

쌍용C&E (003410)

건자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	10,200원 (M)
현재주가 (2/10)	7,810원
상승여력	31%

시가총액	39,351억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	54억원
60일 평균 거래량	679,617주
52주 고	8,590원
52주 저	6,650원
외인지분율	3.33%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.5)	(2.1)	13.5
상대	2.9	3.5	27.0
절대(달러환산)	(2.3)	(3.4)	5.0

아쉬운 4분기 실적, 2022년 높아질 실적 레벨

4Q21 Review : 매출 성장 지속, 원가 부담 반영

2021년 4분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 4,861억원(+14.1%, YoY), 영업이익 681억원(-8.9%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치를 16% 하회했다. 매출액은 시멘트 판가 인상(2021년 7월 1일~, 공정단가 기준 +5.1%) 및 내수 출하량 증가 효과(+3.4%, YoY)로 전년동기대비 14% 증가했다. 당분기 영업이익은 탄소배출권 매각 이익 효과[0억원(4Q20) → 82억원(4Q21P)]에도 불구하고, 유연탄 가격 상승 등 원가 부담이 확대되며 전년동기대비 9% 감소했다. 2021년 연결 기준 영업이익은 2,487억원으로 연간 가이드스 2,700억원의 92%를 달성했다.

순환자원 Capa 확대 효과, 그린에코솔루션 실적 기여 본격화 전망

유연탄 가격 강세 및 2021년 옵션 계약 종료로 인한 원가 부담은 상존하는 반면, 추가적인 시멘트 판가 인상 시도(약 18%), 판매량 증가 및 순환자원 확대를 통한 유연탄 사용량 절감 효과는 이익 증가로 이어질 전망이다. 기 준공한 순환자원 처리 시설 Capa 확대 효과와 연내 1기의 추가 준공으로 소각 수수료 증가에 따른 환경 부문 이익 기여도는 점차 확대될 전망이다. 2022년 쌍용C&E 별도 손익 개선과 더불어 자회사 실적은 중간 순환자원 처리 업체 인수를 확대해 나가고 있는 그린에코솔루션의 실적이 본격적으로 반영될 전망이다.

2022년 연결 기준 실적 가이드스는 매출액 1.9조원(+14.4%, YoY), 영업이익 2,900억원(+16.6%, YoY), EBITDA 5,300억원(+11.2%, YoY)을 제시했다.

투자의견 Buy 및 목표주가 10,200원 유지

쌍용C&E에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 10,200원을 유지한다. 연초 발생한 건설 현장, 채석장 붕괴 사고와 중대재해처벌법 시행 등으로 건설/건자재 투자심리는 악화됐으나, 2022년 가격 인상과 환경 사업 이익 증가의 변화는 점차 구체화 될 전망이다. 3월 대선을 앞두고 주요 여야 후보의 GTX 연장/신규 노선 확대를 비롯한 교통여건 개선을 위한 투자 증가, 주택 공급 확대 등의 공약 현실화는 시멘트 본업 회복에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,861	14.1	15.0	4,828	0.7
영업이익	681	-8.9	-0.7	814	-16.3
세전계속사업이익	268	-34.2	-65.0	642	-58.3
지배순이익	209	-50.3	-71.3	499	-58.1
영업이익률 (%)	14.0	-3.5 %pt	-2.2 %pt	16.9	-2.9 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	-5.6 %pt	-12.9 %pt	10.3	-6.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022F
매출액	15,385	14,708	16,614	18,913
영업이익	2,292	2,502	2,487	2,859
지배순이익	1,307	1,382	1,849	1,907
PER	23.3	19.6	21.0	20.6
PBR	1.7	1.6	2.3	2.4
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.4	9.6
ROE	7.0	7.9	11.1	11.6

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 4Q21 Review [컨센서스는 3개월 기준]

(단위: 십억원)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	426	337	416	423	486	14.1%	15.0%	483	0.7%
영업이익	75	33	79	69	68	-8.9%	-0.7%	81	-16.3%
세전이익	41	22	66	77	27	-34.2%	-65.0%	64	-58.3%
당기순이익	42	20	72	73	21	-50.3%	-71.3%	51	-59.0%
영업이익률	17.5%	9.7%	19.1%	16.2%	14.0%			16.9%	
세전이익률	9.5%	6.5%	15.8%	18.1%	5.5%			13.3%	
당기순이익률	9.9%	5.8%	17.2%	17.2%	4.3%			10.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

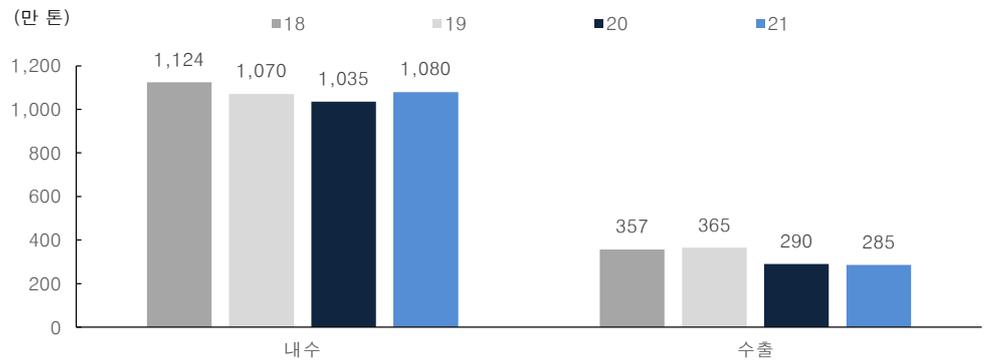
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021P	2022E
매출액 (연결)	314	385	346	426	1,471	337	416	423	486	1,661	1,891
- 쌍용양회(별도)	207	256	234	296	993	232	275	296	340	1,142	1,203
- 연결자회사	107	129	112	130	478	105	140	127	147	518	688
매출원가 (연결)	246	258	245	306	1,055	265	294	312	367	1,238	1,401
% 매출원가율	78.4%	66.9%	70.9%	71.8%	71.7%	78.7%	70.7%	73.9%	75.4%	74.5%	74.1%
매출총이익 (연결)	68	127	101	120	416	72	122	110	120	424	490
% 매출총이익률	21.6%	33.1%	29.1%	28.2%	28.3%	21.3%	29.3%	26.1%	24.6%	25.5%	25.9%
판매비 (연결)	37	37	47	45	166	39	43	42	51	175	204
% 판매비율	11.8%	9.5%	13.5%	10.6%	11.3%	11.6%	10.2%	9.9%	10.6%	10.5%	10.8%
영업이익 (연결)	31	91	54	75	250	33	79	69	68	249	286
- 쌍용양회 (별도)	26	70	43	57	196	25	55	53	50	183	196
- 연결자회사	5	21	11	18	54	8	25	16	18	66	90
% 영업이익률(연결)	9.8%	23.5%	15.6%	17.5%	17.0%	9.7%	19.1%	16.2%	14.0%	15.0%	15.1%
- 쌍용양회 (별도)	12.7%	27.2%	18.4%	19.3%	19.8%	10.9%	19.9%	17.9%	14.7%	16.0%	16.3%
- 연결자회사	4.2%	16.3%	9.7%	13.5%	11.3%	7.2%	17.6%	12.3%	12.4%	12.7%	13.0%

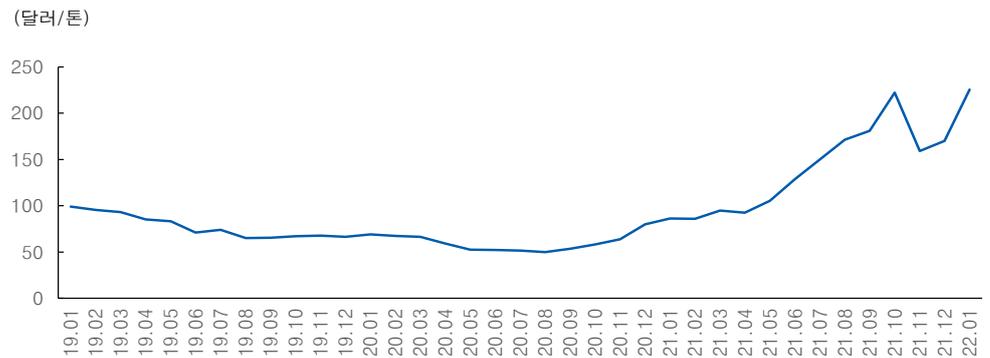
자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 연간 시멘트 내수/수출 판매량 추이 [출하량 → 판매량 기준 변경]



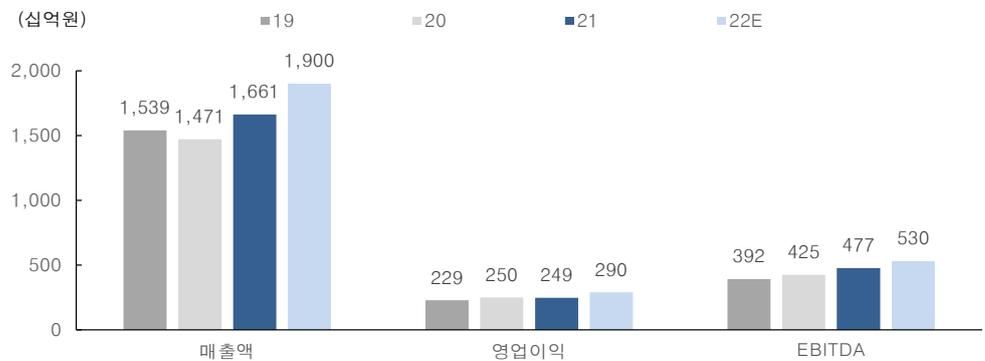
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

월평균 유연탄 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 2022년 가이던스



자료: 쌍용 C&E, 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	16,614	18,913	20,921
매출원가	11,526	10,550	12,377	14,012	15,427
매출충이익	3,858	4,158	4,237	4,901	5,494
판매비	1,566	1,656	1,749	2,042	2,249
영업이익	2,292	2,502	2,487	2,859	3,245
EBITDA	3,928	4,253	4,761	5,240	5,685
영업외손익	-615	-855	-578	-521	-472
외환관련손익	-74	21	-45	-1	-1
이자손익	-318	-290	-308	-311	-301
관계기업관련손익	1	-2	1	6	8
기타	-223	-584	-227	-215	-178
법인세비용차감전순손익	1,678	1,647	1,910	2,338	2,773
법인세비용	367	265	60	421	527
계속사업순손익	1,311	1,382	1,849	1,917	2,246
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,311	1,382	1,849	1,917	2,246
지배지분순이익	1,307	1,382	1,849	1,907	2,235
포괄순이익	879	1,320	1,871	1,938	2,267
지배지분포괄이익	875	1,320	1,871	1,929	2,256

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	4,225	4,393	5,120
당기순이익	1,311	1,382	1,849	1,917	2,246
감가상각비	1,539	1,653	2,181	2,271	2,331
외환손익	12	-34	53	1	1
중속, 관계기업관련손익	-1	2	-1	-6	-8
자산부채의 증감	208	-246	-381	-487	-167
기타현금흐름	590	1,102	523	697	717
투자활동 현금흐름	-763	-1,388	-3,424	-2,910	-2,900
투자자산	0	-5	-6	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-997	-1,556	-3,048	-2,570	-2,590
유형자산 감소	10	49	80	80	80
기타현금흐름	225	123	-451	-419	-389
재무활동 현금흐름	-2,651	-2,855	-1,824	-3,457	-3,427
단기차입금	-1,143	-53	21	20	50
사채 및 장기차입금	1,257	453	1,372	-260	-260
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,104	-2,220	-2,210	-2,210	-2,210
기타현금흐름	-662	-1,035	-1,007	-1,007	-1,007
연결범위변동 등 기타	0	0	-59	2,041	1,294
현금의 증감	246	-384	-1,082	67	88
기초 현금	2,301	2,548	2,164	1,082	1,149
기말 현금	2,548	2,164	1,082	1,149	1,236
NOPLAT	2,292	2,502	2,487	2,859	3,245
FCF	2,663	2,303	1,178	1,823	2,530

자료: 유안타증권

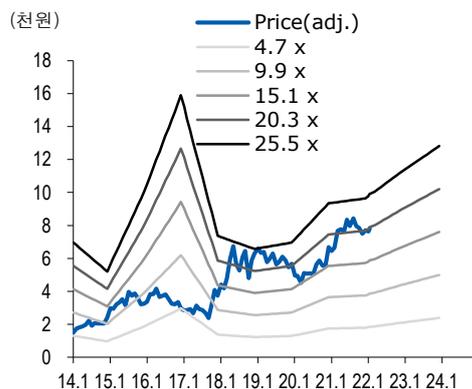
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,467	7,080	6,292	6,539	6,726
현금및현금성자산	2,548	2,164	1,082	1,149	1,236
매출채권 및 기타채권	3,081	3,118	3,200	3,330	3,430
재고자산	1,295	1,139	1,170	1,200	1,220
비유동자산	26,214	26,188	29,350	29,032	28,859
유형자산	21,544	21,526	23,049	23,268	23,447
관계기업 등 지분관련 자산	15	13	14	20	28
기타투자자산	199	105	115	112	112
자산총계	33,680	33,268	35,641	35,571	35,585
유동부채	6,821	4,542	6,653	6,749	6,909
매입채무 및 기타채무	2,474	2,314	2,590	2,630	2,750
단기차입금	595	530	580	600	650
유동성장기부채	3,109	853	2,743	2,769	2,699
비유동부채	8,845	11,830	12,437	12,190	12,010
장기차입금	2,951	3,916	3,289	3,149	2,979
사채	2,725	4,425	4,698	4,551	4,531
부채총계	15,667	16,371	19,089	18,939	18,919
지배지분	18,014	16,897	16,552	16,281	16,316
자본금	5,054	504	504	504	504
자본잉여금	7,550	4,861	260	260	260
이익잉여금	5,893	12,216	16,452	16,150	16,174
비지배지분	0	0	0	350	350
자본총계	18,014	16,897	16,552	16,631	16,666
순차입금	7,102	7,953	10,828	10,421	10,083
총차입금	9,875	10,374	12,329	12,049	11,809

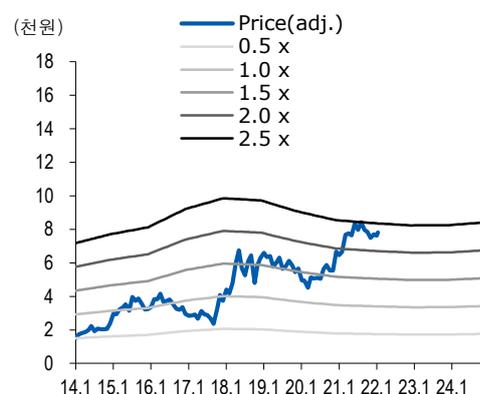
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	258	273	367	379	443
BPS	3,564	3,364	3,295	3,241	3,248
EBITDAPS	777	842	945	1,040	1,128
SPS	3,044	2,911	3,297	3,754	4,152
DPS	420	440	440	440	440
PER	23.3	19.6	21.0	20.6	17.6
PBR	1.7	1.6	2.3	2.4	2.4
EV/EBITDA	9.6	8.3	10.4	9.6	8.8
PSR	2.0	1.8	2.3	2.1	1.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	1.9	-4.4	13.0	13.8	10.6
영업이익 증가율 (%)	-7.2	9.1	-0.6	14.9	13.5
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	5.8	33.8	3.1	17.2
매출총이익률 (%)	25.1	28.3	25.5	25.9	26.3
영업이익률 (%)	14.9	17.0	15.0	15.1	15.5
지배순이익률 (%)	8.5	9.4	11.1	10.1	10.7
EBITDA 마진 (%)	25.5	28.9	28.7	27.7	27.2
ROIC	6.6	7.9	8.8	8.3	9.2
ROA	3.8	4.1	5.4	5.4	6.3
ROE	7.0	7.9	11.1	11.6	13.7
부채비율 (%)	87.0	96.9	115.3	113.9	113.5
순차입금/자기자본 (%)	39.4	47.1	65.4	64.0	61.8
영업이익/금융비용 (배)	6.7	8.3	7.9	8.9	10.5

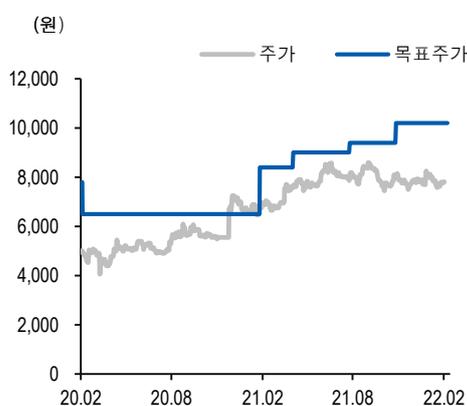
P/E band chart



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
2022-02-11	BUY	10,200	1년		
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)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	6위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+11점
E (Environment)	+3점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+3점
Qualitative	+4점

ESG 평가 기업	쌍용 C&E
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	003410 KS
Industry	건자재
Analyst	김기룡
Analyst Contact	kiryong.kim@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
쌍용 C&E	3	1	3	7
LX 하우시스	4	2	1	7
KCC	-1	1	-1	-1
동화기업	1	1	-1	1
한샘	1	2	-1	2
평균	2	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 쌍용 C&E 포함 73개 등중 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 AA
+1	한국경영인인증원: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	시멘트 업계 최초 탈석탄 경영 선언, 제조 연료인 유연탄 사용량을 2030년까지 '0' 로 만들기 위한 설비 증설 및 인프라 구축 확대 ESG 경영위원회 산하 사회공헌위원회를 신설, 체계적인 사회공헌활동 전개 집행부 책임경영 강화를 위한 집행임원제도 도입, 감사위원회를 전원 사외이사로 구성·운영하며 투명경영과 주주권리 보호 강화

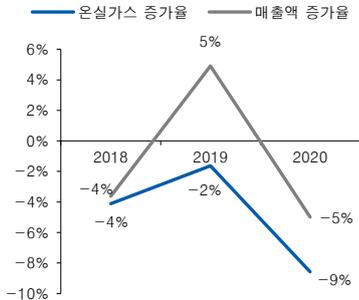
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 점성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



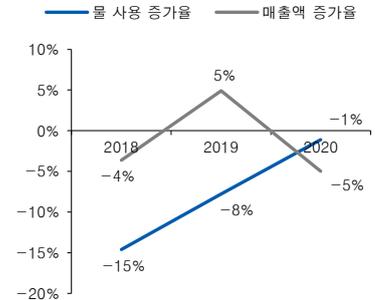
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



▶ 신재생 에너지 사용 전년 대비 증가 = +2점

물 사용량 vs. 매출액 증가율

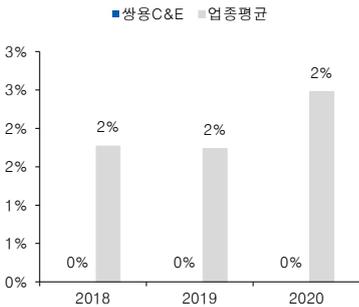


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

Social

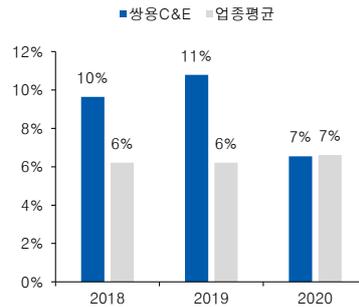


여성임원비율 vs. 업종 평균



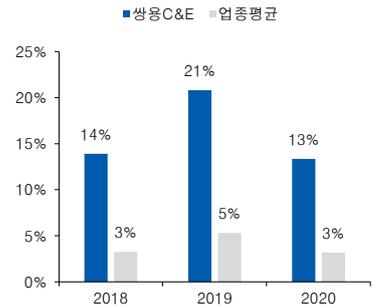
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익의 비율 vs. 업종 평균

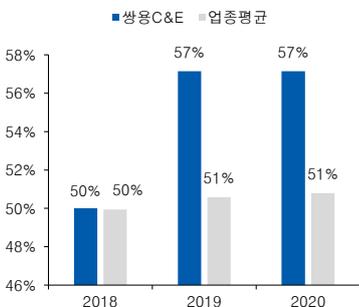


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

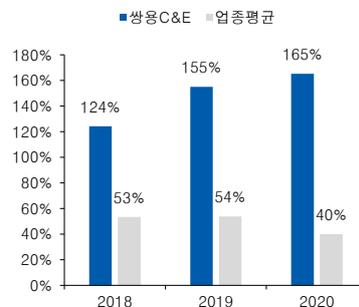


사외이사 비율 vs. 업종 평균



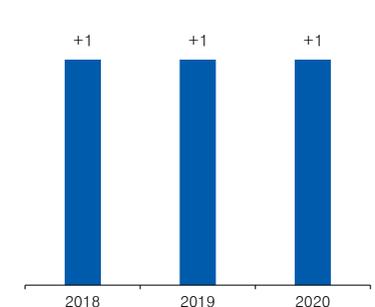
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 국가온실가스 종합관리시스템, 유안타증권 리서치센터

- 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.