8	10.0	11.1
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	5.8	54.1	-6.4	14.0
매출총이익률 (%)	25.1	28.3	26.5	26.9	27.5
영업이익률 (%)	14.9	17.0	16.4	16.9	17.5
지배순이익률 (%)	8.5	9.4	13.0	11.3	12.1
EBITDA 마진 (%)	25.5	28.9	28.7	29.2	30.2
ROIC	6.6	7.9	9.4	9.0	10.0
ROA	3.8	4.1	6.3	5.9	6.8
ROE	7.0	7.9	12.8	12.4	14.2
부채비율 (%)	87.0	96.9	108.2	107.9	104.0
순차입금/자기자본 (%)	39.4	47.1	55.7	55.0	49.8
영업이익/금융비용 (배)	6.7	8.3	8.8	9.9	11.4

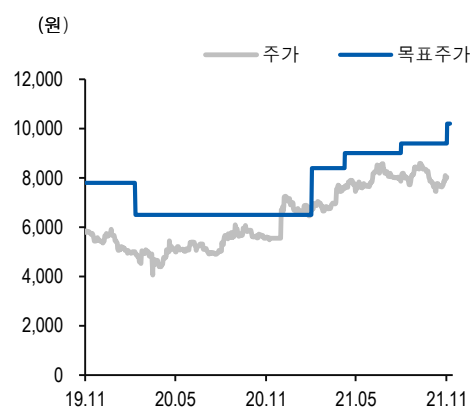
P/E band chart



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
2021-11-05	BUY	10,200	1년		
2021-08-04	BUY	9,400	1년	-14.57	-8.62
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)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-02

※ 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 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.