

쌍용C&E (003410)

전자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	10,200원 (M)
현재주가 (5/10)	7,950원
상승여력	28%

시가총액	40,057억원
총발행주식수	503,859,595주
60일 평균 거래대금	56억원
60일 평균 거래량	688,544주
52주 고	8,590원
52주 저	7,450원
외인지분율	3.30%
주요주주	한앤코시멘트홀딩스 외 11 인 77.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.1)	1.8	1.4
상대	1.8	8.7	26.9
절대(달러환산)	(5.9)	(4.4)	(11.3)

원가 부담 가중, 평가 인상을 통한 실적 반등

1Q22 Review : 원가 부담으로 시장 예상치 하회

2022년 1분기, 쌍용C&E 연결 잠정 실적은 매출액 3,762억원(+11.8%, YoY), 영업이익 4억원(-98.6%, YoY)으로 시장 예상치를 하회했다. 매출액은 2021년 7월 1일자로 반영된 시멘트 평가 인상(고시단가 기준 +5.1%) 효과 및 내수 판매량 증가(+6%, YoY), 그린에코솔루션 실적 연결 효과로 전년동기대비 12% 증가했다. 다만, 영업이익 측면에서는 1) 전년동기대비 유연탄 가격 급등을 비롯한 전반적인 원가 부담 가중 2) 자회사인 그린에코솔루션의 설비증설 및 시설안정화 공사로 인한 영업손실[0억원('1Q21) → -24억원(1Q22P)] 3) 2021년까지 반영되었던 유연탄 옵션계약 관련 원가 절감 효과 소멸 등이 전년동기대비 급감 요인으로 작용했다. 당분기 탄소배출권 관련 매각 이익은 반영되지 않은 것으로 확인되고 있다.

원가 부담 지속, 평가 인상과 순환자원 효과를 통한 방어

시멘트 업계에 원가 부담 요인으로 작용하고 있는 유연탄 가격은 러시아-우크라이나 사태 등과 맞물려 강세를 보이는 반면, 이를 근거로 협상이 마무리 된 시멘트 평가 인상 효과(+15.2%, 고시단가 기준 78,800원/톤 → 90,800원/톤)는 2022년 4월부터 본격적으로 반영될 전망이다. 기 준공한 총 4기의 순환자원처리시설에 대한 추가 Capa 투자(메인 버너, 예열실 등) 확대, 연내 1기의 추가 시설 가동은 시멘트 제조에 연료로 사용되는 유연탄 사용량의 점진적 감소 및 소각 수수료 증가를 통한 환경 부문 이익 확대에 기여할 전망이다. 환경 부문의 중간 지주회사 역할을 수행하는 그린에코솔루션(지분 100%)의 폐합성수지 중간처리 업체 인수 확대 및 효율화 작업은 연결 자회사 실적 성장에 기여할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 10,200원 유지

쌍용C&E에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 10,200원을 유지한다. 주택 공급 확대 등 차기 정부의 부동산 정책 기대감은 속도 조절 가능성으로 크게 반영되고 있지 않은 상황이나, 방향성 자체는 유효한만큼 시멘트 출하량 증가 및 본업 회복에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 1분기 실적 부진에도 불구하고, 지난 두 차례 평가 인상이 온전히 반영되는 2분기 실적 반등과 더불어 중장기적인 환경 사업 확대의 구체화 과정은 이익 성장 요인으로 작용할 전망이다.

	1Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,762	11.8	-22.6	3,821	-1.5
영업이익	4	-98.6	-99.3	173	-97.4
세전계속사업이익	-128	적전	적전	76	-269.0
지배순이익	-155	적전	적전	135	-215.0
영업이익률 (%)	0.1	-9.6 %pt	-13.9 %pt	4.5	-4.4 %pt
지배순이익률 (%)	-4.1	적전	적전	3.5	-7.6 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		14,708	16,614	19,364	21,994
영업이익		2,502	2,487	2,835	3,327
지배순이익		1,382	1,860	1,887	2,313
PER		19.6	20.8	21.2	17.3
PBR		1.6	2.3	2.5	2.4
EV/EBITDA		8.3	10.5	9.7	8.9
ROE		7.9	11.1	11.5	14.2

자료: 유안타증권

쌍용 C&E 1Q22 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	337	416	423	486	376	11.8%	-22.6%	361	4.3%
영업이익	33	79	69	68	0	-98.6%	-99.3%	6	-92.7%
세전이익	22	66	77	27	-13	적전	적전	4	적전
지배주주순이익	20	72	73	22	-16	적전	적전	-	-
영업이익률	9.7%	19.1%	16.2%	14.0%	0.1%			1.7%	
세전이익률	6.5%	15.8%	18.1%	5.5%	-3.4%			1.1%	
지배주주순이익률	5.8%	17.2%	17.2%	4.5%	-4.1%			-	

자료: 유안타증권 리서치센터

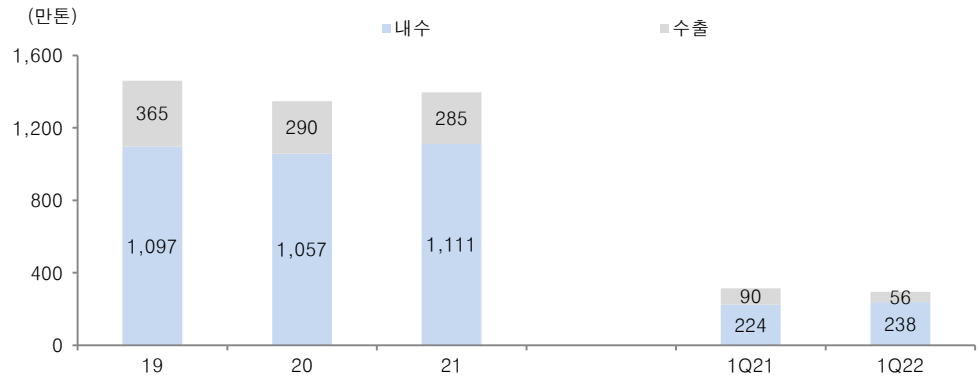
쌍용 C&E 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액 (연결)	337	416	423	486	1,661	376	496	490	574	1,936	2,199
- 쌍용양회(별도)	232	275	296	340	1,142	254	325	331	377	1,287	1,369
- 연결자회사	105	140	127	147	518	123	171	159	197	650	831
매출원가 (연결)	265	294	312	366	1,237	331	360	363	403	1,457	1,650
% 매출원가율	78.7%	70.7%	73.9%	75.3%	74.5%	88.1%	72.5%	74.1%	70.2%	75.3%	75.0%
매출총이익 (연결)	72	122	110	120	424	45	136	127	171	479	549
% 매출총이익률	21.3%	29.3%	26.1%	24.7%	25.5%	11.9%	27.5%	25.9%	29.8%	24.7%	25.0%
판관비 (연결)	39	43	42	52	176	44	47	50	55	196	216
% 판관비율	11.6%	10.2%	9.9%	10.7%	10.6%	11.8%	9.4%	10.1%	9.6%	10.1%	9.8%
영업이익 (연결)	33	79	69	68	249	0	90	77	116	283	333
% 영업이익률(연결)	9.7%	19.1%	16.2%	14.0%	15.0%	0.1%	18.1%	15.8%	20.2%	14.6%	15.1%

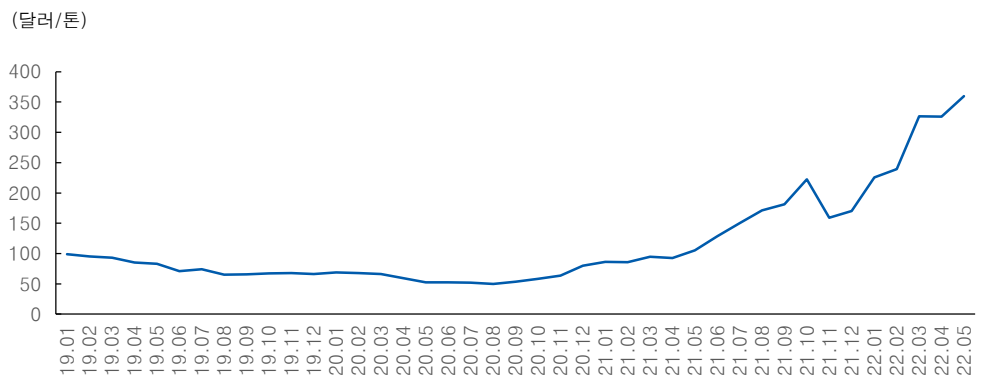
자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E 판매량 추이



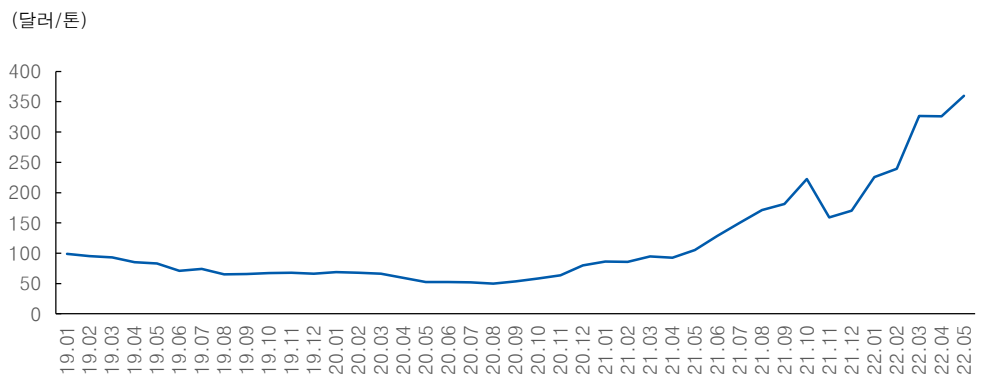
자료: 쌍용 C&E, 유안타증권 리서치센터

월평균 유연탄 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

월평균 유연탄 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

쌍용 C&E (003410) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	14,708	16,614	19,364	21,994	23,614
매출원가	10,550	12,370	14,573	16,505	17,557
매출충이익	4,158	4,244	4,790	5,489	6,057
판매비	1,656	1,757	1,955	2,162	2,300
영업이익	2,502	2,487	2,835	3,327	3,758
EBITDA	4,253	4,768	5,335	5,807	6,218
영업외손익	-855	-578	-555	-492	-442
외환관련손익	21	-54	11	11	11
이자손익	-290	-300	-301	-288	-278
관계기업관련손익	-2	0	8	8	8
기타	-584	-224	-273	-223	-183
법인세비용차감전순손익	1,647	1,910	2,280	2,835	3,316
법인세비용	265	50	388	510	647
계속사업순손익	1,382	1,860	1,892	2,325	2,669
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,382	1,860	1,892	2,325	2,669
지배지분순이익	1,382	1,860	1,887	2,313	2,656
포괄순이익	1,320	1,858	1,941	2,374	2,718
지배지분포괄이익	1,320	1,858	1,941	2,362	2,705

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,859	3,812	5,141	5,291	5,585
당기순이익	1,382	1,860	1,892	2,325	2,669
감가상각비	1,653	2,206	2,454	2,434	2,414
외환손익	-34	58	-11	-11	-11
중속, 관계기업관련손익	2	0	-8	-8	-8
자산부채의 증감	-246	-905	218	-45	-75
기타현금흐름	1,102	593	596	596	596
투자활동 현금흐름	-1,388	-3,300	-4,817	-4,265	-4,445
투자자산	-5	-2	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,556	-1,993	-2,520	-2,060	-2,230
유형자산 감소	49	92	0	0	0
기타현금흐름	123	-1,397	-2,297	-2,205	-2,215
재무활동 현금흐름	-2,855	-1,594	-2,244	-2,921	-2,911
단기차입금	-53	-236	-12	0	-10
사채 및 장기차입금	453	2,057	390	-300	-280
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,220	-2,210	-1,658	-1,658	-1,658
기타현금흐름	-1,035	-1,204	-964	-964	-964
연결범위변동 등 기타	0	0	1,929	1,938	1,830
현금의 증감	-384	-1,082	9	42	58
기초 현금	2,548	2,164	1,082	1,091	1,133
기말 현금	2,164	1,082	1,091	1,133	1,191
NOPLAT	2,502	2,487	2,835	3,327	3,758
FCF	2,303	1,819	2,621	3,231	3,355

자료: 유안타증권

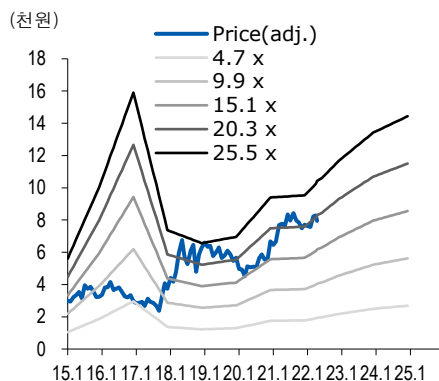
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	7,080	6,292	6,451	6,663	6,911
현금및현금성자산	2,164	1,082	1,091	1,133	1,191
매출채권 및 기타채권	3,118	3,335	3,470	3,580	3,720
재고자산	1,139	1,525	1,450	1,480	1,510
비유동자산	26,188	29,355	29,602	29,310	29,248
유형자산	21,526	23,571	23,637	23,263	23,078
관계기업 등 지분관련 자산	13	14	21	29	37
기타투자자산	105	113	115	105	115
자산총계	33,268	35,648	36,054	35,973	36,159
유동부채	4,542	6,652	7,208	7,178	7,028
매입채무 및 기타채무	2,314	2,814	3,070	3,190	3,310
단기차입금	530	322	310	310	300
유동성장기부채	853	2,611	2,878	2,748	2,518
비유동부채	11,830	12,441	12,614	12,384	12,264
장기차입금	3,916	4,502	4,362	4,292	4,242
사채	4,425	4,429	4,692	4,592	4,592
부채총계	16,371	19,093	19,822	19,562	19,292
지배지분	16,897	16,555	16,232	16,412	16,868
자본금	504	504	504	504	504
자본잉여금	4,861	260	260	260	260
이익잉여금	12,216	16,489	16,167	16,270	16,716
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	16,897	16,555	16,232	16,412	16,868
순차입금	7,953	11,497	11,840	11,429	11,001
총차입금	10,374	12,587	13,012	12,682	12,362

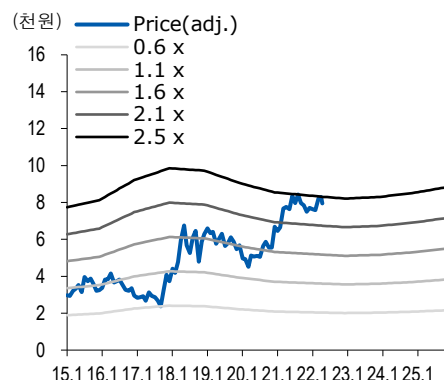
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	273	369	375	459	527
BPS	3,364	3,296	3,232	3,267	3,358
EBITDAPS	842	946	1,059	1,153	1,234
SPS	2,911	3,297	3,843	4,365	4,687
DPS	440	440	440	440	440
PER	19.6	20.8	21.2	17.3	15.1
PBR	1.6	2.3	2.5	2.4	2.4
EV/EBITDA	8.3	10.5	9.7	8.9	8.2
PSR	1.8	2.3	2.1	1.8	1.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-4.4	13.0	16.5	13.6	7.4
영업이익 증가율 (%)	9.1	-0.6	14.0	17.4	12.9
지배순이익 증가율 (%)	5.8	34.6	1.5	22.6	14.8
매출총이익률 (%)	28.3	25.5	24.7	25.0	25.7
영업이익률 (%)	17.0	15.0	14.6	15.1	15.9
지배순이익률 (%)	9.4	11.2	9.7	10.5	11.2
EBITDA 마진 (%)	28.9	28.7	27.6	26.4	26.3
ROIC	7.9	8.7	8.1	9.4	10.5
ROA	4.1	5.4	5.3	6.4	7.4
ROE	7.9	11.1	11.5	14.2	16.0
부채비율 (%)	96.9	115.3	122.1	119.2	114.4
순차입금/자기자본 (%)	47.1	69.5	72.9	69.6	65.2
영업이익/금융비용 (배)	8.3	8.0	9.1	11.1	13.0

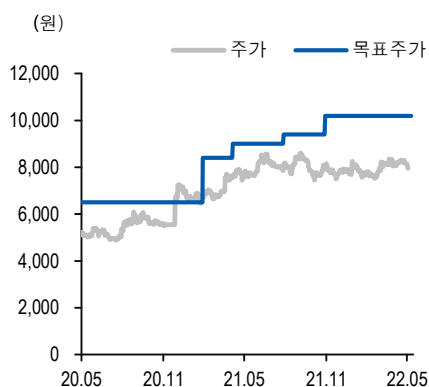
P/E band chart



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
2022-05-11	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

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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-05-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	7위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+10점
E (Environment)	+3점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+3점
Qualitative	+5점

ESG 평가 기업	쌍용 C&E
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
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	5
LX 하우시스	4	2	1	7
KCC	-1	1	1	1
한샘	1	3	-3	1
평균	2	2	1	3

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

ESG Qualitative 평가 점수

+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2021년 ESG 등급 A
+1	서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+1	한국경영인증원: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	시멘트 업계 최초 탈석탄 경영 선언, 연료인 유연탄 사용량을 2030년까지 '0' 로 만들기 위한 설비 증설 및 인프라 구축 지속적 확대
	시멘트 업계 최초 ESG 경영위원회, 산하 사회공헌위원회 신설로 환경분야 투자 및 역량과 사회공헌활동 강화
	국내 시멘트 업계 최초로 여성 사외이사 선임, 다양성 확대와 ESG 경영 경쟁력 강화를 위한 행보

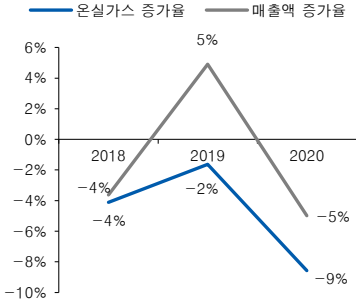
유안타 ESG Scoring 기준

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 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



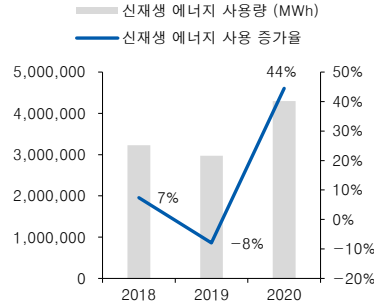
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



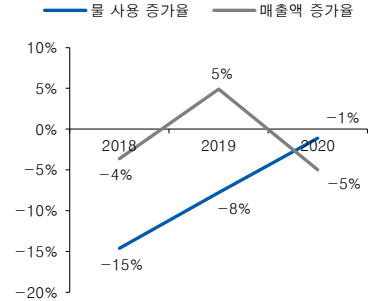
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



▶ 신재생 에너지 사용 전년 대비 증가 = +2점

물 사용량 vs. 매출액 증가율

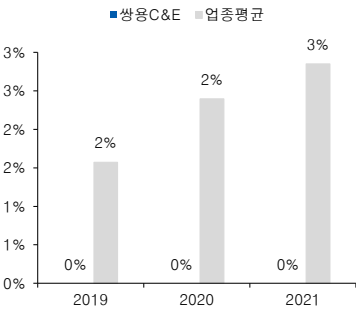


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

Social

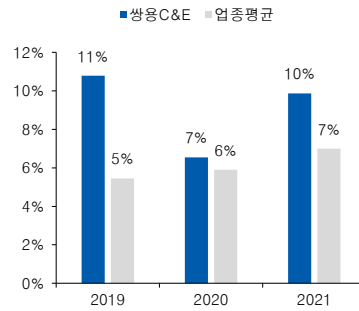


여성임원비율 vs. 업종 평균



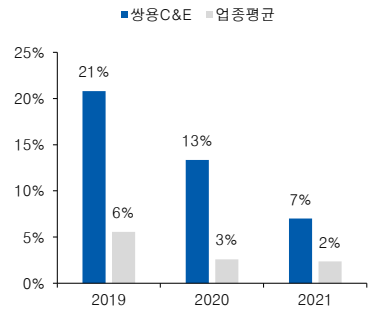
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

사회기부금/당기순이익의 비율 vs. 업종 평균

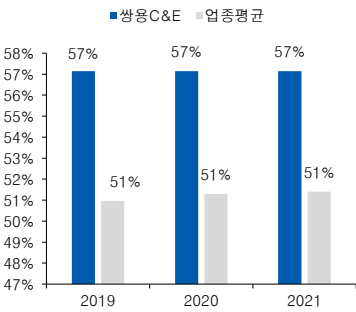


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

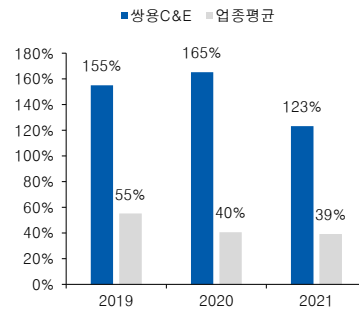


사외이사 비율 vs. 업종 평균



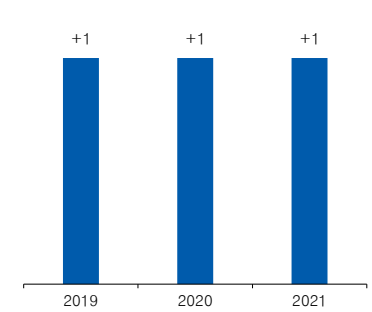
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사외 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.